

2023年06月15日

证券研究报告 | 事件点评报告

经济复苏偏弱，关注政策力度和效果

2023年5月经济数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1、《会是新一轮降息周期的开始吗？—5月金融数据兼OMO利率下调点评》

2023-06-14

2、《可转债的“通用解题步骤”缘何失灵？—宏观策略每周思考》2023-05-19

3、《透过低基数因素看经济复苏—2023年4月经济数据点评》2023-05-17

4、《“降杠杆”的居民存款流向何方？—2023年4月金融数据点评》2023-05-12

投资要点

⊕在经济内生动能不足，且逆周期调节力度减弱的情况下，经济复苏斜率放缓，结构性问题凸显。居民消费意愿偏弱，企业面临利润整体偏弱，盈利压力较大的局面，并处在主动去库周期。此外，由于地产再度出现供需双弱的局面，需警惕后续地产下行压力对经济的拖累。

⊕随着此前积压需求逐步释放完毕，加上居民对于未来收入和就业的预期偏弱，使得居民消费意愿较低，消费复苏斜率继续放缓。从消费类别来看，必选消费维持相对稳定状态，但可选消费整体表现偏弱，仅有通过降价手段刺激的汽车和电子产品消费相对表现较好，也反映出当前居民对于商品消费的态度仍相对谨慎。

⊕去年同期基数抬高后，2023年5月工业增加值同比有所下滑，但环比增速由负转正，说明工业增加值有小幅改善。但需注意到，目前终端需求偏弱背景下，企业去库难度较大，且仍在“以价换量”、“降本增效”的主动去库阶段，在内外需偏弱的情况下，规模以上工业增加值改善的持续性或不足。

⊕固定资产投资增速继续放缓，基建投资和制造业投资增速均小幅降速。受到逆周期调节必要性减弱和财政约束共同作用下，基建投资增速趋势性放缓。而在企业仍处主动去库存阶段影响，企业扩产意愿偏低，制造业投资增速下滑，但幅度较小，主要是在政策支持下，部分优质行业投资增速仍较具韧性，对于制造业投资存在一定支撑作用。

⊕在居民对于未来收入预期偏弱，且对于地产信心不足的背景下，居民购房意愿减弱，带动地产销售进一步走弱。供给方面，“保交楼”政策下，地产竣工仍保持正增长，从地产施工约2年的周期来看，2021年下半年以来开工持续减弱，意味着后续竣工面积高增的持续性不足，未来竣工面积增速也将减弱，对于地产支撑作用降低。后续地产再度面临供需双弱的情形，地产下行压力较大。

⊕总的来说，未来或以针对性政策为主，比如消费、就业和扩内需以及科技创新和高端制造的领域，政策大规模刺激的可能性不高。后续经济增长仍然面临进一步放缓的压力，目前政策逐渐释放积极信号，提振市场信心，需关注后续政策加码的力度和效果。

⊕风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。

事件:

2023年6月15日,国家统计局公布了2023年5月份的经济数据,具体见下图(图1-2):

图1:经济数据情况(%)

	2023-05	2023-04	2023-03
工业增加值:当月同比	3.50	5.6	3.90
服务业生产指数:当月同比	11.70	13.5	9.20
投资			
基建投资:累计同比	9.94	9.8	10.82
制造业:累计同比	6.00	6.4	7.00
房地产:累计同比	-7.20	-6.2	-5.80
社会消费品零售总额:当月同比	12.70	18.4	10.60
出口金额:当月同比	-7.50	8.5	14.80

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

图2:社会零售总额情况(%)

	2023-05	2023-04	2023-03
社会消费品零售总额:累计值	187,636.00	149,833.00	114,922.00
社会消费品零售总额:累计同比	9.30	8.50	5.80
社会消费品零售总额:当月值(亿元)	37,803.00	34,910.00	37,855.00
社会消费品零售总额:当月同比(%)	12.70	18.40	10.60
其中:除汽车以外的消费品零售额	11.50	16.50	10.50
其中:限额以上企业消费品零售总额	12.50	19.00	10.10
按经营地区分			
城镇:当月同比	12.70	18.60	10.70
乡村:当月同比	12.80	17.30	10.00
按消费类型分			
餐饮收入:当月同比	35.10	43.80	26.30
其中:限额以上企业餐饮收入总额	31.40	44.60	37.20
商品零售:当月同比	10.50	15.90	9.10
其中:限额以上企业商品零售总额	11.10	17.30	8.50
粮油、食品类	-0.70	1.00	4.40
饮料类	-0.70	-3.40	-5.10
烟酒类	8.60	14.90	9.00
服装鞋帽针纺织品类	17.60	32.40	17.70
化妆品类	11.70	24.30	9.60
金银珠宝类	24.40	44.70	37.40
日用品类	9.40	10.10	7.70
家用电器和音像器材类	0.10	4.70	-1.40
中西药品类	7.10	3.70	11.70
文化办公用品类	-1.20	-4.90	-1.90
家具类	5.00	3.40	3.50
通讯器材类	27.40	14.60	1.80
石油及制品类	4.10	13.50	9.20
汽车类	24.20	38.00	11.50
建筑及装潢材料类	-14.60	-11.20	-4.70

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

对此,我们的点评如下:

核心观点：经济复苏斜率继续放缓，预计未来或以针对性政策为主

在经济内生动能不足，且逆周期调节力度减弱的情况下，经济复苏斜率放缓，结构性问题凸显。居民消费意愿偏弱，企业面临利润整体偏弱，盈利压力较大的局面，并处在主动去库周期。此外，由于地产再度出现供需双弱的局面，需警惕后续地产下行压力对经济的拖累

在经济偏弱的情况下，市场对于政策的期待力度有所增加，但从近期的表态以及出台的政策来看，政策保持一定定力。总的来说，未来或以针对性政策为主，比如消费、就业和扩内需以及科技创新和高端制造的领域，政策大规模刺激的可能性不高。后续经济增长仍然面临进一步放缓的压力，目前政策逐渐释放积极信号，提振市场信心，需关注后续政策加码的力度和效果。

1. 基数因素影响，规模以上工业增加值有所回落

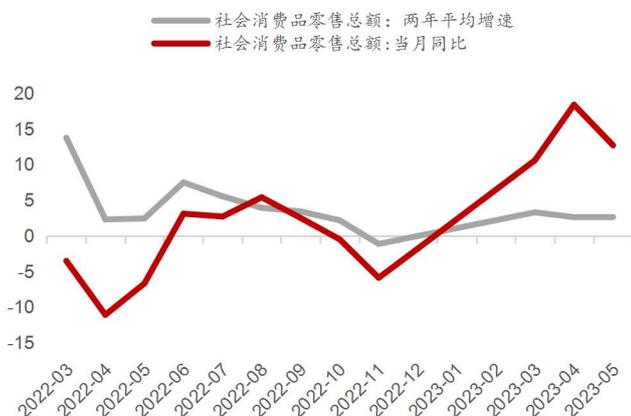
随着此前积压需求逐步释放完毕，加上居民对于未来收入和就业的预期偏弱，使得居民消费意愿较低，消费复苏斜率继续放缓。从消费类别来看，必选消费维持相对稳定状态，但可选消费整体表现偏弱，仅有通过降价手段刺激的汽车和电子产品消费相对表现较好，也反映出当前居民对于商品消费的态度仍相对谨慎。

消费复苏斜率继续放缓，社零再次弱于预期。5月份，社会消费品零售总额同比增长12.7%，较上月继续回落5.7个百分点，两年平均增速也较4月小幅回落0.07个百分点至2.55%，消费复苏斜率继续放缓。

从消费类型来看，可选消费相对较弱，尤其是与地产相关消费。从同比数据来看，5月非地产相关可选消费整体表现较好，但考虑到去年同期受疫情扰动，基数依旧较低。如果从两年平均增速来看，非地产相关可选消费仅有通讯器材类、汽车类和石油及制品类表现较好，主要是因为近期手机等电子产品以及汽车降价所带来的一轮消费。而在地产需求总体偏弱的背景下，与地产相关可选消费继续走弱。

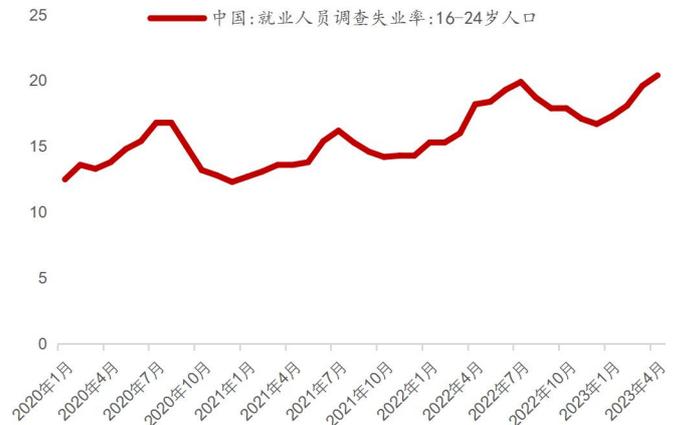
青年就业问题犹存，或一定程度抑制消费需求回升。5月失业率维持上月水平不变，但青年就业问题仍值得关注，16-24岁劳动力调查失业率继续抬升，那么进入毕业后，毕业生进入劳动力市场，就业或继续承压，对于消费需求的修复或存在一定抑制作用。

图3：消费复苏斜率继续放缓（%）



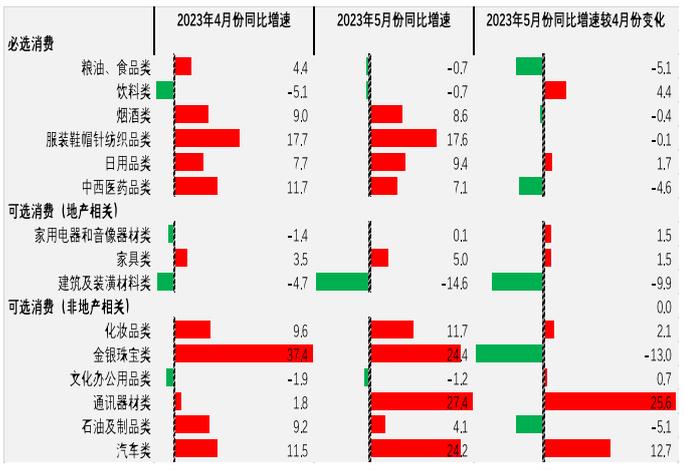
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图4：青年就业问题未出现改善（%）



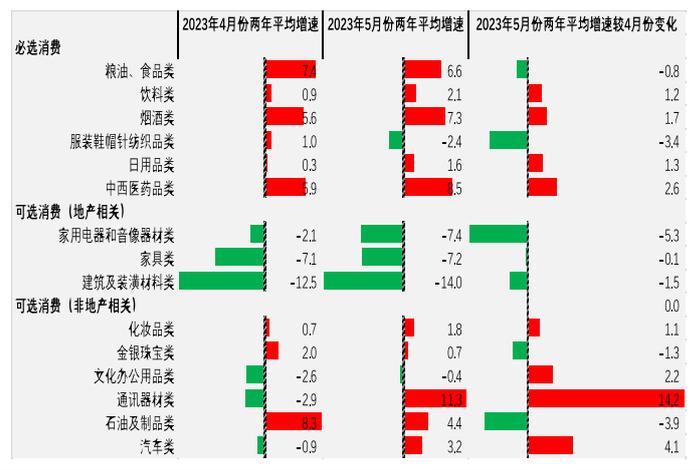
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：消费分项同比增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：消费分项两年平均增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 基数因素影响，规模以上工业增加值同比有所回落

受高基数影响，2023年5月工业增加值同比有所下滑，不过环比增速由负转正，说明工业增加值有小幅改善。但需注意到，目前终端需求偏弱背景下，企业去库难度较大，且仍在“以价换量”、“降本增效”的主动去库阶段，在内外需偏弱的情况下，规模以上工业增加值改善的持续性或不足。

2023年5月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），低于Wind一致预期的4.09%，较上月回落2.1个百分点，主要是因为去年5月基数提升，导致本月工业增加值同比有所回落。不过从环比看，5月份规模以上工业增加值比上月增长0.63%。从分项看，汽车制造业和电气机械及器材制造业的同比增速保持一定韧性。

终端需求偏弱，企业仍处主动去库阶段。从工业企业利润来看，1-4月规模以上工业企业营收同比增长0.5%（前值-0.5%）；企业利润同比下降20.6%，降幅虽继续小幅收窄，但考虑去年低基数因素影响后，企业利润仍然承压，目前企业仍在“以价换量去库存”阶段。此外，企业“降本增效”意愿明显增强，5月企业就业人员每周平均工作时间为48.6小时，仍处较高水平，5月PMI的就业分项也显示从业人员分项在2月短暂升值荣枯线上之后便再度落入收缩区间。总体上，企业当前“以价换量”、“降本增效”等主动去库特征仍显著。

图 7：基数因素下，规上工业增加值同比走弱（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：就业人员平均工作时间继续增加（小时）



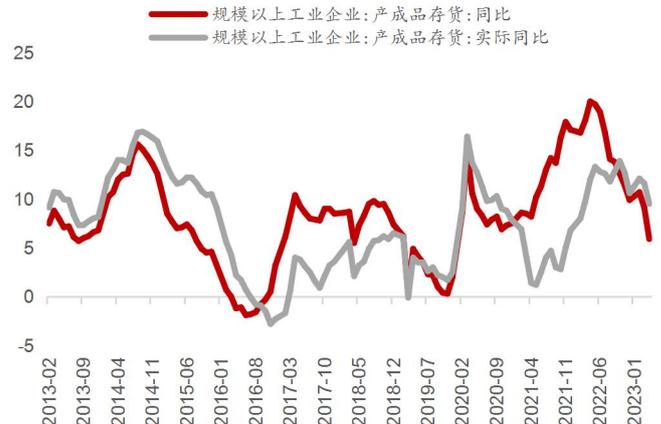
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：企业利润增长压力较大（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：剔除价格因素后或位于去库周期初期（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 固定资产投资增速在低基数下继续回弱

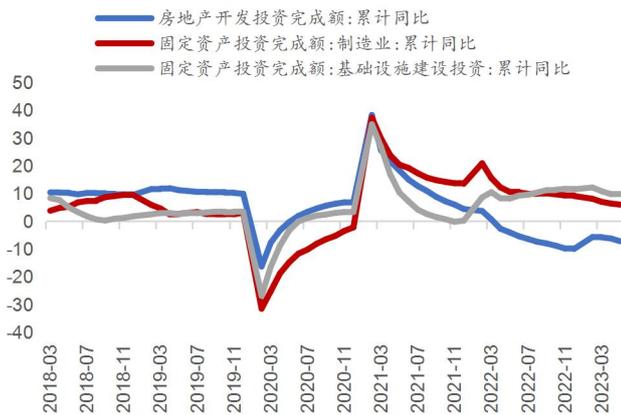
固定资产投资增速继续放缓，基建投资和制造业投资增速均小幅降速。受到逆周期调节必要性减弱和财政约束共同作用下，基建投资增速将趋势性放缓。而在企业仍处主动去库存阶段影响，企业扩产意愿偏低，制造业投资增速下滑，但幅度较小，主要是在政策支持下，部分优质行业投资增速仍较具韧性，对于制造业投资存在一定支撑作用。

2023 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%（前值 4.7%），在低基数作用下继续回落。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.11%。其中，民间固定资产投资 101915 亿元，同比下降 0.1%，自 2022 年起呈下滑趋势。分产业看，第一产业投资 4108 亿元，同比增长 0.1%；第二产业投资 58347 亿元，增长 8.8%；第三产业投资 126360 亿元，增长 2.0%。

基建的必要性减弱和财政约束共同作用下，基建投资增速趋势性放缓。5 月基建投资增速进一步放缓，主要是因为：1）一季度达成政府年初设定 5% 目标的压力较小，基建逆周期调节必要性减弱；2）财政收入下滑，1-4 月全国一般公共预算收入累计同比 11.9%，但扣除留抵退税影响后，累计同比增长仅 1.54%，且土地出让金拖累下，政府性基金收入大幅降低，对于财政发力有一定抑制作用。

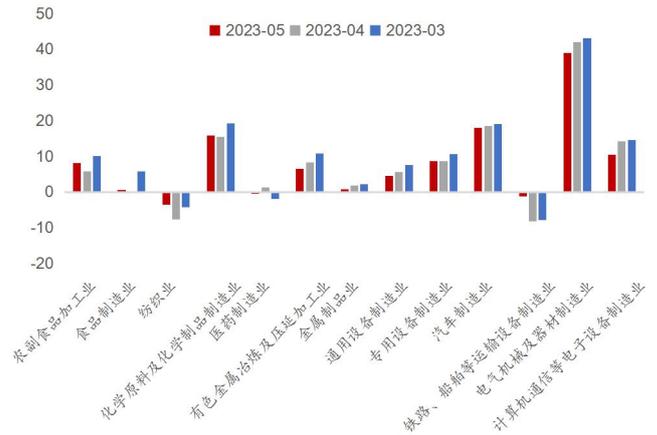
制造业投资增速小幅放缓，高技术制造投资仍具韧性。1-5 月制造业投资增长 6.0%，较 1-3 月放缓 0.4 个百分点。制造业投资增速继续放缓主要还是因为当前终端需求不足的背景下，企业仍处主动去库存周期，扩产意愿相对较弱。不过制造业投资增速仍保持一定韧性，主要是部分优质行业投资增速虽有所下滑，但依旧保持较高投资增速，如 1-5 月电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业和汽车制造业分别增长 38.9%、10.5%、17.9%，此外化学原料及化学制品制造业投资增速较上月小幅上涨 0.4 个百分点至 15.9%。往后看，二十大报告后多次提出高质量发展是当前首要任务，后续或出台更多针对高质量发展政策，使得高技术制造投资或为制造业投资提供一定支撑。

图 11: 固定资产投资增速有所放缓 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 12: 高技术制造投资仍具一定韧性 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

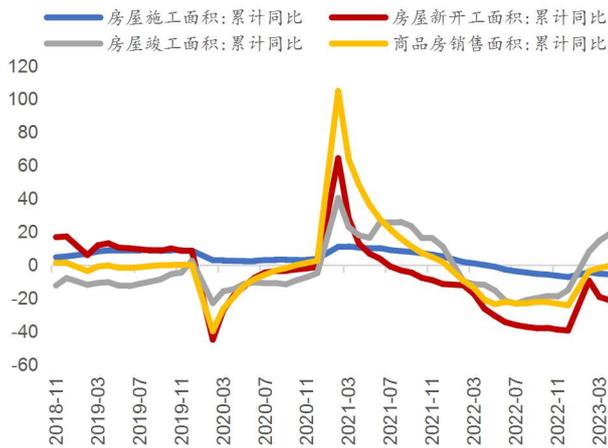
4. 房地产供需双弱局面下，地产下行压力较大

在居民对于未来收入预期偏弱，且对于地产信心不足的背景下，居民购房意愿减弱，带动地产销售进一步走弱。供给方面，“保交楼”政策下，地产竣工仍保持正增长，从地产施工约 2 年的周期来看，2021 年下半年以来开工持续减弱，意味着后续竣工面积高增的持续性不足，未来竣工面积增速也将减弱，对于地产支撑作用降低。后续地产再度面临供需双弱的情形，地产下行压力较大。

2023 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%（前值 6.2%）。根据分项来看，房地产新开工、施工面积累计同比增速延续下行走势，分别为-22.6%和-6.2%（前值分别为-21.2%和-5.6%）。而“保交楼”政策继续发力，竣工面积继续上涨，累积同比增速达 19.6%（前值 18.8%）。一般来说从开工至竣工期限为两年，如果倒推至两年前，能够发现在 2021 年下半年随着地产调控政策趋严，开工逐步走弱，从单月同比数据来看，竣工面积当月同比在去年低基数效应下仍在走弱，为增长 24.52%（前值 37.24%），后续竣工对于地产的支撑将继续减弱。

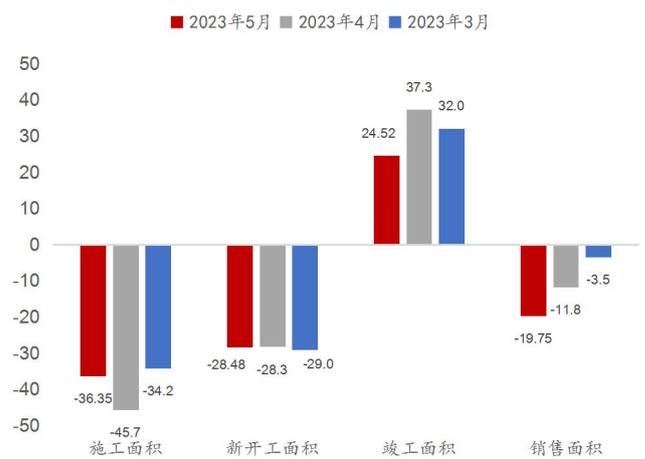
需求侧来看，4 月商品房销售面积累计同比在去年同期基数进一步走弱的情况下，再度下行 0.5 个百分点至-0.9%。地产销售在四月之后一直偏弱，30 大中城市商品房成交面积等高频数据的表现也处于近 5 年低位，也表现出居民当前 1) 对于地产信心不足；2) 对于未来收入预期偏弱的情况下，加杠杆意愿较低。总的来看，在需求偏弱，地产政策保持“托而不举”态度的背景下，后续地产下行压力较大。

图 13: 除竣工面积外, 均呈负增长 (%)



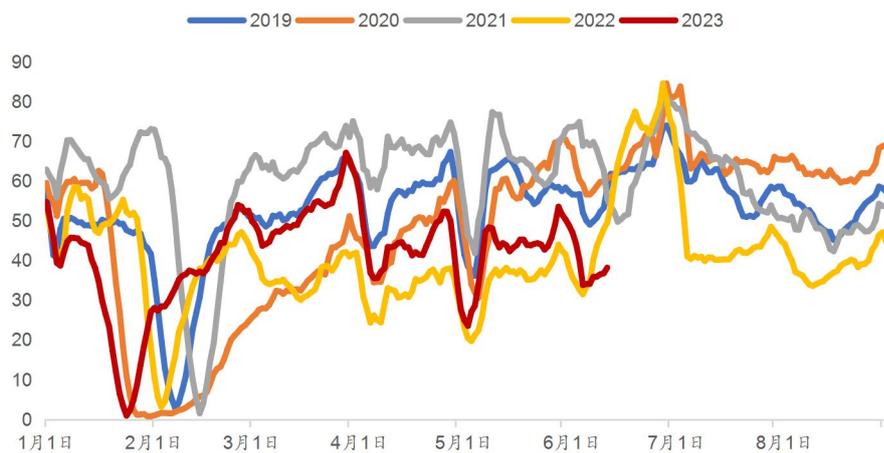
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 14: 地产当月数据均呈回落态势 (当月同比, %)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 15: 30 大中城市商品房成交面积 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

5. 风险提示

国际形势演变超预期; 美国金融风险/经济衰退超预期; 国内经济复苏不及预期; 政策不及预期。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。