

经济新范式下资产端平稳波动

事件点评

5月经济数据点评

◆ 一、生产端：高端制造业持续引领工业生产

受本期出口交货增速阶段性回落影响，工业生产增速有所回调。5月工业增加值增速为5.6%，4月为6.7%；5月服务业生产指数增长4.8%，4月为3.5%；5月出口交货值增长4.6%，增速较4月下滑2.7pct但仍为2022年以来次高，连续3个月保持增长。

分门类看，高技术产业持续领先。5月采矿业、电热燃水、制造业、高技术产业分别较4月增速波动1.9pct、-2.3pct、-0.9pct、1.6pct至3.6%、4.3%、6.0%、10.0%。

分行业看，清洁能源、钢铁等增速环比显著提升；汽车、计算机等设备制造业增速分别回落8.7pct、1.1pct至7.6%、14.5%。

服务业生产指数受假日带动加快1.3pct至4.8%，但低于工业生产增速。

◆ 二、消费：以旧换新配套政策、假日经济、年中促销等因素刺激消费回暖

5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，增速较4月回升1.4pct。其中，除汽车以外的消费品零售额增长4.7%，增速较4月回升1.5pct。

具体来看，1) 乡村市场社零增速持续大于城镇，5月分别为4.1%和3.7%。2) 餐饮收入增速为5.0%，较4月回升0.6pct。3) 5月汽车零售连续3个月负增长，或受“以价换量”拖累。4) 受以旧换新政策、节假日和年中促销活动带动，部分可选消费如化妆品、通讯器材、家电、日用品、办公用品、服装保持较高增速或增速环比显著提高。5) 1-5月，服务零售额累计同比增速为7.9%，受高基数影响增速较4月有所回落但明显快于商品零售额增速(3.6%，前值2.0%)和社会消费品零售总额增速(3.7%，前值2.3%)。5) 线上消费带动作用明显。1-5月份，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为24.7%，占比年内持续提升。

◆ 三、固定资产投资：制造业、基建增速回落，高技术产业投资持续增长；地产仍处于深度调整过程中，部分指标边际小幅改善。

5月固定资产投资增速回落0.2pct至4.0%，略低于市场预期。1至5月固定资产投资总额的绝对值同比减少0.09万亿，与增速数据的差异主要由于口径调整。

制造业投资保持高增速，尤其高技术产业。5月制造业投资累计增速回落0.1pct至9.6%，其中食品、交运设备、计算机等电子设备制造业保持高增速且边际提升。高技术产业投资增速提升0.4pct至11.5%，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%。高技术制造业中，航空航天器及设备、电子及通信设备分别增长53.1%、10.4%，增速环比略有提高。

5月狭义基建投资累计增速回调0.3pct至5.7%，连续两个月回调或与化债大背景下部分地区基建投资受限有关。

5月地产投资累计增速降幅继续扩大0.3pct至-10.1pct，5月保障房新政刺激部分指标边际小幅改善。销售端，5月商品房销售面积及销售额同比增速分别变动-0.1pct、0.4pct至-20.3%、-27.9%，待售面积增速边际继续小幅回升0.1pct至15.8%，显示房地产销售及定价均存在较大压力。从实物量来看，新开工、施工、竣工两年平均增速分别变动0.4pct、-0.8pct、0.3pct至-24.2%、-11.6%、-20.1%。反映行业景气度的国房景气指数持续下行，5月为92.01%，为有历史数据以来的

分析师

杨斐然

 SAC执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.com.cn

相关报告

ESG 市场跟踪双周报
 (2024.5.27-2024.6.11)-国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》 2024.6.12

2024年5月进出口数据点评 2024.6.7

进攻防御兼具，成长风格新锐-进攻防御兼具，成长风格新锐-华商基金刘力先生投资分析报告 2024.6.7

2024年二季度地方债发行计划已披露 23171亿元 2024.6.3

2024年5月信用债市场跟踪 2024.6.2



新低。

民间固投增速底部继续回升。包括地产投资的民间固投资累计增速自今年 2 月转为小幅正增长，1 至 5 月为 0.1%，环比继续回落 0.2pct。民间固定资产投资占比小幅回升至 52.0%，去年 12 月为历史最低为 50.4%。扣除房地产开发投资，民间投资增长 6.9%，增速连续两个月下降。

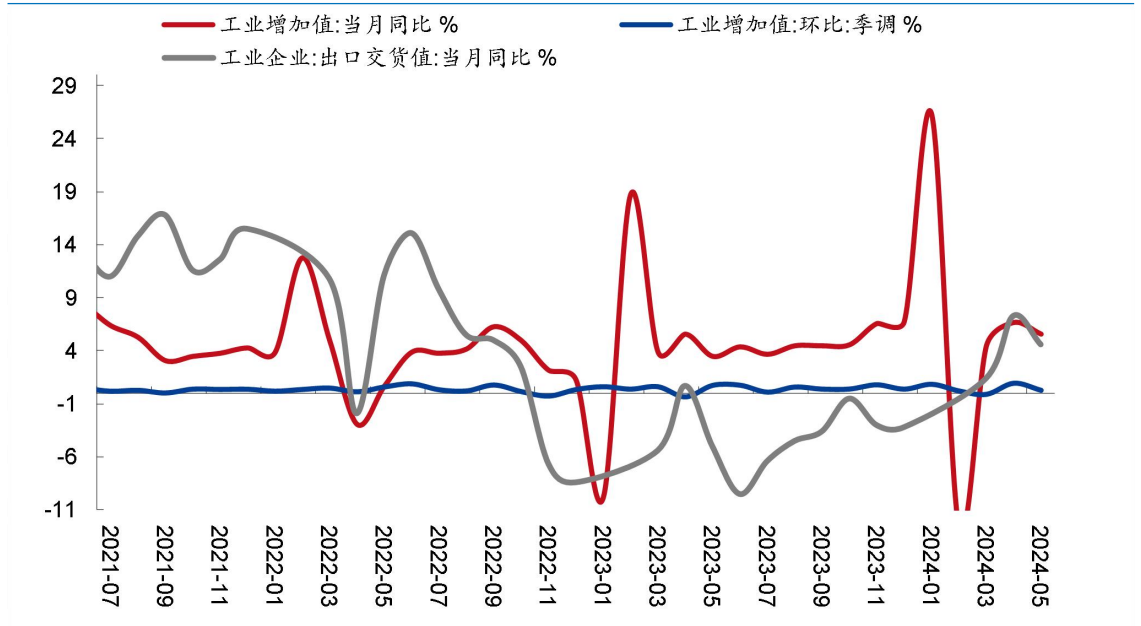
◆ 四、资产配置观点

整体而言，资产端或进入新范式，即房地产驱动模式逐渐转为产业驱动，历程较长、幅度较缓，科技与出口带动制造业在资产端的支撑作用相对于旧动能持续提升，由于传统产业调整、新动能培育，阶段性波动为正常表现，需要内需的持续修复作为支撑。5 月具体而言，高端制造业持续引领生产端，但受本期出口交货值增速阶段性回调影响工业增加值增速回落，此外，汽车制造业产需受以价换量影响拖累；内需受到节假日和促销的阶段性刺激，持续性有待观察；房地产仍处于深度调整过程中，政策刺激效果有限。

我们预计资金面进一步松弛的空间非常有限，实际产出有望继续改善，叠加实体部门负债增速转头回落，金融市场剩余流动性大概率趋于减少，各期限利率向上的概率大于向下，而在缩表周期下，股债性价比偏向权益的幅度有限，风格上价值相对占优的概率更高。

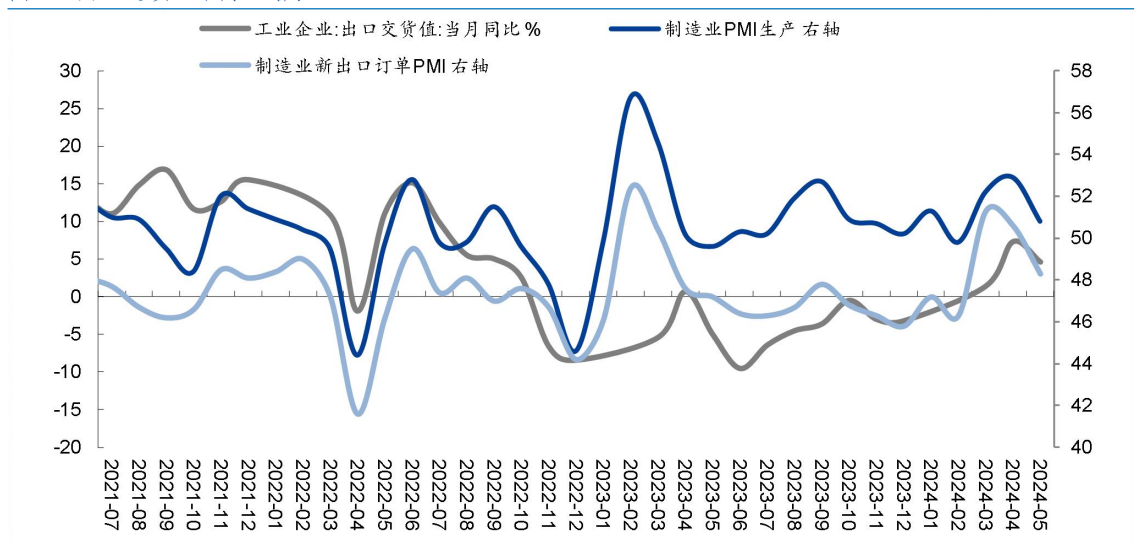
- ◆ 风险提示：经济增速波动超预期,政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

图 1：工业生产增速环比回落



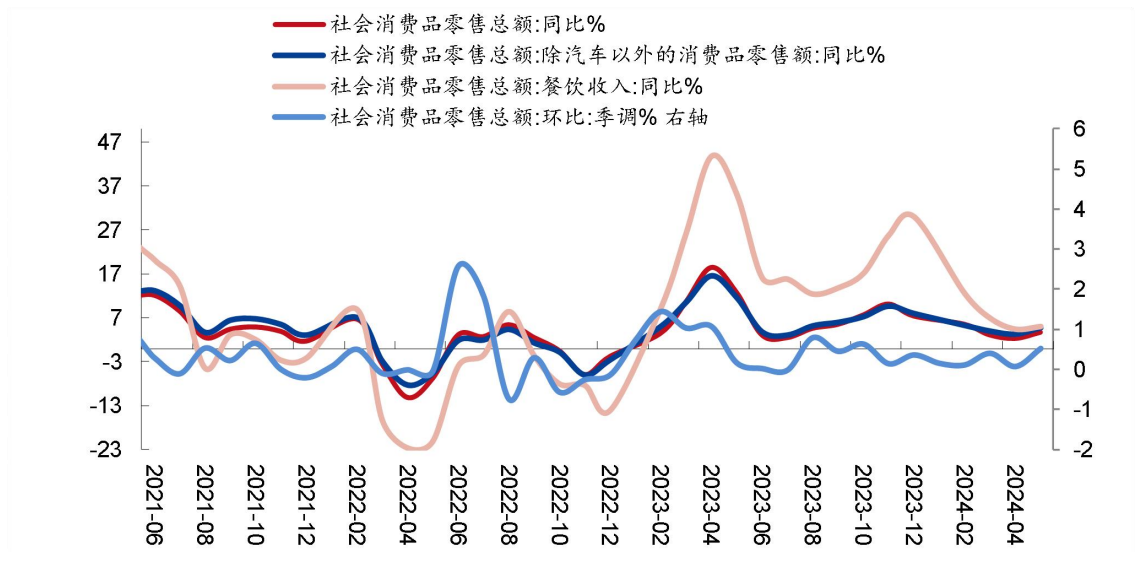
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口连续三个月正增长



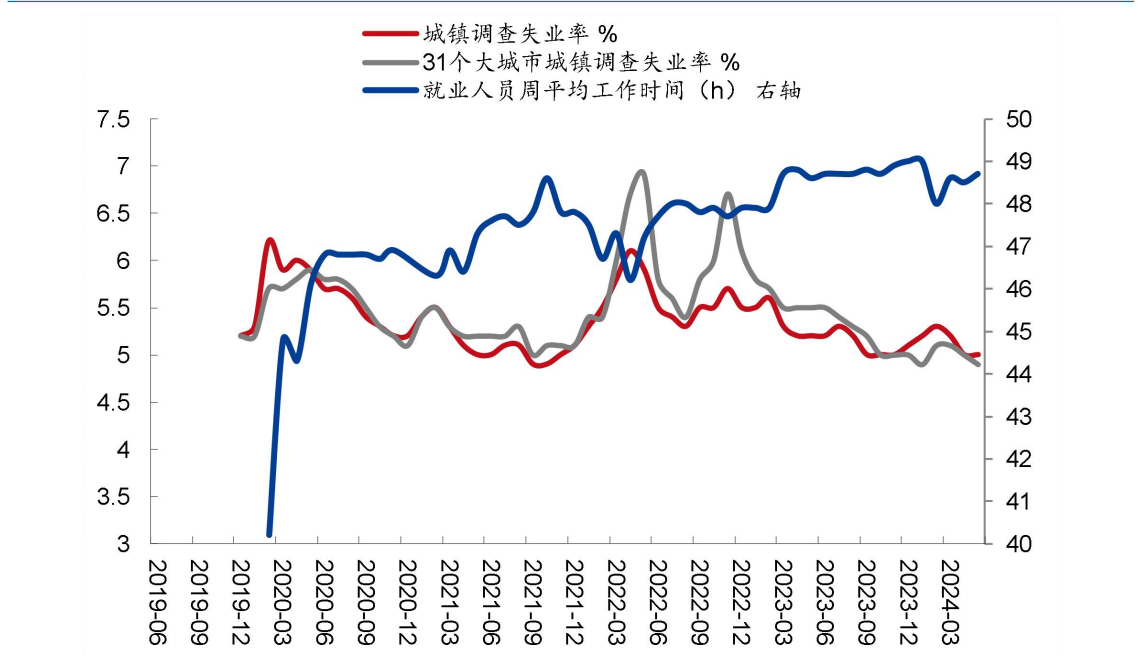
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3: 消费动能季节性修复



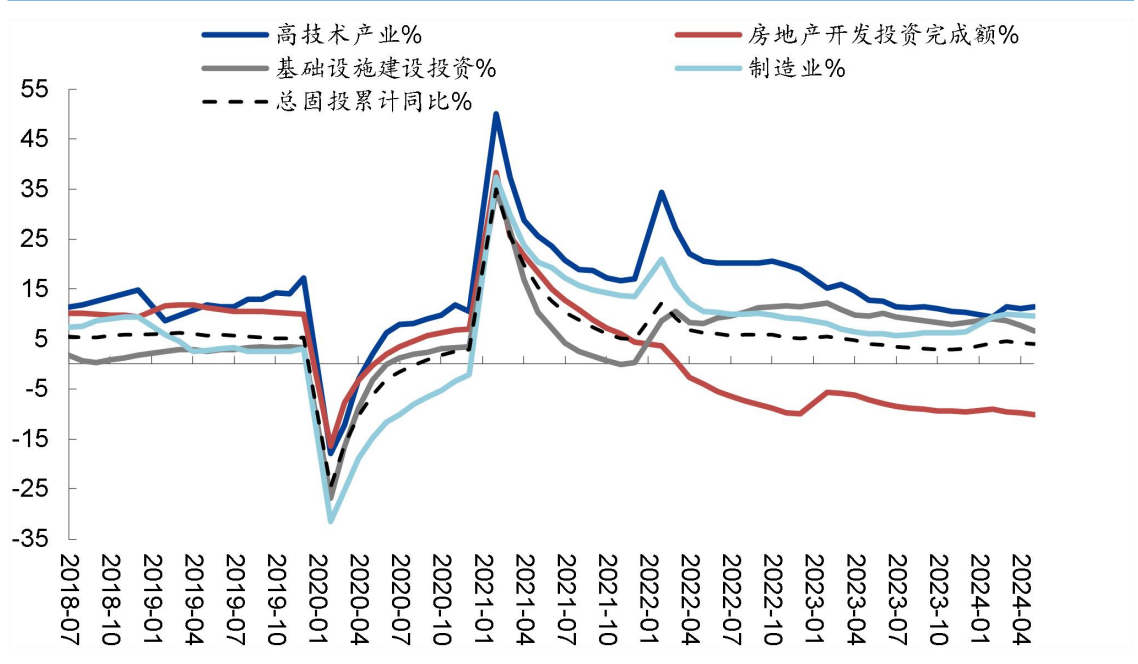
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 失业率边际回落



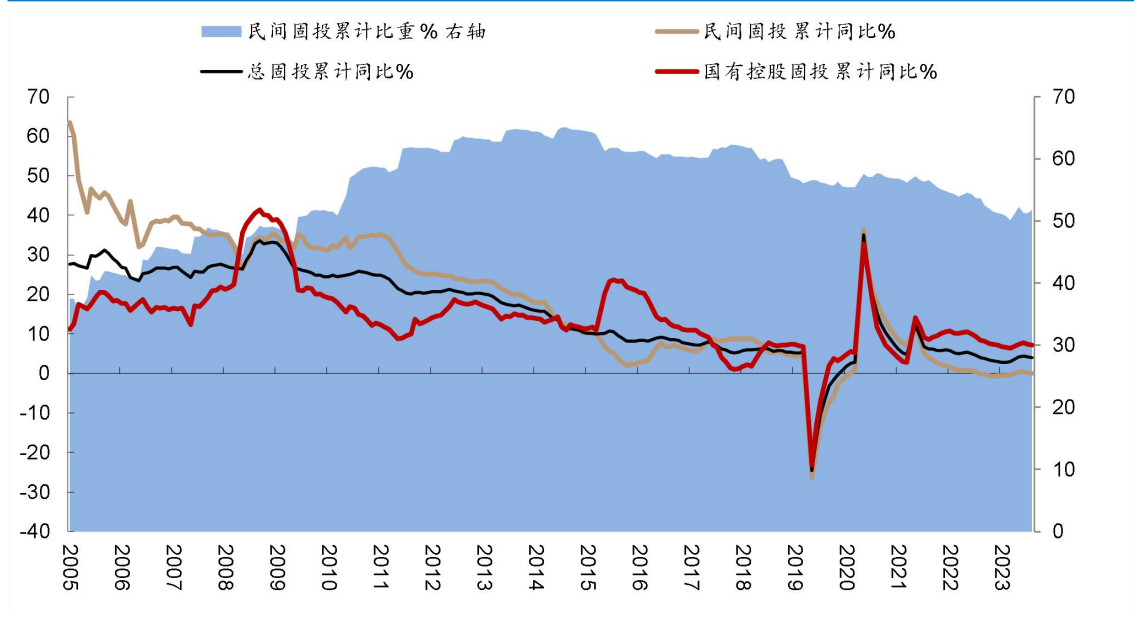
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5：各产业固定资产投资增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：民间固投增速小幅回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn