



2024年5月经济数据前瞻

宏观专题研究报告
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
 zhangyunjie@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

经济前瞻：经济修复的斜率？

4月内需修复节奏放缓、外需改善延续，5月经济修复的斜率、及其驱动逻辑？本文梳理，敬请关注。

一、当前经济运行的主要逻辑？内需修复速度偏慢更多是节奏问题，外需改善似乎还在延续

国内经济景气出现波折，或与经济修复早期企业家信心不足、稳增长政策发力效果滞缓等有关。企业需要经历从现金流量表到资产负债表修复的过程，在修复早期信心容易出现反复，稳增长发力节奏的影响也更为直接。今年1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%、明显低于正常年份的48.5%，对稳增长政策效果及企业信心修复或有直接影响。

近年来，经济运行的节奏与财政支出节奏关联密切；随着财政发力节奏的加快，经济修复过程仍将延续。专项债发行节奏慢于过去几年同期，剩余超2.7万亿元额度可支撑后续财政支出，对经济修复的影响只是节奏问题；5月后，超长期特别国债发行也开始加快，财政支持力度的加大、实物工作量的加快，有利于经济运行与企业信心的恢复。

事实上，“稳增长”政策效果，在微观层面已有体现，只是“力度”上还不突出而已。去年四季度的一万亿国债增发，支持的相关项目，在4月基建分项中已有体现，以水利管理、环保投资的扩张为表征；前期地产融资“白名单”等政策支持下，4月地产新开工面积单月同比增速提升13.3个百分点至-12.3%，进一步政策加码下带来的效果仍待观察。公共卫生事件后随着结构分化的拉大，出口形势与新出口订单之间的关系明显弱化；高频指标显示，5月以来出口形势仍较为靓丽。5月新出口订单指数回落，引起普遍关注。事实上，2021年底以来，出口形势与新出口订单的关系显著弱化。高频指标显示，5月港口货物吞吐量同比较上月提升4.4个百分点至6.9%，航运价格指数等也有明显上涨。

二、5月经济数据或如何演绎？外需或阶段性好于内需，稳增长等相关链条修复斜率仍趋回升

外需或阶段性好于内需，国内稳增长、设备更新等政策落地下，相关链条修复趋势或仍将延续。5月全球制造业景气回升，或持续驱动我国出口改善。国内稳增长、设备更新等政策效果或进一步显现，支撑产、需表现整体平稳，结构上制造业、电力投资或好于传统基建和地产；餐饮或强于商品消费；设备制造生产可能进一步走强。

生产：出口改善及“设备更新”带动下，设备制造生产或延续“高景气”；5月化工链开工有所回落，叠加去年基数走高，工增同比或小幅回落。5月制造业生产呈现分化，中厚板产量所映射的设备制造生产仍强，化工链开工率有所回落。考虑到去年5月工增基数较高，季调环比0.8%、好于往年均值的0.6%，预计今年5月工增同比或小幅回落。

需求：政策加力下带动融资端明显“提速”，投资端阶段性承压，消费端受假期提振、持续性还待观察；外需景气回升或支撑出口延续改善。稳增长下，政府债券融资上量或带动部分配套融资回升；前期发债偏慢或影响传统行业投资增速，但“设备更新”、电力投资等或可部分对冲下行压力；五一人流出行升温或提振餐饮消费、商品消费或受乘用车销量拖累；5月外需景气进一步回升，东盟等新兴市场或持续支撑我国出口。

物价：CPI或相对温和，PPI向上斜率或回升、受原材料涨价等支撑明显。部分食品端供给端压力已有边际缓解迹象，服务价格受假期出行提振或有季节性回升，但总体来看涨价弹性还待进一步跟踪。中性情景下，5月CPI同比或持平于0.3%。有色链、黑色链价格上涨，叠加基数影响等，5月PPI同比或收窄至-1.5%左右。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、热点思考：经济前瞻，经济修复的斜率？	5
1.1、当前经济运行的主要逻辑？	5
1.2、5月经济数据或如何演绎？	8
2、生产高频跟踪：纺织链开工小幅改善，建筑业开工有所走弱	16
3、需求高频跟踪：地产成交有所回升、集装箱运价大幅上涨	20
风险提示	24

图表目录

图表 1：5月制造业 PMI 及主要分项出现回落	5
图表 2：1-5月，新增专项债发行进度仅 29.8%	5
图表 3：经济要修复到亏损企业扭亏的时段，才会重新回到资产负债表扩张状态	5
图表 4：财政支出“主导”经济修复节奏	6
图表 5：广义财政支出与工业生产的关联度强化	6
图表 6：年初以来主要基建上市公司订单持续改善	6
图表 7：新增万亿国债项目投向	6
图表 8：对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张	7
图表 9：4月，房地产新开工、施工面积增速改善	7
图表 10：近年来新出口订单对出口增速的指引弱化	7
图表 11：制造业中营收权重较高行业，其出口额未必高	7
图表 12：5月以来，CCFI 综合指数涨幅扩大	7
图表 13：5月以来，港口货物吞吐量涨幅扩大	7
图表 14：中游设备制造生产维持“高景气”	8
图表 15：5月，中厚板产量仍处于历史高位水平	8
图表 16：5月 PTA 开工率有所回落	8
图表 17：2023 年 5 月工业增加值环比高于往年均值	8
图表 18：过去 2 年新增专项债投向市政产业园比重最高	9
图表 19：年初以来设备工器具投资增速明显上升	9
图表 20：基建投资中，电热燃投资“领涨”	9
图表 21：电线电缆价格可映射电力热力投资	9
图表 22：五一假期跨区人流高于过往	10
图表 23：五一假期海底捞接待顾客人次同比涨幅较大	10
图表 24：乘用车零售销量可较好反映汽车零售额	10



图表 25: 5 月乘用车零售销量低于去年同期水平.....	10
图表 26: 高频数据显示, 票据转贴利率延续低位磨底.....	10
图表 27: 30 大中城市商品房成交仍处同期低位.....	10
图表 28: 5 月, 政府债券融资明显上量.....	11
图表 29: 去年四季度一度也出现财政稳信用现象.....	11
图表 30: 5 月, 信用债融资或季节性回落.....	11
图表 31: 内部分化延续, 城投债融资拖累依旧.....	11
图表 32: 中性情境下, 5 月社融增速或小幅回升至 8.9%.....	12
图表 33: 2024 年对东盟、拉美等新兴市场出口显著回暖.....	12
图表 34: 5 月以来东南亚航线运价指数大幅抬升.....	12
图表 35: 5 月多数经济体制造业景气进一步回升.....	13
图表 36: 猪肉平均批发价回升、弹性还待观察.....	13
图表 37: 重点监测水果价格延续回落.....	13
图表 38: 五一假期, 公共交通旅客发送量高于往年.....	14
图表 39: 成品油价格回落.....	14
图表 40: 经济尚处于修复初期, 对价格提振弹性尚弱.....	14
图表 41: 5 月, CPI 同比或维持低位.....	14
图表 42: 5 月, 原油链价格回落、铜价延续回升.....	15
图表 43: 铜价与全球制造业 PMI 同向变动.....	15
图表 44: 5 月, 黑色、有色金属指数显著抬升.....	15
图表 45: 2024 年以来南华铜及电线电缆指数增长提升.....	15
图表 46: 中性情境下, 5 月 PPI 同比或小幅收窄至-2.3%左右.....	16
图表 47: 本周, 钢厂盈利率小幅下滑.....	17
图表 48: 本周, 高炉开工率略有上涨.....	17
图表 49: 本周, 钢材表观消费延续回落.....	17
图表 50: 本周, 钢材社会库存继续去库.....	17
图表 51: 本周, 涤纶长丝开工率小幅上涨.....	17
图表 52: 本周, 纯碱开工率延续回落.....	17
图表 53: 本周, 汽车半钢胎开工率略有下滑.....	18
图表 54: 本周, 汽车全钢胎开工率回落幅度较大.....	18
图表 55: 本周, 铝行业平均开工率小幅回落.....	18
图表 56: 本周, 电解铜开工率延续下滑.....	18
图表 57: 本周, 电解铝现货库存有所累库.....	18
图表 58: 本周, 社铜库存延续抬升.....	18
图表 59: 本周, 全国水泥粉磨开工率延续回落.....	19



图表 60:	本周, 全国水泥出货率延续下滑	19
图表 61:	本周, 水泥库容比持平上周	19
图表 62:	本周, 水泥价格指数继续上涨	19
图表 63:	本周, 玻璃产量小幅回升	19
图表 64:	本周, 玻璃周表观消费小幅增加	19
图表 65:	本周, 玻璃库存与上周相当	20
图表 66:	本周, 沥青开工率低位回落	20
图表 67:	本周, 全国商品房成交有所回升	20
图表 68:	本周, 一线城市商品房成交有所减少	20
图表 69:	本周, 二线城市成交有所增多	20
图表 70:	本周, 三线城市成交也有上涨	20
图表 71:	5 月份, 新房成交降幅持平上周	21
图表 72:	本周, 全国二手房成交有所增加	21
图表 73:	上周, 全国整车货运流量小幅回落	21
图表 74:	上周, 多数省市公路货运流量环比减少	21
图表 75:	上周, 铁路货运量延续增加	21
图表 76:	上周, 公路货车通行量有所下滑	21
图表 77:	上周, 邮政快递揽收量大幅回升	22
图表 78:	上周, 邮政快递投递量延续增加	22
图表 79:	本周, 全国迁徙规模指数有所回落	22
图表 80:	本周, 执行航班架次也有减少	22
图表 81:	本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回落	23
图表 82:	本周, 样本城市地铁客流量有所减少	23
图表 83:	本周, 全国拥堵延时指数小幅增加	23
图表 84:	本周, 多数样本城市拥堵指数有所上涨	23
图表 85:	上周, 票房收入小幅回落	23
图表 86:	上周, 乘用车批发量环比增加	23
图表 87:	本周, 美西航线运价延续上涨	24
图表 88:	本周, 欧洲航线运价涨幅较大	24
图表 89:	本周, 地中海航线运价显著提升	24
图表 90:	本周, BDI 运价指数回落幅度收窄	24



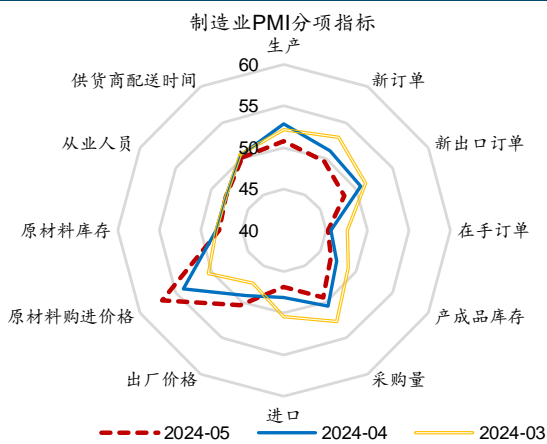
1、热点思考：经济前瞻，经济修复的斜率？

4月内需修复节奏放缓、外需改善延续，5月经济修复的斜率、及其驱动逻辑？本文梳理，敬请关注。

1.1、当前经济运行的主要逻辑？

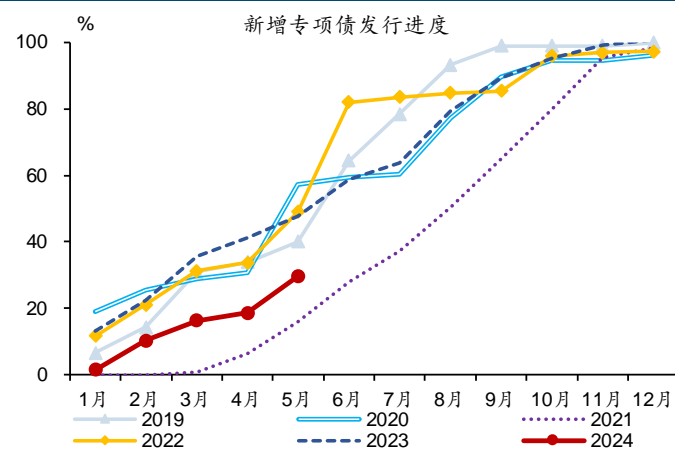
国内经济景气出现波折，或与经济修复早期企业家信心不足、稳增长政策发力效果滞缓等有关。5月，制造业PMI连续2个月扩张后再度收缩、录得49.5%，指向经济或处在温和复苏早期。企业需要经历从现金流量表到资产负债表修复的过程，在修复早期信心容易出现反复，稳增长发力节奏的影响也更为直接。今年1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%，明显低于正常年份的48.5%，对稳增长政策效果及企业信心修复或有直接影响；4月，发债过慢对于基建投资的拖累已有所体现，公共设施投资累计同比降至-4.5%（详情参见《“复苏”号角已响起》、《不必对PMI回落过于悲观》）。

图表1：5月制造业PMI及主要分项出现回落



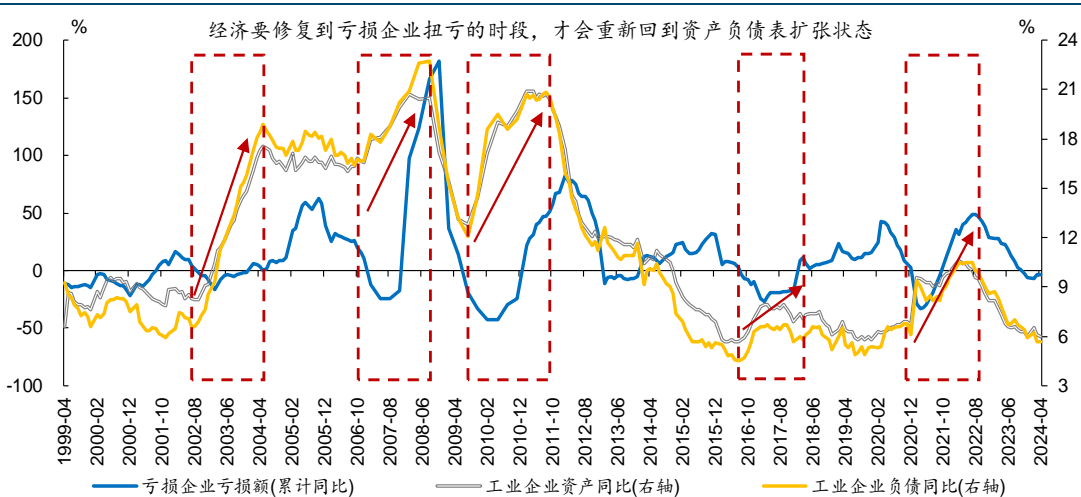
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%



