

# 宏观经济宏观月报

## 5月经济小幅回暖，仍需刺激政策进一步提升经济热度

### 核心观点

**5月经济小幅回暖，仍需刺激政策进一步提升经济热度。**根据测算，2023年5月国内实际GDP同比约为5.9%，较4月回落1.3个百分点，但5月国内实际GDP的两年平均同比增速约为2.9%，较4月小幅上升0.3个百分点，表明5月国内经济增长的真实景气较4月小幅回暖。从需求端来看，5月国内经济企稳的动力主要来自基建投资。

今年国内经济面临的最大的挑战是内需不足，而内需不足的根源很可能来自2022年国内较为明显的服务业去产能。服务业去产能一方面造成了相关从业人员的失业，直接拖累总需求；另一方面，服务业是促进供给与需求对接的关键部门，服务业去产能使得一部分供给与需求失去对接的可能，同样造成需求的损失。

2022年国内民间服务业投资持续负增长，而整体的服务业投资增速仍维持正值，表明2022年国内服务业去产能或主要集中在私营企业和个体户。后续这些去化的服务业产能要恢复，或依赖于民间服务业投资的增长。

民间服务业投资增速走势与民间投资增速基本一致。从历史上若干次经典的民间投资增速转折经验来看，企业家宏观经济热度指数领先民间投资增速1-2个季度。2023年以来，民间服务业投资增速虽回升但持续位于负值区间。从2023年3月起，民间投资增速持续回落，民间服务业投资增速回升的势头也明显放缓。这表明当前的宏观经济热度不足于让2022年损失的服务业产能很好地恢复。

因此，我们判断后续国内需要经济刺激政策来进一步提升经济热度，以推动2022年损失的服务业产能更好地恢复。

**风险提示：**政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观月报

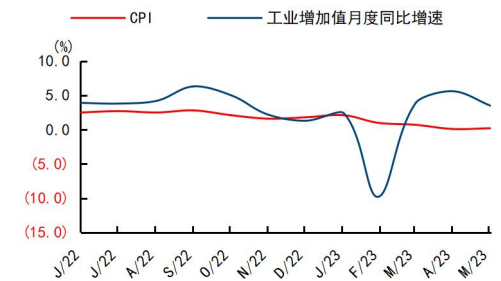
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	4.00
社零总额当月同比	12.70
出口当月同比	-7.50
M2	11.60

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-4月经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键》——2023-05-16
- 《宏观经济宏观月报-一季度中国经济开局良好，二季度仍有向上修复空间》——2023-04-19
- 《宏观经济宏观月报-1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红》——2023-03-15
- 《宏观经济宏观月报-12月政府投资和疫情防控政策优化带动国内经济动能增加》——2023-01-18
- 《宏观经济宏观月报-疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏》——2022-12-16

## 内容目录

<b>5月经济增长：小幅回暖，后续仍需刺激政策进一步提升经济热度</b> .....	<b>4</b>
就业：5月国内年轻人就业情况仍未好转 .....	6
生产端：5月国内工业生产两年平均同比回升，服务业继续回落 .....	7
需求端：投资——国内投资两年平均同比有所回升 .....	9
需求端：消费——国内消费两年平均同比企稳 .....	10
需求端：进出口——出口两年平均同比继续回落 .....	12
<b>5月通胀解读：CPI 同比底部运行，PPI 同比继续回落</b> .....	<b>13</b>
2023年5月CPI数据分析与未来走势判断 .....	13
2023年5月PPI数据分析与未来走势判断 .....	17
<b>风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算 .....	4
图 2: 2022 年中国第三产业就业人数大幅减少, 或反映服务业经历了明显的去产能 .....	5
图 3: 2022 年中国服务业去产能或主要集中在私营企业和个体户 .....	5
图 4: 疫情前宏观热度指数领先民间投资增速 1-2 个季度 .....	6
图 5: 当前服务业民间投资增速虽回升但持续位于负值区间 .....	6
图 6: 5 月整体调查失业率持平上月, 但 16-24 岁人口失业率继续上升 .....	6
图 7: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览 .....	7
图 8: 5 月制造业增加值两年平均同比增速有所回升 .....	7
图 9: 5 月各品类产品产量两年平均同比与 4 月的差值一览 .....	8
图 10: 5 月服务业生产指数两年平均继续回落 .....	8
图 11: 5 月固定资产投资两年平均同比增速有所回升 .....	9
图 12: 5 月基建投资两年平均同比明显回升, 房地产开发、制造业投资变化不大 .....	10
图 13: 房地产销售当月同比增速一览 .....	10
图 14: 5 月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速较上月变化不大 .....	11
图 15: 商品零售当月同比与两年平均同比一览 .....	11
图 16: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览 .....	11
图 17: 5 月不同商品的销售金额两年平均同比与 4 月的差值一览 .....	12
图 18: 中国出口当月同比与两年平均同比一览 .....	12
图 19: 中国进口当月同比与两年平均同比一览 .....	12
图 20: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献 .....	13
图 21: CPI 环比与历史均值比较 .....	14
图 22: CPI 食品项环比与历史均值比较 .....	14
图 23: CPI 非食品项环比与历史均值比较 .....	15
图 24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较 .....	15
图 25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较 .....	16
图 26: 6 月食品价格小幅下跌 .....	16
图 27: 非食品高频价格指数走势 .....	17
图 28: 2023 年 5 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值 .....	18
图 29: 2023 年 5 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较 .....	18
图 30: 2023 年 5 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较 .....	19
图 31: 流通领域生产资料价格高频指标走势图 .....	19

## 5 月经济增长：小幅回暖，后续仍需刺激政策进一步提升经济热度

2022 年 3-6 月中国受到疫情反复的影响，各项经济增长指标波动较大，我们无法直接通过当月同比的变动方向来判断 2023 年 3-6 月真实的景气情况。根据我们的评估，2021 年 4-6 月中国月度 GDP 两年平均同比分别为 5.8%、5.7%、5.6%，这表明 2021 年 4-6 月中国经济增长很平稳，因此我们可以用 2023 年 4-6 月各项经济增长指标的两年平均同比变化方向来衡量真实的景气变化。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），我们测算了 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速。2023 年 5 月国内实际 GDP 同比约为 5.9%，较 4 月回落 1.3 个百分点，但 5 月国内实际 GDP 的两年平均同比增速约为 2.9%，较 4 月小幅上升 0.3 个百分点，表明 5 月国内经济增长的真实景气较 4 月小幅回暖。

图 1：2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

5 月国内经济企稳的动力主要来自基建投资。从生产端来看，5 月国内工业生产的两年平均同比有所回升，但服务业生产的两年平均同比继续回落；从需求端来看，5 月国内固定资产投资完成额的两年平均同比有所回升（主要由基建投资拉动），社会消费品零售总额基本持平上月，出口金额明显回落。

今年国内经济面临的最大的挑战是内需不足，而内需不足的根源很可能来自 2022 年国内较为明显的服务业去产能。服务业去产能一方面造成了相关从业人员的失业，直接拖累总需求；另一方面，服务业是促进供给与需求对接的关键部门，服务业去产能使得一部分供给与需求失去对接的可能，同样造成需求的损失。

图2：2022年中国第三产业就业人数大幅减少，或反映服务业经历了明显的去产能



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

2022年国内民间服务业投资持续负增长，而整体的服务业投资增速仍维持正值，表明2022年国内服务业去产能或主要集中在私营企业和个体户。后续这些去化的服务业产能要恢复，或依赖于民间服务业投资的增长。

图3：2022年中国服务业去产能或主要集中在私营企业和个体户

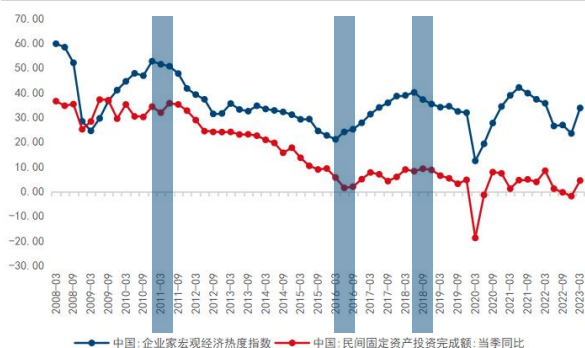


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

民间服务业投资增速走势与民间投资增速基本一致。从历史上若干次经典的民间投资增速转折经验来看，企业家宏观经济热度指数领先民间投资增速1-2个季度。2023年以来，民间服务业投资增速虽回升但持续位于负值区间。自2023年3月以来，民间投资增速持续回落，民间服务业投资增速回升的势头也明显放缓。这表明当前的宏观经济热度不足于让2022年损失的服务业产能很好地恢复。

因此，我们判断后续国内需要经济刺激政策来进一步提升经济热度，以推动 2022 年损失的服务业产能更好地恢复。

图4：疫情前宏观热度指数领先民间投资增速 1-2 个季度



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图5：当前服务业民间投资增速虽回升但持续位于负值区间



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

### 就业：5 月国内年轻人就业情况仍未好转

5 月国内城镇调查失业率为 5.2%，持平 4 月。2018-2022 年，5 月城镇调查失业率较 4 月的变化量平均值约为-0.1 个百分点。今年 5 月国内城镇调查失业率持平上月，表现劣于历史平均水平。

5 月 16-24 岁人口调查失业率约为 20.8%，较 4 月继续上升 0.4 个百分点。2018-2022 年，5 月 16-24 岁人口城镇调查失业率较 4 月的变化量平均值约为 0.1 个百分点。今年 5 月国内 16-24 岁人口调查失业率上升幅度仍大于历史平均水平，表明今年 5 月国内年轻人就业情况仍未好转。

图6：5 月整体调查失业率持平上月，但 16-24 岁人口失业率继续上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 生产端：5月国内工业生产两年平均同比回升，服务业继续回落

5月国内规模以上工业增加值两年平均同比增速为2.1%，较4月回升1.8个百分点，5月国内工业生产的真实景气较4月有所回升。

图7：工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，5月制造业增加值两年平均同比增速回升，采矿业、公用事业增加值两年平均同比增速继续回落。5月采矿业两年平均同比2.8%，较4月回落1.6个百分点；制造业2.1%，回升1.3个百分点；公用事业2.5%，回落0.6个百分点。

图8：5月制造业增加值两年平均同比增速有所回升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，5月汽车产量两年平均同比增速明显上升，机器人、集成电路、十种有色金属产量两年平均同比也有所回升。5月粗钢产量两年平均同比为-5.4%，较

4月回落2.1个百分点；钢材-1.8%，回落1.3个百分点；水泥-9.1%，回升0.2个百分点；乙烯5.0%，回落2.9个百分点；十种有色金属4.2%，回升1.0个百分点；汽车5.7%，回升10.7个百分点；工业机器人-5.4%，回升2.5个百分点；集成电路-2.1%，回升2.4个百分点；整体高技术制造业增加值5月两年平均同比为3.0%，较4月回落0.2个百分点。

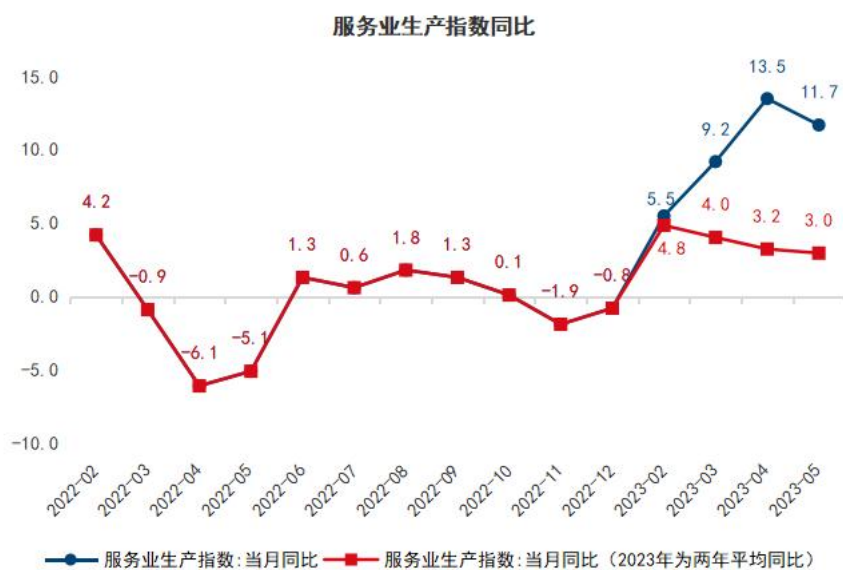
图9：5月各品类产品产量两年平均同比与4月的差值一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，2023年5月国内服务业生产指数两年平均同比增速为3.0%，较4月继续回落0.2个百分点。

图10：5月服务业生产指数两年平均继续回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理



## 需求端：投资——国内投资两年平均同比有所回升

5月国内固定资产投资两年平均同比为3.5%，较4月回升0.4个百分点，国内投资景气有所回暖。

图11：5月固定资产投资两年平均同比增速有所回升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

5月房地产开发投资两年平均同比为-9.0%，较4月小幅回落0.3个百分点；制造业投资为6.1%，小幅回升0.3个百分点；基建投资9.1%，明显回升3.0个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比3.9%，回落1.8个百分点。

整体来看，5月基建投资景气明显走强，房地产开发、制造业投资景气变化不大，其他投资回落。

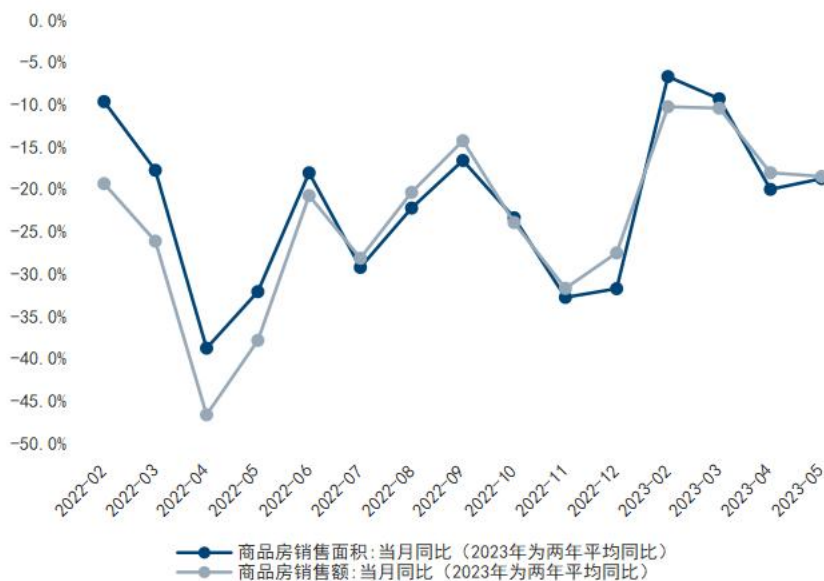
图12: 5月基建投资两年平均同比明显回升, 房地产开发、制造业投资变化不大



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

5月国内商品房销售面积两年平均同比有所回升, 但商品房销售金额两年平均同比有所回落。

图13: 房地产销售当月同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 消费——国内消费两年平均同比企稳

5月社会消费品零售总额两年平均同比为2.5%, 与上月相差不多。其中商品零售为2.3%, 回落1.0个百分点; 餐饮5.4%, 上升2.6个百分点。

图14: 5月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速较上月变化不大



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图15: 商品零售当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

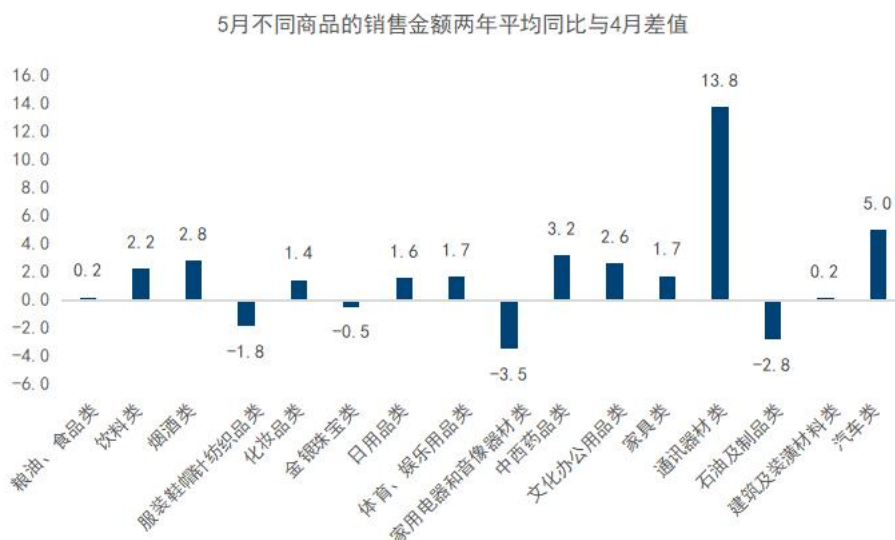
图16: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看, 5月通讯器材、汽车的销售金额两年平均同比上升幅度较大, 饮料、烟酒、化妆品、日用品、体育娱乐用品、中西药品、文化办公用品、家具的销售金额两年平均同比也有所回升。

图17: 5月不同商品的销售金额两年平均同比与4月的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端：进出口——出口两年平均同比继续回落

5月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）两年平均同比继续回落，进口两年平均同比有所回升。5月中国出口两年平均同比为6.7%，较4月回落2.2个百分点。5月进口两年平均同比为2.2%，较4月回升3.6个百分点。

图18: 中国出口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

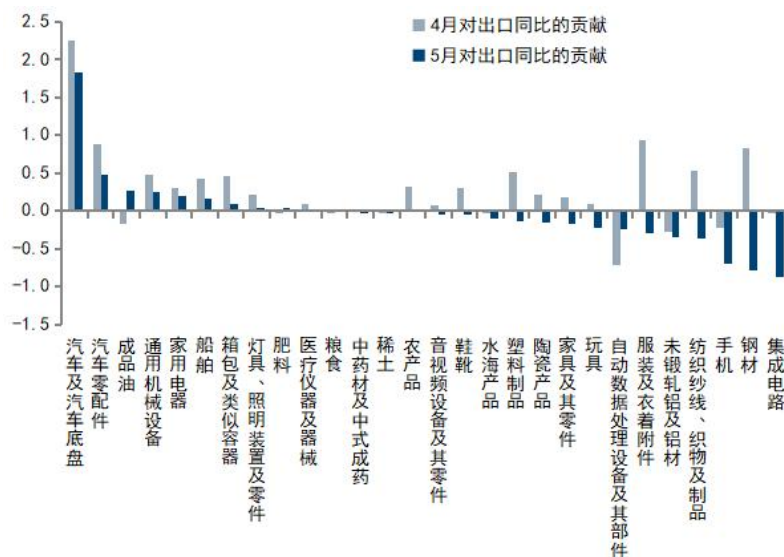
图19: 中国进口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

5月大部分出口产品对整体出口同比的贡献较4月回落，汽车产业链的贡献仍然排在前列。此外，5月塑料制品、陶瓷产品、家具及其零件、玩具、服装及衣着附件、纺织品、钢材的贡献由正转负。

图20: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



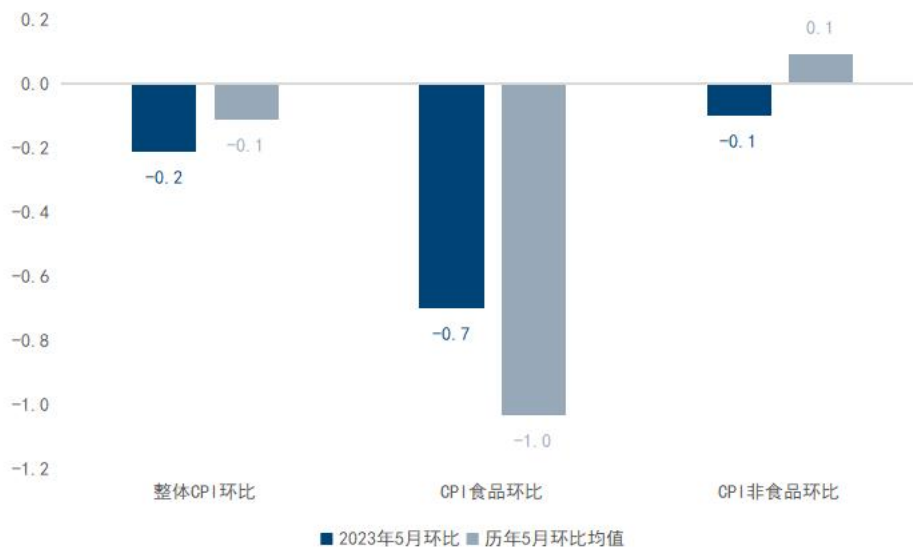
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 5月通胀解读: CPI 同比底部运行, PPI 同比继续回落

### 2023年5月CPI数据分析与未来走势判断

5月CPI同比为0.2%，较4月小幅回升0.1个百分点。5月CPI环比为-0.2%，低于季节性水平约0.1个百分点。其中5月食品价格环比高于季节性，非食品价格环比低于季节性。（季节性指2005-2022年同月环比均值，下同）

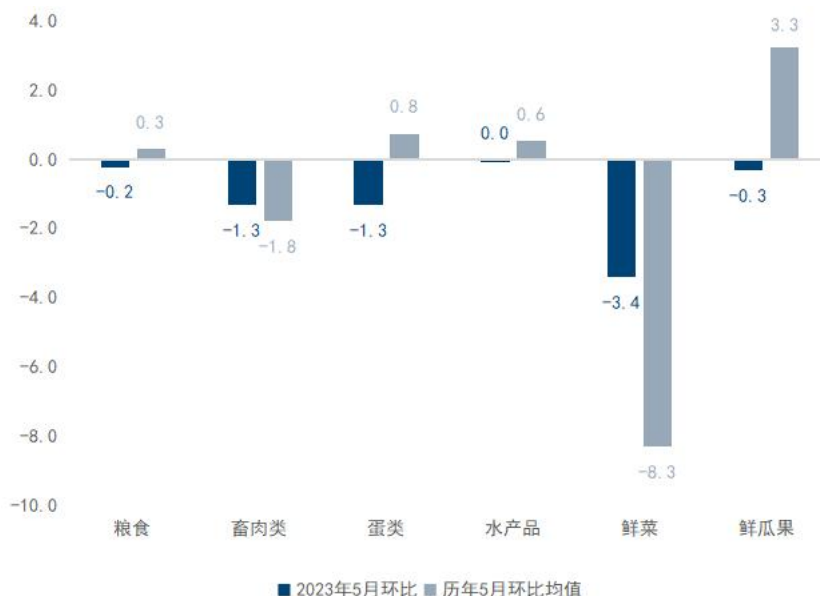
图21: CPI 环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

5月食品环比为-0.7%，高于季节性约0.3个百分点，其中鲜菜、畜肉类价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献为0.7、0.1个百分点，鲜瓜果、粮食、蛋类、水产品价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.3、-0.1、-0.1、-0.1个百分点。

图22: CPI 食品项环比与历史均值比较

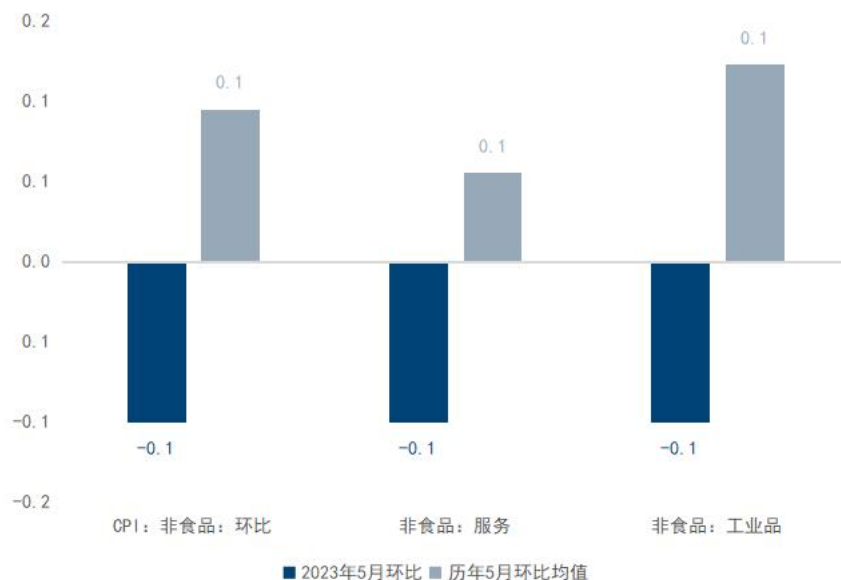


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

5月非食品环比为-0.1%，低于季节性约0.2个百分点。非食品中服务价格环比为-0.1%，低于季节性约0.2个百分点，其中家庭服务、车辆使用及维修费、旅游、房租价格环比均低于季节性；非食品中工业品价格环比约为-0.1%，低于季节性约

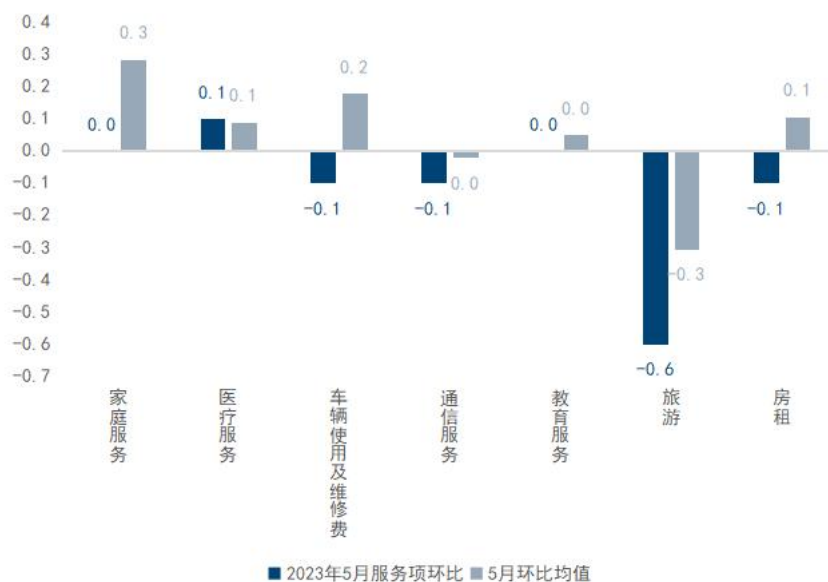
0.2个百分点，其中家用器具、西药、交通工具、交通工具用燃料价格环比明显低于季节性，但通信工具价格环比仍高于季节性。

图 23: CPI 非食品项环比与历史均值比较



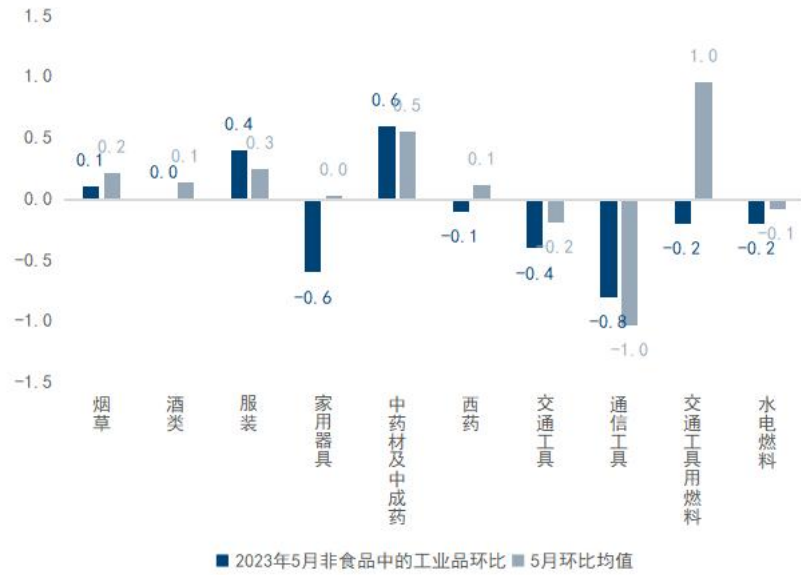
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



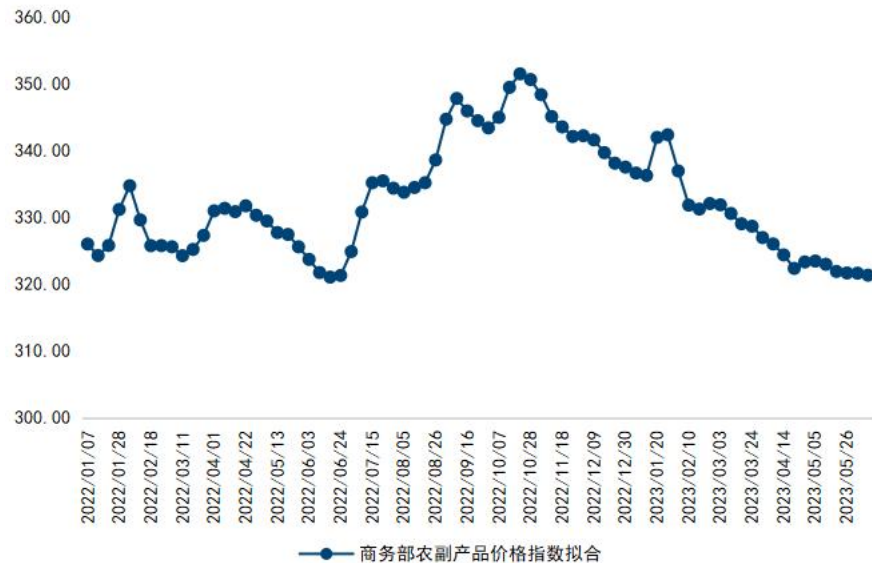
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至6月9日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数6月环比为-0.3%, 高于历史平均水平-0.9%, 预计2023年6月食品价格环比或高于季节性水平。

非食品方面, 截至6月9日, 6月非食品高频指标环比为-1.6%, 低于历史均值-0.4%, 预计6月整体非食品环比低于季节性水平。

预计2023年6月CPI食品、非食品环比均约为零, CPI整体环比约为零, 2023年6月CPI同比或持平上月的0.2%。

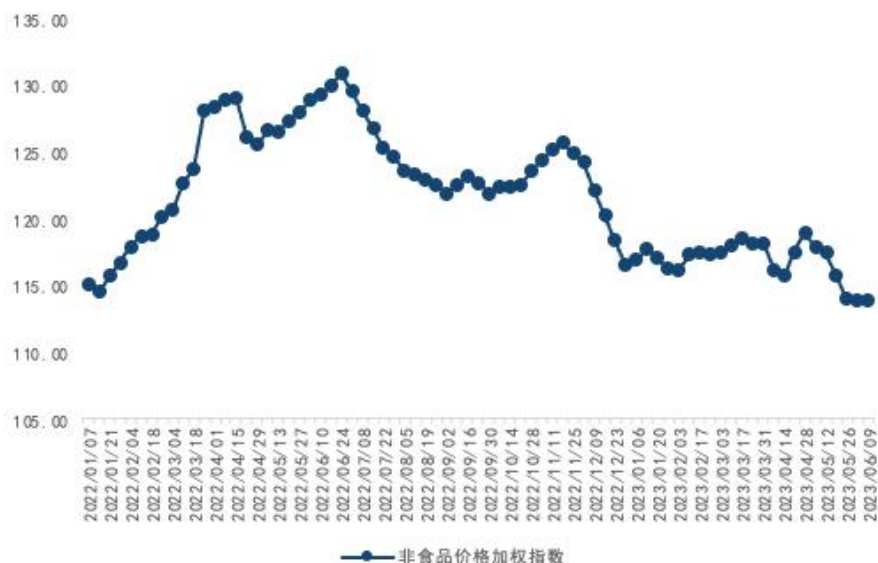
图26: 6月食品价格小幅下跌



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理



图 27: 非食品高频价格指数走势



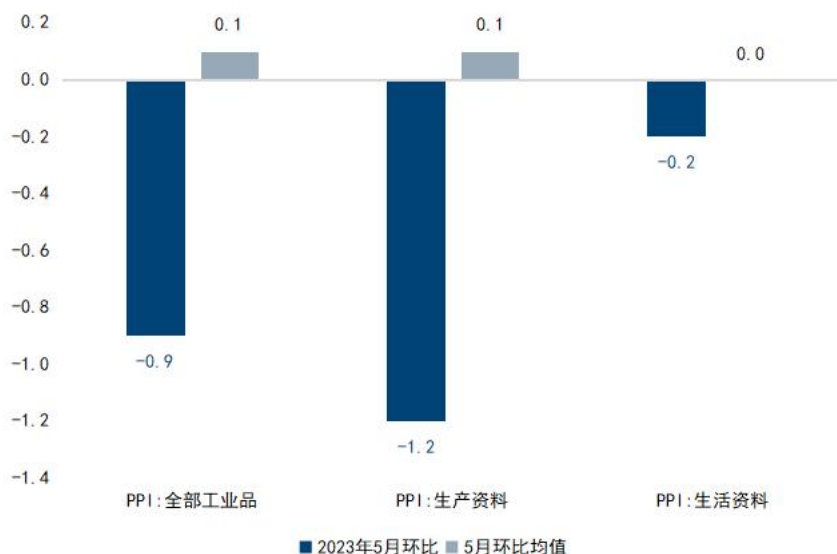
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 2023 年 5 月 PPI 数据分析与未来走势判断

5 月 PPI 同比、环比均明显回落。5 月 PPI 同比为-4.6%，较上月继续回落 1.0 个百分点；环比为-0.9%，较上月继续回落 0.4 个百分点，5 月环比明显低于疫情前三年同期均值。

5 月 PPI 生产资料和生活资料价格环比均低于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 5 月环比为-1.2%，较上月回落 0.6 个百分点，低于历史均值 1.3 个百分点；PPI 生活资料 5 月环比为-0.2%，较上月回升 0.1 个百分点，低于历史均值 0.2 个百分点。

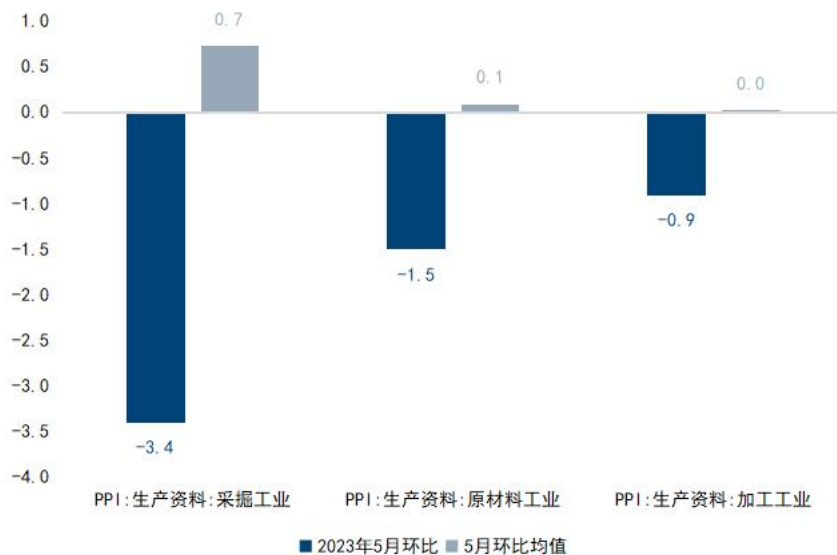
图28: 2023年5月PPI生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 5月采掘工业、加工工业、原材料工业环比均低于历史均值。采掘工业、加工工业、原材料工业生产资料价格环比低于历史均值 4.1、1.6、0.9 个百分点。

图29: 2023年5月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

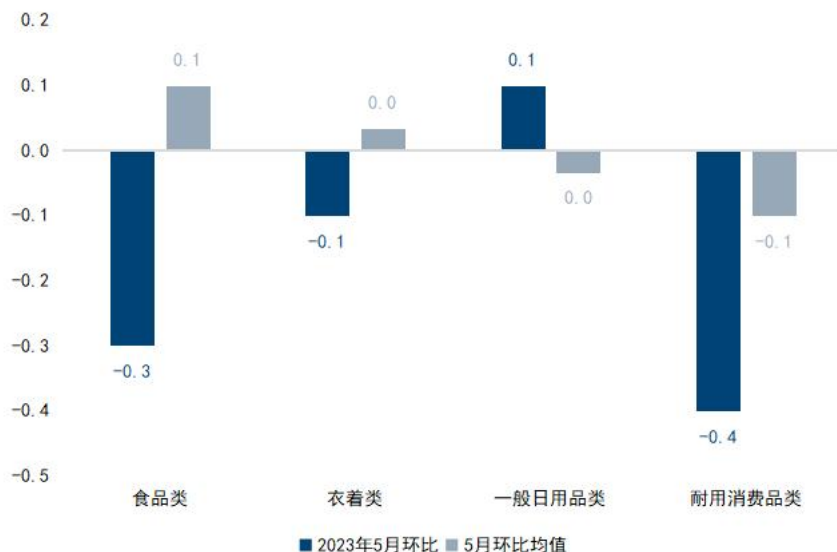


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 食品类、耐用消费品类低于历史均值, 一般日用品类高于历史均值。

生活资料各分项中, 食品类、衣着类、耐用消费品类价格环比低于历史均值的幅度为 0.4、0.1、0.3 个百分点。

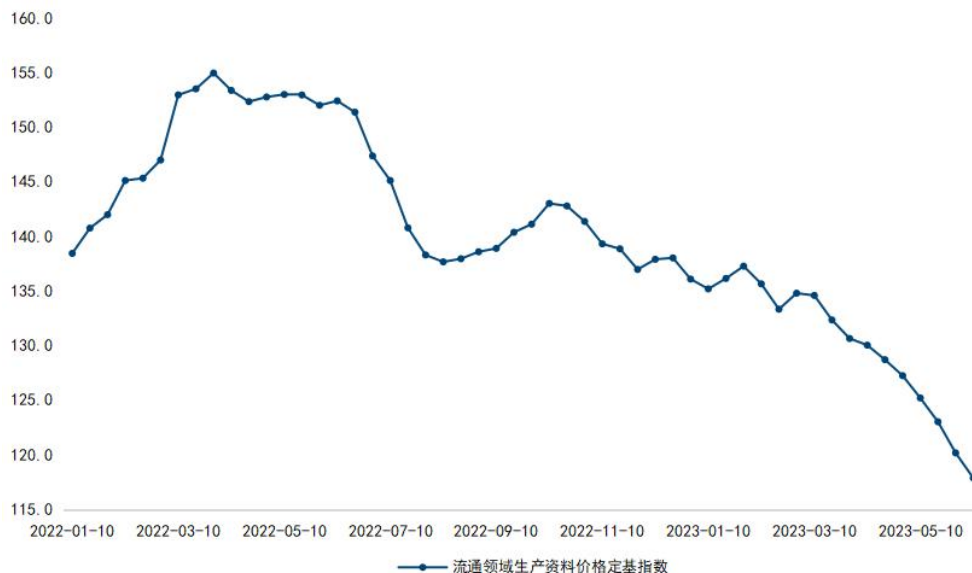
图30: 2023年5月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4月以来国内经济增长景气持续下行,需求不振拖累国内生产资料价格。5月上旬、中旬、下旬国内生产资料价格持续下跌,给6月带来负的月内翘尾影响;6月上旬国内生产资料价格继续下跌。预计2023年6月国内PPI环比维持负值,PPI同比或继续回落至-5.0%左右。

图31: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032