

5月经济数据点评

扩内需重要性进一步上升

5月经济数据整体偏弱；工业增加值同比增速走低主要受中游行业拖累；固投低于预期，其中制造业投资增速保持平稳，基建投资增速走低，但预计政府债发行已经放量，基建投资有支撑；房地产投资资金来源增速有所好转，销售额同比增速小幅上行；下半年稳增长或主要依靠扩内需。

- 5月工业增加值同比增长5.6%，环比增长0.3%弱于历史同期平均水平。1-5月采矿业工业增加值累计同比增速2.0%，制造业累计同比增速6.7%，公用事业累计同比增速6.2%，高技术产业累计同比增速8.7%。
- 5月社零同比增长3.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.7%，1-5月服务消费累计同比增长7.9%。5月社零同比增速低于预期主要有两方面原因，一是价格因素，5月CPI同比增速与4月持平，依然低于市场预期，二是以汽车和房地产为代表的耐用消费品表现依然偏弱。
- 1-5月固定资产投资增速为4.0%，民间固定资产投资增速0.1%，制造业投资1-5月累计同比增长9.6%，基建投资累计同比增长5.7%，地产投资累计同比下降10.1%。
- 1-5月住宅投资增速下降10.6%，房地产新开工面积累计同比下降24.2%，施工面积同比下降11.6%，竣工面积同比下降20.1%。1-5月商品房销售面积同比下降20.3%，商品房销售额累计同比下降27.9%。房地产固投资资金来源增速连续两月小幅上升，从当月情况看，来自银行的资金好转的情况相对更好，另外5月商品房销售出现好转迹象，虽然5月新建商品住宅价格同比增速较4月继续下降，但销售额增速较4月上升，在稳地产政策影响下，关注房地产销售市场是否会出现持续好转。
- 5月经济数据整体表现低于市场预期。与4月经济数据表现分化的情况不同，5月经济数据整体表现低于万得一致预期，从分项来看：此前表现较好的制造业，5月固定资产投资增速仍处于较高水平，但是受汽车、电气设备等中游行业影响，工业增加值增速明显回落；基建投资增速连续两个月小幅下降，但考虑到5月新增社融中政府债券融资规模已经开始放量，预计基建投资增速未来将获得明显支撑；社零增速已经连续3个月表现低于万得一致预期，5月在小长假和电商促销的双重影响下，社零环比增速明显上升，但价格疲弱对名义社零消费的拖累依然存在，从限额以上商品消费分类表现看，房地产后周期的建筑装潢和大宗消费品汽车的增速都相对偏低。
- 外需不确定性加大，内需是稳增长重点。外需不确定性来自两方面，一是6月初，世行将全球2024年GDP增速预测从2.4%上调到2.6%，其中把美国GDP增长预期从1.6%上调到2.5%，同时下调了非洲和中东地区2024年增长预测，另一方面是美国5月进一步加大了对华部分产品加征关税力度，并已经开始体现在5月制造业PMI指数的新出口订单中。我们认为短期内不排除出口继续受益于对美国抢出口的情况，但中期内无论是美国加征关税、红海贸易航道受地区局势影响、还是新兴经济体可能受强美元外溢性影响等因素，都可能对外需造成负面拖累。因此扩内需成为下一阶段稳增长的重点，目前来看政策着手点包括放松销售环节的政策限制提升房地产销量、大规模设备更新和消费品以旧换新、通过部分行业产能节能降碳改造提振相关工业品价格等。我们认为下一阶段稳增长的政策应落在为实体经济稳生产等方面，考虑到当前PPI同比仍在负增长区间、企业中长期贷款需求偏弱、每百元营业收入中的成本偏高等情况，降息或是短期可以期待落地的政策。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略周报》20240616
 《中银量化大类资产周报》20240616
 《中银量化多策略行业轮动周报 - 20240613》
 20240616

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

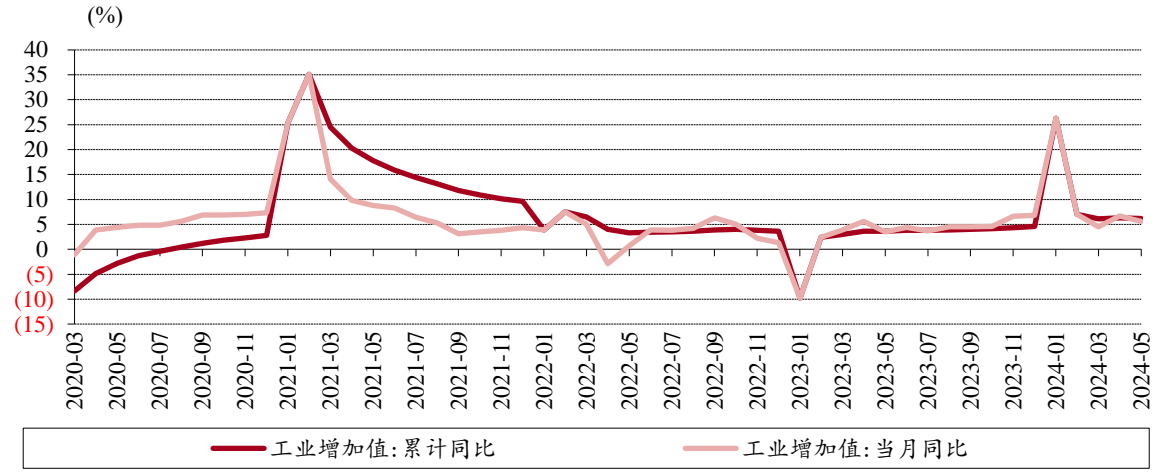
证券分析师：朱启兵

(8610)66229359
 Qibing.Zhu@bocichina.com
 证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

5月工业增加值同比增速低于预期

5月工业增加值同比增速较4月下降。5月工业增加值同比增长5.6%，较4月下降1.1个百分点，较去年同期上升1.2个百分点，低于万得一致预期同比增速6.0%。5月工业增加值同比增速下降，与5月制造业PMI生产指数较4月环比下降趋势一致，此外，5月制造业PMI生产指数虽然仍在荣枯线上方，但新订单和新出口订单都回落至荣枯线下方，需求端疲弱可能对生产造成持续影响。

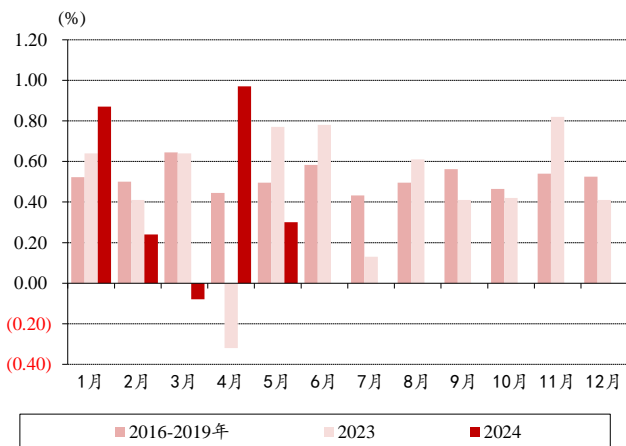
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

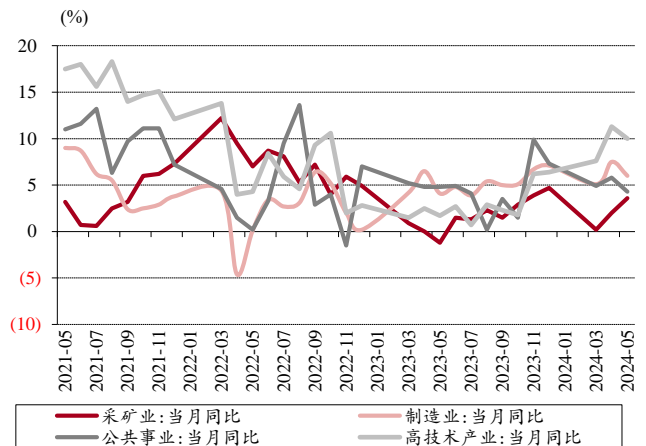
5月工业增加值环比弱于历史同期平均水平。从环比增速来看，5月工业增加值环比增长0.3%，不仅弱于2016年-2019年期间同期平均水平0.5%，同时也是2013年以来5月最低的环比增速。从行业分类来看，1-5月采矿业工业增加值累计同比增长2.0%，制造业累计同比增长6.7%，公用事业累计同比增长6.2%，高技术产业累计同比增长8.7%。根据统计局数据，从企业类型来看，1-5月私企工业增加值同比增长5.7%，国企工业增加值同比增长4.9%，股份制企业同比增长6.6%，外企同比上升至4.6%。与1-4月相比，采矿业、高技术产业、私营企业工业增加值累计同比有所上升，公共事业、制造业、外企和国企工业增加值累计同比增速有所下降。5月工业增加值当月同比增速较4月回落幅度较大，从行业看主要是受公共事业、制造业和高技术产业影响，从企业类型看，外企和国企的拖累较大，我们认为5月生产端增速低于预期，主要影响因素或有三个，一是需求表现依然疲弱，二是美国对我国部分产品加征关税，可能影响生产端的预期，三是5月南方暴雨天气和工作日较去年同期少1天，可能都对工业增加值表现产生边际影响。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源: 万得, 中银证券

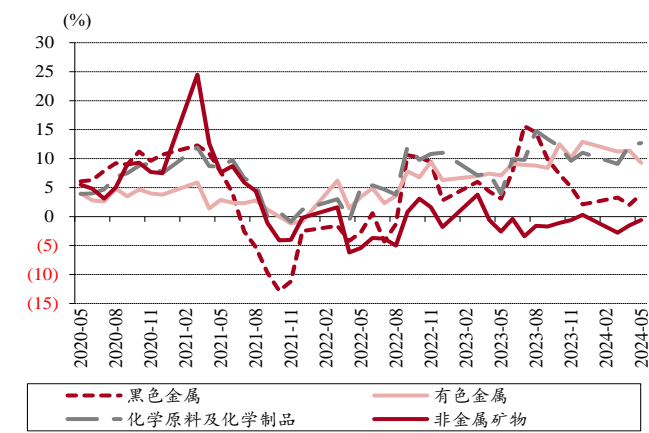
图表 3. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

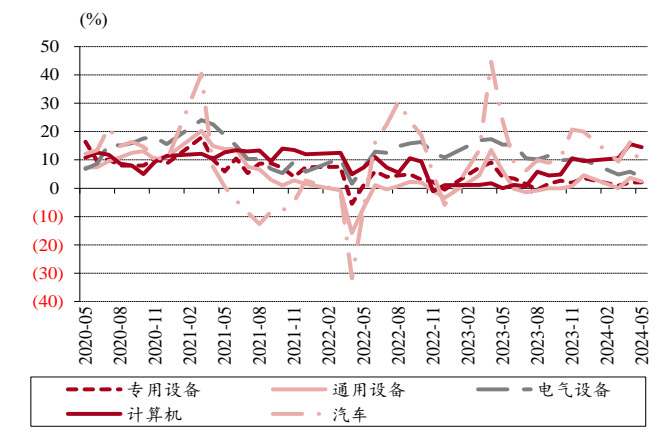
根据统计局数据,5月41个大类行业中有33个行业增加值保持同比增长,较4月的36个减少3个,619种产品中有352种产品产量同比增长,较4月的386种减少34个。上游行业方面,1-5月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长10.7%,非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.2%,黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.1%,有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长11.4%,化学原料行业累计同比增速持续上行,从当月增速看,5月黑色金属、非金属矿物和化学原来工业增加值同比增速均较4月上行。中游行业方面,通用设备制造业增加值累计同比增长2.7%,专用设备制造业增加值累计同比增长1.8%,汽车制造业增加值累计同比增长10.5%,电气机械和器材制造业增加值累计同比增长4.8%,计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长13.8%,中游行业工业增加值累计同比增速较1-4月上市的是计算机和专用设备,当月同比增速中仅专用设备较4月小幅上行。下游行业方面,食品制造业增加值累计同比增长5.5%,纺织业增加值累计同比增长5.3%,医药制造业增加值累计同比上升1.1%,下游行业当月工业增加值增速均较4月有所下滑。整体来看,5月上游行业工业增加值增速表现较好,中游行业 and 下游行业当月增速回落较明显。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

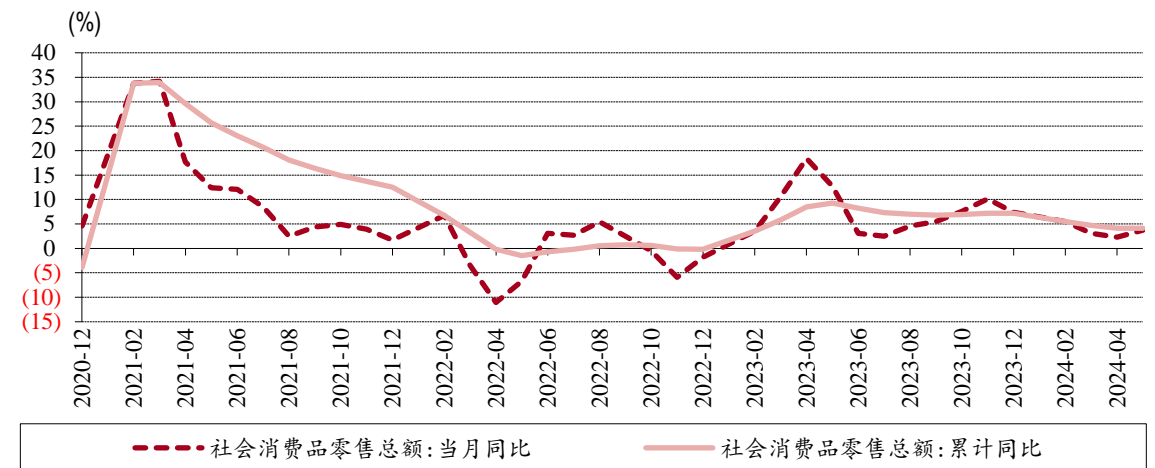


资料来源: 万得, 中银证券

社零增速反弹

5月社零增速低于预期。5月社零同比增长3.7%，较4月上升1.4个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.7%，较4月上升1.5个百分点，服务消费累计同比增长7.9%，较1-4月下降0.5个百分点。5月社零环比增速表现较好，高于2023年同期，仅略低于2016年-2019年同期平均环比增速水平，同比增速低于预期主要有两方面原因，一是价格因素，5月CPI同比增速与4月持平，依然低于市场预期，二是以汽车和房地产为代表的耐用消费品表现依然偏弱。

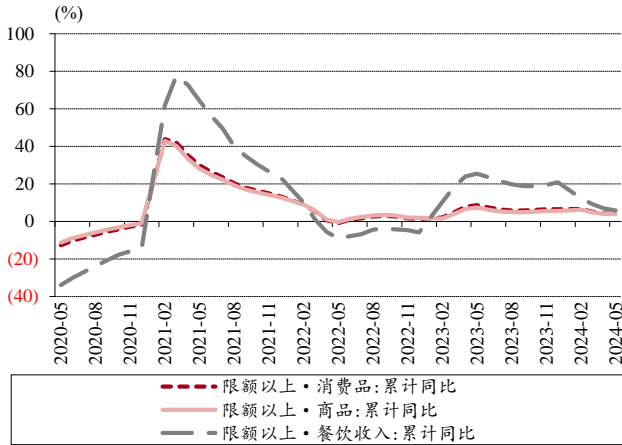
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

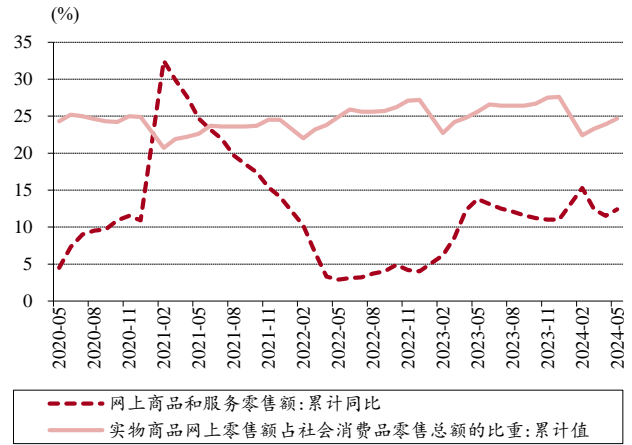
服务消费增速反弹。根据统计局数据，1-5月餐饮消费同比增长8.4%，较1-4月下降0.9个百分点，限额以上餐饮消费同比增长5.9%，较1-4月下降1个百分点；1-5月商品消费同比增速3.5%，较1-4月持平，限额以上商品消费累计同比增速3.9%，较1-4月下降0.1个百分点。1-5月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长4.0%，餐饮和服务拉动消费的特征延续，但同时服务消费增速回落的趋势没有改变，商品消费增速保持相对平稳。1-5月网上零售额占比为29.5%，较1-4月上升1.3个百分点，较去年同期下降0.8个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为12.4%，增速较1-4月上升0.9个百分点。5月社零环比增速较高一定程度上受网购促销的影响和假期消费的影响。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

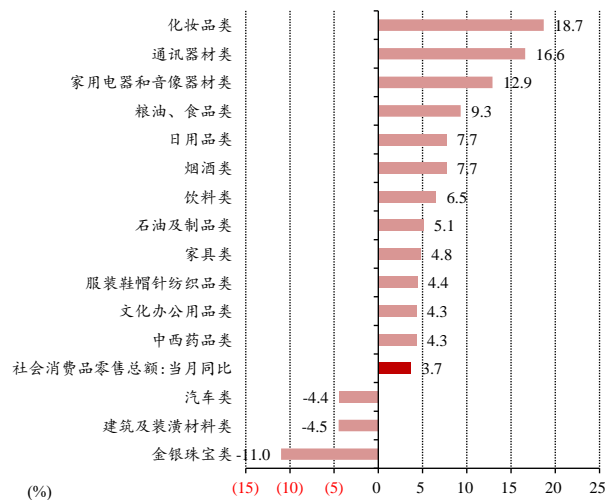
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

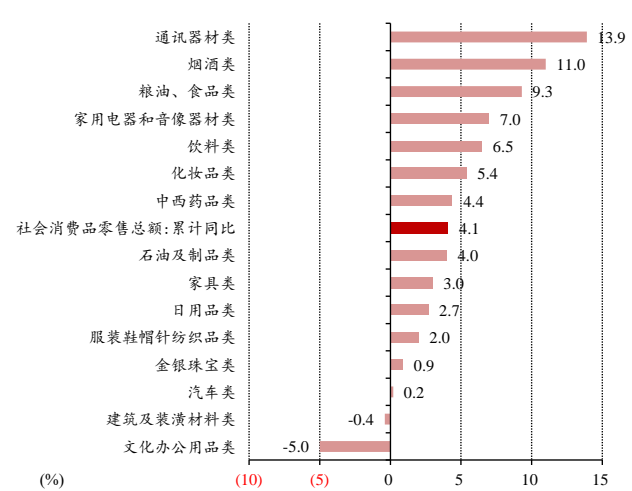
电商促销影响当月消费结构。从同比增速来看，5月限额以上企业商品零售总额增速3.5%，同比增速较高的细分行业包括化妆品、通讯器材和家电等，同比增速下降的是金银珠宝、建筑装潢和汽车。与4月相比，增速上升较多的有化妆品、文化办公用品和家电等，增速下降的有金银珠宝、中西药品和烟酒。与1-4月相比，1-5月累计同比增速较高的细分行业包括通讯器材、烟酒和粮油食品等，累计同比增速下降的是文化办公用品和建筑装潢；累计同比增速较1-4月上升较多的是化妆品、文化办公用品和家电等，增速下降的是金银珠宝、汽车、建筑装潢和烟酒等。5月在电商促销、以旧换新等因素的影响下，化妆品和家电的消费增速表现较强，但同样是弹性消费品的金银珠宝受金价较高的影响销售增速下降，另外耐用消费品中汽车的销售增速受价格等影响，增速明显下降。

图表 9. 2024年4月各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2024年4月各品类社零累计同比增速

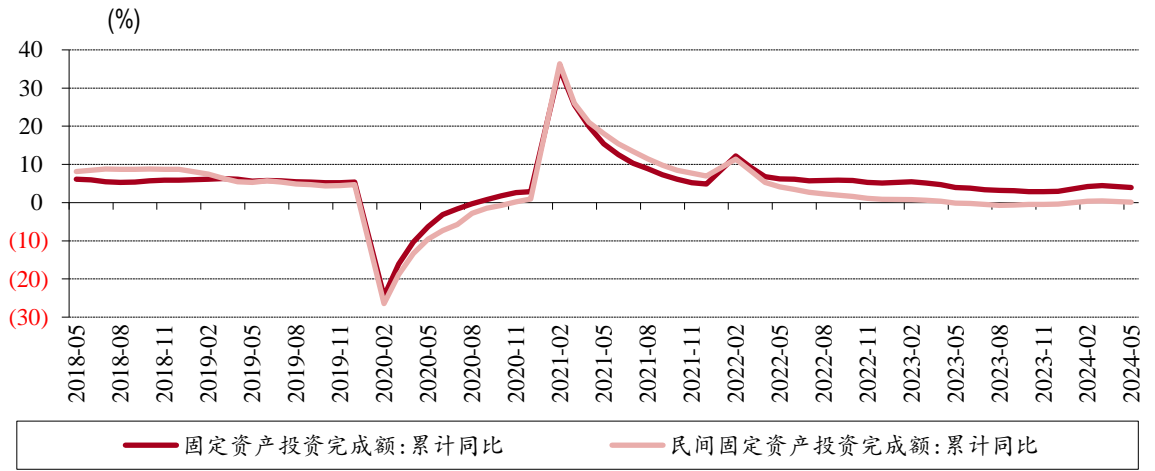


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速低于预期

固投增速延续小幅回落。1-5月固定资产投资增速为4.0%，较1-4月下降0.2个百分点，1-5月民间固定资产投资增速0.1%，较1-4月下降0.2个百分点。从分行业累计同比增速较1-4月变化看，制造业增速下降0.1个百分点，基建增速下降0.3个百分点，房地产增速下降0.3个百分点。

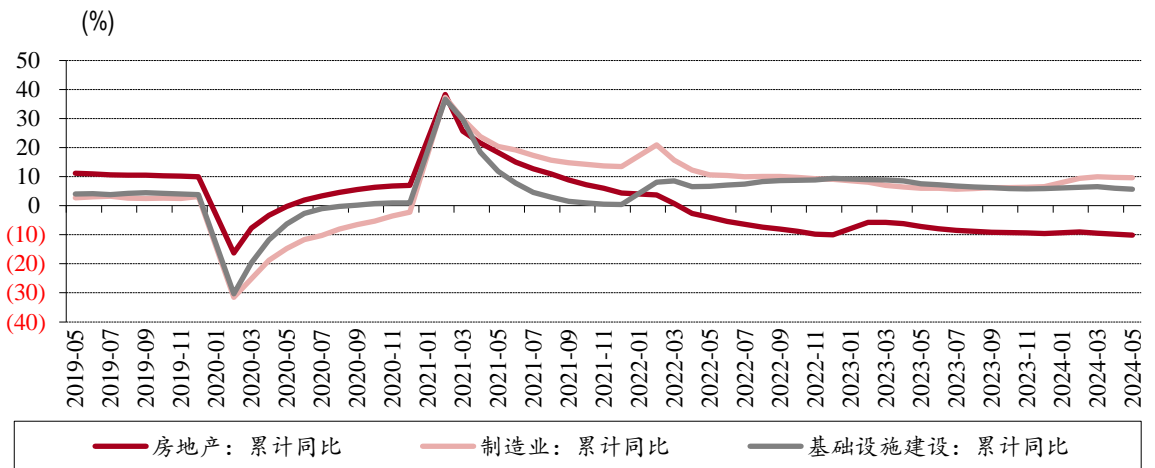
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

基建投资增速延续回落，但房地产投资边际有所回升。分类别看，制造业投资1-5月累计同比增长9.6%，基建投资累计同比增长5.7%，地产投资累计同比下降10.1%。根据统计局数据，从产业分类来看，第一产业累计同比增长3.0%，第二产业累计同比增长12.5%，第三产业累计同比持平；从地区来看，东部累计同比增长3.7%，中部增长4.1%，西部增长0.2%，东北增长5.5%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长3.8%，国企同比增长7.1%，外资企业下降15.4%。从计算当月同比增速看，5月制造业固投增长9.4%，较4月上升0.1个百分点，基建固投增长4.9%，较4月下降0.2个百分点，房地产固投增速下降4.7%，较4月上升2.5个百分点。5月固定资产投资增速内部延续分化，制造业投资增速在较高水平上小幅上升，值得关注的是基建投资增速小幅下降和房地产投资增速上升。基建投资较大程度上依赖财政支出，从5月社融数据表现看，政府债券发行开始加速，预计最快6月开始，基建投资增速持续小幅下降的趋势可能有所改变；房地产计算当月投资增速连续两个月上行，5月计算当月投资额环比4月也出现上行趋势，虽然背后有季节性因素和基数效应影响，但仍可期待稳地产政策的持续影响。

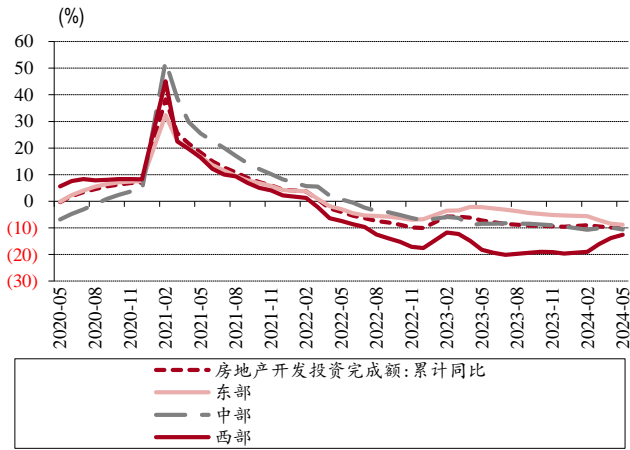
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

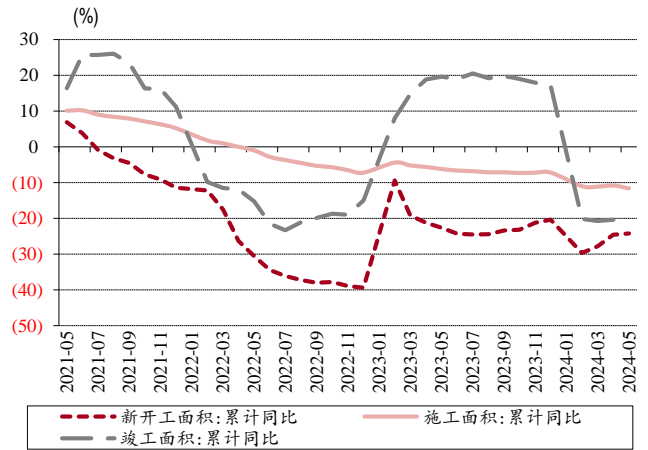
1-5月房地产新开工面积累计同比增速上行。1-5月房地产投资累计同比增速下降10.1%，比1-4月下降0.3个百分点。其中东部地区累计同比下降8.8%、中部地区累计同比下降10.6%、西部地区累计同比下降12.6%。根据统计局数据，从房地产分类来看，住宅投资增速下降10.6%，办公楼投资增速下降5.1%，商业地产投资增速下降12.2%。1-5月房地产新开工面积累计同比下降24.2%，施工面积同比下降11.6%，竣工面积同比下降20.1%。1-5月房地产投资数据整体依然偏弱，较1-4月出现好转的主要是新开工和竣工面积累计同比增速。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

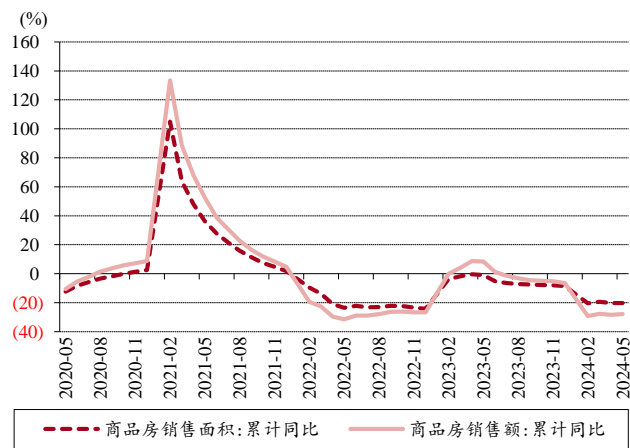
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

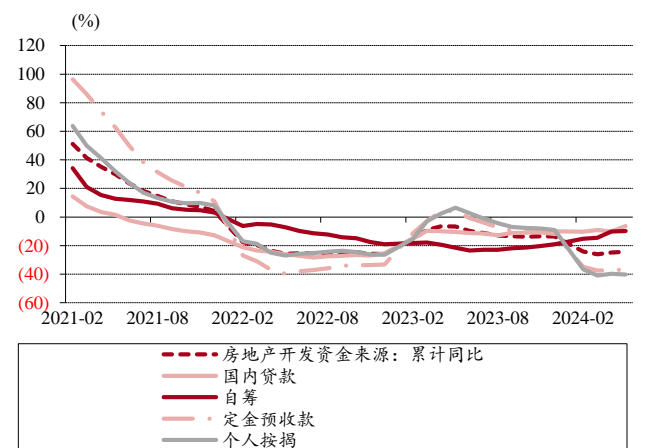
商品房销售额累计同比增速较1-4月小幅上行。1-5月商品房销售面积同比下降20.3%，商品房销售额累计同比下降27.9%。1-5月商品房待售面积同比增长15.8%，其中住宅面积同比增长24.6%，办公楼同比增长9.3%，商业地产同比增长2.0%。从房地产投资资金来源看，1-5月国内贷款占比16.0%，较1-4月下降0.4个百分点，个人按揭贷款占比14.5%，较1-4月持平，定金预收款占比29.6%，较1-4月上升0.2个百分点，自筹资金占比34.8%，较1-4月上升0.3个百分点。从增速看，1-5月房地产开发资金来源累计同比增速下降24.3%，其中国内贷款资金来源增速下降6.2%，定金和预收款增速下降36.7%，按揭贷款资金来源增速下降40.2%。房地产固投资资金来源增速连续两月小幅上升，从当月情况看，来自银行的资金好转的情况相对更好，另外5月房商品房销售出现好转迹象，虽然5月新建商品住宅价格同比增速较4月继续下降，但销售额增速较4月上升，在稳地产政策影响下，关注房地产销售市场是否会出现持续好转。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：扩内需重要性进一步上升

5月经济数据整体表现低于市场预期。与4月经济数据表现分化的情况不同，5月经济数据整体表现低于万得一致预期，从分项来看：此前表现较好的制造业，5月固定资产投资增速仍处于较高水平，但是受汽车、电气设备等中游行业影响，工业增加值增速明显回落；基建投资增速连续两个月小幅下降，但考虑到5月新增社融中政府债券融资规模已经开始放量，预计基建投资增速未来将获得明显支撑；社零增速已经连续3个月表现低于万得一致预期，5月在小长假和电商促销的双重影响下，社零环比增速明显上升，但价格疲弱对名义社零消费的拖累依然存在，从限额以上商品消费分类表现看，房地产后周期的建筑装潢和大宗消费品汽车的增速都相对偏低。

外需不确定性加大，内需是稳增长重点。外需不确定性来自两方面，一是6月初，世行将全球2024年GDP增速预测从2.4%上调到2.6%，其中把美国GDP增长预期从1.6%上调到2.5%，同时下调了非洲和中东地区2024年增长预测，另一方面是美国5月进一步加大了对华部分产品加征关税力度，并已经开始体现在5月制造业PMI指数的新出口订单中。我们认为短期内不排除出口继续受益于对美国抢出口的情况，但中期内无论是美国加征关税、红海贸易航道受地区局势影响、还是新兴经济体可能受强美元外溢性影响等因素，都可能对外需造成负面拖累。因此扩内需成为下一阶段稳增长的重点，目前来看政策着手点包括放松销售环节的政策限制提升房地产销量、大规模设备更新和消费品以旧换新、通过部分行业产能节能降碳改造提振相关工业品价格等。我们认为下一阶段稳增长的政策应落在为实体经济稳生产等方面，考虑到当前PPI同比仍在负增长区间、企业中长期贷款需求偏弱、每百元营业收入中的成本偏高等情况，降息或是短期可以期待落地的政策。

风险提示：全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371