

经济仍在磨底

——5月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产持续偏弱运行。5月规模以上工业增加值略低于市场预期，环比增长0.63%。总需求拉动有限，企业盈利也有所承压，工业生产缺乏足够上行动能，叠加本月低基数效应减弱，生产持续放缓，仍处去库阶段。三大门类中采矿业及制造业增速有所回落，电力、燃气及水的生产和供应业同比则与上月持平。**第一，采矿业增加值同比由正转负，上游开采企业活跃度走弱。**生产偏弱运行对上游原材料需求有限，且目前价格信号不强，上游企业增加值同比增速受限。本月原煤以及天然气日均产量也都不及4月。**第二，制造业同比增速放缓，基数与需求同为拖累。**一方面，去年同期基数小幅走高，对同比增速的拉动效应边际减弱。另一方面，内外需求不足也对工业生产增速形成一定压制。汽车制造业两年平均同比增长7.3%，较前值的-0.7%有所回升。**第三，公用事业增加值同比持平，电力生产增速回落。**发电量同比增长5.6%，较4月份的6.1%同样有所下行，或因工业用电需求同比回落影响。

基数扰动较大，餐饮仍为社零支撑。5月社会消费品零售总额在低基数下仍保持运行在两位数区间，但因基数效应减弱，同比增速相比上月回落近6个百分点，整体表现不及市场预期。两年平均来看，本月社零同比则略有放缓，回落0.1个百分点至2.5%。**结构方面，餐饮与商品表现分化，差异在绝对值及边际变化上均有反映。**一则，5月餐饮收入同比增速高于商品，修复相对更为强劲。剔除基数效应后的两年平均同比也可得出一致结论，二则，两年复合增速的边际变化而言，部分可选消费品零售收入同比恢复下，商品略有上行，餐饮在脉冲式增长之后则小幅回落。具体商品来看，**首先5月部分可选消费品出现一定程度上的边际修复。**日用品、通讯器材及汽车零售额的两年平均同比增速均由负转正。**其次，地产后产业链商品及部分可选消费品表现仍较为低迷，拖累整体商品零售。**本月服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类商品两年平均同比持续回落，化妆品类两年复合增速也仍小于0。家用电器和音箱、建筑装潢材料及家具类商品零售两年复合增速均为负增。地产的不断磨底对后产业链相关商品销售的好转形成阻碍

基建托底，地产依旧疲弱。1-5月固定资产投资累计同比增长4.0%，较前值回落0.7个百分点，低于市场一致预期。单月同比方面，计算出本月同比增速为2.2%（前值3.9%）。**制造业投资延续小幅回落趋势。**

缺乏足够需求支撑且盈利承压的背景下，企业加大资本开支的意愿进一步走弱。**基建托底作用明显**，是本月投资的主要支撑。今年财政具有前置发力的特征，后续随着专项债新增额度的使用完毕，需关注政策性金融工具或其他政策工具是否落地形成资金接力。**地产依旧疲弱**，对整体投资也形成了明显拖累。销售及新开工面积同比均出现明显下行，竣工两年复合增速也同样明显放缓。房地产开发资金环比小幅增长，但同比转负，绝对值仍处偏低位置。主要相关指标普遍指向房地产市场景气度的边际回落，由快速释放前期积压需求转为常态化恢复运行，居民及房企在资金能力及预期方面均待修复

就业结构性问题仍存。5月城镇调查失业率与上月持平，就业形势整体稳定，但就业市场结构性问题进一步凸显，外来农业户籍人口就业率下行，但16-24岁人口调查失业率则出现季节性上行并创下有数据统计以来的新高。根据国家统计局表述，“**‘求职难’和‘招工难’并存，促进就业供需总量平衡、结构合理，仍需要加力**”，预计后续将推出一定政策以缓和就业的总量压力及结构性问题。

经济阶段性回落，新一轮政策周期开启。考虑到本月PMI、金融等多项目数据不及预期，再结合高频数据的前瞻指引，市场对于5月经济数据走弱已有一定预计，而数据的回落也证实了市场判断，但在基数扰动以及地产低迷的拖累下，数据下行程度还是小幅超出市场预期。本月经济数据中存在积极的边际变化，如汽车消费及基建投资，但整体处于恢复性增长之后的回落状态，部分结构性问题依旧突出。这一阶段性的下行再次凸显稳增长政策加码的必要性，而从6月以来的利率调整动作及政府表述来看，政府或已着手回应内生动能不足的关键矛盾。6月央行重提“逆周期”，且调降MLF及OMO利率，**这些举措具备积极的信号意义，也开启了新一轮的政策周期**，预计后续将推出政策组合以稳就业、稳经济。

风险提示：国内政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 工业生产持续偏弱运行	5
3. 基数扰动较大，餐饮仍为社零支撑	6
4. 基建托底，地产依旧疲弱	8
5. 就业结构性问题仍存	9
6. 经济阶段性回落，新一轮政策周期开启	10

图表目录

图表 1: 5月规模以上工业增加值同比有所放缓	5
图表 2: 三大门类生产同比整体弱于上月	6
图表 3: 煤、气产量及发电量同比回落	6
图表 4: 社会消费品零售同比因基数扰动回落明显	7
图表 5: 餐饮收入表现好于商品	8
图表 6: 可选消费及地产后周期消费两年平均同比	8
图表 7: 固定资产投资同比继续回落	8
图表 8: 地产景气度依旧低迷	9
图表 9: 就业结构性问题依旧突出	10

1. 数据

中国 5 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%，预期 3.6%，前值 5.6%。

中国 5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%，预期 13.6%，前值 18.4%。

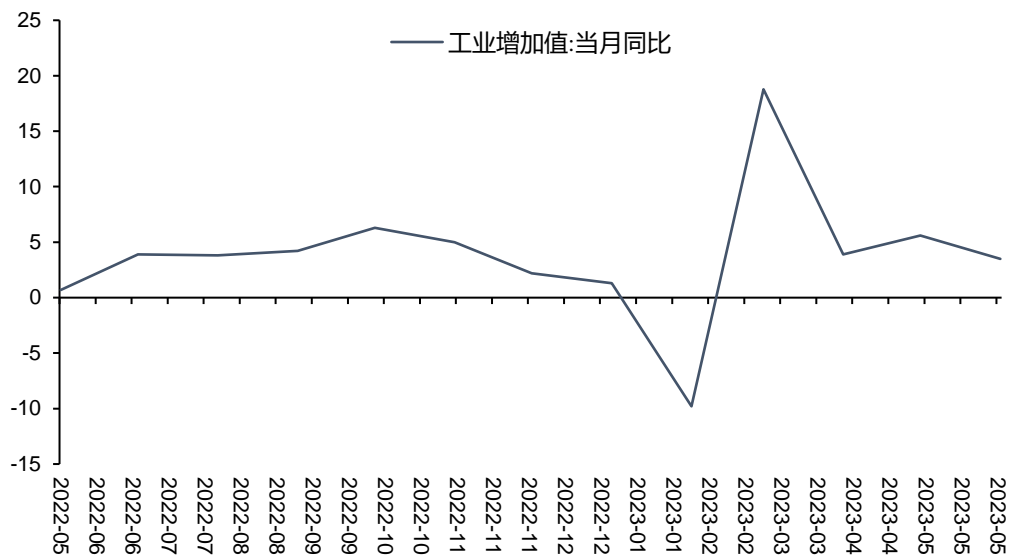
中国 1-5 月固定资产投资同比增长 4.0%，预期 4.4%，前值 4.7%。

中国 5 月全国城镇调查失业率为 5.2%，16-24 岁调查失业率为 20.8%。

2. 工业生产持续偏弱运行

5 月规模以上工业增加值略低于市场预期，较前值下降 2.1 个百分点至 3.5%，环比增长 0.63%。总需求拉动有限，企业盈利也有所承压，工业生产缺乏足够上行动能，叠加本月低基数效应减弱，生产持续放缓，仍处去库阶段。

图表 1：5 月规模以上工业增加值同比有所放缓

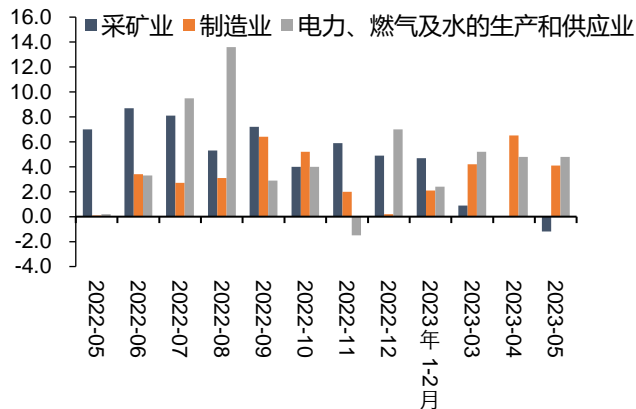


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三大门类增加值同比较前值均未有提速，其中采矿业及制造业增速有所回落，电力、燃气及水的生产和供应业同比则与上月持平。**第一，采矿业增加值同比由正转负，上游开采企业活跃度走弱。**生产偏弱运行对上游原材料需求有限，且目前价格信号不强，上游企业增加值同比增速受限。本月采矿业增加值同比下降 1.2%（前值为同比持平），其中煤炭开采和洗选业下降 1.6%，石油和天然气开采业增长 3.7%，分别较前值回落 1.0、1.8 个百分点。从相关产品日均产量上来看，本月原煤以及天然气日均产量也都不及 4 月。**第二，制造业同比增速放缓，基数与需求同为拖累。**5 月份制造业工业增加值同比增长 4.1 个百分点，相比上月增速回落 2.4 个百分点，高技术产业同比增速同样放缓 0.8 个百分点至 1.7%。一方面，去年同期基数小幅走高，对同比增速的拉动效应边际减弱。另一方面，内外需求不足也对工业生产增速形成一定压制。具体行业方面，本月农副食品加工业、纺织业、医药制造业及非金属矿物制品业维持同比负增。基数走高，通用及专用设备制造增速放缓均在 5 个百分点以上，两年平均同

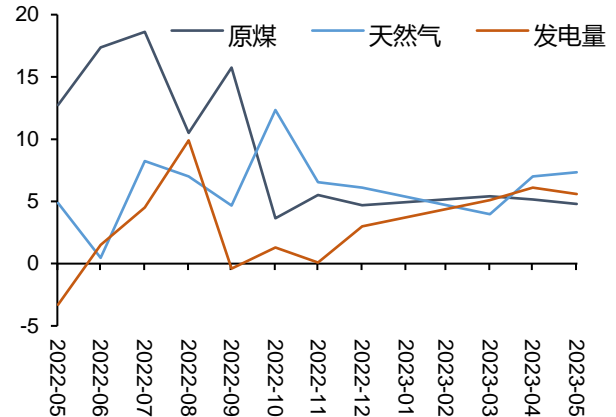
比与前值相比均小幅上行。汽车制造业同比增速虽因基数原因出现明显回落，但同比增长仍超 20%，且剔除基数效应后，两年平均同比增长 7.3%，较前值的-0.7%有所回升。**第三，公用事业增加值同比持平，电力生产增速回落。**5 月电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 4.8%，其中电力、热力的生产和供应业增加值同比回落 0.3 个百分点至 5.2%。本月发电量同比增长 5.6%，较 4 月份的 6.1% 同样有所下行，或因工业用电需求同比回落影响，本月工业用电同比放缓了 3.6 个百分点，全社会用电同比则回落 0.9 个百分点。

图表 2：三大门类生产同比整体弱于上月



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：煤、气产量及发电量同比回落

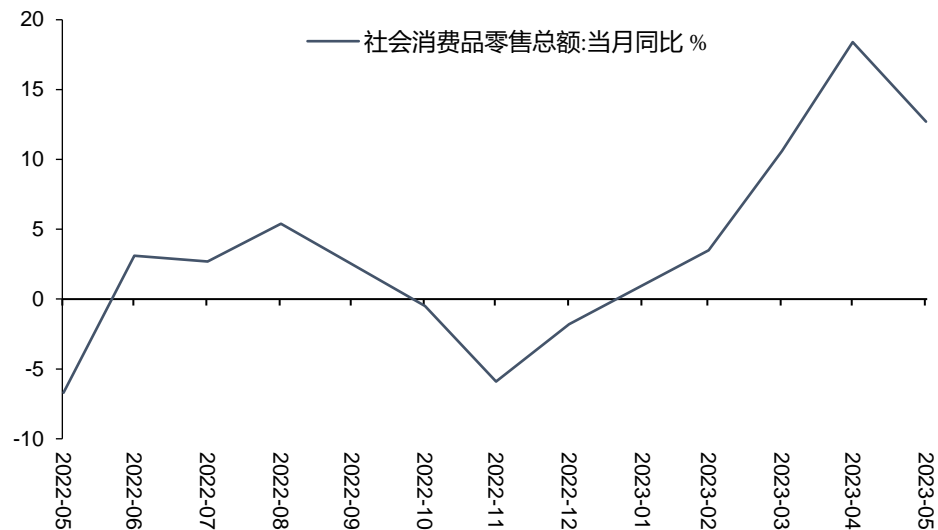


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 基数扰动较大，餐饮仍为社零支撑

5 月社会消费品零售总额同比增速录得 12.7%，低基数下仍保持在两位数的区间运行，但因基数效应减弱，同比增速相比上月回落近 6 个百分点，整体表现不及市场预期。两年平均来看，本月社零同比则略有放缓，回落 0.1 个百分点至 2.5%。结构方面，餐饮与商品表现分化的态势延续，前者同比仍相对强劲。

图表 4: 社会消费品零售同比因基数扰动回落明显



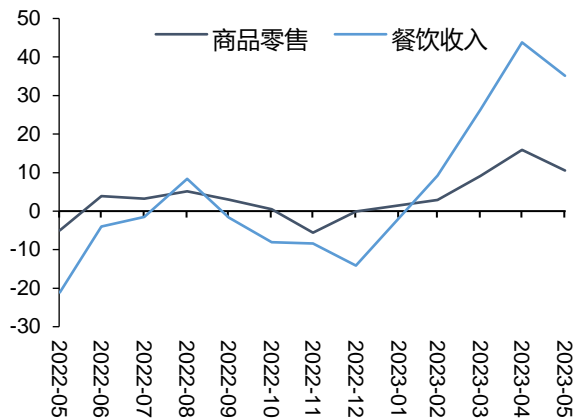
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

餐饮与商品的差异在绝对值及边际变化上均有反映。一则, 5月餐饮收入同比增长35.1%, 商品零售同比增长10.5个百分点, 前者修复相对更为强劲。剔除基数效应后的两年平均同比也可得出一致结论, 餐饮两年复合增长3.2%, 商品复合增速为2.5%。二则, 两年复合增速的边际变化而言, 商品略有上行, 餐饮则小幅回落。5月低基数效应走弱拉低商品及餐饮的同比增速, 两者分别回落5.4、8.7个百分点, 两年平均同比来看, 商品同比增长2.5% (前值2.3%), 餐饮同比增长3.2% (前值5.4%)。整体来看, 目前餐饮消费的修复仍好于商品, 但本月两者差距有所收敛, 这既源于餐饮脉冲式增长之后的正常回落, 也受部分可选消费品零售收入同比恢复的拉动。

具体商品来看, 首先, 5月部分可选消费品出现一定程度上的边际修复。日用品、通讯器材及汽车零售额的两年平均同比增速均由负转正, 两年复合增速分别为1.0%、8.4%、2.1%。基数影响下通讯器材及汽车零售当月同比增速均超过20%。汽车零售额的高增也与高频数据相吻合。5月汽车国六排放标准相关政策落地, 缓和市场此前的观望情绪, 此外“五一”假期车企促销活动以及购车优惠政策的落地显效共同拉动汽车零售回暖。

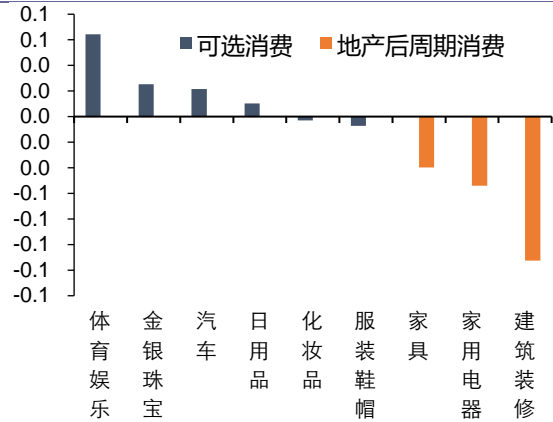
其次, 地产后产业链商品及部分可选消费品表现仍较为低迷, 拖累整体商品零售。一方面本月服装鞋帽针纺织品类、金银珠宝类商品两年平均同比持续回落, 前者更是转为负增, 下降0.7%。化妆品类两年复合增速也仍小于0, 同比下降0.3个百分点。另一方面, 5月家用电器和音箱、建筑装潢材料同比增速均有所下行, 分别为0.1% (前值4.7%)、-14.6% (前值-11.2%), 两年平均同比也持续负增。家具类商品零售同比虽小幅上行至5.0%, 但剔除基数效应后, 其两年复合增速也仅为-4.0%。地产的不断磨底对后产业链相关商品销售的好转形成阻碍。

图表 5: 餐饮收入表现好于商品



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表 6: 可选消费及地产后周期消费两年平均同比

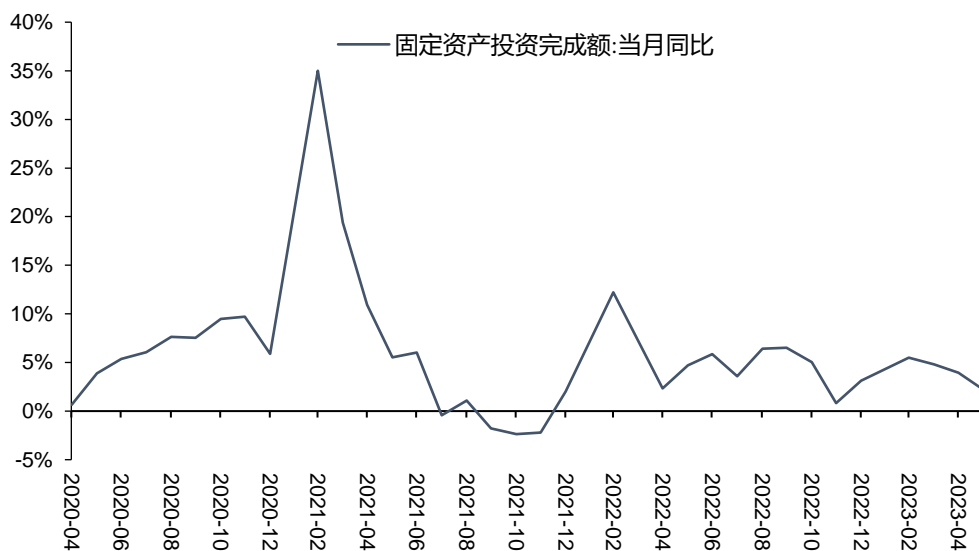


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 基建托底, 地产依旧疲弱

1-5月固定资产投资累计同比增长4.0%，较前值回落0.7个百分点，低于市场一致预期。单月同比方面，计算得出本月同比增速为2.2%（前值3.9%），其中主要拖累来自地产分项，全口径下基建同比走强，承担一定托底作用，制造业投资单月同比则持续小幅回落，具有一定韧性。

图表 7: 固定资产投资同比继续回落



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

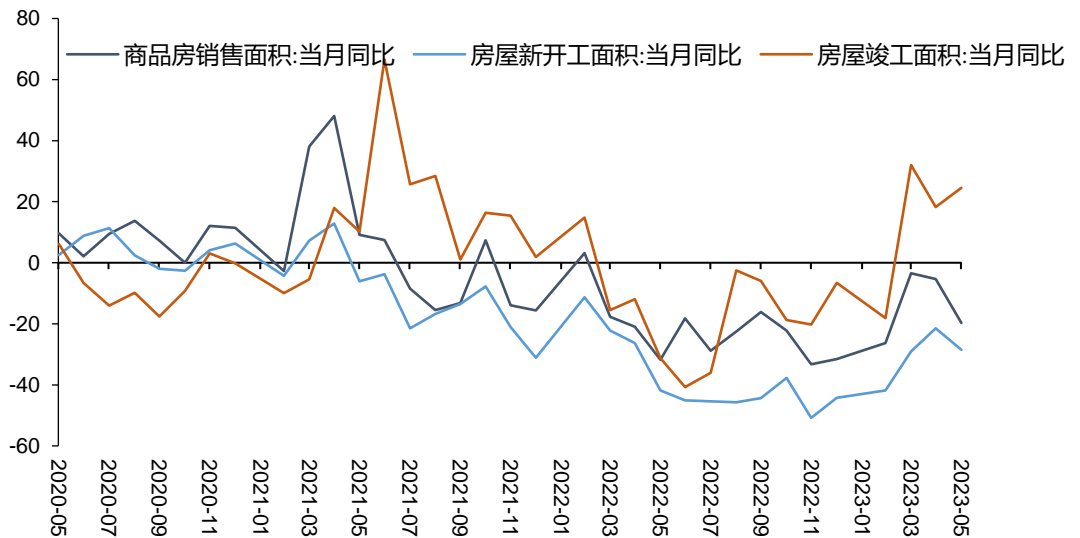
制造业投资延续小幅回落趋势。计算得5月制造业投资单月同比增长5.1%，较前值小幅回落0.2个百分点，1-5月累计增速达6.0%，同样较前值有所回落。企业加大资本开支的意愿进一步走弱，这在此前制造业PMI生产指数、生产经营活动预期及原材料采购指数中也可得到验证。缺乏足够需求支撑且盈利承压的背景下，企业预期也较难出现显著改善。而这也可能传导至居民端，对居民就业及收入的好转构成制约。长期来看外需回落，出口多呈下行趋势，

制造业投资的提振还将倚仗稳增长政策下的内需来带动。

基建托底作用明显。本月基建（全口径）同比增长 10.3%，前值为 7.9%，基建分项是本月投资的主要支撑。凸显了政府对于经济的托底作用。资金上来看，今年财政具有前置发力的特征，新增专项债发行进度虽不及去年及 2020 年，但与历史同期相比还是属于偏高水平，后续随着专项债新增额度的使用完毕，需关注政策性金融工具或其他政策工具是否落地形成资金接力。结构方面，分项贡献也有所差异。本月基建投资的主要贡献来自电力、热力、燃气及水生产和供应业，不含电力的统计口径下，基建投资单月同比仅为 4.9%（前值 7.9%）。

地产依旧疲弱。5 月房地产开发投资完成额单月同比下降 10.2%，较前值进一步回落，表明地产不断磨底，景气度持续低迷，对整体投资也形成了明显拖累。面积上来看，销售及新开工面积同比均出现明显下行，分别同比下降 19.7、28.5 个百分点。低基数下竣工面积同比上行至 24.5%，但其两年复合增速由正转负，为 -7.5%，4 月则为 2.1%，竣工也同样明显放缓。资金方面，5 月房地产开发资金环比小幅增长，但同比转负，绝对值仍处偏低位置。再结合 5 月份商品住宅销售价格来看，本月 70 个大中城市新建商品住宅售价环比涨幅整体回落，二手住宅则环比下降。整体而言，主要相关指标普遍指向房地产市场景气度的边际回落，根据拿地及销售等高频数据，5 月居民购房及房企拿地均表现不佳，房地产市场由快速释放前期积压需求转为常态化恢复运行，居民及房企在资金能力及预期方面均待修复。

图表 8：地产景气度依旧低迷

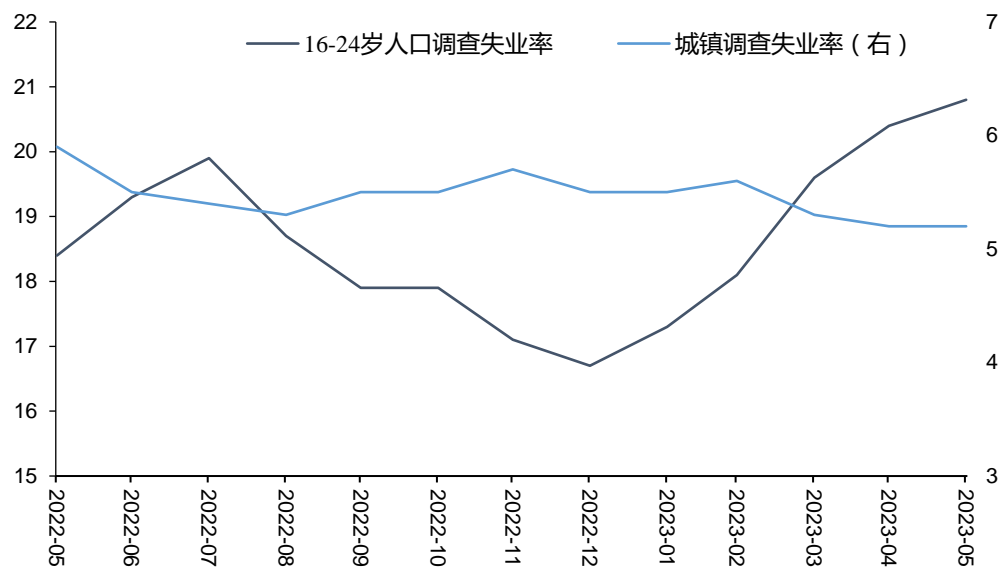


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

5. 就业结构性问题仍存

5 月城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平，就业形势整体稳定，但就业市场结构性问题进一步凸显，年轻人失业率创新高。数据上来看，外来农业户籍人口就业率下行 0.2 个百分点至 4.9%，表明农民工就业形势持续改善，或因基建投资加速产生的用工需求吸纳一定就业。16-24 岁人口调查失业率则出现季节性上行，由 20.4% 升至 20.8%，创下有数据统计以来的新高。根据国家统计局表述，“‘求职难’和‘招工难’并存，促进就业供需总量平衡、结构合理，仍需要加力”，预计后续将推出一定政策以缓和就业的总量压力及结构性问题。

图表 9：就业结构性问题依旧突出



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6. 经济阶段性回落，新一轮政策周期开启

考虑到本月 PMI、金融等多项目数据不及预期，再结合高频数据的前瞻指引，市场对于 5 月经济数据走弱已有一定预计，而数据的回落也证实了市场判断，但在基数扰动以及地产低迷的拖累下，数据下行程度还是小幅超出市场预期。本月经济数据中存在积极的边际变化，如汽车消费及基建投资，但整体处于恢复性增长之后的回落状态，部分结构性问题依旧突出。这一阶段性的下行再次凸显稳增长政策加码的必要性，而从 6 月以来的利率调整动作及政府表述来看，政府或已着手回应内生动能不足的关键矛盾。6 月央行重提“逆周期”，且调降 MLF 及 OMO 利率，这些举措具备积极的信号意义，也开启了新一轮的政策周期，预计后续将推出政策组合以稳就业、稳经济。

风险提示：国内政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghai@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。