来源：Wind、国金证券研究所

图表3：经济要修复到亏损企业扭亏的时段，才会重新回到资产负债表扩张状态

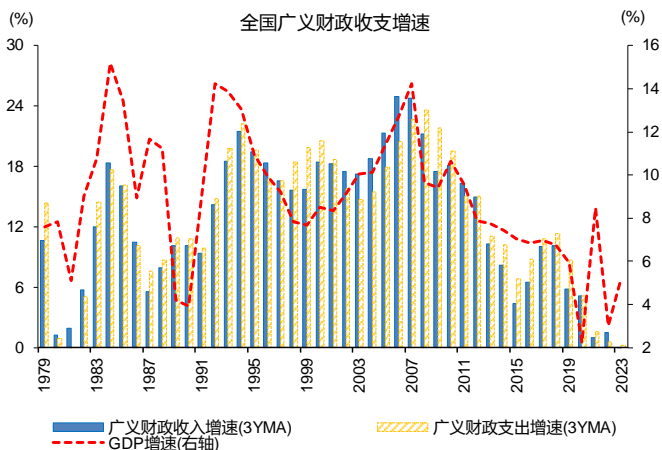


来源：Wind、国金证券研究所

近些年来，经济运行的节奏与财政支出节奏关联密切；伴随着财政发力节奏的加快，经济修复过程仍将延续。专项债发行节奏慢于过去几年同期，对经济修复的影响只是节奏问题；随着专项债项目筛选完毕，后续新增专项债发行或明显提速。5月之后，超长期特别国债的发行也开始加快、将持续至11月中旬。剩余超2.7万亿元额度的地方新增专项债和万亿特别国债将对后续财政支出形成有效支撑；财政支持力度的加大、实物工作量的加快，有利于经济运行与企业信心的恢复。

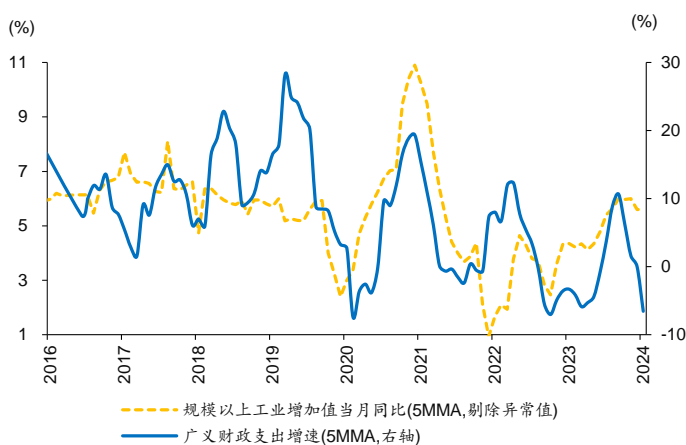


图表4: 财政支出“主导”经济修复节奏



来源: Wind、国金证券研究所

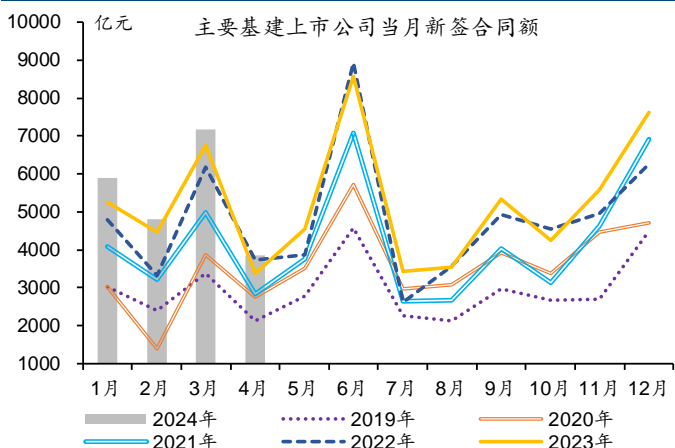
图表5: 广义财政支出与工业生产的关联度强化



来源: Wind、国金证券研究所

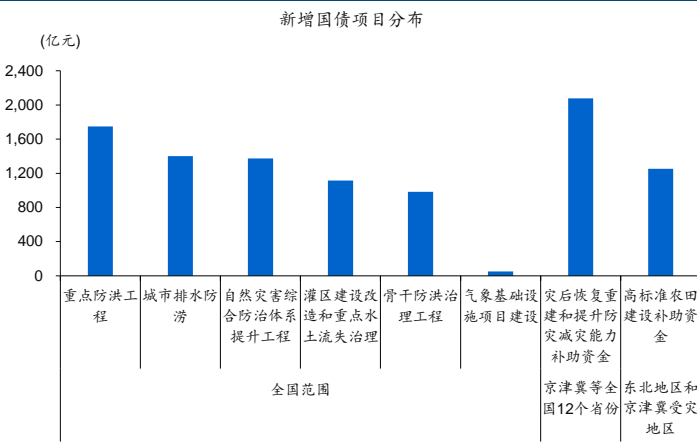
事实上,“稳增长”政策效果,在微观层面已有体现,只是“力度”上还不突出而已。去年四季度的一万亿国债增发,支持的相关项目,在4月基建分项中已有体现,以水利管理、环保投资的扩张为表征;微观层面,1-4月代表性基建央企新签订单额同比增长9.4%,可与投资数据相互印证。前期地产融资“白名单”等政策支持下,4月地产新开工面积单月同比增速提升13.3个百分点至-12.3%,进一步政策加码下带来的效果仍待观察。

图表6: 年初以来主要基建上市公司订单持续改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 新增万亿国债项目投向

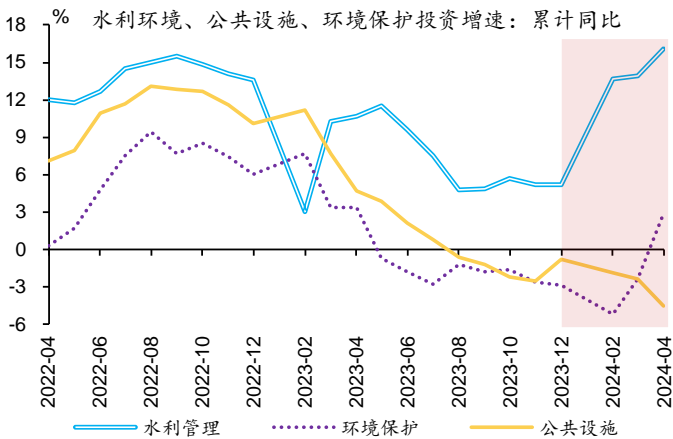


来源: Wind、国金证券研究所

¹ 说明:“主要基建上市公司”共包括中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶4家按月披露经营数据的公司。

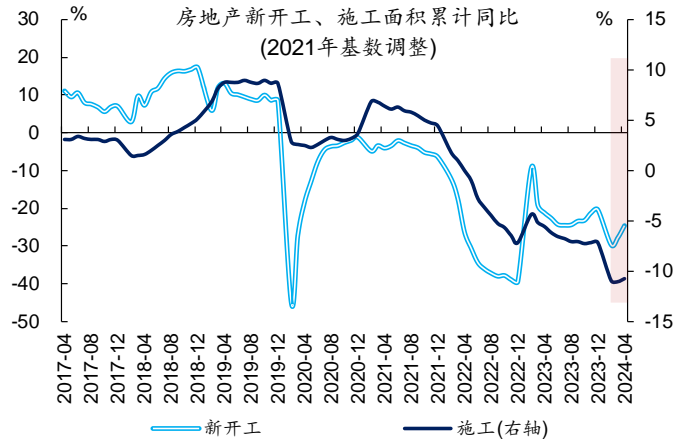


图表8: 对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张



来源: Wind、国金证券研究所

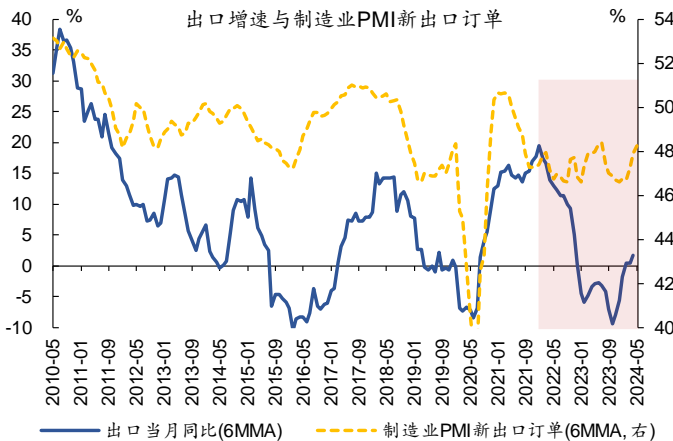
图表9: 4月, 房地产新开工、施工面积增速改善



来源: Wind、国金证券研究所

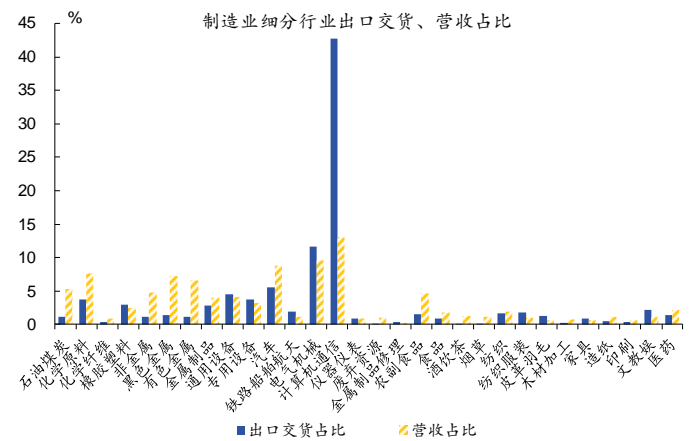
公共卫生事件后随着结构分化的拉大, 出口形势与新出口订单之间的关系明显弱化; 高频指标显示, 5月以来出口形势仍较为靓丽。5月新出口订单指数回落, 引起普遍关注。事实上, 2021年底以来, 出口形势与新出口订单的关系显著弱化, 甚至阶段性背离; 背后原因主要包括统计口径、我国出口结构分化拉大等, 如PMI新出口订单采用PPS抽样法, 基于增加值而非出口额占比分配行业样本量。高频指标显示, 近期无论航运价格指数, 还是港口货物吞吐量的同比涨幅在继续扩大; 4、5月港口货物吞吐量同比分别为2.5%、6.9%。

图表10: 近年来新出口订单对出口增速的指引弱化



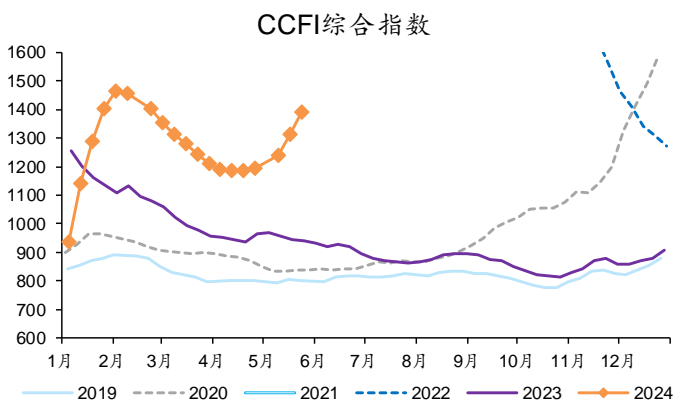
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 制造业中营收权重较高行业, 其出口额未必高



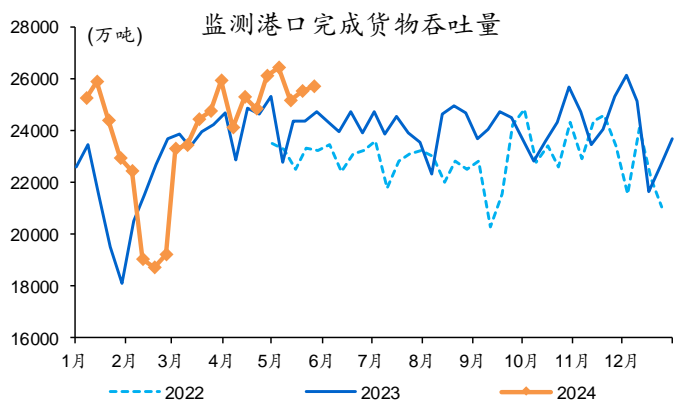
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 5月以来, CCFI综合指数涨幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 5月以来, 港口货物吞吐量涨幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

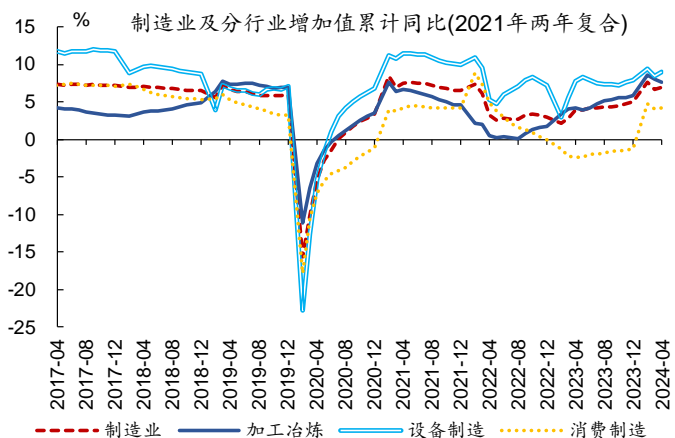


1.2、5月经济数据或如何演绎？

外需或阶段性好于内需，国内稳增长、设备更新等政策落地下，相关链条修复趋势或仍将延续。5月全球制造业景气回升，或持续驱动我国出口改善。国内稳增长、设备更新等政策效果或进一步显现，支撑产、需表现整体平稳，结构上制造业、电力投资或好于传统基建和地产；餐饮或强于商品消费；设备制造生产可能进一步走强；融资端，政府债券融资上量或带动部分配套融资回升。伴随经济修复过程延续，物价或呈现温和回升。

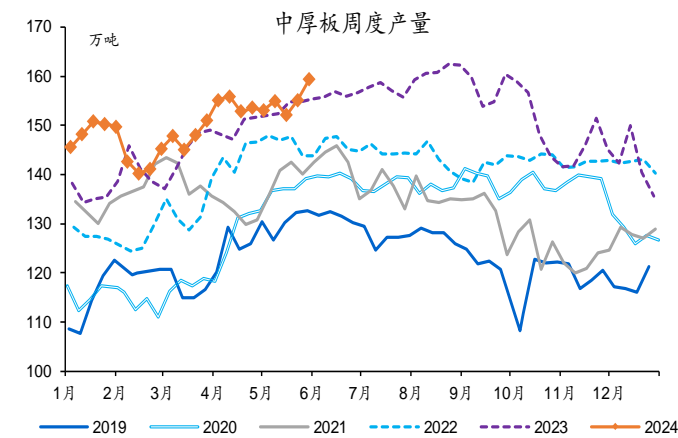
生产：出口改善及“设备更新”带动下，设备制造生产或延续“高景气”；5月化工链开工有所回落，叠加去年基数走高，预计工业增加值同比或小幅回落。年初以来，内、外需共同提振制造业生产，本轮出口改善较多、同时作为“设备更新”主要生产行业的增加值涨幅较大，典型如汽车、计算机通信、运输设备等。高频数据显示，5月以来制造业生产分化，中厚板产量所映射的设备制造生产仍强，化工链开工率受装置检修等因素影响有所回落。考虑到去年5月基数较高，工业增加值季调环比0.8%、好于过去5年均值的0.6%，预计今年5月工业增加值同比或小幅回落（详情参见《复苏“号角”已响起》）。

图表14：中游设备制造生产维持“高景气”



