

# 经济动能继续走弱，期待政策发力下的否极泰来

## ——2023年5月经济数据点评

### 核心观点

综合5月的PMI、通胀、金融数据以及经济数据来看，5月经济动能继4月之后，继续边际转弱，内外需同时走弱对经济进一步复苏的制约凸显。站在当前时点，增量稳增长政策的出台必要性明显增强，后续货币政策上继续降准降息、财政政策上中央政府继续加杠杆、产业政策上新举措出台值得期待。我们仍然预期，在低基数效应下，叠加政策有望再次发力，二季度GDP同比仍有望回升至7%以上，当前无需过度悲观，期待否极泰来：

#### (1) 5月消费动能继续走弱

2023年5月，社零环比为+0.4%，较上月+0.2PCTS。季节性上，5月社零环比仅高于2011年以来的2018年和2022年同月，显示继4月之后，5月消费复苏动能继续放缓。2023年5月，社零同比+12.7%（市场预期+13.6%），较4月-5.7PCTS，同比的增速下降主要受去年5月基数抬升影响。总体来看，与4月相似，5月社零虽然因为去年的低基数继续实现同比高增，但从环比数据看，5月消费动能继4月之后继续走弱，显示居民收入增速下降、资产负债表受损之下这一相对中长期的影响因素仍然持续抑制消费的进一步复苏。往后看，我们认为年内居民消费走势仍将是3个特征并存：其一，因基数原因，6月和Q3社零同比将较3-5月走低，进入Q4，社零同比将再次录得较高值。其二，居民出行和生产生活回归常态之下，后续消费有望维持一定的强度，出现大幅回落的概率较低。其三，居民收入增速下降和资产负债表受损之下，居民消费倾向的低迷，仍将在年内持续遏制消费的复苏势头。

#### (2) 内外需同步走弱之下制造业预期转弱，投资意愿受到抑制

2023年5月，制造业投资增速+5.1%，较4月-0.2PCTS，带动5月固投总体增速+3.0PCTS。从具体的行业看，已公布数据的制造业子行业1-5月制造业累计同比增速出现明显分化。各行业投资增速综合影响之下，5月制造业投资累计同比增速较4月下行。

5月制造业投资同比的下滑，核心影响因素在于内外需同步走弱之下，制造业预期转弱、投资意愿受到抑制。外需方面，5月出口大幅低于市场预期，前期订单积压带来的集中释放因素消退后，世界经济走弱对我国外需的负面影响开始显现。内需方面，5月核心CPI环比仍低于历史均值，重要生产资料价格普遍较4月环比下行幅度加深或由正转负，显示工业制成品的需求不足的情况仍在持续。在内外需同步走弱的预期影响下，叠加制造业利润增速持续为负以及制造业产能利用率不高，制造业投资意愿受到了抑制。从单月增速来看，5月制造业单月+5.1%的增速仍然排在近60个月的第33位（2021年采用两年复合增速），显示在相对景气的制

### 主要数据

|       |            |
|-------|------------|
| 上证指数  | 3252.9751  |
| 沪深300 | 3925.4994  |
| 深证成指  | 11182.9436 |

### 主要指数走势图



### 作者

|                         |      |
|-------------------------|------|
| 符旸                      | 分析师  |
| SAC执业证书: S0640514070001 |      |
| 联系电话: 010-59562469      |      |
| 邮箱: fuyyjs@avicsec.com  |      |
| 刘庆东                     | 分析师  |
| SAC执业证书: S0640520030001 |      |
| 联系电话: 010-59219572      |      |
| 邮箱: liuqd@avicsec.com   |      |
| 刘倩                      | 研究助理 |
| SAC执业证书: S0640122090025 |      |
| 联系电话: 010-59562515      |      |
| 邮箱:                     |      |

### 相关研究报告

- 美联储暂停加息，经济预测显鹰派 —2023-06-15
- 社融和信贷走弱，政策进一步发力可期 —2023-06-15
- 货币宽松落地，期待后续政策组合拳 —2023-06-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

制造业子行业支撑下，制造业投资整体上仍具一定韧性。后续制造业增速的进一步企稳仍需包含产业政策在内的增量稳增长政策的支撑。

### (3) 房地产投资降幅再加深

2023年5月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，5月房地产开发投资完成额同比较4月下行，除去年5月基数较4月抬升的因素外，房地产企业投资意愿边际转弱是核心原因。2，商品房销售金额和面积同比涨幅分别较4月涨幅缩窄和由正转负，一方面受到去年5月基数较4月抬升影响，另一方面更主要的原因在于居民购房意愿不算强。从环比看，5月商品房销售金额和销售面积分别录得+9.0%和+14.5%，在近10年同月环比中分别排在第6位和5位，显示5月居民购房意愿虽不算强，但也有所恢复。3，在保交房的压力下，5月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。4，继3月和4月连续两个月同比为正后，5月房地产开发资金同比再次转负，显示房企融资仍需政策进一步加强支持。

从目前的数据看，房地产投资的未来走势仍然存在不确定性。销售端来看，5月房地产销售仍然较弱。同时，我们统计的数据显示，以今年6月上半月商品房销售面积的双倍代替今年6月商品房销售面积，4个一线城市、12个二线城市和27个三线城市6月预期商品房销售面积同比分别为-24%、-43%和-55%，意味着6月商品房销售大概率仍然较弱。总体来看，我们预计短期内，房企仍将以完成手头项目为主，房地产投资改善速度将相对较慢。下半年，若稳增长政策进一步加码，则随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有望随之回升，进而带动下半年房地产投资回升，2023年全年房地产开发投资增速仍然有望回升至0附近。

### (4) 基建投资增速上行，再次成为固投的“稳定器”

2023年5月，基建投资同比+10.7%，较4月+2.8PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第10位（2021年为两年复合增速）。截止6月15日，6月全国共发行专项债1066亿元，未达5月的一半，显示专项债发行速度趋缓，或意味着后续基建的资金支撑力度有所减弱。同时，今年前5个月新发行的专项债仍然达到近1.9万亿元，短期内基建的资金仍然相对充足。预计Q2之后，基建增速可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高的增速，对固投形成支撑。

### (5) 工业生产边际趋缓，动力不强、需求不足问题凸显

2022年5月，规模以上工业增加值同比+3.5%，弱于市场预期（+4.09%），较4月份回落2.1PCTS。1-5月份累计同比+3.6%，与1-4月份持平。环比录得+0.63%，由负转正。在经历一季度经济高斜率修复推动的环比高增之后，4月工业生产修复放缓，5月整体上延续了4月的趋势，显示工业生产当前仍处于底部修复区域，面临一定的压力。外需方面，5月的出口数据显示，供给能力从低谷状态回升带来的高强度冲击是难以持续的，订单积压难以成为长期支撑因素，叠加世界经济衰退预期不断增强，中短期内出口或仍将维持在当前水平或小幅下滑，对整体经济的支撑作用偏负面。内需方面，5月核心CPI环比仍低于历史均值，重要生产资料价格普遍较4月环比下行幅度加深或由正转负，工业制成品的需求不足；结合5月社融数据走弱，市场主体融资意愿不足，反映出我国经济动能走弱的趋势仍在进

一步显现，内需不足是当前经济运行的核心矛盾。站在当前时点，增量稳增长政策的出台必要性已经明显抬升。

**图1 月度经济数据情况**

|               | 2023-05 | 2023-04 | 2023-03 | 2023前2月        | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
|---------------|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 社零(当月同比)      | 12.7%   | 18.4%   | 10.6%   | 8.5%           | -1.8%   | 5.9%    | -0.5%   | 2.5%    | 3.4%    | 2.7%    | 3.1%    | 6.7%    |
| 社零:商品零售(当月同比) | 10.5%   | 15.9%   | 9.1%    | 2.9%           | -0.1%   | 5.6%    | 0.5%    | 3.0%    | 3.1%    | 3.2%    | 3.9%    | 5.0%    |
| 社零:餐饮(当月同比)   | 35.1%   | 43.8%   | 26.3%   | 9.2%           | 4.1%    | 3.4%    | 3.1%    | -1.7%   | 8.4%    | -1.5%   | 4.0%    | 11.1%   |
| 固投(累计同比)      | 4.0%    | 4.7%    | 5.1%    | 5.5%           | 3.1%    | 3.3%    | 5.8%    | 3.9%    | 5.8%    | 5.7%    | 6.1%    | 6.2%    |
| 制造业投资(累计同比)   | 6.0%    | 6.4%    | 7.0%    | 8.1%           | 9.1%    | 9.3%    | 9.7%    | 10.1%   | 10.0%   | 9.9%    | 10.4%   | 10.6%   |
| 基建投资(累计同比)    | 9.9%    | 9.8%    | 10.8%   | 12.2%          | 11.5%   | 11.7%   | 11.4%   | 11.2%   | 10.4%   | 9.6%    | 9.3%    | 8.2%    |
| 房地产开发投资(累计同比) | -7.2%   | 6.2%    | 5.8%    | 5.7%           | 10.0%   | 9.8%    | 8.8%    | 8.0%    | 7.4%    | 6.4%    | 5.4%    | 4.0%    |
| 固投(当月同比)      | 1.6%    | 3.7%    | 4.7%    | 5.5%           | 3.1%    | 0.7%    | 5.0%    | 6.6%    | 6.5%    | 3.5%    | 3.8%    | 4.5%    |
| 制造业投资(当月同比)   | 5.1%    | 5.3%    | 6.2%    | 8.1%           | 7.4%    | 6.2%    | 6.9%    | 10.7%   | 10.6%   | 7.5%    | 9.9%    | 7.1%    |
| 基建投资(当月同比)    | 10.3%   | 7.9%    | 9.9%    | 12.2%          | 10.4%   | 13.9%   | 12.8%   | 15.3%   | 15.4%   | 13.5%   | 12.0%   | 7.9%    |
| 房地产开发投资(当月同比) | -10.5%  | 7.3%    | 5.9%    | 5.7%           | 12.7%   | 9.9%    | 6.1%    | 2.1%    | 3.8%    | 2.1%    | 2.6%    | 7.7%    |
| 出口金额(美元,当月同比) | -7.5%   | 8.5%    | 14.8%   | 6.8%           | 9.9%    | 3.7%    | -0.3%   | 3.9%    | 7.2%    | 18.0%   | 17.1%   | 16.3%   |
| 进口金额(美元,当月同比) | -4.5%   | 7.9%    | 1.4%    | 10.2%          | 7.5%    | 10.6%   | -0.7%   | 0.3%    | 0.2%    | 2.0%    | 0.4%    | 3.7%    |
| 工业增加值(当月同比)   | 3.5%    | 5.6%    | 3.9%    | 2.4%           | 1.3%    | 2.2%    | 5.0%    | 6.3%    | 4.2%    | 3.8%    | 3.9%    | 0.7%    |
| 服务业生产指数(当月同比) | 11.7%   | 13.5%   | 9.2%    | 5.5%           | -0.8%   | -1.9%   | 0.1%    | 1.3%    | 1.8%    | 0.6%    | 1.3%    | 5.1%    |
| 制造业PMI        | 48.8    | 49.2    | 51.9    | 1月50.1, 2月52.6 | 47.0    | 48.0    | 49.2    | 50.1    | 49.4    | 49      | 50.2    | 49.6    |
| 非制造业PMI       | 54.5    | 56.4    | 58.2    | 1月54.4, 2月56.3 | 41.6    | 46.7    | 48.7    | 50.6    | 52.6    | 53.8    | 54.7    | 47.8    |
| 建筑业PMI        | 58.2    | 63.9    | 65.6    | 1月56.4, 2月60.2 | 54.4    | 55.4    | 58.2    | 60.2    | 56.5    | 59.2    | 56.6    | 52.2    |
| 服务业PMI        | 53.8    | 55.1    | 56.9    | 1月54.0, 2月55.6 | 39.4    | 45.1    | 47      | 48.9    | 51.9    | 52.8    | 54.3    | 47.1    |

资料来源: wind, 中航证券研究所

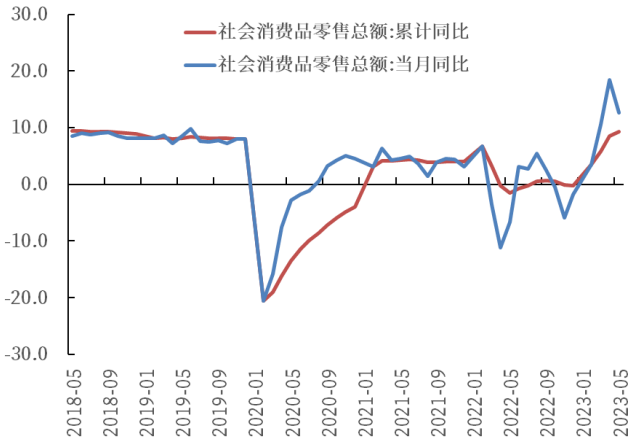
## 一、5月消费动能继续走弱，预计弱复苏趋势将持续

2023年5月，社零环比为+0.4%，较上月+0.2PCTS。季节性上，5月社零环比仅高于2011年以来的2018年和2022年同月，显示继4月之后，5月消费复苏动能继续放缓。2023年5月，社零同比+12.7%（市场预期+13.6%），较4月-5.7PCTS，同比的增速下降主要受去年5月基数抬升影响。

分大类看，5月商品零售同比+10.5%（4月+15.9%）、餐饮收入同比+35.1%（4月+43.8%），限额以上社零同比+12.5%（4月+19.0%）。从限额以上商品零售的具体商品类别角度，2023年5月：继4月之后，汽车类表现仍然突出，同比增速虽因基数问题较5月下降，但仍然录得+24.2%的高增速，对5月限额以上商品零售增速的带动达到+6.6PCTS；石油制品类同比增速由4月的+13.5%下降到5月的+4.1%，主要系去年5月消费量基数抬升和今年5月油价同比降幅较4月加深的影响；必选消费品（粮油、饮料、烟酒、化妆品、日用品及中西药品）中，化妆品类销售同比增速最高，录得+11.7%，增速较上月-12.6%，饮料类和粮油食品类销售同比增速最低，均录得-0.7%，分别较4月降幅收窄和由正转负；可选消费品中，通讯器材类同比增速最高，录得+27.4%，较4月+12.8PCTS，建筑及装潢材料类销售同比增速最低，录得-14.6%，降幅较4月加深。

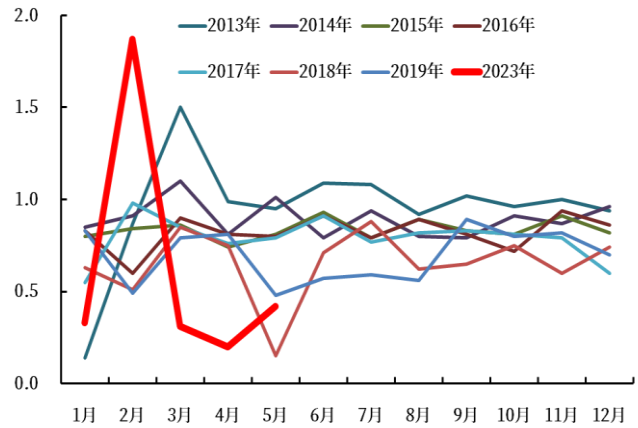
总体来看，与4月相似，5月社零虽然因为去年的低基数继续实现同比高增，但从环比数据看，5月消费动能继4月之后继续走弱，显示居民收入增速下降、资产负债表受损之下这一相对中长期的因素影响仍然持续抑制消费的进一步复苏。往后看，我们认为年内居民消费走势仍将是3个特征并存：其一，因基数原因，6月和Q3社零同比将较3-5月走低，进入Q4，社零同比将再次录得较高值。其二，居民出行和生产生活回归常态之下，后续消费有望维持一定的强度，出现大幅回落的概率较低。从高德交通大数据拥堵指数角度，100个监测的大中城市中，6月上旬拥堵程度较2022年同期和2021年同期严重的城市数量分别为47个和83个，结合持续恢复的主要城市地铁客流量数据，显示居民出行已快速向疫情前的常态接近。其三，居民收入增速下降和资产负债表受损之下，居民消费倾向的低迷，仍将在年内持续遏制消费的复苏势头。今年Q1的季度数据显示，我国居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前，同时，以“支出/收入”表征的居民消费倾向看，目前居民可支配收入增速依然较疫情前有一定差距。

图2 低基数下5月社零同比强势回升 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 5月社零环比与历年5月相比不算强 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

| 商品类别         | 2023-05 | 2023-04 | 2023-03 | 2023-02 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 限额以上企业商品零售总额 | 11.10%  | 17.30%  | 8.50%   | 1.50%   | -0.20%  | -5.70%  | 0.00%   | 6.60%   | 9.10%   | 7.50%   | 8.80%   | -5.30%  |
| 汽车类          | 6.57%   | 9.57%   | 3.32%   | -2.65%  | 1.38%   | -1.06%  | 1.04%   | 3.92%   | 4.56%   | 2.84%   | 3.87%   | -4.82%  |
| 服装鞋帽、针、纺织品类  | 1.38%   | 2.47%   | 1.32%   | 0.50%   | -1.16%  | -1.51%  | -0.70%  | -0.04%  | 0.39%   | 0.06%   | 0.10%   | -1.47%  |
| 通讯器材类        | 0.94%   | 0.50%   | 0.07%   | -0.35%  | -0.16%  | -0.95%  | -0.44%  | 0.23%   | -0.17%  | 0.17%   | 0.31%   | -0.26%  |
| 石油及制品类       | 0.64%   | 2.20%   | 1.35%   | 1.46%   | -0.37%  | -0.20%  | 0.14%   | 1.42%   | 2.44%   | 2.12%   | 1.89%   | 1.17%   |
| 日用品类         | 0.45%   | 0.48%   | 0.36%   | 0.19%   | -0.45%  | -0.47%  | -0.10%  | 0.25%   | 0.18%   | 0.03%   | 0.21%   | -0.32%  |
| 金银珠宝类        | 0.45%   | 0.68%   | 0.59%   | 0.15%   | -0.34%  | -0.12%  | -0.05%  | 0.04%   | 0.15%   | 0.38%   | 0.13%   | -0.32%  |
| 中西药品类        | 0.31%   | 0.18%   | 0.49%   | 0.71%   | 1.51%   | 0.30%   | 0.33%   | 0.36%   | 0.36%   | 0.31%   | 0.43%   | 0.40%   |
| 化妆品类         | 0.30%   | 0.52%   | 0.26%   | 0.09%   | -0.43%  | -0.17%  | -0.09%  | -0.08%  | -0.16%  | 0.01%   | 0.22%   | -0.29%  |
| 烟酒类          | 0.25%   | 0.45%   | 0.27%   | 0.24%   | -0.25%  | -0.06%  | -0.02%  | -0.34%  | 0.24%   | 0.22%   | 0.14%   | 0.10%   |
| 家具类          | 0.05%   | 0.03%   | 0.03%   | 0.04%   | -0.07%  | -0.05%  | -0.08%  | -0.09%  | -0.10%  | -0.08%  | -0.08%  | -0.13%  |
| 家用电器和音像器材类   | 0.01%   | 0.26%   | -0.08%  | -0.09%  | -0.74%  | -1.26%  | -0.80%  | -0.35%  | 0.20%   | 0.45%   | 0.25%   | -0.64%  |
| 饮料类          | -0.01%  | -0.07%  | -0.09%  | 0.10%   | 0.09%   | -0.11%  | 0.07%   | 0.10%   | 0.12%   | 0.06%   | 0.04%   | 0.14%   |
| 文化办公用品类      | -0.03%  | -0.13%  | -0.05%  | -0.03%  | -0.01%  | -0.06%  | -0.05%  | 0.26%   | 0.19%   | 0.30%   | 0.28%   | -0.07%  |
| 粮油、食品类       | -0.09%  | 0.13%   | 0.51%   | 1.11%   | 1.11%   | 0.40%   | 0.91%   | 0.98%   | 0.90%   | 0.67%   | 0.91%   | 1.27%   |
| 建筑及装潢材料类     | -0.18%  | -0.14%  | -0.06%  | -0.01%  | -0.12%  | -0.13%  | -0.12%  | -0.11%  | -0.13%  | -0.11%  | -0.06%  | -0.10%  |

资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、固投增速再次下行，房地产投资继续成为主要拖累

2023年5月，固投同比+1.6%，较4月-2.1PCTS，带动1-5月固投累计增速录得+4.0%（市场预期+4.5%），较前4个月-0.7PCTS。2023年5月，制造业投资同比+5.1%（较4月-0.2PCTS），基建投资同比+10.7%（较4月+2.8PCTS），房地产投资同比-10.5%（较4月-3.3PCTS）。5月，制造业和房地产投资同比均较4月下行且不同程度上低于市场预期，基建投资同比较4月上行且超过市场预期。

### （1）内外需同步走弱之下制造业预期转弱，投资意愿受到抑制

2023年5月，制造业投资增速+5.1%，较4月-0.2PCTS，带动5月固投总体增速+3.0PCTS。

从具体的行业看，已公布数据的制造业子行业1-5月制造业累计同比增速出现明显分化。1-5月投资增速为正、同时增速较1-4月上行的行业有3个，分别是农副食品加工业、食品制造业和化学原料及制品业。1-5月投资增速为正，但增速较1-4月下行的有汽车制造业、金属制品业通用设备制造业等6个行业。1-5月投资增速为负的行业有铁路船舶航空航天制造业、纺织业和医药制造业3个行业。各行业投资增速综合影响之下，5月制造业投资累计同比增速较4月下行。

5月制造业投资同比的下滑，核心影响因素在于内外需同步走弱之下，制造业预期转弱、投资意愿受到抑制。外需方面，5月出口金额以美元计录得-7.5%，大幅低于市场预期，前期订单积压带来的集中释放因素消退后，世界经济走弱对我国外需的负面影响开始显现。内需方面，5月核心CPI环比仍低于历史均值，重要生产资料价格普遍较4月环比下行幅度加深或由正转负，显示工业制成品的需求不足的情况仍在持续。在内外需同步走弱的预期影响下，叠加制造业利润增速持续为负以及制造业产能利用率不高，制造业投资意愿受到了抑制。2023年4月，制造业利润总额累计同比录得-27.0%，自2022年2月以来连续第14个月为负。2023年Q1制造业产能利用率74.5%，接近2020年Q2的水平，处在相对低位。

从单月增速来看，5月制造业单月+5.1%的增速仍然排在近60个月的第33位（2021年采用两年复合增速），显示在相对景气的制造业子行业支撑下，制造业投资整体上仍具一定韧性。后续制造业增速的进一步企稳仍需包含产业政策在内的增量稳增长政策的支撑。

### （2）房地产投资降幅再加深

2023年5月，房地产投资增速-10.5%，较4月-3.3PCTS，降幅连续第3个月扩大，带动5月固投增速-2.9PCTS。2023年5月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-11.3%、+6.0%和-21.1%，分别较4月-4.3PCTS、+7.9PCTS和-2.9PCTS，占比最大的住宅投资额降幅连续第2个月扩大。

房屋销售方面，2023年5月商品房销售额和销售面积同比分别为+6.8%和-3.0%，销售额当月同比涨幅自3月、4月扩大后，再次下降，销售面积同比继3月和4月连续



两个月为正后，再次回到负值，显示居民购房意愿在今年一季度的回暖后，再次出现了走弱。房地产施工方面，2023年5月房屋施工面积同比-41.2%（较4月-4.9PCTS），其中新开工面积同比-27.3%（与4月持平）、竣工面积同比+24.4%（较4月-17.6PCTS）。房地产开发资金方面，2023年5月房企开发到位资金同比-9.1%（较4月-9.9PCTS），其中国内贷款同比-14.7%（较4月-2.3PCTS）、自筹资金-31.0%（较4月-3.1PCTS）、定金及预收款同比+4.5%（较4月-24.9PCTS）、个人按揭贷款+22.0%（与4月持平）。

2023年5月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，5月房地产开发投资完成额同比较4月下行，除去年5月基数较4月抬升的因素外，房地产企业投资意愿边际转弱是核心原因。2，商品房销售金额和面积同比涨幅分别较4月涨幅缩窄和由正转负，一方面受到去年5月基数较4月抬升影响，另一方面更主要的原因在于居民购房意愿不算强。从环比看，5月商品房销售金额和销售面积分别录得+9.0%和+14.5%，在近10年同月环比中分别排在第6位和5位，与4月的商品房销售额和销售面积环比均排在近10年同月靠后位置相比，显示5月居民购房意愿虽不算强，但也有所恢复。3，在保交房的压力下，5月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。4，继3月和4月连续两个月同比为正后，5月房地产开发资金同比再次转负，来自居民的定金及预收款、个人按揭贷款同比涨幅分别较4月降低和持平，同时房企国内贷款和房企自筹资金降幅较4月加深，显示房企融资仍需政策进一步加强支持。

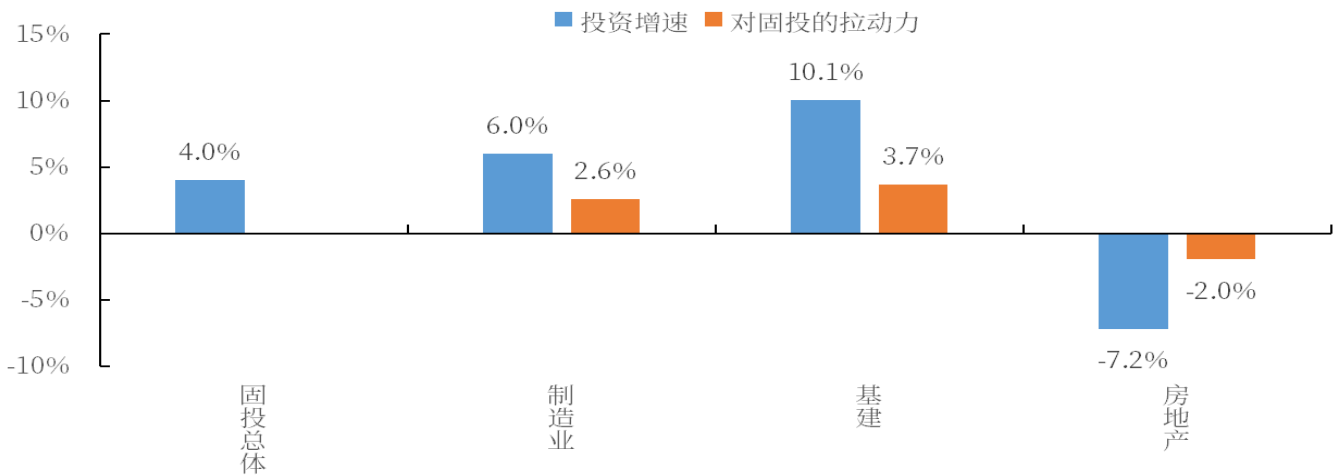
从目前的数据看，房地产投资的未来走势仍然存在不确定性。销售端来看，5月房地产销售仍然较弱。同时，我们统计的数据显示，以今年6月上半月商品房销售面积的双倍代替今年6月商品房销售面积，4个一线城市、12个二线城市和27个三线城市6月预期商品房销售面积同比分别为-24%、-43%和-55%，意味着6月商品房销售大概率仍然较弱。总体来看，我们预计短期内，房企仍将以完成手头项目为主，房地产投资改善速度将相对较慢。下半年，若稳增长政策进一步加码，则随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有望随之回升，进而带动下半年房地产投资回升，2023年全年房地产开发投资增速仍然有望回升至0附近。

### （3）基建投资增速上行，再次成为固投的“稳定器”

2023年5月，基建投资同比+10.7%，较4月+2.8PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第10位（2021年为两年复合增速）。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资维持高速，前5月同比录得+27.6%，较前4月提升，同时显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政前5月投资同比录得+6.9%，较前4月-1.2PCTS，水利环境和公共设施管理前5月投资同比录得+4.7%，较前4月的-0.8PCTS。

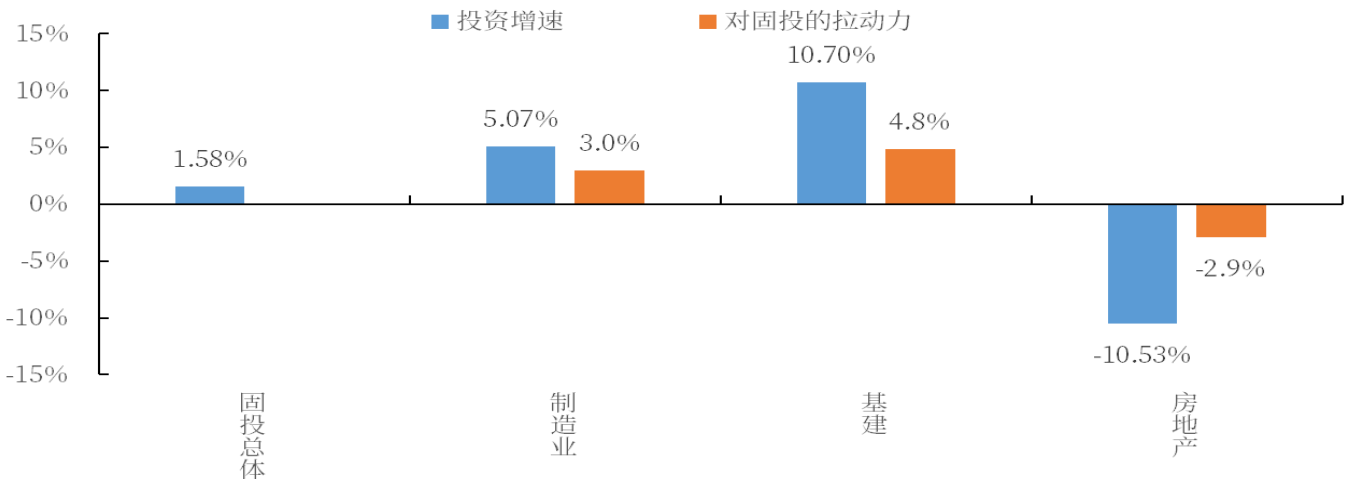
截止6月15日，6月全国共发行专项债1066亿元，未达5月的一半，显示专项债发行速度趋缓，或意味着后续基建的资金支撑力度有所减弱。同时，今年前5个月新发行的专项债仍然达到近1.9万亿元，短期内基建的资金仍然相对充足。预计Q2之后，基建增速可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高的增速，对固投形成支撑。

图5 2023 年前 5 月固投及主要分项投资增速及拉动力



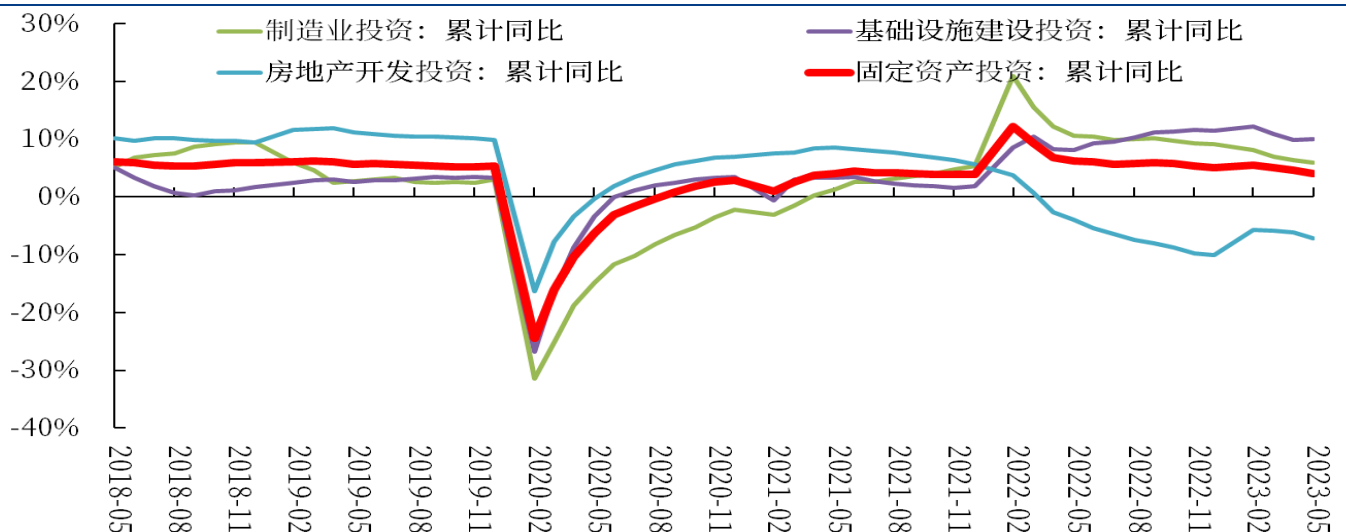
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 2023 年 5 月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源: wind, 中航证券研究所

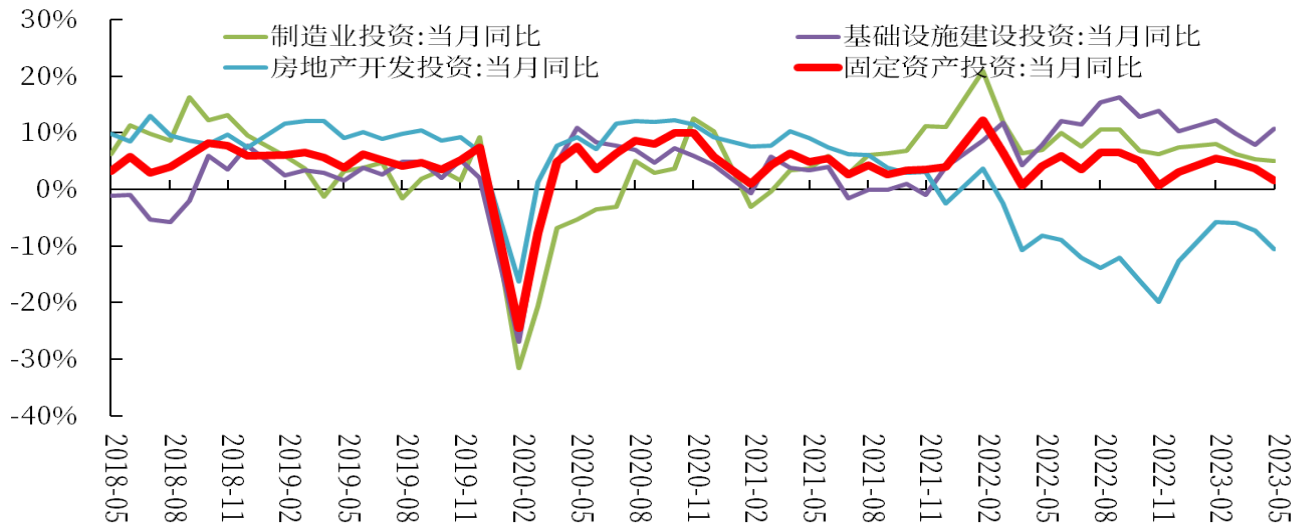
图7 固投及主要分项累计同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

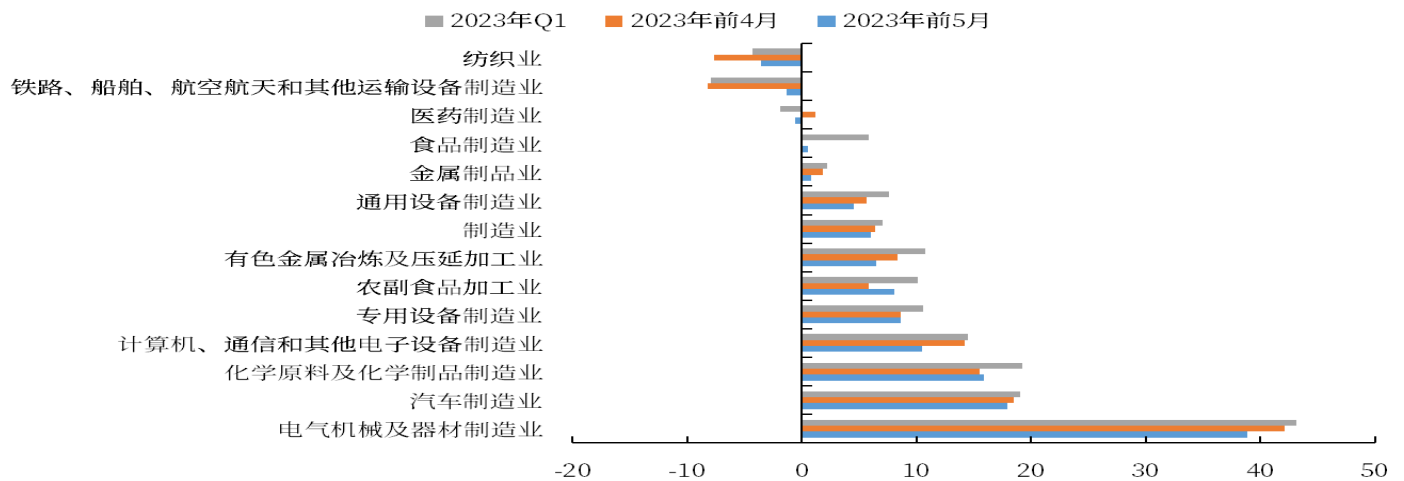


图8 固投及主要分项当月同比走势 (%)



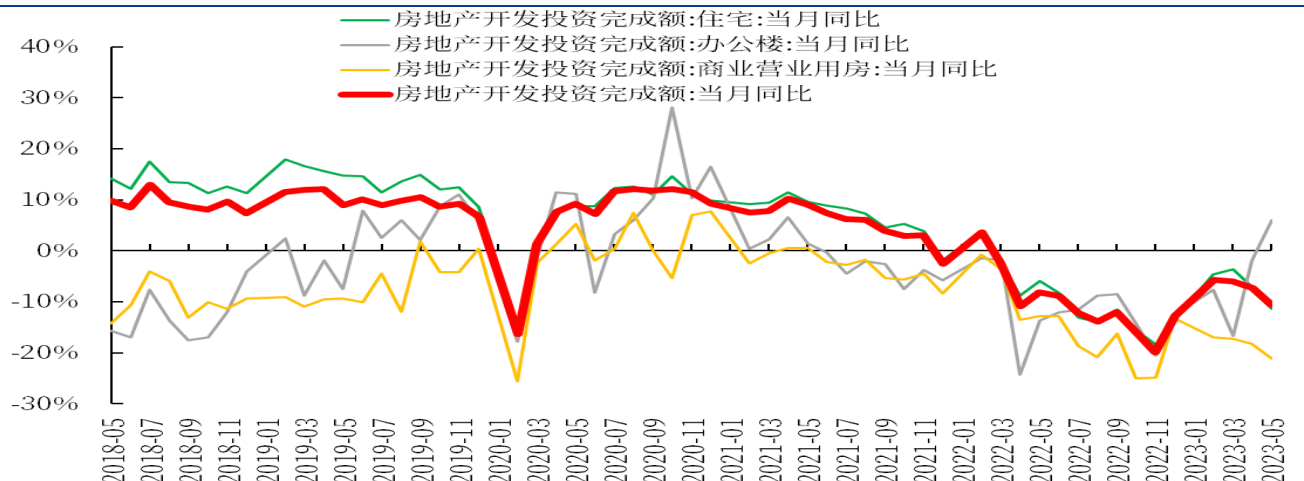
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图9 制造业分行业累计投资增速 (%)



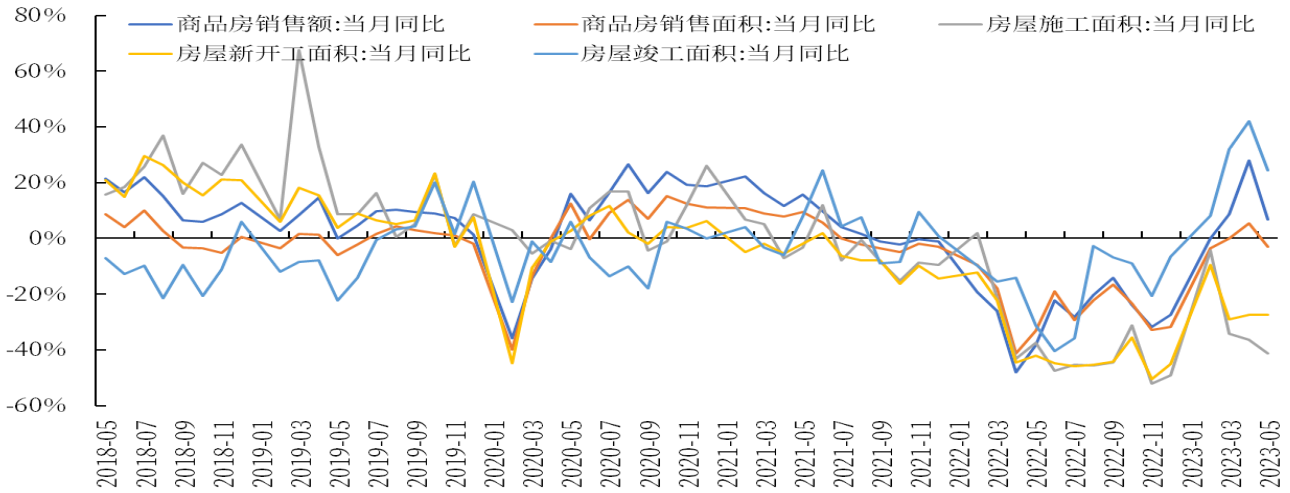
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势 (%)



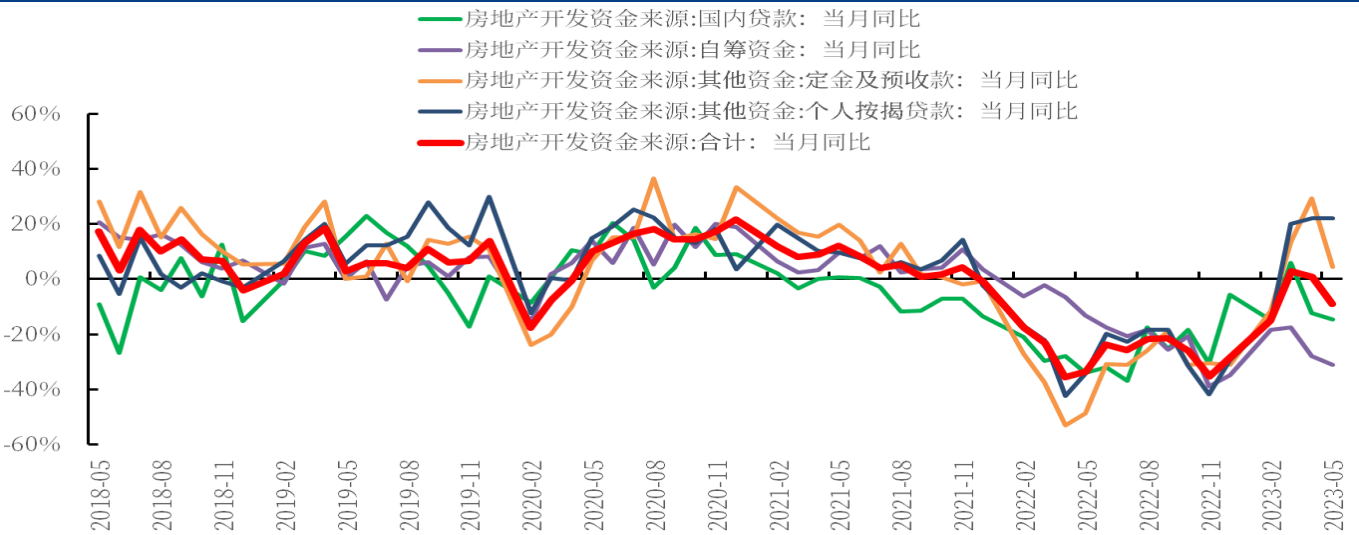
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图11 房屋销售、施工及土地购置同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图12 房地产开发资金到位情况走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

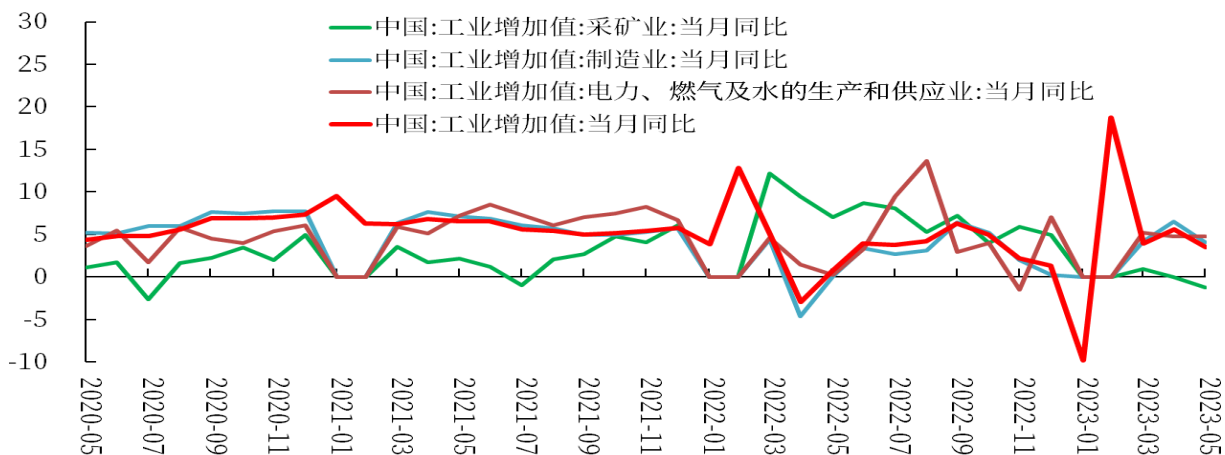
### 三、工业生产边际趋缓，动力不强、需求不足问题凸显

2022年5月，规模以上工业增加值同比+3.5%，弱于市场预期（+4.09%），较4月份回落2.1PCTS。1-5月份累计同比+3.6%，与1-4月份持平。环比录得+0.63%，由负转正。从环比和累计同比增速来看，5月份工业生产总体与上月持平，同比增速下滑主要是去年同期基数抬升的影响。分三大门类看，采矿业增加值同比-1.2%（前值+0.0%），制造业+4.1%（前值+6.5%），公用事业同比+4.8%（前值+4.8%）。

在经历一季度经济高斜率修复推动的环比高增之后，4月工业生产修复放缓，5月整体上延续了4月的趋势，显示工业生产当前仍处于底部修复区域，面临一定的压力。从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，有10个子行业同比增速录得正值，同比增速较高的行业围绕装备制造业以及新能源汽车产业链。其中汽车制造业（+23.8%）、电气机械及器材制造业（+15.4%）、运输设备制造业（+7.6%）、有色金属冶炼及压延加工业（+7.1%）、通用设备制造业（+6.1%）以及电力、热力的生产和供应业（+5.2%）录得5个点以上的涨幅。但是环比来看除了农副食品加工业、纺织业和医药制造业相较于4月出现增速改善，其余子行业同比增速大体延续了4月数值，汽车制造业同比增速下滑20.8PCTS。虽然有同期基数环比抬升的因素，但在市场需求较弱、价格下降等影响下，5月工业生产承压态势凸显。

5月的PMI数据继4月之后连续两月位于荣枯线之下，自4月开始的经济动能边际走弱在5月得到延续，工业生产面临增长动力不强、需求不足等问题。外需方面，5月的出口数据显示，供给能力从低谷状态回升带来的高强度冲击是难以持续的，订单积压难以成为长期支撑因素，叠加世界经济衰退预期不断增强，中短期内出口或仍将维持在当前水平或小幅下滑，对整体经济的支撑作用偏负面。内需方面，5月核心CPI环比仍低于历史均值，重要生产资料价格普遍较4月环比下行幅度加深或由正转负，PPIRM环比下行幅度加深，工业制成品的需求不足；结合5月社融数据走弱，市场主体融资意愿不足，反映出我国经济动能走弱的趋势仍在进一步显现，内需不足是当前经济运行的核心矛盾。站在当前时点，增量稳增长政策的出台必要性已经明显抬升。

图13 工业增加值分行业同比数据（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

### 销售团队：

李裕淇，18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳，18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉，13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637