

2023年06月15日

战略相持已破，增量政策可期——兼评5月经济数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

● 生产：工业生产修复偏弱，服务业生产斜率放缓

工业生产修复偏弱，中游装备制造明显改善。国内需求不足、工业品价格下降，叠加出口受阻，工业生产小幅改善但面临压力，5月工业增加值环比季调0.63%，扭转了4月环比下降的态势。以两年复合增速来看，采矿业拖累较重，成本压力缓解后中游装备制造明显向好。服务业生产斜率放缓。5月服务业生产指数同比增长11.7%，两年复合增速为3.0%、较前值下滑了0.3个百分点。接触型服务行业仍在回暖。

● 消费政策或陆续落实，关注青年失业背后的供需失衡

(1)消费修复趋缓趋稳，服务消费好于商品消费。1-5月社零累计同比为9.3%，两年复合增速为3.8%、较前值小幅下行了0.3个百分点。分行业来看，5月通讯器材、汽车、餐饮增速较前值改善了4.8、3.5、2.8个百分点。促消费政策陆续落实，居民消费有望保持平稳增长。

(2)毕业季青少年失业率或达23%-25%。5月16-24岁就业人员调查失业率达到20.8%，粗略估计6月、7月可能有1000万在校学生进入劳动力市场，假定该群体失业率在30%-40%，则毕业季将推升16-24岁青年失业率至22%-25%。青年群体基数占比虽不高，但仍可能加快稳增长政策出台。近期，国常会和各部委均在释放加强研判就业形势、优先全力稳就业基本盘信号。

● 固定资产投资加速回落

(1)基建：逆势支撑经济，增量政策或近，如特别国债、政策性金融工具等。基准假设下，若2023年增发6000亿政策性金融工具，8月完成发行，杠杆倍数可能下滑至8倍，则年内基建增量约为4000亿元、拉动基建增速1.9个百分点。

(2)地产：投资失去土地购置费支撑，供需端政策或进一步放松。具体来看，分项中竣工向好，新开工、拿地持续走弱，商品房销售相对平稳；定金及预收款、个人按揭贷款实现低基数上的正增长、但6月或转为明显负增，国内贷款、自筹资金仍趋回落。当下地产基本面承压加重，政策有望在供需两端进一步宽松，包括松动非一线城市限购限贷、房贷利率下调、加强融资端政策落实等。

(3)制造业：“三重压力”仍未消除。1-5月62%子行业的投资增速出现下滑，制造业投资“三重压力”仍待纾解。2023年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

● 战略相持已破，增量政策可期

我们在5月28日指出“目前经济、政策处于‘战略相持’阶段，相持状态可能在6月、7月逐步打破，届时市场将迎来珍贵的政策窗口期”。降政策利率体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的高度重视程度提升。战略相持已出现破局迹象，我们认为后续稳增长政策还会进一步发力，6-7月逐渐会看到政策变化，密切关注6月国常会和7月底政治局会议。

基于近期政策跟踪，我们认为可能的发力方向有：降息（LPR10-15BP）、降准；地方存量债务化解、城投化险的实质性举措；与基建相关的政策性金融工具、特别国债等；地产政策方面，在房住不炒大基调下，一线城市房地产实质性放松较难，但其余高能级城市需求侧仍有望进一步松动。房企融资端松绑政策有望加强落实；产业政策方面，继续支持“卡脖子”、高质量发展相关领域；消费方面，多措并举促进消费，例如汽车家电、地方消费券、其他政策等。

● 风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《降息只是开始，增量政策可期——宏观经济点评》-2023.6.14

《通胀继续下行或增强联储6月暂停加息意愿——美国5月CPI点评——宏观经济点评》-2023.6.14

《稳增长增量政策可期——宏观周报》-2023.6.11

目 录

1、 生产：工业生产修复偏弱，服务业生产斜率放缓.....	3
2、 消费政策或陆续落实，关注青年失业背后的供需失衡.....	3
3、 固定资产投资加速回落.....	5
3.1、 基建：逆势支撑经济，增量基建政策或近.....	5
3.2、 地产：投资失去土地购置费支撑，供需端政策或进一步放松.....	7
3.3、 制造业：“三重压力”仍未消除.....	7
4、 战略相持已破，增量政策可期.....	8
5、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 工业生产修复偏弱.....	3
图 2： 服务业生产斜率放缓.....	3
图 3： 服务消费好于实物消费.....	4
图 4： 通讯器材、餐饮、汽车边际改善.....	4
图 5： 毕业季青年失业率或达 22%-25%.....	4
图 6： 企业从业人员 PMI 均低于荣枯线.....	4
图 7： 青年就业结构供需错配.....	5
图 8： 互联网、地产、金融供不应求，制造业、批零、生活服务供过于求.....	5
图 9： 1-5 月广义基建增速小幅回升.....	6
图 10： 电热燃水、铁路运输边际改善.....	6
图 11： 6 月沥青开工小幅回升.....	6
图 12： 5 月挖机开工小时数持平 2022 年同期.....	6
图 13： 若增发 6000 亿政策性金融工具则拉动基建 1.9 个百分点.....	7
图 14： 新开工和拿地回落.....	7
图 15： 销售回款实现低基数上的正增长.....	7
图 16： 制造业投资增速下滑.....	8
图 17： 92%制造业的投资增速下滑.....	8

2023年5月工业增加值同比3.5%(预期4.1%),社零同比12.7%(预期13.6%),固定资产投资累计同比4.0%(预期4.5%)。其中,基建投资10.05%,制造业投资6.0%,房地产投资-7.2%,预期分别为8.8%、6.1%、-6.3%。

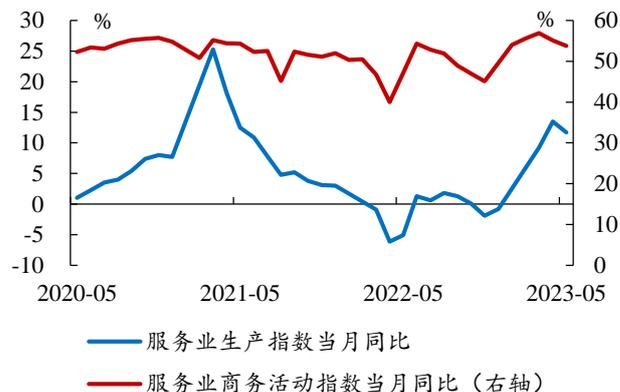
1、生产：工业生产修复偏弱，服务业生产斜率放缓

工业生产修复偏弱，中游装备制造明显改善。国内需求不足、工业品价格下降，叠加出口受阻，工业生产小幅改善但面临压力。5月工业增加值同比增速为3.5%，两年复合增速2.1%、较前值改善了0.8个百分点，5月工业增加值环比季调0.63%，扭转了4月环比下降的态势。以两年复合增速来看，采矿业拖累较重，成本压力缓解后中游装备制造业明显向好。汽车、交运设备、电气机械、通用设备的增加值两年复合增速环比改善了8.0、2.2、2.1、1.7个百分点。服务业生产斜率放缓。5月服务业生产指数同比增长11.7%，两年复合增速为3.0%、较前值下滑了0.3个百分点。接触型服务行业仍在回暖。

图1：工业生产修复偏弱



图2：服务业生产斜率放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

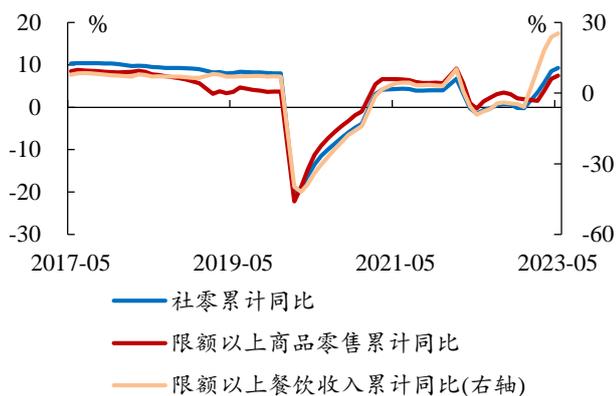
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、消费政策或陆续落实，关注青年失业背后的供需失衡

(1)消费修复趋缓趋稳，服务消费好于商品消费。1-5月社零累计同比为9.3%，两年复合增速为3.8%、较前值小幅下行0.3个百分点。结构上，服务消费好于商品消费。4月、5月餐饮收入两年复合增速分别为6.6%、5.9%，商品零售则为3.8%、3.5%。分行业来看，5月通讯器材、汽车、餐饮增速较前值改善了4.8、3.5、2.8个百分点。

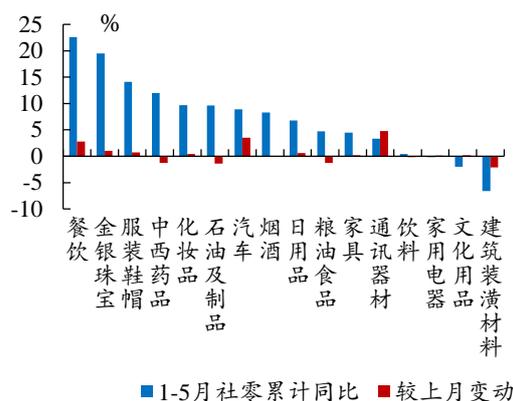
向后看，促消费政策陆续落实，居民消费有望保持平稳增长。6月2日，国常会提出“延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策”；6月8日，商务部组织开展汽车促消费活动，提出将加强购车优惠政策，充分发挥地方财政资金、鼓励金融机构发放汽车信贷金融措施；6月15日，商务部推动出台支持恢复和扩大消费的一系列政策措施，联合五部门开展2023年新能源汽车下乡活动。

图3：服务消费好于实物消费



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图4：通讯器材、餐饮、汽车边际改善

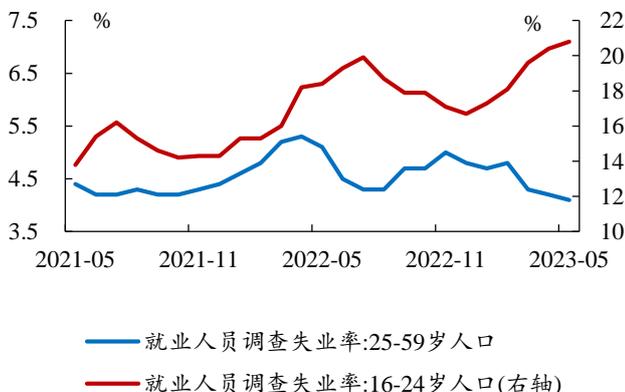


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)毕业季青少年失业率或达 23%-25%。5月城镇调查失业率为5.2%，持平前值。分结构来看，25-59岁就业人员调查失业率下行了0.1个百分点至4.1%，16-24岁就业人员调查失业率达到20.8%、再创历史新高。统计局国民经济综合统计司司长付凌晖指出“16-24岁青年总量大概有9600多万，进入到劳动力市场寻找工作的有3300多万，这3300多万当中有2600多万已经找到工作，大概有600多万目前还在寻找工作”，人社部曾指出“2023届高校毕业生规模将达1158万人”，粗略估计6月、7月可能有1000万在校学生进入劳动力市场，假定该群体失业率在30%-40%，则毕业季将推升16-24岁青年失业率至22%-25%。青年群体基数占比虽不高，但仍可能助推稳增长政策加快加码出台。

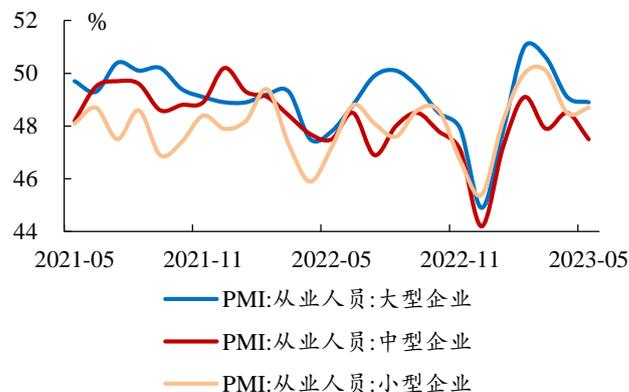
近期，从国常会到各部委均在释放加强研判就业形势、优先全力稳就业基本盘的信号。6月2日民政部等四部门发布关于做好2023年普通高校毕业生到城乡社区就业工作的通知；6月6日，人社部启动2023年百日千万招聘专项行动，利用100天时间集中为高校毕业生等群体提供超千万就业岗位，助力高校毕业生及各类劳动者求职就业。

图5：预计6月、7月青年失业率将达22%-25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

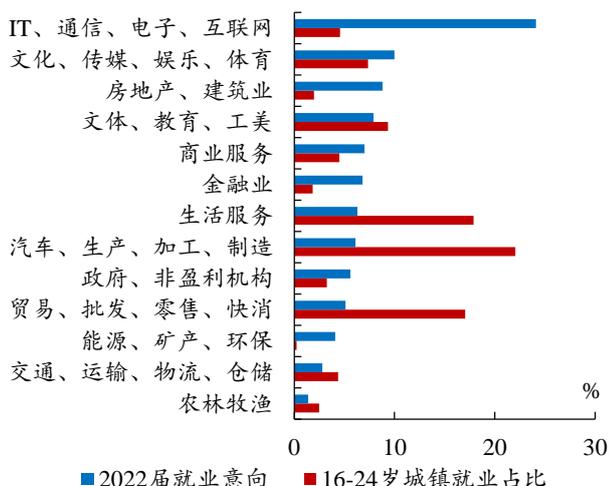
图6：企业从业人员PMI均低于荣枯线



数据来源：Wind、开源证券研究所

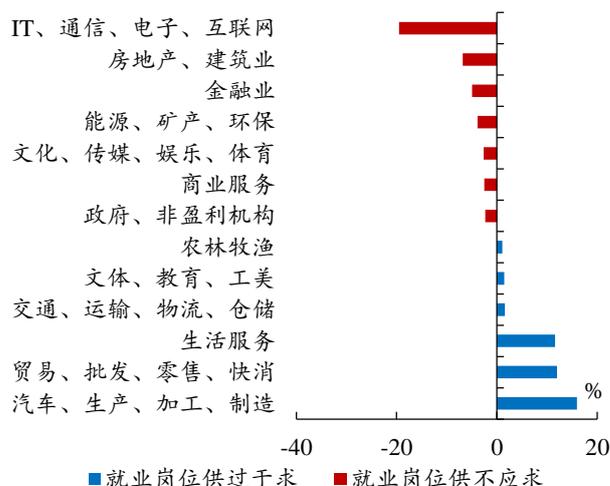
关注青年失业背后的供需错配。需求方面，根据智联招聘《2022 大学生就业力调研报告》¹，应届生就业意愿主要为互联网、传媒文娱、房地产建筑、文体教育、商业服务、金融服务，分别占比 24.1%、10.0%、8.8%、7.9%、7.0%、6.8%；**供给方面**，根据七普数据，2020 年 16-24 岁群体的城镇就业岗位主要为制造业、生活服务业、批发零售等，分别占比 22.0%、17.9%、17.1%，合计占青年就业过半。**以岗位占比、意愿占比的剪刀差来衡量供需错配，互联网、地产、金融严重供不应求，制造业、生活服务业、批发零售则青年就业意愿偏低、供给大于需求。**2021 年以来，互联网、地产、金融出现不同程度的行业收缩，可能进一步加剧了供需错配问题。

图7：青年就业结构供需错配



数据来源：智联招聘、开源证券研究所

图8：互联网、地产、金融供不应求，制造业、批零、生活服务供过于求



数据来源：统计局、智联招聘、开源证券研究所

3、固定资产投资加速回落

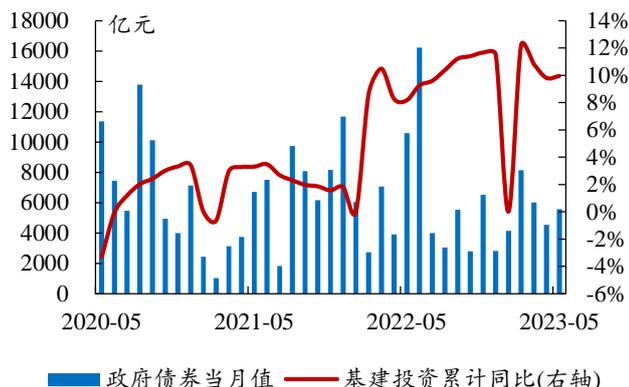
2023 年 1-5 月固定资产投资累计同比大幅回落了 0.7 个百分点至 4.0%，三大分项中仅基建边际改善。

3.1、基建：逆势支撑经济，增量基建政策或近

2023 年 1-5 月广义基建增速上行至 10.05%，好于预期，在多个经济分项疲弱的形势下提供了重要支撑。分行业来看，电热燃水、铁路运输投资增速边际改善了 3.2、2.4 个百分点。根据 21 世纪经济报，理论上第二批新增地方债额度最高约 1.9 万亿，其中专项债 1.6 万亿。考虑到 6 月地方债偿还压力较大或制约基建资金，叠加 2023 年下半年高基数掣肘下，**基建增量政策或近，例如特别国债、政策性金融工具等。**

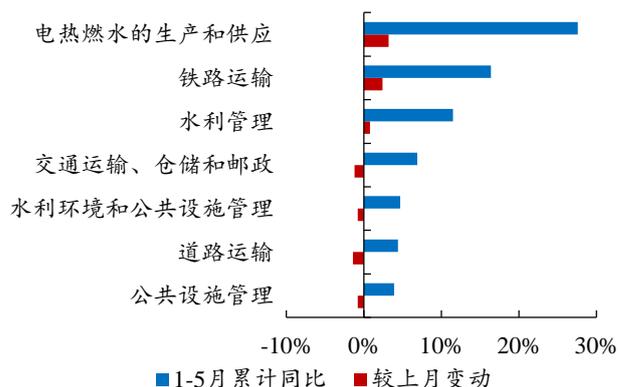
¹ 详见 https://mp.weixin.qq.com/s/Y0zuVMi-5F_FJN2AZu7SpA

图9：1-5月广义基建增速小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：电热燃水、铁路运输边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：6月沥青开工小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：5月挖机开工小时数基本持平2022年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

若增发6000亿政策性金融工具则拉动基建1.9个百分点。2022年两批共7399亿政策性金融工具、实际杠杆约10倍。发改委投资副司长张建民指出“这些（政策性金融工具）项目的建设周期平均是三到五年，去年（2022年）是第一年，到今年（2023年）将会有大量的实物工作量产生”，按平均4年工期来计算，2022年两批政金债分别产生了4、3个月的实物工作量，对应年内基建增量为5249亿元、拉动基建增速至12.0%，与实际值的11.5%较为相近。基准假设下，2023年增发6000亿政策性金融工具，8月完成发行，杠杆倍数可能下滑至8倍，则年内基建增量约为4000亿元、拉动基建增速1.9个百分点。

图13：若增发6000亿政策性金融工具则拉动基建1.9个百分点

批次	政策性金融工具	拉动基建(亿元)	年内基建增量(亿元)	拉动基建%	2022年6月基建增速%	2022基建增速预计%	拉动GDP%
第一批	3000	30000	2500	1.3%			0.2%
第二批	4399	43990	2749.375	1.4%			0.2%
合计	7399	73990	5249.375	2.7%	9.3%	12%(实为11.5%)	0.4%

批次	政策性金融工具	拉动基建(亿元)	年内基建增量(亿元)	拉动基建%	2023年基建增速悲观%	2023基建增速预计%	拉动GDP%
2023年	6000	48000	4000	1.9%	6.5%	8.4%	0.3%

数据来源：Wind、发改委、开源证券研究所

3.2、地产：投资失去土地购置费支撑，供需端政策或进一步放松

(1)土地购置费支撑不继，土地投资增速下行。1-5月地产投资累计同比为-7.2%，较前值下滑了1.0个百分点。我们此前曾提示“地产建安并未实质性改善、土地购置费下行将拖累投资”。具体来看，分项中竣工向好，新开工、拿地持续走弱，商品房销售相对平稳；定金及预收款、个人按揭贷款实现低基数上的正增长、但6月或转为明显负增，国内贷款、自筹资金仍趋回落。

(2)供需端政策或进一步放松。总人口规模和经济活动人口占比均见顶回落，叠加城镇化放缓，我国长期以来存在房地产供给过剩或需进一步出清、向良性稳态水平回归，房企可能在较长的一段时间内呈现“收缩拿地和新开工、消耗土地储备、施工面积竣工化”。但当下地产基本面承压加重，政策有望在供需两端进一步宽松，包括松动非一线城市限购限贷、房贷利率下调、加强融资端政策落实等。

图14：新开工和拿地回落

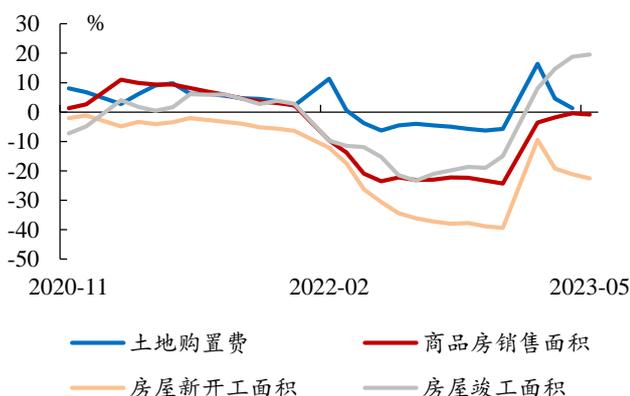
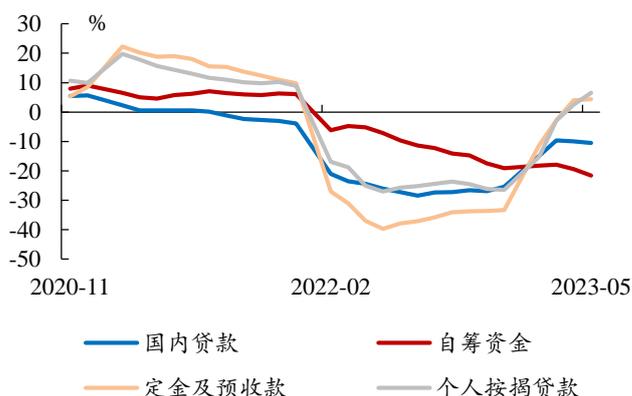


图15：销售回款实现低基数上的正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

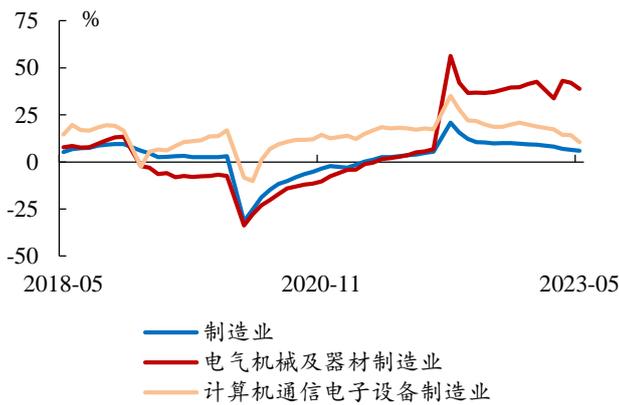
3.3、制造业：“三重压力”仍未消除

1-5月制造业投资累计同比增长6.0%、较前值回落了0.4个百分点，连续8个月

下行。62%子行业的投资增速出现下滑，其中电气机械、汽车、化学制品、计算机通信电子仍保持较高增速，但纺织业、交运设备、医药制造的投资增速分别为-3.6%、-1.3%、-0.6%。

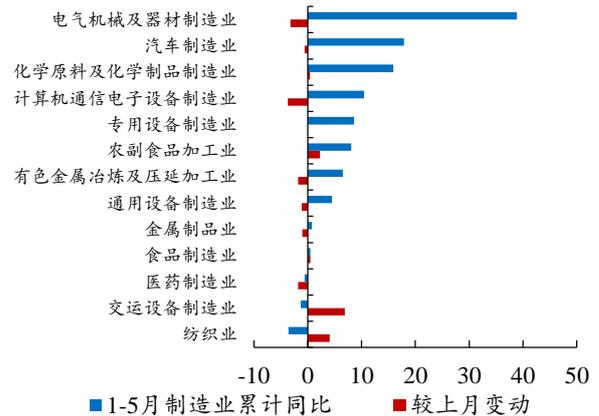
目前制造业投资“三重压力”仍待纾解：一是民企利润仍负增，限制投资扩产意愿；二是做大做强央国企的背景下，对民营的政策支持需进一步显性化；三是内外需均转弱，制造业产能利用率持续下滑，投资扩产必要性不足而明显放量的企业中长期贷款或存“空转”。我们认为2023年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

图16：制造业投资增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图17：62%制造业的投资增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、战略相持已破，增量政策可期

我们在5月28日《4月工业利润点评》指出，“目前经济、政策处于‘战略相持’阶段，我们判断相持状态可能在6月、7月逐步打破，届时市场将迎来珍贵的政策窗口期”。5月金融和经济数据疲弱，且2022年中全面推进复工复产带来高读数、对应6月为经济低谷，全年完成5.0%经济目标的难度有所增大。降政策利率体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的重视程度提升。

战略相持已出现破局迹象，一揽子稳增长工具将出台。降息体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的重视程度提升。我们认为后续稳增长政策还会进一步发力，6-7月逐渐会看到政策变化，密切关注6月国常会和7月底政治局会议。基于近期政策跟踪，我们认为可能的发力方向有：

货币政策方面，MLF利率已跟随调降10bp，后续LPR有10bp-15bp的下调空间，降息之后仍可能再降准。

财政政策方面，关注地方存量债务化解、城投化险的实质性举措；基建相关的政策性金融工具、特别国债等。6月13日，国家发改委等部门发布关于做好2023年降成本重点工作的通知。其中提出和延续针对中小微企业的税收优惠政策，缓解企业人工及原材料成本等。据此推断，后续也可能推出有助于改善居民收入，降低企业成本的其他政策。

地产政策方面，在房住不炒大基调下，一线城市房地产实质性放松较难，但其

余高能级城市需求侧仍有望进一步松动。房企融资端松绑政策有望加强落实。

制造业和产业政策方面，根据 2023 年上半年已出台的产业政策脉络，我们推断政策或将延续支持“卡脖子”领域、高质量发展相关领域，比如 AI、半导体、数字经济等。

此外，仍需关注多措并举促进消费，例如汽车家电、地方消费券、其他政策等。

5、风险提示

1. 国内疫情反复超预期：防疫优化后经济存在短期扰动，或是疫情第二次冲击超预期，那么经济可能存在超预期下行压力。
2. 俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
3. 美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn