

# 5月经济数据点评

## 中期经济调结构，短期仍需稳增长

5月经济增速继续低于预期；工业增加值同比增速偏低，主要是受采矿业拖累，制造业工业增加值增速表现相对平稳；固投增速偏低受房地产和基建拖累，后者有高基数影响，但房地产产业链修复过程仍不顺利；社零增速偏低有服务消费的季节性回落，以及部分耐用消费品降价的影响。

- 5月工业增加值同比增长3.5%，环比上升0.63%；从行业分类来看，1-5月采矿业工业增加值累计同比增速1.7%，制造业累计同比增速4.0%，公用事业累计同比增速3.9%，高技术产业累计同比增速1.4%。5月当月工业增加值同比增速落入负增长区间的是采矿业，但高技术产业当月同比增速仅有1.7%，较去年同期下降2.6个百分点，私企当月同比增速较去年同期下降0.4个百分点，整体来看，虽然制造业整体工业增加值增速表现较稳，但采矿业和私企工业增加值增速低、波动大，显示生产端仍存在较为明显的结构性问题。
- 5月社零同比增长12.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长11.5%。服务类消费维持高增长。弹性消费品增速仍处于较高水平，但建筑装饰消费同比增速下降幅度较大。
- 1-5月固定资产投资增速为4.0%，民间固定资产投资增速下降0.1%。制造业投资1-5月累计同比增长6.0%，基建投资累计同比增长7.5%，地产投资累计同比下降7.2%。
- 1-5月住宅投资增速下降6.4%，办公楼投资增速下降6.0%，商业地产投资增速下降18.2%。保交楼依然是5月房地产固定资产投资的重点，竣工面积累计同比增速较1-4月继续上升，但新开工面积累计同比增速较1-4月下降了1.4个百分点，依然是投资增速持续下行的负面影响因素。1-5月商品房销售面积同比下降0.9%，商品房销售额累计同比增长8.4%。5月房地产销售增速出现下行拐点，这一拐点特征也表现在了房地产固定资产投资资金来源结构中。
- 5月经济数据继续低于市场预期。5月经济数据依然存在低基数的影响，虽然在低基数扰动下，同比增速的波动较大，但在4月环比低基数的情况下，5月工业增加值、固投和社零的环比增速并没有表现的较历史同期环比水平更强。其中工业增加值同比增速偏弱主要是受到采矿业拖累，制造业工业增加值同比增速较为稳健；社零同比增速虽然低于市场预期，但我们认为原因有三，一是五一假期后消费季节性回落，二是部分耐用消费品价格走低，对社零名义增速产生一定扰动，三是房地产后周期消费品增速依然偏弱；固投增速低于预期，主要有两方面问题，一是基建投资增速在高基数影响下回落，二是房地产投资继续大幅回落的拖累。
- 降息之后稳增长仍需更有针对性的政策。6月至今央行先后调降了逆回购和MLF利率10BP，政策符合市场预期，时点超出市场预期，被解读为向市场传递稳增长的信心。我们认为货币政策方面需要关注后续LPR是否会出现非对称降息，特别是5年期LPR如果降息超过10BP，一定程度上有助于降低居民房贷负担。但从5月经济数据看，宏观政策或仍需更有针对性的调整，我们认为稳增长需要在投资方面发力，一是稳定基建投资对经济的托底作用，二是稳定房地产产业链持续修复的进程。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国银行业金融风险影响加大；国际局势复杂化。

### 相关研究报告

《美国5月CPI点评》20230615

《宏观策略日报》20230615

《宏观策略日报》20230615

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

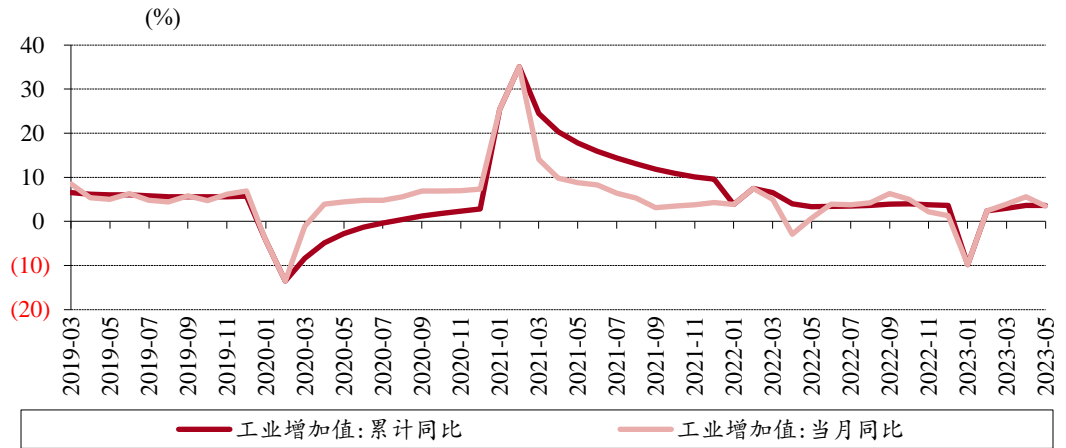
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 工业增加值同比疲弱

**5月工业增加值同比增速仍显疲弱。**5月工业增加值同比增长3.5%，较4月下降2.1个百分点，较去年同期上升2.8个百分点。5月工业增加值同比增速在低基数的情况下同比增速偏低，表明生产端仍存在增长压力。

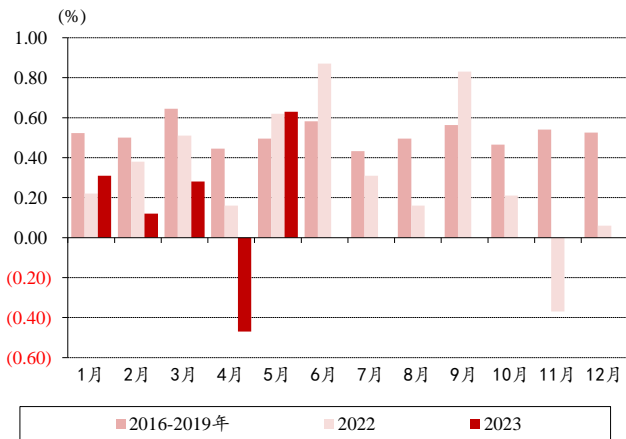
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

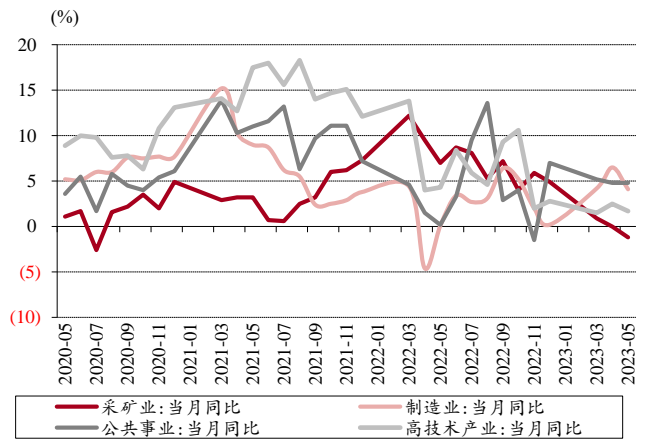
**5月工业增加值环比增速不低。**从环比增速来看，5月工业增加值环比上升0.63%，5月工业增加值环比增速结束了4月的环比下降，同时小幅向上修正了4月环比负增长的幅度，从历史同期增速看，5月环比增长0.63%增速不低，但其中一定程度上是因为4月基数偏低，因此5月同比增速依然承压。从行业分类来看，1-5月采矿业工业增加值累计同比增速1.7%，制造业累计同比增速4.0%，公用事业累计同比增速3.9%，高技术产业累计同比增速1.4%。从企业类型来看，1-5月私企工业增加值同比增长1.6%，国企工业增加值同比增长4.2%，股份制企业同比增长4.1%，外企同比上升1.3%，从当月同比增速变化看，所有分类当月同比增速均有不同程度下降，需要关注的是，5月当月工业增加值同比增速落入负增长区间的是采矿业，但高技术产业当月同比增速仅有1.7%，较去年同期下降2.6个百分点，私企当月同比增速较去年同期下降0.4个百分点，整体来看，虽然制造业整体工业增加值增速表现较稳，但采矿业和私企工业增加值增速低、波动大，显示生产端仍存在较为明显的结构性问题。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

