

2023年06月15日

关注基数掩盖下的修复

—— 1-5月宏观经济数据分析

投资要点:

► 供给相对稳定

工业生产平稳增长。5月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.5%，较前值回落2.1个百分点。从环比看，5月份，规模以上工业增加值比上月增长0.63%，较前月回升0.97个百分点。从两年复合增速来看，5月工业增加值增速为2.09%，较4月回升0.83个百分点。5月，工业生产环比有所改善，但由于去年3-4月的低基数效应消退，导致工业增加值同比增速出现了较大幅度的下降。

服务业保持扩张。5月份，全国服务业生产指数增长11.7%，增速小幅回调，较前值回落1.8个百分点。服务业商务活动指数为53.8%，较上月回落1.3个百分点，但仍继续保持在扩张区间。

► 需求整体偏弱

出口方面，5月出口低于预期，原因主要有两个：一是去年5月份基数较高；二是，前期积累订单逐步完成释放，出口增速自然会有所回落。今年以来，我国出口结构发生了较大变化，应理性看待出口数据与市场预期的偏离，无需过于悲观。

固定资产投资有所回落：(1) 房地产开发建设仍比较低迷，“保交楼”背景下，竣工面积增速持续回升，新房销售有所回暖，但是施工面积和新开工面积降幅却持续扩大。(2) 1-5月，基础设施投资同比增长9.94%。基建增速有所放缓，受到财政资金限制，专项债发行偏慢和土地出让金收入持续负增长共同影响。展望未来，随着稳经济政策出台落实，基建的重要性或将得到提升，下半年仍将是经济的重要抓手。(3) 1-5月，制造业投资增长6%，较前值回落0.4个百分点。需求不足，工业品价格回落，企业利润空间被不断压缩，是导致制造业投资增速持续回落的重要原因之一。

消费品零售持续修复。5月，社会消费品零售总额37803亿元，同比增长12.7%，较前值回落5.7个百分点，环比增长0.42%。从两年复合增速来看，5月社会消费品零售总额增速为2.54%，较4月微降0.06个百分点。社零当月同比增速回落主因去年3-4月的低基数影响消失。

► 就业形势整体稳定

5月份，全国城镇调查失业率为5.2%，31个大城市城镇调查失业率为5.5%，两项指标均与上月持平。16-24岁劳动人口失业率分别录得20.8%，青年就业压力有所上升。

► 基数效应掩盖下的修复

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

总的来看，5 月经济数据出现明显回落是双重影响的共同作用的结果：一是，去年 3-4 月的低基数效应消退，造成了 5 月经济数据出现较为明显的回落。例如，工业增加值和社会零售总额虽然同比增速读数回落，但是从环比来看仍然呈现出修复态势。二是，今年以来，经济虽有修复，但需求不足，内在动能偏弱，二季度经济边际放缓，表现在出口与固定资产投资都有所回落。

风险提示

经济出现超预期波动。

正文目录

1. 工业生产平稳增长.....	4
2. 服务业保持扩张.....	5
3. 固定资产投资有所回落.....	6
4. 消费品零售持续修复.....	7
5. 就业形势整体稳定.....	8
6. 基数效应掩盖下的修复.....	9
7. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 5月工业增加值同比增长 3.5%.....	5
图 2 5月全国服务业生产指数同比增长 11.7%.....	5
图 3 5月，服务业商务活动指数为 53.8%.....	5
图 4 1-5月，固定资产投资同比增长 4.0%.....	7
图 5 1-5月，民间投资同比增速-0.1%.....	7
图 6 1-5月，商品房销售额同比增长 8.4%.....	7
图 7 1-5月，商品房施工面积同比下降 6.2%.....	7
图 8 5月社会消费品零售总额同比增长 12.7%.....	8
图 9 5月基本生活消费有所分化 (%).....	8
图 10 5月耐用品消费增速普遍回落.....	8
图 11 5月石油制品消费同比增速回落.....	8
图 12 5月全国城镇调查失业率为 5.2%.....	9
图 13 5月青年人口失业率有所回升 (%).....	9

1. 工业生产平稳增长

5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%，较前值回落 2.1 个百分点。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.63%，较前月回升 0.97 个百分点。1-5 月规上工业增加值累计同比增长 3.6%，与前月持平。从两年复合增速来看，5 月工业增加值增速为 2.09%，较 4 月回升 0.83 个百分点。5 月，工业生产环比有所改善，但由于去年 3-4 月的低基数效应消退，导致工业增加值同比增速出现较为明显的下降。

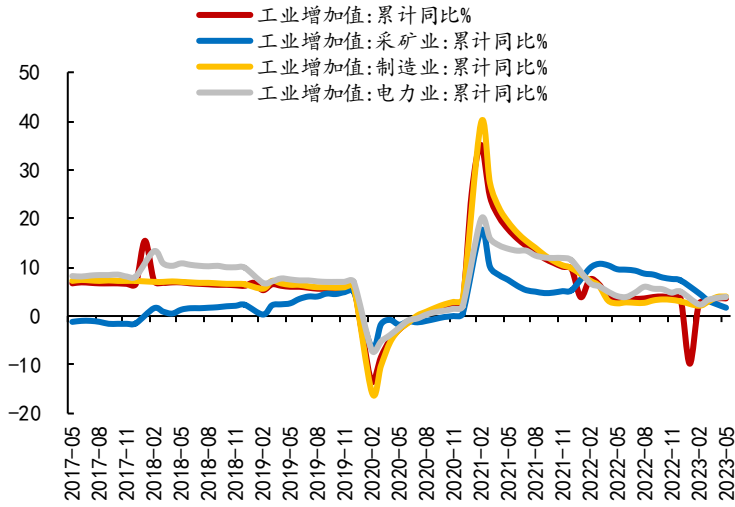
分经济类型看，5 月份，各类型企业工业增加值增速均有所落。国有控股企业增加值同比增长 4.4%，较前值回落 2.2 个百分点；股份制企业增长 3.5%，较前值回落 0.9 个百分点；外商及中国港澳台商投资企业同比增长 4.2%，较前值回落 7.6 个百分点；私营企业增长 0.7%，较前值回落 0.9 个百分点。

分三大门类看，5 月，采矿业增加值当月同比下降 1.2%，增速较前值回落 1.2 个百分点；制造业增加值同比增速有所回落，增速缩小 2.4 个百分点至 4.1%；电力、燃气及水的生产和供应业同比增速录得 4.8%，与前值持平。

分行业看，5 月份，41 个大类行业中有 21 个行业增加值保持同比增长，增长行业数量较前值减少了 4 个。受原材料价格回落影响，中上游生产整体放缓，煤炭开采和洗选业下降 1.6%，较前值回落 1.0 个百分点，石油和天然气开采业增长 3.7%，较前值回落 1.8 个百分点；非金属矿物制品业降幅扩大，增速下降 2 个百分点至 -2.6%；黑色金属冶炼和压延加工业增长 3.1%，较前值回升 1.2 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业增长 7.1%，较前值回落 0.3 个百分点。中下游制造业增速普遍回落，通用设备制造业增长 6.1%，较前值下降 7.4 个百分点；专用设备制造业增速回落 5.2 个百分点至 3.9%，汽车制造业增速较前值大幅收窄 20.8 个百分点至 23.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.6%，增速较前值收窄 1.9 个百分点；电气机械和器材制造业增长 15.4%，较前值下降 1.9 个百分点。

分产品看，5 月份，620 种产品中有 339 种产品产量同比增长，较前值减少了 19 个。其中，钢材 11847 万吨，同比下降 1.3%，增速由正转负，较前值回落 6.3 个百分点；水泥 19638 万吨，下降 0.4%，较前值回落 1.8 个百分点；十种有色金属 615 万吨，增长 5.1%，较前值回落 1.0 个百分点；乙烯 262 万吨，增长 7.1%，较前值回落 10.8 个百分点；汽车 230.7 万辆，增长 17.3%，增速较前值回落 42.5 个百分点；新能源汽车 67.5 万辆，增长 43.6%，增速回落 41.8 个百分点；发电量 6886 亿千瓦时，同比增长 5.6%，小幅回落 0.5 个百分点；原油加工量 6200 万吨，同比增长 15.4%，增速回落 3.5 个百分点。

图 1 5 月工业增加值同比增长 3.5%



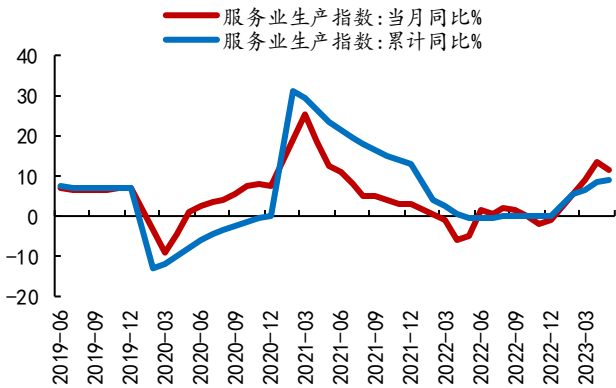
资料来源: WIND、华西证券研究所

2. 服务业保持扩张

5 月份, 全国服务业生产指数同比增长 11.7%, 增速小幅回调, 较前值回落 1.8 个百分点。其中, 住宿和餐饮业, 租赁和商务服务业, 批发和零售业, 信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别增长 39.5%、14.0%、13.2%、12.9%。1-5 月份, 全国服务业生产指数同比增长 9.1%, 比 1-4 月份加快 0.7 个百分点。

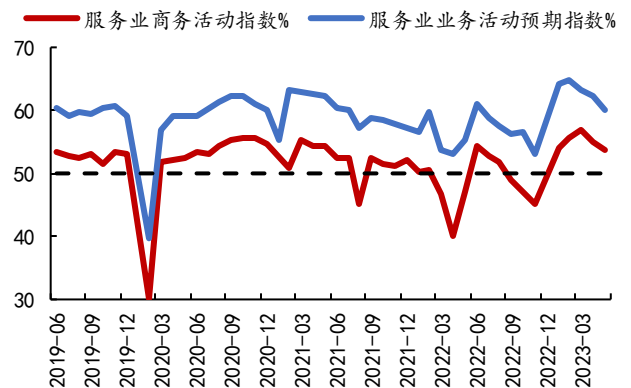
5 月份, 服务业商务活动指数为 53.8%, 较上月回落 1.3 个百分点, 继续保持在扩张区间。其中, 铁路运输、水上运输、航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数位于 60% 以上高位景气区间。从市场预期看, 服务业业务活动预期指数为 60.1%, 较上月回落 2.2 个百分点, 但仍保持在较高景气度区间。

图 2 5 月全国服务业生产指数同比增长 11.7%



资料来源: WIND、华西证券研究所

图 3 5 月, 服务业商务活动指数为 53.8%



资料来源: WIND、华西证券研究所

3. 固定资产投资有所回落

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，较前值回落 0.7 个百分点，增速有所放缓。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.11%。1-5 月份，民间固定资产投资 101915 亿元，同比下降 0.1%，较前值回落 0.5 个百分点。分产业看，第一产业投资同比增长 0.1%；第二产业投资增长 8.8%；第三产业投资增长 2%。

从基建投资、制造业投资和房地产投资三大领域具体来看：

(1) 房地产：1-5 月，全国房地产开发投资完成额为 45701 亿元，同比下降 7.2%，增速较前值下降 1 个百分点，降幅持续扩大。施工面积同比下降 6.2%，降幅较前月扩大 0.6 个百分点；新开工面积下降 22.6%，较前值扩大 1.4 个百分点；“保交楼”背景下，竣工面积增速进一步上升 0.8 个百分点至 19.6%。施工面积和新开工面积降幅持续扩大，房地产开发建设仍比较低迷。

1-5 月份，商品房销售面积 46440 万平方米，同比下降 0.9%，较前值回落 0.5 个百分点。商品房销售额 49787 亿元，增长 8.4%，较前值回落 0.4 个百分点。

5 月末，商品房待售面积 64120 万平方米，同比增长 15.7%。其中，住宅待售面积增长 15.9%。今年以来，商品房待售面积始终居高不下，在一定程度上压制了房地产企业的投资动力。

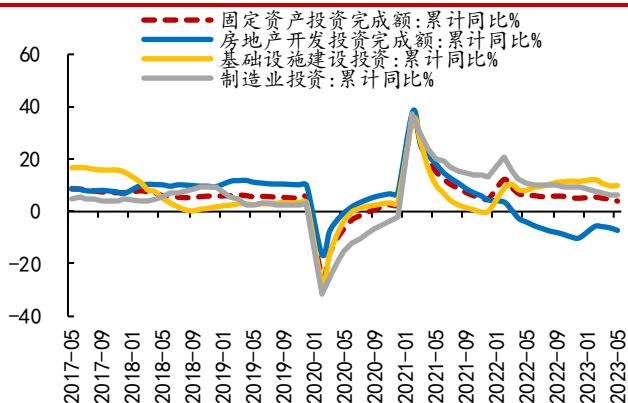
1-5 月份，房地产开发企业到位资金 55958 亿元，同比下降 6.6%，较前值回落 0.2 个百分点。其中，国内贷款 7175 亿元，下降 10.5%；利用外资 13 亿元，下降 73.5%；自筹资金 16267 亿元，下降 21.6%；定金及预收款 19878 亿元，增长 4.4%；个人按揭贷款 10354 亿元，增长 6.5%。虽然销售回暖带动定金及预收款与个人按揭贷款较去年回升，但是贷款与自筹资金降幅较为明显，显示房地产企业的资金压力虽有所缓解，但仍需关注。

(2) 基建：1-5 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 7.5%，较前值回落 1 个百分点；全口径基建投资同比增速为 9.94%，较前值回升 0.14 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 16.4%，水利管理业投资增长 11.5%，道路运输业投资增长 4.4%，公共设施管理业投资增长 3.9%。

基建增速有所放缓，受到财政资金限制，专项债发行偏慢和土地出让金收入持续负增长共同影响。展望未来，随着稳经济政策出台落实，基建的重要性或将得到提升，下半年仍将是经济的重要抓手。

(3) 制造业：1-5 月制造业投资增长 6%，较前值回落 0.4 个百分点。当前，国内需求不足，工业品价格回落，企业利润空间不断压缩，是导致制造业投资增速出现持续回落的重要原因之一。

图4 1-5月，固定资产投资同比增长4.0%



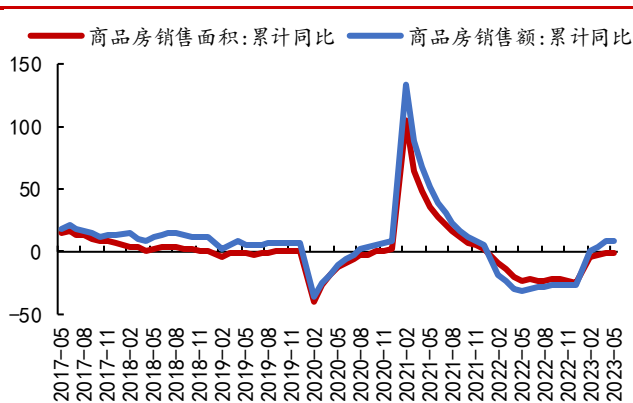
资料来源：WIND、华西证券研究所

图5 1-5月，民间投资同比增速-0.1%



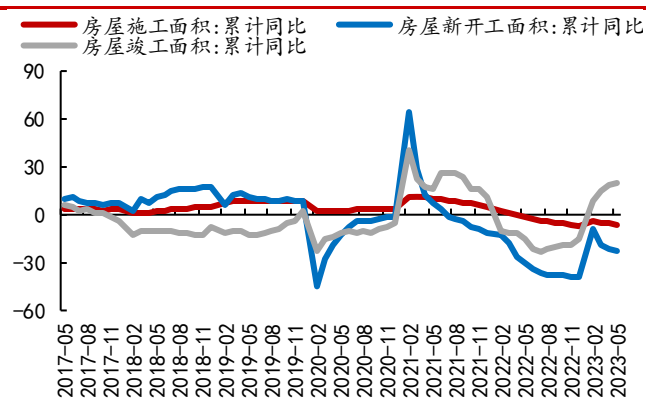
资料来源：WIND、华西证券研究所

图6 1-5月，商品房销售额同比增长8.4%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图7 1-5月，商品房施工面积同比下降6.2%



资料来源：WIND、华西证券研究所

4. 消费品零售持续修复

5月，社会消费品零售总额37803亿元，同比增长12.7%，较前值回落5.7个百分点，环比增长0.42%。从两年复合增速来看，5月社会消费品零售总额增速为2.54%，较4月微降0.06个百分点。1-5月份，社会消费品零售总额187636亿元，同比增长9.3%，较前值回升0.8个百分点。综合来看，5月社会消费品零售总额当月同比增速大幅回落主因去年3-4月的低基数效应消失。

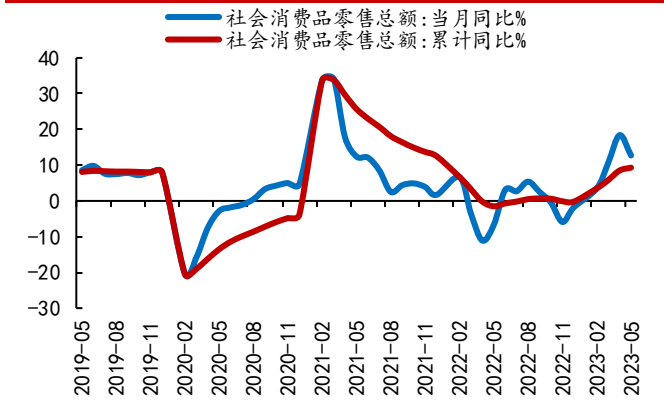
按经营单位所在地分，5月份，城镇消费品零售额32906亿元，同比增长12.7%，较前值回落5.9个百分点；乡村消费品零售额4897亿元，增长12.8%，较前值回落4.5个百分点。

5月，商品零售33733亿元，同比增长10.5%，较前值回落5.4个百分点。1-5月份，商品零售167678亿元，同比增长7.9%，较前值回升0.6个百分点。限上商品零售类别中，升级类商品销售增长较快，限额以上通讯器材类、金银珠宝类、体育娱乐用品类商品当月零售额同比分别增长27.4%、24.4%、14.3%。

5月，餐饮收入4070亿元，增长35.1%，较前值回落8.7个百分点，但仍保持较高增速。1-5月份，餐饮收入19958亿元，增长22.6%，较前值回升2.8个百分点。

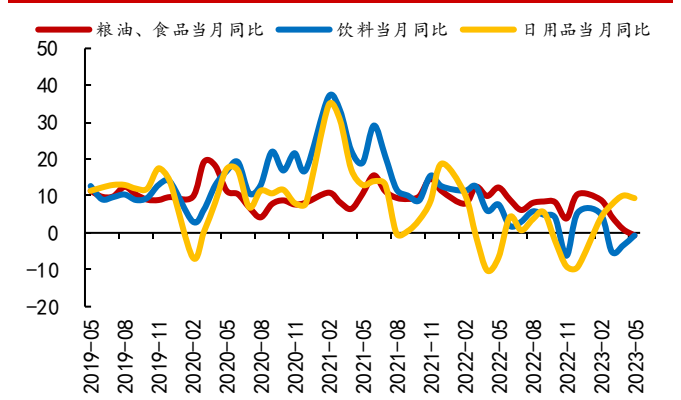
5月，全国网上零售额56906亿元，同比增长13.8%，较前值加快1.5个百分点。其中，实物商品网上零售额48055亿元，增长11.8%，占社会消费品零售总额的比重为25.6%。

图8 5月社会消费品零售总额同比增长12.7%



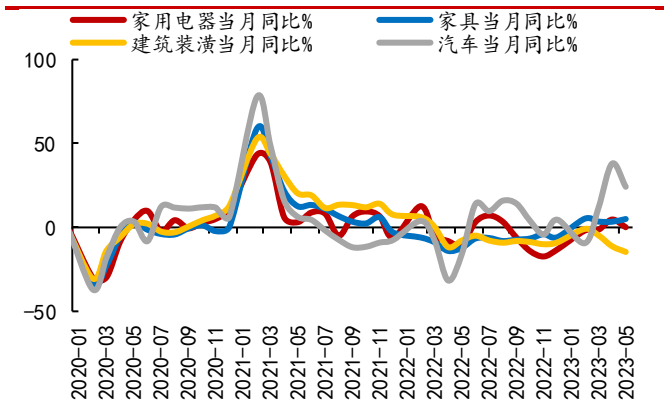
资料来源：WIND、华西证券研究所

图9 5月基本生活消费有所分化 (%)



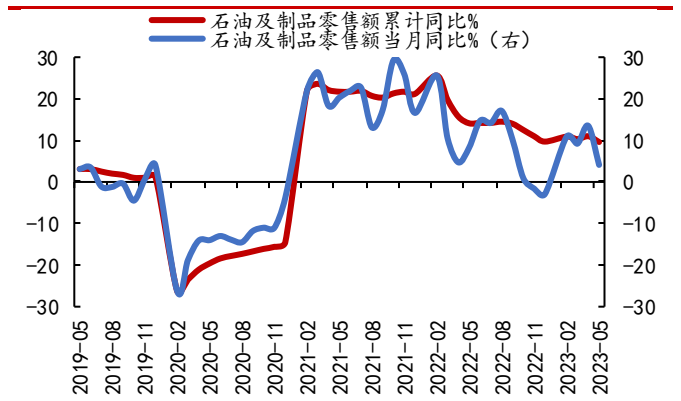
资料来源：WIND、华西证券研究所

图10 5月耐用品消费增速普遍回落



资料来源：WIND、华西证券研究所

图11 5月石油制品消费同比增速回落

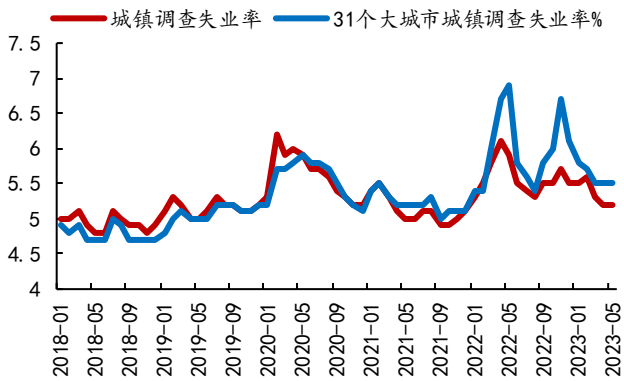


资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 就业形势整体稳定

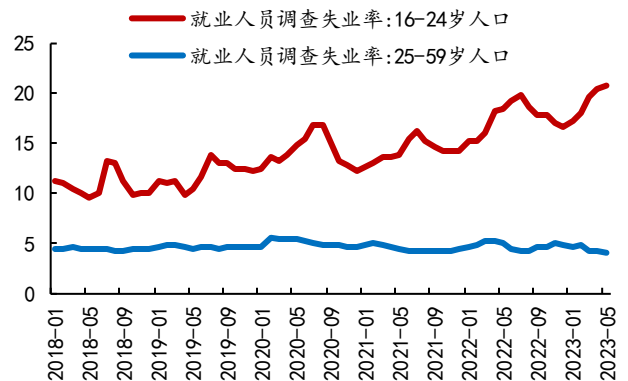
5月份，全国城镇调查失业率为5.2%，与4月份持平。31个大城市城镇调查失业率为5.5%，也与上月持平。5月份，16-24岁、25-59岁劳动力调查失业率分别为20.8%、4.1%，青年就业压力有所上升。

图 12 5 月全国城镇调查失业率为 5.2%



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 13 5 月青年人口失业率有所回升 (%)



资料来源：WIND、华西证券研究所

6. 基数效应掩盖下的修复

总的来看，5 月经济数据出现明显回落是双重影响共同作用的结果：一是，去年 5 月开始上海逐步解封，经济生产开始恢复，3-4 月的低基数效应消退，造成了 5 月经济数据出现较为明显的下降。例如，工业增加值和社会零售总额虽然同比增速读数回落，但是从环比来看仍然呈现出修复态势。二是，今年以来，经济虽有修复，但需求不足，内在动能偏弱，二季度经济边际放缓，出口与固定资产投资都有所回落。

当前，经济恢复基础尚不稳固，国内结构调整压力较大，需求不足的问题依然突出，未来或仍需宏观政策扶持。货币政策已经率先发力，OMO 和 MLF 利率下调 10BP，预计后续 1 年和 5 年 LPR 将跟随性、同幅度下降，利率中枢整体下移。此次利率下调，旨在降低实体经济融资成本，促进房地产预期改善，稳定和扩大有效需求。

7. 风险提示

经济出现超预期波动。

分析师简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。