

经济动能偏弱，但债市暂时没有交易基本面

——5月经济数据点评

报告日期：2023-06-16

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件

6月15日，统计局公布5月经济数据，全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为3.5%、12.7%、1.6%。

● 供给端：服务业修复虽仍快于工业，但j总体恢复不及预期

5月，工业增加值同比增长3.5%，前值增5.6%。季调环比录得0.63%，前值为-0.34%。分三大门类看，采矿业与去年同期相比下降明显，5月采矿业增加值同比减少1.2%，涨幅较前值回落1.2pct；多数工业生产行业涨幅减缓，其中汽车行业增幅大幅收窄，20个主要行业中12个同比保持增长。

服务业同比增幅有所减缓，但复苏依旧强于工业，5月服务业生产指数同比增长11.7%，增速较4月降低1.8pct。总体来看，5月服务业继续维持恢复态势，但增速略微回落。

● 需求端：消费复苏低于预期、投资增长收敛、出口同比超预期转负

消费复苏不如市场预期，总体需求不足。5月社零同比增长12.7%，涨幅较前值减少5.7pct。除汽车以外的消费品零售额同比增长11.5%，涨幅较前值减少5pct，增速放缓。社零季调环比增长0.42%，增幅较为温和。

地产投资降幅增大，基建、制造业总体维持增速：

● 地产竣工端环比增幅下降，拖累房地产开发：地产投资当月同比录得-21.5%，降幅较前值扩大9pct；施工端来看，与4月相比，施工面积同比降幅收窄9.36pct，新开工面积同比降幅扩大0.17pct；竣工面积同比上涨24.5%，涨幅较4月收窄12.7pct，环比增幅下降。

● 基建投资总体维持增速，其中电热汽水投资增长明显。宽、窄口径基建投资当月同比增速分别录得8.8%、4.9%，增幅分别较4月扩大0.9pct、缩窄3.0pct。

● 制造业投资速度基本与上月持平。制造业投资当月同比增速录得5.1%，较4月收窄0.2pct。5月制造业PMI为49.6%，降至荣枯线以下，制造业实际整体恢复动能不足，非制造业保持高增。

5月份出口增速由正转负跌幅明显，同比增速较上月下降16.0pct至-7.5%。

分国别来看，外需回落明显，整体出口均有下滑。与俄罗斯出口增长持续加快，但对其余国家都有所减弱，拖累总体出口。对俄罗斯出口累计同比增速大幅扩张至 75.6%；

● **就业：青年人口失业率继续上行**

城镇就业情况整体与上月持平，青年人口失业率继续上行。针对不同年龄段人群的调查显示，16-24 岁人口自 2022 年以来失业率处于 15%以上的高位，到今年 5 月份已到达 20.8%，较前值上行 0.4pct；25-29 岁人口失业率降低 0.1pct 至 4.1%有所好转。

● **债市策略：短期留意杠杆，中长期把握利率趋势性下行的机会**

回看近期债市观点，在降息前我们始终强调持券轻易不下车，降息后我们认为仍然没有翻空的必要，但仍需注意利多兑现后的震荡市规律，后续应是少看多动，短期留意杠杆，中长期把握利率趋势性的下行机会：

- 第一，以当前的经济动能，即使叠加政策刺激，2.65%仍然是不需要悲观的点位，年初以来 10Y 国债收益率与 MLF 的利差处在 2016 年以来 50%-60%分位点，当前该利差有所收敛但仍具有较大压缩空间，从相对位置来看 10Y 国债收益率仍有下行动能。
- 第二，在一轮利多兑现后，政策面的影响可能被放大，同时市场也需考虑时至年中，配置盘力量不及年初，部分产品户的收益目标已完成过半，投资风格趋于保守，市场止盈情绪会有所抬头。
- 第三，跨半年的资金面是为数不多的“灰犀牛”，今年的跨半年资金面应关注①考虑到当前大行资金净融出已逼近 5 万亿元，应关注降息后的大行净融出是否持续放宽；②银行 MPA 考核与跨半年资金面波动的行情；③新增广义基金放缓对杠杆的消化作用减弱。

● **风险提示**

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

正文目录

1	事件.....	5
2	生产：服务业修复仍快于工业，但总体恢复不如预期.....	5
2.1	工业生产增幅整体下滑.....	5
2.2	服务业同比增幅有所减缓，但复苏依旧强于工业.....	5
3	需求端：消费复苏低于预期、投资增长收敛、出口同比超预期转负.....	6
3.1	社零：消费复苏不如市场预期，总体需求不足.....	6
3.2	固定资产投资：地产投资降幅增大，基建、制造业总体维持增速.....	7
3.3	出口增速由正转负低于预期.....	8
4	就业：基本与上月持平.....	10
5	风险提示：.....	11

图表目录

图表 1 三大门类工业增加值同比 (单位: %)	5
图表 2 各主要行业工业增加值同比 (单位: %)	5
图表 3 工业增加值与服务业生产指数 (单位: %)	6
图表 4 社会消费品零售额同比 (单位: %)	7
图表 5 各主要门类商品社零销售额同比 (单位: %)	7
图表 6 固投分项同比 (单位: %)	7
图表 7 地产投资分项同比 (单位: %)	8
图表 8 基建投资分项同比 (单位: %)	8
图表 9 进出口总值当月同比 (单位: %)	9
图表 10 分国别出口额 (单位: 亿美元)	9
图表 11 分国别出口累计同比 (单位: %)	9
图表 12 分国别进口额 (单位: 亿美元)	10
图表 13 分国别进口累计同比 (单位: %)	10
图表 14 城镇调查失业率 (单位: %)	10
图表 15 分户籍城镇调查失业率 (单位: %)	10
图表 16 16-24 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)	10
图表 17 25-59 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)	10

1 事件

6月15日，统计局公布5月经济数据，全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别为3.5%、12.7%、1.6%。

2 生产：服务业修复仍快于工业，但总体恢复不如预期

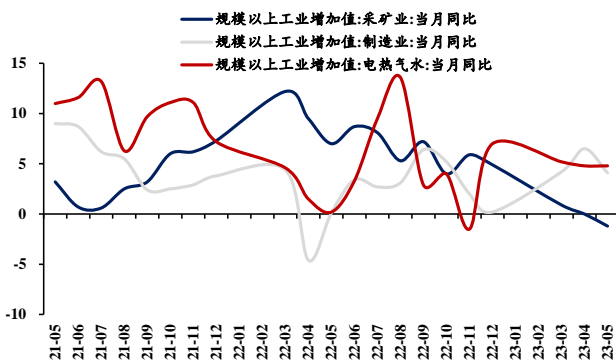
2.1 工业生产增幅整体下滑

5月，工业增加值同比增长3.5%，前值增5.6%。季调环比录得0.63%，前值为-0.34%。

分三大门类看，采矿业与去年同期相比下降明显。5月采矿业增加值同比减少1.2%，涨幅较前值回落1.2pct；制造业增加值同比增长4.1%，涨幅较前值回落2.4pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长4.8%，涨幅与前值持平。

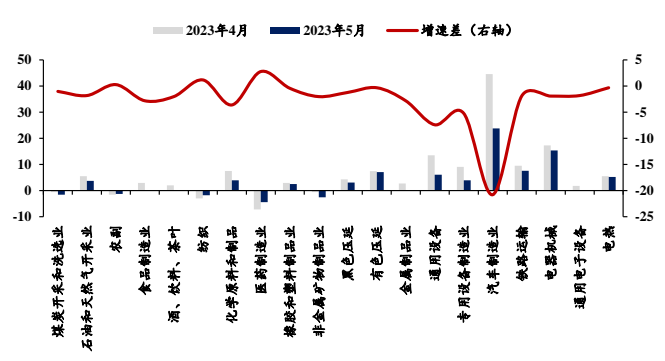
分行业看，多数工业生产行业涨幅减缓，其中汽车行业增幅大幅收窄。20个主要行业中，有12个行业增加值保持同比增长。其中汽车制造(+23.8%)、电器机械(+15.4%)、铁路运输(+7.6%)、有色压延(+7.1%)、通用设备(+6.1%)、电热(+5.2%)、化学原料和制品(+3.9%)、专用设备制造业(+3.9%)、石油和天然气开采业(+3.7%)、橡胶和塑料制品业(+2.5%)、食品制造业(+0.1%)同比增速降低；农副(-1.3%)、纺织(-1.8%)、医药制造业(-4.4%)增加值同比去年下降减缓；煤炭开采和洗选业(-1.6%)、非金属矿物制品业(-2.6%)增加值同比下降速度加大；金属制品业(-0.1%)同比增速由正转负；酒/饮料/茶叶(0%)，通用电子设备(0%)与去年持平。

图表1 三大门类工业增加值同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表2 各主要行业工业增加值同比（单位：%）

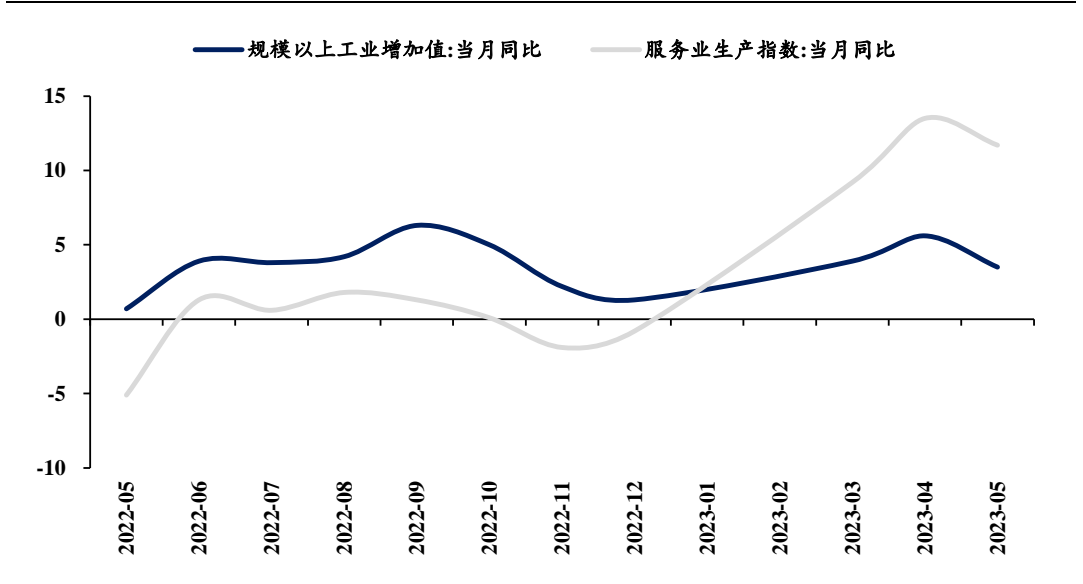


资料来源：Wind，华安证券研究所

2.2 服务业同比增幅有所减缓，但复苏依旧强于工业

5月服务业生产指数同比增长11.7%，增速较4月降低1.8pct。自1月开始服务业生产指数同比增速持续超工业增加值增长，总体来看，5月服务业继续维持恢复态势，但增速略微回落。

图表3 工业增加值与服务业生产指数（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

3 需求端：消费复苏低于预期、投资增长收敛、出口同比超预期转负

3.1 社零：消费复苏不如市场预期，总体需求不足

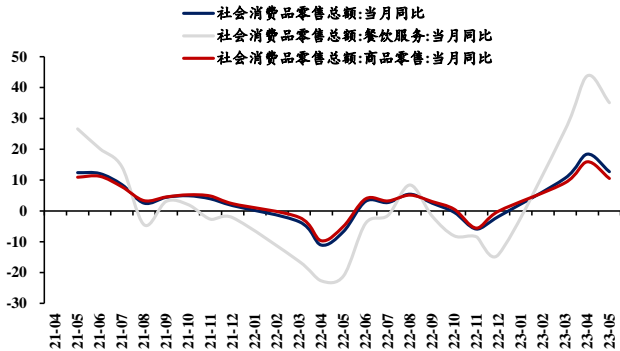
5月，社零同比增长12.7%，涨幅较前值减少5.7pct。受去年基数抬高的影响，5月消费恢复有所收敛，市场需求表现较弱。除汽车以外的消费品零售额同比增长11.5%，涨幅较前值减少5pct，增速放缓。社零季调环比增长0.42%，增幅较为温和。

从消费类型来看，5月份，商品零售额同比增长10.5%，增速较前值下降5.4%；餐饮收入同比上升35.1%，前值为43.8%，增速回落8.7pct，餐饮业恢复力度整体好于商品零售。

分品类来看，16个限额以上商品零售额中有12个同比增速为正，仅4项同比录得负值。其中，中西药品(+7.1%)、家具(+5%)、通讯器材(+27.4%)增速扩大；饮料(-0.7%)、文化办公用品(-1.2%)降幅收窄；粮油、食品(-0.7%)增速由正转负；建筑及装潢材料(-14.6%)降幅扩大；烟酒(+8.6%)、服装鞋帽/针/纺织品(+17.6%)、化妆品(+11.7%)、金银珠宝(+24.4%)、日用品(+9.45%)、体育/娱乐用品(+14.3%)、家用电器和音像器材(+0.1%)、石油及制品(+4.1%)、汽车(+24.2%)同比增速收窄。与前值相比，同比增速收窄最多的品

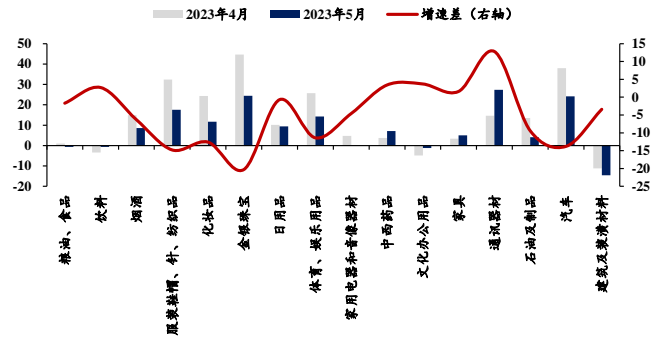
类为金银珠宝、服装鞋帽/针/纺织品、汽车，分别减少 20.3pct、14.8pct 和 13.8pct；同比增速扩大最多的是通讯器材，较前值增加 12.8pct，维持了高增速。

图表 4 社会消费品零售额同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 各主要门类商品社零销售额同比 (单位: %)

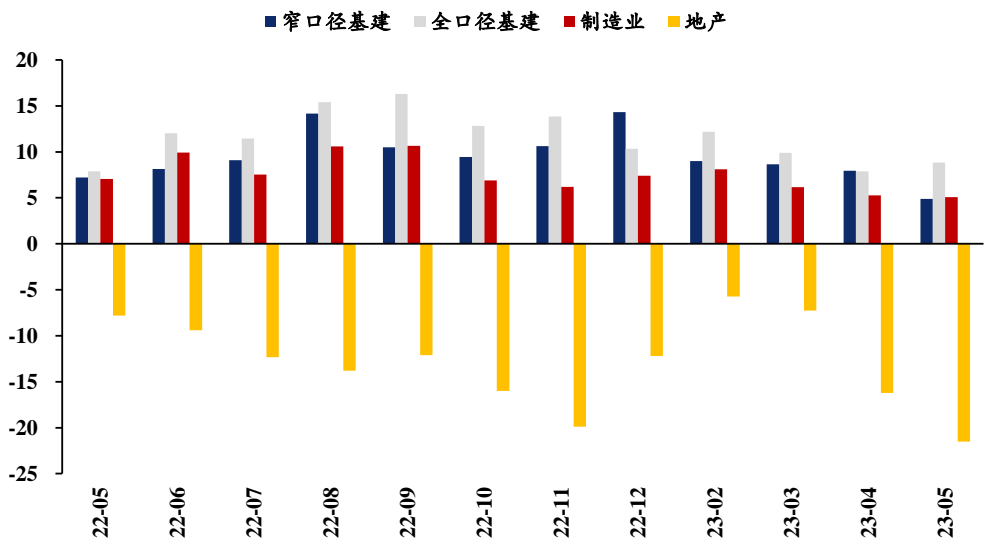


资料来源: Wind, 华安证券研究所

3.2 固定资产投资: 地产投资降幅增大, 基建、制造业总体维持增速

5 月份, 固定资产投资同比增速录得 1.6%, 较 4 月收窄 2pct; 固定资产投资(不含农户)完成额季调环比录得 0.11%, 较 4 月增长 0.93pct。

图表 6 固投分项同比 (单位: %)



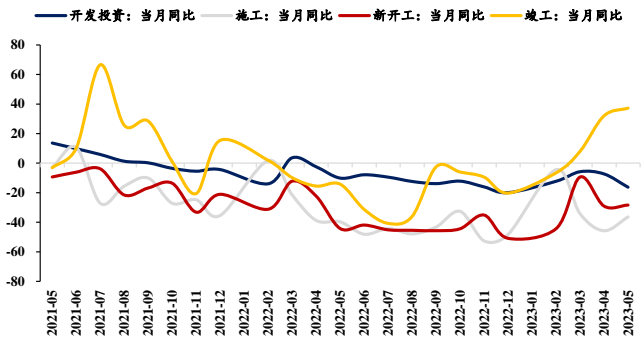
资料来源: Wind, 华安证券研究所

地产投资当月同比录得-21.5%，降幅较前值扩大 9pct；施工端来看，与 4 月相比，施工面积同比降幅收窄 9.36pct，新开工面积同比降幅扩大 0.17pct；竣工面积同比上涨 24.5%，涨幅较 4 月收窄 12.7pct，竣工端环比增幅下降，拖累房地产开发。从消费端来

看，商品房销售面积当月同比录得-19.8%，降幅较前值扩大 7.9pct；销售额同比增速由正转负录为-4.8%，较前值减少 18pct，销售面积和销售额增速同步下滑。

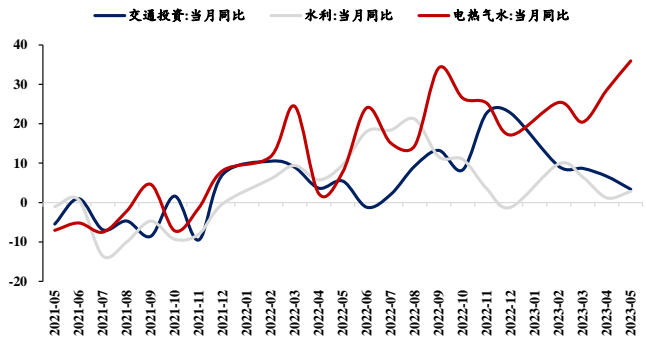
基建投资总体维持增速，其中电热汽水投资增长明显。宽、窄口径基建投资当月同比增速分别录得 8.8%、4.9%，增幅分别较 4 月扩大 0.9pct、缩窄 3.0pct。分类别来看，交通投资当月同比增速录得 3.4%，增幅较前值缩窄 3.3pct；水利投资当月同比增速录得 2.8%，增幅较前值扩大 1.6pct；电热汽水投资当月同比录得 35.9%，增幅较前值扩大 7.4pct。

图表 7 地产投资分项同比（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 基建投资分项同比（单位：%）



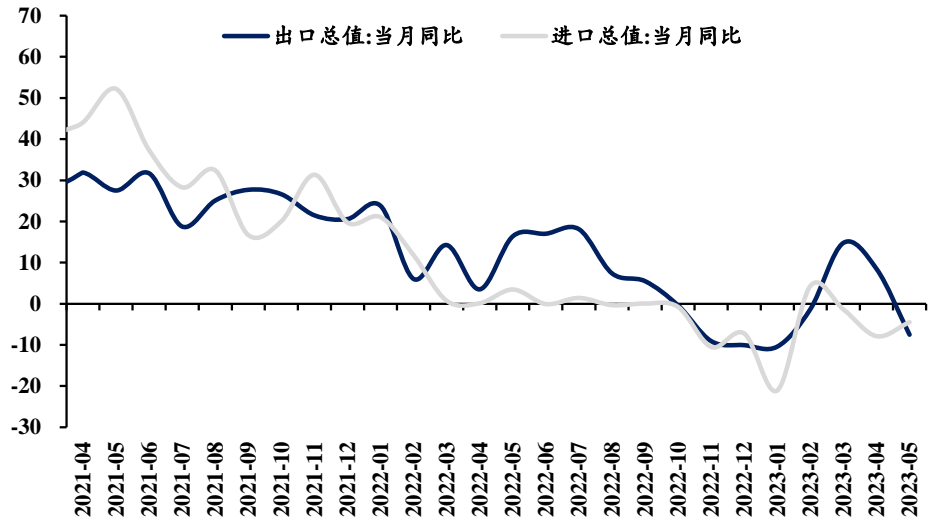
资料来源：Wind，华安证券研究所

制造业投资速度基本与上月持平。制造业投资当月同比增速录得 5.1%，较 4 月收窄 0.2pct。5 月制造业 PMI 为 49.6%，降至荣枯线以下，制造业实际整体恢复动能不足，非制造业保持高增；生产经营活动预期录得 54.1%，较 4 月减少 0.6pct，低于历史均值 56.6%，经营预期减弱。

3.3 出口增速由正转负低于预期

5 月份出口增速由正转负跌幅明显，同比增速较上月下降 16.0pct 至-7.5%；进口总值同比录得-4.5%，降幅较前值有所收窄，增加了 4.5pct。由于去年疫后高基数效应减弱，5 月出口同比转负，进口持续走弱，外需延续疲软态势。

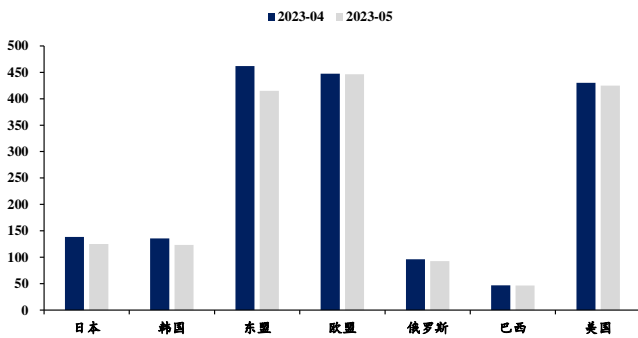
图表9 进出口总值当月同比 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

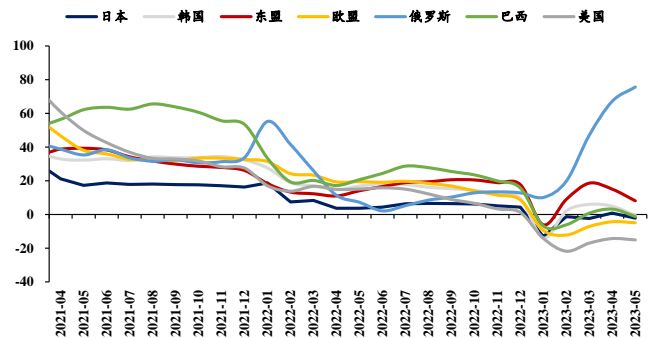
分国别来看, 外需回落明显, 整体出口均有下滑。5月, 中国对主要经济体出口额为: 日本(125亿美元)、韩国(123亿美元)、东盟(415亿美元)、欧盟(446亿美元)、俄罗斯(93亿美元)、巴西(47亿美元)、美国(425亿美元), 占出口总额比重分别为4.4%、4.4%、14.6%、15.7%、3.3%、1.6%、15.0%。与俄罗斯出口增长持续加快, 但对其余国家都有所减弱, 拖累总体出口。对俄罗斯出口累计同比增速大幅扩张至75.6%, 对东盟增速缩窄至8.1%, 对巴西、韩国由正转负分别为-1.2%、-0.5%, 对日本(-2.1%)、美国(-15.1%)、欧盟(-4.9%)出口累计同比降幅扩大。

图表10 分国别出口额 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表11 分国别出口累计同比 (单位: %)

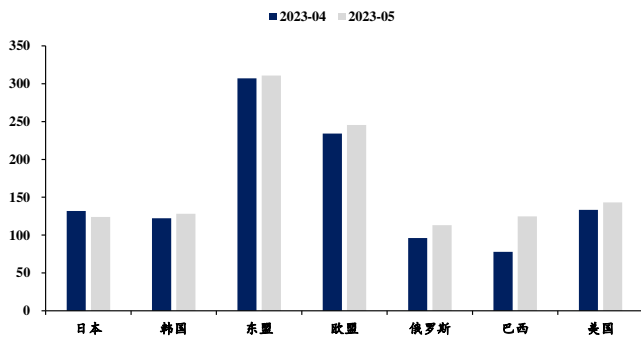


资料来源: Wind, 华安证券研究所

进口额有所上升, 多数国家进口上涨, 其中巴西增加明显, 仅有日本维持下降。5月, 中国对主要经济体进口额为: 日本(124亿美元)、韩国(128亿美元)、东盟(311亿美元)、欧盟(246亿美元)、俄罗斯(113亿美元)、巴西(125亿美元)、美国(143亿美元), 占出口总额比重分别为5.7%、5.9%、14.3%、11.3%、5.2%、5.7%、6.6%。进口累计同比增速分别为日本(-17.6%)、韩国(-26.7%)、东盟(-5.8%)、欧盟(-1.6%)、俄罗斯(+20.4%)、巴西(+1.4%)、美国(-3.6%), 其中, 对俄罗斯进口增速收窄, 对巴西由负转正, 对日本、韩国、东盟、欧盟进口同比降幅收窄, 对美国进口同比降幅

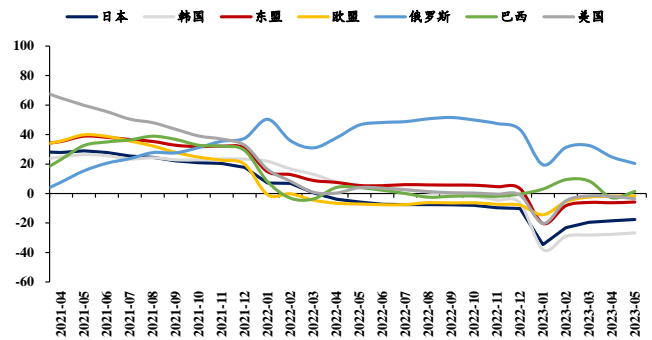
进一步扩大。

图表 12 分国别进口额 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 分国别进口累计同比 (单位: %)

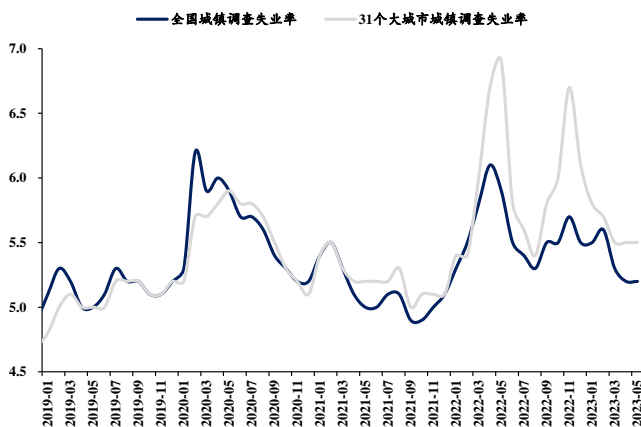


资料来源: Wind, 华安证券研究所

4 就业: 基本与上月持平

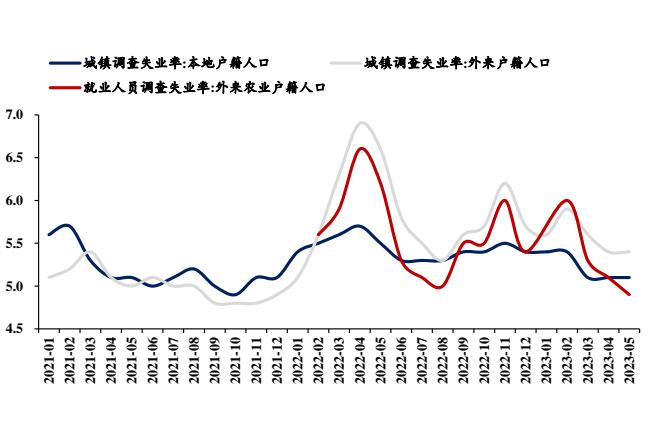
城镇就业情况整体与上月持平, 青年人口失业率继续上行。5月, 全国城镇调查失业率、31个大城市城镇调查失业率分别录得5.2%、5.5%, 与4月持平, 失业率没有明显变化。本地户籍、外来户籍失业率分别为5.1%、5.4%与4月持平, 外来农业户籍人口录得4.9%, 较4月下降0.1pct, 外来农业户籍人口就业略微改善。针对不同年龄段人群的调查显示, 16-24岁人口自2022年以来失业率处于15%以上的高位, 到今年5月份已到达20.8%, 较前值上行0.4pct; 25-29岁人口失业率降低0.1pct至4.1%有所好转。

图表 14 城镇调查失业率 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

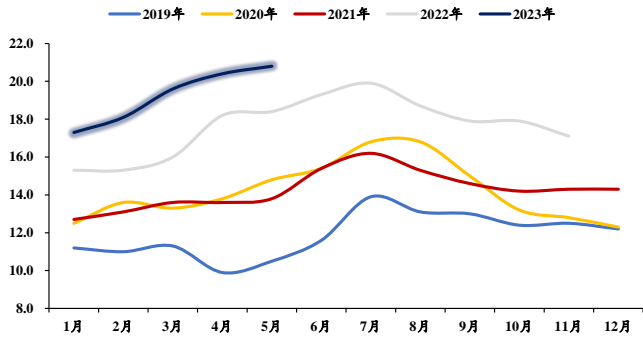
图表 15 分户籍城镇调查失业率 (单位: %)



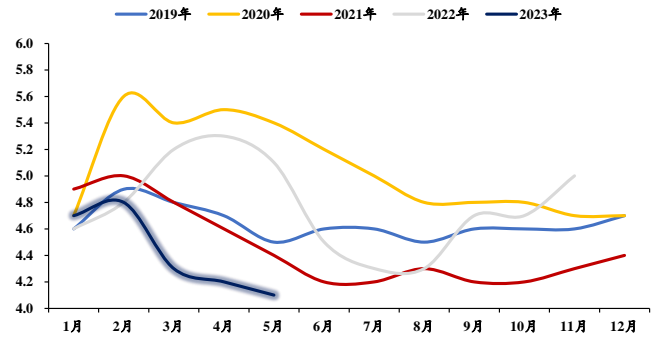
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 16-24 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)

图表 17 25-59 岁人口城镇调查失业率 (单位: %)



资料来源：Wind，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

5 风险提示：

流动性风险，数据统计与提取产生的误差。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。