

2023年06月16日

## 政策或将支撑经济形成“L型”拐点

固定收益研究团队

——2023年5月经济数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

### ● 核心观点

1. 5月，工增同比+3.5% (+5.6%)；社零同比+12.7% (+18.4%)；固投同比-21.2% (-17.4%)，房地产开发投资同比-21.5% (-16.2%)，制造业投资同比+5.1% (+5.3%)，基建投资同比+10.7% (+7.9%)；城镇调查失业率5.2% (5.2%)。

2. **整体：**总体来说，经济修复出现波动，5月的多数指标不及预期，包括生产、消费、地产、外需。但当经济恢复不及预期时，政策或出台进行逆周期。如本次的经济数据中较为亮眼的基建，重回两位数的增长，或可以证明政府的逆周期调控意愿。另外，刚刚调降的OMO和之后随之下调的MLF、SLF均体现政策对经济的托底。除了降息，货币端结构性货币政策对普惠金融、重点领域的支持，发改委、工信部等四部门提出的降成本通知，包括减税降费、金融支持实体等措施，政策端正在开始发力托底稳增长。

3. **后续：**经济仍在修复当中，而且在经济修复连续出现波动、外需拉动拖累经济、内需低迷的情况下，政策或不会出现转向，而是继续支持经济。降息不是宽货币的开始，而是后续稳增长的开始，预计后续将有宽信用、稳增长、提振经济的措施接续。后续内需或仍将是主旋律，后续需关注投资拉动物量指标情况、地产走势等。

4. **债市：**经济数据更多反映的是5月的情况，而后续经济在政策的托底下有望持续修复，经济可能会迎来“L型”拐点。基本面修复下，居民的风险偏好有望扭转，且市场已经隐含了“经济走弱、且稳增长力度较弱”的预期，那么后续稳增长措施陆续出台，可能会对权益和转债起到积极作用，将对债市形成压制。

### 5. 分项：

(1) **生产：**工增同比涨幅收窄，主因同期基数回升。生产端修复程度低于市场预期，但环比来看，仅是略低于季节性。产销率仍处于季节性低位，或证明生产向需求的传导仍不通畅，需求仍较低迷。出口交货值和出口金额同比的背离持续减小，同步指向外需放缓。从高频来看，多数开工指标在5月出现回落。大类中，采矿业增加值由于基数较高，对工增形成拖累。从行业来看，装备制造业的增加值的表现依旧是更好的，政策对战略新兴产业的支持力度较强，反映在汽车、电气器械的增加值上。

(2) **消费：**首先，2022年的同期基数回升使社零涨幅，第二，餐饮消费持续好于商品消费。餐饮消费在2022年同期所受的影响是大于商品消费，叠加5月线下服务类消费受五一等节假日影响恢复较好，使餐饮类消费收益。第三，服装娱乐类消费好于必选消费好于建筑类消费，建筑及装潢材料类仍在低位运行。

(3) **地产：**地产投资仍在磨底，商品房销售面积降幅继续下降。居民预期仍待回升，从社融中的居民中长期贷款来看，居民加杠杆购房意愿仍不足。从开工来看，新开工和施工面积仍大幅下滑，而竣工面积受保交楼支持继续高位运行。资金端中，多数资金分项出现下降，从高频来看，地产销售面积较为低迷，之前的一二手房分化情况也随着二手房成交面积的回落出现收敛。需关注后续地产企稳时点。

(4) **基建：**基建投资涨幅扩大，基建逆周期发力，证明政策有意愿发力托底经济。随着项目资金落地，需关注后续物量指标形成情况。

(5) **制造业：**制造业同比涨幅有所收窄，其中，同样是装备制造业表现较好，或来源于政策对新兴产业的支持，如结构性货币政策对科技创新、绿色发展等重点领域支持力度较强。在产业链完善升级的背景下，政策或将对制造业投资持续支撑。

(6) **就业：**城镇调查失业率与4月持平。各分项失业率均出现下降，只有16-24岁失业率持续上升，且高于季节性。政策对于就业支持力度较强，如国企扩大招聘等，后续失业率或将保持稳定。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济修复不及预期；海外风险超预期。

### 相关研究报告

《关注结构亮点，等待政策东风——

2023年5月金融数据点评》-2023.6.14

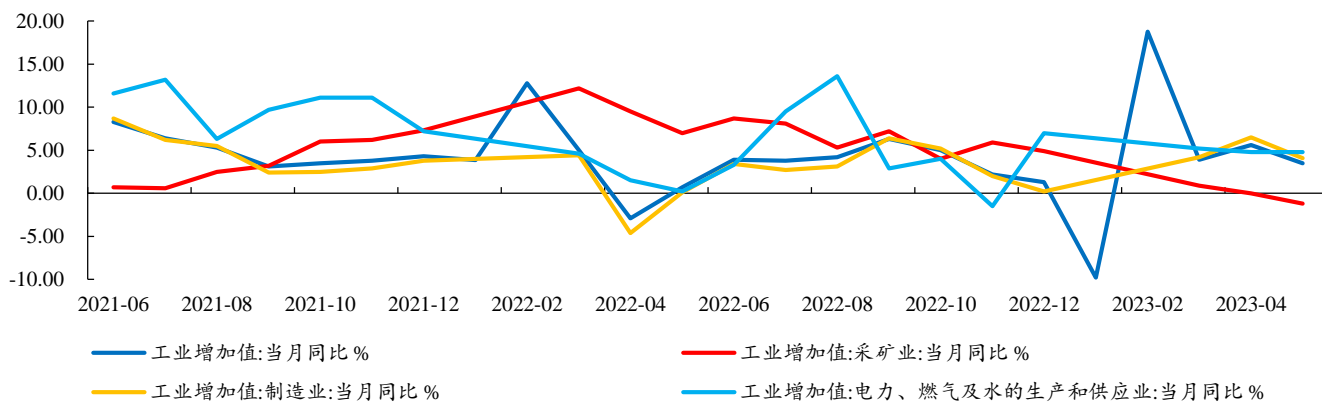
《此次降息是新一轮稳增长的开始——

6月13日降息点评》-2023.6.13

《CPI-PPI 差值高位或不会持续——

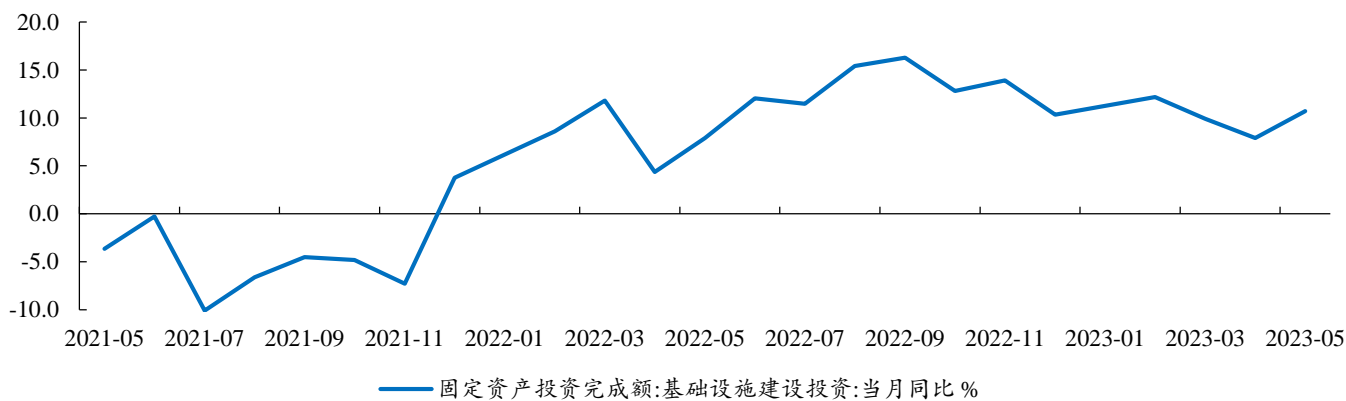
2023年5月价格数据点评》-2023.6.12

附图 1：生产端持续恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：基建投资重回两位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn