

5月实体经济数据喜忧参半，内需尚无显著改善

核心观点：实体经济数据除了得益于五一假期错位的社会消费品零售外，固定资产投资和工业生产总产值均超预期走弱。我们认为内需疲软问题仍未显著改善。此外，欧盟对新能源汽车提高关税亦给外需带来更多不确定性。我们相信政策支持仍需继续发力以稳固经济复苏。

5月社会消费品零售同比增速超预期加快。社会消费品零售总额同比增速从4月的2.3%上升至5月的3.7%，高于市场预期的3%。基数下降或是零售增速改善的原因之一，两年复合平均增速下降至8.1%（上月为10.1%）。细分来看，正如我们所**预计**的，服务业逐渐常态化之后，服务零售对整体零售的贡献将减弱——服务零售累计同比增速5月再下滑0.5个百分点到7.9%。不过或部分得益于今年五一黄金周6天均落在5月（去年仅3天），餐饮零售同比增速改善0.6个百分点到5%。商品零售亦加快1.6个百分点到3.6%。其中受五一假期和618电商促销提前的影响，服装、化妆品和家电类销售改善最为明显。虽然汽车以旧换新政策补贴幅度大于预期，但是汽车类销售同比增速仍为负，政策成效仍有待观察（图表1）。

固定资产投资累计同比增速5月再下跌0.2个百分点到4%，低于市场预期（4.2%）。三大重要组成部分投资增速本月均下滑（图表3）。具体地说：

- 1. 房地产开发投资累计同比跌幅在5月再扩大0.3个百分点到-10.1%。**该读数亦略低于市场预期的-10%。新开工面积累计同比跌幅收窄0.4个百分点到-24.2%。或受益于5月中出台一系列政策支持，商品房销售额累计同比跌幅5月收窄0.4个百分点到-27.9%，但商品房销售面积累计同比仍略升0.1个百分点到-20.3%（图表4）。然而，高频数据显示30大中城市房产销售在6月第二周起又开始萎靡（图表6）。此外，房价跌幅5月亦继续扩大（图表5）。根据我们的基本假设——房产销售在今年四季度或明年上半年企稳（同比增速转正为标准），我们预计年底房地产投资增速或维持在-9.7%的低水平上。
- 2. 基建投资增速5月再下滑0.3个百分点到5.7%。**不过随着五月地方政府专项债发行的明显加快，以及超长期国债发行工作的启动，我们预计基建投资增速有望小幅回升，年底预计在6.2%。尽管预算内资金充裕，然而还是要警惕城投债的净融资可能因为城投债的审批工作趋严而持续低迷以及清理地方债务等事件对基建投资的影响。
- 3. 制造业投资增速亦下滑0.1个百分点到9.6%。**此前我们根据《[推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案](#)》的硬性指标已估算该政策可至少推高制造业投资增速1个百分点。因此，我们在**年中展望**中调高今年年底制造业投资增速预测到8.2%（去年12月预测为7.5%），不过仍因为基数效应而低于当前水平。

金晓雯, PhD, CFA
首席宏观分析师
xiaowen_jin@spdbi.com
(852) 2808 6437

2024年6月17日



扫码关注浦银国际研究

工业生产总值同比增速超预期回落。工业生产总值同比增速下跌 1.1 个百分点到 5.6%，低于市场预期的 6.2%。增速下滑或与今年五一黄金周全落在 5 月，且长达 6 日，5 月工作日少于去年同期有一定关系。

失业率 5 月维持在 5% 不变，符合预期。其中 31 大城市失业率再微降 0.1 个百分点到 4.9%。

从 5 月数据发布情况来看，**内需疲软问题尚无显著改善。**代表内需的数据中仅消费品零售数据和 CPI 数据表现尚可，然而前者或得益于五一假期错位效应，后者得益于猪肉周期上行（核心通胀仍较弱）。其余代表内需的指标——固定资产投资和信贷数据依然弱于市场预期。此外，6 月端午节小长假的假日消费数据表现亦较为低迷。新一轮房地产政策成效亦仍有待观察。在今日（6 月 17 日）上午实体经济数据发布之后，沪深 300 指数早盘微跌 0.2%。

此外，**关税纷争进一步扩散。**继美国宣布大幅提高对中国的电动汽车、太阳能电池以及半导体等商品的关税后，欧盟宣布对中国的电动汽车加征 17.4%-38.1% 不等的关税。加征关税幅度少于美国的 100%，尚在中国车企可承受的范围之内。中国出口到欧盟的电动车占到出口到欧盟的总出口比例仅 3%，占 GDP 的比例更是小于 0.1%。可以说宏观上影响有限，但对某些车企影响较大——出口到欧盟的电动车占到中国 2023 年电动车总出口的 36.2%，其中上汽出口最多。我们认为中国政府有可能会出台一定的反制措施，比如亦对欧盟出口到中国的车企加征关税。此前，[彭博社](#)报道中国正考虑对一些来自欧洲和美国的汽车加征临时性关税。另外，中国也发起了对欧美等地的化学进口商品的反倾销调查。但是为了避免同时应对欧美两大重要贸易伙伴的关税战，中国政府的反制预测还是会保持相对克制。然而如果在非基本假设下，中国与欧美甚至更多发达国家的贸易纷争增多，出口或受到更为明显的打击。

在这样的背景下，我们相信政策支持仍需继续发力以稳固经济复苏。

- **在房地产方面，我们认为政府如何帮助房企去库存将是扭转房地产下行周期的关键因素。**5 月 17 日，政府提出国企收储未售新房作为保障性住房用途的新方式。据近期国务院常务会议和央行会议来看，该工作正在积极推动中。我们相信该模式或仅是政府出手消化库存的方式之一，3000 亿元的保障性住房再贷款亦有加码空间。其余供给端支持政策、例如白名单、融资协商机制和保交楼也会继续推进，为房企提供更多资金支持。在需求端，响应中央号召，一线城市再次放松限购政策，但是步伐依然较缓。虽然需求端政策空间少于供给端，但是仍有放松空间，例如继续放松一线城市购房政策，向购房者提供税费优惠和补贴等。然而，要让房产销售有明显改善关键可能还需供给端发力改善居民购房信心。
- **财政政策的重点或落在“两会”制定政策的执行上。**一方面，通过加快地方政府专项债和超长期国债的发行稳固基建投资；另一方面，通过推进“新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”推动制造业投资和零售消费改善。此外，化解地方政府债务风险的行动将继续推进，底线仍是城投债不发生大规模违约。

- **货币政策仍维持谨慎宽松。**尽管5月信贷数据依然不及预期，且M1同比跌幅扩大，我们认为这也有央行打击资金空转和银行不得承诺或支付突破存款利率授权上限的贴息的影响。基于目前的数据，我们相信谨慎的货币宽松政策将继续。不过基于央行更为关注信贷质量以及金融监管增强，我们在上个月底调低了今年货币供应量和社融增速的预测（分别为8.8%和8.9%）。我们预计今年接下来还有一次降准，在25-50个基点之间。此外，央行或利用结构性工具来帮助改善信贷需求，再贷款，抵押补充贷款等工具有扩张空间。降低政策利率的可能性仍低，但LPR利率仍有微调的可能（参见：[2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境](#)）。

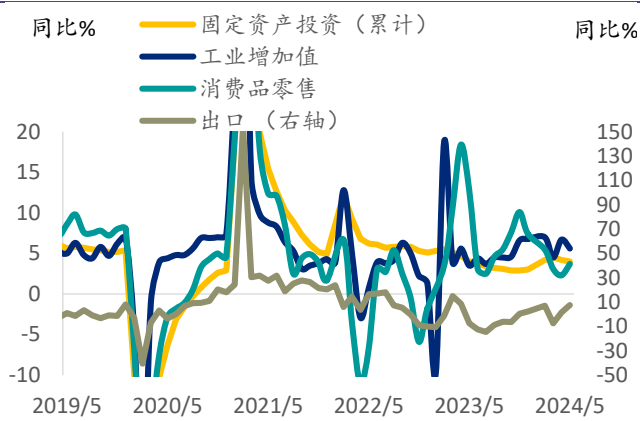
投资风险：政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、中美贸易冲突再升级、地缘政治风险。

图表 1: 消费品零售总额增速有所改善

	24年5月		上月		两年平均 / 19年同期 (%)
	5月同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	上月同比增速 (%)	19年同期 (%)	
社会消费品零售总额	3.7	8.1	2.3	8.6	43.0
服务零售 (累计)	7.9		8.4		
餐饮	5.0	19.1	4.4	9.4	53.2
商品零售	3.6	7.0	2.0	8.5	42.4
必需品					
日用品类	7.7	8.5	4.4	11.4	67.5
能源类	5.1	4.6	1.6	3.1	164.5
自选消费					
服装鞋帽针纺织品类	4.4	10.8	-2.0	4.1	107.3
化妆品类	18.7	15.1	-2.7	16.7	112.0
金银珠宝类	-11.0	5.2	-0.1	4.7	-234.0
通讯器材类	16.6	21.9	13.3	6.7	247.8
汽车类	-4.4	9.0	-5.6	2.1	-209.5
住房相关					
家用电器和音像器材类	12.9	6.3	4.5	5.8	222.4
家具类	4.8	4.9	1.2	6.1	78.7
建筑及装潢材料类	-4.5	-9.7	-4.5	-1.1	409.1

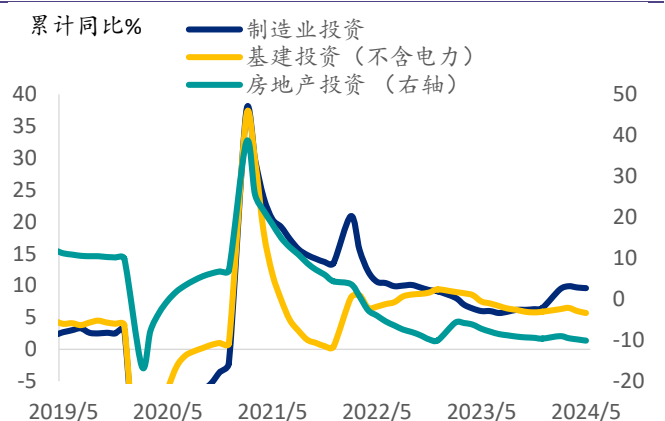
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 5月消费改善, 但投资和工业生产有所下滑



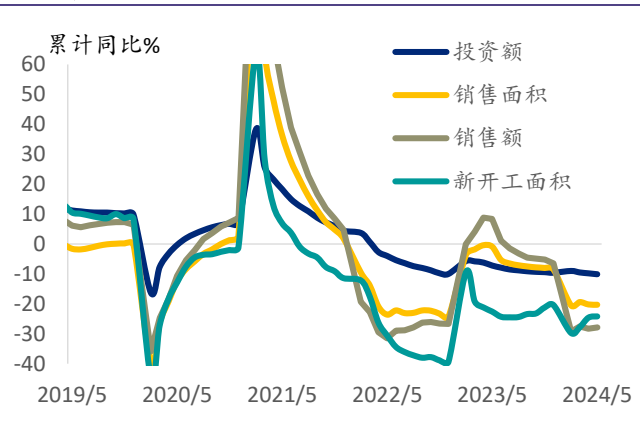
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 固定资产投资各分项均有下滑



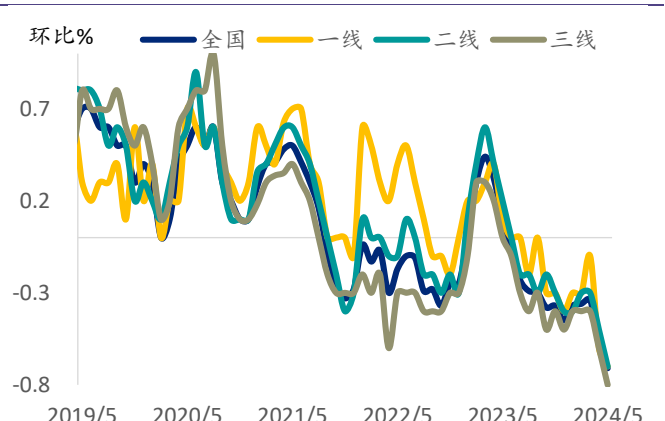
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 新开工面积跌幅收窄, 但房产销售按面积和销售额来看表现不一



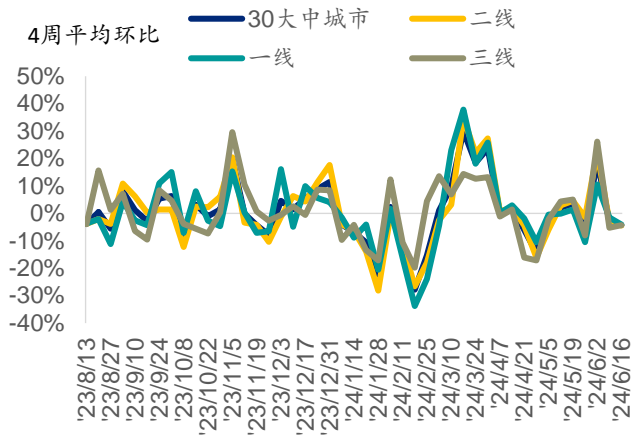
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅继续扩大



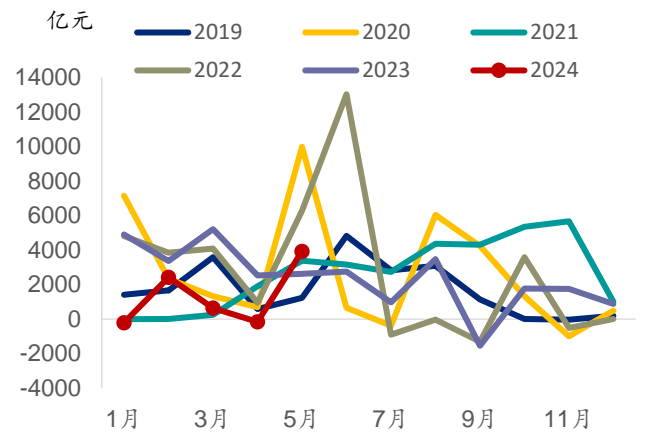
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 5月中旬政策升级仅短暂提升房产销售



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 地方政府专项债发行5月显著加快



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年5月30日	2024年中期宏观经济展望: 平波缓进, 渐入佳境
2024年5月17日	新一轮全国性房地产支持政策解读
2024年5月17日	4月经济数据凸显内需仍疲软, 政策支持仍需继续
2024年4月30日	一季度政治局会议解读: 对房地产行业的支持或再升级
2024年4月22日	月度宏观洞察: 中国经济增速好于预期, 降低推出显著刺激可能性
2024年3月20日	月度宏观洞察: 经济目标和政策清晰, 推动中国经济继续复苏
2024年3月18日	1-2月实体经济数据点评: “双轨式”经济复苏继续
2024年3月14日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布, 影响几何?
2024年2月1日	月度宏观洞察: 政策或是决定经济走势的关键所在
2024年1月24日	央行宣布降准 50 个基点, 预示货币政策将继续维持宽松
2024年1月17日	四季度经济增速略弱于预期, 但 12 月数据初显政策成效
2024年1月5日	月度宏观洞察: 静候佳音
2023年12月15日	11月实体经济数据点评: 需求疲软导致复苏动能减弱
2023年12月13日	中央经济工作会议解读: 高质量发展背景下的适度政策刺激
2023年12月1日	2024年宏观经济展望: 中美经济周期错位进入下半场
2023年11月15日	10月实体经济数据点评: 不均衡复苏继续, 但动能略微下滑
2023年11月7日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023年10月6日	国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏
2023年9月26日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023年9月15日	央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?
2023年9月13日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023年9月1日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产, 影响几何?
2023年8月9日	7月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023年7月31日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023年7月25日	7月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023年6月28日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

