

5 月经济数据点评

——经济减速在途中

袁方¹束加沛²

2023 年 06 月 15 日

内容提要

伴随积压需求释放完毕、企业存货的去化，5 月经济延续了 4 月减速的态势。当前居民、私营企业部门的信心和预期仍然偏弱，企业投资和居民消费活动的恢复进展缓慢。

往后看，企业存货去化的过程或将延续，总需求仍在缓慢收缩的进程中，这意味着经济的减速短期仍在途中。需要密切关注存货摆动的影响，以及由此带来的三季度经济企稳的可能。

风险提示：（1）地缘政治风险（2）地方债务风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济减速在途中

5月工业增加值当月同比3.5%，较上月回落2.1个百分点，主要是基数效应导致。两年复合同比为2.1%，较上月回升0.8个百分点，但处于历史极低水平。

由于去年同期疫情影响，各大门类基数不一，所以使用两年复合同比进行比较。三大门类表现不一，制造业出现回升，采矿业和公用事业回落。制造业5月复合同比为2.1%，较4月回升1.3个百分点；采矿业5月复合同比为2.8%，较4月回落1.6个百分点；公共事业5月复合同比为2.5%，较4月回落0.6个百分点。

从已公布的行业数据看，在两年复合同比的维度下，汽车制造业，橡胶和塑料制品业，酒、饮料和精制茶制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业回升幅度较大；医药制造业，煤炭开采和洗选业，石油和天然气开采业，电力、热力的生产和供应业下滑幅度较大；总体上反映出上游行业生产偏弱，和此前大宗商品价格回落，企业去库存的情形一致。

5月服务业生产指数当月同比11.7%，较4月回落1.8个百分点，两年复合同比为3%，较3月小幅回落0.2个百分点，服务业总体在下行过程中。

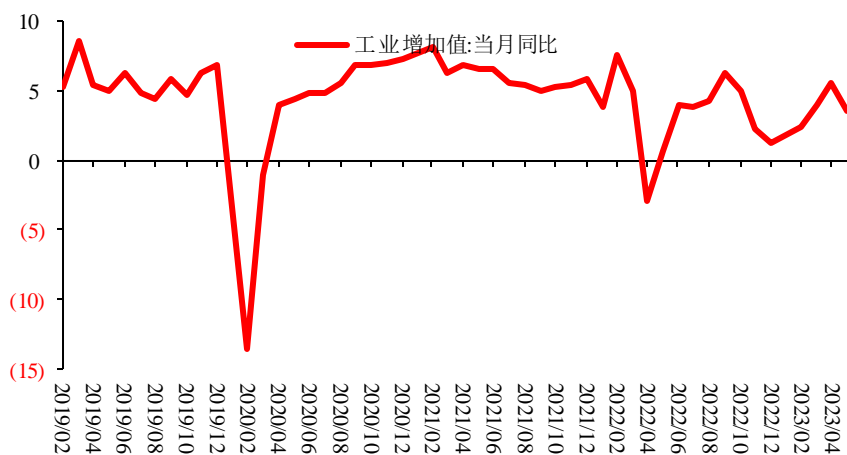
物量数据的表现类似，除焦炭和原油外，原煤、粗钢、钢材、水泥和发电量两年复合增速持平或者回落。

价格层面，5月PPI环比为-0.9%，较上月回落0.4个百分点，南华工业品指数中枢下移。

结合量价数据来看，伴随积压需求释放完毕，企业转入存货去化的过程，造成价格剧烈下滑、产出明显减速，这一情况在5月仍然延续。

从6月高频数据来看，大宗商品价格出现反弹，但生产的高频数据表现不强，存货调整导致产出收缩的过程可能进入了下半场。未来需要密切留意存货摆动的影响，经济的企稳在三季度有可能出现。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

5月固定资产投资当月同比增速1.6%，较4月回落2个百分点，季调后环比为0.11%，两年复合同比为3%，较4月上升0.3个百分点。

当月同比来和两年复合同比来看，三大分类表现不一，总体变化不大。

5月基建投资（含电力）当月同比为10.3%，较4月回升2.4个百分点，两年复合同比9.1%，较上月回升3个百分点。这显示基建投资短期仍有支撑力量。

5月制造业投资当月同比为5.1%，较4月回落0.2个百分点，两年复合同比为6.1%，较上月回升0.3个百分点；民间投资当月同比为-1.8%，较4月回落1.6个百分点，两年复合同比为-0.5%，和上月持平，民间投资仍然相对较弱，体现私人部门信心不足。

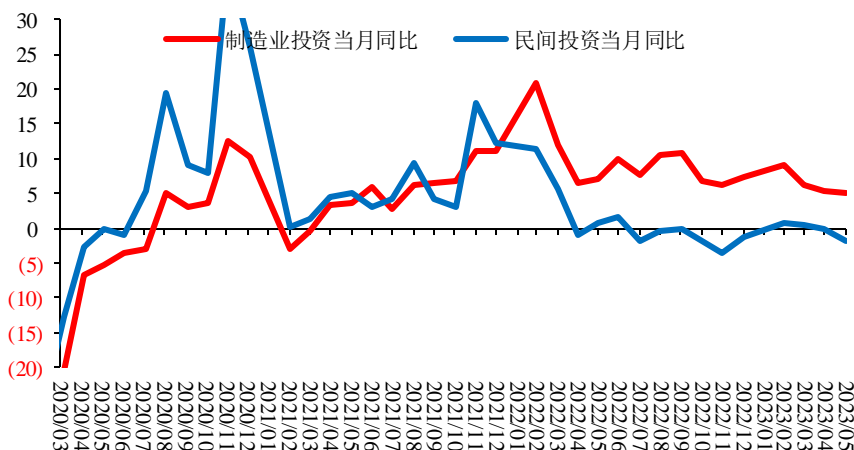
根据已经公布的数据，两年复合同比来看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，纺织业，食品制造业较4月显著增长，通用设备制造业，医药制造

业，计算机、通信和其他电子设备制造业等下游行业投资增速回落幅度较大。

合并信贷数据的情况，当下扩大投资和加杠杆的主体可能仍然是国有企业和新能源产业链的企业，私人企业部门仍然处于偏保守的状态。

往后看，不同于居民部门，企业部门的投资相对更有粘性，去年私营企业投资收缩幅度远小于居民部门。企业部门的疤痕效应可能会逐渐在今年体现，即使房地产逐渐企稳，民间投资和整体投资的裂口可能仍然难以显著收窄。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

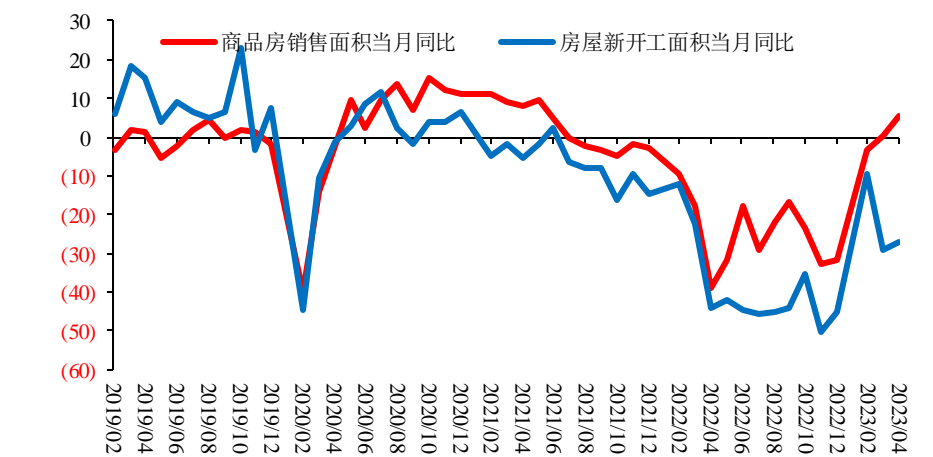
5月房地产投资当月同比-10.5%，较4月回落3.2个百分点，两年复合同比-9.1%，较上月回落0.4个百分点。

5月地产销售面积当月同比-3%，较4月大幅回落8.5个百分点，这一回落主要是去年同期基数效应导致；5月的两年复合同比为-18.8%，较4月回升0.9个百分点。和观察到的高频数据在趋势上接近，5月房地产销售较4月边际变化不大，仍然处于低位。

5月房地产各项数据出现了回落，主要是基数效应的影响，两年复合同比来看房地产市场仍在磨底。

往后看，疫情期间的疤痕效应对居民风险偏好产生显著影响，在信心和预期不足的背景下，居民部门购房意愿较正常水平显著偏低。此外，目前从二手房销售显著好于新房这个现象来看，居民对交付风险的担忧仍然存在。在企业端，近期房地产企业退市不断，叠加债券价格显示企业流动性仍然承压，在这一背景下，房企扩表能力和意愿短期内难以提升，房地产行业新开工和投资短期难以改善。

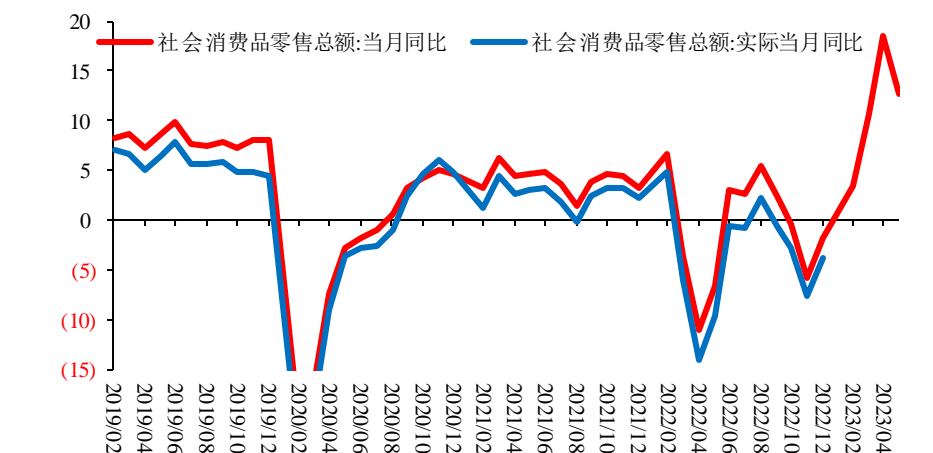
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

5月社会消费品零售名义增速12.7%，较4月回落5.7个百分点，两年复合同比2.5%，较4月回落0.1个百分点；季调后环比0.42%，较4月回升0.22个百分点。消费维持在一个略弱于疫情前的水平，体现了疤痕效应仍然存在，居民消费倾向偏低，预防性储蓄下降缓慢。

图4：社零名义和实际同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

分类别看，限额以上和限额以下企业零售同比回落，限上回落幅度更大，主要是基数的影响，两年复合同比来看变化有限。分品类看，在两年复合同比的视角下，通讯器材、汽车、中西药品、烟酒等可选行业回升幅度较大，而家电、石油制品、服装等延续低位，此外建筑类两年复合同比延续-11%附近，显示地产后周期产业仍然偏弱。

餐饮收入回落，同比 35.1%，较 4 月大幅回落 8.7 个百分点，两年复合同比 3.2%，较 4 月份回落 2.2 个百分点。商品零售两年复合同比为 2.5%，较 3 月回升 0.2 个百分点。餐饮等服务业的积压性需求回落较为明显，而商品消费并没有随之下滑，显示当下经济回踩幅度不会很深。

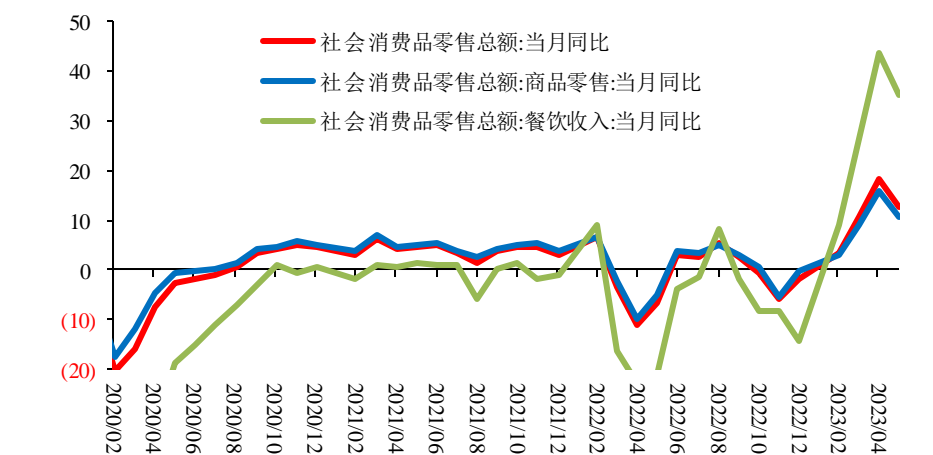
往后看，居民预防性储蓄的释放和消费倾向回升仍然需要时间，消费总体延续弱复苏，但进一步回落的可能性不高。

总体而言，5 月经济数据表明，积压性需求基本释放完毕，经济回到内生动能为主的阶段，环比减速最快的时间已经过去，经济进一步减速的空间有限。结构

层面，居民消费仍然处于偏弱状态，但进一步回落空间有限，企业去库存可能进入下半场。房地产压力仍存，总体上实体经济还在底部弱复苏。

从金融数据来看，当下居民部门信心仍然偏弱，消费倾向恢复缓慢，风险偏好处于低位，疤痕效应仍然广泛存在。从近期政策表态来看，政策仍是托而不举，刺激力度较为温和。经济仍将以内生动能修复为主，二季度经济的环比增速将维持低位，但进一步失速的可能性较低。

图5：社零不同种类增速，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034