



宏观点评

环比超预期，或无需“强刺激”

5月经济数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：5月经济数据并没有那么悲观，总量迎来环比拐点，但结构分化在加剧。**5月工业增加值、社零、固投的环比增速均较4月出现大幅回升，青年失业率的环比增幅也远低于前4个月。从总量来看，主要经济指标经过了2至4月的环比逐月下降后，在5月迎来拐点。但结构分化仍在加剧，内外需求中，外需增速由升转降；投资需求中，房地产投资和制造业投资增速均在下行，带来民间投资需求不振。**5月环比超预期，并且完成5%增长目标仍有支撑，强刺激政策或许难以期待，宏观政策发力仍将是渐进有序的，可期待的“一揽子”政策可能集中在促消费、降成本、产业链、专项债等领域。**
- **生产：工业生产环比改善，装备制造回升明显。**5月工业增加值同比增长3.5%，两年平均增速由上月1.3%回升至2.1%。由于4月环比负增长，5月工业增加值环比大幅增长0.63%，超过疫情前2011-2019年5月0.61%的历史均值；工业增加值环比增速与制造业PMI走势相反，也超出了市场预期。分行业来看，上游采矿业的两年平均增速从上月4.6%降至2.8%，制造业则从0.8%提高至2.1%，其中装备制造显著改善，两年平均增速从2.0%回升至4.5%，汽车、其他运输设备、机电、通用机械、专用机械等行业的两年平均增速均在回升。
- **消费：社零环比改善，主要得益于必选消费和汽车、通讯器材等耐用消费品的回升。**尽管两年平均增速略有下行，但统计局季调后的社零在5月环比增长0.42%，增速较4月翻倍，也终结了此前连续3个月的环比增速下降。分品类来看，社零环比改善主要来自于必选消费和耐用品消费。粮油食品、饮料烟酒、中西药品、日用品等四大类必选消费的5月两年平均增速均回升；此外还有汽车、通讯器材等两类耐用消费品，两年平均增速分别较4月回升5、13.8个点。地产后周期消费仍然偏弱，家具、家电、建材的两年平均增速均为负，其中建材较去年同期下降14.6%。
- **投资：固定资产投资环比结束连续3个月的负增长，2月以来增速首次转正，更多来自于公共投资撬动，民间投资仍弱。**5月固投环比增长0.11%，这是自今年2月以来该指标首次正增长。
- **从结构来看，基建投资年内首次加速，广义基建当月增速从上月7.9%回升至10.7%。**但民间投资仍然偏弱，前5个月累计增速为-0.1%，去年全年则增长0.9%。
- **民间投资走弱主要由于房地产和制造业投资增速下降。**房地产投资在调整基数后，5月当月同比仍下降10.5%，降幅较上月扩大约3.2个点。前端拿地开工降幅仍然较大，5月新开工同比下降27.3%，竣工增长24.4%，仍保持中高速增长，但增速较上月下降约18个点，或指向竣工存在后继乏力风险。
- **制造业投资5月当月同比5.1%，较上月下降0.2个点。**当前仍处于工业企业主动去库存阶段，企业投资意愿也在下行，5月BCI企业投资前瞻指数环比大幅下降5.5个点。
- **青年就业：青年失业率环比增幅明显下降，青年失业人口的上升和青年劳动力的下降共同带来了青年失业率的升高。**5月青年失业率继续攀升至20.8%，但环比仅增长0.4个点，不到前4个月月度均值的一半。今年前四个月青年失业率环比增幅分别为0.6、0.8、1.5、0.8个点，平均每月增长约0.9个点。

- 国家统计局在发布会上说明了青年就业的总量数据，正如我们此前报告的判断，青年失业人口的增幅并不大，失业率上升很大程度上来自分母青年劳动力的下降。由于 3 月统计局曾披露青年失业具体数据，我们以此为出发点，假设当前青年劳动力与 2020 年相同，稳定在 3903 万，可以得到两个假设验证：①在失业人口增加 132 万至 632 万人的情况下，对应青年失业率应该从 12.8% 提高至 16.2%，但 3 月却达到 19.6%，多增 3.4 个点；②在失业率提高到 19.6% 情况下，青年失业人口应该增加 266 万，实际增加 132 万，少增 134 万¹。（如图 7）
- **展望：**市场观点大多认为 5 月经济数据同比增速不及预期，但我们认为，同比增速受去年基数扰动较大，环比增速可能更有意义。从统计局发布的季调环比数据来看，5 月主要的产需数据环比均超预期，如工业增加值、社零、固定资产投资，这意味着经济环比的底部可能是 4 月，5 月环比动能已经开始触底回升。
- 往后看，下半年经济的压力主要在于出口和房地产，工业利润会随着 PPI 改善，青年失业率也将从 8 月开始出现季节性改善。由于 5 月经济环比有所超预期，加上完成 5% 增速目标仍有支撑，可以实现“量的合理增长”，因而对于强刺激政策不宜过于期待，宏观政策仍将是渐进有序的，可期待的“一揽子”政策可能集中在促消费、降成本、产业链、专项债等领域。
- **风险提示：**房地产下行超预期；出口压力加大；青年就业压力。

¹ 青年就业相关数据图表均来自于 5 月外发报告《青年就业：从三因素框架看“疤痕效应”来自何处》

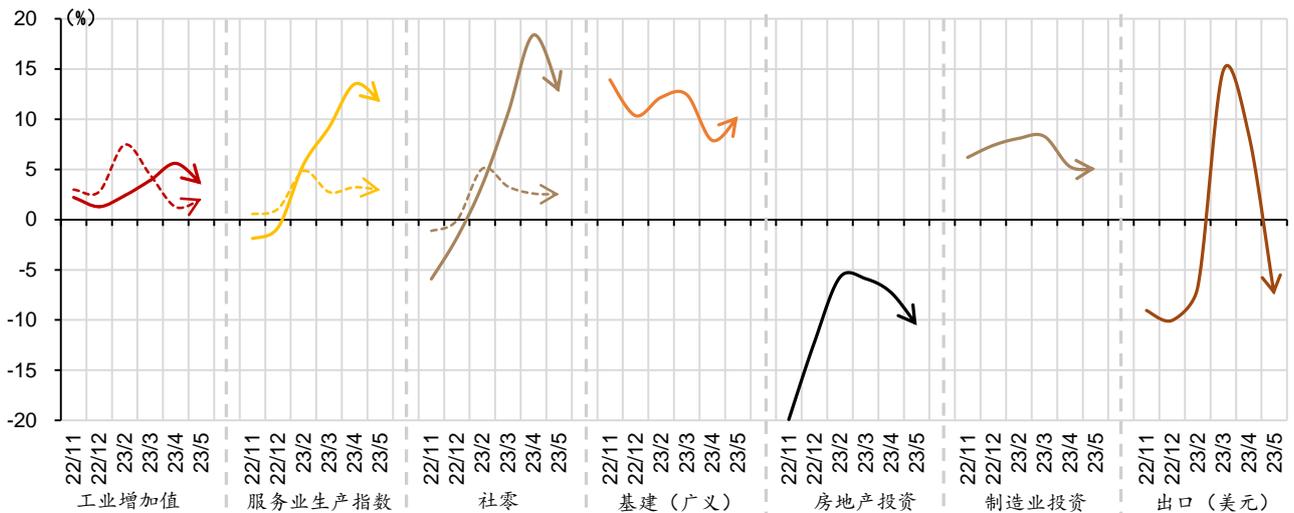
表 1：5 月经济数据概览

指标（当月同比，%）		比上月	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11
GDP-当季同比（不变价）					4.5		2.9	
生产	工业增加值	-2.1	3.5	5.6	3.9	2.4	1.3	2.2
	服务业生产指数	-1.8	11.7	13.5	9.2	5.5	-0.8	-1.9
需求	社会消费品零售	-5.7	12.7	18.4	10.6	3.5	-1.8	-5.9
	固定资产投资	-2.1	1.6	3.6	4.7	5.5	3.2	0.7
	基建（广义）	2.8	10.7	7.9	12.4	12.2	10.4	13.9
	房地产	-3.3	-10.5	-7.3	-5.9	-5.7	-12.2	-19.9
	制造业	-0.2	5.1	5.3	8.3	8.1	7.4	6.2
	出口（美元）	-16.0	-7.5	8.5	14.8	-6.8	-10.1	-9.1
	进口（美元）	3.4	-4.5	-7.9	-1.4	-10.0	-7.3	-10.5
指标（当月同比/值，%）		比上月	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
通胀	CPI	0.1	0.2	0.1	0.7	1.0	2.1	1.8
	PPI	-1.0	-4.6	-3.6	-2.5	-1.4	-0.8	-0.7
就业	城镇调查失业率	0.0	5.2	5.2	5.3	5.6	5.5	5.5
	其中：16-24岁	0.4	20.8	20.4	19.6	18.1	17.3	16.7

资料来源：Wind，德邦研究所

注：①上半部分的生产 and 需求数据为 1-2 月合并，下半部分通胀和就业为单月数据；②固定资产投资、房地产投资两项数据根据累计增速调整了去年基数，基建投资和制造业投资根据 2017 年累计值和累计增速推算得到。

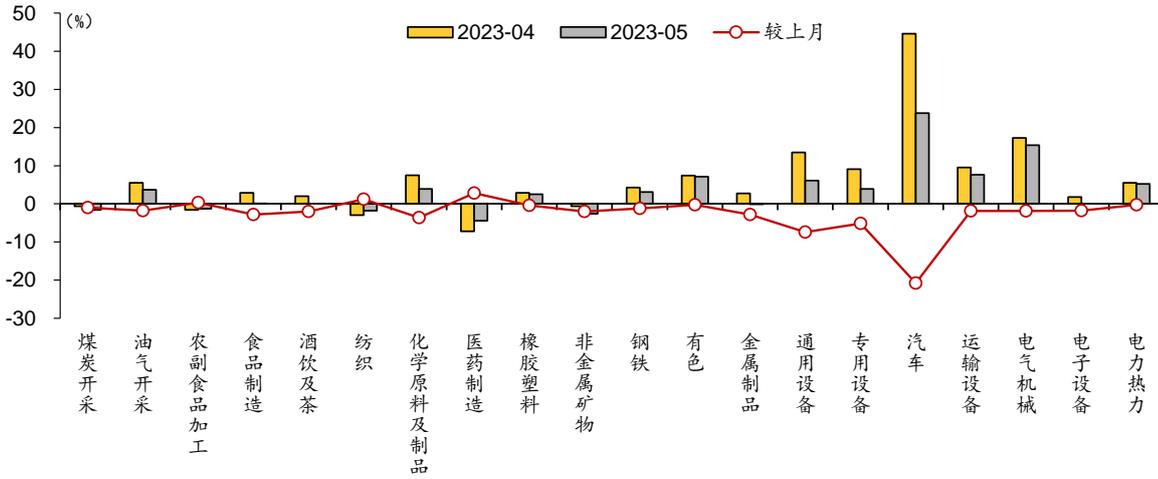
图 1：主要经济指标同比增速大多下降



资料来源：Wind，德邦研究所

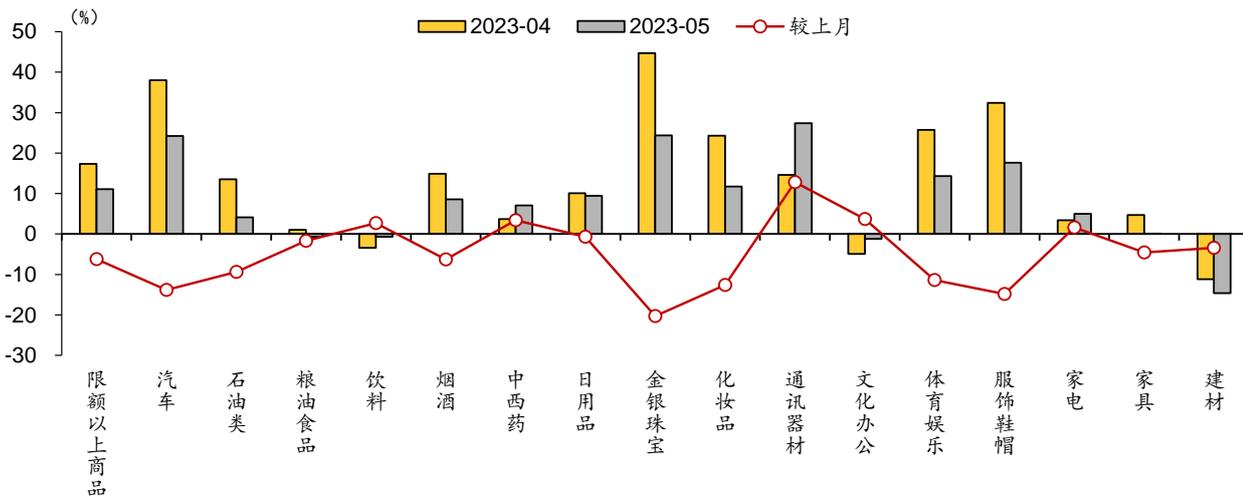
注：①均为当月同比，其中 1-2 月合并发布；②工业增加值、服务业生产指数、社零三个虚线为两年平均增速

图 2：规模以上工业增加值同比增速



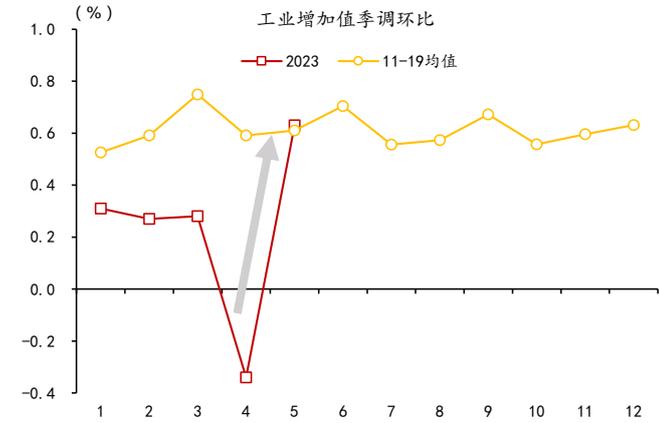
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：限额以上商品零售同比增速



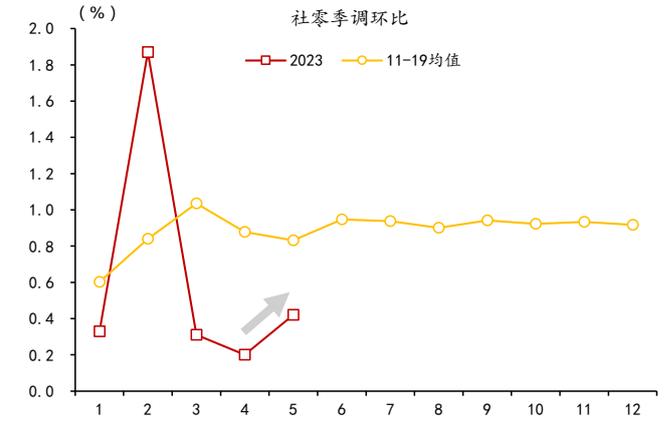
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：工业增加值环比增速回升



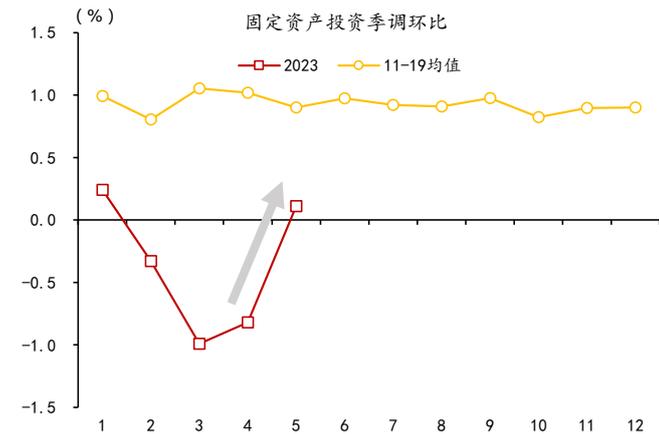
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：社零环比回升



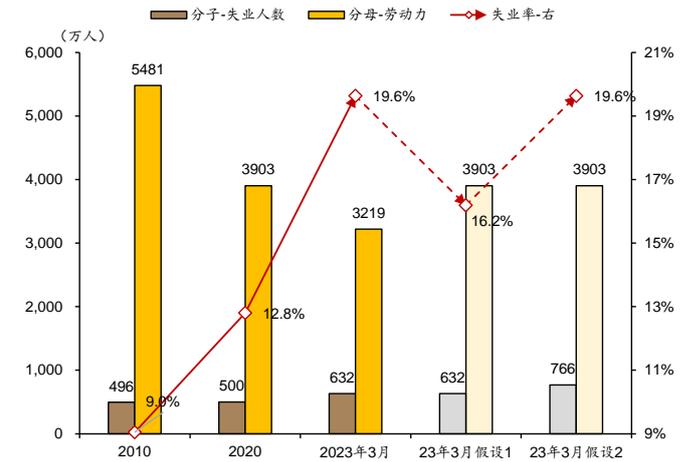
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：固定资产投资环比增速转正



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：青年失业率的分子和分母变化



资料来源：《中国劳动统计年鉴》，六普，七普，Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。