

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：86-10-56511920

杨亚仙
联系人
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-56511883

相关研究

- 静候外需回落
- 5 月金融数据点评：空商品多债券要逐步布局
- 5 月物价数据点评：CPI 温和持续，PPI 或在磨顶

- 6 月 16 日，统计局公布经济数据，其中消费持续低迷，外需支撑生产保持较高增速，投资修复变缓。当前外需仍然是经济的关键，随着外需逐渐见顶回落，国内经济下行压力将会增大。
- **生产保持高增，外需仍有支撑。**5 月规模以上工业增加值两年同比增速为 6.6%，较前值略降 0.2 个百分点。水泥量价齐落，内需走弱趋势进一步得到验证。出口交货值复合增速大幅回落，与 5 月份出口回落相呼应，但出口增速仍处于较高位置，是工业生产保持高增的重要支撑。美国 PMI 进口分项连续两个月保持弱势，全球工业需求走弱的信号愈发强烈。后续随着外需见顶回落，生产走弱趋势可能将进一步明晰。服务业生产指数两年平均增速提升至 6.6%，疫情仍是主要影响因素。
- **投资不弱，制造业缓慢修复。**固定资产投资累计复合增速连续回升，处于持续修复中，但与疫情前的水平仍有差距。房地产投资当月复合增速回落 1.3 个百分点至 9.0%，当前房地产需求仍然具有韧性，商品房成交面积持续高于季节性水平，值得注意的是房屋新开工面积连续两个月负增长，但竣工面积本月大幅提速，同比转正，短期内房地产投资仍有支撑，长期存在一定的压力；基建方面仍然受制于财政支出缓慢，5 月基建投资同比继续回落。制造业投资保持修复，但修复速度变缓。
- **消费持续低迷，餐饮好于商品。**5 月社会消费品零售总额两年平均增速为 4.5%，较 4 月份反弹 0.2 个百分点。季调后的环比增速走高至 0.81%，尽管环比和同比增速均显示 5 月消费有所走强，但仍处于较低位置，修复速度并未明显加快。其中，相比于商品零售，餐饮收入增速继续好转。疫情仍是主要影响因素，5 月全国日新增确诊病例数为 2 例，小于 4 月份的 3 例，导致消费小幅回升。5 月底广深地区疫情扩散，预计对 6 月份的消费仍存在压制。
- 总体来看，内需走弱趋势不断得到验证，外需支撑生产高景气，政策收紧下房地产需求仍然较强。全球工业需求指标逐渐显现磨顶的迹象。往后看，全球工业需求可能在这 1-2 个月左右见顶，工业金属价格如同末日黄昏，油价见顶则可能更晚一些。整体政策偏紧的背景下，外需的回落将使经济下行压力加大，货币宽松的中期趋势不变。但在美联储趋势性收紧的背景下，债市下行空间不大，股市多空因素交织，震荡为主，变动幅度取决于美债的上行幅度。

风险提示：全球经济修复不及预期

1 生产保持高增，外需仍有支撑

工业生产略走弱，外需仍是重要支撑。5月规模以上工业增加值两年平均增速为6.6%（若无特别指出，下文的同比增速均为两年平均增速），较前值略降0.2个百分点。水泥量价齐落，内需走弱趋势进一步得到验证。出口交货值复合增速有较大回落，与5月份出口大幅回落相呼应，但出口增速仍然处于较高位置，是工业生产保持高增的重要支撑。美国PMI进口分项连续两个月保持弱势，全球工业需求走弱的信号愈发强烈。后续随着外需见顶回落，生产走弱趋势可能将进一步明晰。

图 1：工业增加值保持高增（当月同比复合增速）



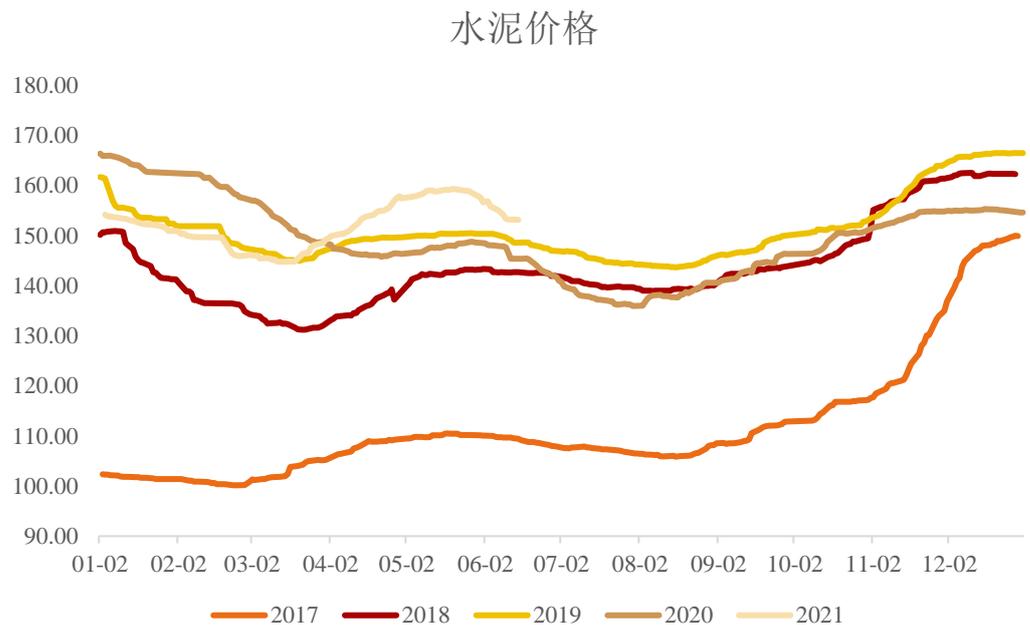
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：外需支撑工业生产高增



资料来源：Wind, 首创证券

图 3：水泥价格自 5 月下旬以来一路走低



资料来源：Wind, 首创证券

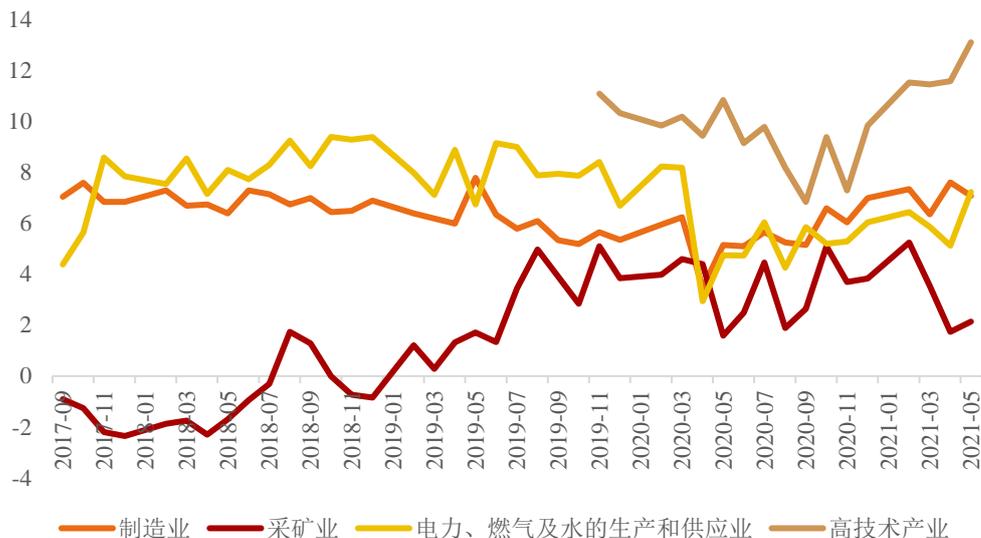
图 4：5 月水泥产量平均增速大幅下行 5 个百分点



资料来源：Wind, 首创证券

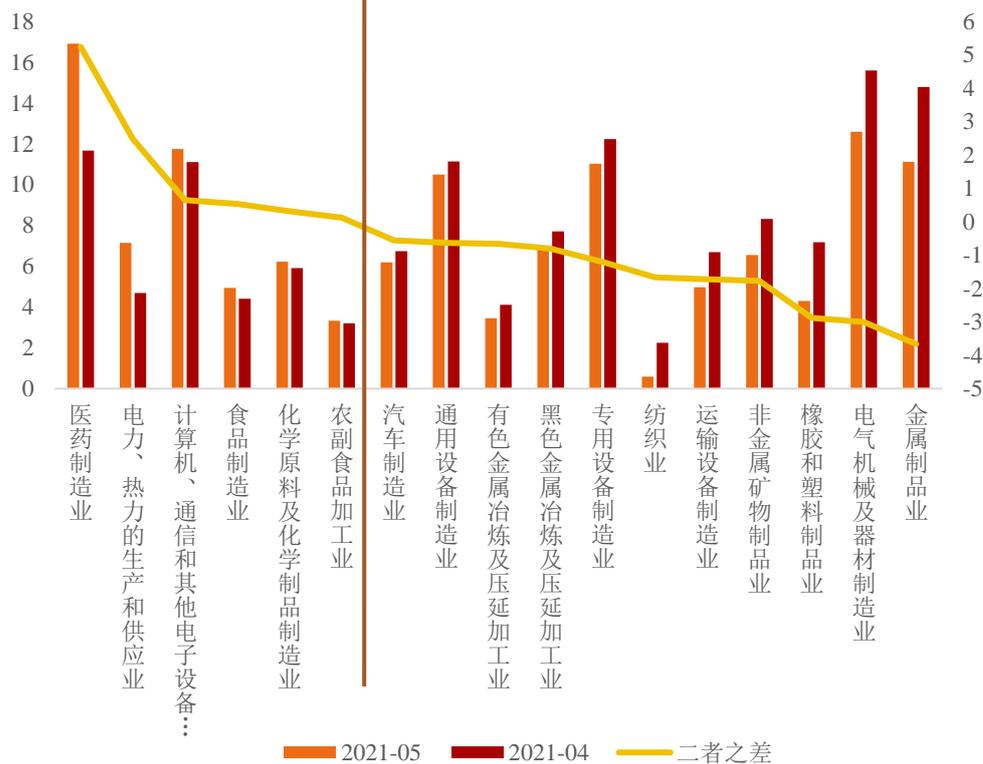
分行业来看，高技术产业和电力、燃气及水的生产和供应业平均增速大幅走高，分别增长 13.1%和 7.2%，采矿业小幅回升至 2.1%，制造业小幅走弱，录得 7.2%。制造业内部分化仍然延续，大多数行业增速下行，但上月大幅走弱的医药、食品和电力行业本月走强，两年平均增速均有所提高。上游高耗能行业保持走弱趋势，如有色、黑色金属冶炼及压延工、非金属矿物制品业等继续小幅下行，限产的影响仍在。

图 5：制造业修复放缓，其他产业走高



资料来源：Wind, 首创证券

图 6：制造业生产多数行业增速回落



资料来源：Wind, 首创证券

服务业生产有所修复，服务业生产指数两年平均增速提升 0.4 个百分点至 6.6%，疫情仍是主要影响因素，整体来看，5 月份平均日新增病例数较 4 月份略有下降，对服务业的压制反而有所释放。5 月底广深地区疫情扩散，6 月服务业或将继续受到影响。

图 7：服务业生产指数

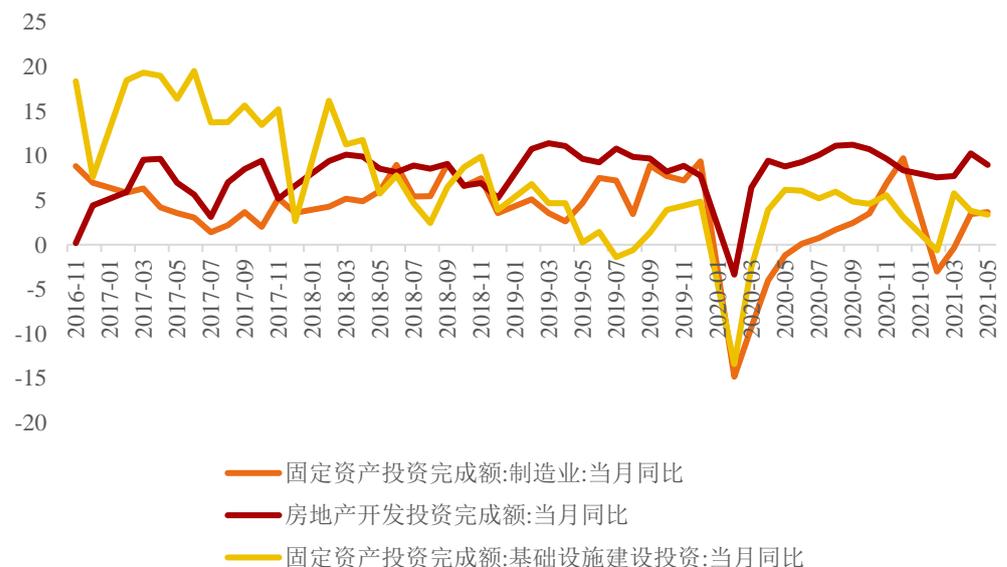


资料来源：Wind, 首创证券

2 投资不弱，制造业缓慢修复

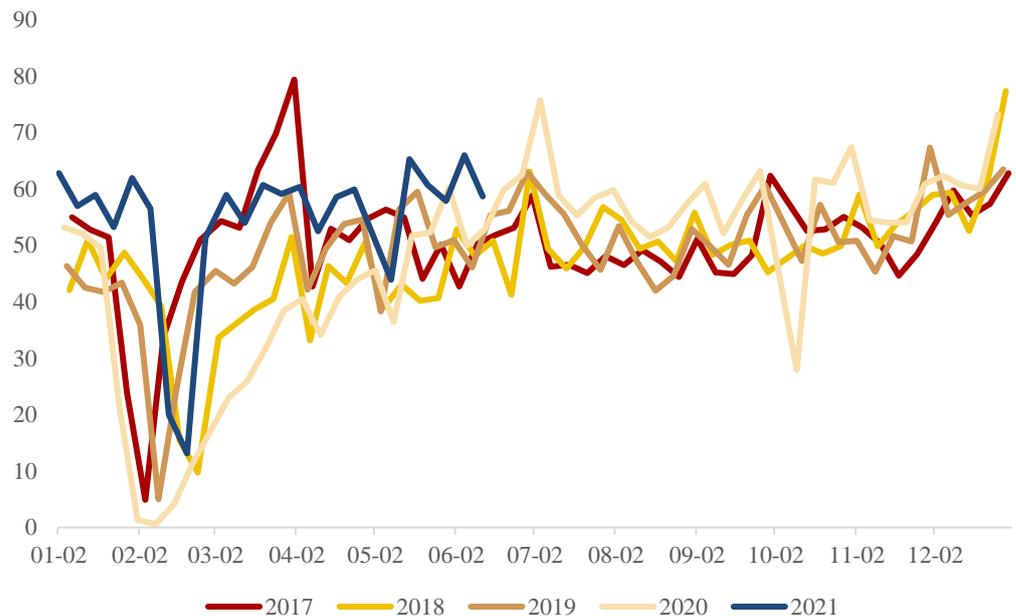
固定资产投资方面，累计复合增速从 2 月 1.0% 连续回升至 5 月的 4.0%，处于持续修复中，但与疫情前 5%-6% 的水平仍有差距。房地产投资当月复合增速回落 1.3 个百分点至 9.0%，但当前房地产需求仍然具有韧性，商品房成交面积持续高于季节性水平，值得注意的是房屋新开工面积连续两个月负增长，但竣工面积本月大幅提速，同比转正为 5.0%，短期内房地产投资仍有支撑，长期存在一定的压力；基建方面仍然受制于财政支出缓慢，5 月基建投资同比继续回落 0.4 个百分点至 3.4%。

图 8：固定资产投资分项：两年平均增速



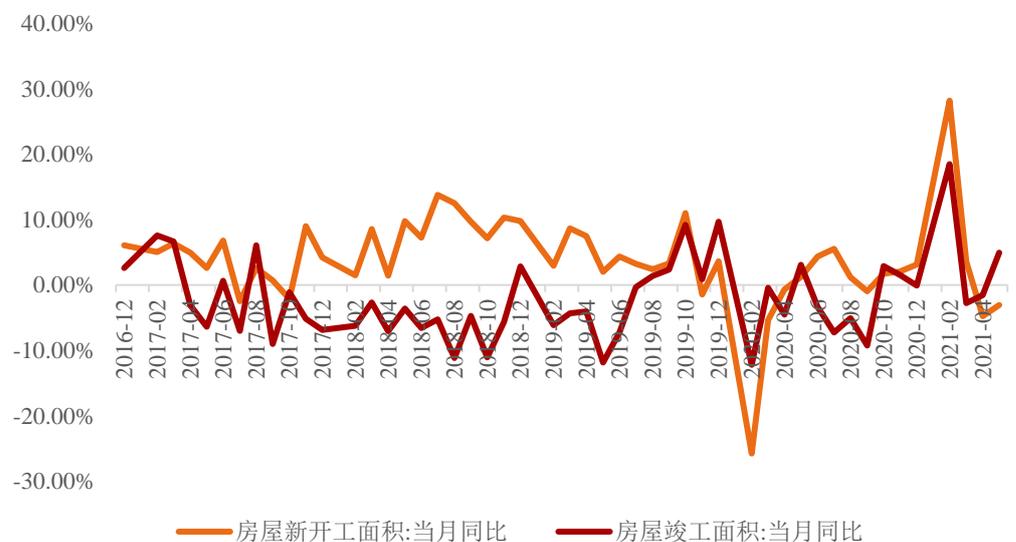
资料来源：Wind, 首创证券

图 9：30 大中城市：商品房成交面积：周度（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：房屋新开工保持负增长，竣工增速提升



资料来源：Wind, 首创证券

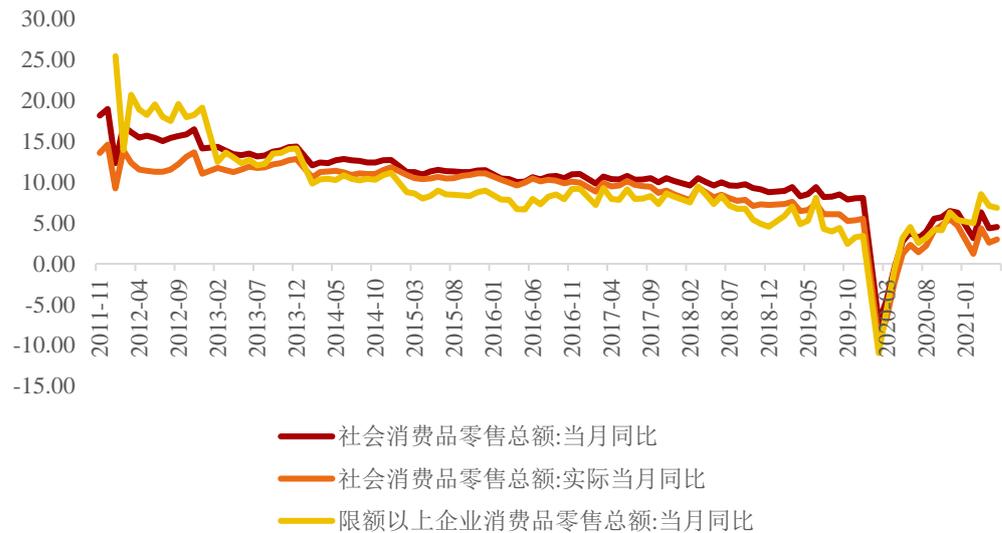
制造业投资保持修复，但修复速度变缓，回升 0.3 个百分点至 3.7%。分产业链条来看，计算机、医药、专用设备高技术产业投资增速有所回升，汽车、纺织、电气设备等增速下滑，由于原材料价格上涨带来的利润挤压或使这部分投资动能有所减弱。

3 消费持续低迷，餐饮好于商品

5月社会消费品零售总额同比录得12.4%，小幅低于市场预期12.8%，前值17.7%。两年平均增速为4.5%，较4月份反弹0.2个百分点。季调后的环比增速为0.81%，比上月走高0.56个百分点，尽管环比和同比增速均显示5月消费有所走强，但仍处于较低位置，修复速度并未明显加快。

疫情的影响仍是主要因素，5月全国日新增确诊病例数为2例，小于4月份的3例，导致消费小幅回升，5月底广深地区疫情扩散，预计对6月份的消费仍存在压制。

图 11：社会消费品零售总额明显走低（两年平均增速）



资料来源：Wind, 首创证券

图 12：疫情与社零环比增速负相关



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20152



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>