

宏观数据点评

低基数效应减弱，政策发力必要性提升——5月经济增长数据点评

2023年06月19日

【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2023年5月工业增加值同比增长3.5%，较4月回落2.1个百分点；2023年1-5月全国固定资产投资同比增长4.0%，较1-4月降低0.7个百分点；2023年5月社会消费品零售总额同比增长12.7%，较4月份降低5.7个百分点。

【评论】

- ◆ **报复性修复接近尾声，经济回归“强供给、弱需求”状态，逆周期政策蓄势待发。**以两年平均增速看，本月供给端工业生产提速，而需求端投资和消费放缓，反映当前内需有待提振。近期央行下调利率，四部门发布新的减税降费措施，充分传递政策逆周期调节信号，预计随着国内经济自然修复动能放缓和低基数效应减弱，政策稳增长必要性提升。
- ◆ **新能源、汽车等行业支撑工业生产。**受基数走高、出口下行和内需低迷等因素影响，本月工业增加值增速回落。从结构上看，中下游制造业引领作用增强，新能源、新动能产品保持高增长，反映国内新旧动能转换提速。
- ◆ **投资稳增长政策对经济拉动效应边际减弱。**制造业方面，国内外需求低迷叠加制造业利润下行，奠定了制造业投资下行趋势；但国内各地对制造业发展支持力度不断加大，叠加经济回升向好等利好因素，制造业投资有望保持韧性。**房地产方面**，市场预期仍未明显改善，楼市供给过剩、需求不足、流动性偏弱特征明显，且各线城市分化加剧；后续房地产下行压力仍大，但政策托底态度明确。**基建方面**，在高基数效应下增速趋于回落，对经济拉动作用边际弱化。
- ◆ **消费修复最快阶段或已过。**受益于各地促消费政策持续发力、消费场景不断拓展，本月接触密集型消费、可选消费低位回升，但增速边际放缓。往后看，“就业-收入-消费”有待进一步疏通，消费反弹幅度不宜高估，消费活力需要逆周期政策激活。

【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《货币传导待疏通，宽松政策在路上——5月货币数据点评》

2023.06.14

《经济结构性复苏特征增强——5月PMI数据点评》

2023.06.05

《复苏中的投资机会（五）——“窖藏”资金慢释放，权益类资产估值中枢有望上移》

2023.05.26

《由全面复苏转向结构性复苏——4月经济增长数据点评》

2023.05.18

正文目录

1. 报复性修复接近尾声，经济回归“强供给、弱需求”状态	3
2. 工业增加值：新能源、汽车等行业支撑工业生产	3
3. 投资：投资稳增长政策对经济拉动效应边际减弱	4
3.1 高技术制造业投资增速平稳	5
3.2 国内房地产预期仍未明显改善，供给过剩、需求不足、流动性偏弱特征明显	6
3.3 基建对经济拉动作用边际弱化	7
4. 消费：缺乏居民收入支撑，消费恢复动力停滞	7

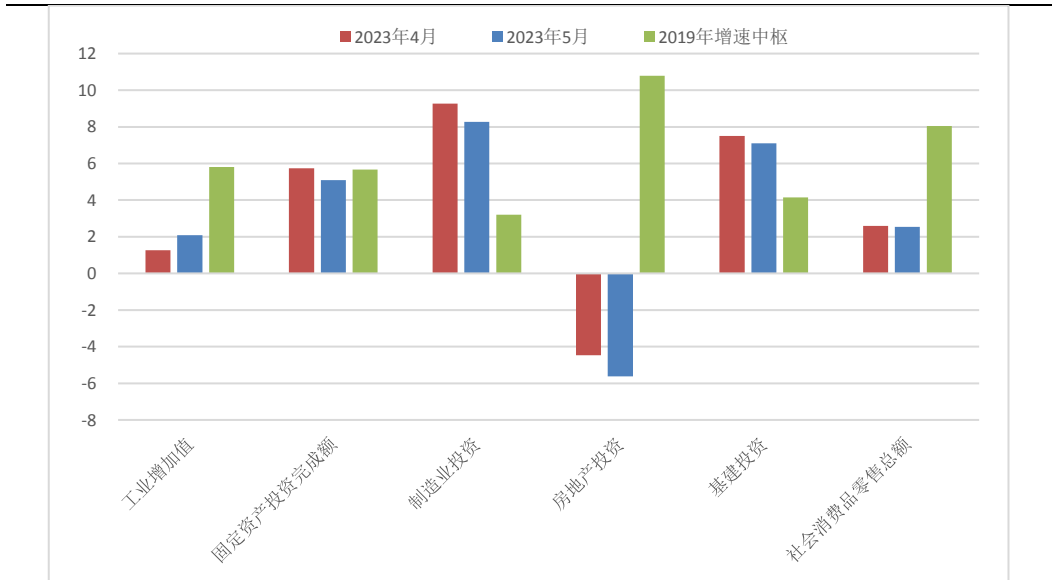
图表目录

图表 1：工业、投资、消费指标两年平均增速（%）	3
图表 2：装备制造业、汽车制造业增加值保持高增速	4
图表 3：5月主要工业产品产量同比增速（%）	4
图表 4：固定资产投资三大类	5
图表 5：国有控股和民间投资分化	5
图表 6：1-5月细分行业制造业投资累计同比增速（%）	5
图表 7：竣工面积与新开工面积分化	6
图表 8：商品房库存升至高位	6
图表 9：商品住宅销售面积和销售额背离	6
图表 10：房价整体趋降	6
图表 11：领先指标预示房地产投资仍有下行压力	7
图表 12：利率下调可期	7
图表 13：零售、餐饮低位反弹	8
图表 14：接触性服务消费、升级类商品增速较高	8
图表 15：就业结构性问题突出，青年失业率创新高	8

1. 报复性修复接近尾声，经济回归“强供给、弱需求”状态

经济主要动能再次由需求端切换至供给端。2022 年二季度国内疫情处于高峰期，造成今年同期工业、投资、消费数据存在明显的低基数效应。以两年平均增速看，5 月份工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额分别同比增长 2.1%、5.1%、2.5%，增速较 4 月份变化+0.8、-0.6、-0.1 个百分点。剔除基数效应后，供给端工业生产提速，而需求端投资和消费放缓，反映当前内需有待提振。

图表 1：工业、投资、消费指标两年平均增速 (%)



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

稳增长政策在路上。近期央行下调利率，同时，发改委、工信部、财政部、央行四部门发布《关于做好 2023 年降成本重点工作的通知》，充分传递政策逆周期调节信号，也体现了决策部门稳增长决心。预计随着国内经济自然修复动能放缓和低基数效应减弱，政策稳增长必要性提升，逆周期政策蓄势待发。

后续经济修复空间主要在消费和地产，预计将是政策发力点。与 2019 年社会消费品零售总额 8%左右的增速中枢相比，当前消费 2.5%的增速明显偏低；同时，地产下行趋势仍未“刹车”，或将成为稳增长的胜负手。

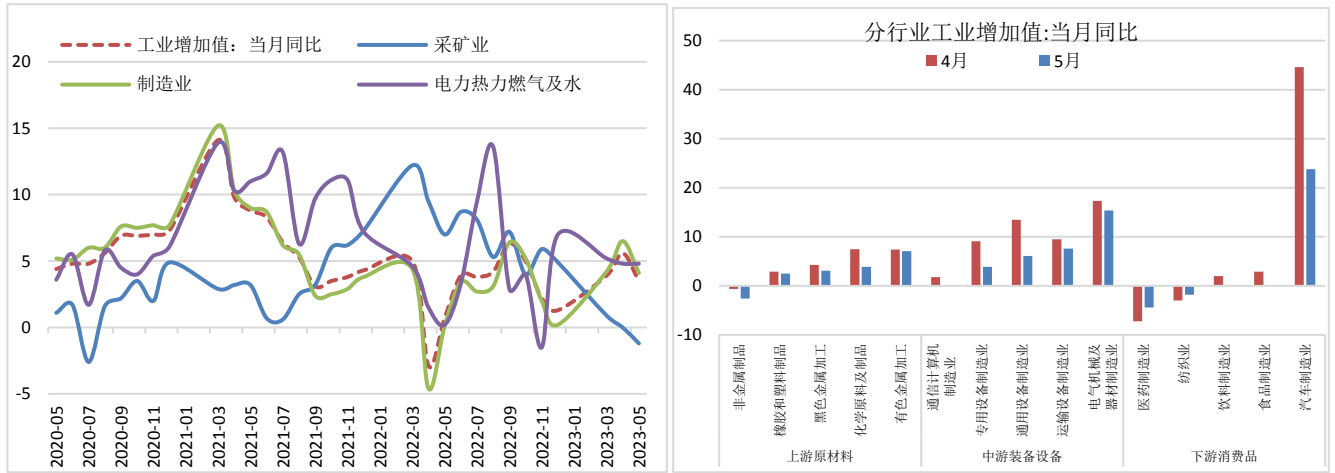
2. 工业增加值：新能源、汽车等行业支撑工业生产

基数走高、出口下行和内需低迷是本月工业增加值增速回落的主要原因。从环比增速看，5 月份工业增加值由上月下降转为增长 0.63%，反映国内工业生产仍处于恢复阶段。但在国内工业去库存周期和海外经济下行周期叠加下，工业生产面临内外需下降双重压力，增速持续处于低位。

中下游制造业引领作用增强，新能源、新动能产品保持高增长。5 月份发

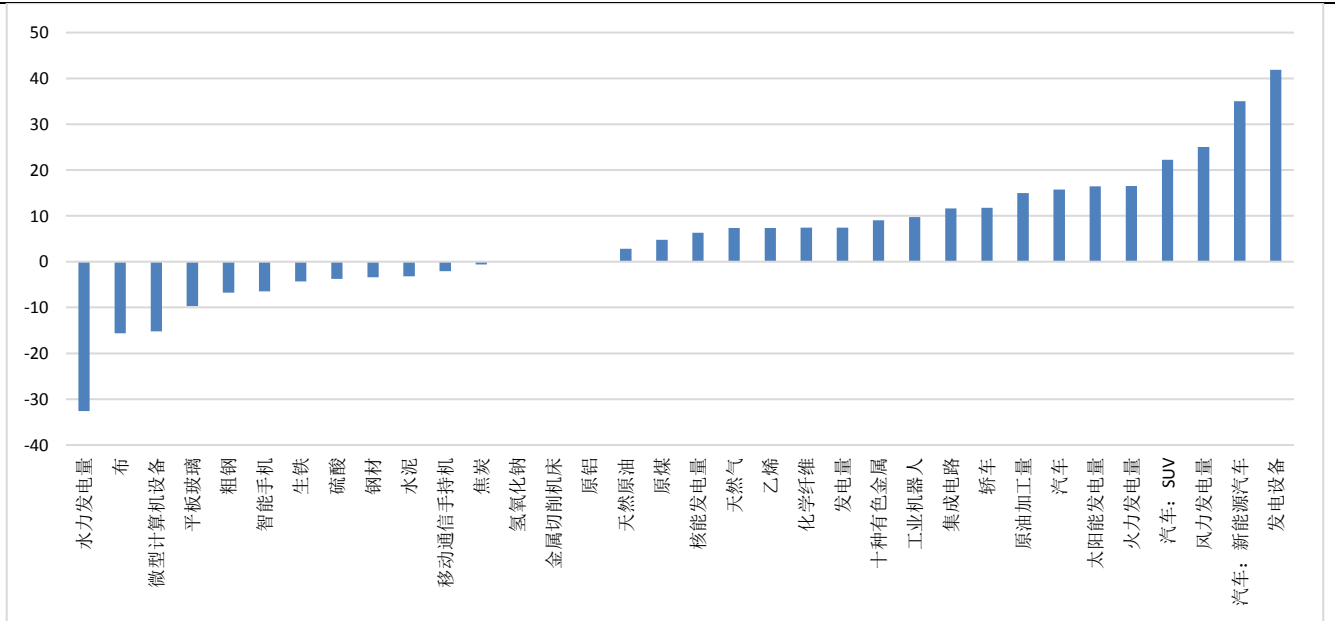
电设备、风力发电量、新能源汽车、SUV 等产品产量增速靠前，反映国内新动能发展形势较好。此外，高技术产品两位数增长，如工业控制计算机及系统、动车组、服务机器人等产品产量分别增长 92.6%、77.9%、34.3%。

图表 2：装备制造业、汽车制造业增加值保持高速增长



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 5 月

图表 3：5 月主要工业产品产量同比增速 (%)



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

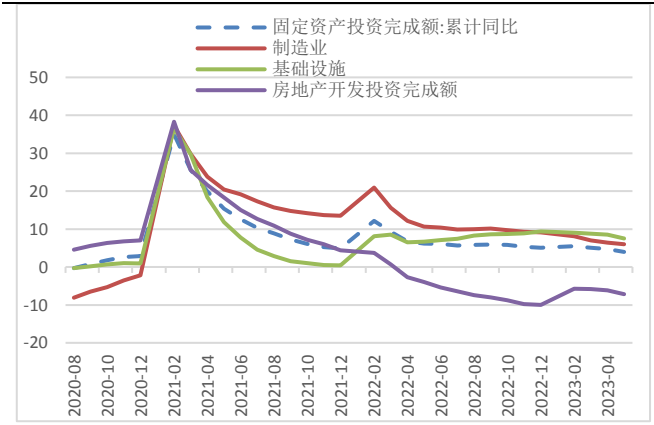
3. 投资：投资稳增长政策对经济拉动效应边际减弱

制造业投资、基建投资高基数下回落，地产投资继续下探。1-5 月固定资产投资三大支柱中，制造业投资同比增长 6.0%，增速较 1-4 月份降低 0.4 个百分点；房地产投资同比下降 7.2%，降幅较 1-4 月扩大 1.0 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增 7.5%，增速较 1-4 月份降低 1.0 个百分点。

对民间资本吸引不足，投资拉动经济效用减弱。2023 年 1-5 月，国有企业固定资产投资完成额同比增长 8.4%，较同期固定资产投资增速高 4.4 个百分点；民间固定资产投资完成额同比增长-0.1%，较同期固定资产投资增速低 4.1 个百分点。民间投资意愿不足的主要原因在于利润下行和房地产风险上升，在非房地产领域民间投资保持较强韧性，如 1-5 月份民间项目投资

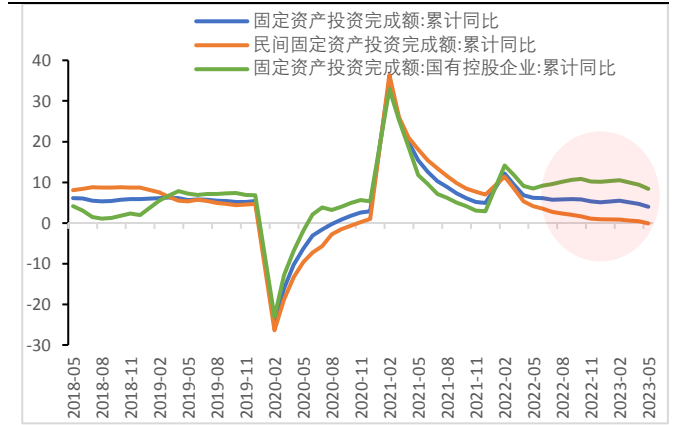
(不含房地产开发投资) 同比增长 9.4%。

图表 4: 固定资产投资三大类



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023年5月

图表 5: 国有控股和民间投资分化



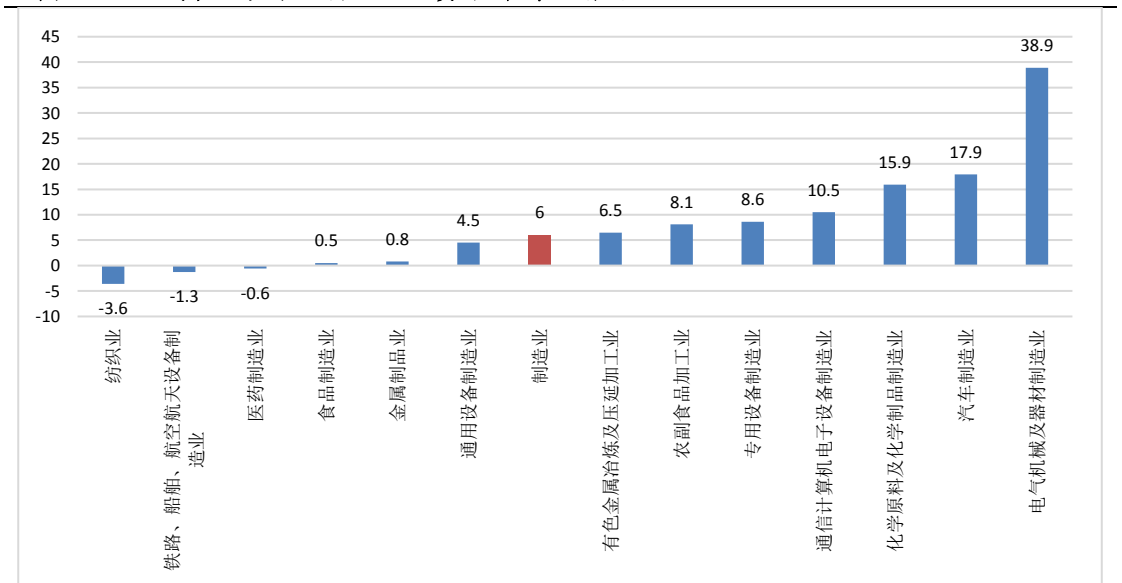
资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023年5月

3.1 高技术制造业投资增速平稳

新产业投资保持高增长。5月份通信计算机电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业等行业投资增速保持两位数增长, 其中电气机械及器材制造业投资增速自2021年以来保持在20%以上。

预计制造业投资平稳回落。一方面, 国内外需求低迷叠加制造业利润下行, 奠定了制造业投资下行趋势。另一方面, 国内各地对制造业发展支持力度不断加大, 如近期广东、江苏、河北等地出台措施稳定和扩大制造业投资。预计在政策托底下, 叠加经济回升向好等利好因素, 制造业投资有望保持韧性。

图表 6: 1-5月细分行业制造业投资累计同比增速 (%)

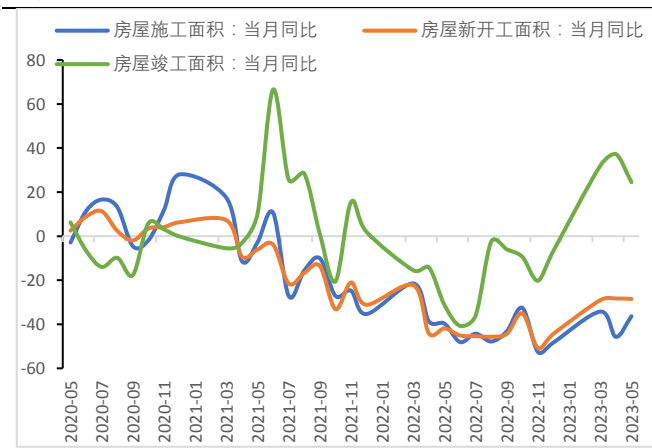


资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所

3.2 国内房地产预期仍未明显改善，供给过剩、需求不足、流动性偏弱特征明显

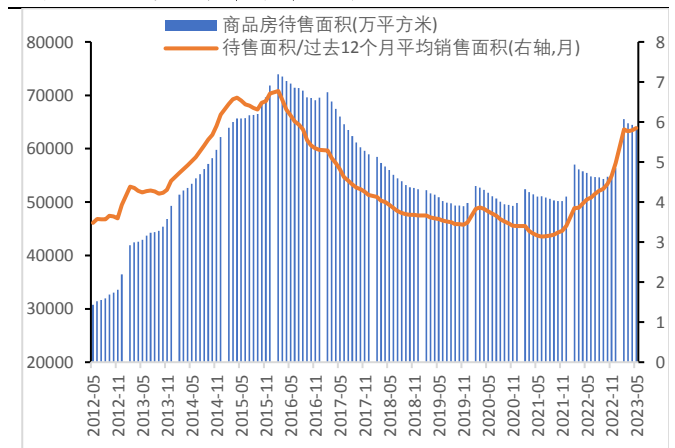
“保交楼”继续支撑房地产投资增速，推动商品房库存持续走高。5月份房屋施工、新开工、竣工面积同比增速分别为-36.34%、-28.48%、24.51%，竣工面积增速远高于施工面积和新开工面积，是房地产投资的主要支撑。由于房地产项目很大程度上为“保交楼”压力推动，而非需求驱动，导致供需关系失衡加剧。5月份商品房待售面积64120万平方米，较去年同期提高8687万平方米，按过去12个月的平均销售速度，库存去化周期为5.8个月，创2016年Q4以来新高。

图表 7：竣工面积与新开工面积分化



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年5月

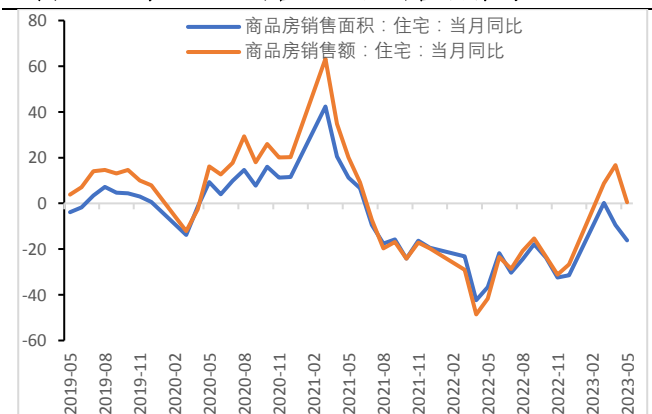
图表 8：商品房库存升至高位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年5月

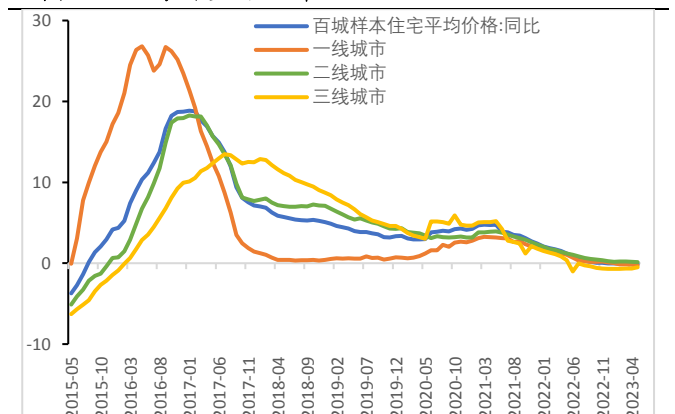
楼市分化加剧，商品房销售向高能级城市、高单价住宅集中。5月份，全国商品住宅销售面积同比减少16.2%，商品住宅销售额同比增长0.5%，销售面积和销售额增速背离，表明全国商品房平均销售价格有所增长。但与此同时，5月份百城样本住宅价格指数同比降低0.1%，其中一线、二线、三线城市住宅价格同比变化-0.3%、+0.1%、-0.5%，各线城市商品住宅价格未见明显增长。上述全国商品住宅平均售价提升和各地住宅价格保持稳定，意味着高价房在商品房销售中的比重提升，特别是房价较高的一线城市或为当月商品住宅销售的主要支撑，国内各地商品住宅市场分化加剧。

图表 9：商品住宅销售面积和销售额背离



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年5月

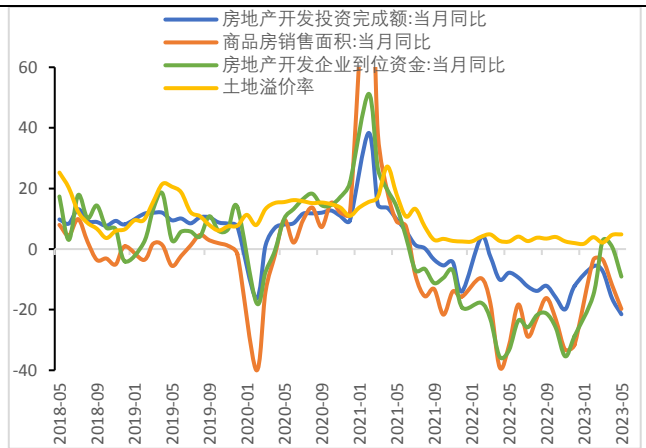
图表 10：房价整体趋降



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年5月

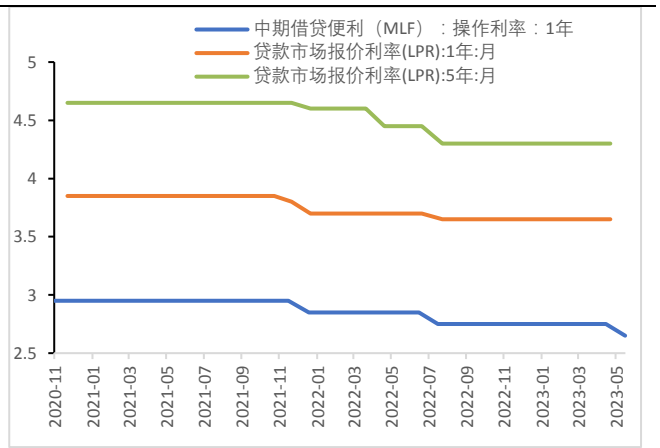
往后看，领先指标预示房地产投资仍有下行压力，但政策托底信号明确，房地产失速风险可控。一是楼市悲观预期未扭转，且居民购买力减弱，商品房市场继续量价齐跌。5月商品房销售面积同比减少19.7%，降幅较前值扩大7.9个百分点；70大中城市二手住宅价格指数同比降低2.7%，连续16个月负增长。二是土地市场低溢价率状态延续。5月份100大中城市成交土地溢价率为4.8%，处于历史较低水平。三是房地产信贷需求偏弱。5月份房地产开发企业到位资金同比降低9.1%，在去年低基数背景下进一步下行。四是降息预期升温，政策对房地产呵护态度明确。6月15日央行开展中期借贷便利(MLF)操作，利率下降了10个基点，预示着后续LPR利率下调可期。

图表 11：领先指标预示房地产投资仍有下行压力



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年5月

图表 12：利率下调可期



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023-6-15

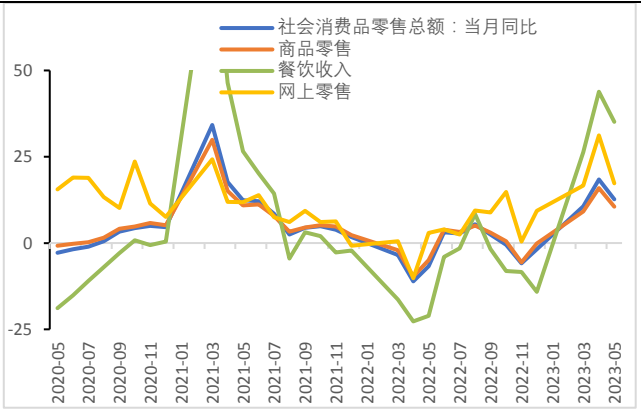
3.3 基建对经济拉动作用边际弱化

2022年以来，消费、出口、房地产等其他主要动能增速放缓，基建成为托底我国经济的重要力量。当前基建在去年高基数情况下，增速进一步提升空间有限，同时地方债务监管趋严，且对基建项目盈利能力要求提升，基建面临资金和项目双重瓶颈。受此影响，当前基建投资降速明显，但在部分国民经济重要领域仍保持较高增长，如1-5月铁路运输业投资增长16.4%，水利管理业投资增长11.5%，信息传输业投资增长7.5%。

4. 消费：缺乏居民收入支撑，消费恢复动力停滞

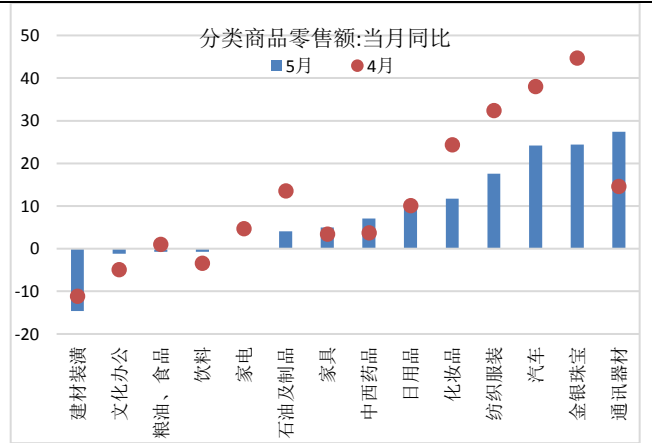
受益于各地促消费政策持续发力、消费场景不断拓展，本月接触密集型消费、可选消费低位回升，但增速边际放缓。分消费类型看，5月商品零售同比增长10.5%，较4月降低5.4个百分点；其中线下零售店铺销售继续回升，便利店、百货店、专业店和品牌专卖店同比分别增长8.0%、11.4%、6.8%和6.0%。餐饮收入同比增长35.1%，较4月降低8.7个百分点。

图表 13: 零售、餐饮低位反弹



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023年5月

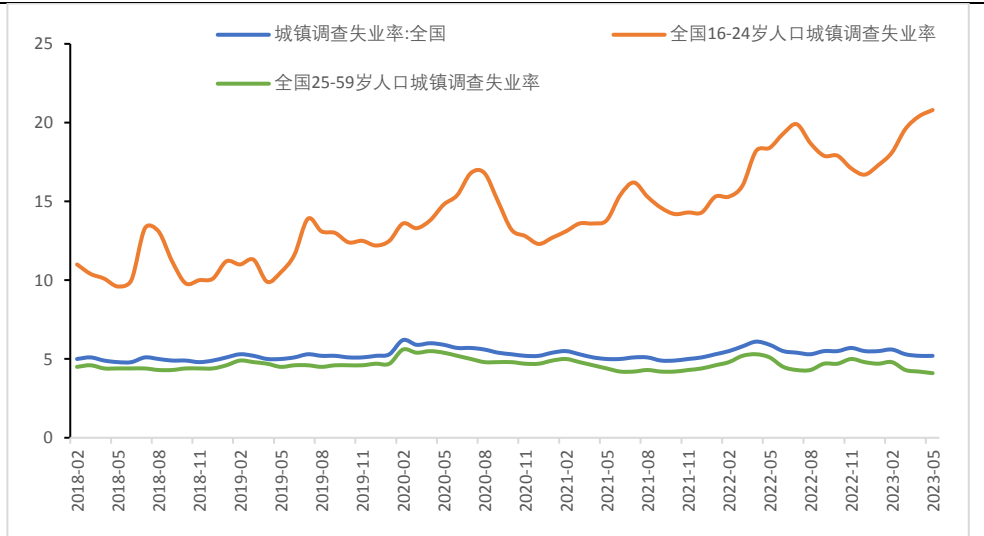
图表 14: 接触性服务消费、升级类商品增速较高



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2023年5月

“就业-收入-消费”有待进一步疏通，消费反弹幅度不宜高估。5月城镇调查失业率 5.2%，与4月份持平；其中，16-24岁人口调查失业率较前值提高 0.4 个百分点至 20.8%，创有记录以来新高，就业结构性矛盾较为明显。就业改善是增加居民收入，提升居民购买力的基础。往后看，我们预计消费增长将受限于居民收入，消费活力需要逆周期政策激活。

图表 15: 就业结构性问题突出，青年失业率创新高



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 5 月

【风险提示】

- 地缘政治冲突恶化风险
- 海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。