

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

投资要点

■ 国家统计局于6月17日公布2024年5月份经济数据：5月份规上工业增加值增速5.6%，1-5月固定资产投资累计同比增速为4.0%，5月份同比增速3.5%；5月社零增速3.7%；全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平。

■ **工增：上游供给回升，制造业、公用事业生产和供应回落。**5月工业增加值同比增加5.6%，比上月低1.1个百分点，多数行业实现正增长，上游行业工增增速大多相比上月回升，制造业、公用事业等大多回落。上游行业如煤炭、黑色金属、石油天然气、非金属矿物等行业工业增加值同比增速分别相比上月回升2.9pct、1.9pct、0.9pct、0.9pct；制造业行业中，汽车工增同比增速回落幅度较大(-8.7pct)，橡胶塑料、运输设备、通用设备、纺织、计算机通信分别回落1.9pct、1.4pct、1.3pct、1.3pct、1.1pct；公用事业中，电热燃水生产和供应工增回落1.7pct。

■ **消费：多数商品零售额增速回升，建筑装潢持续负增。**5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，相比4月份高1.4个百分点，商品零售、餐饮均有所修复，但距离疫情前水平仍有较大差距。分商品类别来看，受5月下旬开启的电商“618”预售影响，化妆品、服装、通讯器材、家用电器、日用品等类别零售额增速均有所回升，尤其是化妆品增速由负转正，相比4月份大幅回升21.4pct；地产相关的消费中，家具、家电、建筑装潢消费增速分别为4.8%、12.9%、-4.5%，消费品以旧换新行动可能对家具和家电的消费起到一定支撑作用，而与地产销售等更直接相关的建筑装潢维持负增。

■ **固投：地产投资单月降幅收窄，基建投资回落。**2024年5月固定资产投资同比增长3.5%，较今年4月份同比增速回落0.1个百分点。前5个月累计增速4.0%，低于市场预期。

制造业投资略有修复。2024年5月，制造业固投同比增长9.4%，相比前值回升0.1个百分点。剔除基数影响，制造业投资环比季节性回升22.9%，与2021-2023年同期均值(22.8%)基本持平。后续，一方面，企业信贷需求不足，可能反映内生投资动力不足。另一方面，5月份多数国家和地区出口环比改善，外需出现缓慢修复迹象，有望对制造业起到支撑作用。

基建投资增速回落。2024年5月，基建固投同比增长3.8%，相比4月份同比增速回落2.1个百分点，并且基建投资环比增速低于2021-2023年同期水平，可能与基建投资项目不足、地方专项债发行较慢等因素有关。建筑业PMI仍在枯荣线之上，但环比回落0.1个百分点。后续，随着超长期特别国债投向基建领域的资金开始投入使用，以及专项债加速发行，基建投资有望得到支撑。

地产投资单月降幅收窄。2024年5月，房地产开发投资同比下降4.7%，相比4月份增速(-7.3%)降幅收窄，环比增速低于2021-2023年5月份环比增速均值，但高于2023年同期水平。但商品房销售仍然偏弱，2024年前5个月商品房销售面积累计同比增速为-20.3%，相比前4个月累计同比增速回落0.1个百分点；从高频数据来看，全国30大中城市商品房成交面积仍然偏低，低于2022-2023年同期水平。5月17日，央行连续出台多项政策意在提振地产需求，但高频数据尚不能反映地产销售得到明显提振，后续，地产销售的回暖有待进一步观察，且销售端到投资端的传导也存在不确定性。

■ **就业形势总体稳定。**今年1-5月份城镇调查失业率分别为5.2%、5.3%、5.2%、5.0%和5.0%，形势较为稳定，实现2024年全国两会设定的“城镇调查失业率5.5%左右”的目标预计难度不大。

■ **利率观点：**5月份经济数据呈现服务业回升、工业回落的分化态势。工增中的制造业供给回落，消费边际走强，投资端地产降幅收窄、制造业企稳、基建投资回落。基于生产法的GDP核算原则，预计5月份GDP增速为4.9%（4月份预测值为5.0%），主要是由于工增增速环比回落，服务业生产指数回升在一定程度上予以对冲。综合经济分项指标以及此前公布的物价、金融数据来看，基本面对债市的支撑作用不变，并且由于当前实际利率仍然偏高、实体融资需求不足的挑战仍然存在，年内政策利率下调仍可期待。

■ **风险提示：**稳增长政策刺激力度超预期，货币宽松不及预期，数据更新不及时等。

内容目录

一、工增：上游供给回升，制造业、公用事业生产和供应回落	- 3 -
二、消费：多数商品零售额增速回升，建筑装潢持续负增	- 4 -
三、固投：地产投资单月降幅收窄，基建投资回落	- 6 -
四、就业：就业形势总体稳定	- 11 -
五、利率观点	- 12 -

图表目录

图表 1: 2024 年 5 月主要经济指标变化 (%)	- 3 -
图表 2: 规上工业增加值同比增速回落 (%)	- 4 -
图表 3: 工增三大类 5 月同比增速 (%)	- 4 -
图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%)	- 4 -
图表 5: 社零总体、商品零售、餐饮增速均相比上月回升 (%)	- 5 -
图表 6: 社零总体及分项仍低于疫情前水平 (%)	- 5 -
图表 7: 分商品类别零售额同比增速 (%)	- 6 -
图表 8: 5 月固定资产投资分项增速 (%)	- 6 -
图表 9: 5 月制造业投资环比季节性回升 (%)	- 7 -
图表 10: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)	- 7 -
图表 11: 欧元区、日本制造业 PMI 回升 (%)	- 8 -
图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%)	- 9 -
图表 13: 5 月基建投资环比回升，但低于 2021-2023 年均值 (%)	- 9 -
图表 14: 建筑业 PMI 环比回落 (%)	- 9 -
图表 15: 今年以来基建投资当月同比增速回落 (%)	- 9 -
图表 16: 5 月地产投资环比增速季节性回升 (%)	- 10 -
图表 17: 深圳二手房成交套数 (当周平均)	- 10 -
图表 18: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	- 11 -
图表 19: 5 月商品房销售面积降幅走阔 (%)	- 11 -
图表 20: 5 月城镇调查失业率 5.0%，与上月持平 (%)	- 12 -
图表 21: 原口径 16-24 岁人口失业率 (%)	- 12 -

国家统计局于6月17日公布2024年5月份经济数据：5月份规上工业增加值增速5.6%，1-5月固定资产投资累计同比增速为4.0%，5月份同比增速3.5%；5月社零增速3.7%；全国城镇调查失业率为5.0%，与前值持平。

图表 1: 2024 年 5 月主要经济指标变化 (%)

同比 (%)	2024-05	2024-04	2024-03	2023-05	2023-04	2023-03
GDP (当季)	-	-	5.3	-	-	4.5
规上工业增加值	5.6	6.7	4.5	3.5	5.6	3.9
固定资产投资	3.5	3.6	4.7	2.2	3.9	4.8
固投: 房地产	-4.7	-7.3	-16.8	-21.5	-16.2	-7.2
固投: 制造业	9.4	9.3	10.3	5.1	5.3	6.2
固投: 基建	3.8	5.9	8.6	8.8	7.9	9.9
社会消费品零售总额	3.7	2.3	3.1	12.7	18.4	10.6
社零: 商品零售	3.6	2.0	2.7	10.5	15.9	9.1
社零: 餐饮	5.0	4.4	6.9	35.1	43.8	26.3
出口总额 (美元计价)	7.6	1.5	-7.5	-7.6	7.1	10.8
进口总额 (美元计价)	1.8	8.4	-1.9	-5.3	-8.8	-2.0

来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 工增、固投总体及分项、社零总体及分项、进出口同比增速均为当月同比增速。

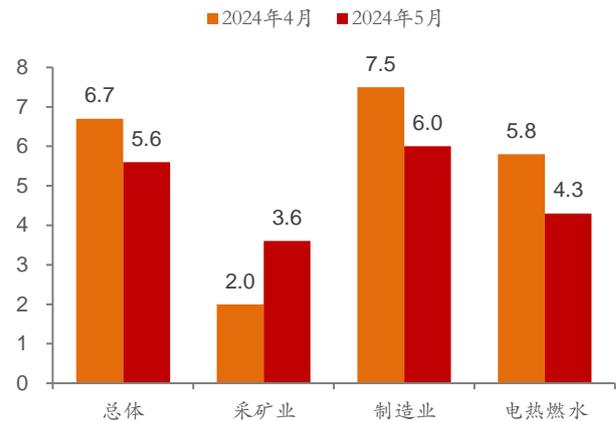
一、工增：上游供给回升，制造业、公用事业生产和供应回落

5月工业增加值同比增加5.6%，比上月低1.1个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长3.6%，制造业增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%，采矿业同比增速相比于前值有所回升，制造业和电热燃水供应业有所回落。

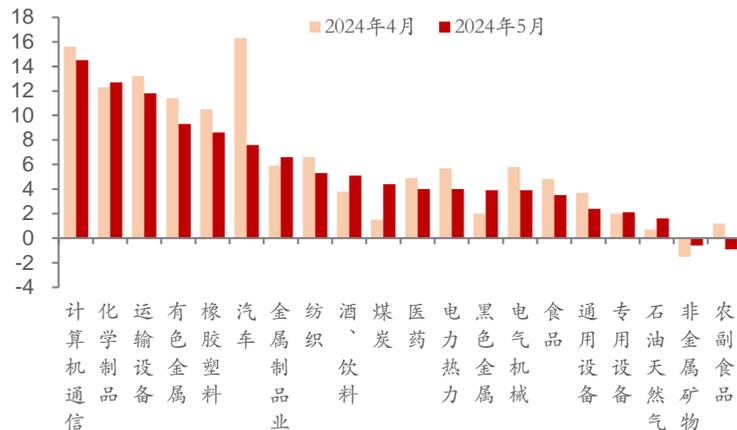
多数行业实现正增长，上游行业工增增速大多相比上月回升，制造业、公用事业等大多回落。上游行业如煤炭、黑色金属、石油天然气、非金属矿物等行业工业增加值同比增速分别相比上月回升2.9pct、1.9pct、0.9pct、0.9pct；制造业行业中，汽车工增同比增速回落幅度较大(-8.7pct)，橡胶塑料、运输设备、通用设备、纺织、计算机通信分别回落1.9pct、1.4pct、1.3pct、1.3pct、1.1pct；公用事业中，电热燃水生产和供应工增回落1.7pct。

图表 2: 规模以上工业增加值同比增速回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 工增三大类 5 月同比增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

二、消费: 多数商品零售额增速回升, 建筑装潢持续负增

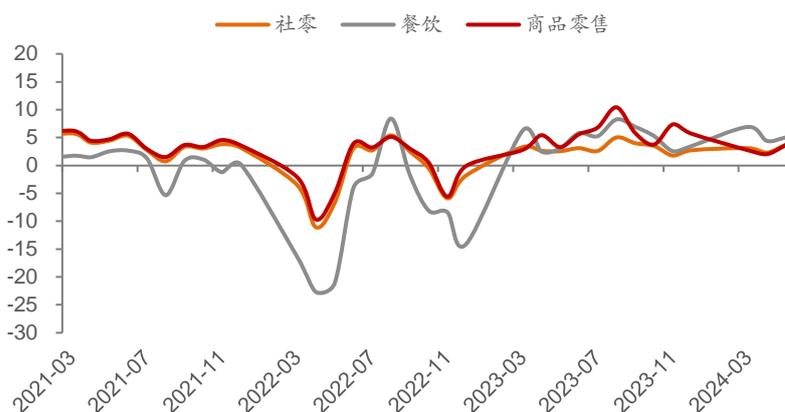
5 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，相比 4 月份高 1.4 个百分点。商品零售和餐饮收入同比增速均相比上月回升，商品零售走势与社零总体基本一致，当月增速为 3.6%（4 月份为 2.0%）；餐饮收入当月增速为 5.0%（4 月份为 4.4%）。

商品零售、餐饮均有所修复，但距离疫情前水平仍有较大差距。2020 年、2022 年社零受疫情影响较大，低基数可能会对同比增速造成影响。为剔除基数效应影响，2021、2023 年考虑两年复合同比增速，则当前社零总体、商品零售和餐饮均已经高于 2023 年 5 月份的两年复合增速，但大幅低于疫情前水平（2019 年 5 月）。

分商品类别来看，1) 体育娱乐、化妆品、通讯器材、家用电器、粮油食品增速排名靠前，分别为 20.2%、18.7%、16.6%、12.9%、9.3%，

且同比增速均较4月份有所上升；2)受5月下旬开启的电商“618”预售影响，化妆品、服装、通讯器材、家用电器、日用品等类别零售额增速均有所回升。尤其是化妆品增速由负转正，相比4月份大幅回升21.4pct；3)地产相关的消费中，家具、家电、建筑装潢消费增速分别为4.8%、12.9%、-4.5%，消费品以旧换新行动提出开展家电产品以旧换新以及推动家装消费品换新，对家具和家电的消费增速起到一定支撑作用，而与地产销售等更直接相关的建筑装潢维持负增，地产相关消费的明显回升可能还需等待地产销售及交付的拐点。

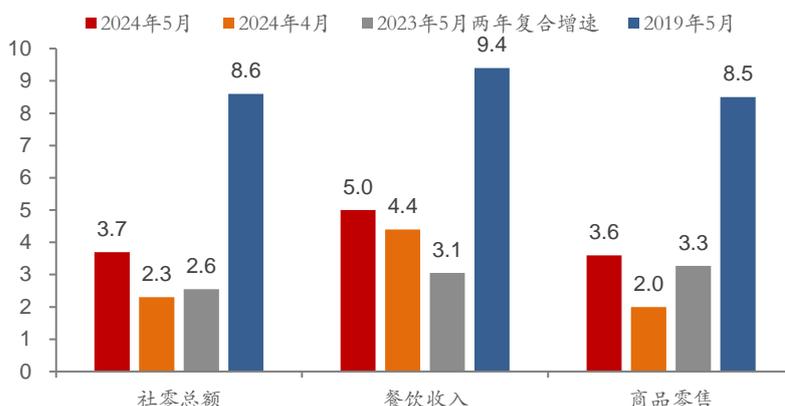
图表 5: 社零总体、商品零售、餐饮增速均相比上月回升 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021年、2023年增速为两年复合增速。

图表 6: 社零总体及分项仍低于疫情前水平 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: 分商品类别零售额同比增速 (%)

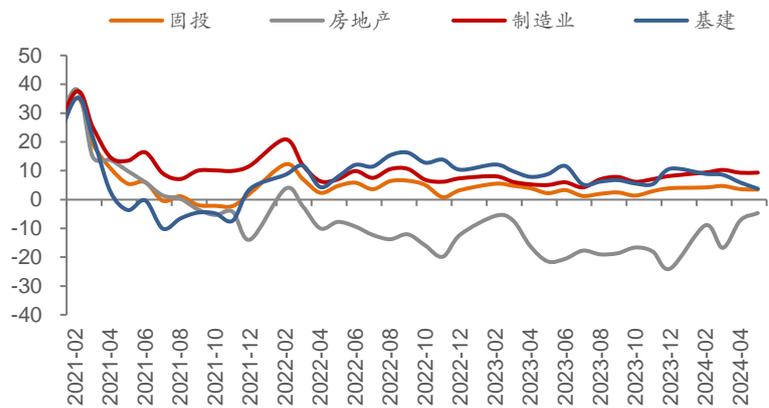


来源: WIND, 中泰证券研究所

三、固投: 地产投资单月降幅收窄, 基建投资回落

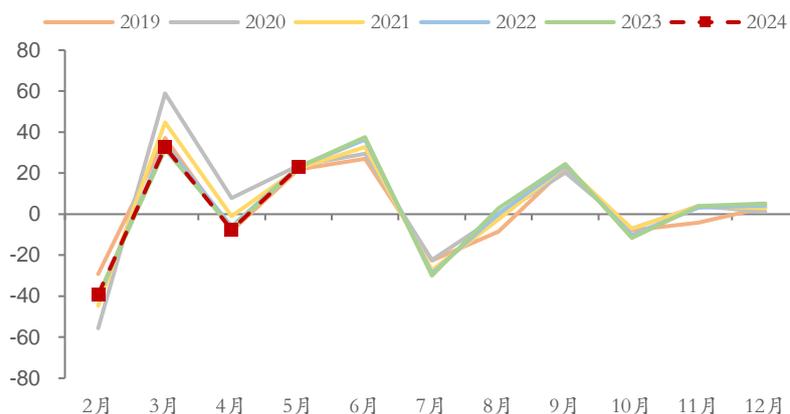
2024年5月固定资产投资同比增长3.5%，较今年4月份同比增速回落0.1个百分点。前5个月累计增速4.0%，低于市场预期。从三大投资分项来看，5月地产、制造业、基建投资同比增速分别为-4.7%、9.4%、3.8%，分别相比前值上行2.6个百分点、上行0.1个百分点、下行2.1个百分点。

图表 8: 5月固定资产投资分项增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

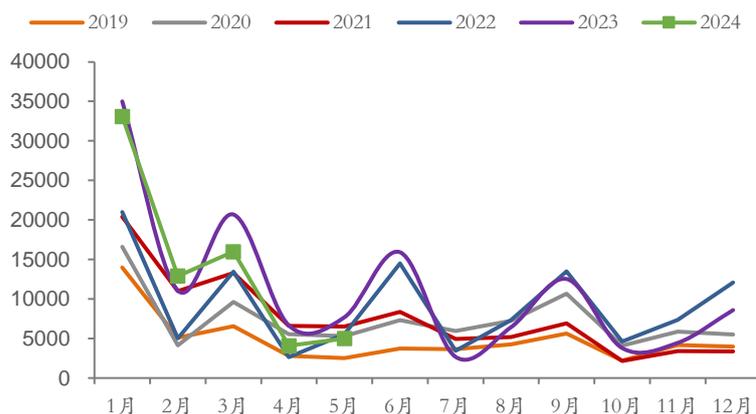
制造业投资略有修复。2024年5月，制造业固投同比增长9.4%，相比前值回升0.1个百分点。剔除基数影响，制造业投资环比季节性回升22.9%，与2021-2023年同期均值（22.8%）基本持平。

图表 9: 5 月制造业投资环比季节性回升 (%)


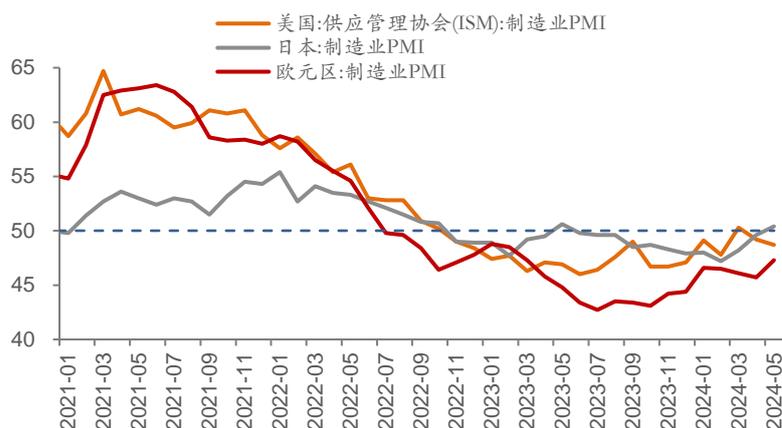
来源: WIND, 中泰证券研究所

之后,制造业投资面临以下不利和有利因素:第一,企业信贷需求不足,可能反映内生投资动力不足。从金融数据来看,5月份信贷走弱,企业中长贷新增5000亿元,同比少增2698亿元,M1降幅走阔,反映企业经营活力不足。

第二,外需出现缓慢修复迹象,有望对制造业起到一定的支撑作用。从我国的主要出口贸易伙伴来看,5月份多数国家和地区出口环比改善,东盟、中国香港、中国台湾和巴西对出口起支撑作用,美国、欧盟、日本等国家仍有拖累。5月份美国、日本、欧元4月份制造业PMI分别为48.7、50.4、47.3,日本和欧元区PMI中枢均有回升迹象,且日本已回升至枯荣线以上,出口修复有望对制造业投资起到一定的支撑作用。

图表 10: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 欧元区、日本制造业 PMI 回升 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

基建投资增速回落。2024 年 5 月, 基建固投同比增长 3.8%, 相比 4 月份同比增速回落 2.1 个百分点, 可能与基建投资项目不足、地方专项债发行较慢等因素有关。**分大类行业来看,** 交通运输、仓储和邮政业投资累计同比增速 7.1%, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速 23.7%, 水利、环境和公共设施管理业投资增速 -1.5%, 增速均有所回落。

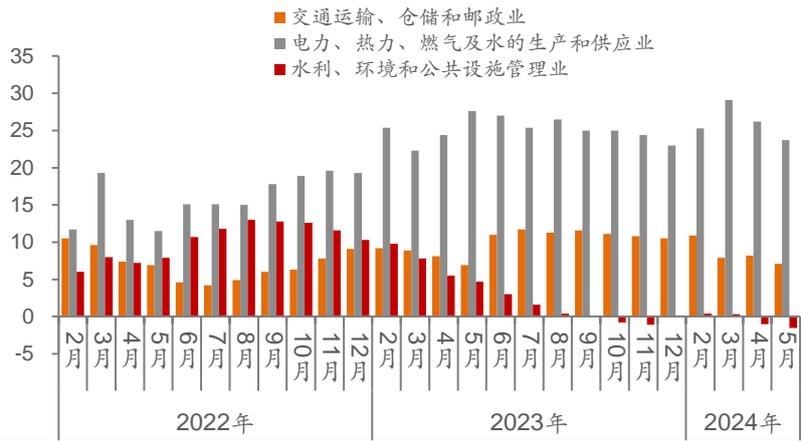
水利、环境和公共设施管理业自 2022 年 8 月份以来持续回落, 2023 年 9 月份以来降至负增长区间。增发 1 万亿元国债围绕灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力, 财政部明确了防洪、排水工程等八大投向¹。该投向对水利、环境和公共设施管理业投资增速有一定的提振作用, 12 月份该项投资增速由负转正, 2024 年 1-2 月份回升至 0.4%, 3 月略降至 0.3%, 4 月份再度转负, 5 月份降幅走阔至 -1.5%。

基建投资增速环比回升, 符合季节性, 但低于往年均值水平。剔除基数影响, 2021 年以来, 5 月份基建投资环比增速通常回升, 2024 年 5 月份基建投资环比增速 (8.8%) 回升符合季节性规律, 但低于 2021-2023 年同期水平 (平均 10.0%)。

建筑业 PMI 仍在枯荣线之上, 但环比回落 0.1 个百分点。后续, 随着超长期特别国债投向基建领域的资金开始投入使用, 以及专项债加速发行, 基建投资有望得到支撑。

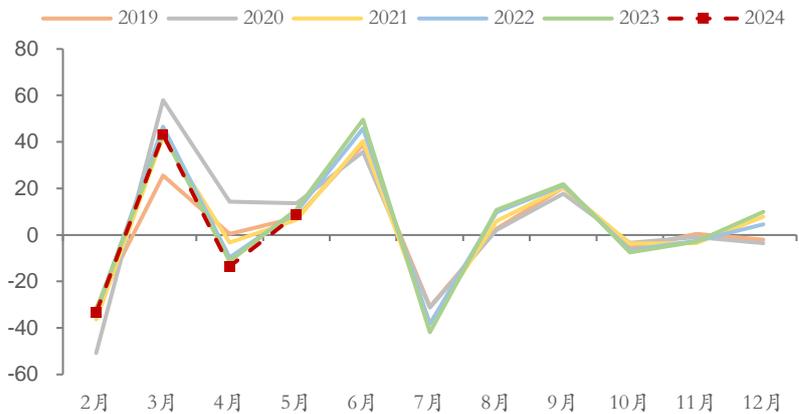
¹ 资料来源: https://www.gov.cn/govweb/zhengce/202310/content_6912075.htm

图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%)



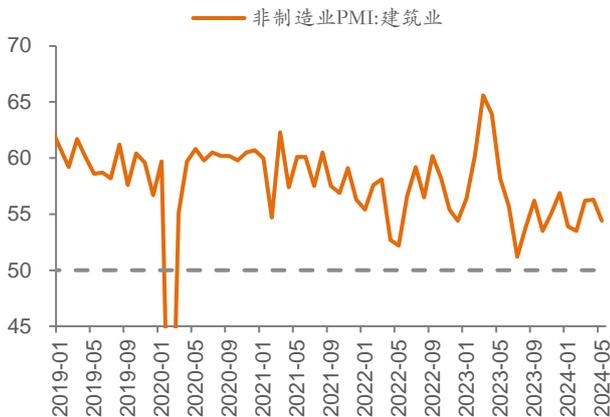
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 5月基建投资环比回升, 但低于2021-2023年均值 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 建筑业 PMI 环比回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 15: 今年以来基建投资当月同比增速回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

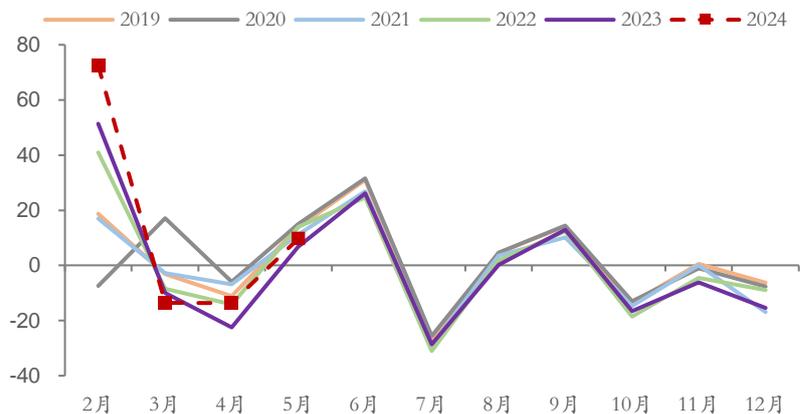
地产投资单月降幅收窄。2024年5月, 房地产开发投资同比下降4.7%, 相比4月份增速(-7.3%)降幅收窄。剔除基数效应, 考虑环比增速, 可以看出地产投资环比增速(9.7%)逆季节性回升, 低于2021-2023

年5月份环比增速均值(10.2%),但高于2023年同期环比增速(6.8%)。

但商品房销售仍然偏弱。2024年前5个月商品房销售面积累计同比增速为-20.3%，相比前4个月累计同比增速回落0.1个百分点；**从高频数据来看**，深圳楼市在2月份政策边际放松后二手房成交套数有所回升²，单周平均成交面积中枢有所上行，高于2022-2023年同期，但全国30大中城市商品房成交面积仍然偏低，低于2022-2023年同期水平。

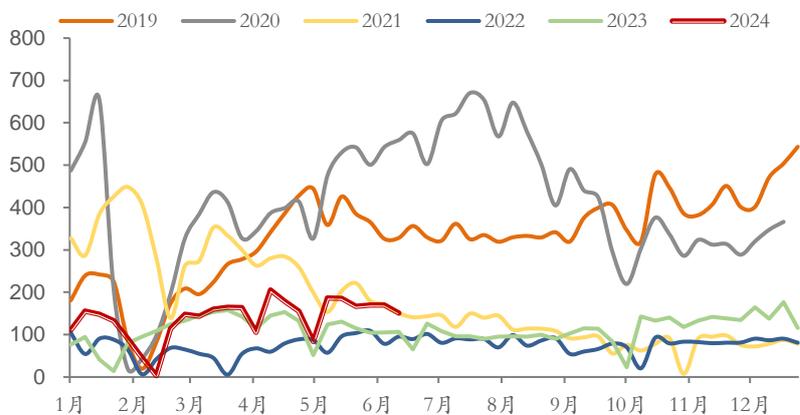
5月17日，央行连续出台多项政策意在提振地产需求。5月17日，央行出台多项地产支持政策，一是设立3000亿元保障性住房再贷款；二是降低全国层面个人住房贷款最低首付比例；三是取消全国层面个人住房贷款利率政策下限；四是下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。**但从高频数据来看，地产销售尚未得到明显提振，后续，地产销售的回暖有待观察，且销售端到投资端的传导存在不确定性。**

图表 16: 5月地产投资环比增速季节性回升(%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

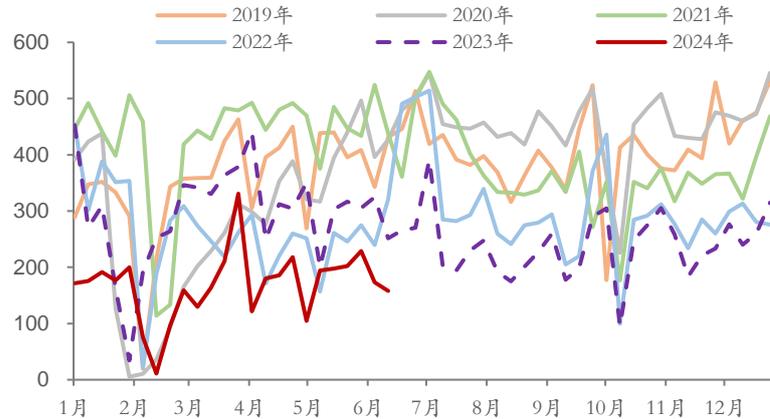
图表 17: 深圳二手房成交套数(当周平均)



来源: WIND, 中泰证券研究所

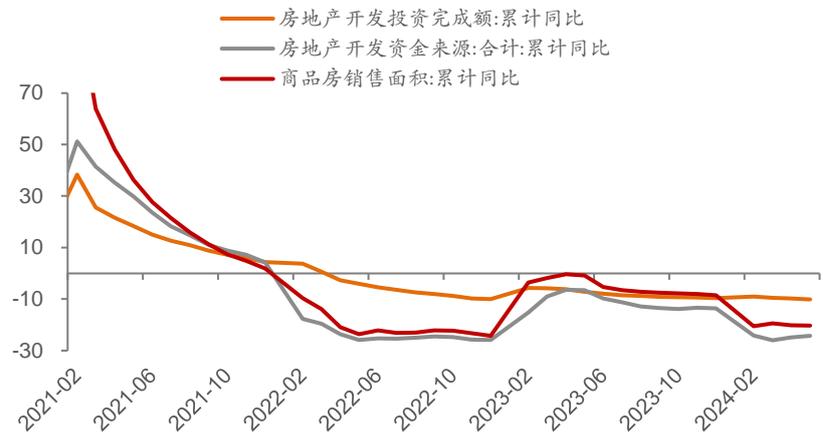
² 2月7日，深圳市住建局发布《关于优化住房限购政策的通知》指出，深圳户籍居民家庭（含部分家庭成员为深圳户籍居民的家庭）限购2套住房，深圳户籍成年单身人士（含离异）限购1套住房；取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求²。

图表 18: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



来源: WIND, 中泰证券研究所

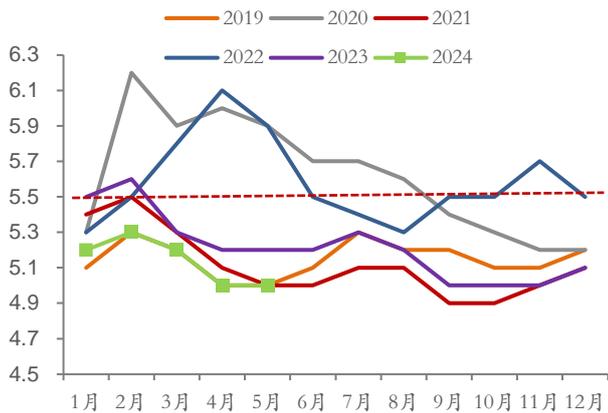
图表 19: 5 月商品房销售面积降幅走阔 (%)



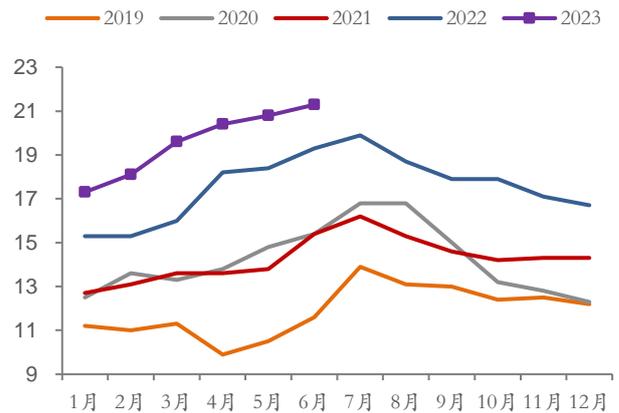
来源: WIND, 中泰证券研究所

四、就业：就业形势总体稳定

总体失业率 5.0%，与上月持平。今年 1-5 月份城镇调查失业率分别为 5.2%、5.3%、5.2%、5.0%和 5.0%，就业形势较为稳定。2024 年全国两会设定的就业目标与去年一致，“城镇新增就业 1200 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右。”按照季节性规律以及当前走势，该目标实现的难度不大。

图表 20: 5 月城镇调查失业率 5.0%, 与上月持平(%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 21: 原口径 16-24 岁人口失业率 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

五、利率观点

5 月份经济数据呈现服务业回升、工业回落的分化态势。工增中的制造业供给回落，消费边际走强但距离疫情前水平仍有较大差距，投资端地产降幅收窄、制造业企稳、基建投资回落。基于生产法的 GDP 核算原则，预计 5 月份 GDP 增速为 4.9%（4 月份预测值为 5.0%），主要是由于工增增速环比回落，服务业生产指数回升在一定程度上予以对冲。综合投资、消费等分项指标以及此前公布的物价、金融数据来看，基本面对于债市的支撑作用不变，并且由于当前实际利率仍然偏高、实体融资需求不足的挑战仍然存在，年内政策利率下调仍可期待。

风险提示：稳增长政策刺激力度超预期，货币宽松不及预期，数据更新不及时等。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。