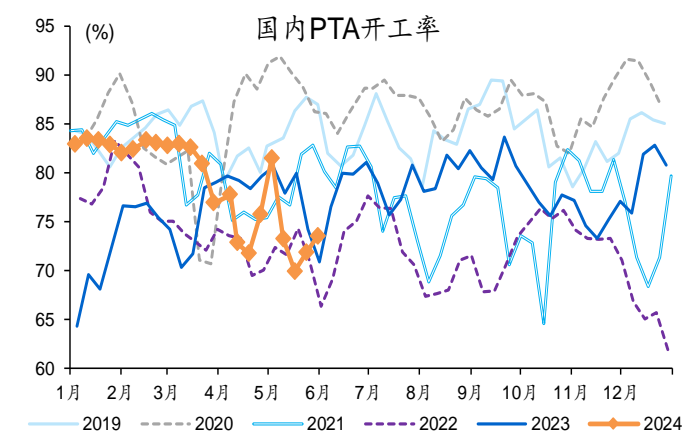
来源：Wind、国金证券研究所

图表15：5月，中厚板产量仍处于历史高位水平



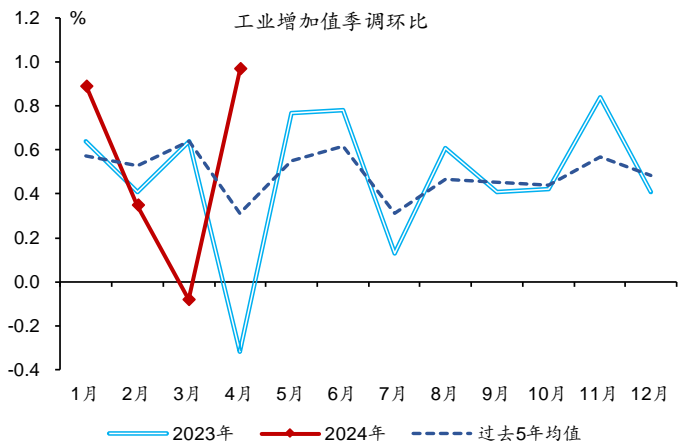
来源：Wind、国金证券研究所

图表16：5月PTA开工率有所回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表17：2023年5月工业增加值环比高于往年均值



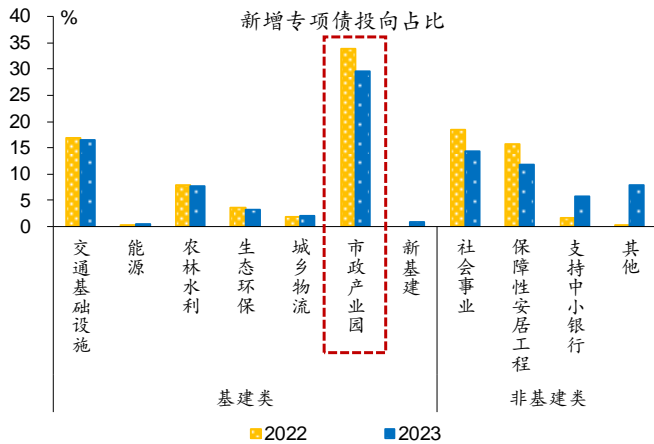
来源：Wind、国金证券研究所

需求：1) 投资：前期发债偏慢或影响传统行业投资增速，但“设备更新”、电力投资等或可部分对冲下行压力。专项债发行进度过慢对于基建投资的拖累已有体现，4月公共设施投资累计同比回落至-4.5%；考虑到5月发债进度仍较滞后，相关领域投资增速或有回调压力。设备更新需求正逐步释放，或对固定资产投资形成一定支持；4月设备工器具投资累计同比录得17.2%，显著高于去年末的6.6%。此外，能源转型、“新质生产力”加快布局背景下，电力投资需求或有较好延续性；4月电热燃投资增速扩张至26.2%，5月以来

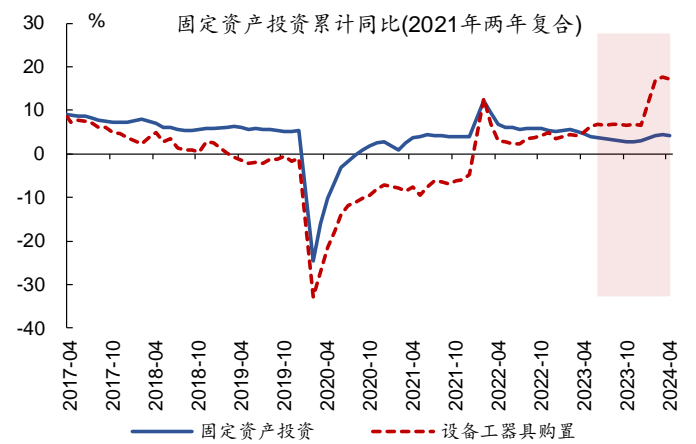


映射电力投资热度的电线电缆价格持续上升,同比涨幅较上月扩大3.8个百分点至19.3%。

图表18: 过去2年新增专项债投向市政产业园比重最高



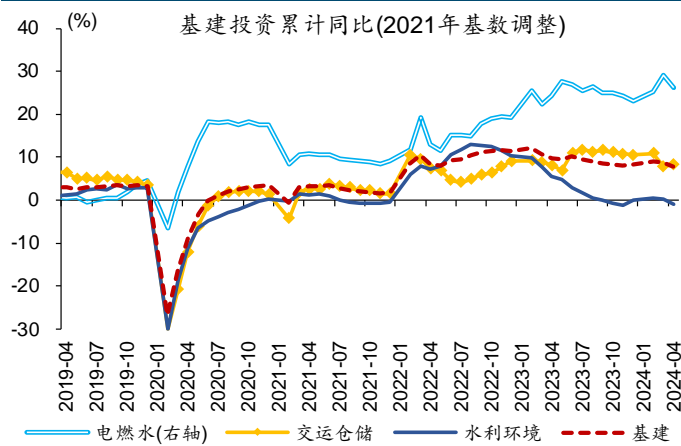
图表19: 年初以来设备工器具投资增速明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

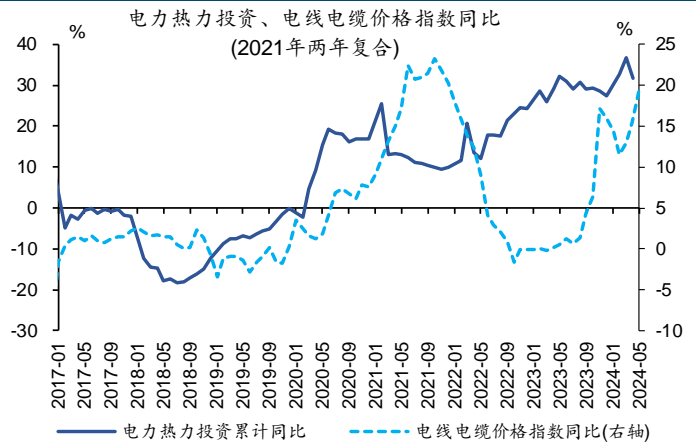
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 基建投资中, 电热燃投资“领涨”



来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 电线电缆价格可映射电力热力投资

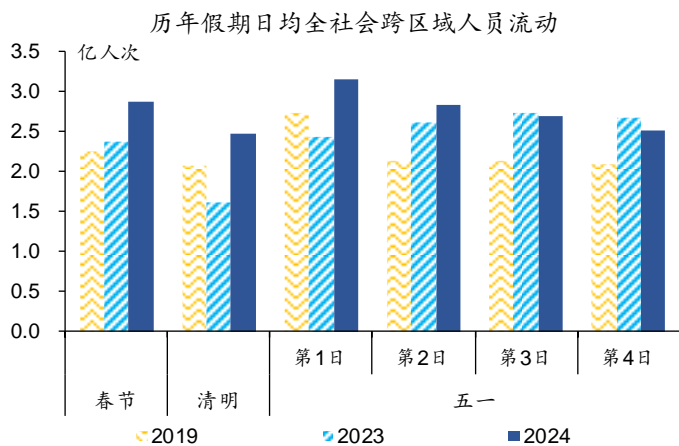


来源: Wind、国金证券研究所

2) 消费: 五一假期跨区人流高于过往, 餐饮消费或较快增长; 汽车消费仍受高基数扰动, 或对商品消费增速产生一定拖累。五一假期人流出行热度较高, 全社会跨区日均人流量同比提升7.1%, 或带动餐饮等接触性消费较快增长; 参考海底捞数据, 五一期间日均接待顾客187.5万人次, 同比增长15%。相比之下, 5月高频数据显示的乘用车零售销量有所回落, 同比增速较上月下降17个百分点至-25.6%, 或指向汽车消费有所降温。

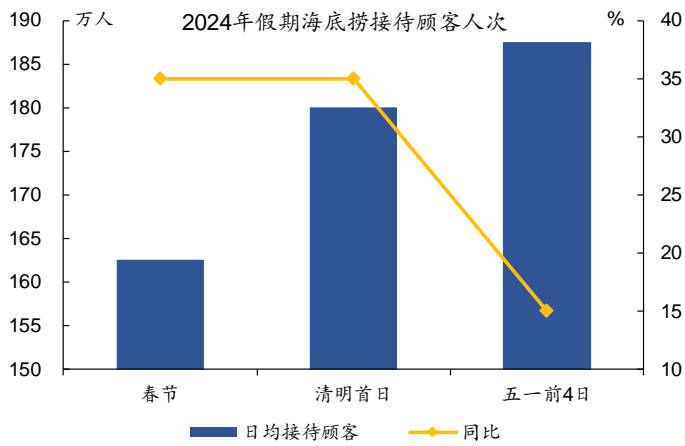


图表22: 五一假期跨区人流高于过往



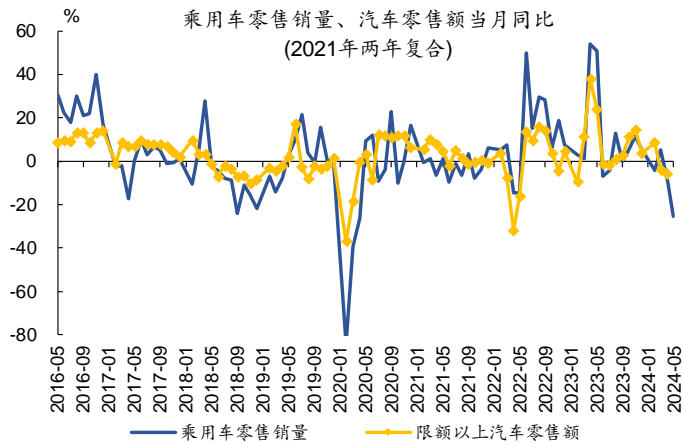
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表23: 五一假期海底捞接待顾客人次同比涨幅较大



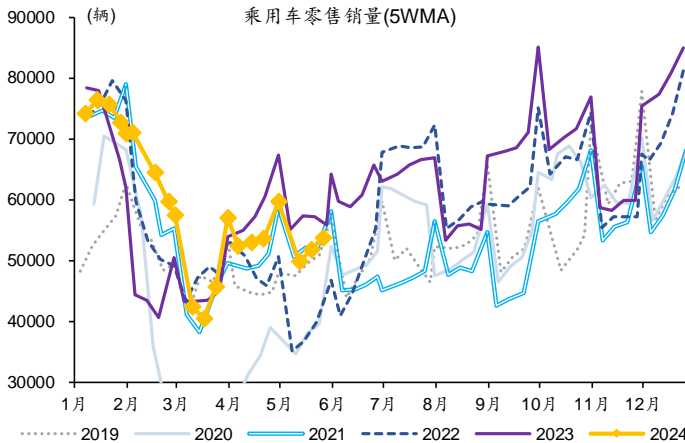
来源: 海底捞、国金证券研究所

图表24: 乘用车零售销量可较好反映汽车零售额



来源: Wind、国金证券研究所

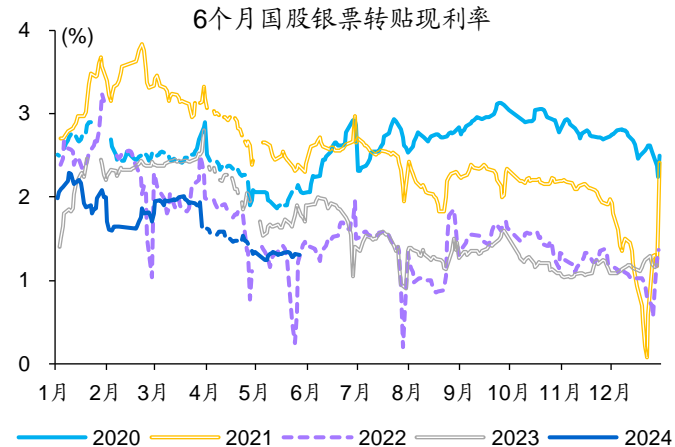
图表25: 5月乘用车零售销量低于去年同期水平



来源: Wind、国金证券研究所

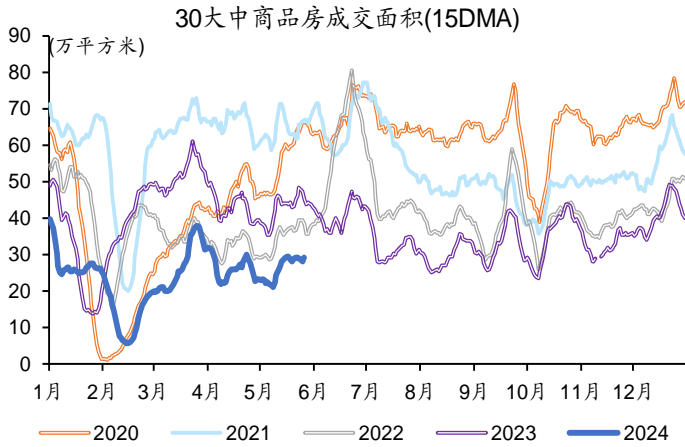
3) 社融: 票据转贴利率低位磨底、或指向实体自发性信贷需求偏弱, 政策加力下、关注信贷结构边际变化。5月以来, 6个月国股转贴利率均值较上月回落近20BP至1.31%左右、较近4年同期均值低50BP以上。分部门来看, 5月30城大中商品房销售仍处于同期低位、较近4年同期均值减少近一半, 5月中旬月以来接连出台的稳地产举措落地效果还待进一步跟踪; 财政端加力下, 或带动部分配套融资回升, 后续还待观察。