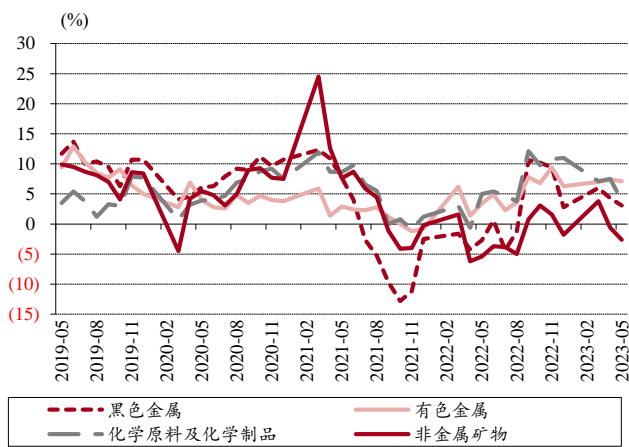
图表 3. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

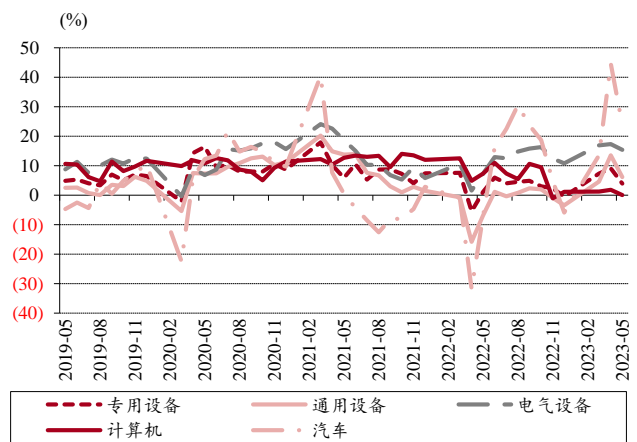
**5月中游行业工业增加值同比增速表现较稳，下游增速有触底回升迹象。**上游行业方面，1-5月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长6.9%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.0%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长7.1%，当月增速方面，上游行业中有色金属行业表现最好，非金属矿物同比增速维持负增长。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长4.5%，专用设备制造业增加值累计同比增长5.9%，汽车制造业增加值累计同比增长14.2%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长15.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比下降0.3%，中游行业中计算机工业增加值当月同比增速已经回升，汽车和电气设备工业增加值同比维持高增长。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长2.5%，纺织业增加值累计同比下降3.0%，医药制造业增加值累计同比下降5.4%，从增速变化看，纺织和医药行业当月同比增速虽然仍在负增长区间，但均较4月有所上升。从行业情况看，对工业增加值拖累比较明显的是上游周期品。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

