

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号：S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 5 月金融数据点评：社融延续弱势，政策风向转松
- 宏观经济周报：短期仍谨慎，继续观望等待
- 5 月外贸数据点评：外需不振，出口压力显现

- 整体来看，5 月经济数据不及预期，房地产继续疲软，但仍呈现出一些积极的信号，从四年平均同比增速来看，工业生产和服务业生产均有所好转，社零低位企稳，制造业投资和基建投资均小幅回升。尽管地产数据仍处于下行区间，但资本市场的跌势已经缓解，地产行业股债 6 月以来均有所反弹，5 月底以来南华工业品指数也持续上涨，叠加即将公布的 LPR 有较大的降息可能，稳增长政策或有望出台。
- **5 月经济数据的一些积极特征：**首先，5 月工业增加值四年平均增速录得 4.31%，相比于 4 月份略有好转，季调环比由上月的-0.3%回升至 0.6%。多数行业的增速呈现回升态势，汽车制造业回升幅度最大。
- 其次，消费增速也出现低位企稳的现象。5 月社会消费品零售总额四年平均同比增速略有回升。多数商品的零售额同比改善，必选消费类整体仍好于可选消费，地产类有所回升，尤其是家用电器增速反弹较大。央行 2023 年一季度调查问卷显示居民储蓄占比有所回落，投资占比有所回升，消费占比略有上升，可能也是一个积极信号。然而，居民消费的修复任重道远，全球消费者信心指数的恢复均比较缓慢。
- 最后，固定资产投资方面，除了房地产构成较大拖累外，制造业投资和基建投资均有所回升，四年平均增速均小幅回升约 0.8 个百分点。
- 2023 年 5 月房地产投资四年平均同比增速继续下行，再度逼近 0 增速附近。但房地产销售面积和新开工面积四年平均增速跌幅收窄。6 月高频数据显示，30 大中城市商品房成交面积仍无明显好转，但房地产股债 6 月以来均有所反弹。继 OMO 和 MLF 纷纷调降后，本月 LPR 同步调降概率较大。我们整理了历史上历次 LPR 降息对房地产行业的影响，整体来看，剔除 LPR 单独降息及 2020/02/20 异常值后，一周后房地产行业指数跑赢沪深 300 指数的概率较大。
- 往后看，在 7 月政治局经济会议定调之前，小规模宽松政策出台的可能性较大，经济仍维持平稳，直到 8-9 月经济或许才有明显好转。股市短期利空消化充分，预计震荡为主，8 月后或有所好转。收益率近期反弹后，短期震荡概率较大，8 月后可能会有一些调整。
- 风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期，海外扰动超预期

2022 年仍受疫情的影响，基数较低，同比意义失真，以下分析我们多用四年平均同比增速，以剔除基数效应的影响。整体来看，5 月经济数据不及预期，房地产继续疲软，但仍呈现出一些积极的信号，如工业生产和服务业生产有所好转，社零低位企稳，制造业投资和基建投资均小幅回升。尽管地产数据仍处于下行区间，但资本市场的跌势已经缓解，地产股债 6 月以来均有所反弹，5 月底以来南华工业品指数也持续上涨，叠加即将公布的 LPR 有较大的降息可能，稳增长政策或有望陆续出台。

1 5 月经济数据的一些积极特征

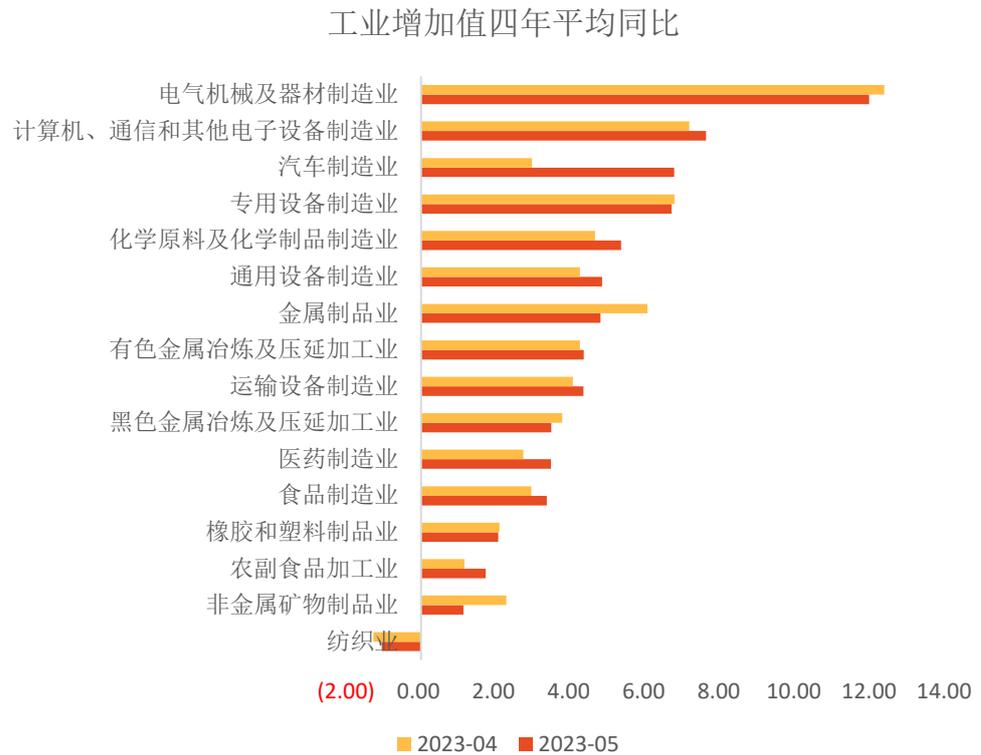
首先，工业增加值同比增速触底回升。2023 年 5 月工业增加值同比增速从 4 月的 5.6% 回落至 3.5%，尽管不及 wind 一致预期的 4.1%，且增速中枢仍处于低位，但 5 月四年平均增速录得 4.3%，相比于 4 月份略有好转，季调环比由上月的 -0.3% 回升至 0.6%。多数行业的增速呈现回升态势，汽车制造业回升幅度最大。

图 1：工业增加值同比触底回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

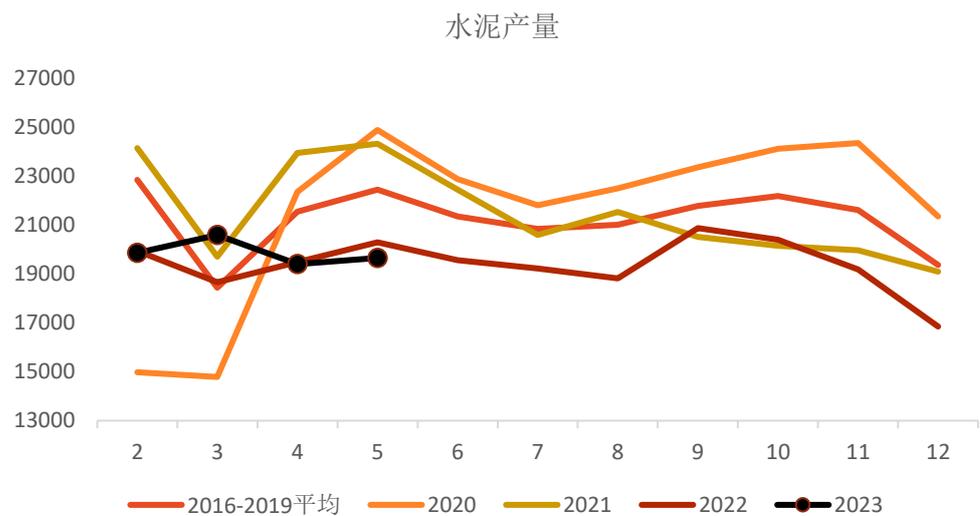
图 2：多数行业的工业增加值增速回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

但 5 月水泥产量和粗钢产量均处于历史同期较低水平，或受房地产的拖累较大。与 5 月黑色金属冶炼及压延加工业增速下行相对应。

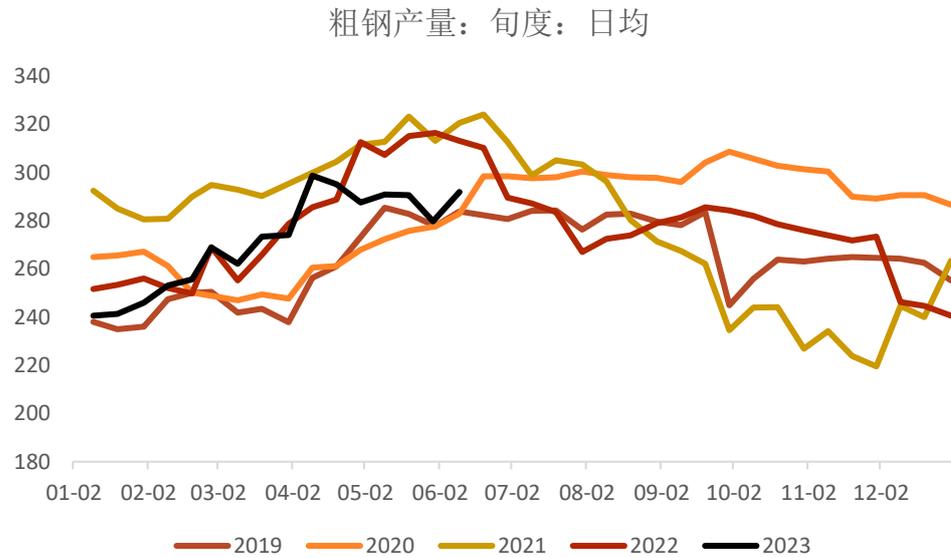
图 3：水泥产量：月度（万吨）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

注：2月数据为1-2月累计值

图 4：粗钢产量：旬度：日均（万吨）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

其次，消费增速也出现低位企稳的现象。尽管5月社会消费品零售总额名义同比增速由4月的18.4%回落至12.7%，小幅低于wind一致预期13.6%，但四年平均同比增速则略有回升，5月从4月的3.46%上升至3.53%。

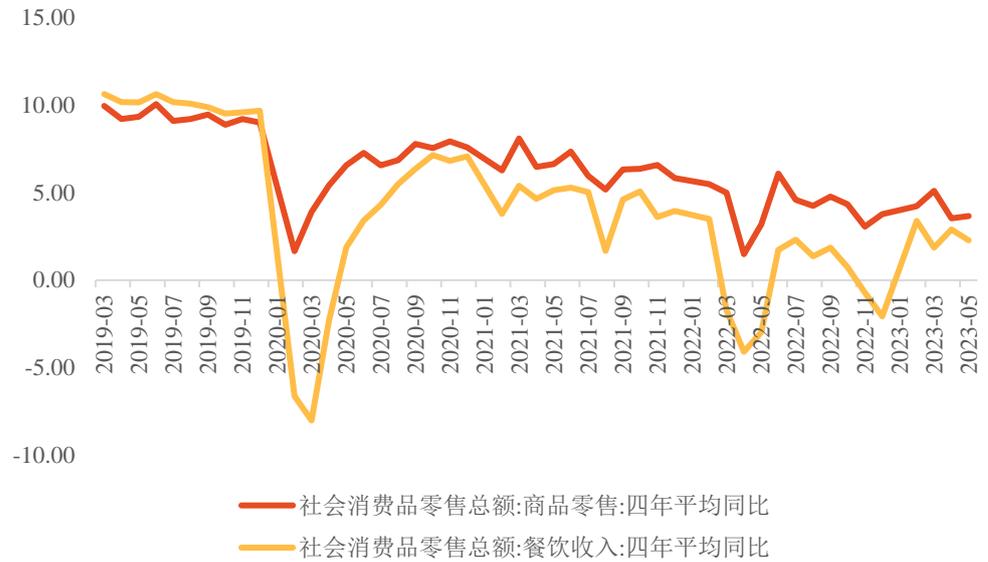
图 5：社会消费品零售总额增速低位企稳（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

餐饮收入增速仍不及商品零售，不过服务业生产指数四年平均增速小幅回升，从4月的4.73%上升至5月的4.76%。分商品来看，多数商品的零售额同比改善，必选消费类整体仍好于可选消费，地产类有所回升，尤其是家用电器增速反弹较大，建筑装潢、家具的四年平均增速均有所回升。

图 6：商品零售和餐饮收入四年平均同比（%）



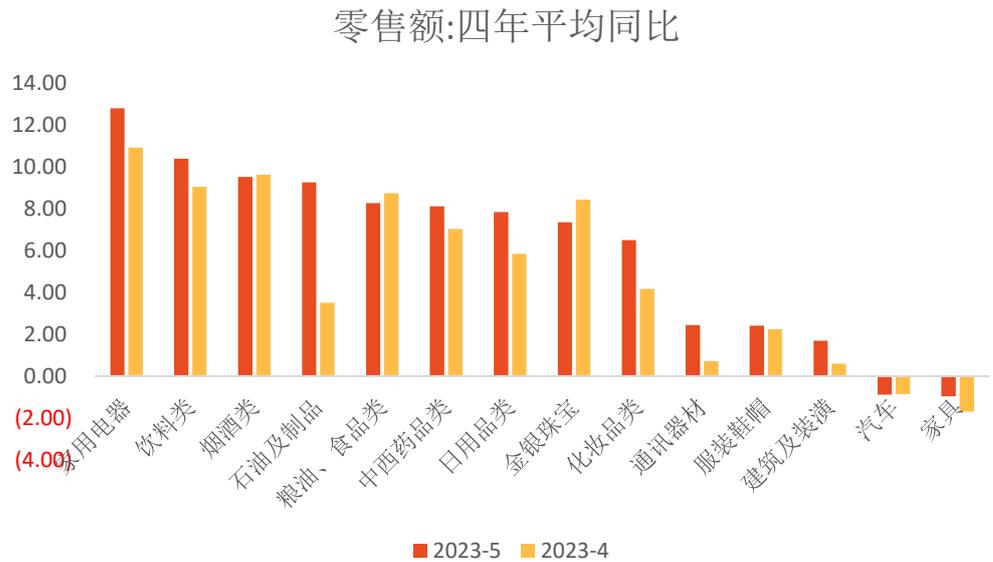
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：服务业生产指数增速小幅回升（%）



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

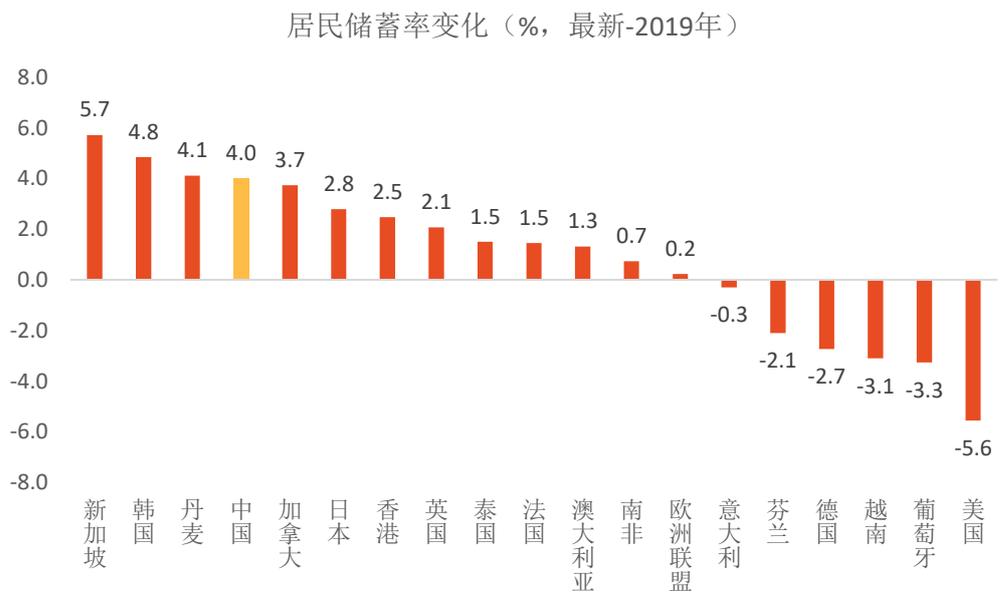
图 8：多数商品的零售额同比改善，地产类有所回升（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

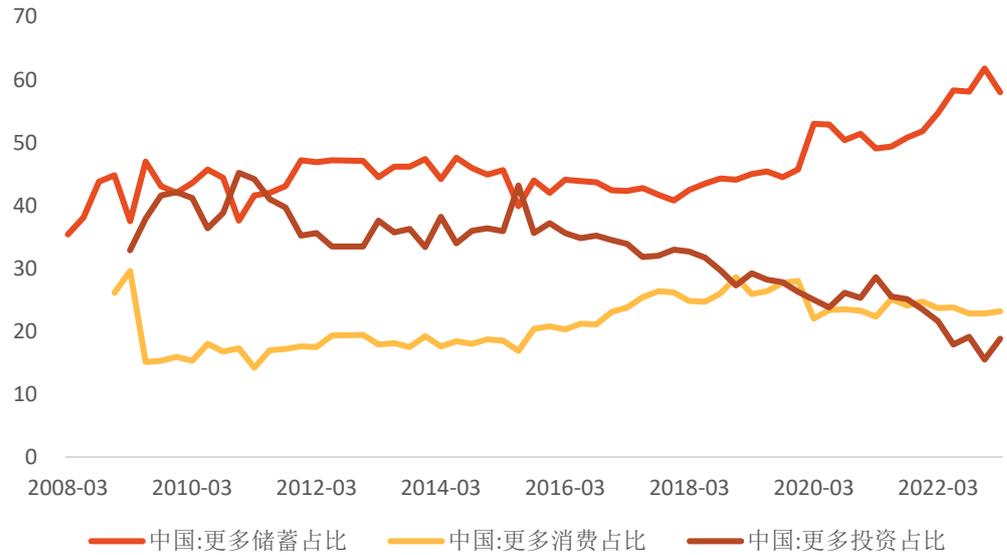
受五一长假消费较弱的影响，5月社零的反弹有限。过去3年间，中国居民储蓄率的上升幅度在全球位居前列，但央行2023年一季度调查问卷显示居民储蓄占比有所回落，投资占比有所回升，消费占比略有上升，或也是一个积极信号。从全球来看，消费较弱可能是全球现象，中国、韩国和欧盟消费者信心指数的恢复均比较缓慢，居民消费的修复任重道远。

图 9：居民储蓄率变化（%）



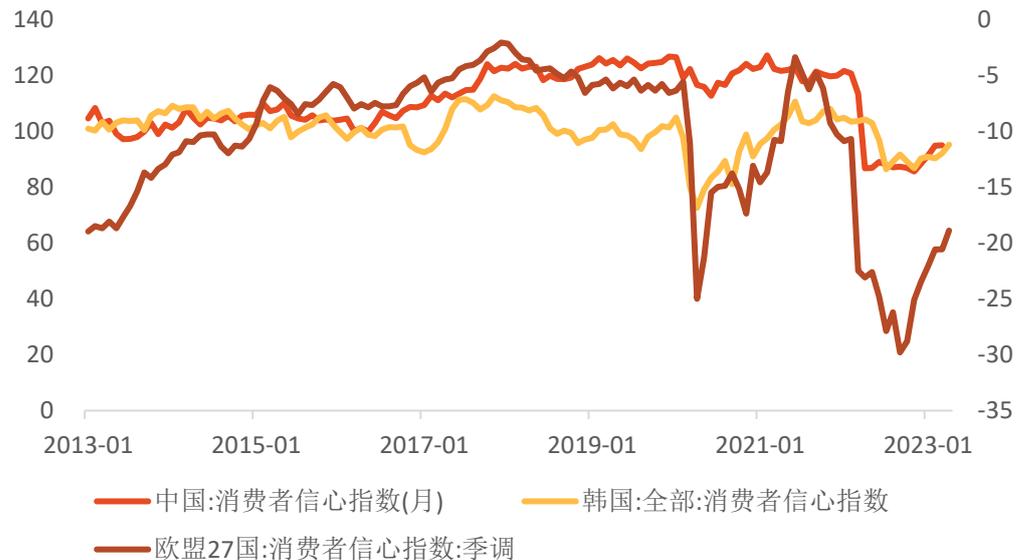
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10: 居民储蓄、投资、消费占比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

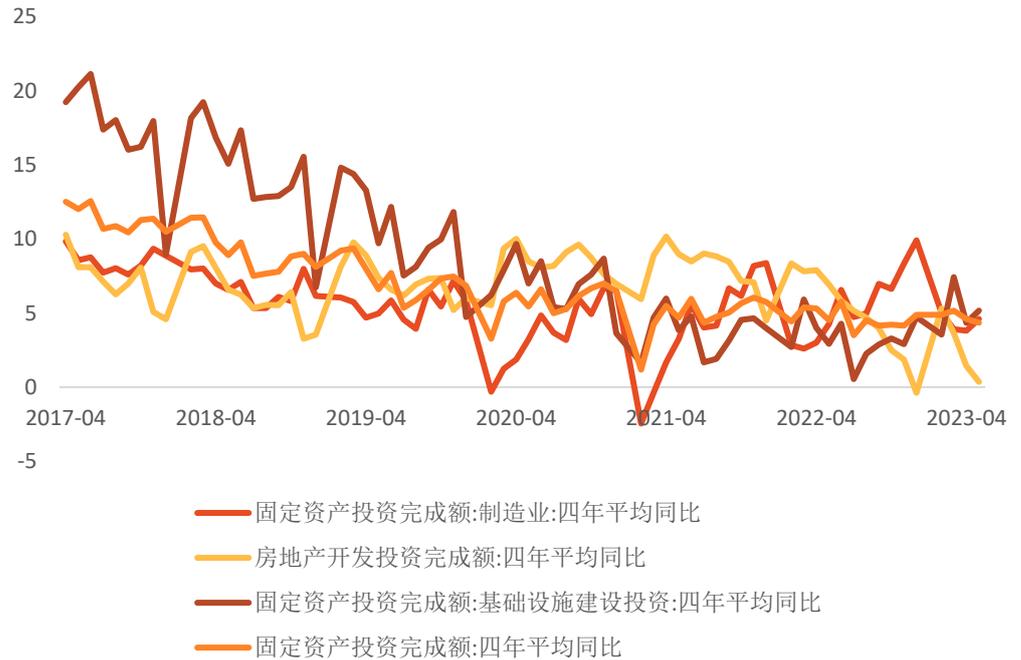
图 11: 全球消费者信心指数的修复速度都较慢 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

最后, 固定资产投资方面, 除了地产构成较大拖累外, 制造业投资和基建投资均有所回升, 四年平均增速均小幅回升约 0.8 个百分点。

图 12：固定资产投资同比：分类别（%）

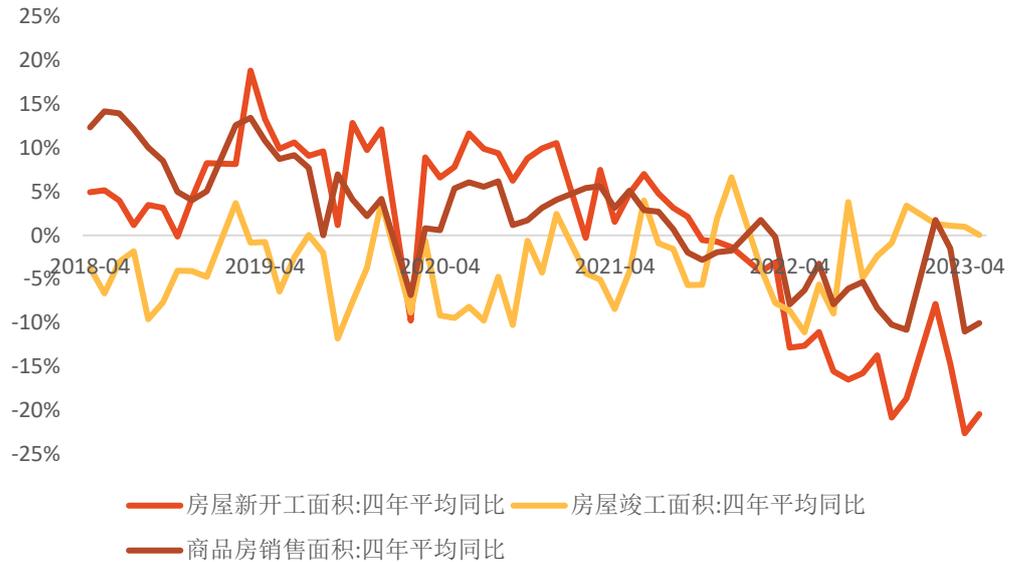


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 房地产跌势暂缓

2023 年 5 月房地产投资继续下行，跌幅扩大。观察四年平均同比，5 月房地产投资增速下行 1.1 个百分点至 0.4%，再度逼近 0 增速附近。但房地产销售面积四年平均增速有所回升，跌幅收窄至 -10.0%，新开工面积增速跌幅收窄至 -20.5%，竣工面积增速下行至 0 附近，录得 0.03%。房地产投资对固定资产投资总体拖累较大，受此影响，5 月固定资产投资四年平均增速整体下行 0.3 个百分点至 4.3%。

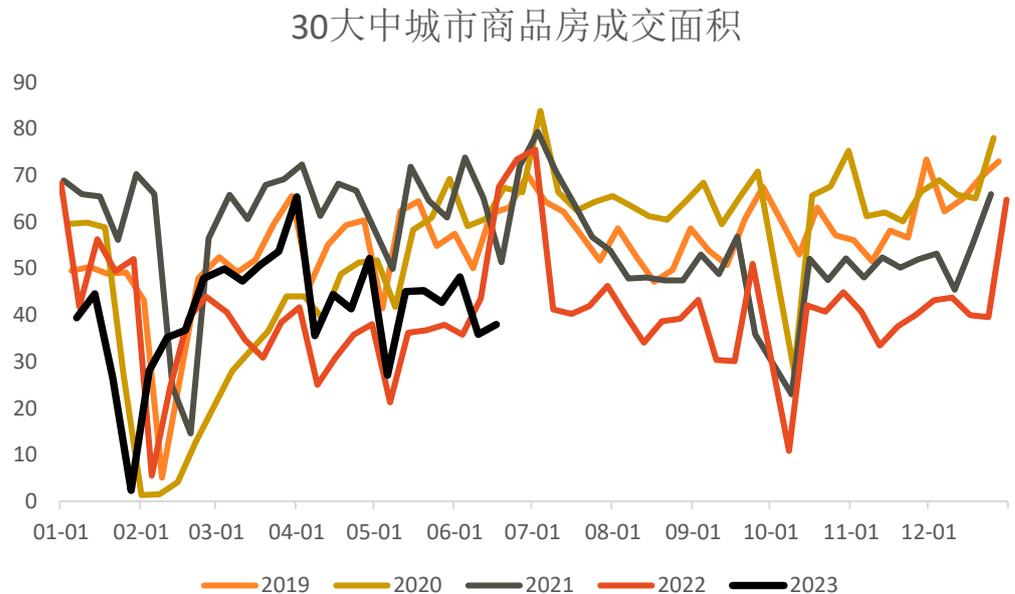
图 13: 房地产新开工和销售面积增速有所回升



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

6月高频数据显示, 30大中城市商品房成交面积仍无明显好转, 但房地产股债6月以来均有所反弹。继OMO和MLF纷纷调降后, 本月LPR同步调降概率较大。我们整理了历史上LPR降息对房地产行业的影响, 整体来看, 剔除LPR单独降息及2020/02/20异常值后, 一周后房地产行业指数跑赢沪深300指数的概率较大。

图 14: 商品房成交面积仍处低位 (万平方米)



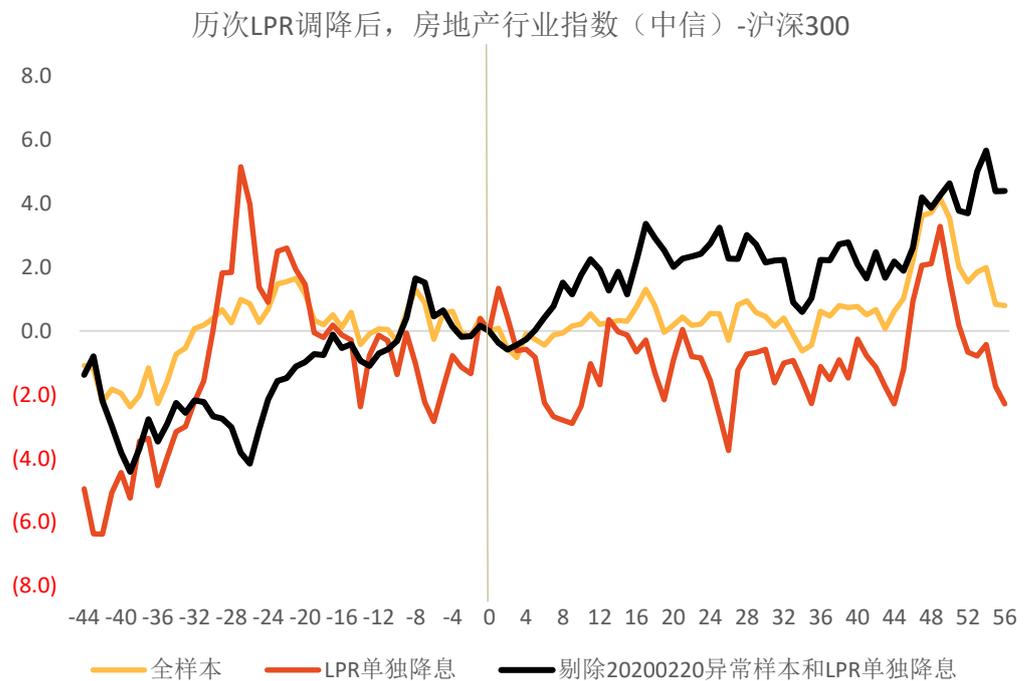
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 6 月房地产股债均有一定反弹



资料来源: wind, 首创证券研究发展部

图 16: LPR 调降后, 房地产行业指数的超额收益明显 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

注: 全样本包括 2019/11/20、2020/02/20、2020/04/20、2021/12/20、2022/01/20、2022/05/20、2022/08/22 共 7 次 LPR 降息, 历次降息当日标准化为 0。

3 后市展望

5 月经济数据整体不及预期，房地产继续疲软，但仍呈现出一些积极的信号，如工业生产和服务业生产有所好转，社零低位企稳，制造业投资和基建投资均小幅回升。尽管地产数据仍然处于下行区间，但资本市场的跌势已经缓解，地产股债 6 月以来有所反弹，5 月底以来南华工业品指数也持续上涨，叠加即将公布的 LPR 有较大的降息可能，稳增长政策或有望出台。

图 17：南华商品指数 6 月反弹（2022 年 10 月 19 日标准化为 100）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

往后看，在 7 月政治局经济会议定调之前，小规模宽松政策出台的可能性较大，经济仍维持平稳，直到 8-9 月经济或许才有明显好转。股市短期利空消化充分，预计震荡为主，8 月后或有所好转。收益率近期反弹后，短期震荡概率较大，8 月后可能会有一些调整。

风险提示：疫情超预期，政策落地不及预期，海外扰动超预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现