

宏观经济点评

证券研究报告

2023年5月经济数据点评

宏观经济组
 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组
 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

宏观经济组
 联系人：袁征宇
 yuanzhengyu@gjzq.com.cn

5月经济数据透露的线索

事件：

6月15日，国家统计局公布数据显示，5月，规模以上工业增加值同比3.5%、前值5.6%；社会消费品零售总额同比12.7%、前值18.4%；固定资产投资同比4%、前值4.7%。（来源：统计局）

经济复苏弱企稳，内生动能修复仍需政策加力呵护

经济表现不及预期、场景修复相关有所拖累。5月，工业增加值、制造业投资、地产投资和社零的指标读数均弱于市场预期，仅基建投资有超预期表现。两年复合看，工业增加值、制造业投资、基建投资、商品零售分别较上月改善0.8、0.2、3、0.2个百分点，而受场景修复提振的服务业生产、餐饮收入分别回落0.3、2.2个百分点。

场景恢复带来的产需支撑开始减弱，后续经济复苏取决于需求的增长。疫后场景的修复已基本完成，跨区域人流持续放缓、6月以来全国迁徙指数已回落至往年水平。CAPSE发布的TWI指数也显示，6月旅客商务和旅游出行意愿均有所下降。与此同时，5月服务业新订单指数下降4个百分点至49.5%、进入收缩区间。

内需受地产链的拖累依然较大、外需对出口的拖累在加快显现。5月，竣工端对地产投资的支撑大幅转弱，地产活动的疲软持续压制上下游需求、带动民间固定投资转负，1-5月累计同比录得-0.1%。另一方面，出口链的压力逐步增大，全球制造业PMI持续处于收缩区间、出口新订单指数延续回落，集装箱船航速维持同期低位。

经济内生动能修复仍有待增强，需政策进一步加力呵护。盈利和收入压制下，企业和居民经营、消费行为偏谨慎，而地产链和出口链持续拖累，推升政策“呵护”的紧迫性。当务之急，应加快已有政策措施落地、推进专项债提前批的发行，同时加快形成实物工作量。后续若存在资金“缺口”，或可通过“准财政”等增量工具进行补充。

常规跟踪：经济表现结构分化，服务业对经济的支撑有所减弱

工业生产低位企稳、服务业修复放缓。5月，工业增加值环比转正，两年复合同比2.1%、较4月回升0.8个百分点。其中，采矿业和电热燃生产边际走弱，制造业生产较4月边际回升。分行业看，中游生产韧性较强、部分下游生产改善，上游生产仍较低迷。服务业生产指数同比11.7%、较4月有所放缓，后续需进一步跟踪场景修复情况。

固定资产投资环比回正、基建支撑较强。5月，固定资产投资环比改善0.11%、2月以来首次转正。其中，基建投资重回两位数增长，指向稳增长再度加力；制造业投资延续回落，中游装备制造投资韧性强、部分下游行业投资边际好转。房地产投资延续低迷，竣工端明显走弱、新开工延续疲软、商品房销售面积再度转负。

社零增长继续放缓，餐饮收入支撑减弱。5月，社会消费品零售总额两年复合同比2.5%、较4月回落0.1个百分点。其中，商品消费有所回升，两年复合2.3%、较上月回升0.2个百分点；餐饮收入明显走弱，两年复合3.2%、较上月回落2.2个百分点。分行业看，通讯器材、汽车、中西药品改善较多，家用电器、石油制品等行业边际明显走弱。

城镇调查失业率走平，结构性失业压力仍有待缓解。5月，城镇调查失业率5.2%、持平于上月。其中，25-59岁人口调查失业率持续回落、录得4.1%，处于历史同期低位水平；青年群体就业压力不减，16-24岁人口失业率攀升0.4个百分点至20.8%、创历史新高，后续可关注稳就业政策的落实情况。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、经济复苏弱企稳，内生动能修复仍需政策加力呵护.....	3
2、常规跟踪：经济表现结构分化，服务业对经济的支撑有所减弱.....	5
风险提示.....	8

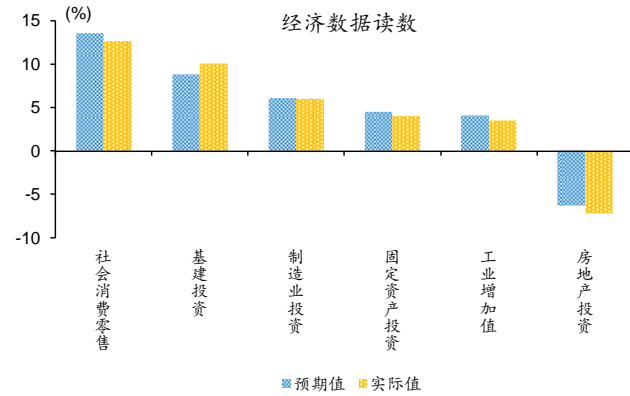
图表目录

图表 1：5 月，多数经济指标读数低于预期.....	3
图表 2：主要经济指标当月同比变化（两年复合）.....	3
图表 3：服务业新订单落入收缩区间.....	3
图表 4：跨区人流持续放缓.....	3
图表 5：6 月，玻璃表观消费量有所反弹.....	4
图表 6：地产链对民间投资的拖累不断加大.....	4
图表 7：出口景气度趋势性走弱.....	4
图表 8：集装箱船航速维持同期低位.....	4
图表 9：2023 年专项债提前批发行相对进度较慢.....	4
图表 10：6 月以来，沥青开工率有所回升.....	4
图表 11：工业生产低位企稳.....	5
图表 12：中游制造韧性较强、部分下游行业投资改善.....	5
图表 13：服务业生产延续修复.....	5
图表 14：服务业活动预期连续回落.....	5
图表 15：5 月，基建投资明显回升.....	6
图表 16：电热燃投资对基建支撑较强.....	6
图表 17：5 月，制造业投资延续回落.....	6
图表 18：部分下游制造业投资边际改善.....	6
图表 19：竣工开始拖累地产投资.....	6
图表 20：三线城市商品房成交处于历史低位.....	6
图表 21：5 月，餐饮收入明显回落.....	7
图表 22：多数商品消费边际改善.....	7
图表 23：农村消费占比延续下降.....	7
图表 24：网上消费保持较快增长.....	7
图表 25：城镇调查失业率持平上月.....	7
图表 26：青年失业率继续攀升.....	7

1、经济复苏弱企稳，内生动能修复仍需政策加力呵护

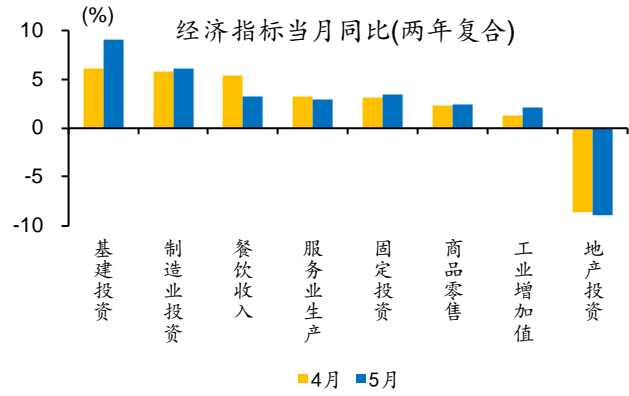
经济表现不及预期、场景修复相关有所拖累。5月，工业增加值、制造业投资、地产投资和社会零售的指标读数均弱于市场预期，仅基建投资有超预期表现。两年复合看，工业增加值、制造业投资、基建投资、商品零售分别较上月改善0.8、0.2、3、0.2个百分点，而受场景修复提振的服务业生产、餐饮收入分别回落0.3、2.2个百分点。

