

内需急待提振 - 5月中国经济数据解读



走势评级： 股指：震荡
报告日期： 2023年6月16日

王培丞 高级分析师（股指）
从业资格号：F03093911
投资咨询号：Z0017305
Tel: 8621-63325888
Email: peicheng.wang@orientfutures.com

★5月经济数据解读：

1、前期的需求回补在二季度逐渐褪去，中国整体经济修复进入常态化节奏，修复减缓。5月经济数据延续4月节奏，呈现全面回落态势。供给端，工业增加值同比3.5%，前值5.3%；服务业生产指数11.7%，前值13.7。需求端，社零同比12.7%，前值18.4%；固定资产投资同比1.6%，前值3.6%；出口-7.5%，前值8.5%。

2、剔除基数效应，供给端5月微升，需求端消费低位平稳，投资端回落明显。供给体现出的韧性相对好于需求端。需求低迷依然是当前急需应对的问题。

3、投资端，房地产前期积压的购房需求在一季度较为充分地释放，二季度持续走低，5月商品房销售面积转负录得-3%，商品房销售额降至6.8%。而更多有央企国企承担的基建和制造业投资保持韧性，但民间投资受制于融资困难以及内需低迷而保持低位震荡。

4、消费端，场景修复带来的红利效应基本褪去。社零呈现出普降态势。仅疫情二次感染带来的药品需求以及竣工链后端的办公家具需求有所表现。

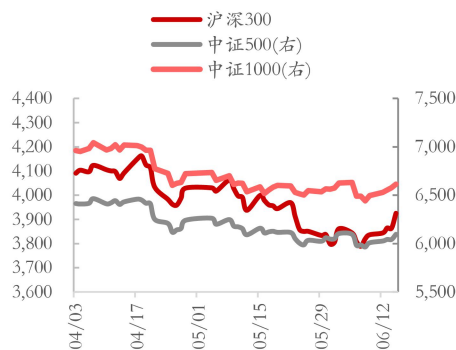
★投资建议：

5月经济数据进一步回落。地产下行、房价下跌带来的居民部门资产端收缩，以及内需低迷造成的企业部门持续去库存均使得经济增速回归常态受到制约。企业与居民部门的利润表修复需要更加漫长的时间。当下政策端应着力稳就业、稳预期。对于资本市场而言，经济的悲观预期已经被充分计价，而近期央行降息等政策端的边际利好，为资本市场打开了更多的政策想象空间，市场做多情绪不断发酵。但我们仍要提醒，基本面因素短期内恐难以消化，股指近期的反弹能否持续仍待观察。

★风险提示：

海外地缘政治风险。

主要股指走势：



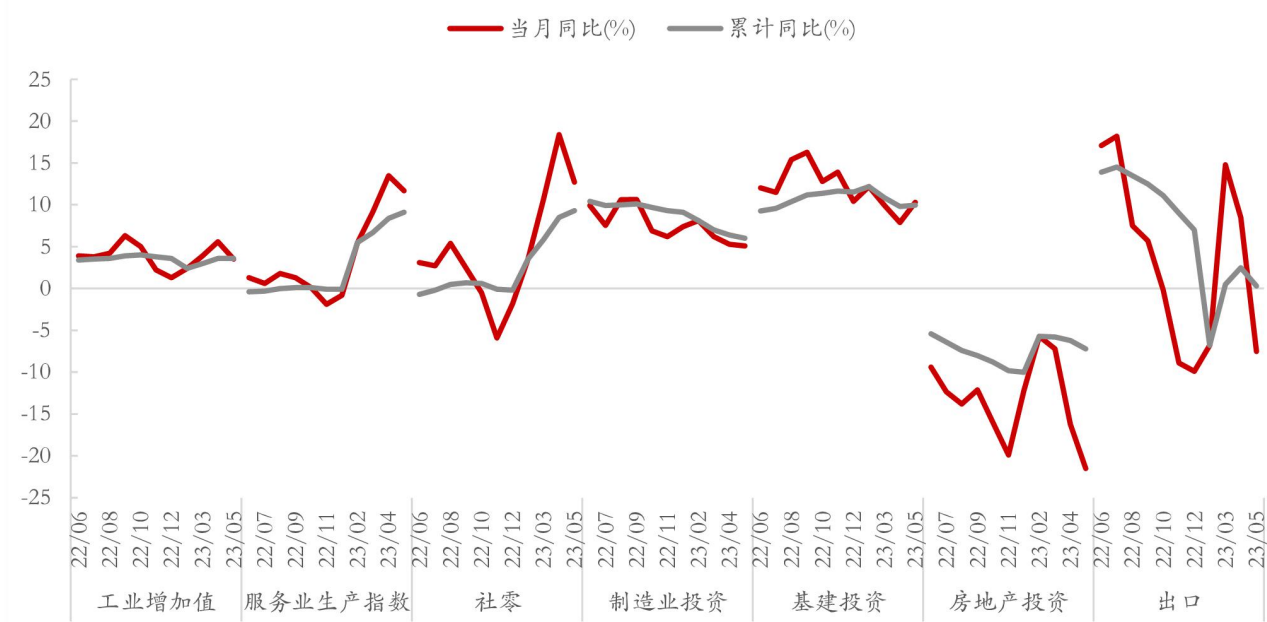
重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

6月15日，国家统计局发布了2023年5月中国宏观经济数据，工增、社零、固定资产投资、房地产投资均不及市场预期，与高频经济指标走势相符，反映出整体的经济修复趋缓。对此我们有如下几点解读。

1、修复全面减缓

前期的需求回补在二季度逐渐褪去，中国整体经济修复进入常态化节奏，修复减缓。5月经济数据延续4月节奏，呈现全面回落态势。供给端，工业增加值同比3.5%，前值5.3%；服务业生产指数11.7%，前值13.7。需求端，社零同比12.7%，前值18.4%；固定资产投资同比1.6%，前值3.6%；出口-7.5%，前值8.5%。

图表1：5月中国宏观经济数据全面回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、剔除基数效应，供给微升，需求低迷

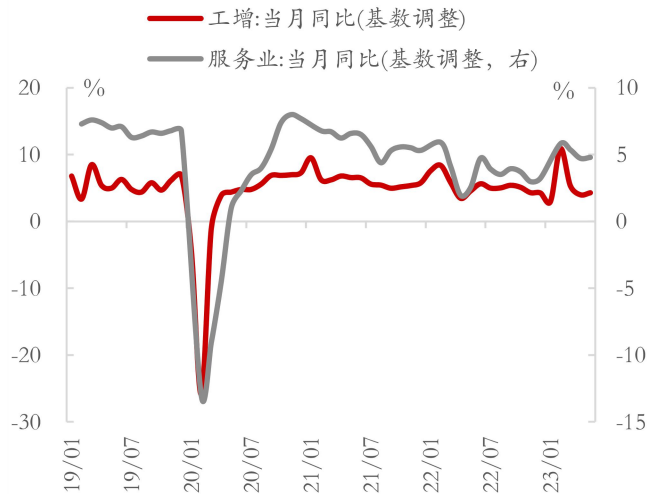
为了剔除掉去年同期基数扰动的影响，我们从两种视角来观测5月变化。

- 以疫情前即2019年作为基准，计算疫情以来相对于2019的复合增速。从结果看，供给端小幅反弹：工业增加值同比小幅回升0.3个百分点至4.3%，服务业生产指数小幅回升0.1个百分点至4.8%。服务业仍好于工业。需求端保持低迷：社零同3.5%，持平上月，固定资产投资同比3.5%，较上月回落0.5个百分点，成为5月最大拖累。
- 以环比视角观察。5月工增环比0.63%，与历史同期水平基本相当。社零环比0.42%，小于2015-2019年均值的0.61%。而固定资产投资环比增速仅0.11%，为历

史同期最低水平。

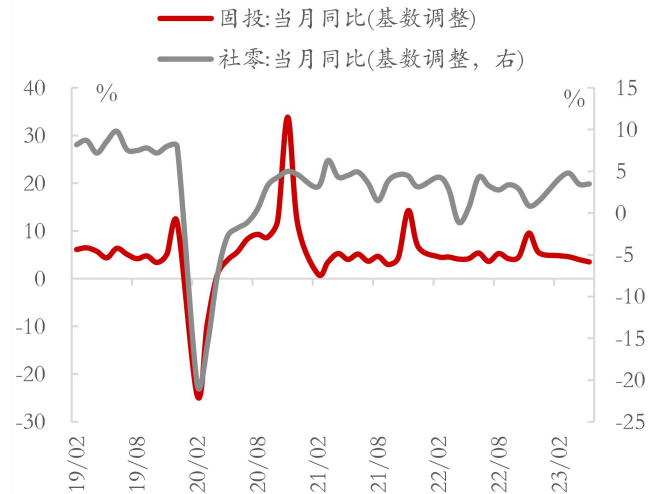
两种视角均指明了5月份经济的结构特点，即供需虽然均下滑，但供给体现出的韧性相对好于需求端。需求低迷依然是当前急需应对的问题。

图表2：基数调整后，5月工增同比反弹至4.3%



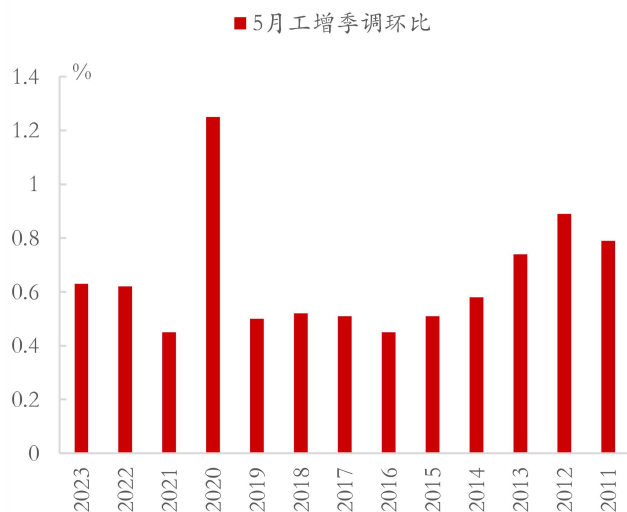
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：基数调整后，社零持平前值，投资持续回落



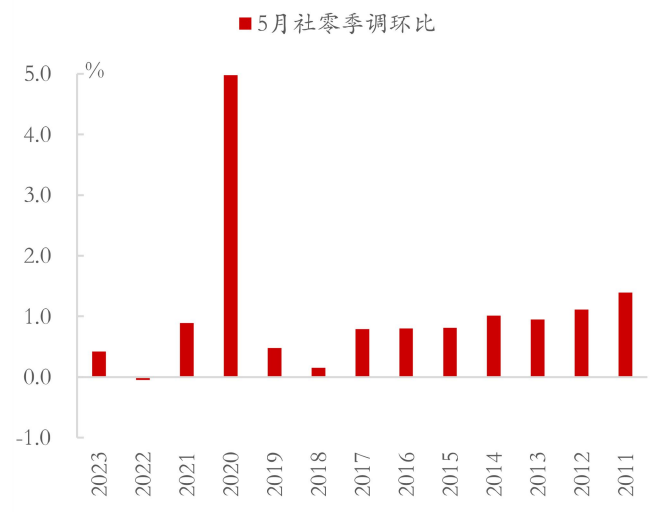
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：5月工增季调环比增速与历史同期相当

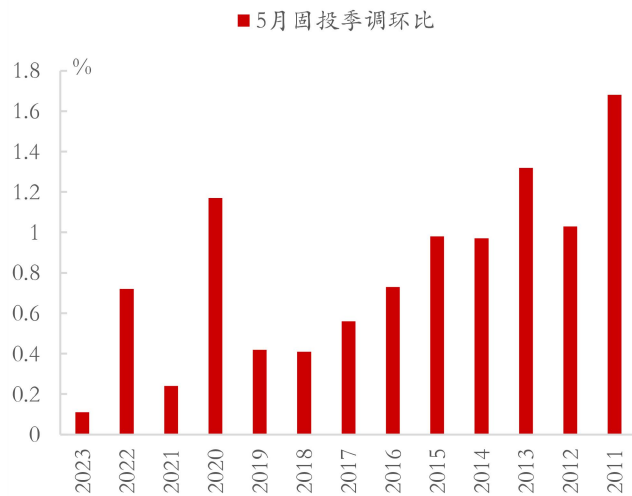


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：5月社零季调环比增速略低于历史均值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6: 5月固投季调环比增速为历史同期最低


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、地产依旧是最大拖累，销售与投资均低迷

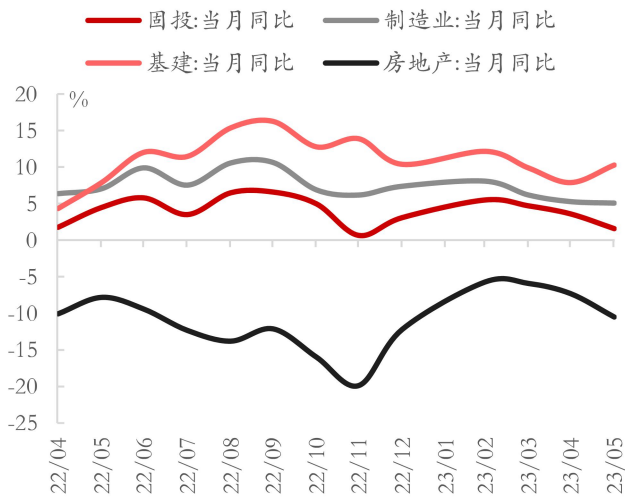
5月份固定资产投资增速回落至1.6%，前值3.6%。其中制造业投资增速回落0.2个百分点至5.1%，基建投资增速反弹2.4个百分点至10.3%，房地产投资同比回落3.2个百分点至-10.5%。制造业平稳，基建维持韧性，而房地产依旧拖累固定资产投资增速。

房地产方面，1-5月施工面积同比-6.2%，较1-4月进一步下滑。5月单月，新开工面积同比-27.3%，持平上月，仍然保持极低的负增长水平。竣工端前期在保交楼工作下取得了大幅的攀升，但本月增速也大幅下降17.6个百分点至24.4%。销售端，前期积压的购房需求在一季度较为充分地释放，二季度起高频数据显示的一二手房销售走弱。与之对应，统计局口径5月商品房销售面积也转负至-3%，商品房销售额降至6.8%。

房企资金来源方面依旧维持了需要靠销售回款来补充的局面，信贷与自筹资金依旧较为低迷。这也解释了投资端的低迷，在政策并未进行更多宽松的情况下，房企通过信贷与直接融资等方式补充资金依旧困难，房企资金来源的单一导致了投资端的举步不前。考虑到居民资产负债表修复仍需时间，预计地产销售仍维持在较低的水平上，房子资金压力依旧严峻，投资端恐将继续下滑。

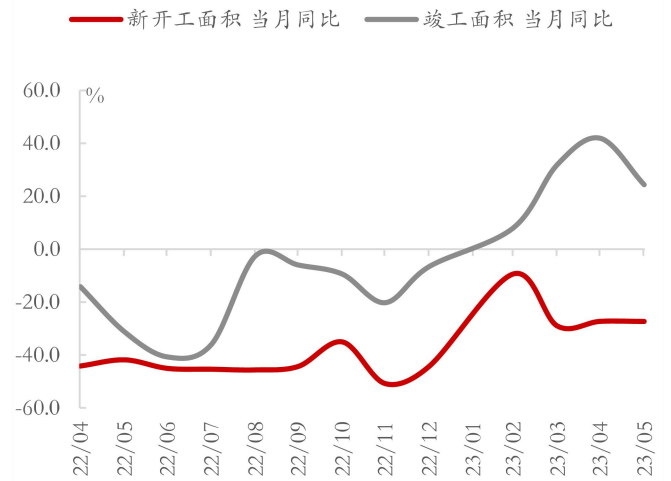
制造业与基建投资维持一定韧性。背后有两方面值得关注，一方面是国有投资与民间投资的分化较大，央企承担了更多的资本开支，因而使得制造业与基建投资逆周期保持平稳。而民营企业融资能力较差，疫情三年利润表受损仍需要时间修复。另一方面，今年专项债发行偏慢或有意为之，可以看到，高回报率的电热燃水等公用事业投资增速较高，而传统基建类的交运仓储则较为平淡。背后体现出高质量发展的政策思路，即更偏重绿色投资，同时压降债务风险较大的城投类基建。

图表 7: 固定资产投资增速降至1.6%，主因地产拖累



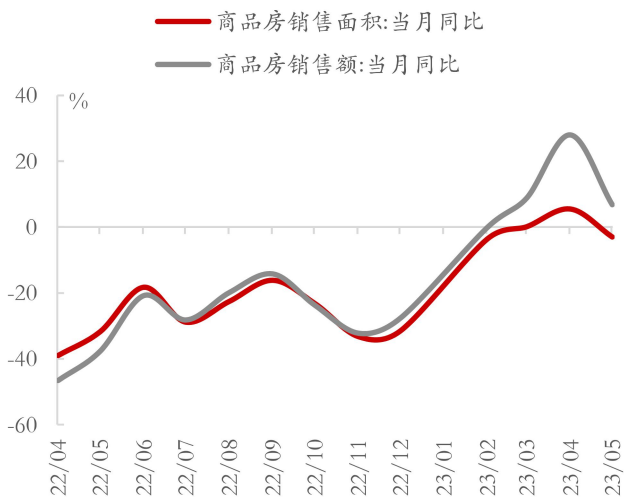
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 地产新开工低位走平, 竣工有所回落



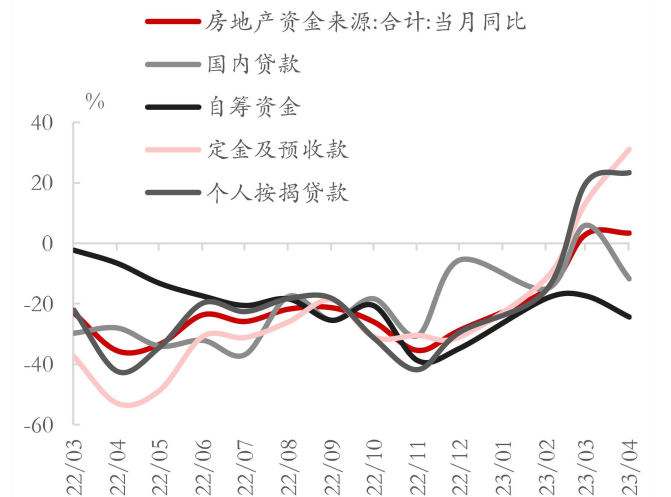
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 9: 商品房销售面积同比转负



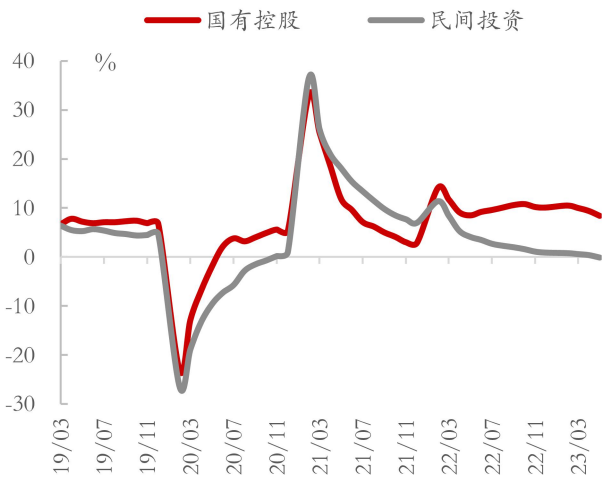
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 地产资金来源主要靠销售端来拉动



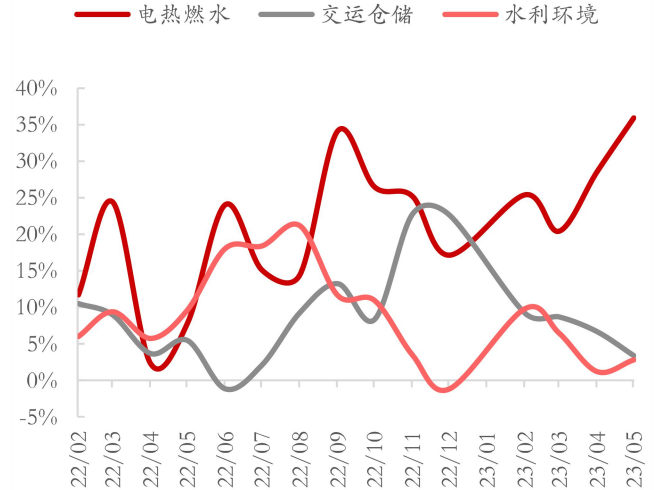
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 国有与民间投资的分化持续扩大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 较高回报率的电热燃气水领域投资高增长

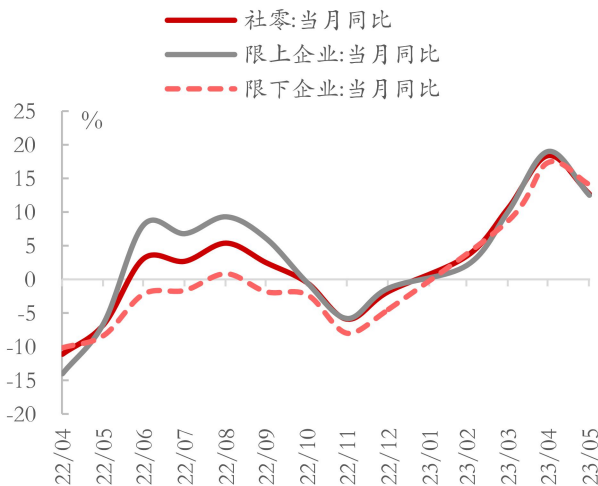


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、消费回归常态，场景回归带来的红利基本度过

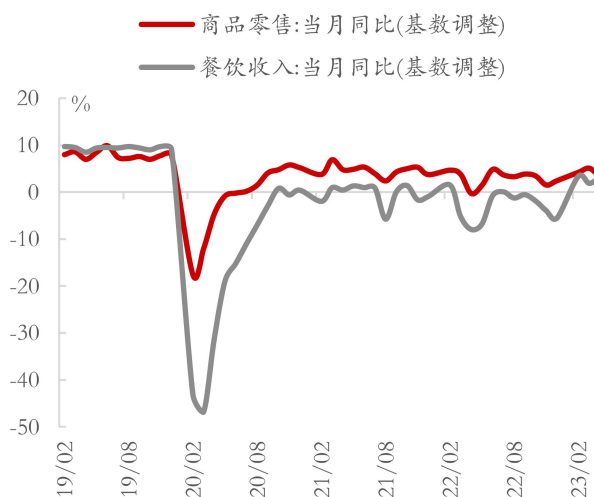
5 月份社零同比 12.7%，较前值回落 5.7 个百分点。从结构上看，消费热度减退，场景修复带来的消费回补逐渐回归常态，限上企业消费和限下企业消费同步下滑，高品牌力度的限上消费回落幅度更大，居民收入修复有限的情况下，限下消费或保有相对韧性。从类别上看，剔除基数后，接触式消费退坡，餐饮收入符合增速回落 0.6 个百分点至 2.3%，而商品零售则反弹 0.2 个百分点至 3.7%。从品类上看，5 月疫情二次感染带来药品消费逆势增长，竣工链带动办公用品、家具消费消费反弹。其余多数可选与必选品类均明显回落。

图表 13: 5 月消费普降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 5 月零售好于餐饮，接触是消费热度退坡

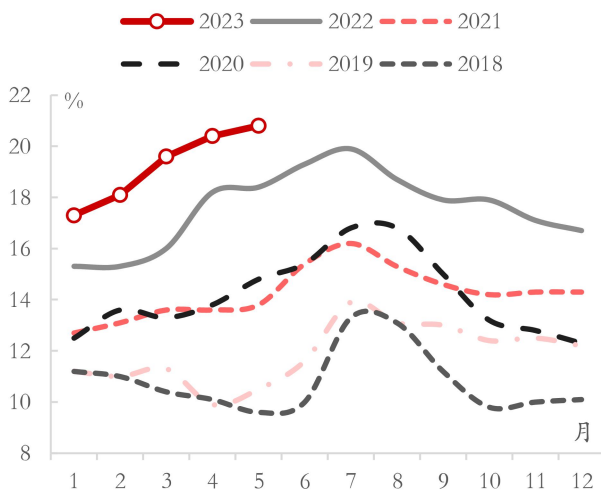


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、青年失业率仍在高位

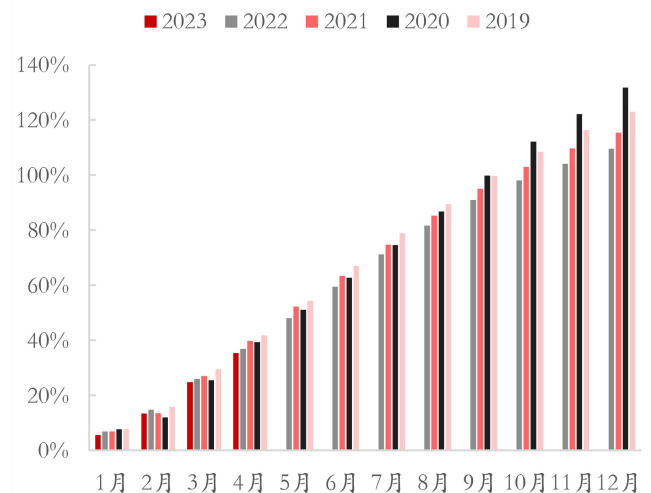
5月失业率录得5.2%，持平前值。但16-24岁青年人员失业率季节性走高至20.8%的历史最高位。一方面出口链持续下行，对于青年就业的吸纳减弱。另一方面，按照失业率统计制度，在6-8月高校毕业生走出校园将被纳入就业统计范围内，届时青年人员失业率恐将持续走高。另外，根据人社部统计，今年前4个月累计新增就业人数为424万人，完成全年目标的35.33%，不及疫情三年同期均值的38.66%。反映出当前我国面临的就业形势十分紧张，政策端应在稳岗补贴、扩大岗位等方面进行更多推进。

图表 15: 青年失业率季节性走高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 前4月新增就业累计完成进度不及疫情三年



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

6、投资建议

5月经济数据进一步回落。地产下行、房价下跌带来的居民部门资产端收缩，以及内需低迷造成的企业部门持续去库存均使得经济增速回归常态受到制约。企业与居民部门的利润表修复需要更加漫长的时间。

当前经济修复回归常态，但内需呈现收缩态势，急需政策端大力出手，否则恐有失速风险。当下政策端应着力稳就业、稳预期。对于资本市场而言，经济的悲观预期已经被充分计价，而近期央行降息等政策端的边际利好，为资本市场打开了更多的政策想象空间，市场做多情绪不断发酵。但我们仍要提醒，基本面因素短期内恐难以消化，股指近期的反弹能否持续仍待观察。

7、风险提示

海外地缘政治风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com