

## 稳增长政策仍需持续加码

### ——5月经济数据点评

#### 宏观事件：

国家统计局6月15日公布2023年5月经济数据。5月部分需求及生产端数据的环比回升，但4月的低基数可能是部分原因，总体而言，总需求和总产出依然偏弱——从季调后的绝对水平来看，消费、投资、地产销售以及工业生产均弱于3月。日前，央行如期宣布降低MLF等政策利率10bp，展望未来，我们预计其他相关领域的稳增长政策也可能进一步推出，包括政策性金融工具、专项再贷款，以及适度对一二线地产限购、限贷等措施做出调整等。

#### 事件点评

##### ➤ 需求端：需求端：内需修复表现分化

5月需求端表现分化。季节性调整后，5月居民消费动能进一步放缓，其中服务消费较上月有所下滑，商品消费整体与上月基本持平，板块间分化明显。5月地产销售虽明显弱于年初，但较4月企稳回升。5月投资整体较为平稳，季节性调整后，制造业、基建投资环比反弹，但地产投资仍持续下滑。

##### ➤ 生产端：工业生产环比回升，但仍偏弱

与部分需求板块的环比反弹相对应，生产端也出现一定的企稳回升的迹象。季节性调整后，5月工业增加值环比增速3.4%（前值-4.3%），显示工业生产在4月的明显下滑后有所回升，但就绝对水平而言，5月工业生产可能仍稍弱于3月。同时，5月出口交货值也在3、4月的持续回落后有所反弹。季节性调整后，其绝对规模与3月大体相当。

##### ➤ 就业压力上升，关注青年失业率

5月的城镇调查失业率5.2%，与上月（前值5.2%）相当。季节性调整后，城镇调查失业率较上月有所上行，其中，5月16-24岁人口与25-29岁人口的调查失业率均有一定上升，环比分别增长0.6%、0.1%。此外，考虑到毕业季临近，青年失业率或有进一步上行的压力，值得关注。

##### ➤ 未来经济与政策展望

5月部分需求及生产端数据的环比回升，部分与4月低基数有关，是否说明经济本身仍有一定动能，仍有待于观察。但是总体而言，总需求和总产出依然偏弱——就季调后的绝对水平来看，无论是消费、投资、地产销售还是工业生产，均弱于3月。

我们认为，在地产走过长周期拐点之后，地产、基建投资面临较大的下滑压力，叠加房价下跌以及三年疫情冲击对居民、企业资产负债表造成明显损害的情况下，中国经济的内生性动能整体偏弱。更有力的扩张性的货币、财政政策的支持仍然是需要的。

日前，人民银行如期宣布降低MLF等政策利率10bp（《期待政策进一步支持——4月经济数据点评》），这是一个好的开始。展望未来，我们预计其他相关领域的稳增长政策也可能进一步推出，包括政策性金融工具、专项再贷款、以及适度地对一二线地产限购、限贷等措施做出调整等。

##### ➤ 风险提示：经济、政策与预期不一致，中美关系恶化超预期。

分析师：樊磊  
 执业证书编号：S0590521120002  
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超  
 执业证书编号：S0590523030001  
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《外需回落或不像数据显示得那么明显——5月外贸数据点评》2023.06.08
- 2、《期盼政策支持——5月PMI数据以及未来经济展望》2023.5.31
- 3、《期待政策进一步支持——4月经济数据点评》2023.05.16

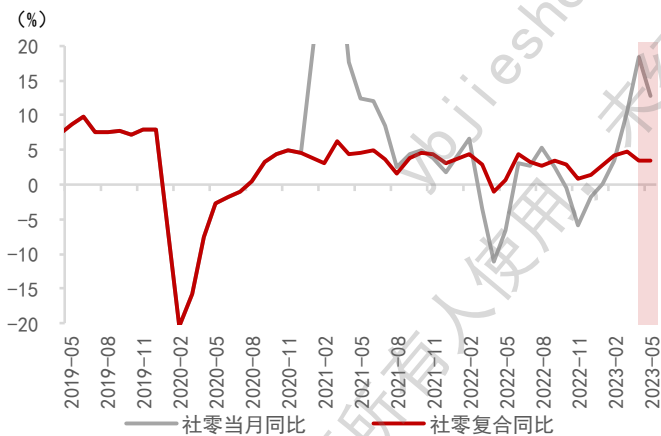
## 1 需求端：内需修复表现分化

5月需求端表现分化。季节性调整后，5月居民消费动能进一步放缓，其中服务消费较上月有所下滑，商品消费整体与上月基本持平，板块间分化明显。5月地产销售虽明显弱于年初，但较4月企稳回升。5月投资整体较为平稳，季节性调整后，制造业、基建投资环比反弹，但地产投资仍持续下滑。

首先，5月消费动能进一步放缓，服务消费是主要拖累。

5月社会消费品零售同比增长12.7%(前值18.4%)，低于市场一致预期(13.6%)。5月社零同比下滑，部分原因是基数的环比回升。季节性调整后，社会消费品零售的环比为-0.9%(前值-0.6%)，显示消费动能进一步放缓。

图表 1: 社零同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 复合同比均以 2019 年为基期

图表 2: 社会消费品零售规模

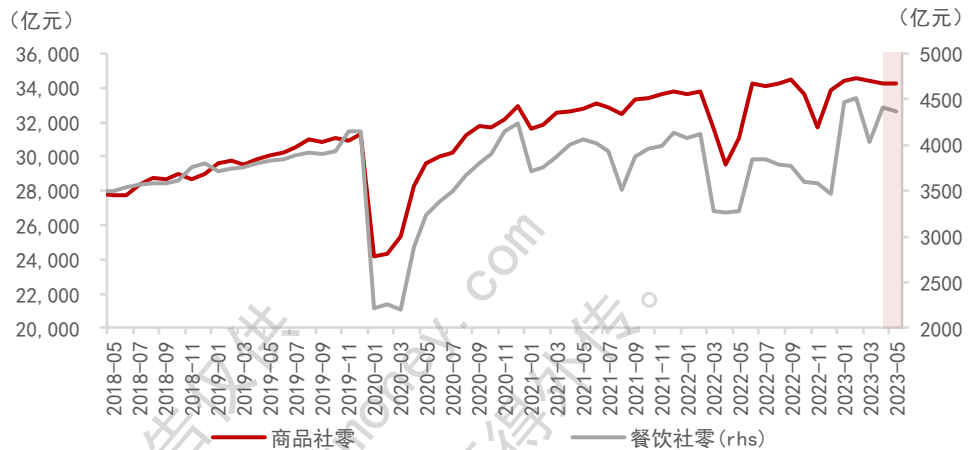


来源: Wind, 国联证券研究所

分消费类别而言，5月餐饮消费弱于商品消费。

季节性调整后，餐饮消费则较上月有所下滑(环比增速-1.2%，前值9.6%)；商品消费的规模则在5月保持平稳，环比增速为零(前值-0.4%)。

图表 3: 社零中的餐饮与商品消费规模 (季调)

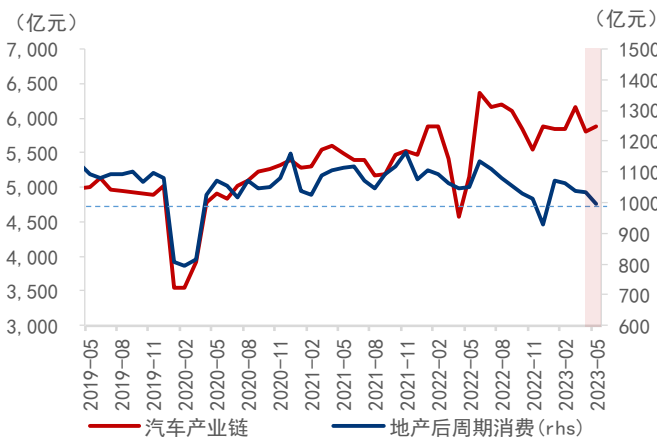


来源: Wind, 国联证券研究所

其中, 5月商品消费整体与上月基本持平, 板块间分化明显。从限额以上的商品销售观察:

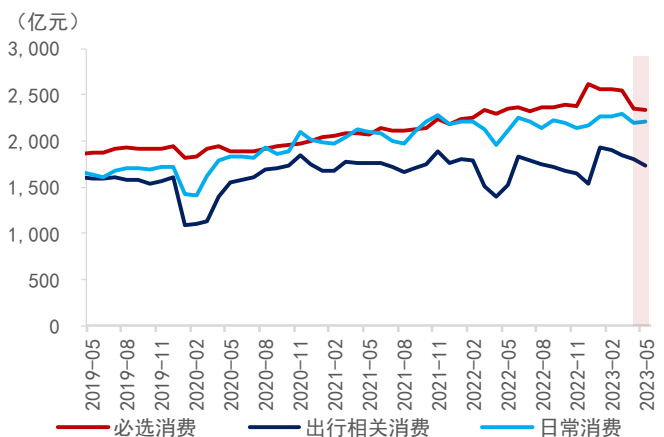
- 汽车消费稍有回升。季节性调整后, 5月汽车消费环比增长 1.3%, 销售规模与去年 12 月到今年 2 月的水平大体相当。
- 必选与日常商品消费保持平稳 (季调环比-0.3%、0.7%)。
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关的商品消费在一季度的大幅反弹之后继续回落。季节性调整后, 其环比增速为-3.6%, 可能部分与相关需求在此前已集中释放有关。
- 地产后周期商品消费明显下滑。季节性调整后, 其环比为-3.5%, 绝对水平达到近年来的历史低位, 仅好于 2020 年初以及去年 12 月疫情达峰时期。

图表 4: 汽车与地产后周期消费 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 其他板块的商品消费 (季调)

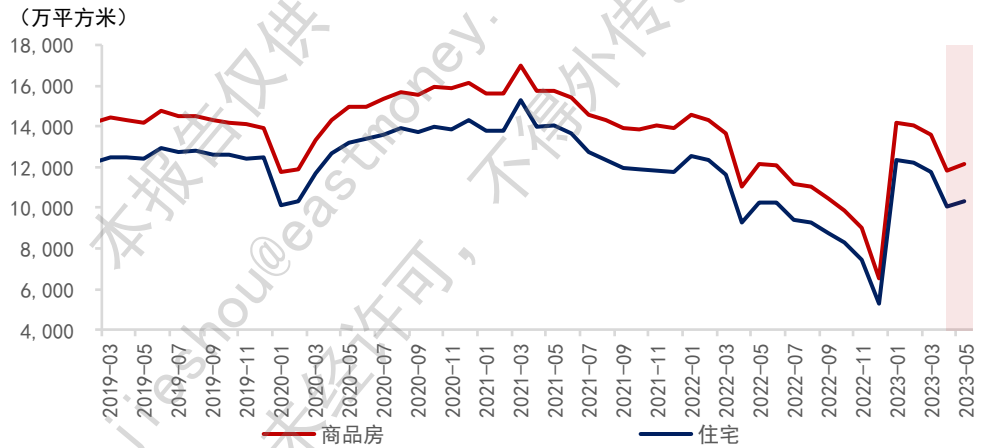


来源: Wind, 国联证券研究所

其次，地产销售似乎有所企稳。

从经过季节性调整的数据来看，5月商品房销售规模在年化14.5亿平方米的水平，虽然明显低于年初17亿平方米的水平，但较4月约14亿平方米的水平有所好转，住宅销售面积环比增长3.0%。

图表 6: 商品房销售面积 (季调)

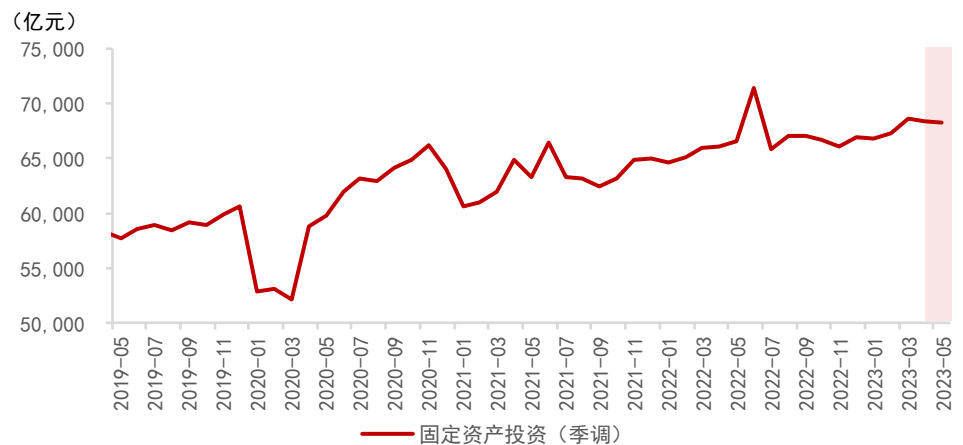


来源: Wind, 国联证券研究所

最后，投资整体较为平稳。季节性调整后，5月制造业、基建投资环比反弹，但地产投资仍持续下滑。

从经过季节性调整后的数据来看，5月固定资产投资环比增速为-0.1%（前值-0.4%），整体表现较为平稳。其中，不同板块间分化明显。

图表 7: 固定资产投资 (季调)



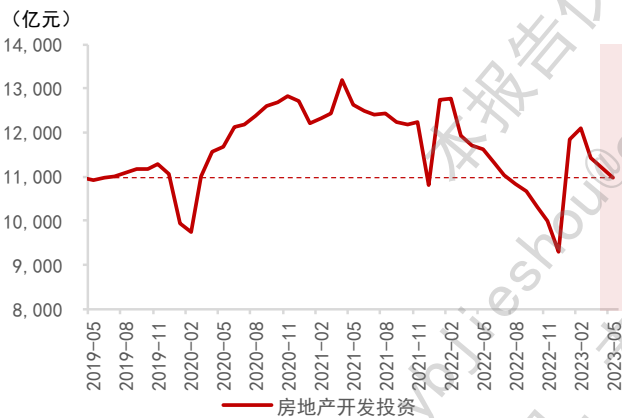
来源: Wind, 国联证券研究所

具体而言，5月地产投资继续下滑。季节性调整后，5月地产投资环比增速为-2.0%（前值-1.9%）。但值得注意的是，就绝对水平而言，当前地产投资仍受到存量投资支撑（包括“保交楼”、“保竣工”），明显高于去年底的水平。

5月基建投资明显反弹。季节性调整后，5月基建投资环比增长2.3%，较4月（环比-4.0%）明显好转，但在绝对水平上仍弱于3月。

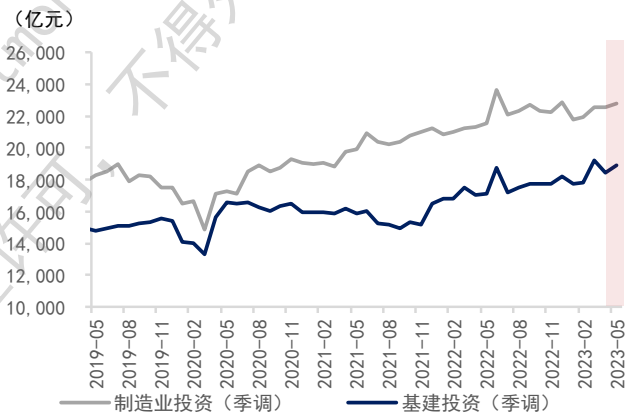
此外，5月制造业投资继续走强。季节性调整后，5月制造业投资环比1.0%（前值0.1%）。

图表8：房地产投资（季调）



来源：Wind，国联证券研究所

图表9：基建与制造业投资（季调）



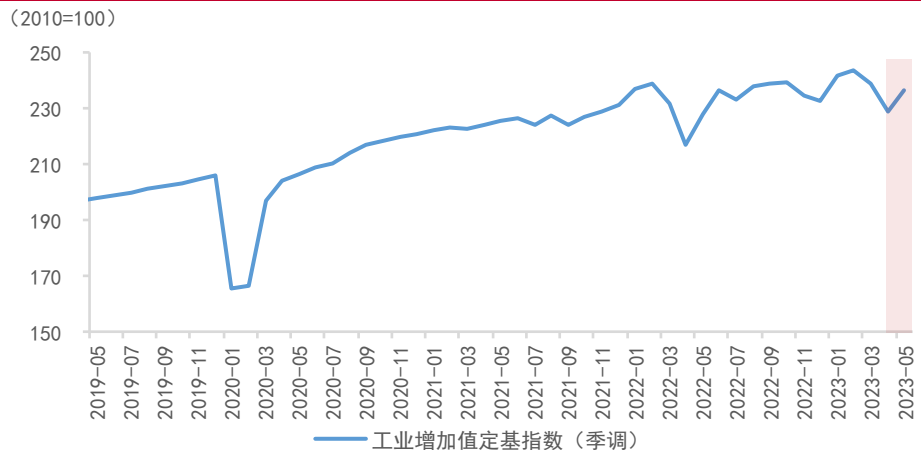
来源：Wind，国联证券研究所

## 2 生产端：工业生产环比回升，但仍偏弱

与部分需求板块的环比反弹相对应，生产端也出现一定的企稳回升的迹象。

季节性调整后，5月工业增加值环比增速3.4%（前值-4.3%），显示工业生产在4月的明显下滑后有所回升，但就绝对水平而言，5月工业生产可能仍稍弱于3月。

图表10：工业增加值



来源：Wind，国联证券研究所

同时，5月出口交货值也在3、4月的持续回落后有所反弹。季节性调整后，5月工业企业出口交货值环比增长2.2%（前值-2.2%），绝对规模与3月大体相当。

图表 11: 出口交货值



来源: Wind, 国联证券研究所

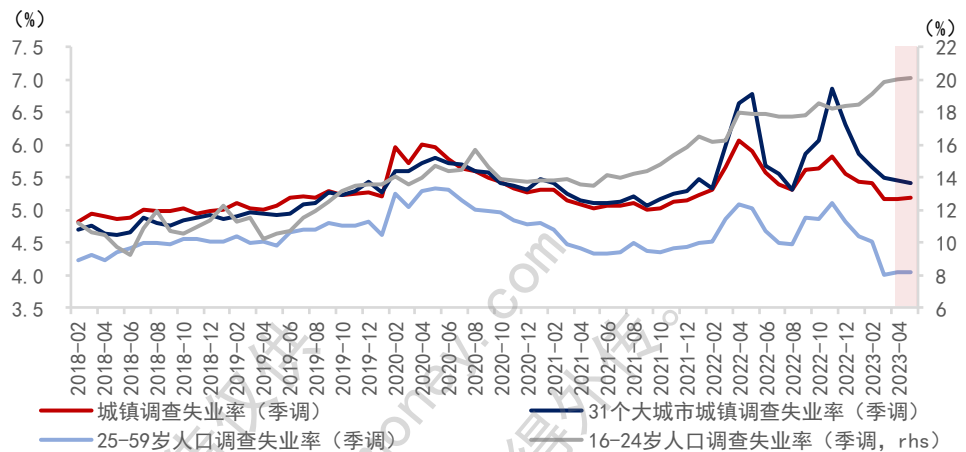
### 3 就业压力上升，关注青年就业率

5月的城镇调查失业率5.2%，与上月（前值5.2%）相当。季节性调整后，城镇调查失业率较上月有所上行，其中，5月16-24岁人口与25-29岁人口的调查失业率均有一定上升，环比分别增长0.6%、0.1%。

此外，考虑到毕业季临近，青年失业率或有进一步上行的压力，值得关注。据统计局测算，5月进入到劳动力市场寻找工作的3300多万青年人中，约有600多万还未找到工作。而教育部预测，2023届全国普通高校毕业生规模预计达1158万人——考虑到统计局统计失业人口时，需满足“如果提供一份合适工作，能在2周内开始工作”的条件，今年6月底毕业的应届生可能还未进入就业统计中，届时或对青年就业构成进一步压力。



图表 12：调查失业率



来源：Wind，国联证券研究所

## 4 未来经济与政策展望

5月部分需求及生产端数据的环比回升，部分与4月低基数有关，是否说明经济本身仍有一定动能，仍有待于观察。但是总体而言，总需求和总产出依然偏弱——就季调后的绝对水平来看，无论是消费、投资、地产销售还是工业生产，均弱于3月。

近期有评论认为需要对经济修复有更多的耐心<sup>1</sup>——暗示支持性的政策短期并无太大必要，还是应该寄希望经济自然修复。我们认为，在地产走过长周期拐点之后，地产、基建投资面临较大的下滑压力，叠加房价下跌以及三年疫情冲击对居民、企业资产负债表造成明显损害的情况下，中国经济的内生性动能整体偏弱。更有力的扩张性的货币、财政政策的支持仍然是需要的。

从一些微观反馈来看，近期经济复苏低迷的预期对于资产市场、特别是地产市场可能还在产生持续冲击。一些城市的二手房价格在今年二、三月份一度有所企稳的基础上，再度开始下跌。我们认为宏观政策需要防范宏观经济和金融市场顺周期调整、以及金融、财政风险暴露的可能。

日前，人民银行如期宣布降低MLF等政策利率10bp（《期待政策进一步支持——4月经济数据点评》），这是一个好的开始。展望未来，我们预计其他相关领域的稳增长政策也可能进一步推出，包括政策性金融工具、专项再贷款、以及适度的对一二线地产限购、限贷等措施做出调整等。

## 5 风险提示

经济、政策与预期不一致，中美关系恶化超预期

<sup>1</sup> [http://news.cnr.cn/native/gd/20230610/t20230610\\_526282836.shtml](http://news.cnr.cn/native/gd/20230610/t20230610_526282836.shtml)

本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695