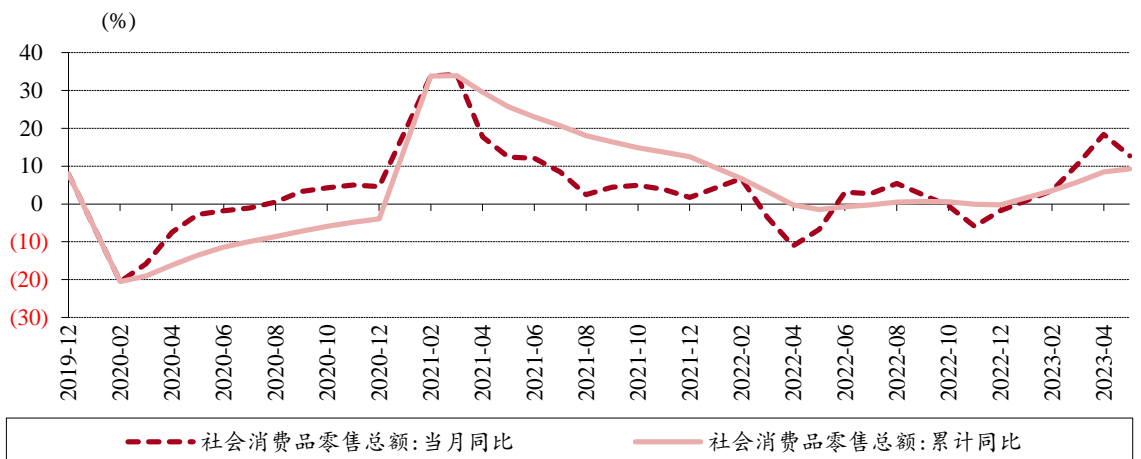


资料来源：万得，中银证券

## 消费同比依然高增

**5月社零仍有低基数效应。**5月社零同比增长12.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长11.5%。5月社零整体增速较4月下降5.7个百分点，除汽车以外的社零同比增速较4月下降5.0个百分点。从环比看，5月增长0.42%，在4月社零环比小幅下调的情况下，5月社零环比增速仍较历史同期水平偏低，一定程度上也印证内需偏弱。

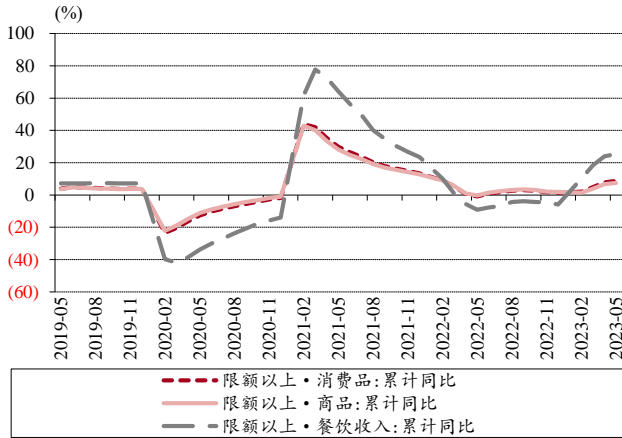
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

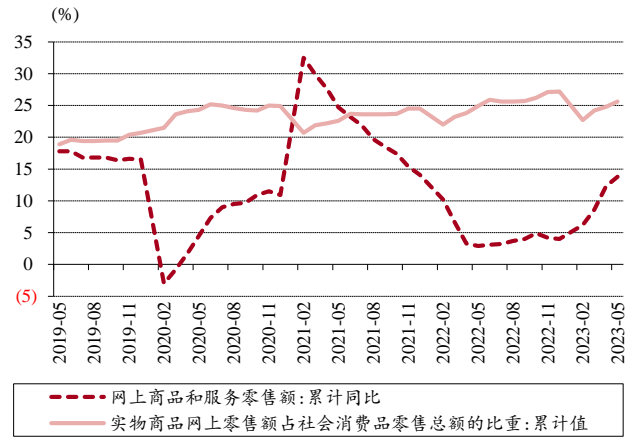
**服务类消费维持高增长。**1-5月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长8.7%，其中商品零售总额同比增长7.5%，餐饮收入总额同比增长25.4%。5月去年同期低基数影响依然存在，餐饮消费同比增长35.1%，较4月下降8.7个百分点，限额以上餐饮消费当月同比上升31.4%，较4月下降13.2个百分点，5月商品消费同比增速较4月下降5.4个百分点，限额以上商品消费增速较4月下降6.2个百分点。1-5月网上零售额占比为30.3%，较1-4月上升0.9个百分点，较去年同期上升了1.4个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为13.8%，增速较1-4月上升1.5个百分点。5月消费继续复苏，但消费结构发生变化，电商促销带动下，线上消费占比和增速均有所提升，但耐用消费品降价拉低了限额以上消费增速。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

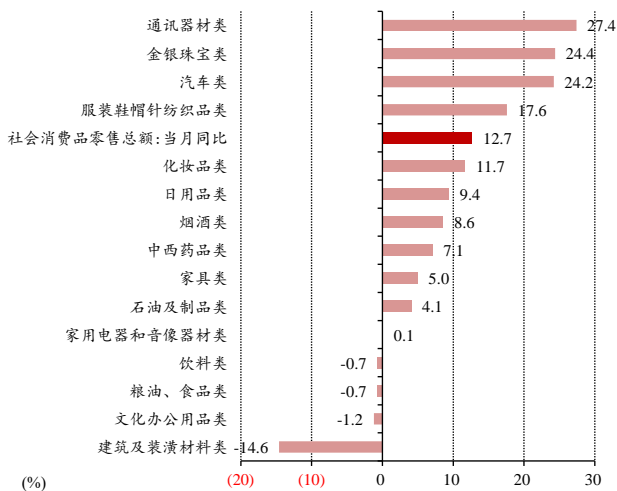
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

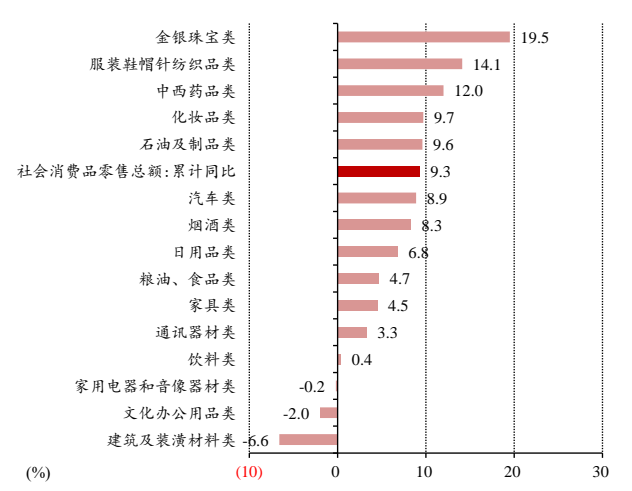
**弹性消费品增速依然较高。**从同比增速来看，5月限额以上企业商品零售总额增速11.1%，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、金银珠宝和汽车，同比增速下降的是建筑装潢、文化办公用品、粮油食品和饮料。与4月相比，增速上升较多的有通讯器材、文化办公用品和中西药品等，增速降幅较大的有金银珠宝、服装鞋帽和汽车等。从累计同比增速看，1-5月同比增速较高的为金银珠宝、服装鞋帽和中西药品等，累计同比增速下降的则有建筑装潢、文化办公用品和家用电器。1-5月累计同比增速较1-4月上升较多的有通讯器材、汽车和金银珠宝等，消费累计增速下降较多的是建筑装潢、石油制品和中西药品等。从消费品分类看，5月弹性消费品增速仍处于较高水平，但建筑装潢消费同比增速下降幅度较大，关注房地产后周期消费依然疲弱的情况。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比增速

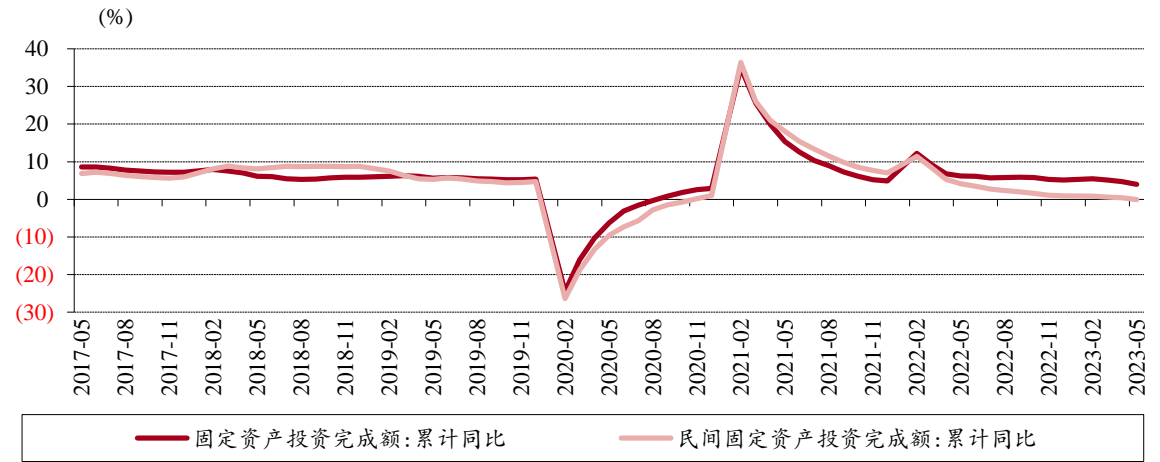


资料来源: 万得, 中银证券

## 固定资产投资增速低于预期

房地产拖累明显，基建增速受偏高的基数影响。1-5月固定资产投资增速为4.0%，较1-4月下降0.7个百分点，1-5月民间固定资产投资增速下降0.1%，较1-4月下降0.5个百分点。民间固定资产投资增速落入负增长区间，为2020年疫情影响之外的首次。

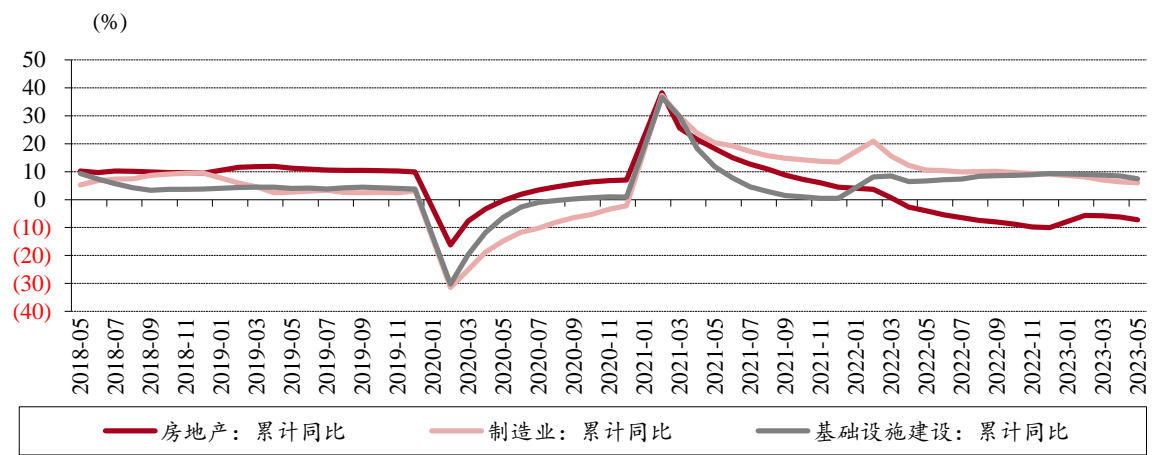
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

5月三大行业固定资产投资增速较4月继续下降。分类别看，制造业投资1-5月累计同比增长6.0%，基建投资累计同比增长7.5%，地产投资累计同比下降7.2%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长0.1%，第二产业累计同比增长8.8%，第三产业累计同比增长2.0%；从地区来看，东部累计同比增长6.6%，中部下降2.5%，西部增长2.2%，东北增长1.7%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长4.2%，国企同比增长8.4%，外资企业增长5.2%。5月基建固投当月同比增速4.9%，较4月下降3.0个百分点，制造业投资增速5.1%，较4月下降0.2个百分点，房地产投资增速同比下降21.5%，较4月下降5.3个百分点。5月固定资产投资环比增长0.11%，在4月环比增速下降的情况下，5月环比增速仍低于历史同期平均水平，显示出固投整体偏弱，但从结构看，制造业投资增速相对平稳，拖累固定资产投资分类主要是房地产和基建，基建投资增速走低存在基数效应，且财政支出对基建的支持力度没有下降，因此问题主要在房地产方面。

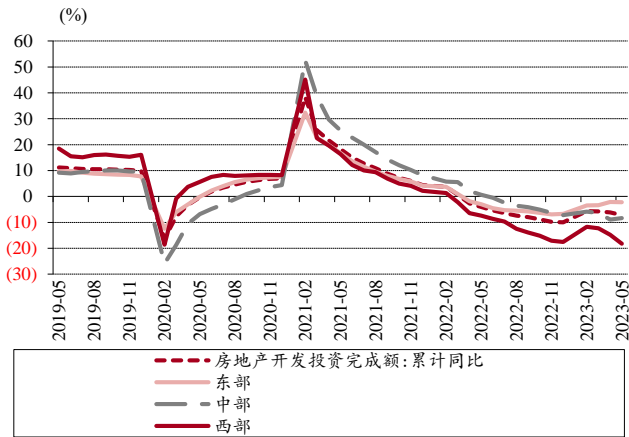
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

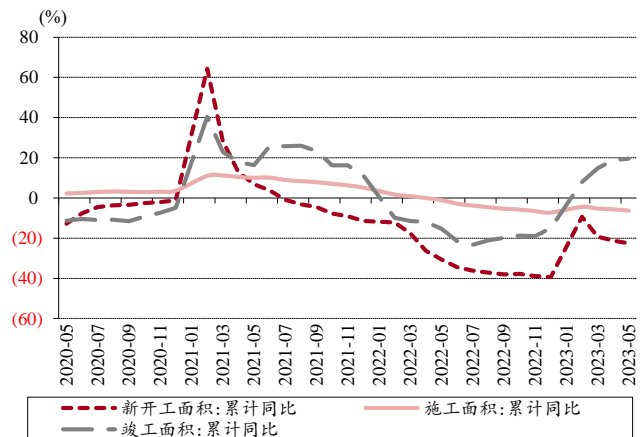
**房地产当月投资增速继续明显回落。**1-5月房地产投资累计同比增速下降7.2%，比1-4月下降1.0个百分点。其中东部地区累计同比下降2.2%、中部地区累计同比下降8.4%、西部地区累计同比下降18.2%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降6.4%，办公楼投资增速下降6.0%，商业地产投资增速下降18.2%。1-5月房地产新开工面积累计同比下降22.6%，施工面积同比下降6.2%，竣工面积同比增长19.6%。保交楼依然是5月房地产固定资产投资的重点，竣工面积累计同比增速较1-4月继续上升，但新开工面积累计同比增速较1-4月下降了1.4个百分点，依然是投资增速持续下行的负面影响因素。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

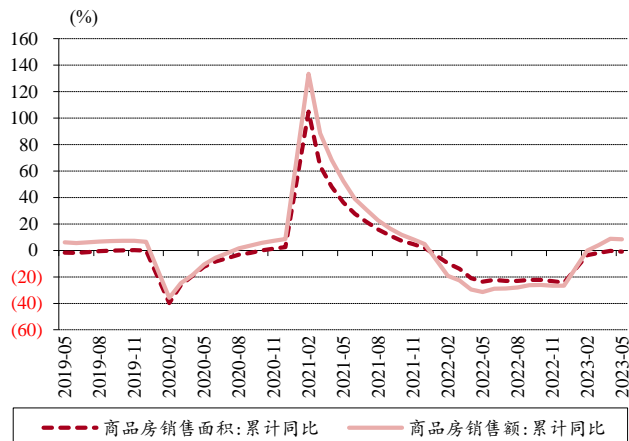
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