图表26: 高频数据显示, 票据转贴利率延续低位磨底



来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 30大中城市商品房成交仍处同期低位

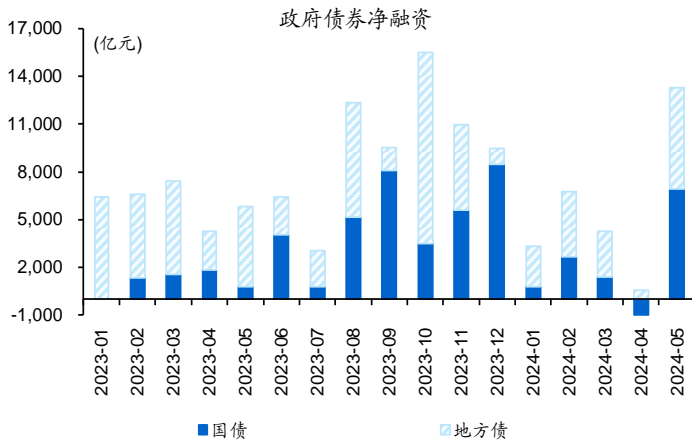


来源: Wind、国金证券研究所



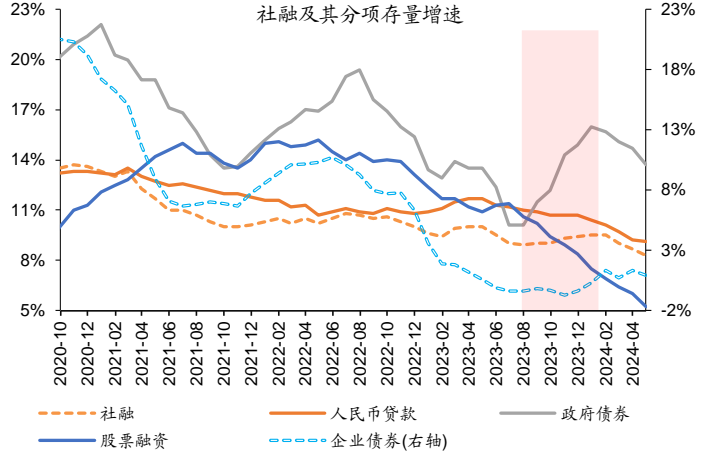
政府债券融资明显上量、单月或超 1.3 万亿元，财政稳信用逐步凸显。5 月政府债券融资较此前明显放量，其中，国债净融资达 7000 亿元左右、地方债净融资近 6400 亿元。伴随政府债券发行加速，对社融的支撑作用或逐步凸显，类似的现象在 2023 年四季度也曾出现过、政府债券占单月社融比重一度高达 85%。相较于去年四季度政府债券的集中供给，本轮发债窗口期明显拉长、节奏或相对平缓（详情参见《债市的核心矛盾？》）。

图表28：5月，政府债券融资明显上量



来源：Wind、国金证券研究所

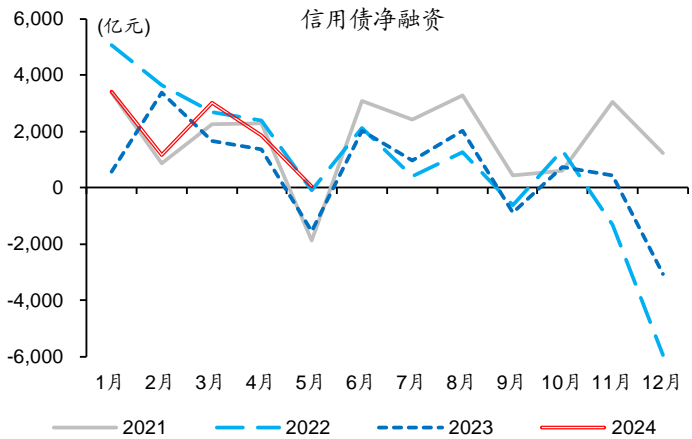
图表29：去年四季度一度也出现财政稳信用现象



来源：Wind、国金证券研究所

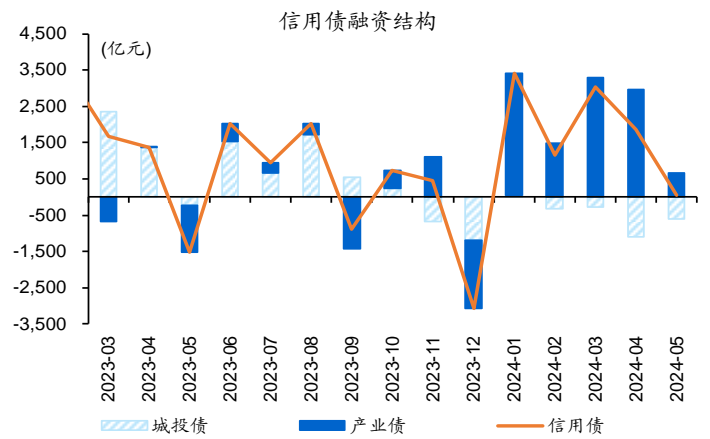
信用债融资季节性回落、内部延续分化，城投债融资拖累依然明显。高频数据显示，5 月信用债融资或有所回落，但高于近年同期水平、2021 年至 2023 年 5 月均值在 -1200 亿元左右。融资内部结构延续分化，城投债净融资延续收缩、超 -600 亿元，产业债融资支撑延续、单月或在 650 亿元以上（详情参见《地方化债再审视：进度几何？》、《4 月经济前瞻：“量增”强于“价涨”》）。

图表30：5月，信用债融资或季节性回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表31：内部分化延续，城投债融资拖累依旧

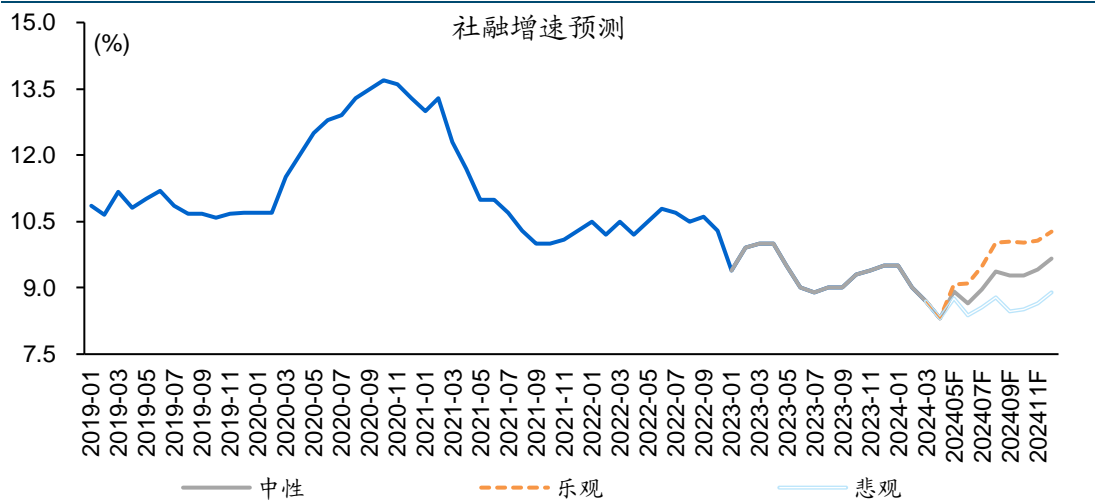


来源：Wind、国金证券研究所

综合来看，5 月社融增速或触底回升至 8.9% 左右。实体自发性融资需求或延续偏弱，稳增长下，财政端加力逐步凸显、政府债券融资或有明显上量，并带动部分企业信贷等配套融资回升。居民端融资还待进一步跟踪，后续变化取决于地产政策落地效果等。考虑到基数影响等，中性情景下，社融同比增速或回升至 8.9% 左右（详情参见《地产政策“工具箱”，还有哪些空间？》、《“复苏”号角已响起》）。



图表32: 中性情境下, 5月社融增速或小幅回升至8.9%

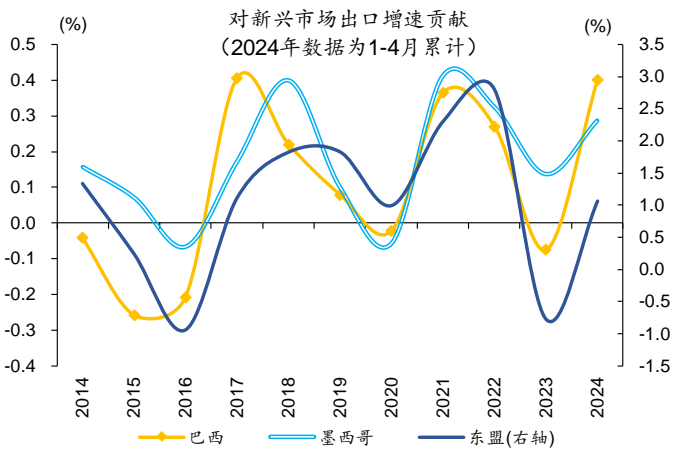


来源: Wind、国金证券研究所

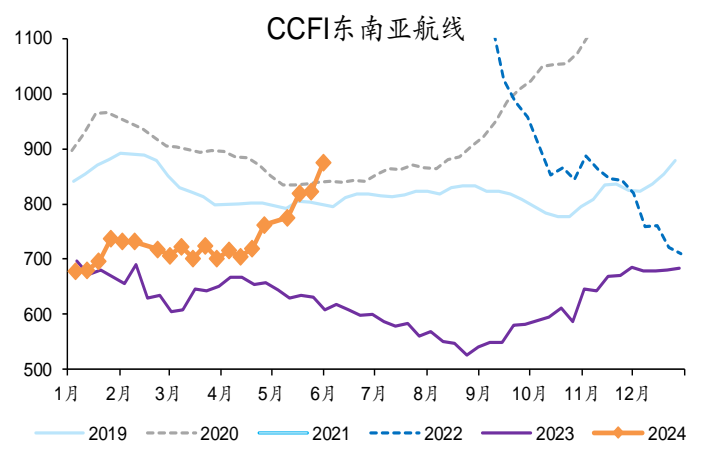
4) 出口: 外需改善似乎还在延续, 东盟等新兴市场或持续对我国出口形成支撑。5月全球制造业景气进一步回升, 发达经济体边际改善幅度较大, 欧元区、英国、日本制造业PMI分别较上月提升1.7、2.2、0.9个百分点至47.4%、51.3%、50.5%; 受益于发达经济体需求回暖, 以越南为代表的生产型新兴经济体制造业景气亦呈现扩张, PMI持平上月录得50.3%。5月东南亚航线指数涨幅扩大, 东盟等新兴市场或持续对我国出口形成支撑。

图表33: 2024年对东盟、拉美等新兴市场出口显著回暖

图表34: 5月以来东南亚航线运价指数大幅抬升



来源: iFind、国金证券研究所



来源: iFind、国金证券研究所



图表35: 5月多数经济体制造业景气进一步回升

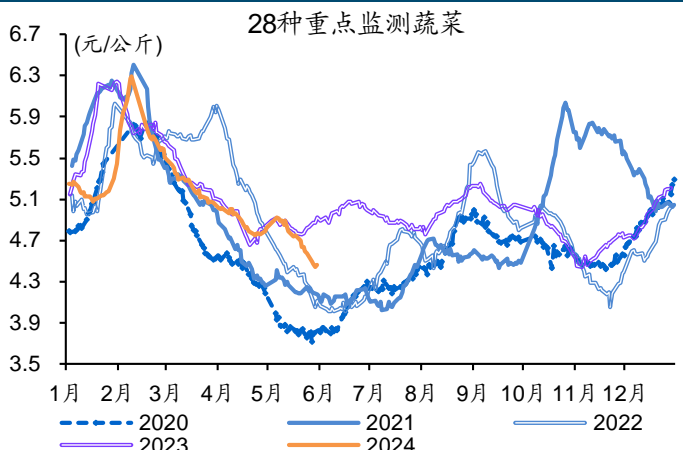
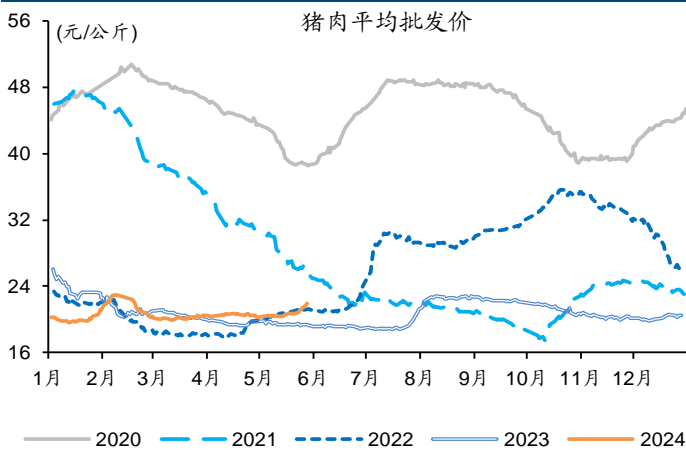
制造业PMI	5月	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
	月度变化													
全球			50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6
发达经济体														
美国ISM			49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6
美国Markit			50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4
欧元区	1.7		47.4	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4
德国	2.9		45.4	42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6
法国	1.4		46.7	45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0
意大利			47.3	50.4	48.7	48.5	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8
西班牙			52.2	51.4	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4
荷兰			52.5	51.3	49.7	49.3	48.9	44.8	44.9	43.8	43.6	45.9	45.3	43.8
希腊			55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5
日本	0.9		50.5	49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8
韩国			49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4
英国	2.2		51.3	49.1	50.3	47.5	47.0	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5
加拿大			49.4	49.8	49.7	48.3	45.4	47.7	48.6	47.5	48.0	49.6	48.8	49.0
新兴市场														
中国	-0.9		49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0
印度			58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7
越南	0.0		50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3
巴西			55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1
墨西哥			51.0	52.2	52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2	50.9	50.5

来源: iFind、国金证券研究所

物价: 1) CPI: 猪肉价格边际回升、弹性相对较弱, 果蔬等部分食品供给仍有压力。前期拖累较大的猪价在近期有所涨价, 5月猪肉平均批发价 20.95 元/公斤、较上月上涨 2 个百分点左右。往后来看, 生猪产能去化已达 15 个月、处于 2021 年以来低位, 有望于下半年反转, 关注后续涨价弹性。相较于生猪, 果蔬等食品端价格或延续承压, 28 种重点监测蔬菜较上月价格下跌 4 个百分点左右, 水果均价也有所走弱。

图表36: 猪肉平均批发价回升、弹性还待观察

图表37: 重点监测水果价格延续回落



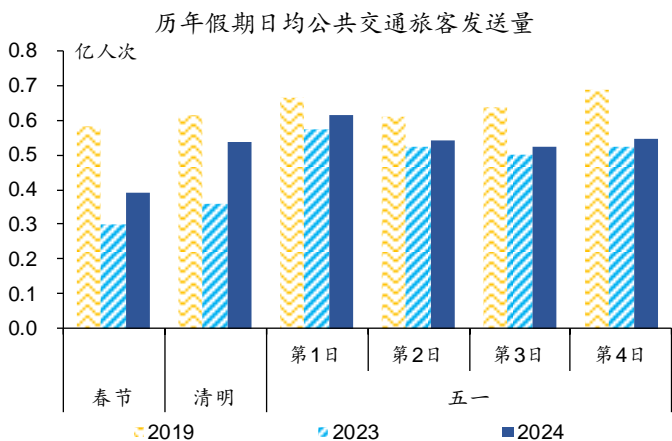
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

五一节假日带动线下服务或延续改善、叠加铜等有色链涨价等, 或对非食品有所支撑。五一假期, 公共交通日均旅客发送量(含营业性公路、铁路、水路、航空)同比提升 4.9%, 其中铁路、民航旅客日均发送量分别较 2023 年同期提升 1.9%、7%, 或带动住宿旅游等线下服务延续涨价。受国际原油价格波动影响, 4月底国内汽、柴油价格每吨均下降 70 元, 或向相关链条传导(详情参见《库存周期“启动”》)。



图表38: 五一假期, 公共交通旅客发送量高于往年



来源: 交通运输部、国金证券研究所

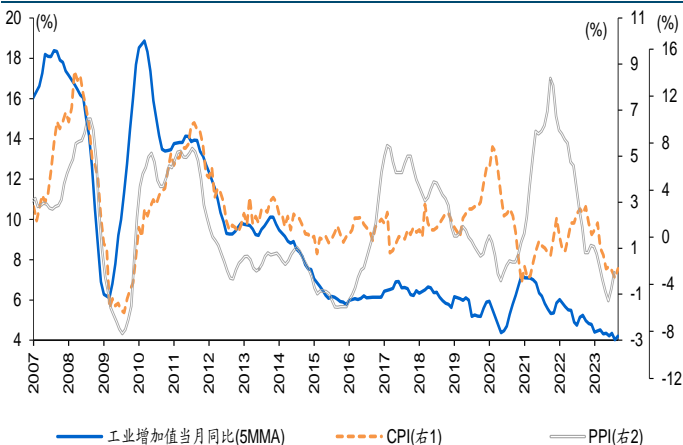
图表39: 成品油价格回落



来源: Wind、国金证券研究所

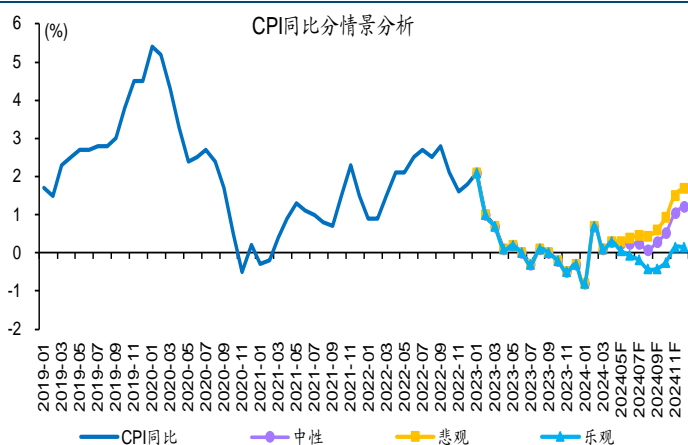
内需温和修复、价格提振弹性尚不明显, 5月CPI或持平于0.3%。部分食品端供给端压力已有边际缓解迹象, 服务价格受假期出行提振或有季节性回升, 但总体来看涨价弹性还待进一步跟踪, 与经济所处修复初期、对价格提振影响偏弱等有关。往后来看, 二季度CPI通胀或相对温和、同比中枢或在0.3%左右。三季度也相对平稳, 四季度在基数支撑下或达阶段性高点、1%以上。(详情参见《经济“透视”: 基于物价的视角》)。

图表40: 经济尚处于修复初期, 对价格提振弹性尚弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 5月, CPI同比或维持低位

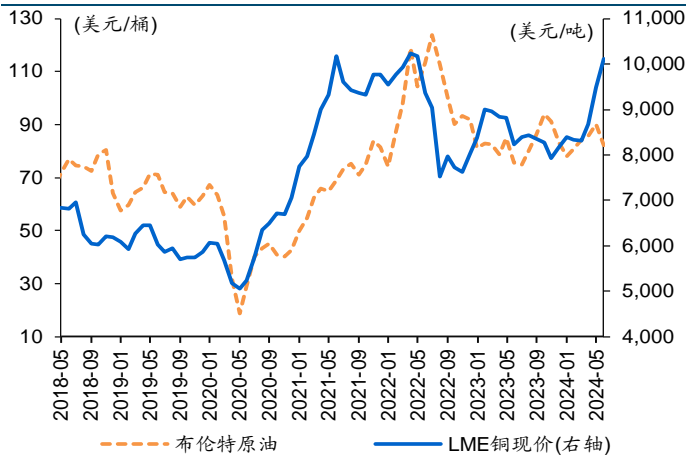


来源: Wind、国金证券研究所

2) PPI: 有色链价格延续回升, 稳增长加快落地、叠加外需支持等, 部分黑色系商品价格反弹。中美库存“共振”与国内电力投资强劲增长, 内、外需共同对铜、铝等有色金属价格形成支撑; 高频数据显示, 南华黑色、有色金属指数5月环比上涨4-7个百分点左右。此外, 国内设备更新以及船舶出口增长对钢铁需求有所提振, 带动黑色链条价格上涨, 例如, 5月螺纹钢均价环比上涨2.8个百分点至3674元/吨左右(详情参见《工业品涨价的“复苏”逻辑》、《“复苏”号角已响起》)。

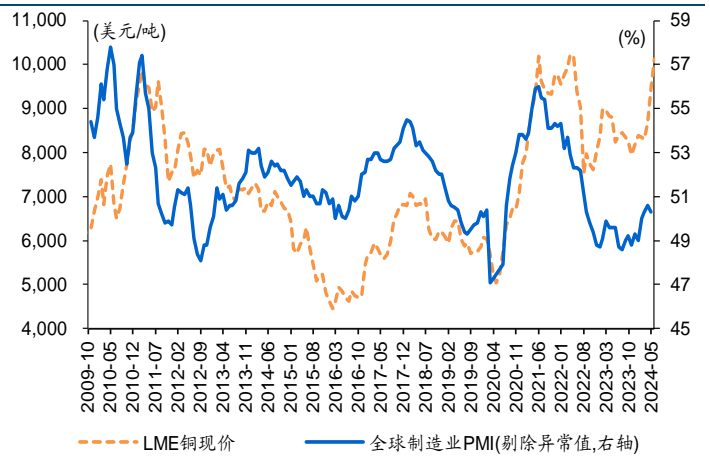


图表42: 5月, 原油链价格回落、铜价延续回升



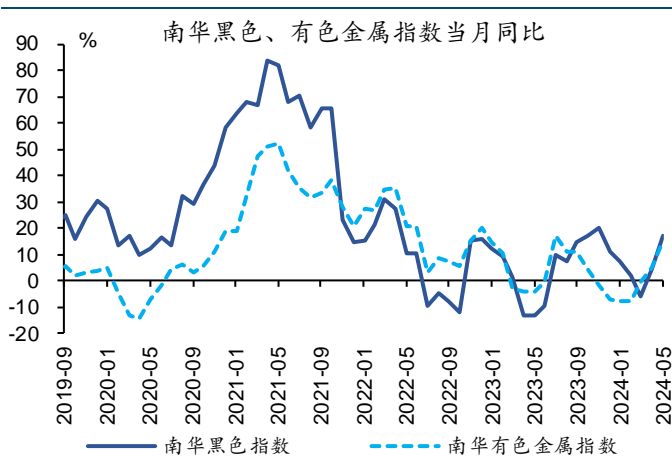
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 铜价与全球制造业PMI同向变动



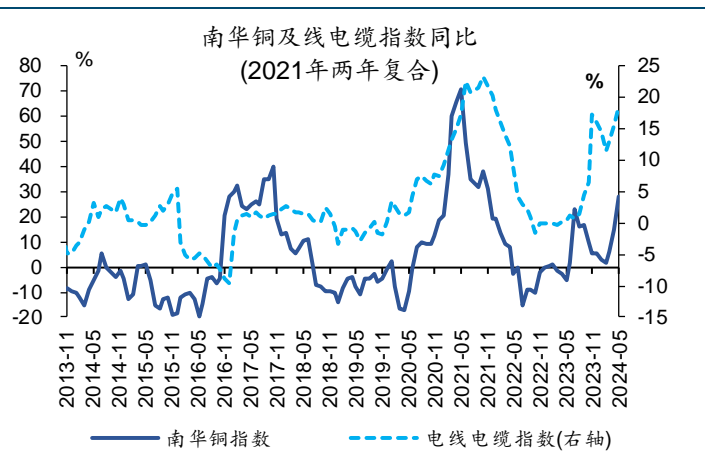
来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 5月, 黑色、有色金属指数显著抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 2024年以来南华铜及电线电缆指数增长提升

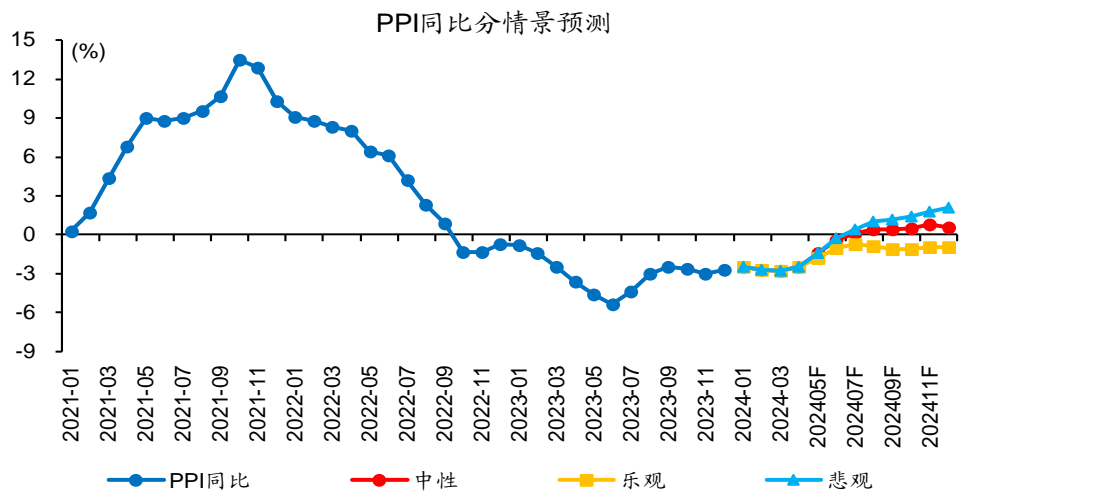


来源: Wind、国金证券研究所

外需韧性、叠加内需边际修复等, PPI 同比降幅或收窄至-1.5%左右。综合来看, 原油价格或阶段性承压、与美油补库超预期、美国经济疲态显现、地缘局势缓和等有关, 或对相关链条产生一定影响。但全球制造业修复、国内投资需求边际回升, 或支撑部分有色链、黑色链价格上涨。叠加基数考量等, 5月 PPI 同比降幅或收窄至-2.3%左右(详情参见《工业品涨价的“复苏”逻辑》)。



图表46：中性情境下，5月PPI同比或小幅收窄至-2.3%左右



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) 当前经济运行的主要逻辑？国内经济景气出现波折，或与经济修复早期企业家信心不足、稳增长政策发力效果滞缓等有关。事实上，“稳增长”政策效果，在微观层面已有体现，只是“力度”上还不突出而已。公共卫生事件后随着结构分化的拉大，出口形势与新出口订单之间的关系明显弱化；高频指标显示，5月以来出口形势仍较为靓丽。

(2) 5月经济数据或如何演绎？生产：出口改善及“设备更新”带动下，设备制造生产或延续“高景气”；5月化工链开工回落，叠加去年基数走高，工增同比或小幅回落。5月制造业生产分化，中厚板产量映射的设备制造生产仍强，化工链开工率回落。去年5月工增基数较高，季调环比0.8%、好于往年均值的0.6%，预计今年5月工增同比或小幅回落。

(3) 需求：政策加力下带动融资端明显“提速”，投资端阶段性承压，消费端受假期提振、持续性还待观察；外需景气回升或支撑出口延续改善。稳增长下，政府债券融资上量或带动部分配套融资回升；前期发债偏慢或影响传统行业投资增速，但“设备更新”、电力投资等或可部分对冲下行压力；五一人流出行升温或提振餐饮消费、商品消费或受乘用车拖累；外需景气回升，东盟等新兴市场或持续支撑我国出口。

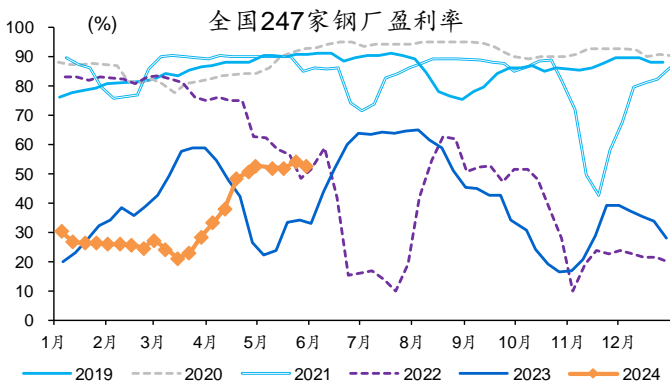
(4) 物价：CPI或相对温和，PPI向上斜率或回升、受原材料涨价等支撑明显。部分食品端供给端压力已有边际缓解迹象，服务价格受假期出行提振或有季节性回升，但总体来看涨价弹性还待进一步跟踪。中性情境下，5月CPI同比或持平于0.3%。有色链、黑色链价格上涨，叠加基数影响等，5月PPI同比或收窄至-1.5%左右。

2、生产高频跟踪：纺织链开工小幅改善，建筑业开工有所走弱

上游生产中，高炉开工率略有上涨，表观消费延续回落。本周(05月26日至06月01日)，钢厂盈利小幅下滑、环比减少1.3%；高炉开工略有上涨，环比增加0.15%，较去年减少0.7个百分点。钢材表观消费延续回落，环比减少10.2%，同比降幅减少0.6个百分点至3%；分品种看，螺纹钢、中厚板周表观消费较上周有所回落，环比分别减少10.2%、3.2%；冷轧板卷消费则有回升，环比增加3.4%。库存方面，社会库存延续去库、环比减少6.7%。

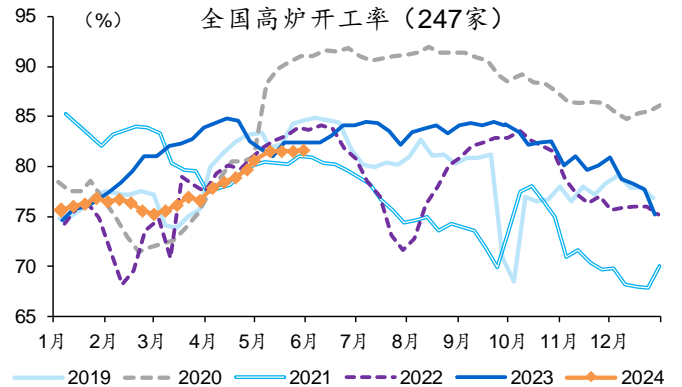


图表47: 本周, 钢厂盈利率小幅下滑



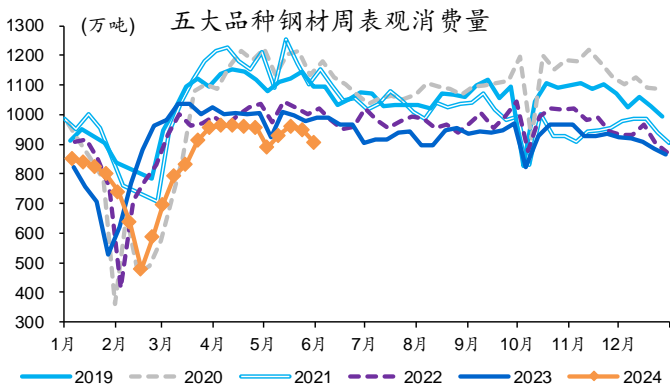
来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 本周, 高炉开工率略有上涨



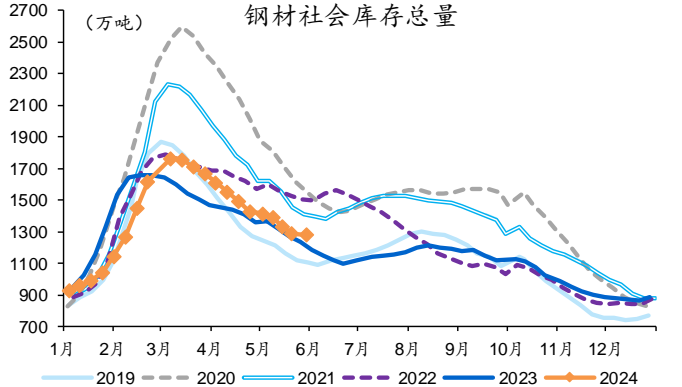
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 本周, 钢材表观消费延续回落



来源: iFind, 国金证券研究所

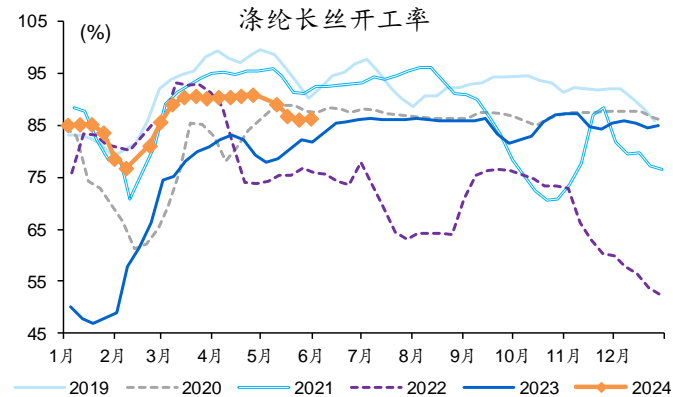
图表50: 本周, 钢材社会库存继续去库



来源: iFind, 国金证券研究所

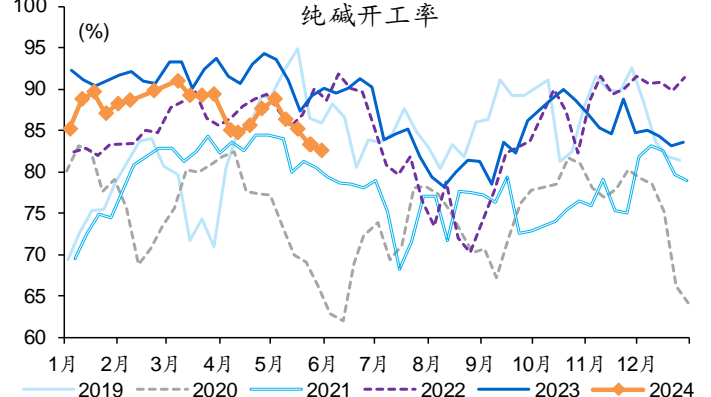
中游生产中, 纺织链开工率小幅改善、汽车链开工有所回落。本周(05月26日至06月01日), 纺织链中PTA供给延续回升, 开工率环比增加1.5%, 高于去年同期2.7个百分点; 下游涤纶长丝开工率小幅上涨0.3%, 超过去年同期4.5个百分点。相比之下, 纯碱开工延续回落, 环比减少0.8%, 低于去年同期7.5个百分点。汽车半钢胎开工率环比小幅减少0.2%; 全钢胎开工率回落幅度较大、环比减少5.2%, 同比回落2.4个百分点。

图表51: 本周, 涤纶长丝开工率小幅上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

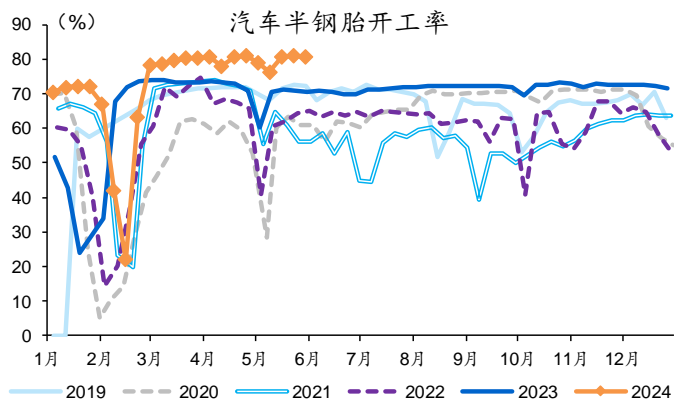
图表52: 本周, 纯碱开工率延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

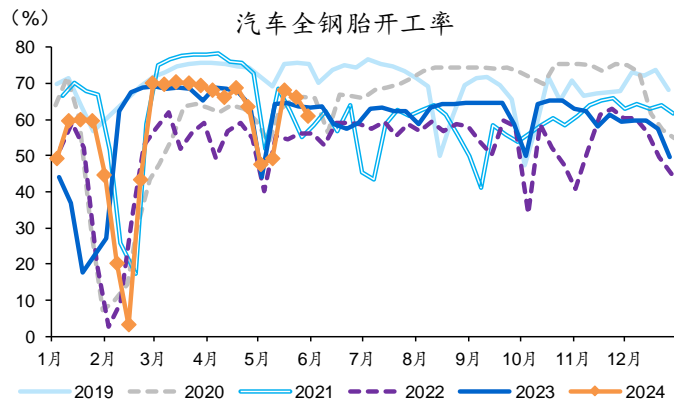


图表53: 本周, 汽车半钢胎开工率略有下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

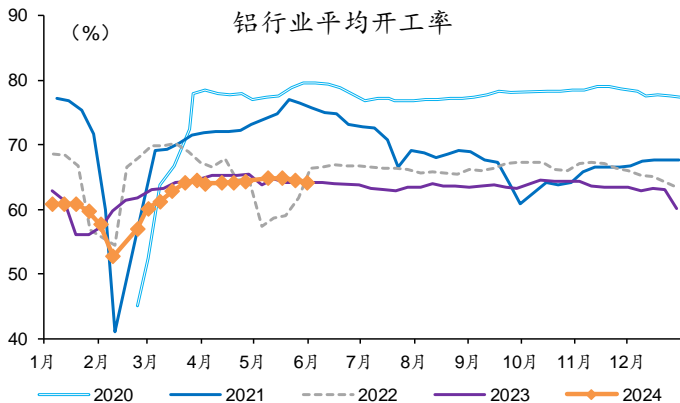
图表54: 本周, 汽车全钢胎开工率回落幅度较大



来源: Wind, 国金证券研究所

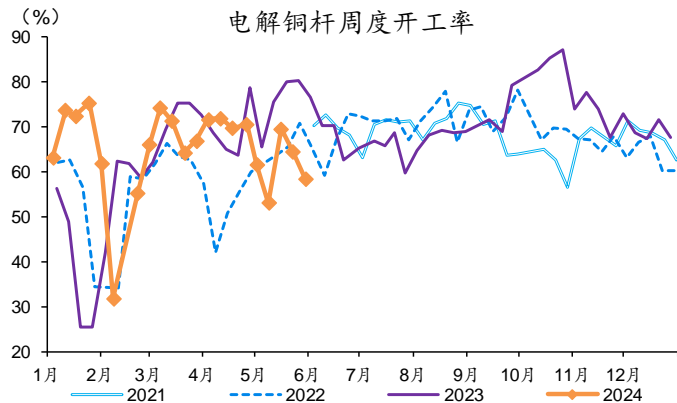
主要工业金属开工率有不同程度回落, 库存均有增加。本周(05月26日至06月01日), 铝行业开工率较上周小幅回落0.4个百分点, 高于去年同期0.1个百分点; 铜杆开工率延续下滑, 环比减少5.9%、低于去年同期18.1个百分点。库存方面, 电解铝现货库存有所累库, 环比增加1.8%, 同比增加31.3个百分点; 社铜库存延续抬升、较前周增加4.2%, 高于去年同期130.4个百分点。

图表55: 本周, 铝行业平均开工率小幅回落



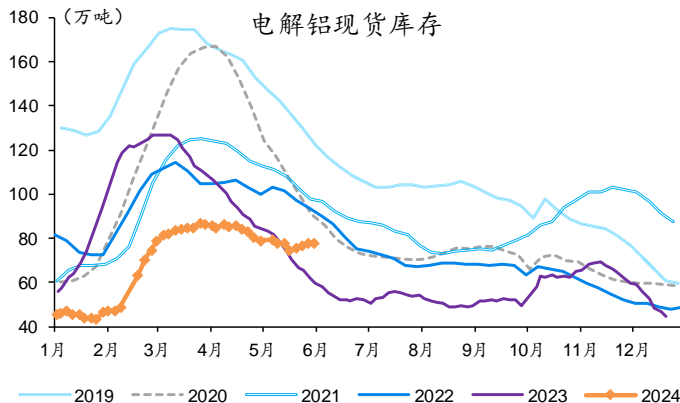
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 本周, 电解铜杆开工率延续下滑



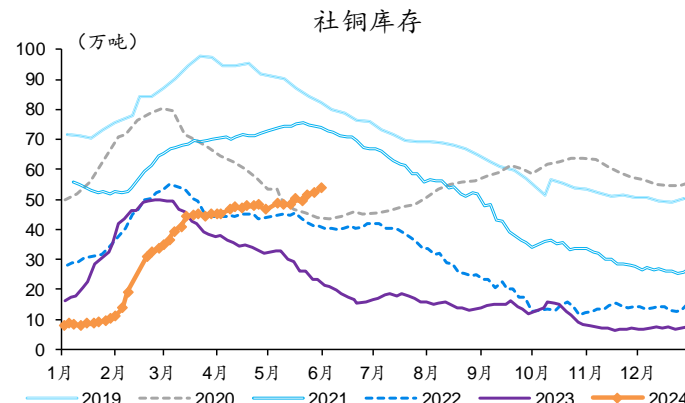
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 本周, 电解铝现货库存有所累库



来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本周, 社铜库存延续抬升



来源: Wind, 国金证券研究所

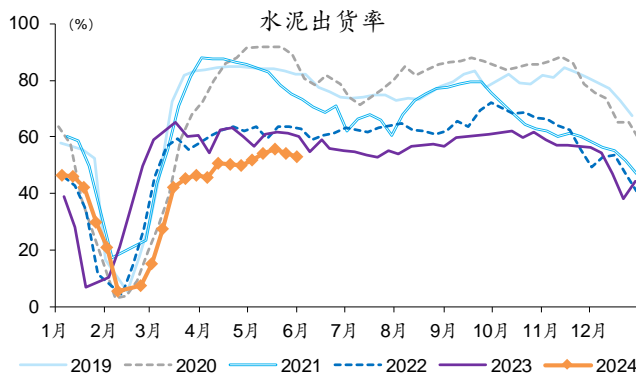
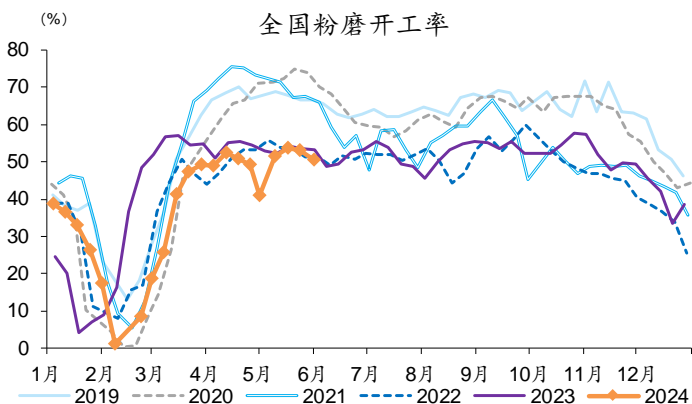
建筑业方面, 水泥产需有所回落, 库存持平上周。本周(05月26日至06月01日), 全国粉磨开工率延续回落, 环比减少2.8%, 同比减少0.4个百分点。水泥需求也有下滑, 出



货率环比减少 1.1%，同比减少 7.3 个百分点。水泥库容比持平上周，低于 2022 年、2023 年同期 1.8%、5.7%。由于水泥新国标 6 月 1 日推行、制造成本增加，叠加企业加大错峰生产力度，水泥价格稳中向上，环比增加 0.5%。

图表59: 本周, 全国水泥粉磨开工率延续回落

图表60: 本周, 全国水泥出货率延续下滑

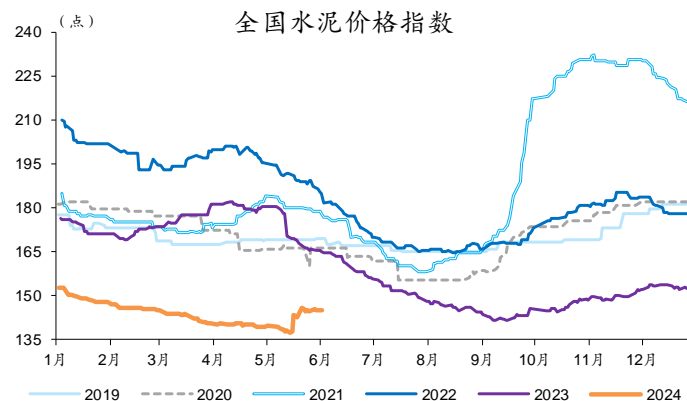
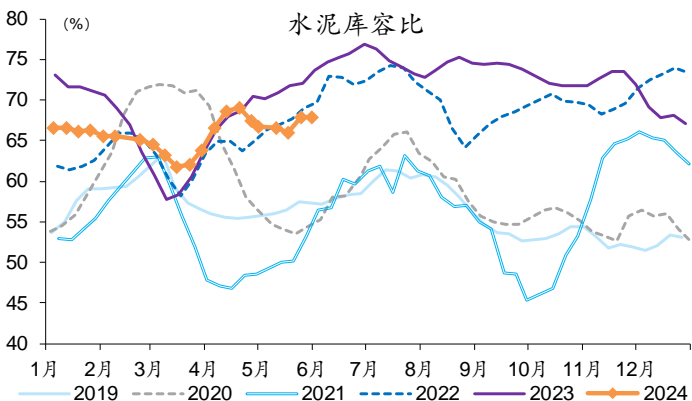


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 本周, 水泥库容比持平上周

图表62: 本周, 水泥价格指数继续上涨



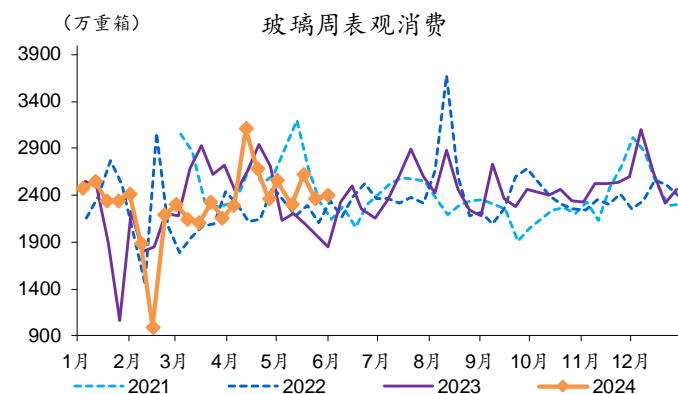
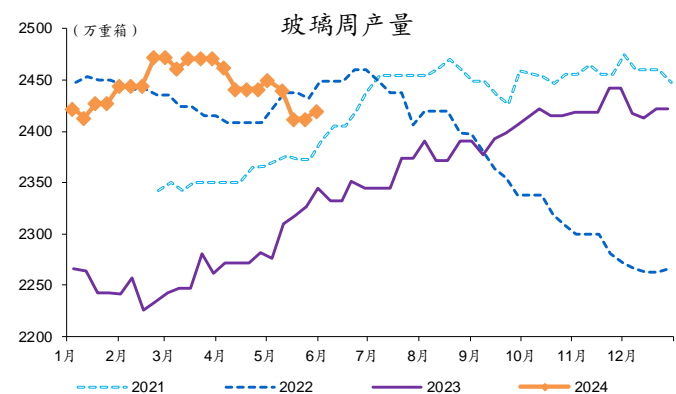
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

玻璃产需高于去年同期，沥青开工率低位回落。本周（05月26日至06月01日），玻璃产量有小幅回升，环比增加 0.3%，高于去年同期 3.2 个百分点；周表观消费环比小幅增加 1.5%，同比增加 30.4 个百分点。玻璃库存持平上周，超过去年同期 16.7 个百分点；价格较上周回落 1.4%，位于 24.7%分位数。此外，沥青开工小幅回落，环比减少 0.7%，较去年同期减少 7.8 个百分点，位于历史同期低位。

图表63: 本周, 玻璃产量小幅回升

图表64: 本周, 玻璃周表观消费小幅增加

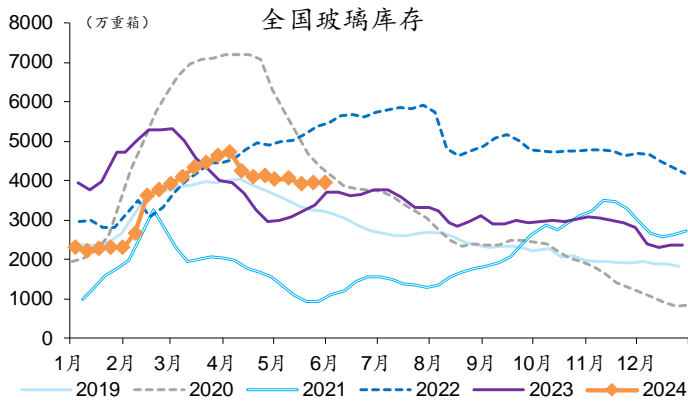


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

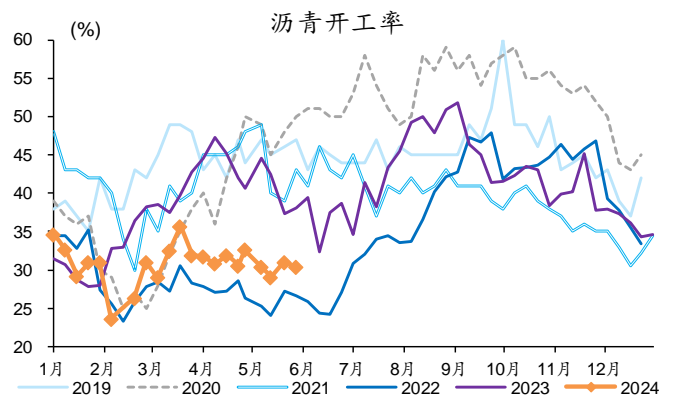


图表65: 本周, 玻璃库存与上周相当



来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 本周, 沥青开工率低位回落

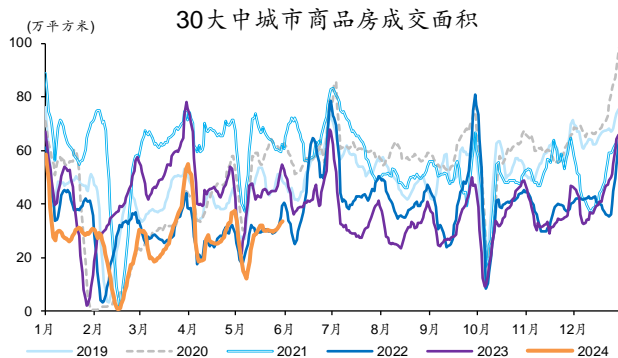


来源: Wind, 国金证券研究所

3、需求高频跟踪：地产成交有所回升、集装箱运价大幅上涨

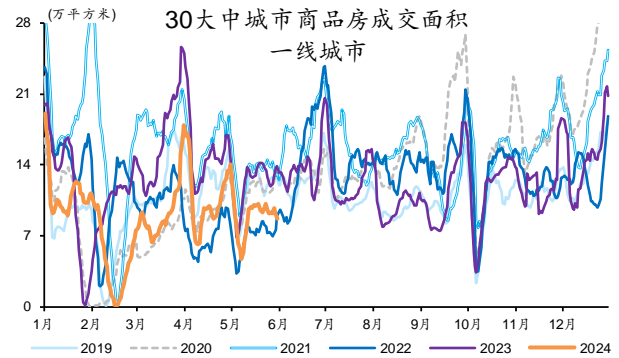
商品房成交有所回升, 二手房成交面积高于去年同期。本周(05月26日至06月01日), 30大中城市商品房日均成交面积有所回升、较前周增加12.4%, 同比回落38.5%。分城市看, 二线、三线城市回升明显, 环比分别增加23.4%、33.8%, 同比分别减少40.8%、33.4%, 一线则延续回落, 环比减少14.1%, 同比下滑37%。5月份, 全国商品房成交同比回落36.5%、降幅与上月持平; 各线城市商品房成交同比分别回落30.2%、42.2%、28.6%; 二线、三线城市降幅分别收窄0.2、5.6个百分点, 一线城市降幅则小幅增加1.1个百分点。此外, 上周全国代表城市二手房成交面积有所回升、环比增加7.3%, 较去年同期提升9.3%。

图表67: 本周, 全国商品房成交有所回升



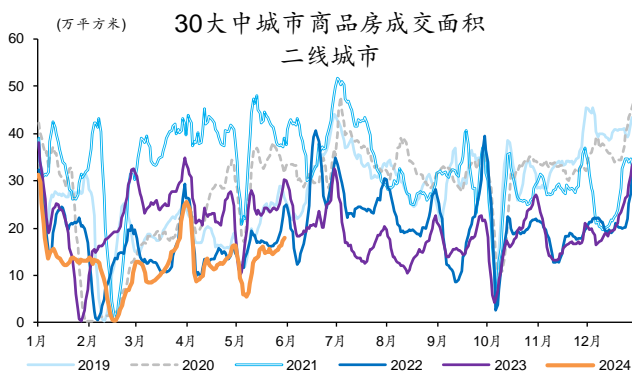
来源: iFind, 国金证券研究所

图表68: 本周, 一线城市商品房成交有所减少



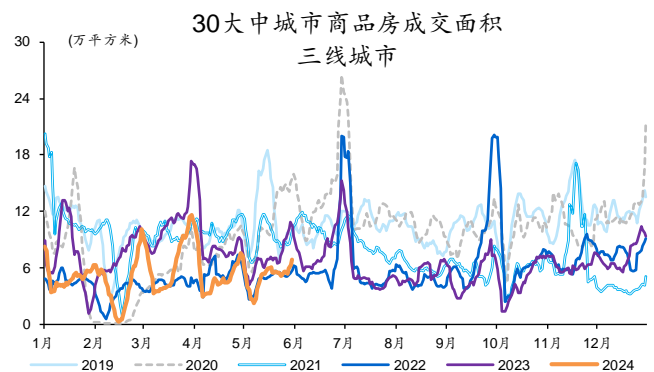
来源: iFind, 国金证券研究所

图表69: 本周, 二线城市成交有所增多



来源: iFind, 国金证券研究所

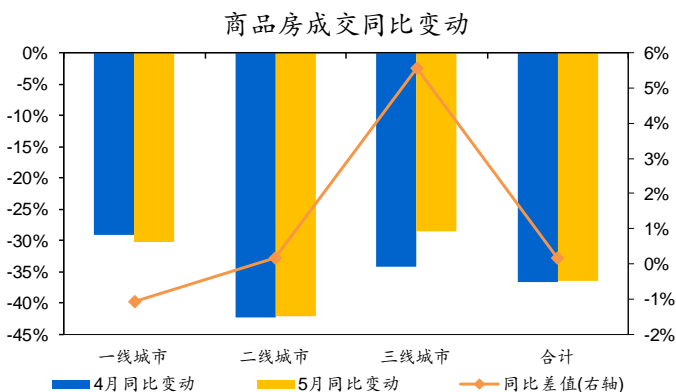
图表70: 本周, 三线城市成交也有上涨



来源: iFind, 国金证券研究所

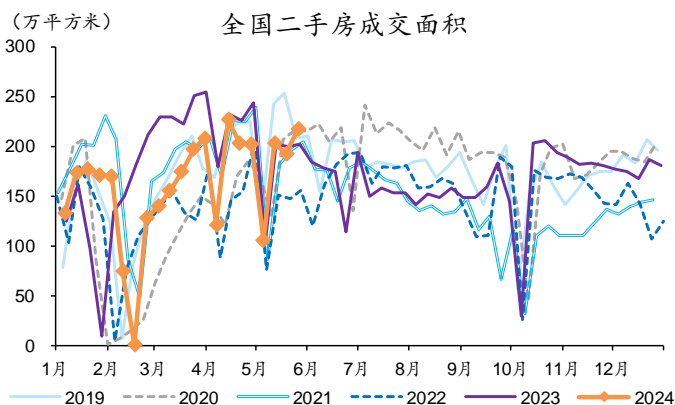


图表71: 5月份, 新房成交降幅持平上周



来源: iFind, 国金证券研究所

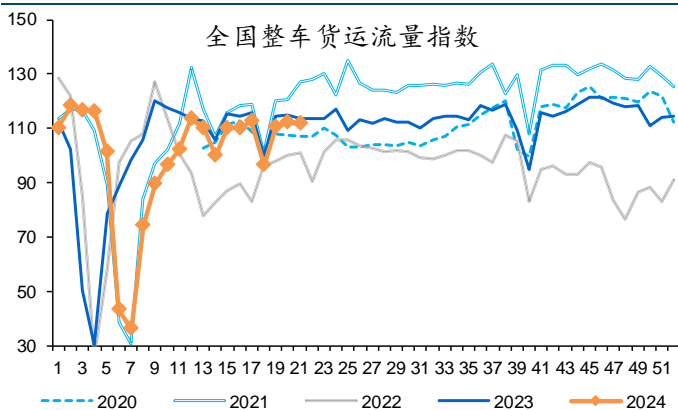
图表72: 本周, 全国二手房成交有所增加



来源: iFind, 国金证券研究所

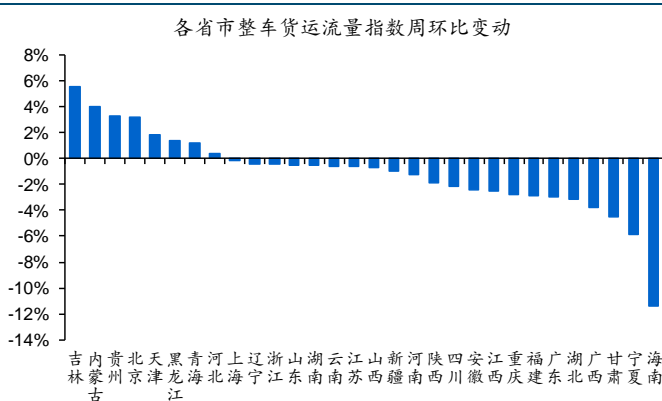
全国整车货运流量小幅下滑, 公路货运流量、监测港口吞吐量则小幅增加。上周(05月20日至05月26日), 整车货运流量环比微跌0.5%, 同比减少2.1%; 多数省市货运量较上周有小幅回落, 其中海南、宁夏、甘肃等省市跌幅较大, 环比分别减少11.4%、5.9%、4.5%。与此同时, 公路货运量有所回落, 环比减少1.8%。作为对比, 铁路货运量有所上涨, 环比增加0.6%。快递业务量也有回升, 揽收量、投递量分别环比增加7.3%、5.2%。

图表73: 上周, 全国整车货运流量小幅回落



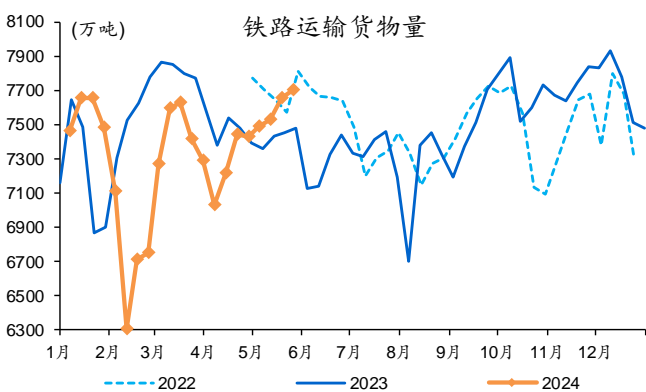
来源: G7, 国金证券研究所

图表74: 上周, 多数省市公路货运流量环比减少



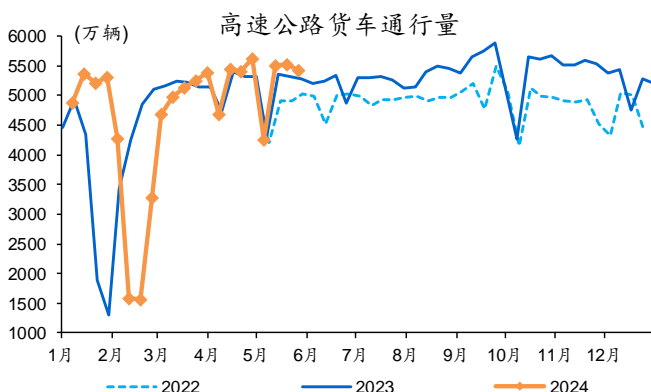
来源: G7, 国金证券研究所

图表75: 上周, 铁路货运量延续增加



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

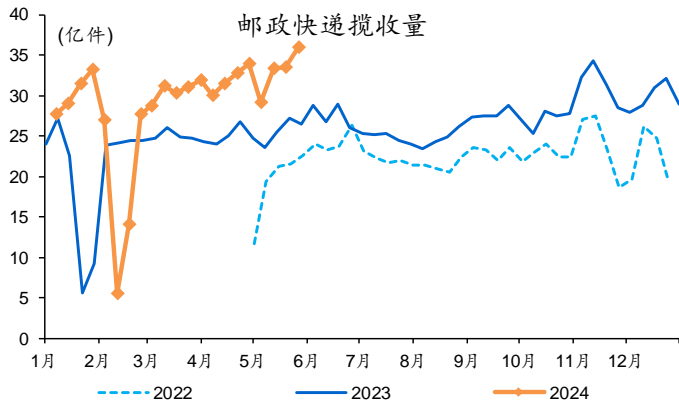
图表76: 上周, 公路货车通行量有所下滑



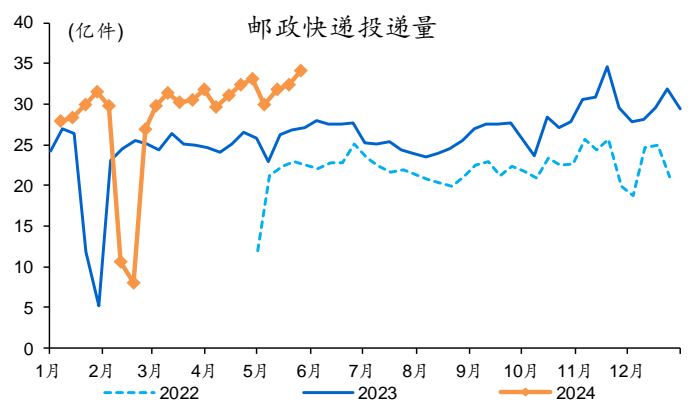
来源: 交通运输部, 国金证券研究所



图表77: 上周, 邮政快递揽收量大幅回升



图表78: 上周, 邮政快递投递量延续增加

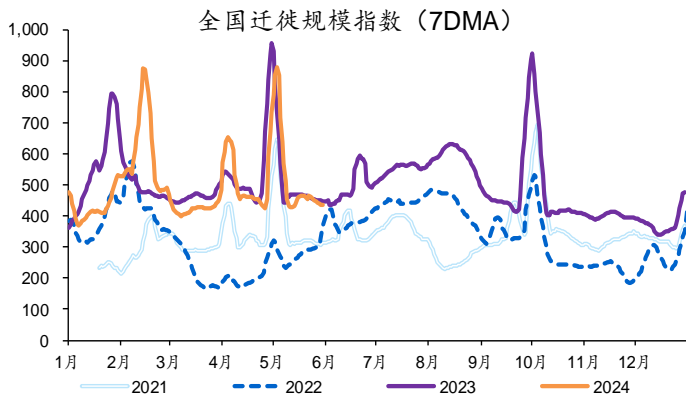


来源: 交通运输部, 国金证券研究所

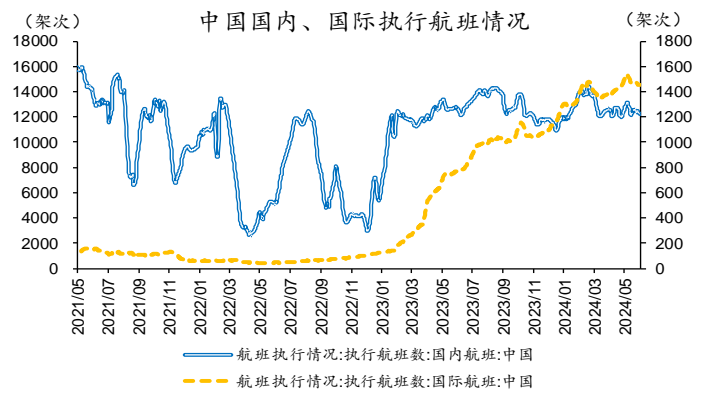
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

跨区出行活跃度有所回落, 执行航班架次小幅减少。本周(05月26日至06月01日), 全国迁徙规模指数有所回落, 较上周减少5.3%、同比减少2.6个百分点。国内、国际执行航班架次也有回落, 环比分别减少0.7%、0.9%, 其中国内执行航班架次较去年同期减少3.3个百分点, 国际执行航班架次同比回升89.1个百分点。

图表79: 本周, 全国迁徙规模指数有所回落



图表80: 本周, 执行航班架次也有减少



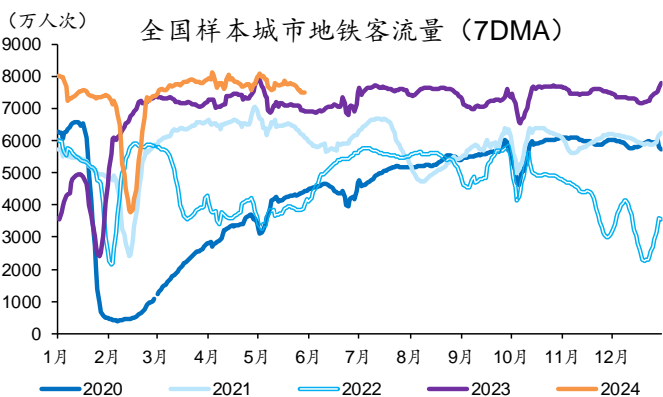
来源: 百度地图, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

全国地铁客流量持平上周、拥堵延时指数小幅下滑。本周(05月26日至06月01日), 全国样本城市地铁日均客流量较上周明显回落, 环比减少3.1%; 其中哈尔滨、南京、西安等城市地铁客流降幅较为明显, 分别较上周减少7.9%、5.9%、5.3%。全国拥堵延时指数略有上涨、环比增加0.3个百分点, 其中合肥、兰州、成都等城市的市内拥堵指数涨幅较大, 分别较前周增加7.3%、7%、4.3%。

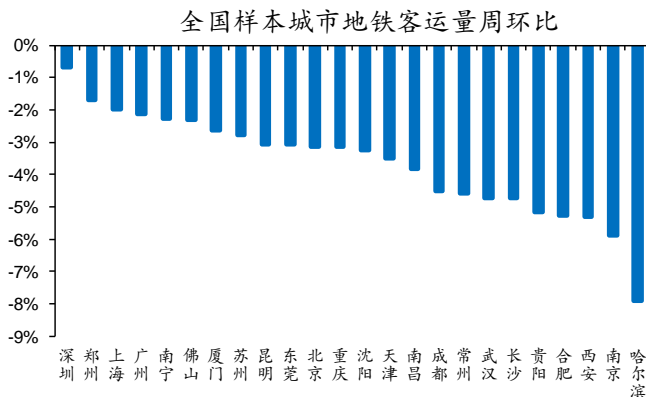


图表81: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回落



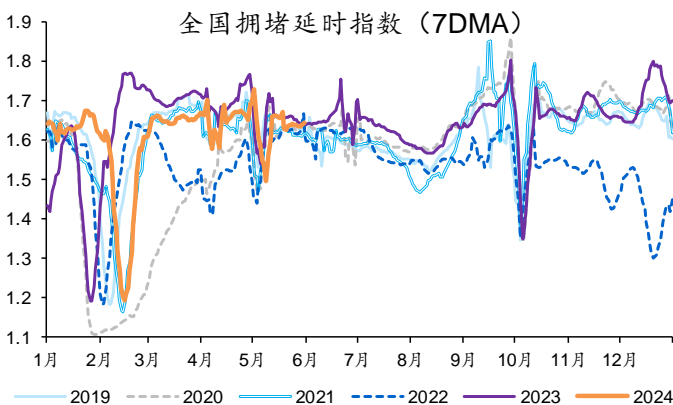
来源: iFind, 国金证券研究所

图表82: 本周, 样本城市地铁客流量有所减少



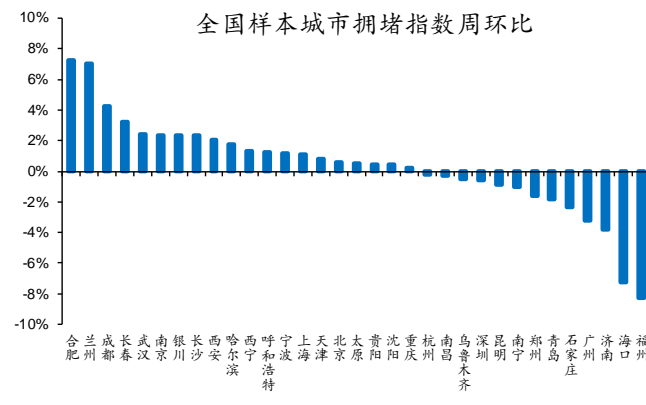
来源: iFind, 国金证券研究所

图表83: 本周, 全国拥堵延时指数小幅增加



来源: iFind, 国金证券研究所

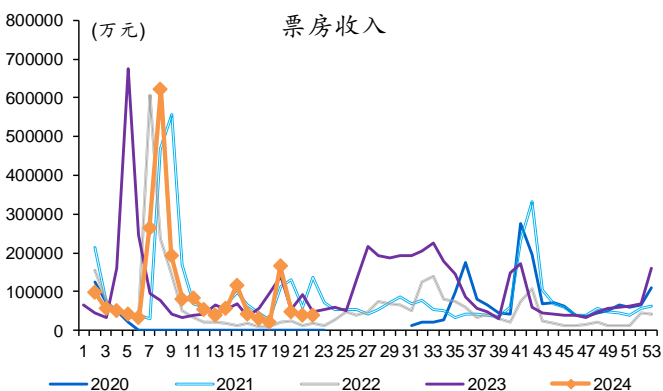
图表84: 本周, 多数样本城市拥堵指数有所上涨



来源: iFind, 国金证券研究所

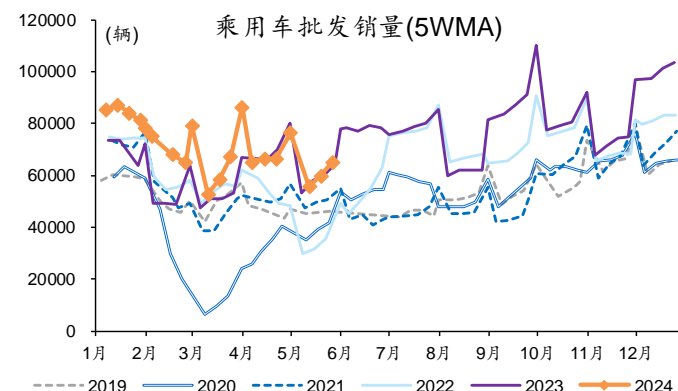
观影消费小幅回落、汽车消费有所回升。上周(05月20日至05月26日), 电影票房日均收入、场均观影人次与上周相近、分别较前周小幅增加0.3%、0.2%, 较去年同期减少21.7%、16.4%。此外, 汽车销量延续回升, 乘用车零售、批发单周销量环比分别增加9%、27.9%; 五周平均销量环比分别增加3.7%、8.4%, 同比分别回落6.1%、回升8.1%。

图表85: 上周, 票房收入小幅回落



来源: iFind, 国金证券研究所

图表86: 上周, 乘用车批发量环比增加

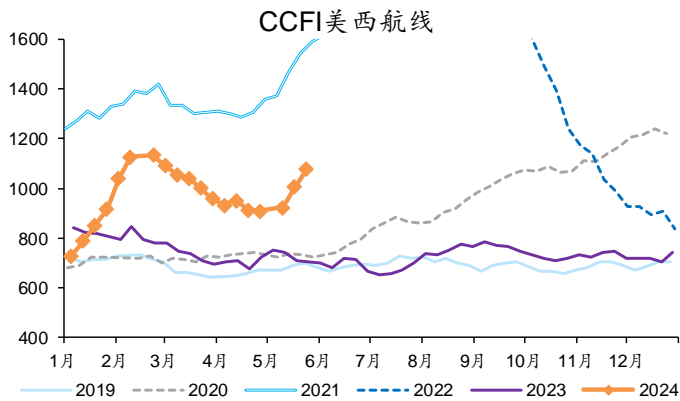


来源: iFind, 国金证券研究所

出口方面, CCFI 综合指数涨幅扩大、干散货运价有所回落。本周(05月26日至06月01日), 出口集装箱市场中, CCFI 综合指数延续上涨, 环比大幅增加7.7%、高于去年同期59.4个百分点。其中欧美航线涨幅较大, 美西、欧洲、地中海航线指数分别较前周增加7.7%、6.3%、10.2%, 超过去年同期68.7%、86.9%、64.1个百分点。此外, 本周BDI周内运价回落幅度放缓, 环比减少1.3%, 同比提升81.2个百分点。

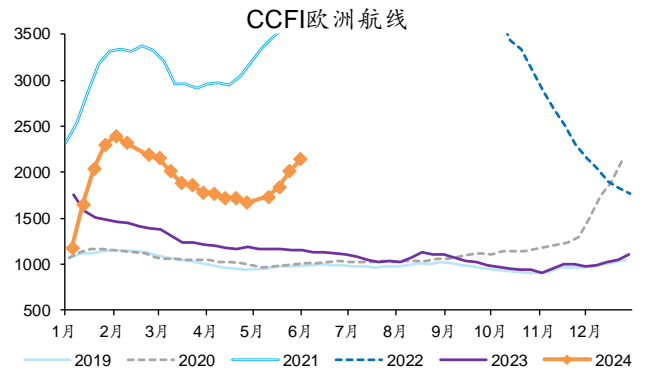


图表87: 本周, 美西航线运价延续上涨



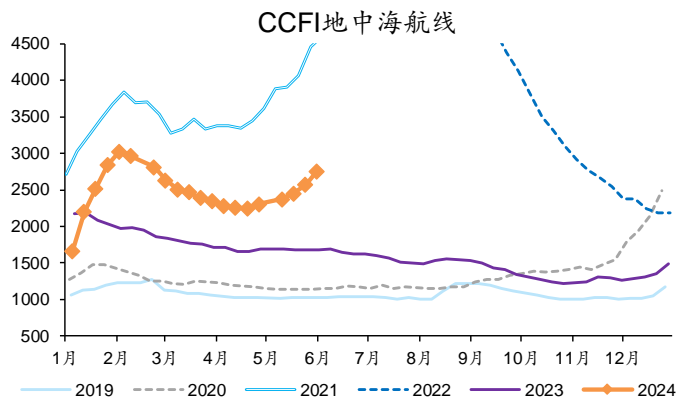
来源: iFind, 国金证券研究所

图表88: 本周, 欧洲航线运价涨幅较大



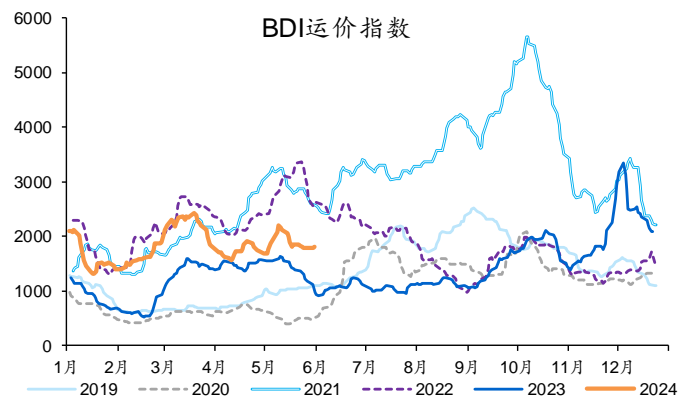
来源: iFind, 国金证券研究所

图表89: 本周, 地中海航线运价显著提升



来源: iFind, 国金证券研究所

图表90: 本周, BDI 运价指数回落幅度收窄



来源: iFind, 国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究