

## 宏观利率

## 经济边际放缓，收益率反弹空间有限

——2023年5月经济数据点评兼论利率影响

2023年6月15日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

## 投资要点：

- **市场启示：经济边际放缓，下半年演绎“L”型后半段，债券收益率反弹空间有限。**5月经济数据显示：第一，多项经济数据低于预期，边际上也略有放缓。从近两年平均增速看，投资、消费都趋势向下。第二，生产相对于需求偏强，一定程度影响价格的企稳，但好在下半年有低基数支撑，PPI大概率能够企稳。第三，经济韧性仍在，居民信心相对稳定，尤其是基建和制造业投资具有韧性，就业形势依然在改善，因此经济失速风险可控。在经济基本面进一步放缓下，6月降息举措更多出于稳信心稳预期，预防经济进入负循环的考虑，使得库存出清能够延续。未来进一步稳增长政策可期，强刺激难觅，下半年经济将演绎“L”型后半段。判断债券收益率反弹空间有限，下半年收益率中枢将低于上半年。短期看，伴随政策利率下降，债券收益率短期下冲后或低斜率反弹。
- **消费水平稳定恢复，结构仍分化。**5月社零同比增长12.7%（前值18.4%），累计同比增长9.3%（前值8.5%）。我们用四年平均增速剔除疫情波动的影响，5月社零复合增速为3.53%（前值3.46%），有所恢复，但距离2019年的增速水平还具有较大差距。结构上看，第一，随着消费场景的拓展，居民外出购物增加，服务性消费较快增长。第二，升级类商品销售增长较快。第三，汽车等大宗商品消费持续增长。第四，和地产投资相关度较高的建筑及装潢材料类、家用电器和音响器材类增速表现不佳。
- **房地产销售反复，房企开工意愿不强，竣工加快，整体仍处于调整期。**5月房地产开发投资完成额累计增速-7.2%（前值-6.2%）。5月商品房销售面积累计跌幅再度扩大至-0.9%（前值-0.4%），房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-6.6%（前值-6.4%）。在“保交楼”政策带动下，各地加强对房地产重点项目调度，带动地产竣工较快增长。5月新开工和施工面积增速跌幅继续扩大。
- **基建投资维持高韧性。**5月基建投资累计增速7.5%（前值8.5%）。近期财政系统正组织申报2023年第二批专项债项目。未来一个阶段基建投资有望继续保持韧性。
- **制造业投资态势总体稳定，民间投资转为下降值得关注。**5月制造业投资累计增速6.0%（前值6.4%）。5月民间投资累计同比自2020年11月以来首次转负至-0.1%（前值0.4%）。分行业看，消费品类制造业投资整体偏好。装备制造业多个行业投资增速放缓。
- **工业生产总体平稳，环比增速由负转正。**5月规模以上工业增加值同比增长3.5%（前值5.6%），扣除上年同期基数升高的影响，5月份规模以上工业增加值两年平均增长2.1%，比上月加快0.8个百分点。当前工业库存高位、工业品价格持续回落，影响企业生产和投资链条的恢复。5月工业企业产销率下滑至96.6%（前值97.4%）。
- **风险提示：**稳增长政策超预期。



## 1. 事件回顾

2023年5月，规模以上工业增加值当月同比增长3.5%（前值5.6%）；全国固定资产投资累计同比增长4.0%（前值4.7%），其中制造业投资累计同比增长6.0%（前值6.4%），基础设施（不含电力）投资累计同比增长7.5%（前值8.5%），全国房地产开发投资累计同比增长-7.2%（前值-6.2%）；社会消费品零售总额当月同比增长12.7%（前值18.4%）。

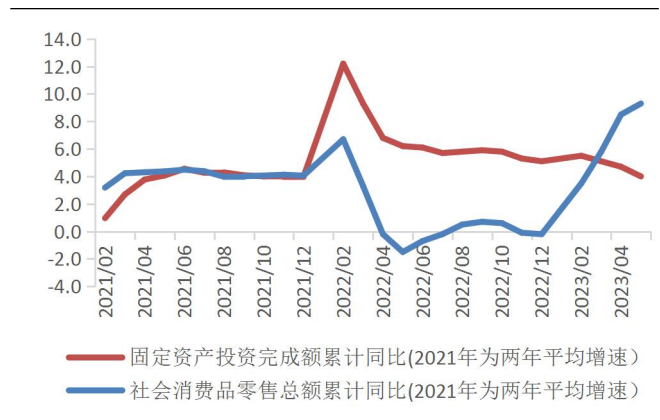
## 2. 数据分析

**5月多项经济数据低于预期。**2023年5月的工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额同比增速的wind一致预期分别为4.1%、4.5%、13.6%，而实际增速分别为3.5%、4.0%、12.7%。三大投资分项实际增速中，基建投资略超预期，制造业投资基本符合预期，房地产开发投资低于预期。

图1：工业增加值当月增速（%）



图2：固定资产投资及消费累计增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

**消费水平稳定恢复，结构仍分化。**5月社零同比增长12.7%（前值18.4%），累计同比增长9.3%（前值8.5%）。我们用四年平均增速剔除疫情波动的影响，5月社零复合增速为3.53%（前值3.46%），有所恢复，但距离2019年的增速水平还具有相当大的差距。可见当前消费增长仍面临一些制约因素，居民消费能力和消费意愿提升仍然有较大空间。5月消费数据的回落主要受到上年基数抬升的影响。具体有如下特征：第一，随着消费场景的拓展，居民外出购物增加，服务性消费较快增长。5月餐饮收入增长35.1%，电影票房收入成倍增长。第二，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零售额分别增长27.4%、24.4%、14.3%。第三，汽车等大宗商品消费持续增长。随着汽车销售进入到旺季，部分地区加大补贴力度，汽车销售保持较快增长。5月限额以上单位汽车类商品零售额同比增长24.2%。新能源汽车零售增长也是较快。第四，和地产投资相关度较高的建筑及装潢材料类、家用电器和音响器材

类增速表现不佳。

表 1：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	比上年同期	比上期
粮油、食品类	9.1	9.0	8.5	8.7	9.0	7.5	6.0	4.7	-5.3	-1.3
饮料类	6.9	6.6	5.3	5.3	5.2	1.8	0.6	0.4	-9.4	-0.2
烟酒类	4.7	4.2	3.5	2.3	6.1	6.8	8.3	8.3	1.2	0.0
服装鞋帽针纺织品类	-4.0	-4.4	-5.8	-6.5	5.4	9.0	13.4	14.1	22.2	0.7
化妆品类	-2.7	-2.8	-3.1	-4.5	3.8	5.9	9.3	9.7	14.9	0.4
金银珠宝类	2.2	1.7	0.8	-1.1	5.9	13.6	18.5	19.5	22.6	1.0
日用品类	2.0	1.6	0.3	-0.7	3.9	5.1	6.2	6.8	6.2	0.6
体育、娱乐用品类	1.3	1.3	0.1	-1.2	1.0	5.8	10.1	11.0	14.8	0.9
家用电器和音像器材类	0.7	-0.8	-3.0	-3.9	-1.9	-1.7	-0.3	-0.2	0.3	0.1
中西药品类	9.4	9.3	9.2	12.4	19.3	16.5	13.3	12.0	2.8	-1.3
文化办公用品类	6.8	5.9	4.9	4.4	-1.1	-1.4	-2.2	-2.0	-6.7	0.2
家具类	-8.4	-8.2	-7.7	-7.5	5.2	4.6	4.3	4.5	14.1	0.2
通讯器材类	0.2	-0.9	-3.3	-3.4	-8.2	-5.1	-1.5	3.3	6.0	4.8
石油及制品类	14.0	12.5	11.0	9.7	10.9	10.3	11.0	9.6	-4.5	-1.4
建筑及装潢材料类	-4.9	-5.3	-5.8	-6.2	-0.9	-2.4	-4.5	-6.6	-4.2	-2.1
汽车类	0.4	0.8	0.3	0.7	-9.4	-2.3	5.4	8.9	18.8	3.5

数据来源：Wind，山西证券研究所

**房地产销售反复，房企开工意愿不强，竣工加快，整体仍处于调整期。**5月房地产开发投资完成额累计增速-7.2%（前值-6.2%）。5月商品房销售面积累计跌幅再度扩大至-0.9%（前值-0.4%），房地产开发资金来源累计跌幅扩大至-6.6%（前值-6.4%），其中来自国内贷款的部分累计跌幅-10.5%（前值-10.0%），来自个人按揭贷款的部分为6.5%（前值2.5%），自筹资金累计跌幅扩大至-21.6%（前值-19.4%）。5月房屋竣工面积累计增速扩大至19.6%（前值18.8%），在“保交楼”政策带动下，各地加强对房地产重点项目调度，带动房地产竣工较快增长。新开工和施工面积增速跌幅继续扩大。5月商品房新开工面积累计跌幅扩大至-22.6%（前值-21.2%），施工面积跌幅扩大至-6.2%（前值-5.6%）。

**基建投资维持高韧性。**5月基建投资累计增速7.5%（前值8.5%），快于全部投资增长。根据21世纪经济报道，近期财政系统正组织申报2023年第二批专项债项目。此举旨在发挥专项债券带动扩大有效投资、保持经济平稳运行的作用。未来一个阶段基建投资有望保持韧性。

**制造业投资态势总体稳定，民间投资转为下降值得关注。**5月制造业投资累计增速6.0%（前值6.4%），测算12个月累计同比增速为7.8%（前值8.0%），显示制造业投资亦呈现出较强的韧性。5月民间投资累计同比自2020年11月以来首次转负至-0.1%（前值0.4%）。分行业看，消费品类制造业投资整体偏好。5月农副食品加工业、食品制造业、纺织业、医药制造业累计增速分别较4月变化2.3个百分点、0.5个百分点、

-1.8个百分点。装备制造业多个行业投资增速放缓。根据统计局新闻发布会，高技术产业投资同比增长12.8%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长12.8%、13.0%。高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长18.8%、16.1%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长47.4%、40.6%。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	比上年同期	比上期
农副食品加工业	16.6	16.3	15.9	15.5	13.2	10.1	5.8	8.1	-11.0	2.3
食品制造业	14.4	15.0	14.9	13.7	5.1	5.8	0.0	0.5	-20.7	0.5
纺织业	6.3	6.0	5.4	4.7	-11.0	-4.3	-7.7	-3.6	-16.7	4.1
化学原料及化学制品制造业	19.3	20.4	19.7	18.8	17.2	19.2	15.5	15.9	2.7	0.4
医药制造业	6.9	6.9	6.2	5.9	-0.6	-1.9	1.2	-0.6	-8.7	-1.8
有色金属冶炼及压延加工业	13.9	15.3	14.2	15.7	16.2	10.8	8.3	6.5	-7.6	-1.8
金属制品业	12.6	11.0	11.8	11.8	7.4	2.2	1.8	0.8	-16.6	-1.0
通用设备制造业	16.7	14.6	14.5	14.8	10.5	7.6	5.6	4.5	-18.9	-1.1
专用设备制造业	15.0	13.4	12.8	12.1	12.2	10.6	8.6	8.6	-9.8	0.0
汽车制造业	12.7	12.8	12.3	12.6	23.8	19.0	18.5	17.9	6.7	-0.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	6.0	5.5	3.2	1.7	-6.6	-7.9	-8.2	-1.3	-15.7	6.9
电气机械及器材制造业	39.5	39.7	41.4	42.6	33.7	43.1	42.1	38.9	2.1	-3.2
计算机、通信和其他电子设备制造业	19.9	20.8	19.9	18.8	17.3	14.5	14.2	10.5	-11.2	-3.7

数据来源：Wind，山西证券研究所

工业生产总体平稳，环比增速由负转正。5月，规模以上工业增加值同比增长3.5%（前值5.6%），扣除上年同期基数升高的影响，5月份规模以上工业增加值两年平均增长2.1%，比上月加快0.8个百分点。从5月PMI看，当前制造业需求不足抑制工业产能的释放并使得产成品库存去化偏慢；库存高位、需求回落以及近期部分大宗商品价格持续下行，工业品价格持续回落，影响企业生产和投资链条的恢复。5月工业企业产销率下滑至96.6%（前值97.4%）。

5月工业行业增长面有所收缩。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，分产品看，5月份，620种产品中有339种产品产量同比增长。装备制造业支撑明显。5月装备制造业增加值同比增长8%，明显快于全部规模以上工业增速，对规模以上工业增长贡献率超过七成。其中汽车制造业、电气机械和器材制造业增加值分别增长23.8%和15.4%。原材料工业基本保持稳定增长。其中黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业累计分别增长3.1%（前值4.3%）、7.1%（前值7.4%）。

表 3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/03	2023/04	2023/05	比上年同期	比上期
农副食品加工业	1.5	-2.0	-2.9	-2.0	-4.9	-1.6	-1.3	-2.9	0.3
食品制造业	2.7	0.3	-2.0	-0.1	2.5	2.9	0.1	-3.4	-2.8
纺织业	-1.6	-4.2	-4.7	-3.0	-3.1	-3.0	-1.8	1.7	1.2
化学原料及化学制品制造业	12.1	9.8	10.8	11.0	7.1	7.5	3.9	-1.1	-3.6
医药制造业	-7.5	1.6	-3.2	-1.4	-8.3	-7.2	-4.4	7.9	2.8
橡胶和塑料制品业	1.4	-0.8	-3.4	-7.3	1.7	2.9	2.5	5.2	-0.4
非金属矿物制品业	0.8	3.1	1.6	-1.8	3.8	-0.6	-2.6	2.8	-2.0
黑色金属冶炼及压延加工业	10.6	10.2	9.4	2.8	6.0	4.3	3.1	5.8	-1.2
有色金属冶炼及压延加工业	7.8	6.8	9.4	6.3	7.0	7.4	7.1	3.7	-0.3
金属制品业	1.3	-3.1	-0.3	-1.2	4.8	2.7	-0.1	2.2	-2.8
通用设备制造业	2.3	2.0	-0.9	-3.4	4.6	13.5	6.1	12.9	-7.4
专用设备制造业	4.9	3.0	2.3	-0.5	7.3	9.1	3.9	2.8	-5.2
汽车制造业	23.7	18.7	4.9	-5.9	13.5	44.6	23.8	30.8	-20.8
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.6	0.5	-2.9	2.0	8.6	9.5	7.6	7.7	-1.9
电气机械及器材制造业	15.8	16.3	12.4	10.8	16.9	17.3	15.4	8.1	-1.9

数据来源：Wind，山西证券研究所

### 3. 市场启示

经济边际放缓，下半年演绎“L”型后半段，债券收益率反弹空间有限。5月经济数据显示：第一，多项经济数据低于预期，边际上也略有放缓。从近两年平均增速看，投资、消费都趋势向下。第二，生产相对于需求偏强，一定程度影响价格的企稳，但好在下半年有低基数支撑，PPI大概率能够企稳。第三，经济韧性仍在，居民信心相对稳定，尤其是基建和制造业投资具有韧性，就业形势依然在改善，因此经济失速风险可控。在经济基本面进一步放缓下，6月降息举措更多出于稳信心稳预期，预防经济进入负循环的考虑，使得库存出清能够延续。未来进一步稳增长政策可期，强刺激难觅，下半年经济将演绎“L”型后半段。判断债券收益率反弹空间有限，下半年收益率中枢将低于上半年。短期看，伴随政策利率下降，债券收益率短期下冲后或低斜率反弹。

### 4. 风险提示

稳增长政策超预期。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