图表 1：5月，多数经济指标读数低于预期



来源：Wind、国金证券研究所

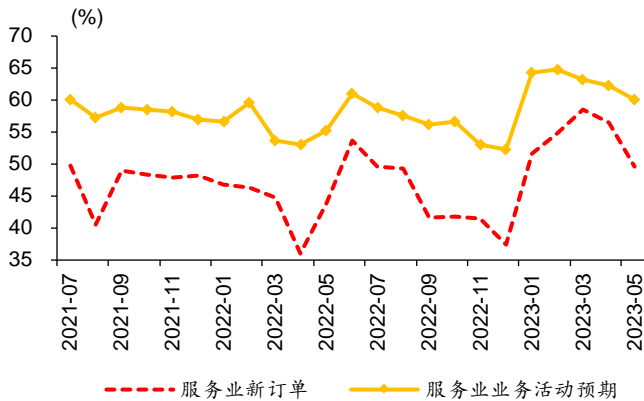
图表 2：主要经济指标当月同比变化（两年复合）



来源：Wind、国金证券研究所

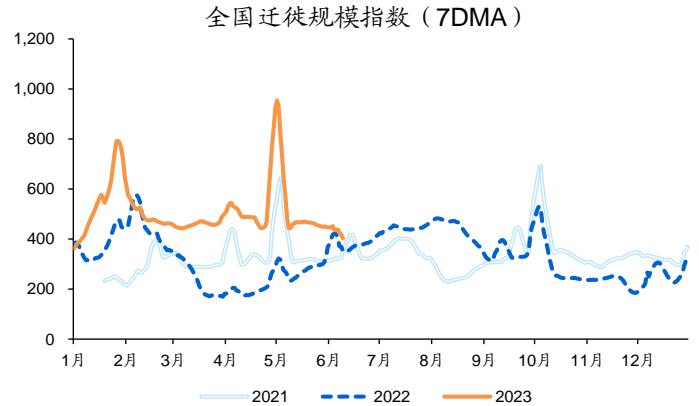
场景恢复带来的产需支撑开始减弱，后续经济复苏取决于需求的增长。疫后场景的修复已基本完成，跨区域人流持续放缓、6月以来全国迁徙指数已回落至往年水平。CAPSE发布的TWI指数也显示，6月旅客商务和旅游出行意愿均有所下降。与此同时，5月服务业新订单指数下降4个百分点至49.5%、进入收缩区间，业务活动预期指数连续四个月下降、录得60.1%，服务业的高景气或逐步回落。

图表 3：服务业新订单落入收缩区间



来源：Wind、国金证券研究所

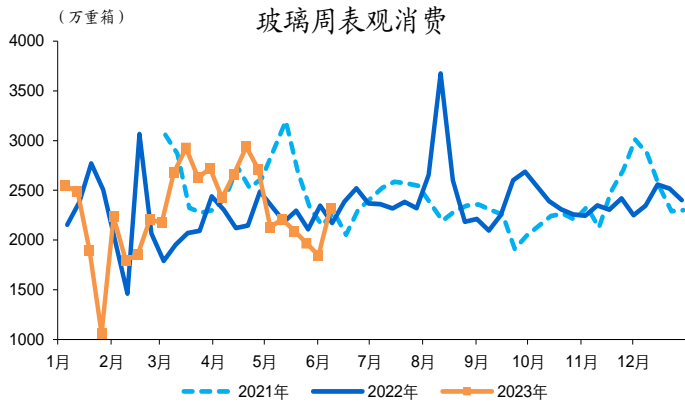
图表 4：跨区人流持续放缓



来源：百度地图、国金证券研究所

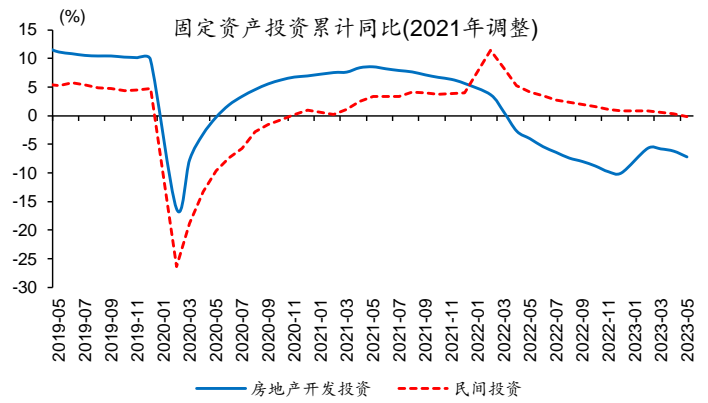
内需受地产链的拖累依然较大、外需对出口的拖累在加快显现。5月，竣工端对地产投资的支撑大幅转弱、玻璃表观消费量也回落至近年低位。地产活动的疲软持续压制上下游需求、带动民间固定投资转负，1-5月累计同比录得-0.1%。6月以来，玻璃消费有所回弹、但可持续性有待观察。另一方面，出口链的压力逐步增大，全球制造业PMI持续处于收缩区间、出口新订单指数延续回落，集装箱船航速维持同期低位。

图表 5: 6月, 玻璃表观消费量有所反弹



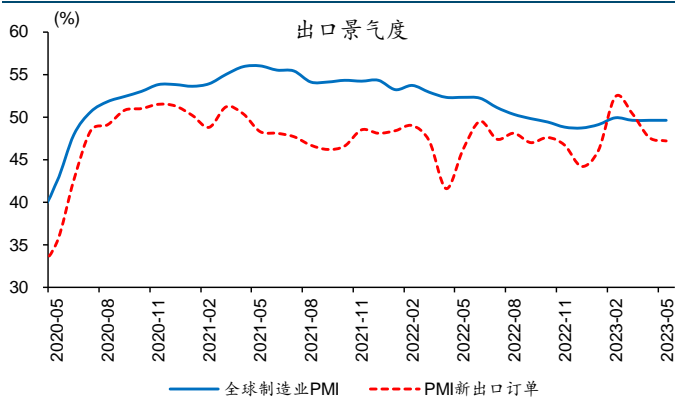
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 地产链对民间投资的拖累不断加大



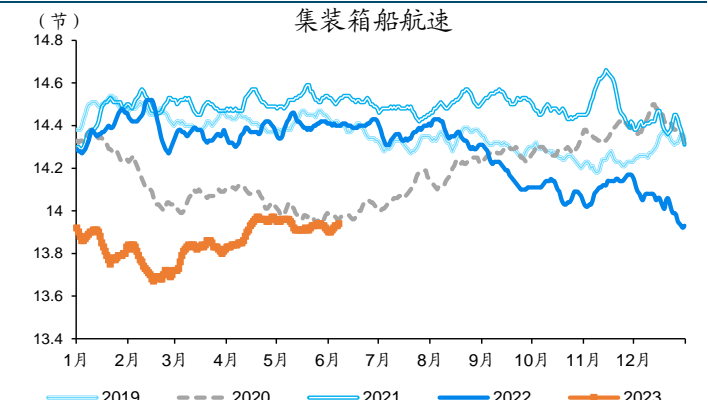
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 出口景气度趋势性走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

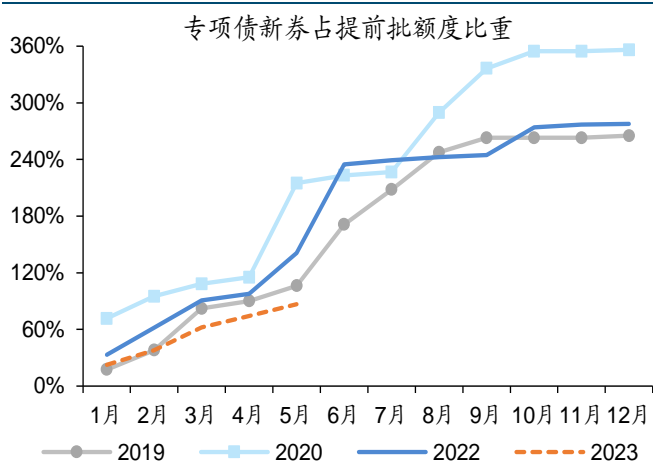
图表 8: 集装箱船航速维持同期低位



来源: Wind, 国金证券研究所

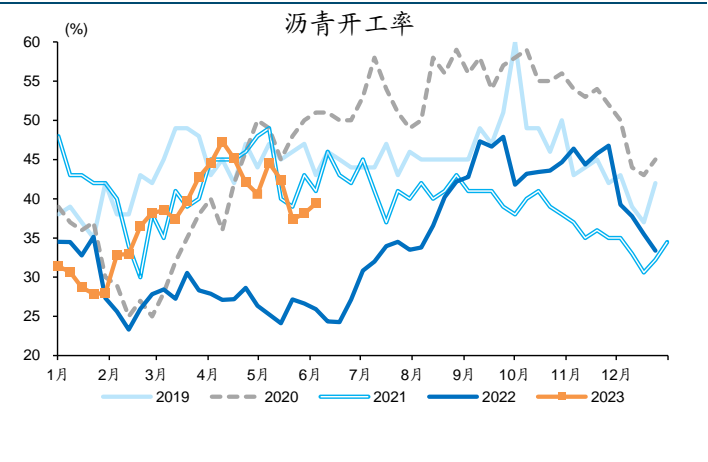
经济内生动能修复仍有待增强, 需政策进一步加力呵护。盈利和收入压制下, 企业和居民经营、消费行为偏谨慎, 而地产链和出口链持续拖累, 推升政策“呵护”的紧迫性。当务之急, 应加快已有政策措施落地、推进专项债提前批的发行, 同时加快形成实物工作量、6月以来沥青开工率已逐步回升。后续若存在资金“缺口”, 或可通过“准财政”等增量工具进行补充。

图表 9: 2023年专项债提前批发行相对进度较慢



来源: 各地政府网站、中国地方政府信息公开平台、国金证券研究所

图表 10: 6月以来, 沥青开工率有所回升

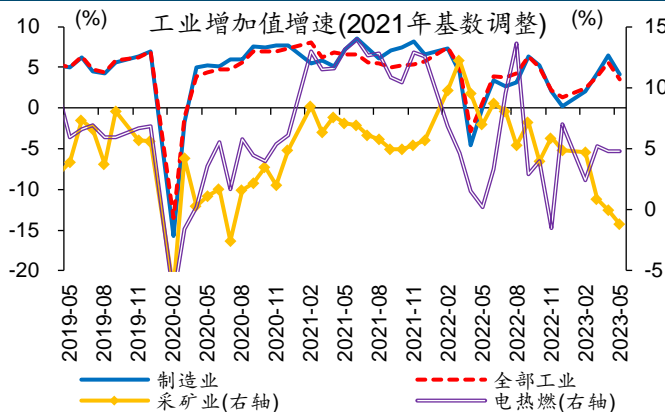


来源: Wind, 国金证券研究所

2、常规跟踪：经济表现结构分化，服务业对经济的支撑有所减弱

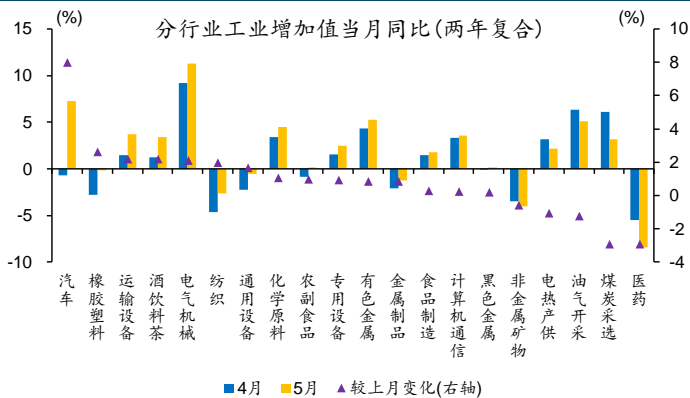
工业生产低位企稳、服务业修复放缓。5月，工业增加值环比转正、增长0.63%，当月同比3.5%，两年复合同比2.1%、较4月回升0.8个百分点。两年复合同比看，采矿业和电热燃业生产走弱、分别同比下降1.8和0.7个百分点至2.8%、2.5%。制造业生产两年复合同比2.1%、较4月回升1.3个百分点。分行业看，中游生产韧性较强、部分下游生产改善，上游生产仍较低迷。服务业生产指数同比11.7%，两年复合3%、较上月小幅回落0.3个百分点，服务业活动预期连续2月回落、后续需进一步跟踪场景修复情况。

图表 11：工业生产低位企稳



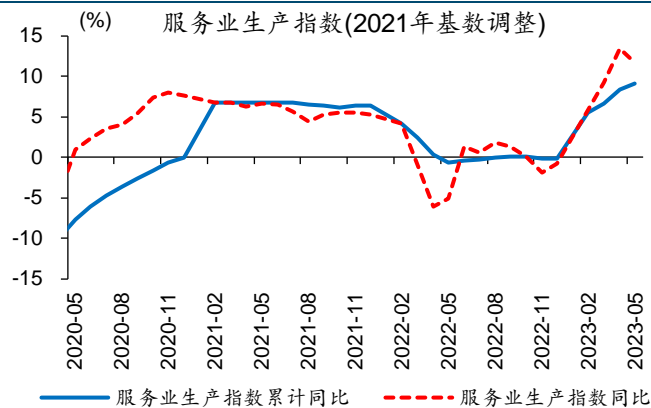
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：中游制造韧性较强、部分下游行业投资改善



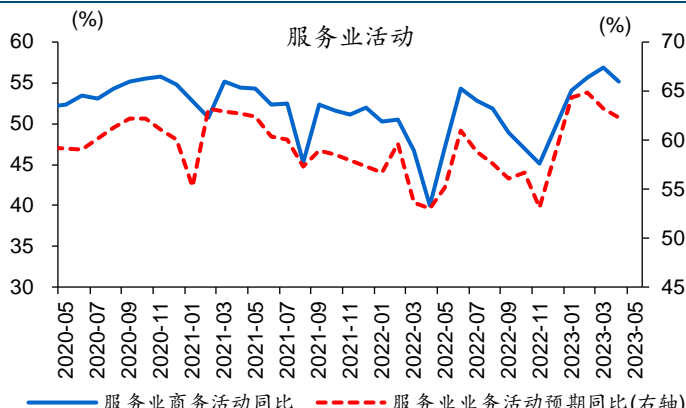
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：服务业生产延续修复



来源：Wind、国金证券研究所

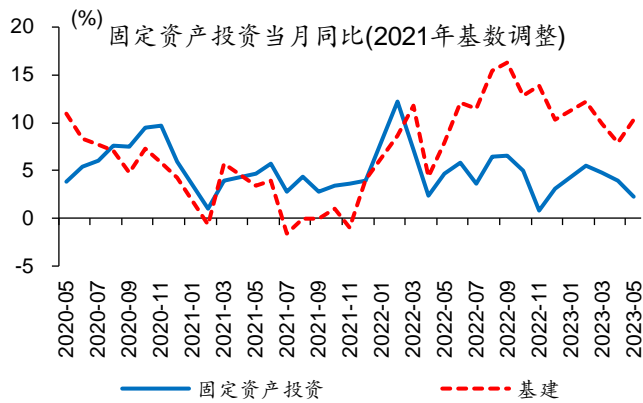
图表 14：服务业活动预期连续回落



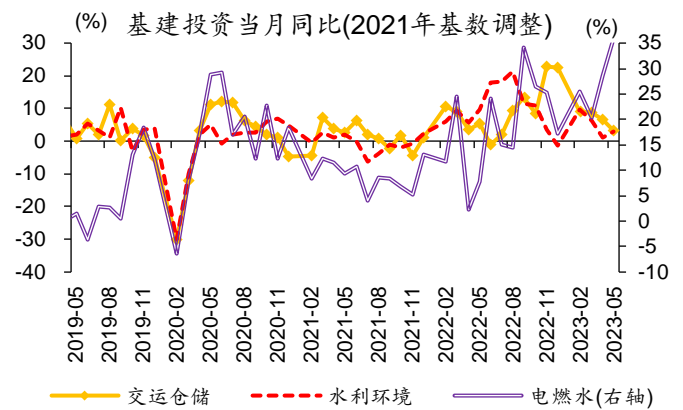
来源：Wind、国金证券研究所

固定资产投资环比回正、基建支撑较强。5月，固定资产投资当月同比2.2%，两年复合3.5%、较4月回升0.3个百分点，环比改善0.11%。其中，基建投资重回两位数增长、当月同比10.3%，两年复合9.1%、较4月回升3个百分点，指向稳增长再度加力。分项看，交运仓储投资回落3.3个百分点至3.4%，电燃水和水利环境分别回升7.4和1.6个百分点至35.9%和2.8%，剔除基数后电燃水和水利环境分别回升6.4和2.7个百分点。

图表 15: 5月, 基建投资明显回升



图表 16: 电热燃投资对基建支撑较强

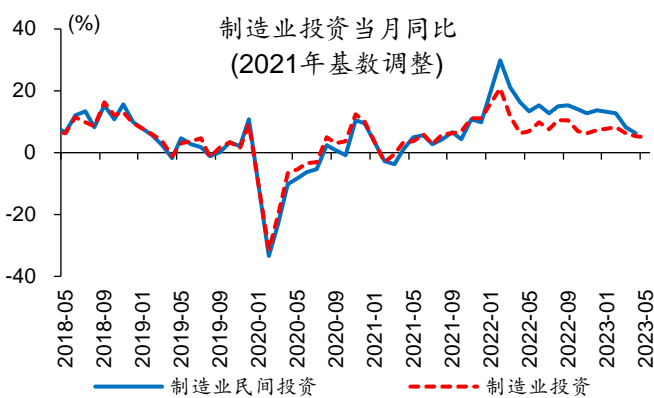


来源: Wind、国金证券研究所

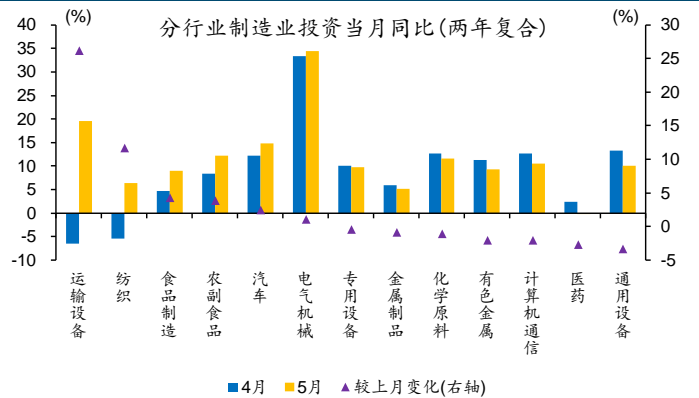
来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资延续回落, 结构继续分化。5月, 制造业投资增速小幅回落 0.2 个百分点至 5.1%, 两年复合 6.1%、较 4 月回升 0.2 个百分点。两年复合看, 电气机械、运输设备、汽车、计算机通信等中游装备制造业行业保持较高投资增长, 纺织、食品制造、农副食品等下游行业投资需求边际好转, 化学原料、有色等上游行业投资增速延续回落。

图表 17: 5月, 制造业投资延续回落



图表 18: 部分下游制造业投资边际改善

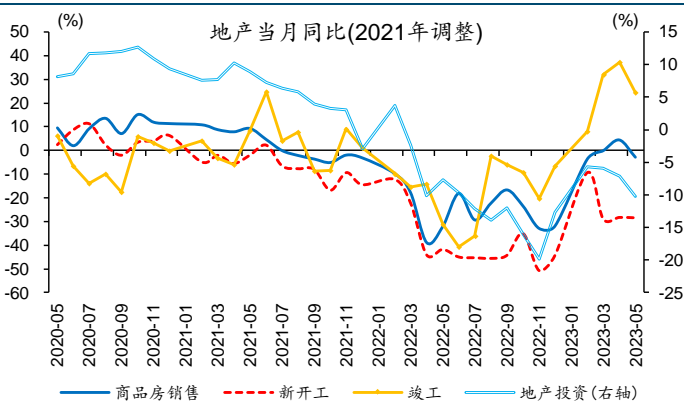


来源: Wind、国金证券研究所

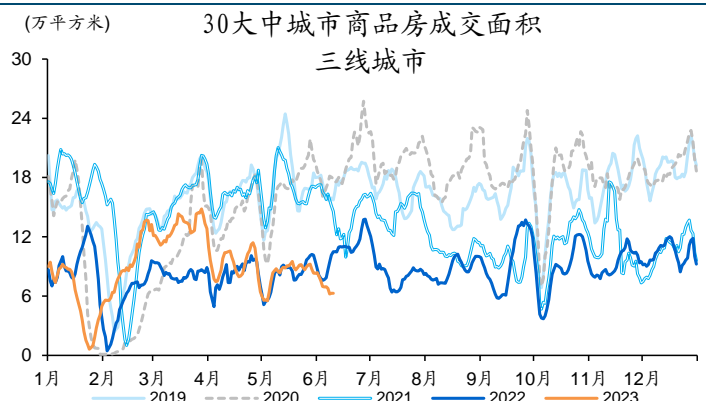
来源: Wind、国金证券研究所

房地产投资延续低迷, 竣工端明显走弱。5月房地产投资当月同比-10.2%、降幅较 4 月扩大 3 个百分点。其中, 竣工明显走弱、当月同比 24.5%, 两年复合-7.5%、较上月回落 16 个百分点; 新开工延续疲软、当月同比-28.5%, 两年复合-35%、降幅较上月收窄 1.2 个百分点。商品房销售面积再度转负、当月同比-2.7%, 两年复合-18.7%、降幅较上月收窄 1.3 个百分点, 高频数据显示三线城市商品房成交仍处于近年低位。

图表 19: 竣工开始拖累地产投资



图表 20: 三线城市商品房成交处于历史低位

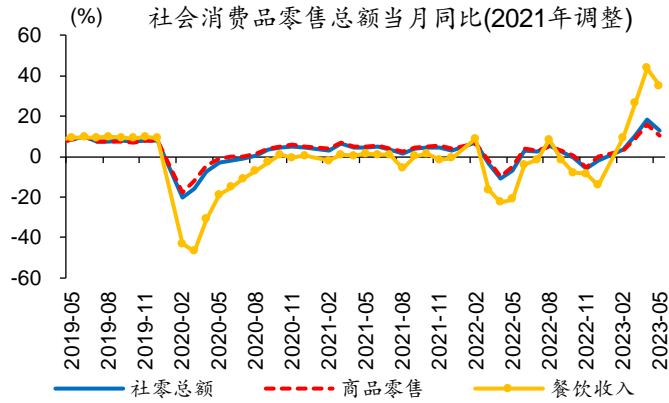


来源: Wind、国金证券研究所

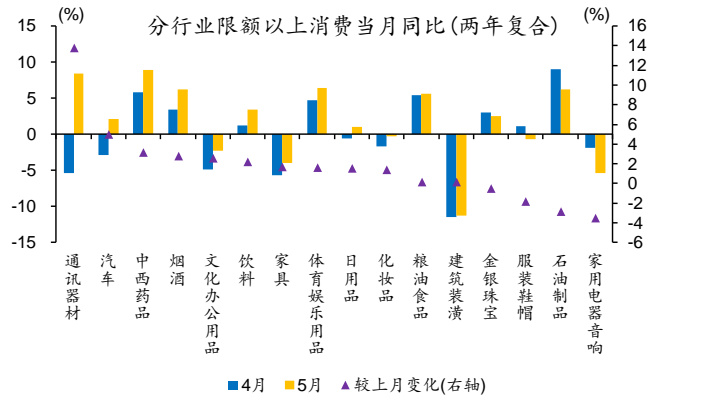
来源: Wind、国金证券研究所

社零增长继续放缓，餐饮收入支撑减弱。5月，社会消费品零售总额同比12.7%，两年复合同比2.5%、较4月回落0.1个百分点。其中，商品消费有所回升、同比10.5%，两年复合2.3%、较上月回升0.2个百分点；餐饮收入明显走弱、当月同比35.1%，两年复合3.2%、较上月回落2.2个百分点。分行业看，通讯器材、汽车、中西药品两年复合同比改善较多，家用电器、石油制品和服装鞋帽等行业边际明显走弱。城镇消费修复对社零的贡献延续回升，网上消费继续保持较高增速、或与618等网购活动开启有关。

图表 21: 5月，餐饮收入明显回落



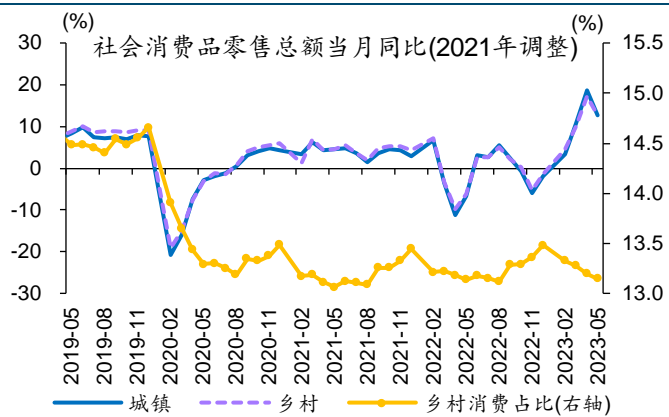
图表 22: 多数商品消费边际改善



来源: Wind、国金证券研究所

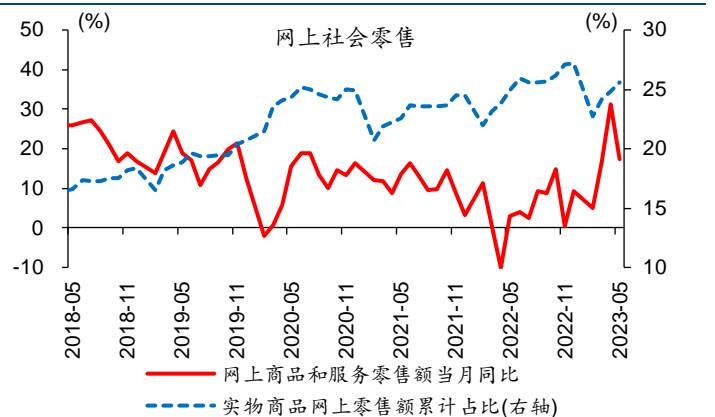
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 农村消费占比延续下降



来源: Wind、国金证券研究所

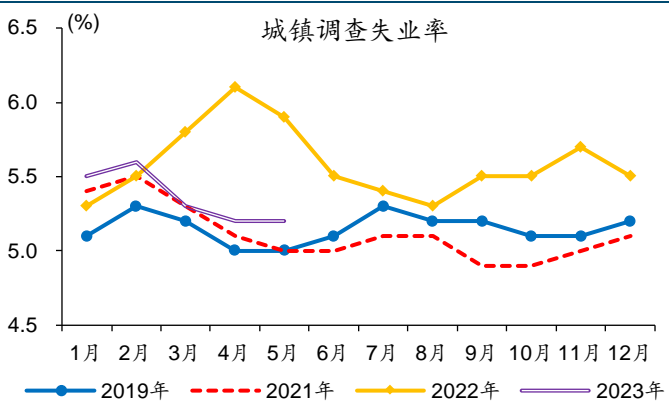
图表 24: 网上消费保持较快增长



来源: Wind、国金证券研究所

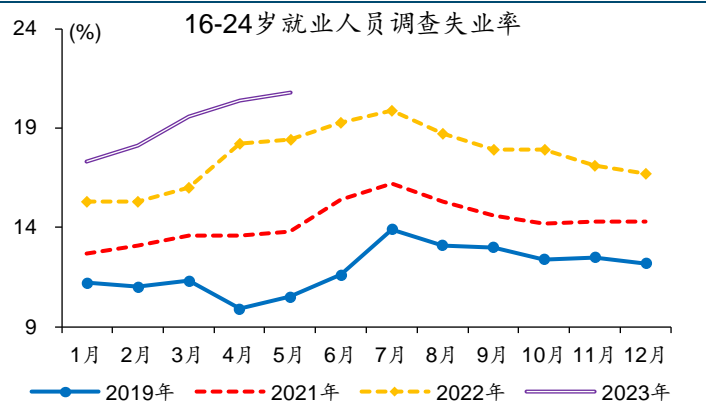
城镇调查失业率走平，结构性失业压力仍有待缓解。5月，城镇调查失业率5.2%、持平于上月。其中，25-59岁人口调查失业率持续回落、录得4.1%，处于历史同期低位水平；青年群体就业压力不减，16-24岁人口失业率攀升0.4个百分点至20.8%、创历史新高，后续可关注稳就业政策的落实情况。

图表 25: 城镇调查失业率持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 青年失业率继续攀升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402