

6月15日，统计局公布5月经济数据。5月社零同比增12.7%，规上工增同比3.5%，固投同比2.2%，分别较上月走低5.7、2.1和1.7个百分点。

5月经济数据描绘的图景仍然是复苏换挡之后经济修复动能偏弱。相对积极的是，各个板块环比开始呈现出分化，“企稳”的早期信号开始显现。

➤ **消费、地产两大板块，一季度表现亮眼，二季度出现降温。**

5月社零消费两年复合同比2.5%，较上月继续回落。其中场景消费退热以及地产链消费景气下滑，是5月消费不佳的主因。

这说明，消费持续性有赖于长期收入预期稳定，归根结底这是增长趋势的问题。

5月商品房销售面积和销售额累计同比双双回落，我们之前在《重要的是地产周期》报告中提示本轮地产下行本质上并不缘起金融杠杆。楼市经历了两个月的降温后，短期的重大边际变化可能需要等待更强的催化变量。

当然，5月需求数据虽然偏弱但已不重要。市场已经走在数据前面，充分交易弱数据之后的强政策。

➤ **一季度看似疲弱的生产和投资，二季度反而迎来环比动能缓慢筑底。**

5月地产投资累计同比进一步下滑至-7.2%，尽管竣工面积累计同比接近20%，但是施工面积增速仍持续拖累地产投资。

我们提示今年的施工面积增速面临三重约束：一来是销售面积同比转负的风险，二是从销售-新开工传导的钝化，三是过去几年房企拿地收缩对施工进度的扰动。

基建投资5月录得双位数，或与专项债发行加快有关，后续持续性仍有待观察。

制造业投资同比5.1%，未有进一步下探，呈走平趋势。

工业生产5月环比涨幅突破季节性高点，两年复合同比增速小幅抬升。上游采矿业受大宗价格急跌影响延续下行，制造业生产两年复合同比较4月上涨1.2pct，尽管市场预期较为冰冷，但实体数据初有筑底迹象。

➤ **不出意外的话，三季度或迎来年较为平淡的基本面——经济增长斜率变平。**

回顾年初以来经济数据走势，3月不同板块冷热不均，长期需求项率先走弱，4月不同板块转弱颇为一致。现下5月不同板块再次分化。

一方面，偏终端消费板块仍在调整；另一方面，长期需求板块已环比筑底。

往后看，不同板块走势或再度回归一致：在终端消费复苏斜率逐步切换到疫后常态化模式后，Q3经济数据环比增长幅度大概率回归正常趋势线。

风险提示的角度，若三季度实体数据筑底状态所打破，应该与两大变量有关——地产和出口。前者和调控政策的力度和节奏有关，后者取决于美国经济什么时候迎来硬着陆。

➤ **经济基本面筑底，逆周期政策启动，资产定价走风险偏好修复逻辑。**

5月以来经济数据进入阶段性筑底，当下逆周期政策窗口期开启，今年1-5月数据偏弱然而政策克制的组合，终于在6月被打破。因此，若三季度风险偏好较二季度改善，风险资产或迎来喘息期。

不可避免的是，中国经济潜在增速规律性下移，叠加全球经贸周期下行，中国实际增长年内存在天花板。当下市场预期政策能够用足空间，然而我们必须认识到2018年以来政策调控框架有所调整，站在当下时点，我们无法充分预判未来政策“出牌”的节奏。基于此，本轮风险资产反弹高度，我们同样需要保持观察。

➤ **风险提示：**内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 陈怡**

执业证书：S0100122120020

邮箱：chenyi@mszq.com

## 相关研究

1.2023年H2金融条件展望：剩余流动性的“表”与“里”-2023/06/15

2.2023年5月金融数据点评：政策底还是经济底-2023/06/14

3.2023下半年海外宏观经济及资产展望：美国衰退并非“海市蜃楼”-2023/06/13

4.宏观事件点评：假如降息-2023/06/11

5.流动性跟踪周报：汇率何时企稳？-2023/06/11

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026