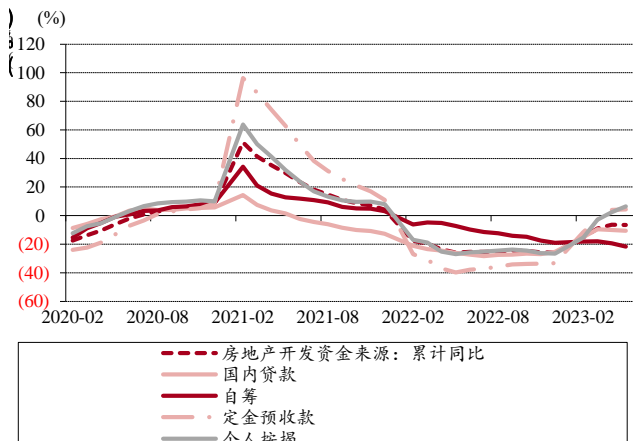
**商品房销售额和销售面积同比增速均回落。**1-5月商品房销售面积同比下降0.9%，商品房销售额累计同比增长8.4%。5月商品房待售面积同比增长15.7%，其中住宅面积同比增长15.9%，办公楼同比增长22.6%，商业地产同比增长12.9%。从房地产投资资金来源看，1-5月国内贷款占比12.8%，较1-4月下降0.8个百分点，个人按揭贷款占比18.5%，较1-4月上升0.3个百分点，定金预收款占比35.5%，较1-4月上升0.3个百分点，自筹资金占比29.1%，较1-4月上升0.4个百分点。从增速看，1-5月房地产开发资金来源累计同比增速下降6.6%，其中国内贷款资金来源增速下降10.5%，定金和预收款增速增长4.4%，按揭贷款资金来源增速增长6.5%。5月房地产销售增速出现下行拐点，这一拐点特征也表现在了房地产固定资产投资资金来源结构中，我们认为虽然2022年底房地产融资政策放松，但从2023年1-5月情况看，房地产企业投资动力并未显著提升，目前或仍在修复现金流量表，考虑到房地产产业链在经济中占比较高，不排除三季度有稳定房地产行业的政策部署。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

## 结论：中期经济调结构，短期仍需稳增长

**5月经济数据继续低于市场预期。**5月经济数据依然存在低基数的影响，虽然在低基数扰动下，同比增速的波动较大，但在4月环比低基数的情况下，5月工业增加值、固投和社零的环比增速并没有表现的较历史同期环比水平更强。其中工业增加值同比增速偏弱主要是受到采矿业拖累，制造业工业增加值同比增速较为稳健；社零同比增速虽然低于市场预期，但我们认为原因有三，一是五一假期后消费季节性回落，二是部分耐用消费品价格走低，对社零名义增速产生一定扰动，三是房地产后周期消费品增速依然偏弱；固投增速低于预期，主要有两方面问题，一是基建投资增速在高基数影响下回落，二是房地产投资继续大幅回落的拖累。

**降息之后稳增长仍需更有针对性的政策。**6月至今央行先后调降了逆回购和MLF利率10BP，政策符合市场预期，时点超出市场预期，被解读为向市场传递稳增长的信心。我们认为货币政策方面需关注后续LPR是否会出现非对称降息，特别是5年期LPR如果降息超过10BP，一定程度上有助于降低居民房贷负担。但从5月经济数据看，宏观政策或仍需更有针对性的调整，我们认为稳增长需要在投资方面发力，一是稳定基建投资对经济的托底作用，二是稳定房地产产业链持续修复的进程。

**风险提示：全球通胀回落偏慢；美国银行业金融风险影响加大；国际局势复杂化。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371