



供需裂口尚未弥合，分化特征依然显著

——2024年5月经济数据分析

2024年06月17日

5月经济数据延续修复趋势，但结构分化依然显著。首先，供给持续强于需求，工业增加值增速连续显著高于社零增速，供需裂口仍未弥合。其次，在供给和需求两侧也呈现不同程度的分化。其中，供给端，新质生产力相关的先进制造业持续高增，但钢材、水泥等传统工业增长动能持续下行。需求端，制造业投资依然强劲，基建投资低于预期，地产投资持续探底；社零有所改善，通讯器材、化妆品、文体用品等升级类消费表现不俗，地产后周期消费依然形成拖累。

- **社零边际改善，升级类消费表现突出。**5月社会消费品零售总额同比+3.7%，前值+2.3%，三年复合增速为8.1%（前值10.1%），社零同比增速回升，但从两年复合增速角度来看，社零恢复边际放缓。一方面，5月居民保持较高出行强度，餐饮等高社交属性消费依旧保持较快增速；升级类商品销售增长较快，体育娱乐用品、化妆品类、通讯器材和家用电器等保持两位数以上高增长。另一方面，房地产销售保持偏弱运行，地产后周期消费持续承压。
- **新质生产力相关的高技术产业投资继续保持较高增速。**1-5月制造业投资增长录得9.6%，制造业投资的强劲主要由高技术制造业和高技术服务业带动。航空、航天器及设备制造业增速50%以上；高技术服务业中，电子商务服务业、信息服务业也有显著增长。5月设备更新政策出台，专用设备和通用设备保持10%以上增长。下游消费需求驱动食品类投资增速显著；汽车投资增速受基数影响边际持续放缓。
- **基建投资基本保持稳定增长，从资金端到施工改善仍需时间。**4月政府债融资陷入低谷对于近期基建投资增速形成一定制约，5月政府债发行虽显著提速，但政府债从融资到资金拨付、形成实物工作量存在一定时滞。此外，5月华南部分地区持续降雨天气也对部分基建项目的施工造成影响。结构方面，中央主导的铁路、水利投资增速和地方主导的道路、公共设施增速持续分化，主因或是今年由中央主导发行使用的国债和特别国债发行规模显著提升。
- **地产投资融资端边际改善，销售端以价换量。**地产数据在“517”全国性地产新政后有边际改善，但从目前的政策效果来看，主要是得益于对房企融资端宽松下新开工的小幅改善。开发投资增速仍在探底。销售端整体依旧低迷，“以价换量”趋势明显。在量价尚未全面企稳复苏前，房地产土地成交面积依旧低迷，预计企稳仍需待到三季度，年底或明年年初有望回暖。
- **工业生产5月边际收缩，高技术和出口链托底制造业工业生产。**5月我国商品出口同比增速超预期上行至7.6%，出口交货值同比上涨4.6%，有效拉动了出口产品的产量。行业上计算机电子、铁路运输设备和化学原料增速保持了10%以上的韧性。产品上新能源汽车依旧保持强势动能；光伏电池、集成电路和服务机器人也保持25%以上增速。但传统行业依旧低位运行，5月房地产相关数据没有好转，导致产品上水泥、粗钢、钢材产量继续负增长。
- **出口和制造业用工需求推动外来户籍失业率下降。**5月份，全国城镇调查失业率为5.0%。外来户籍失业率环比下降0.2pct至4.7%，主要原因有二，其一是5月出口的上行增加了外向型就业岗位；其二是制造业创造了大量用工需求，在制造业投资保持强劲的同时政策也在加大对制造业就业的支持。

分析师

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 吕雷、聂天奇、铁伟奥

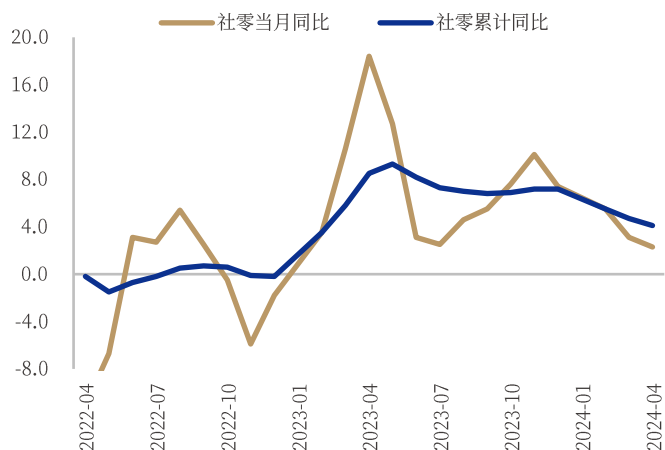
风险提示

1. 政策落地不及预期的风险
2. 消费者信心恢复不及预期的风险

一、社零边际改善，升级类消费表现突出

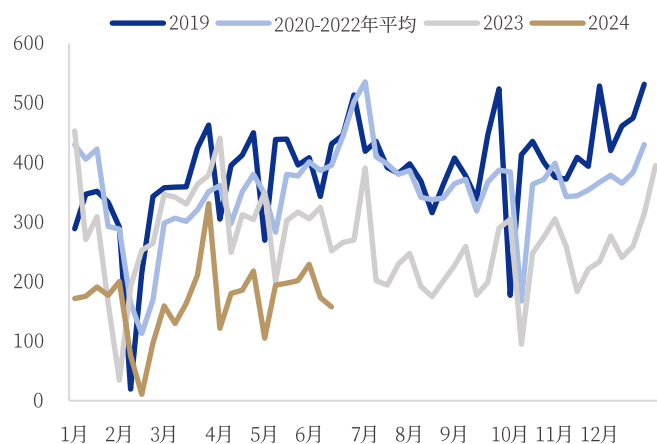
5月社会消费品零售总额同比+3.7%，前值+2.3%，三年复合增速为2.9%（前值2.5%），社零同比增速回升，有边际改善。一方面，5月居民保持较高出行强度，餐饮等高社交属性消费依旧保持较快增速；升级类商品销售增长较快，体育娱乐用品、化妆品类、通讯器材和家用电器等保持两位数以上高增长。另一方面，房地产销售保持偏弱运行，30大中城市商品房销售面积低于历史同期，地产后周期消费依旧承压。

图1：社零当月与累计同比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

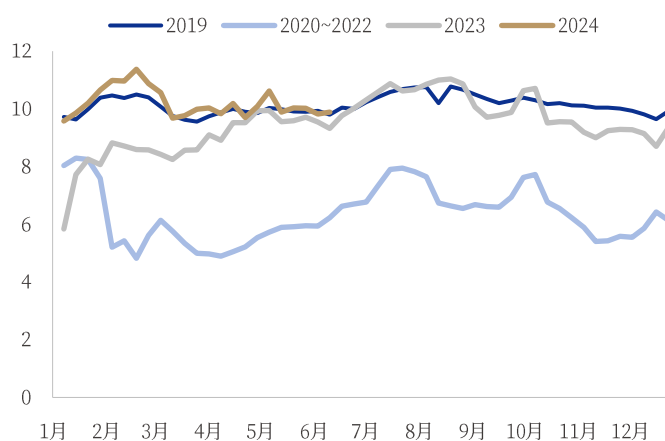
图2：30大中城市商品房销售面积（万平方米）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

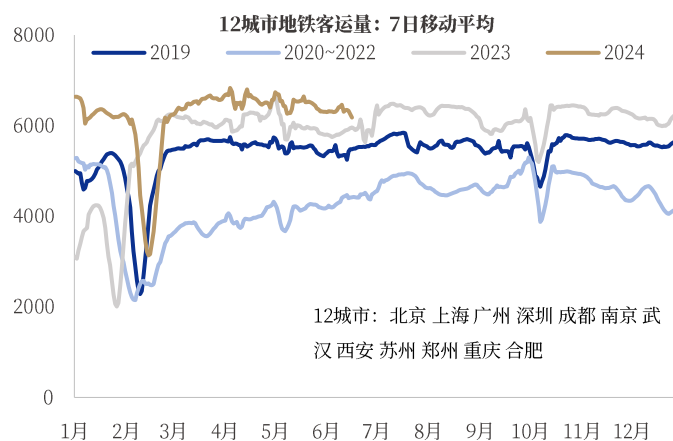
5月份居民保持较高出行强度。五月民航执飞量环比4月快速上行，突破历史同期最高水平。市内交通出行强度整体平稳，12个主要城市地铁客运量依然处于历史同期最高水平。从物流数据看，5月整车货运物流指数维持平稳，同比降幅较4月的3.5%收窄至2.5%，反映出实体经济活跃度逐步改善。5月份部分升级类商品销售增长较快，其中体育娱乐用品、化妆品和通讯器材商品零售额分别增长20.2%、18.7%和16.6%，居民升级类消费持续拉升。此外本月家用电器零售同比增长12.9%，在《推动消费品以旧换新行动方案》的推动下，截至5月29日，全国已有27个省级地方发布消费品以旧换新补贴实施细则，落实消费品以旧换新工作部署。根据我们估计，本次家电以旧换新约有100亿元中央补贴规模，有望拉动近1000亿的家电消费，后续居民家电消费空间将进一步打开。

图3：5月民航执行客运航班量破历史高位（万次）



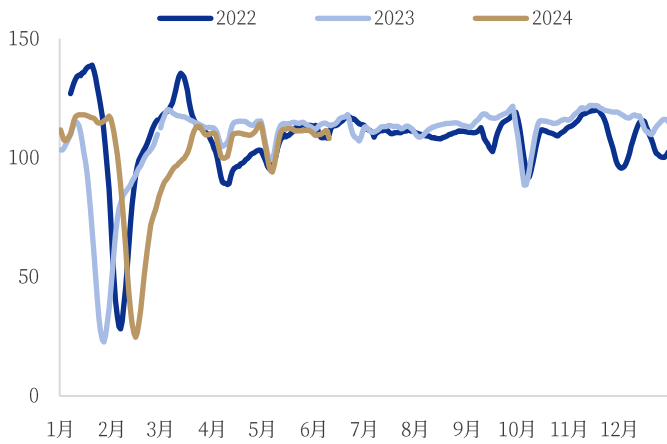
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：5月市内出行强度持续走高（万人次）



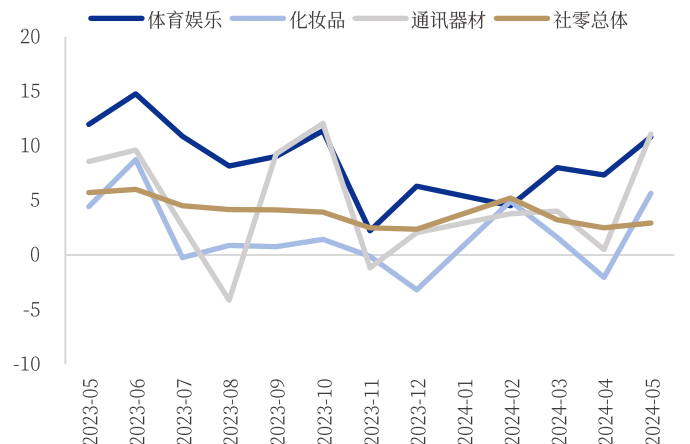
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5: 5月整车货运流量指数回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

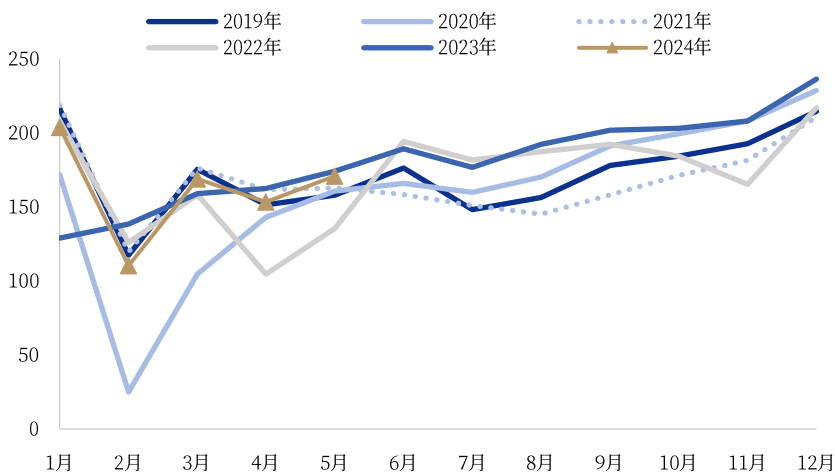
图6: 升级类消费快速增长 (三年复合增速, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

5月乘用车销量有所恢复, 车市表现整体符合季节性走势。乘联会数据显示, 5月狭义乘用车零售 171 万辆, 同比下滑 1.9%, 主要受高基数影响, 环比增长 11.4%。其中, 新能源车表现依旧抢眼, 本月零售 80.4 万辆, 同比增长 38.5%。财政部已于 5 月 28 日发布《关于下达 2024 年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算的通知》, 今年汽车以旧换新补贴年度资金总额为近 112 亿元, 预计对应拉动约 2100 亿汽车消费体量, 后续汽车消费有望保持良好增长态势。

图7: 5月车市表现整体强于季节性走势 (万辆)

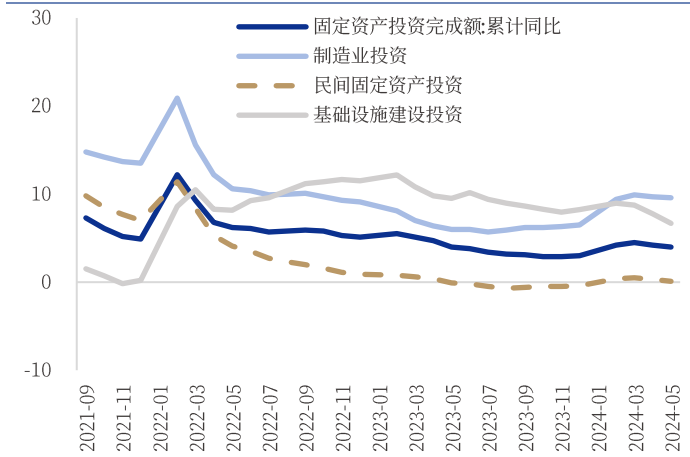


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、固定资产投资：制造业高增，基建略低于预期

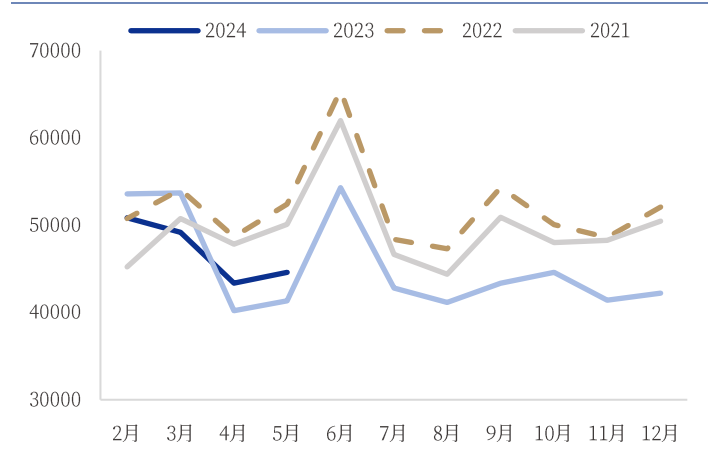
固定资产投资稳定，制造业投资继续保持强势。1-5 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 188006 亿元, 同比增长 4.0%; 扣除房地产开发投资, 全国固定资产投资增长 8.6%。其中, 制造业投资增长 9.6% (前值 9.7%) ; 基础设施投资同比增长 5.7%。民间固定资产投资同比增长 (前值 0.3%) , 扣除房地产开发投资民间投资增长 6.9%。

图8：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图9：固定资产投资当月值（亿元）



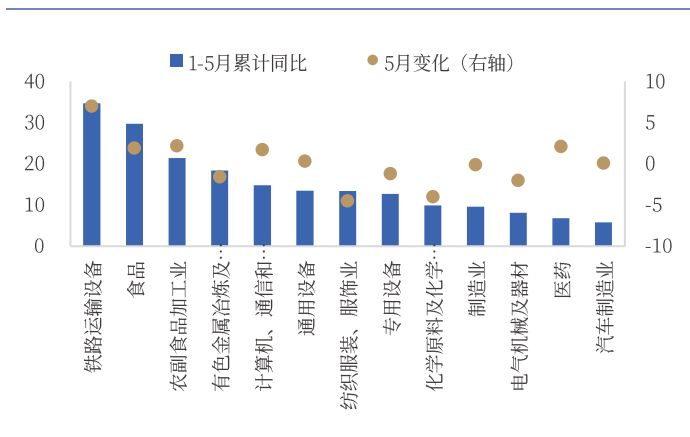
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（一）制造业投资：高技术投资维持较高增速

新质生产力相关的高技术产业投资继续维持较高增速。高技术产业投资累计同比增长11.5%（前值11.1%），其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.4%、14.3%（前值9.7%、14.5%）。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，电子及通信设备制造业投资分别增长53.1%、10.4%；高技术服务业中，电子商务服务业、信息服务业投资分别增长32.5%、19.1%。细分行业来看，计算机、通信和其他电子设备累计增长14.8%（前值13.10%）。专用设备和通用设备分别增长了12.7%和13.5%，设备更新政策持续发力。有色金属冶炼及压延本月投资累计增长18.4%，边际放缓1.6pct。

下游食品制造投资增速显著，汽车投资增速边际维持低位。食品制造业和农副食品加工业本月投资增速分别为29.7%和21.4%（前值27.8%和21.4%）。结合社零来看餐饮等高社交属性消费依旧保持较快增速，因此食品制造投资增速较快。汽车投资受高基数影响开年以来边际增速保持低位，本月投资累计增长录得5.8%（前值5.7%）。

图10：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

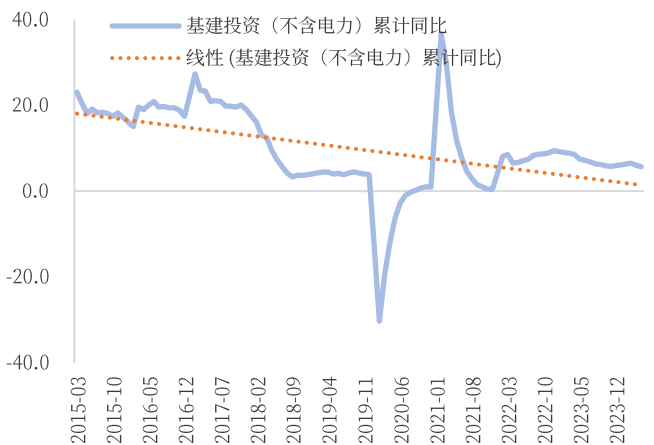
（二）基建投资：从资金端到施工改善仍需时间

基建投资方面5月基本保持稳定增长，4月政府债融资陷入低谷对于近期基建投资增速形成一定制约，而在5月政府债发行进度显著提速下，本月基本保持稳定，预计增速恢复仍需一定时间。政府债从融资到资金拨付、形成实物工作量存在一定时滞，我们认为后续基建增速有望持续修复。

此外，5月华南部分地区持续降雨天气也对部分基建项目的施工造成影响。结构方面，中央主导的铁路、水利投资增速和地方主导的道路、公共设施增速持续分化，主因或是今年由中央主导发行的国债和特别国债发行规模显著提升。

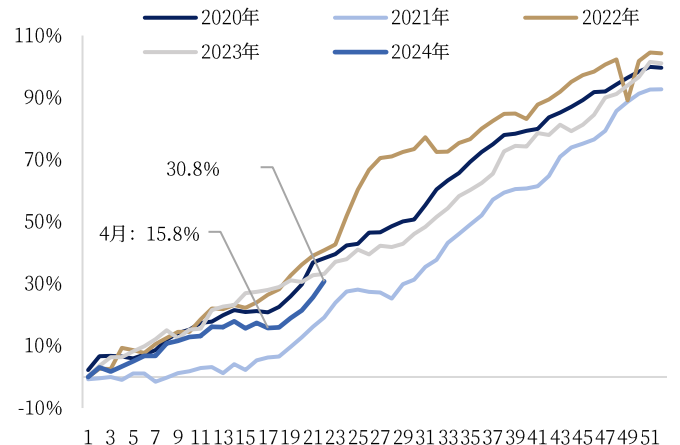
政府债发行提速至形成实物工作量仍需时间，天气因素部分影响项目开工。1-5月基础设施投资（不含电力）同比增长5.8%（前值6.0%），增速较上月有小幅回落。本月政府债发行大幅提升，其中新增专项债净融资5333亿元，较上月多增4876亿元，发行进度显著提速。此外，特别国债启动发行以来，5月共计发行800亿元。以上新增政府端资金预计将对后续基建增长形成重要支撑。但政府项目债发行到形成实物工作量仍有一定时滞。此外，5月部分华南地区的持续雨水天气也对项目开工产生一定扰动，需求端螺纹钢和玻璃价格均有所降低。我们认为伴随后续政府债供给充足及天气因素改善，全年基建增长仍具韧性。

图11: 全国基建投资累计同比增速 (%)



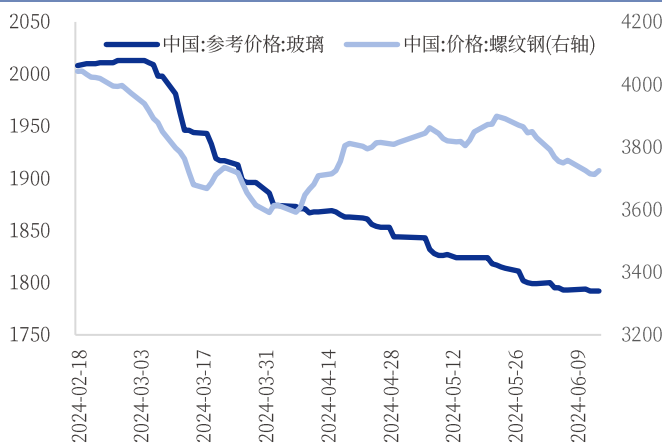
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图12: 政府债合计发行进度, 5月发行进度显著提升



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

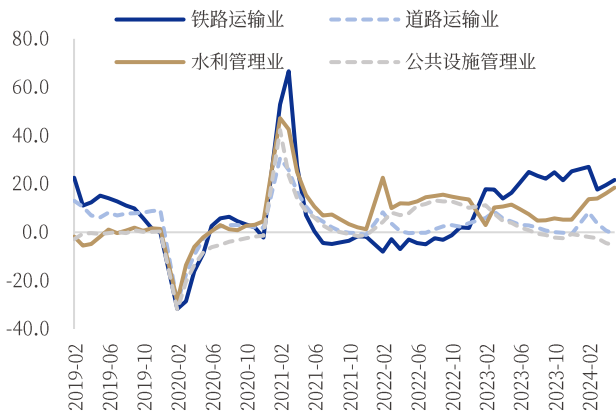
图13: 5月需求端螺纹钢、玻璃价格有所回落 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

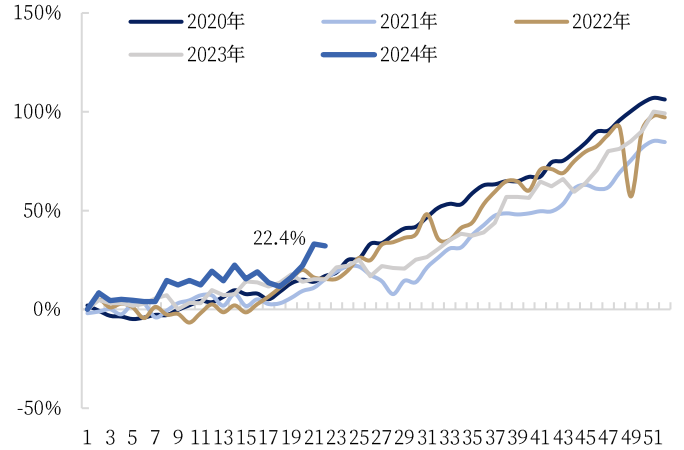
增长结构方面，依然是中央主导的铁路、水利增速加快。铁路本月增长21.6%（前值19.5%），水利项目增长18.5%（前值16.1%），铁路及水利项目年初以来保持持续高增；道路项目增速进一步下降至-0.9%（前值0.7%）本月增速由正转负，公共设施增速进一步下滑至-5.5%（前值-4.5%），年初以来以地方主导的道路和公共设施建设增速持续走低。我们认为今年中央主导基建项目持续高增主因是去年新增万亿国债大部分资金在今年上半年投入使用，大部分投资于中央主导的水利、民生项目，且预算内支出在国债发行前置的支持下对铁路项目形成较强支撑。而地方主导的道路和公共设施建设受化债政策的调整和专项债发行进度偏慢，上半年持续偏弱。

图14: 全国基建投资分项累计同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图15: 今年国债发行显著前置



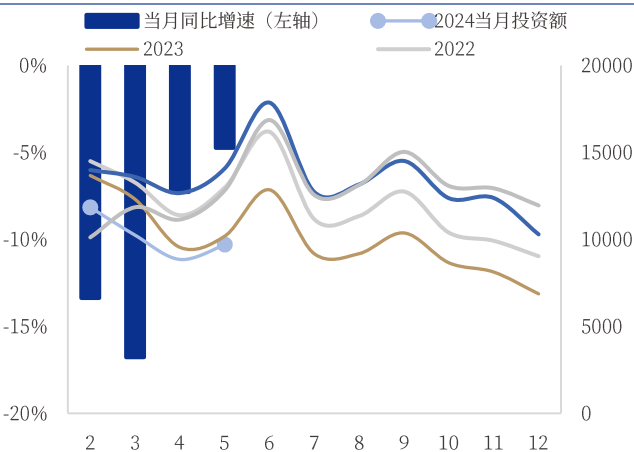
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

三、房地产投资：融资端边际改善，销售端以价换量

地产数据在“517”全国性地产新政后有边际改善，但从目前的政策效果来看，主要是得益于对房企融资端宽松下新开工的小幅改善，销售端整体依旧低迷，其中一二线城市有所分化，一、二线销售面积改善优于三线，而二手房成交均价一线城市跌幅大于二、三线，“以价换量”趋势明显。在量价尚未全面企稳复苏前，房地产一级市场方面的土地成交面积依旧低迷。我们预计土地市场企稳仍需待到三季度。

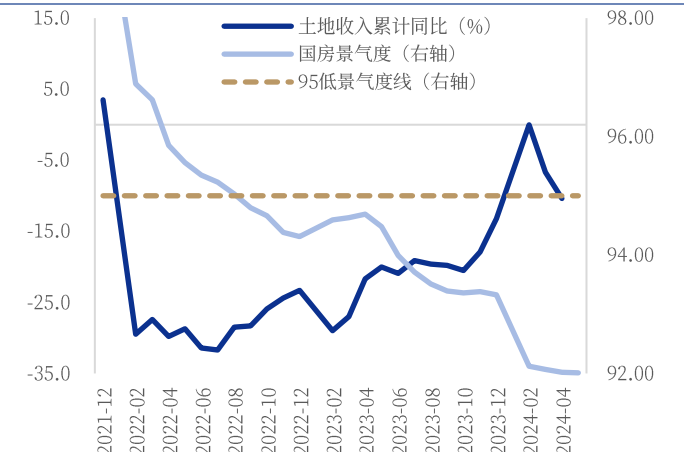
房地产开发投资增速仍在探底，景气度整体仍然偏弱。1-5月全国房地产开发投资40632亿元，同比下降10.1%(前值-9.8%)。按当月计算，5月房地产开发投资额为9704.2亿元，同比下降4.74%(前值-7.28%)，边际有所改善。房屋新开工-24.2%(前值-24.6%)，施工面积-11.6%(前值-10.8%)，竣工面积-20.1%(前值-20.4%)。5月国房景气度指数92.01，较上月小幅降低。

图16: 1-5月份房地产投资额(亿元)及当月同比增速



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图17: 国房景气度仍在95度线之下，小幅下行

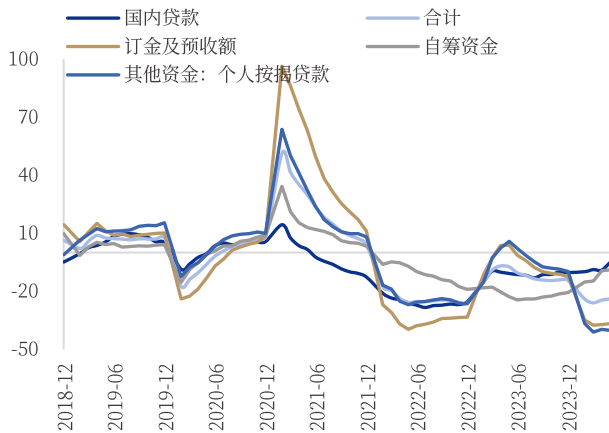


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

房地产开发资金来源端有所改善，但定金和个贷降幅仍大。1-5月房地产开发资金来源同比-23.92%(前值-24.62%)。其中来自国内贷款-5.09%(前值-9.13%)，本月大幅改善；企业自筹资金下滑趋势连续收窄，本月录得-8.92%(前值-9.47%)。但订金及预收款和个人按揭贷款降幅仍然

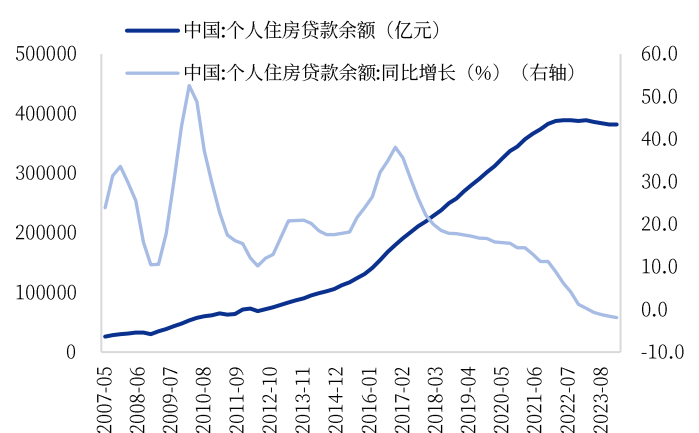
较大，分别录得-36.7%和-40.21%（前值-37.19%和-39.76%）。在五月各地房地产政策逐渐扩大和放松之下，本月融资端数据有所恢复。

图18: 房地产各项资金来源同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

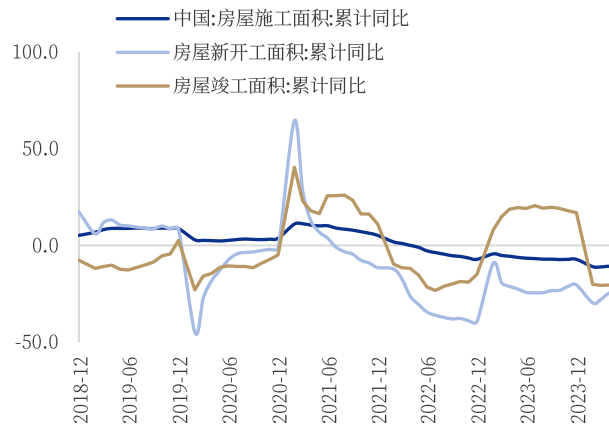
图19: 个人住房贷款余额及同比增速



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

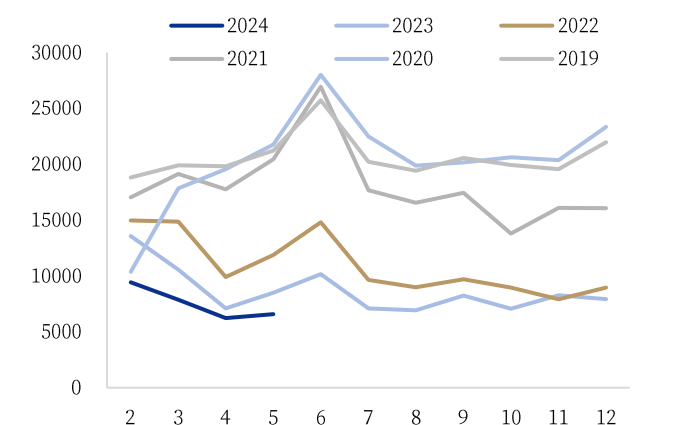
房企融资边际宽松下，新开工和竣工降幅小幅收窄。本月新开工面积 30090 万平方米，下降 24.2%。新开工增速较前值-24.6%进一步小幅收窄，一方面是政策层面对地产企业融资在 5 月进一步边际宽松，另一方面因为去年同期的降幅扩大，基数上有所修正。竣工方面从开年以来维持-20% 以上的增长，本月竣工面积 22245 万平方米，同比降低 20.1%，降幅较上月-20.4%同样小幅收窄，主要受益于保交楼政策支持和部分地区收储政策推动。施工面积本月进一步降至-11.6%（前值-10.8%）。

图20: 房屋开工、施工、竣工面积累计同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

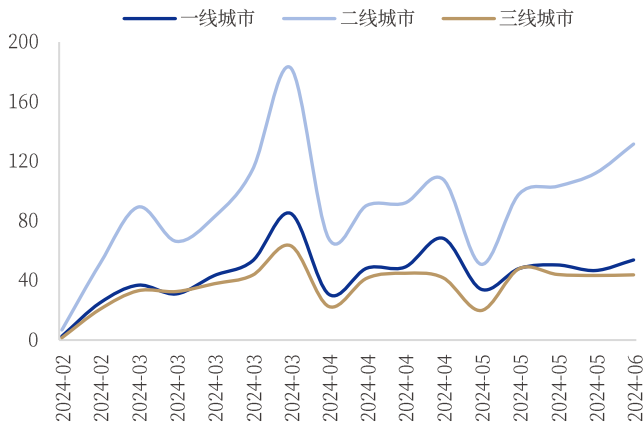
图21: 新开工面积当月值 (万平方米)，本月小幅改善



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

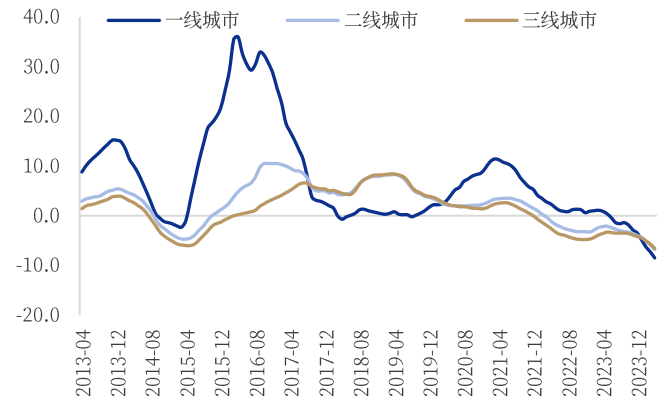
销售端“以价换量”，不同量级城市有所分化。1-5 月全国新建商品房销售面积 36642 万平方米，同比下降 20.3%（前值 20.2%）；新建商品房销售额 35665 亿元，下降 27.9%（前值-28.3%）。整体销售端依旧低迷。价格上，70 城新房价格指数下降 4.3%（前值-3.5%），二手房住宅价格指数-7.5%（前值-6.8%），新房、二手房价格整体降幅继续扩大。其中不同量级城市间有所分化，二手房价格下降继续呈现一线大于二线大于三线的格局（一线城市-9.3%，二线-7.5%，三线-7.3%），而成交面积方面一、二线好于三线，总体“以价换量”趋势显著。目前总量政策层面对各地“收储”政策总基调是“精准支持、自愿参与、以需定购、合理定价”，我们认为鉴于当前专项再贷款终端利率较高，而全国租金回报率水平依旧在 2% 附近，各地参与收储计划还有赖于地方政府的财政贴息，因此预计后续财力相对充裕的一、二线城市销售端改善将快于三、四线城市。

图22: 中国一、二、三线城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

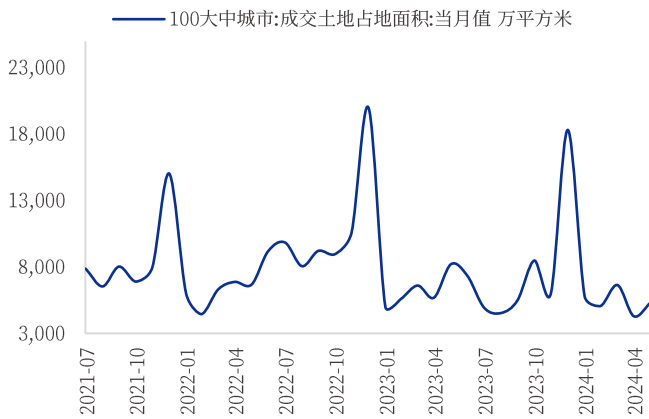
图23: 中国一、二、三线城市二手房价格指数



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

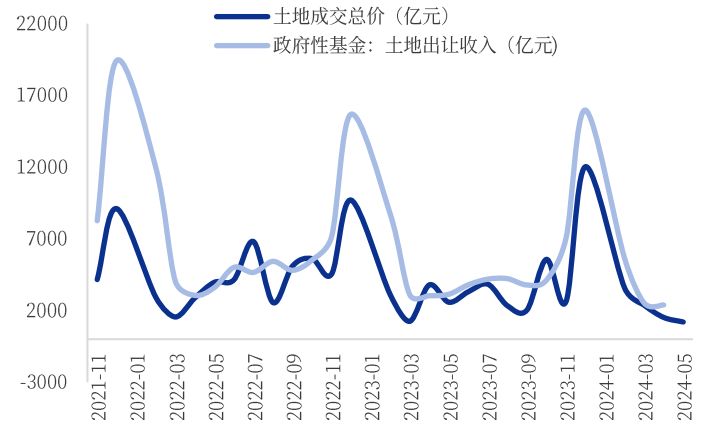
销售端未全面企稳前，房企土地成交依旧低迷。5月土地成交面积5328.79万平方米，环比有所上升但同比降低35.1%（前值-24.6%），降幅扩大。5月土地成交总价1201亿元，较上月1519亿元进一步降低。我们认为本轮房地产复苏逻辑应是需求改善先于供给，按目前观测到的“收储”政策推进速度，预计土地成交端企稳仍需待三季度，回暖或许等到四季度或明年年初。

图24: 100大中城土地成交面积



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图25: 全国土地成交总价和地方政府土地收入



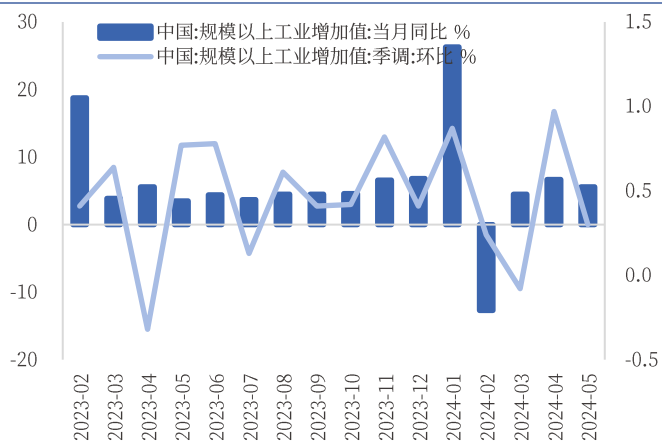
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四、工业生产：政策和外需维持生产韧性

5月份规模以上工业增加值同比实际增长5.6%（前值6.7%）。1—5月份，规模以上工业增加值同比增长6.2%。

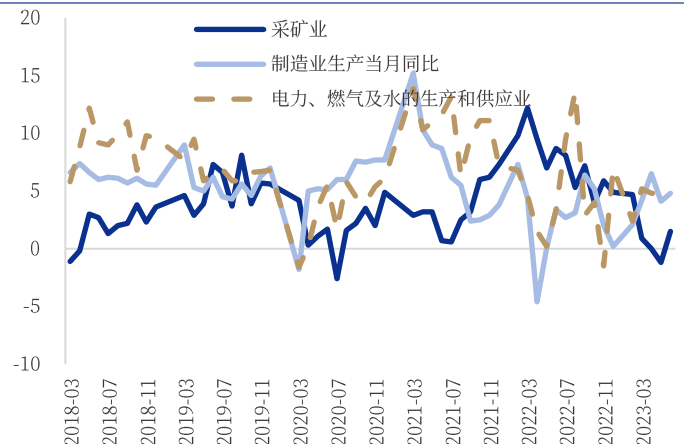
工业生产5月边际收缩，高技术和出口链托底制造业工业生产。制造业以及公用事业生产增速下降，采矿业上行。其中制造业工业增加值增速6.0%，比上月下行1.5pct；公用事业同比增长4.3%，比上月下行1.5pct。采矿业则录得3.6%，上涨1.6pct。从企业类型来看，国有企业增速边际下行明显，本月生产增速录得3.6%，比上月下降1.8pct；外资企业降幅最大，录得2.5%，增速下降3.7pct。可以看到，制造业在5月份的韧性继续由高技术和出口带动。5月份我国出口再次大幅上行，外需的强势使得我国出口前景上行。

图26: 工业增加值同比和环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 工业增加值三大行业 (%)

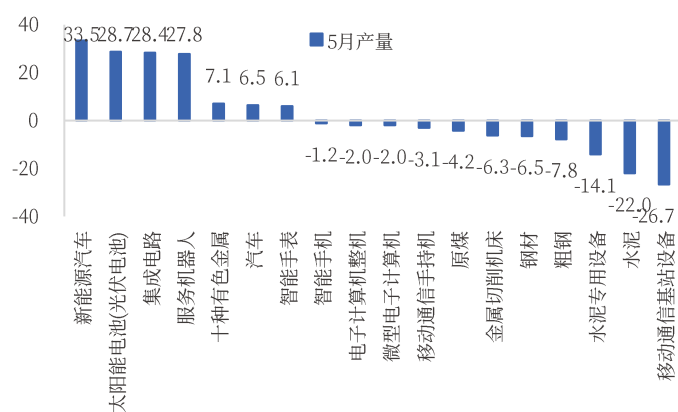


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

生产端分化特征依然显著, 高技术和出口链产品继续高速增长, 传统产业继续保持低位运行。

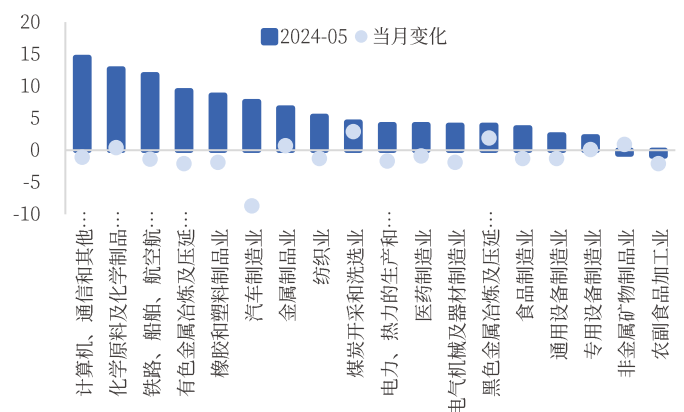
从工业各行业来看, 出口产业链相关的产品以及设备制造上行。5月我国商品出口同比增速超预期上行至7.6%, 出口交货值同比上涨4.6%, 有效拉动了出口产品的产量。计算机通讯和电子产品生产增速虽边际下行1.1pct, 但依旧保持14.5%的高速增长, 铁路运输设备和化学原料增速保持了10%以上的韧性, 本月录得12.7%和11.8%。从产品来看新能源汽车依旧保持强势, 生产当月同比33.5%; 光伏电池、集成电路和服务机器人也保持25%以上增速, 当月同比分别为28.7%、28.4%和27.8%。传统行业依旧低位运行, 5月房地产相关数据没有好转, 销售投资低迷, 新开工继续大幅下滑, 基建投资不及预期; 产品上水泥、粗钢、钢材产量继续负增长, 当月同比分别为-22%、-7.8%和-6.5%。**展望未来, 本月出口的向好带动了相关行业的生产, 在欧美补库以及海外流动性好转的预期下, 全球出口有望维持高位。现阶段价格的下行给我国出口品带来竞争力, 生产可能在年内保持在5%以上。**

图28: 产品产量增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 工业增加值分行业 (%)



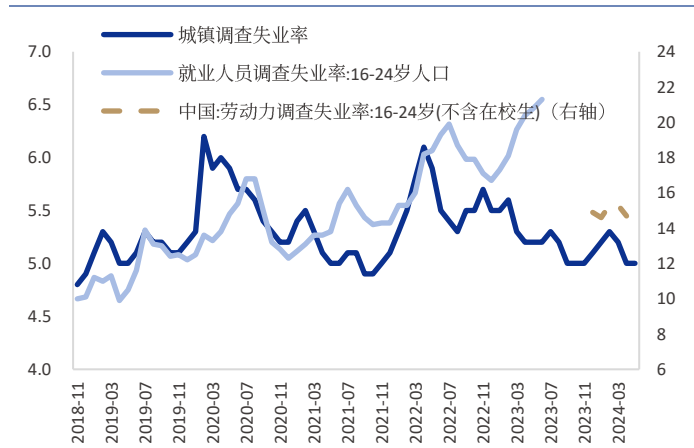
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、就业: 外来户籍失业下降

出口和制造业用工需求推动外来户籍失业率下降。5月份, 全国城镇调查失业率为5.0%, 与上月持平, 比上年同月下降0.2个百分点。分户籍来看, 本地户籍与上月持平, 为5.1%。但外来户籍

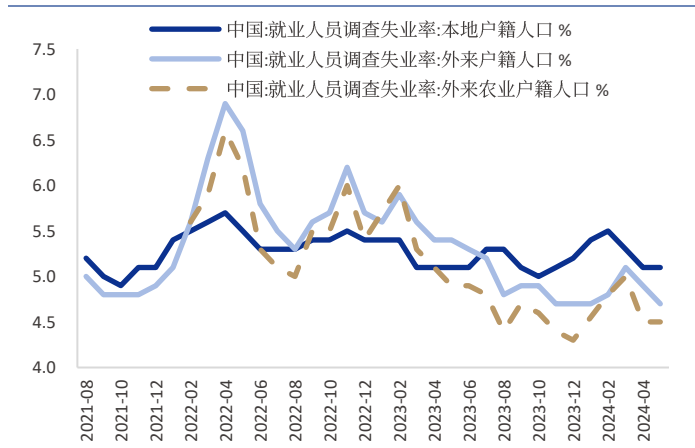
失业率环比下降 0.2pct 至 4.7%，主要原因有二，其一是 5 月出口的上行增加了外向型就业岗位；其二是制造业创造了大量用工需求，在制造业投资保持强劲的同时政策也在加大对制造业就业的支持，4 月 22 日人社部和工信部发布《先进制造业促就业行动》，扩大了制造业就业容量。展望未来，出口的进一步温和复苏会继续带动外向型就业数量，政府债和超长期特别国债的加速发行将推动基建投资向上，带动实物工作量增加，将有力支撑就业市场，预计失业率中枢保持 5.1% 左右，但需要注意 6 月毕业季的到来可能造成青年失业率抬升的情况。

图30: 城镇调查失业率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 本地户籍调查失业率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观组组长。中国人民大学硕士，CFA。武汉大学高级研究中心计量经济学会永久荣誉会长。2015 年加入国家信息中心，从事宏观经济和产业政策研究。2020 年加入浙商证券，作为团队核心成员，获得 2021 年新财富第三名，2022、2023 年新财富第二名，2023 年上证报第一名等奖项。2024 年加入中国银河证券任宏观团队负责人。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn