

5月经济低位平稳，筑底迹象隐现，需要组合政策抬升经济

2023年5月经济数据分析

核心内容：

- **5月份经济运行情况与4月份基本持平** 由于4月份经济处于低位，5月的这种平稳运行也就意味着经济的低迷。国内居民信心恢复速度仍然偏缓，居民资产负债表修复需要时间，终端消费整体低位平稳。政府的经济扶持政策仍然以稳为主，使得政策发挥作用时间偏长，经济恢复缓慢。
- **5月生产微弱恢复，制造业在库存和生产中平衡，部分行业有筑底迹象** 5月份工业生产3.5%，比4月份回落，制造业企业仍然处于去库存阶段，加上5月份原材料和钢铁等产品价格大幅回落，压制了5月生产增速。两年平均调整后5月工业生产处于回升状态，从环比上来看，4月和5月均较为低迷。受到出口压制和房地产不振的影响，生产的回升速度较慢，可能需要等待9月秋季高峰才会有明显的上行。从行业来看，库存较高的医药和纺织依然负增长，黑色产业链5月份生产仅小幅上行，出口行业表现相对较好，汽车景气度仍然较高。预计2季度工业生产增速在4.2%左右。
- **社会零售消费低位平稳，恢复时间拉长** 5月份社会零售品消费同比增速12.7%，基数占主要原因，从两年平均来看，社会消费增速2.6%。两年平均来看，非必需品的石油、汽车和手机消费回升。居民基本生活用品食品、日用品、药品消费小幅回升，服装消费回落。房地产消费仍然低迷，家具、家用电器和音响制品、建筑材料消费仍然负增长。2季度消费增速整体再次下台阶，居民需要时间平衡资产负债表，而政府消费仍然显得较为平稳。由于2022年底基数的因素，2季度预计消费增速在11.3%左右，两年平均增速在2.7%左右。
- **投资继续回落，民间投资负增长** 2023年1-5月份固定资产投资增速继续回落，基建投资增速高位走低，制造业稳步下滑，房地产下滑并未停滞。5月单月投资额增长幅度减弱，主要受到民间投资回落影响。5月单月投资额增长4.13万亿，增长幅度与4月基本持平，低于历史平均水平。这种降低主要是因为民间投资的疲软带来的，下游需求已经开始影响固定资产投资。
- **房地产仍在出清** 房地产投资增速-7.5%，单月投资-21.5%。新开工下滑22.6%，房地产新开工下跌幅度加大，竣工面积上行19.6%，单月增长速度回落。商品房销售面积和商品房销售额同时下滑，房地产开发商资金紧绷。土地流转稍有平稳，持续性待观察。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业的宽松力度仍然不足以稳定房地产市场。
- **基础设施高位回落，政府以承托为主** 基础设施投资速度1-5月录得7.5%，基础设施投资是政府政策推进带来的。基建的政策效果在逐步释放，但再次大幅上行的可能性偏弱。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **制造业投资平稳走低**制造业回落至 6.0%，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。出口产业链带来的高速投资开始下滑，电气机械及器材制造业投资高位下滑。汽车制造业小幅走低 0.6%。2023 年 PPI 逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响继续下行。
- **2 季度经济增长遇到挫折，经济“暂时”下台阶持续时间可能偏长**从经济运行数据来看，2 季度的经济遇到挫折。2 季度的消费增速（2 年平均）可能在 2%~3%左右，而低于市场预期的 2021 年的水平（4%~5%），远低于 2019 年的 8%~9%。工业生产增速也较为低迷，4-5 月份环比平均增速仅有 0.1%。投资仅有承托作用，制造业投资周期已过，现阶段处于下行。房地产的下行更为快速，5 月份单月下滑速度超过 20%。这种从消费到生产增速的快速下行会使得我国整体经济运行下台阶。现阶段对于经济下台阶的预期是暂时性的，但经济的自我恢复力度偏弱，恢复时间偏长的话会直接降低我国经济潜在增长率水平。经济潜在增长率的下降意味着利率水平的下行，而无风险利率水平的下行意味着金融市场价格水平的重估。
- **经济政策支持呼之欲出**2 季度的经济运行较为低迷，持续下去经济有快速下台阶的风险，而为了保证经济增速，现阶段的货币政策，无论是社融增速、信贷增速还是央行在 6 月份的降息，就显得有些不足。在此种情况下，对经济的承托需要组合政策和更多部门的配合，包括财政政策、行业政策以及房地产政策的支持政策出台时间可能加快，预计政策组合在 3 季度到来。

风险提示：地缘政治出现重大变化的风险、经济持续下行的风险

一、经济自我修复力度减弱，支持政策呼之欲出

5月份经济运行情况与4月份基本持平，但由于4月份经济处于低位，5月的这种平稳运行也就意味着经济的低迷。国内居民信心恢复速度仍然偏缓，居民资产负债表修复需要时间，使得终端消费整体低位平稳。政府的经济承托政策仍然以稳为主，并且集中在供给层面，使得政策发挥作用时间偏长，经济恢复缓慢。

从供给层面来看，5月份工业生产弱势回升。现阶段工业仍然处于去库存的状态，制造业恢复速度偏缓，采矿业下滑。5月部分行业已经出现了筑底，黑色系相关生产虽然受到房地产影响较为疲软，但生产并未持续下行；出口行业生产有小幅回升，产品竞争力以及汇率的贬值使得出口行业有韧性；汽车行业景气度仍然较高，必需品行业生产平稳。

从需求方面来看，5月份社会消费品零售增速低位平稳。居民个人可支配收入恢复速度较慢，影响了消费的回升。房地产处于出清过程中，商品房新开工和施工继续下滑，5月份商品房销售回落。制造业投资继续回落，未来回落持续。基建投资仍然受到政策和资金的支持，投资增速处于高位。

从经济运行数据来看，2季度的经济遇到挫折。2季度的消费增速(2年平均)可能在2%~3%左右，而低于市场预期的2021年的水平(4%~5%)，远低于2019年的8%~9%。工业生产增速也较为低迷，4-5月份环比平均增速仅有0.1%。投资仅有承托作用，制造业投资周期已过，现阶段处于下行。房地产的下行更为快速，5月份单月下速速度超过20%。这种从消费到生产增速的快速下行会使得我国整体经济运行下台阶。现阶段对于经济下台阶的预期是暂时性的，但经济的自我恢复力度偏弱，恢复时间偏长的话会直接降低我国经济潜在增长率水平。经济潜在增长率的下降意味着利率水平的下行，而无风险利率水平的下行意味着金融市场价格水平的重估。

2季度的经济运行较为低迷，持续下去经济有快速下台阶的风险，而为了保证经济增速，现阶段的货币政策，无论是社融增速、信贷增速还是央行在6月份的降息，就显得有些不足。在此种情况下，对经济的承托需要组合政策和更多部门的配合，包括财政政策、行业政策以及房地产政策的支持政策出台时间可能加快，预计政策组合在3季度到来。

二、5月生产微弱恢复，制造业在库存和生产中平衡

5月份工业生产3.5%，比4月份回落，制造业企业仍然处于去库存阶段，加上5月份原材料和钢铁等产品价格大幅回落，压制了5月生产增速。两年平均调整后5月工业生产处于回升状态，从环比上来看，4月和5月均较为低迷。受到出口压制和房地产不振的影响，生产的回升速度较慢，可能需要等待9月秋季高峰才会有明显的上行。从行业来看，库存较高的医药和纺织依然负增长，黑色产业链5月份生产仅小幅上行，出口行业表现相对较好，汽车景气度仍然较高。预计2季度工业生产增速在4.2%左右。

2023年1-5月份规模以上工业增加值同比增长3.6%。5月份规模以上工业增加值实际增长3.5%，比上月下行2.1个百分点。工业增加值5月份环比增长0.63%。5月份采矿业负增长，制造业同比下行，水电燃气生产保持平稳。

我国工业生产5月份虽然仍然处于低位，但比4月份稍有回升。基数效应下5月份同比回落，但两年平均(2022年和2023年)增速显示5月份工业生产增速从4月份的1.35%上行至

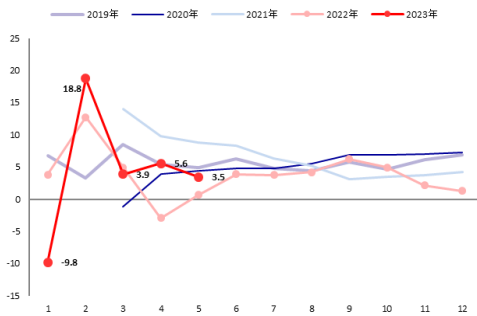
5月的2.1%，从增速上来看生产有所恢复。但4月和5月生产仍然处于底部区域，5月份PMI指数48.8%，生产仍然处于淡季。下游需求走弱影响生产，工业企业仍然在去库存状态。

以两年平均增速来看行业的变化，5月份下游生产有所恢复：(1) 生产比上月回落的行业减少。5月份有6个行业生产负增长（医药、非金属矿、纺织、金属制品、通用设备、橡胶和塑料），12个行业正增长，其中电气机械及器材制造业和汽车仍然是生产最旺盛的两个行业。

(2) 黑色产业链生产稍显低迷。黑色金属生产增长0.2%，煤炭开采增长3.3%，5月份钢铁产品和煤炭价格大幅下滑，下游需求疲弱传导到了中上游，使得黑色系产品生产走低。(3) 出口产业表现稍有回升。电气机械及器材制造业生产回升1.9个百分点至11.35%，计算机、通信和其他电子设备制造业回升0.3%至3.65%。整体出口订单虽然下滑，但部分产品的竞争力仍然较强，人民币汇率下跌也在一定程度上支持出口。(4) 汽车生产表现较好，有色金属、化学原料生产等生产走高，表明部分中游和下游的生产在小幅的恢复。食品和农副产品加工业生产也在5月份回升。

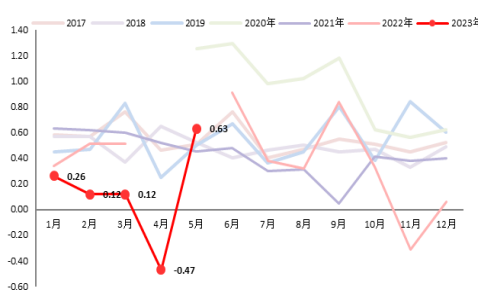
工业生产在4月份突然的停顿后5月份有所恢复，但4、5月份的平均环比增速仍然偏低，5月份的回升表明经济的自我恢复仍在，但要回到历史水平仍然需要时间。现阶段生产处于淡季，生产的快速修复已经破灭，来自出口、房地产的压力持续，预计工业生产的恢复要等到9月份到来。2季度受到基数的影响，生产增速预计在4.2%左右。

图1：工业增加值同比增长小幅回落(%)



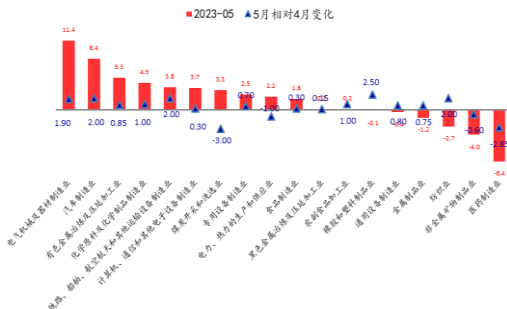
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：工业增加值环比增速(%)

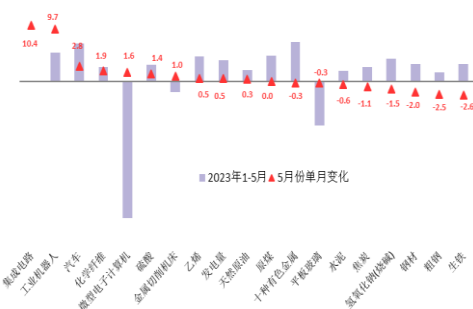


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图3：各行业生产当月同比增长-2022/2023两年平均(%) 图4：1-5月份主要工业品产量变化(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、社会零售消费低位平稳，恢复时间拉长

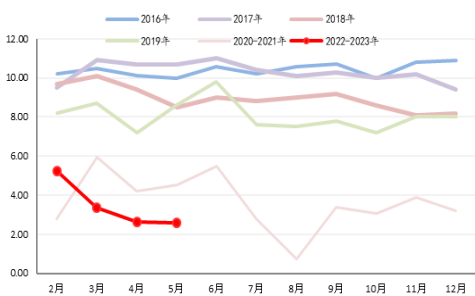
5 月份社会零售品消费同比增速 12.7%，基数占主要原因，从两年平均来看，社会消费增速 2.6%。两年平均来看，非必需品的石油、汽车和手机消费回升。居民基本生活用品食品、日用品、药品消费小幅回升，服装消费回落。房地产消费仍然低迷，家具、家用电器和音响制品、建筑材料消费仍然负增长。2022 年后消费增速整体再次下台阶，使其对比疫情前（8%-9%）或者预期水平（4%-5%）偏低，这种低位增长持续的时间可能偏长，居民需要时间平衡资产负债表，而政府消费仍然显得较为平稳。由于 2022 年低基数的因素，2 季度预计消费增速在 11.3% 左右，两年平均增速在 2.7% 左右。

2023 年 5 月份社会零售总额 37,803 亿元，增长速度为 12.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33,875 亿元，增长 11.5%。1-5 月份社会零售总额增长 9.3%，去除汽车增长 9.4%。

5 月份全社会消费低位平稳，从两年平均水平来看，5 月平均消费增速 2.6%，消费仍然未恢复至正常区间。其中 5 月份商品零售增长 2.5%，比 4 月份上行 0.17%，餐饮消费 3.2%，比 4 月下行 2.2%。

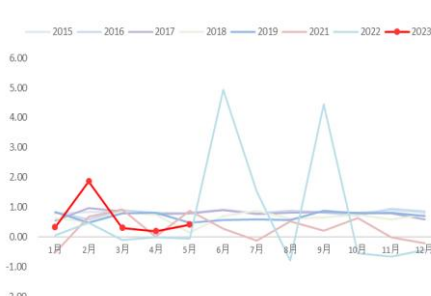
5 月份消费品零售总额季调环比增长 0.42%，环比增长小幅回升。5 月份餐饮行业的增速上行，服务业持续修复。商品消费 5 月份消费缓慢回升，居民商品消费恢复仍然需要时间。

图 5：2022-2023 年 5 月平均消费增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：5 月份消费环比回升 (%)



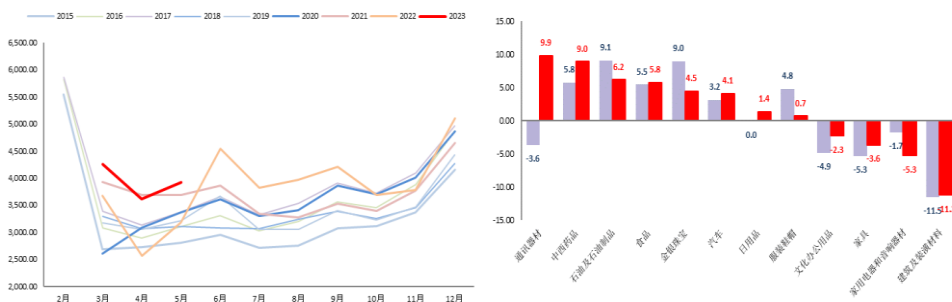
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

5 月份从两年平均增速来看：（1）居民非必需品消费略有回升。通讯器材消费上行 9.9%，摆脱了 4 月份的负增长，但回升持续时间待观察；汽车消费增速 4.1%，汽车消费相对坚挺；石油和石油制品消费 6.2%，比上月增速略有下滑；（2）食品、日用品、中西药品的消费增速也小幅回升，居民的必需品消费略有回升，但 5 月份服装消费增速回落 4.1 个百分点至 0.7%，4 月份服装消费已经得到释放；（3）房地产相关消费继续低迷，家电、家具和建材消费仍然负增长，房地产销售的传导较弱。

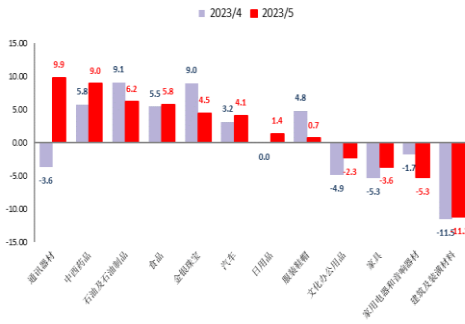
5 月居民消费品零售增速并未大幅变化，由于封控后消费增速已经整体下台阶，使得消费增速对比疫情前（8%-9%）或者预期水平（4%-5%）偏低。由于消费增速的相对稳定，现阶段不能确定这种偏低的消费增速持续时间。由于 2022 年低基数的因素，2 季度预计消费增速在 11.3% 左右，两年平均增速在 2.7% 左右。

图 7：汽车零售额 (亿元)

图 8：两年平均 5 月份行业消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、投资继续回落，房地产需要政策支持

2023年1-5月份固定资产投资增速继续回落，基建投资增速高位走低，制造业稳步下滑，房地产下滑并未停滞。制造业投资回落在预期之内，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。基建投资受益于政府投资保持高位。房地产投资5月份下滑速度加快，商品房新开工和施工面积继续回落，商品房竣工增速减弱，商品房销售再次下行。房地产行业的支持政策不足以让房地产行业止跌。2023年房地产行业稳定需要时间，制造业和基建投资逐步下行，民间投资疲软，整体固定资产投资可能在3%左右运行。

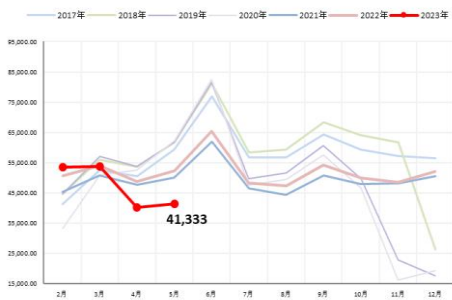
2023年1-5月份，固定资产投资额188,815亿元，同比增长4.0%。民间固定资产投资101,915亿元，同比减少0.1%。从环比看，5月份固定资产投资增长0.11%。1-5月份固定资产投资增速继续回落，房地产、基建和制造业投资均走低。

5月单月投资额增长幅度减弱，主要受到民间投资回落影响。5月单月投资额增长4.13万亿，增长幅度与4月基本持平，低于历史平均水平。这种降低主要是因为民间投资的疲软带来的，下游需求已经开始影响固定资产投资。

5月份单月制造业投资稳步下行，制造业投资额2.48万亿，增速5.07%。基建投资高位下行，5月份基建投资增加额1.70万亿，基建投资增速录得5.19%，基建投资受到政府政策支持，但支持力度平稳。房地产投资再次下滑，5月投资额1.01万亿，当月投资增速-21.5%，房地产投资仍然处于出清状态。

图9：固定资产单月投资额（亿）

图10：三大产业单月投资增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1、房地产行业仍在出清过程中

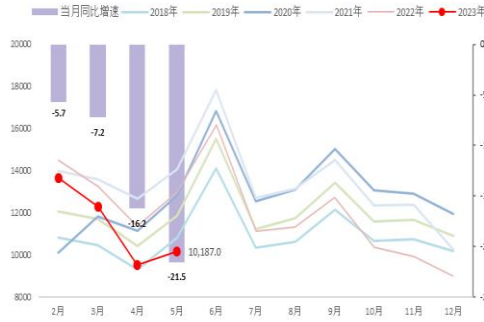
2023年1-5月份房地产投资额45,701亿元，比去年同期下降了7.2%。房地产单月投资负增长，5月房地产投资下滑速度扩大。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业的宽松力度仍然不足以稳定房地产市场。房地产行业处于底部区域，可以预见，政策红利将持续释放。

图 11: 100 大中城市土地成交 (%)

图 12: 1-5 月份房地产投资额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



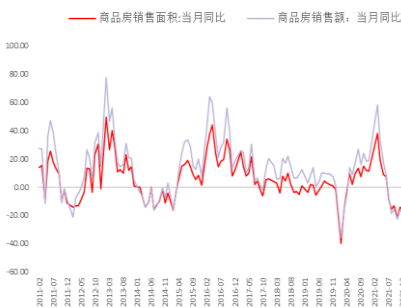
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工和施工处于底部，竣工增速减弱。1-5月份，新增房地产新开工面积3.97亿平方米，比去年同期的5.16亿平方米下滑22.6%；施工面积比去年同期回落6.2%至77.9亿平方米。竣工面积2.78亿平方米，上行19.6%，但5月单月增速比上月回落12个百分点。房地产新开工下跌幅度加大，开发商需要更多支持，从竣工来看，政策的支持已经见效。从土地流转来看，1-5月份100大中城市土地成交面积增速2.1%，比上月增加5.2个百分点，房地产开发商拿地5月份稍显平稳。

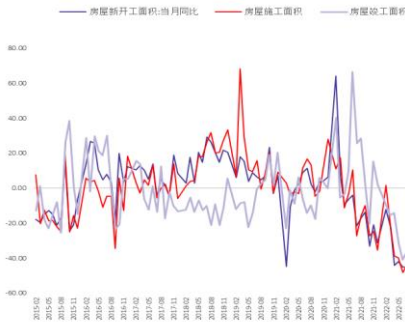
从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额同时下滑。5月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-19.7%和-4.8%，高频数据也显示商品房销售稍显低迷。

图 13: 5 月商品房销售面积和销售额 (%)

图 14: 房屋开工下行，竣工继续高位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

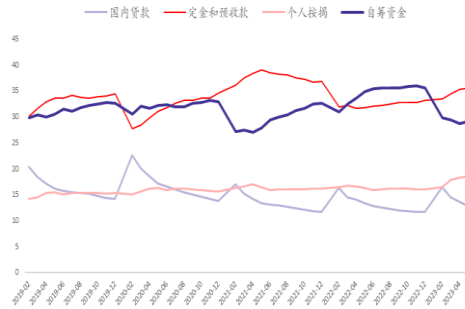
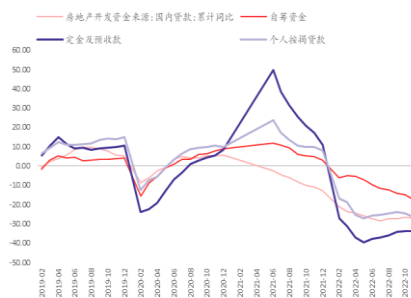
房地产行业到位资金情况依然不理想，到位资金增速仍然负增长。其中，国内贷款和开发商自筹资金回落，定金预付款和个人按揭贷款实现正增长。1-5月份房地产到位资金增速-6.4%，其中来自国内贷款的资金增速为-10.5%，来自定金及预收款资金增速4.4%，来自个人按揭贷款资金增速6.5%。1-5月份国内信贷占房地产到位资金比例是12.8%，比上月下降0.78个百分点。开发商自筹资金占比下跌0.4个百分点至29.0%。应付账款额度仍然较大，开发商资金紧绷。

房地产行业压力仍然较大，房地产行业仍然在出清过程中。今年以来政策对房地产的放松速度偏缓，央行仍然延续既有政策，保护刚需和保交楼，这带来了房地产竣工面积回升。房地产商的红三条红线限制仍然存在，房地产自身的金融监管限制仍然存在，开发商的资金仍然紧绷，房地产开发到位资金仍然负增长，压力较大。房地产新开工面积继续下滑，预计2023年新开工面积低于2022年的12亿平方米。商品房销售重新下行，显示下游需求的不稳定。

2023年预计房地产投资12.5万亿，房地产开发面积在11.5亿平方米，投资增速仍然负增长。

图 15: 房地产到位资金增速 (%)

图 16: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

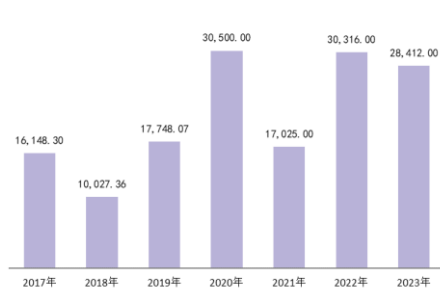
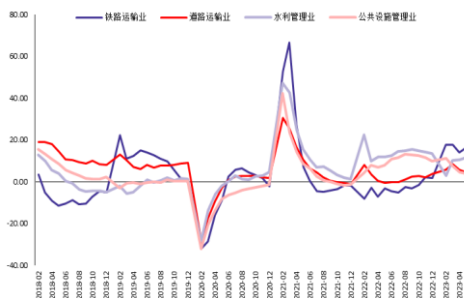
2、基础设施投资高位，政策提前发力

基础设施投资速度1-5月录得7.5%。基础设施投资额增长高位略有回落，地方政府专项债下发节奏相对平稳。基建投资增速仍然处于高位，基建的政策效果在逐步释放。

从行业来看，铁路建设5月份再次回升，道路和公共设施建设略有下滑，水利的建设增速较快。2023年基建投资预计保持在5%以上的增速。

图 17: 基础设施投资各行业增速 (%)

图 18: 1-5 月份政府债券融资额度 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

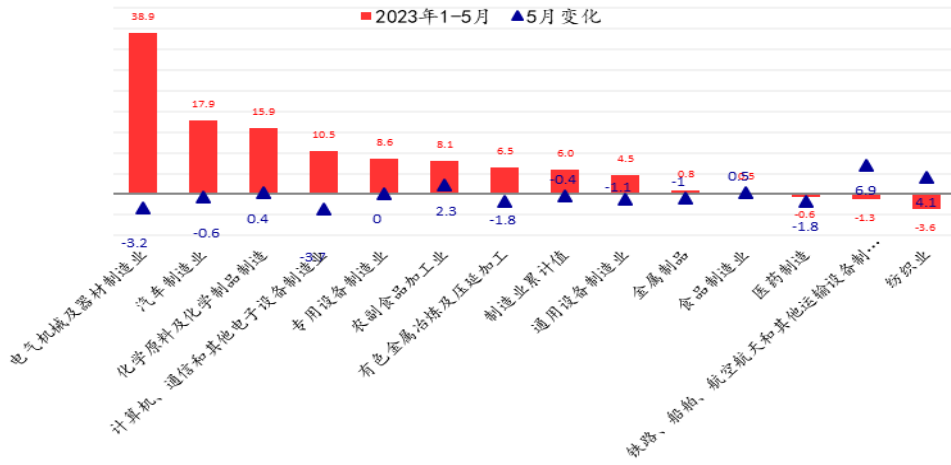
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资继续回落

制造业逐步回落，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。1-5月份制造业投资增速6.0%，比上月下行0.4个百分点。出口产业链带来的高速投资开始下滑，电气机械及器材制造业投资高位下滑，计算机通讯和其他电子设备、化学原料及化学制品回落，这些行业主要以出口带动为主。汽车制造业在1-5月份投资增速回落0.6个百分点至17.9%。下游的纺织业、航空航天、医药投资回落。

2023年PPI逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响回落，预计制造业增速回落至4%左右的水平。

图 19: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师简介及承诺

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐媛玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn