



不利环境提升稳增长必要性

——宏观经济研究周报

2023年06月19日

投资摘要:

5月经济数据相较4月传递出了更多的回暖信号,如工业增加值环比提升、下游行业投资提速等,但在地产仍然承压和外贸不确定性较大的不利背景下,经济复苏仍难言乐观。在调降公开市场操作利率以及存款利率后,我们预期政府未来将会有更多的稳增长动作,后续经济复苏的节奏和高度将更多地取决于政策力度。

固定资产投资增速下降仍未见底

- ◆ **工业品价格降幅进一步扩大,固定资产投资增速仍在探底途中。**1-5月固定资产投资完成额同比增长4%,增速较1-4月下降0.7个百分点。受2022年全年工业品价格高基数的拖累,今年以来PPI降幅不断扩大。价格因素使固定资产投资增速长时间处于低位,预计短时间内仍难看到底部。但1-5月实际固定资产投资增速录得6.6%(固定资产投资完成额增速-PPI增速),较1-4月显著提升,边际上出现好转的信号。
- ◆ **基建投资完成额增速较上月提升。**从大类行业来看,1-5月基建投资完成额同比增长10.1%,前值9.8%,增速结束了前4个月的下降趋势。我们预计未来稳增长政策力度或进一步加大,由此带来基建的再度发力和相关投资增速的企稳回升。
- ◆ **地产、制造业投资增速继续下降。**1-5月房地产投资完成额同比下降7.2%,降幅较1-4月扩大1个百分点。受房地产投资降幅扩大和出口压力再次增大的影响,制造业投资增速承压,1-5月投资完成额同比增长6%,前值6.4%。

地产投资压力不减

- ◆ **房地产销售回暖趋势中断,新开工、竣工增速分化更趋显著。**受需求释放和去年4月后地产销售大幅走弱的推动,1-4月地产销售金额增速逐步提升,地产销售面积降幅也开始收窄,但回暖信号于5月中断,地产行业仍在压力下运行。1-5月房地产新开工面的同比下降22.6%,降幅较1-4月扩大1.4个百分点;竣工面积同比增长19.6%,增速较1-4月提升0.8个百分点,新开工、竣工增速分化更加显著。
- ◆ **土地成交仍然承压。**1-5月100大中城市土地成交面积同比增长2.3%,增速较1-4月提升5.6个百分点,再次实现正增长;土地成交总价同比下降8.2%,降幅较1-4月扩大7.4个百分点。土地成交总价和面积增长动力仍然较弱,在房地产前端销售并未出现显著性好转的背景下,预计未来土地成交状况继续承压。

制造业投资增速下行但结构或传递企稳信号

- ◆ **制造业固定资产投资增速继续下行,下游行业投资增速较上月提升。**1-5月制造业固定资产投资完成额同比增长6%,增速较1-4月下降0.4个百分点,再创2022年以来的新低。从大类行业来看,1-5月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资完成额分别同比增长1.9%、15.1%、3.7%,其中下游、中游原材料投资增速分别较1-4月上行0.9和0.1个百分点,中游机械设备投资增速较1-4月下降1.6个百分点。
- ◆ **低出口依赖行业投资增速较上月提升,高出口依赖行业投资增速进一步下行。**5月高、低出口依赖行业增速变化出现分化,背后反映的是内需的企稳和外需的疲软。预计未来在低出口依赖行业投资增速触底回升后,高出口依赖行业投资增速仍有较大的下行压力。

基数效应减弱当月社零增速触顶

- ◆ **累计社零增速保持高位,当月社零增速触顶。**4月当月社零同比增长12.7%,增速较4月下降5.7个百分点,其中限额以上企业社零同比增长12.5%,增速较4月下降6.5个百分点。当月社零增速从高位回落主要原因是去年同期基数的环比修复。
- ◆ **餐饮收入增速保持高位,基数走高导致汽车零售增速高位回落。**5月餐饮收入、商品零售额分别同比增长35.1%、10.5%,增速较4月分别下降8.7和5.4个百分点。去年汽车零售逐步走高,导致今年5月当月汽车类零售额增速

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

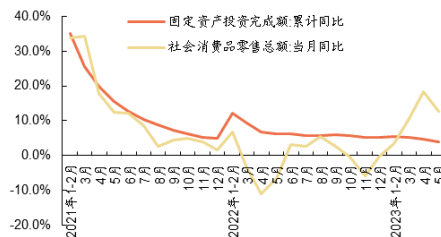
SAC 执业证书编号: S1660519040001

李起

研究助理

13716755997

2021-2023年5月固定资产投资和社零增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《逆周期因子尚未使用: 宏观经济研究周报》2023-06-11
- 2、《逐渐接近底部: 宏观经济研究周报》2023-06-05
- 3、《5月环比继续收缩: 宏观经济研究周报》2023-05-28
- 4、《内生动力较弱: 宏观经济研究周报》2023-05-22
- 5、《部门一冷一热: 宏观经济研究周报》2023-05-15

较4月下降13.8个百分点。

工业生产环比提速

- ◆ **5月工业增加值较4月环比显著提升。**5月工业增加值环比增长0.6%，在经历4月触底后环比增速重新回正。1-5月工业增加值同比增长3.6%，增速与1-4月持平，当月同比在去年5月基数回升的影响下从高位回落，较上月下降2.1个百分点。
- ◆ **各大类行业工业增加值增速均较上月下降。**1-5月上游、下游、中游机械设备、中游原材料工业生产增速均较上月出现下降，其中下游和中游机械设备工业增加值增速分别较上月下降3.7和3.8个百分点，降幅较大。

风险提示：居民消费需求超预期修复、海外需求保持强劲、地产销售超预期回暖、政策风险。

2023年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202306E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	6.0	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	3.9	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	9.8	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	5.7	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-7.7	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	7.5	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	0.1	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-3.7	-0.5
贸易顺差对 GDP 增速拉	0.6	1.8	0.5	0.2	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.7	2.9
美元兑人民币汇率中间价	6.5	6.4	7.0	7.2	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	9.1	10.0

说明：CPI 和 PPI 同比 2023E 为全年同比，202306E 为当月同比实际值；10Y 国债收益率和汇率取统计期最后一个交易日，为实际值。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 5月经济数据点评	4
1.1 固定资产投资增速下降仍未见底.....	4
1.2 地产投资压力不减.....	5
1.3 制造业投资增速下行但结构或传递企稳信号.....	6
1.4 基数效应减弱当月社零增速触顶.....	7
1.5 工业生产环比提速.....	8
2. 风险提示	9

图表目录

图 1: 2022-23 年 5 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速	4
图 2: 2022-23 年 5 月固定资产投资分项增速	4
图 3: 2022-23 年 5 月房地产对固定资产投资同比拉动	4
图 4: 2021-23 年 5 月商品房销售额与面积增速	5
图 5: 2021-23 年 5 月房地产新开工、施工和竣工增速	5
图 6: 2021-23 年 5 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速	5
图 7: 2022-23 年 5 月制造业固定资产投资完成额增速	6
图 8: 2021 年-23 年 5 月中、下游制造业固定资产投资增速	6
图 9: 2021-23 年 5 月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速	6
图 10: 2022-23 年 5 月社会消费品零售总额累计增速	7
图 11: 2022-23 年 5 月社会消费品零售总额当月增速	7
图 12: 2022-23 年 5 月餐饮收入、商品零售额增速	7
图 13: 2022-23 年 5 月限额以上企业商品零售大类增速	7
图 14: 2022-23 年 5 月工业增加值增速	8
图 15: 2022-23 年 5 月工业增加值环比增速	8
图 16: 2022-23 年 5 月上中下游行业工业增加值增速	8

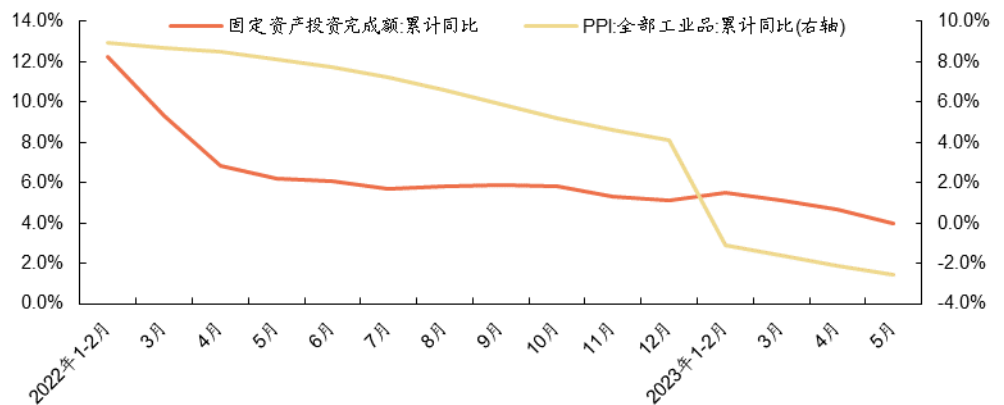
未找到目录项。

1.5 月经济数据点评

1.1 固定资产投资增速下降仍未见底

工业品价格降幅进一步扩大，固定资产投资增速仍在探底途中。1-5月固定资产投资完成额同比增长4%，增速较1-4月下降0.7个百分点。1-5月PPI同比下降2.6%，降幅较1-4月扩大0.5个百分点(图1)。受2022年全年工业品价格高基数的拖累，今年以来PPI降幅不断扩大。价格因素使固定资产投资增速长时间处于低位，预计短时间内仍难看到底部。但1-5月实际固定资产投资增速录得6.6%（固定资产投资完成额增速-PPI增速），较1-4月显著提升，边际上出现好转的信号。

图1：2022-23年5月固定资产投资完成额增速和PPI增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

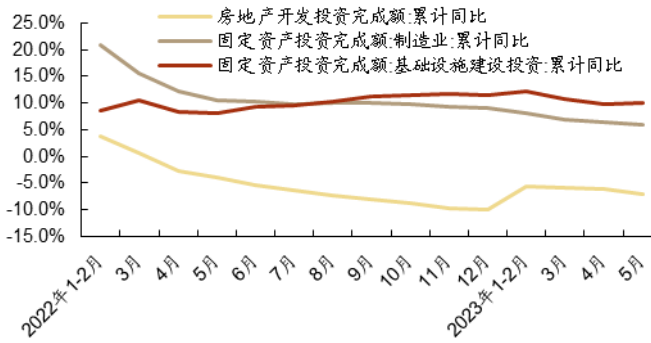
基建投资完成额增速较上月提升。从大类行业来看，1-5月基建投资完成额同比增长10.1%，前值9.8%，增速结束了前4个月的下降趋势。2季度以来市场明显感受到了经济的增长压力，黑色系商品和国债走出了一轮显著分化的行情，基建投资稳增长的必要性再次被强化，我们预计未来稳增长政策力度或进一步加大，由此带来基建的再度发力和相关投资增速的企稳回升。

- ◆但同时趋势确认尚需时间，一是2022年5月基建增速是全年低点，考虑基数效应，对5月出现的增速改善不宜高估。
- ◆二是在前期的周报中我们从经济数据和PMI观察到基建投资正在逐步退出，月末发布的PMI数据或可协助我们确认未来基建趋势。

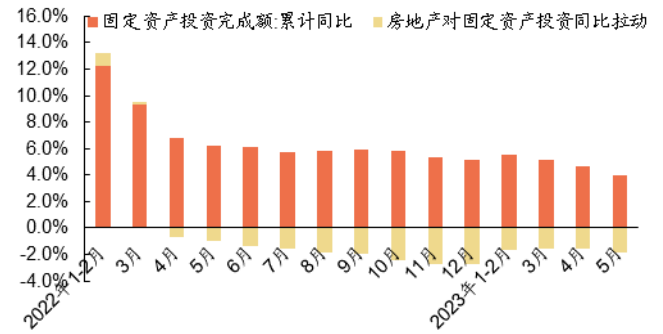
地产、制造业投资增速继续下降。1-5月房地产投资完成额同比下降7.2%，降幅较1-4月扩大1个百分点。受房地产投资降幅扩大和出口压力再次增大的影响，制造业投资增速承压，1-5月投资完成额同比增长6%，前值6.4%（图2、图3）。

图2：2022-23年5月固定资产投资分项增速

图3：2022-23年5月房地产对固定资产投资同比拉动



资料来源: Wind, 申港证券研究所



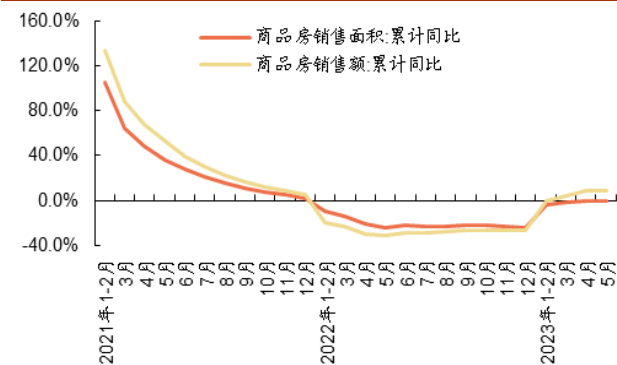
资料来源: Wind, 申港证券研究所

多数行业固定资产投资完成额实现增长。从细分行业来看, 17 个行业固定资产投资完成额实现增长, 其中烟草制品业 (66%)、金属制品设备修理业 (58%)、电气机械及器材制造业 (39%)、仪器仪表制造业 (25%) 和汽车制造业 (18%) 增速排名居前。另外 13 个行业投资完成额同比下降, 其中石油及其他燃料加工业 (-26%)、家具制造业 (-15%)、印刷业 (-10%)、化学纤维制造业 (-6%) 和皮革制品和制鞋业 (-5%) 降幅排名居前。

1.2 地产投资压力不减

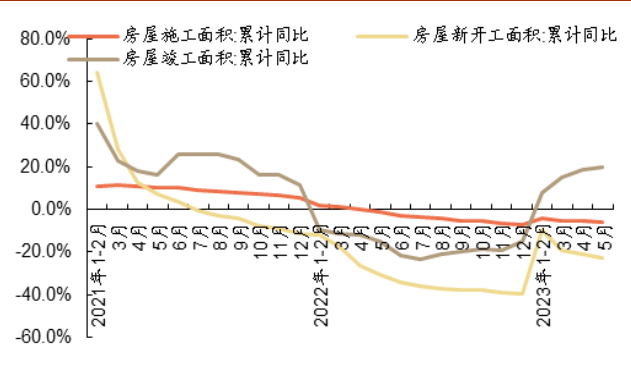
房地产销售回暖趋势中断, 新开工、竣工增速分化更趋显著。1-5 月房地产销售面积同比下降 0.9%, 降幅较 1-4 月收窄 0.5 个百分点; 销售额同比增长 8.4%, 增速较 1-4 月下降 0.4 个百分点。受需求释放和去年 4 月后地产销售大幅走弱的推动, 1-4 月地产销售金额增速逐步提升, 地产销售面积降幅也开始收窄, 但回暖信号于 5 月中断, 地产行业仍在压力下运行。1-5 月房地产新开工面的同比下降 22.6%, 降幅较 1-4 月扩大 1.4 个百分点; 竣工面积同比增长 19.6%, 增速较 1-4 月提升 0.8 个百分点, 新开工、竣工增速分化更加显著 (图 5)。

图4: 2021-23 年 5 月商品房销售额与面积增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

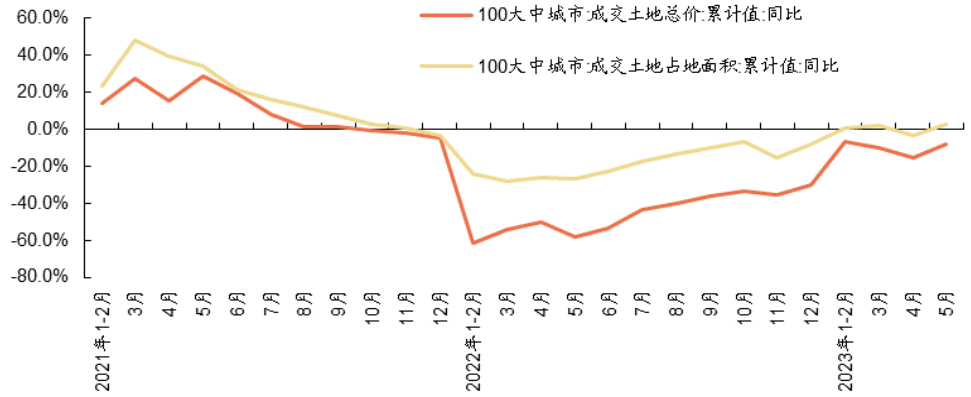
图5: 2021-23 年 5 月房地产新开工、施工和竣工增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

土地成交仍然承压。1-5 月 100 大中城市土地成交面积同比增长 2.3%, 增速较 1-4 月提升 5.6 个百分点, 再次实现正增长; 土地成交总价同比下降 8.2%, 降幅较 1-4 月扩大 7.4 个百分点。土地成交总价和面积增长动力仍然较弱, 在房地产前端销售并未出现显著性好转的背景下, 预计未来土地成交状况继续承压。

图6: 2021-23 年 5 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速

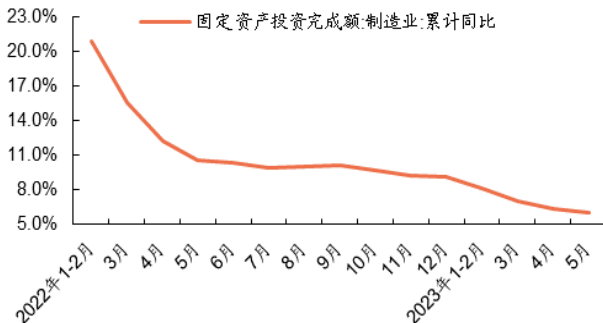


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 制造业投资增速下行但结构或传递企稳信号

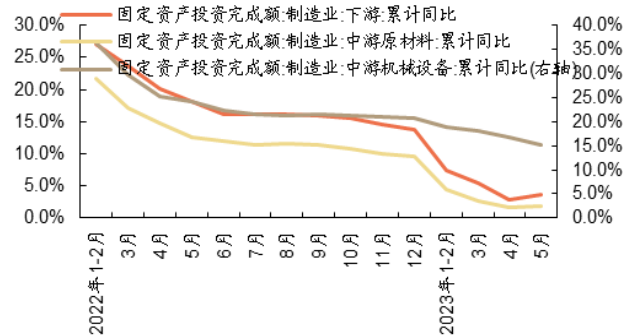
制造业固定资产投资增速继续下行，下游行业投资增速较上月提升。1-5月制造业固定资产投资完成额同比增长6%，增速较1-4月下降0.4个百分点，再创2022年以来的新低（图7）。从大类行业来看，1-5月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资完成额分别同比增长1.9%、15.1%、3.7%，其中下游、中游原材料投资增速分别较1-4月上行0.9和0.1个百分点，中游机械设备投资增速较1-4月下降1.6个百分点（图8）。

图7：2022-23年5月制造业固定资产投资完成额增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

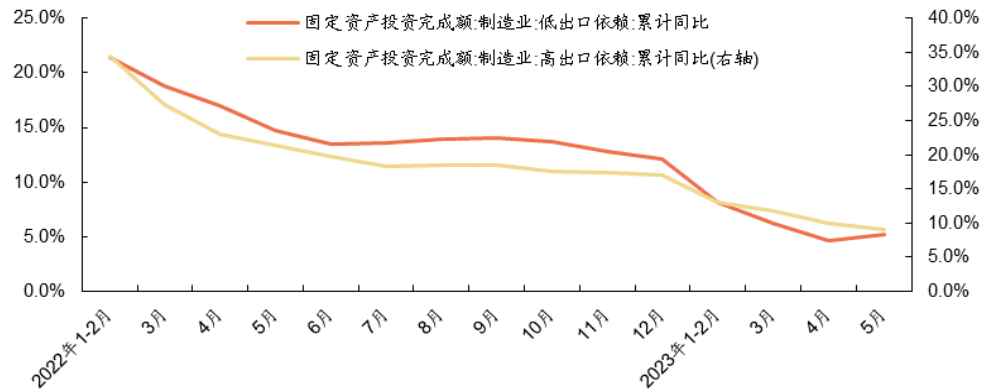
图8：2021年-23年5月中、下游制造业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

低出口依赖行业投资增速较上月提升，高出口依赖行业投资增速进一步下行。1-5月高、低出口依赖行业投资完成额分别同比增长9%、5.2%，其中低出口依赖行业投资增速较1-4月上升0.6个百分点，但高出口依赖行业投资增速较上月进一步下降（图9）。5月高、低出口依赖行业增速变化出现分化，背后反映的是内需的企稳和外需的疲软。预计未来在低出口依赖行业投资增速触底回升后，高出口依赖行业投资增速仍有较大的下行压力。

图9：2021-23年5月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速

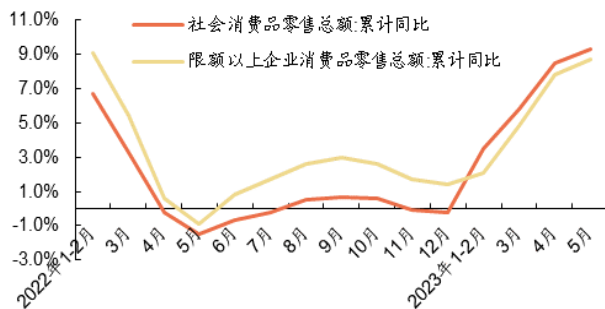


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.4 基数效应减弱当月社零增速触顶

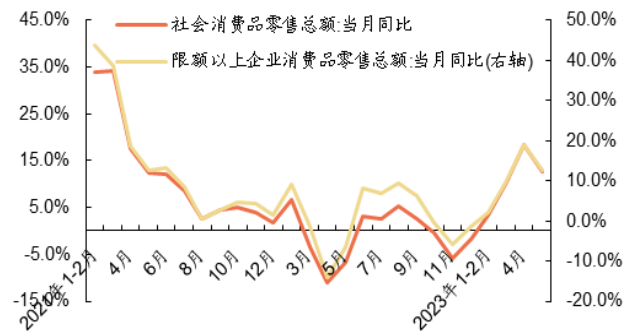
累计社零增速保持高位, 当月社零增速触顶。1-5月社零总额同比增长9.3%, 增速较1-4月提升0.8个百分点, 其中限额以上企业社零同比增长8.7%, 增速较1-4月提升0.9个百分点。4月当月社零同比增长12.7%, 增速较4月下降5.7个百分点, 其中限额以上企业社零同比增长12.5%, 增速较4月下降6.5个百分点(图10、图11)。当月社零增速从高位回落主要原因是去年同期基数的环比修复。

图10: 2022-23年5月社会消费品零售总额累计增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 2022-23年5月社会消费品零售总额当月增速

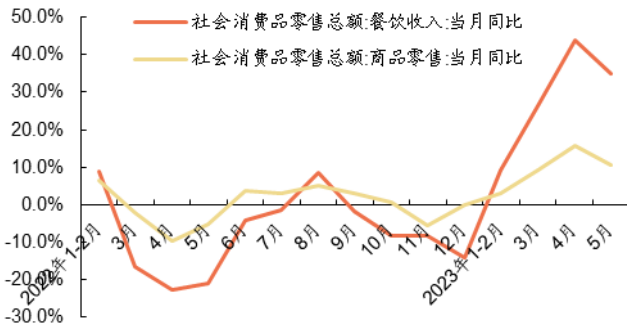


资料来源: Wind, 申港证券研究所

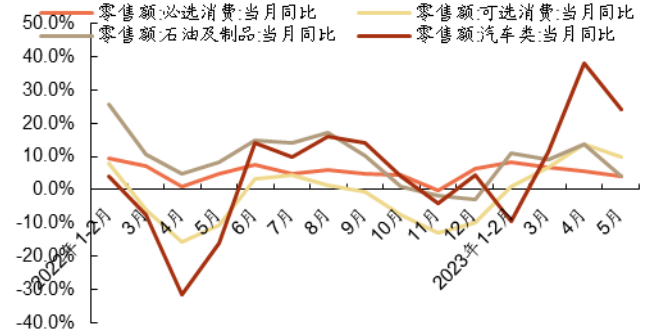
餐饮收入增速保持高位, 基数走高导致汽车零售增速高位回落。5月餐饮收入、商品零售额分别同比增长35.1%、10.5%, 增速较4月分别下降8.7和5.4个百分点(图12)。去年汽车零售逐步走高, 导致今年5月当月汽车类零售额增速较4月下降13.8个百分点。

图12: 2022-23年5月餐饮收入、商品零售额增速

图13: 2022-23年5月限额以上企业商品零售大类增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

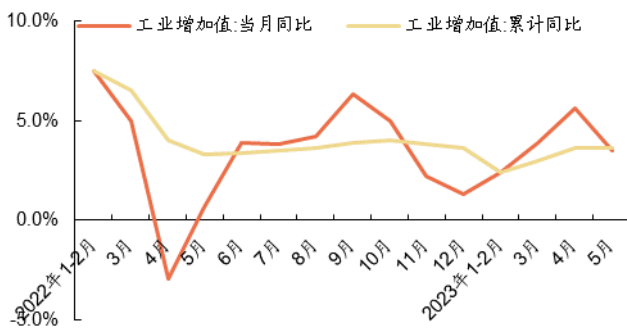


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.5 工业生产环比提速

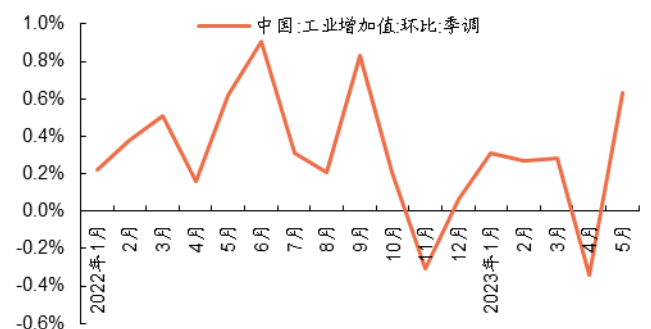
5月工业增加值较4月环比显著提升。5月工业增加值环比增长0.6%，在经历4月触底后环比增速重新回正。1-5月工业增加值同比增长3.6%，增速与1-4月持平，当月同比在去年5月基数回升的影响下从高位回落，较上月下降2.1个百分点（图14、图15）。

图14: 2022-23年5月工业增加值增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

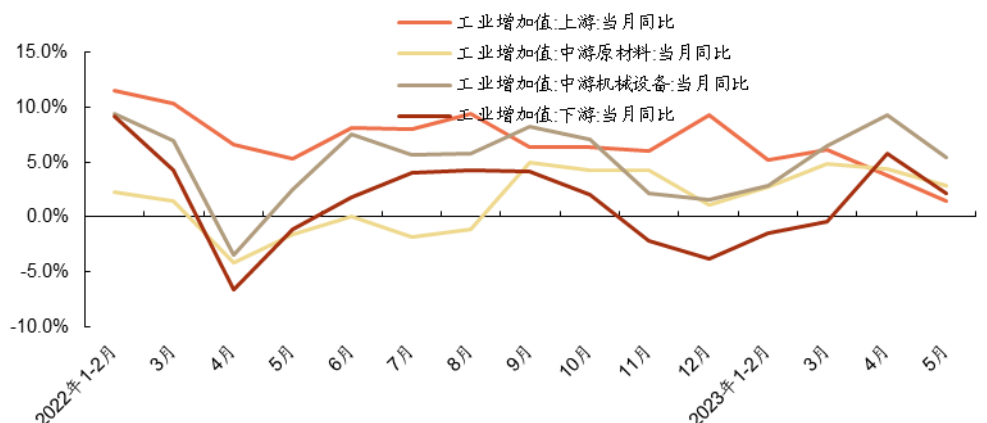
图15: 2022-23年5月工业增加值环比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

各大类行业工业增加值增速均较上月下降。1-5月上游、下游、中游机械设备、中游原材料工业生产增速均较上月出现下降，其中下游和中游机械设备工业增加值增速分别较上月下降3.7和3.8个百分点，降幅较大。

图16: 2022-23年5月上中下游行业工业增加值增速



资料来源：统计局，Wind，申港证券研究所

2. 风险提示

居民消费需求超预期修复、海外需求保持强劲、地产销售超预期回暖、政策风险。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上