



2024年6月18日

供给拉动型复苏有哪些新变化？ ——5月经济数据点评

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 maolei013138@gtjas.com

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

报告导读：

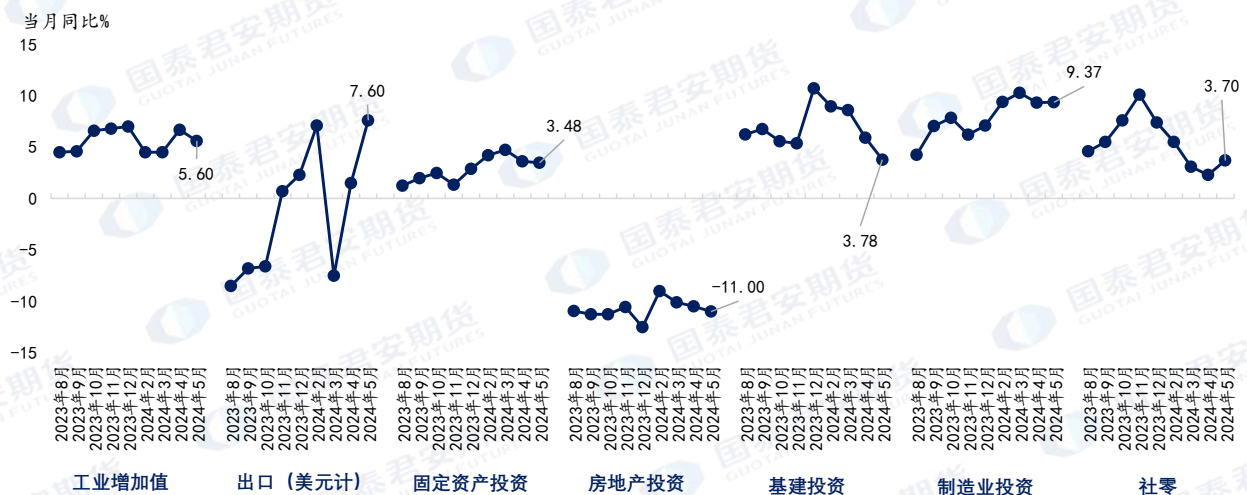
■ 摘要：

6月17日，国家统计局公布了中国5月生产、投资、消费数据。结合先前已经发布的PMI、物价、外贸和货币信贷数据来看，**当前国内宏观经济延续供给型增长驱动格局，工业增加值、制造业投资增速继续好于整体。**需求端来看，内需方面，社零增速虽有改善但维持低位，消费品以旧换新政策推动下部分可选消费表现亮眼。政策频出下地产修复依旧偏平，统计局口径房价跌幅继续扩大，并持续拖累信用扩张。外需方面，出口表现超预期，对冲国内需求弱势的作用依旧存在。此外，PPI同比跌幅的收窄也由外围价格走高带动。趋势来看，5月数据多数低于预期，市场对类似去年经济高开低走的忧虑继续抬头，二季度经济动能或弱于一季度。资产价格来看，近期工业品价格与股指表现均偏弱。边际来看，虽然当前依旧维持供给强于需求的特征，但从月初的PMI以及此次数据分析，消费的弱势也已开始影响到生产端的表现。后期需关注假日错位影响消退下生产强势的持续性。从政策面来看，当下国内**宏观趋势转弱背后，部分也与国内政策力度不及预期有关。**如财政发债偏慢，地产政策力度仍需提升。基建单月增速已创2022年以来低点。后期继续关注年中开始政策面是否会开启二次稳增长进程。

(正文)

6月17日，国家统计局公布了中国5月生产、投资与消费数据。整体来看，数据平稳，但均低于万得一致预期，与近期宏观预期退潮拖累下，部分工业品、股指走势偏弱相印证。二季度经济表现或弱于一季度。结合已发布的PMI、物价及金融数据综合分析，结构来看，**当前国内宏观经济延续供给指标(如5月当月工业增加值+5.6%、制造业投资+9.4%)好于需求型指标(如社会消费品零售总额+3.7%、房地产投资-11%)；外需(出口+7.6%)好于内需(3.7%)**。需求偏弱对于价格的压制，信贷的拖累依旧明显。边际变化上，①偏弱的需求已开始影响到生产端，如PMI生产、工业增加值、汽车制造等数据均出现读数微幅回落态势，后期继续关注假日错位影响消退之下生产的变化。②从广义基建单月增速创2021年12月以来低点可以看出，今年地方债发行进度偏慢，财政等政策力度事实上低于预期等因素是宏观略有回落的因素之一。③此次数据部分的亮点来自于政策大力推动的设备更新改造、消费品以旧换新涉及的相关领域，如设备工器具购置投资增长明显(累计同比17.5%)；同时诸如家电(月同比12.9%)、通讯器材等部分可选消费的修复也较为显著。④地产数据链条依旧最为弱势，而统计局口径房价数据同环比跌幅进一步扩大；房企资金来源中，销售拖累进一步加深。后期为更好提振购房及消费信心，促进地产销售的改善，对地产去库存及房企资金面而言仍是最重要抓手。

图1：近几个月主要宏观指标走势及5月数据一览：供给端指标更强，外需强于内需



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

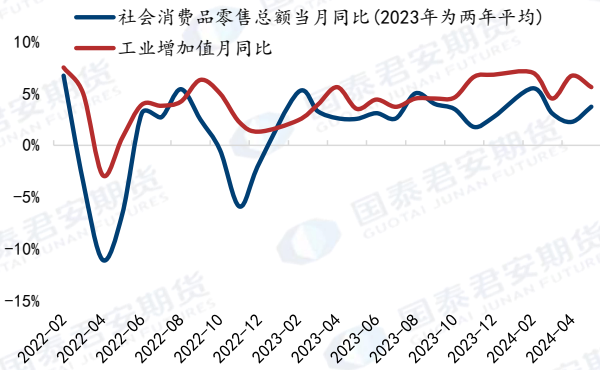
图2：主要经济指标读数一览

	1-5月	当月同比								
	累计同比	5月	4月	3月	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月
工业增加值	6.2	5.6	6.7	4.5	4.5	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5
固定资产投资	4.0	3.5	3.6	4.7	4.2	2.9	1.3	2.5	2.0	1.2
制造业投资	9.6	9.4	9.3	10.3	9.4	7.1	6.2	7.9	7.1	4.3
基建投资	6.7	3.8	5.9	8.6	9.0	10.7	5.4	5.6	6.8	6.2
房地产投资	-10.1	-11.0	-10.5	-10.1	-9.0	-12.5	-10.6	-11.3	-11.3	-11.0
社零	4.1	3.7	2.3	3.1	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6
出口	2.7	7.6	1.5	-7.5	7.1	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5

资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

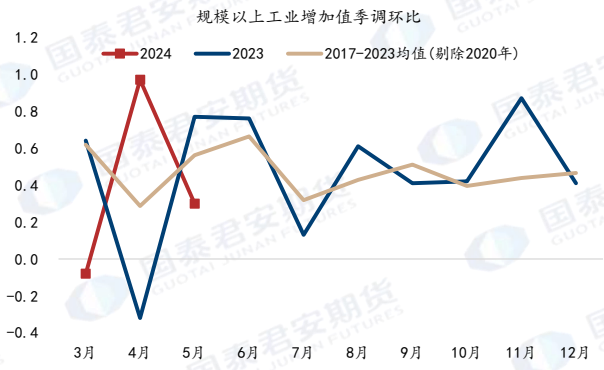
生产方面，1-5月工业增加值增长6.2%，高于消费的增长4.1%，直观显示供大于求格局延续。工业增加值增速已超过2019-2019年的6%的平均增速。不过从环比来看，受4月工作日天数比5月多两天影响，5月环比增速有所回落。

图3：生产增速持续高于消费



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

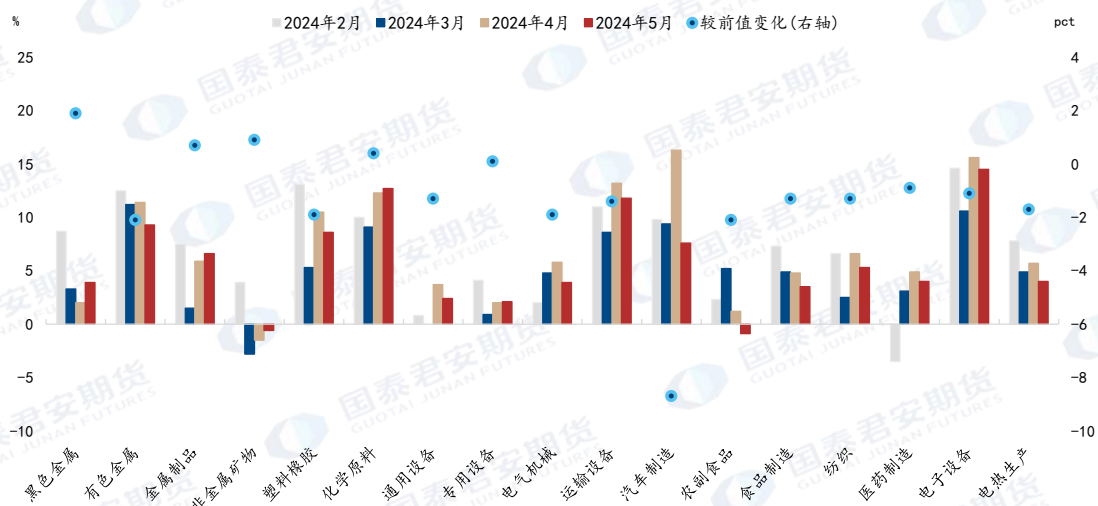
图4：规模以上工业增加值季调环比0.3%



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

工业增加值分行业来看，偏上游行业同比增速均有所回升，仅有色金属、塑料橡胶增速略有回落（部分也与其前几月增速偏高有关）。或反映5月以来大宗商品价格走升刺激相关行业供应的扩张。中游和下游行业方面，工业增加值增速均有回落。其中汽车制造业回落幅度最大，从4月的16.3%回落至7.6%，下降8.7pct，其他包括电气机械、运输设备、通用设备增速均有回落。下游行业中，食品、纺织增速也出现下降。整体上，结合5月PMI生产指标环比回落2.1pct，与季节性增0.5pct出现明显差异来看，5月生产走低并不意外，或与供给持续扩张后需求跟进不足，最终传导至企业拉低生产有关。

图5：生产中，上游除有色外生产回升，中下游生产普遍回落，汽车跌幅最大



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

投资端来看，其中市场最为关注的地产链条延续弱势，唯受到政策支持的地产销售环节出现一定改善。其中，房地产投资方面，当月增速-11%(前值-10.5%)，跌幅小幅扩大。地产销售方面，商品房销售面积当月增速-20.7%(前值-22.8%)；商品房销售额当月增速-26.4%(前值30.4%)，跌幅均有所改善；显

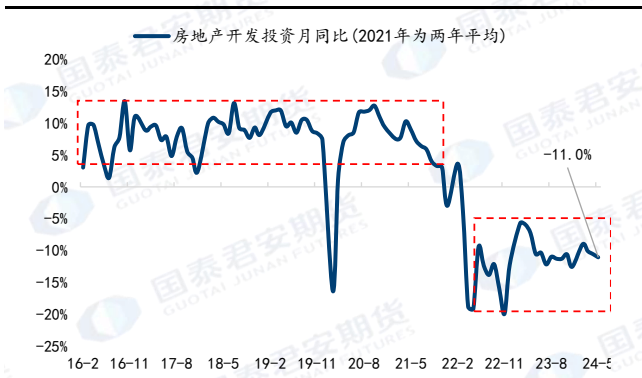
示地产一系列去库存，稳需求带动下，销售有所改善，但修复斜率依然偏平缓。

图 6：地产增速依旧偏弱

	1-5月 累计同比	当月同比(按照今年新口径调整基数计算)									
		5月	4月	3月	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月	
房地产投资	-10.1	-11.00	-10.50	-10.10	-9.00	-12.53	-10.56	-11.27	-11.26	-10.95	
新开工面积	-24.2	-22.70	-14.0	-25.4	-29.7	-20.4	-21.2	-23.2	-23.4	-24.4	
施工面积	-11.6	-84.10	19.4	-16.5	-11	-7.2	-7.2	-7.3	-7.1	-7.1	
竣工面积	-20.1	-18.40	-19.1	-22.1	-20.2	17	17.9	19	19.8	19.2	
商品房销售面积	-20.3	-20.70	-22.8	-18.3	-20.5	-8.5	-8	-7.8	-7.5	-7.1	
商品房销售额	-27.9	-26.40	-30.4	-25.9	-29.3	-6.5	-5.2	-4.9	-4.6	-3.2	

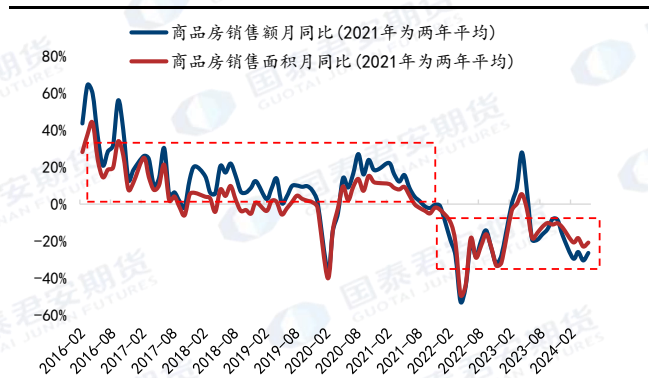
资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 7：地产投资增速维持偏低



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 8：地产销售增速略有改善

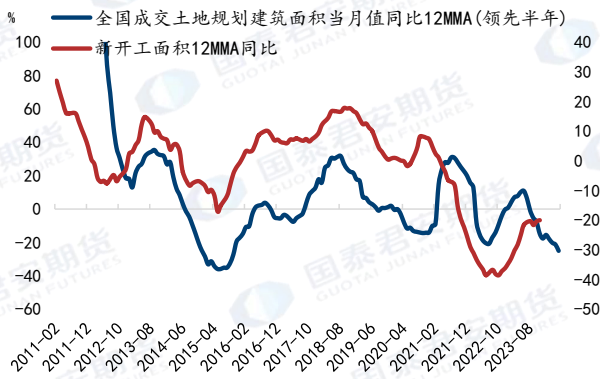


资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

地产实物工作量数据中，新开工面积当月增速-22.7%(前值-25.4%)，施工面积当月增速-84.1%(前值-16.5%)，累计-11.6%。值得注意的是施工面积当月同比大幅负增长，可能的原因除了本身地产链条弱勢外，统计因素也可能存在。近来统计局持续优化数据统计口径，施工数据可能按照累计形式进行调整，故按照累计数据倒推而成的月度数据就出现异常，而从累计同比来看，数据表现平稳。竣工面积当月增速-18.4%(前值-21.7%)，累计增速-20.1%。

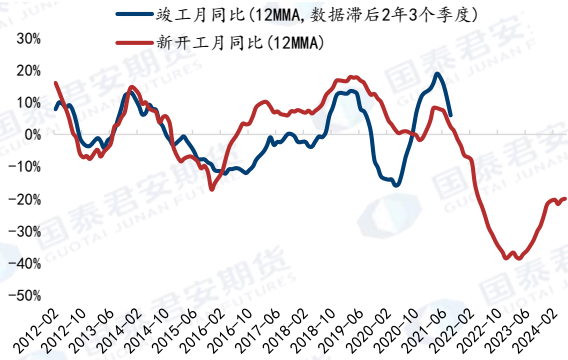
从我们持续跟踪的土地购置领先新开工面积与新开工对竣工的领先图来看，未来新开工、竣工或仍有回落空间。预计全年地产投资增速在-12.5%左右，新开工面积-25.9%左右。

图 9：新开工或仍有回落压力



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

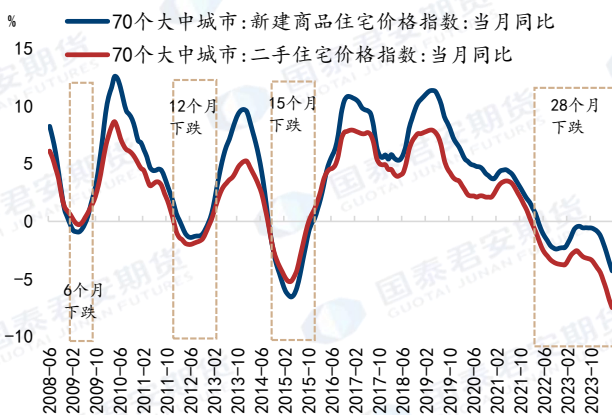
图 10：竣工未来或仍将走弱



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

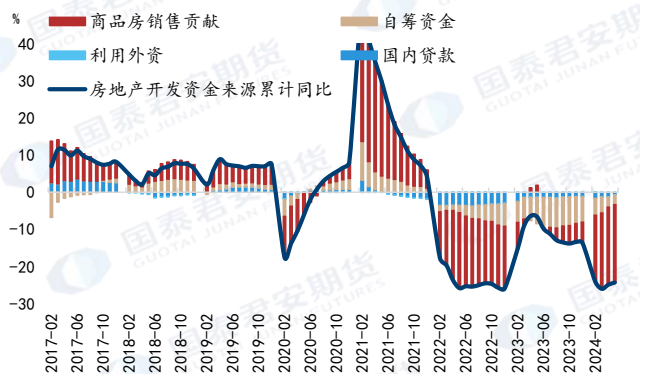
从房价数据看，并未明显改善，对购房及消费信心修复均不利。5月，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比（新房环比-0.71%，前值-0.58%；二手环比-1%，前值-0.94%），同比降幅均略有扩大（新房同比-4.3%，前值-3.5%；二手同比-7.5%，前值-6.8%）。同时，房企资金来源中，住房销售依然是拖累最明显的部分。而贷款在一系列金融扶持政策下，边际上出现修复。这也意味着后期提振地产销售的改善，对地产去库存及房企资金面仍是最重要环节。6月7日，国常会再度聚焦地产，会议提出房地产业关系经济运行和金融稳定大局。一方面要着力推动已出台政策措施落地见效，另一方面要继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。在地产数据依旧偏弱的大环境下，后期或不排除再次出台新的地产托底举措。

图 11：5月房价跌幅甚至在扩大



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 12：国内贷款对房企资金来源贡献改善



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

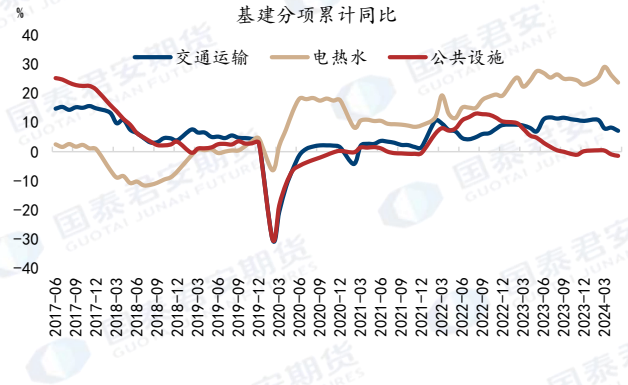
基建方面，5月同比增长3.8%，已回落至2022年以来最低，各分项均有不同程度回落。今年地方债发行偏慢，5月期超长债均匀发行，资金实际落地使用存在间隔，加上5月南方雨水偏多，共同导致基建增速持续回落。后期关注专项债发行提速及超长期国债对基建的推动作用。

图 13: 基建月同比回落至 2022 年以来最低



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

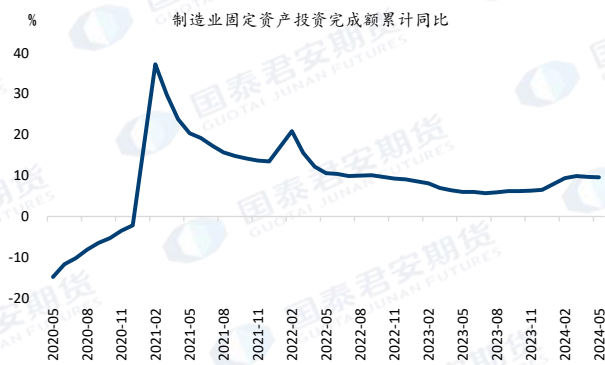
图 14: 各分项均有不同程度回落



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

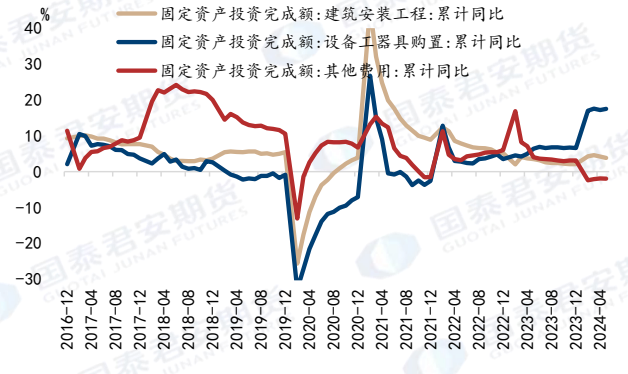
制造业投资方面, 延续高增, 5 月单月增长 9.4%, 高于前月的 9.3%。其中政策着力推动实施的设备更新对投资的拉动作用明显。1-5 月设备工器具购置投资累计同比达 17.5%, 远高于建安投资 3.8%和其他费用-2%的增速。

图 15: 制造业固定资产投资维持偏高增速



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

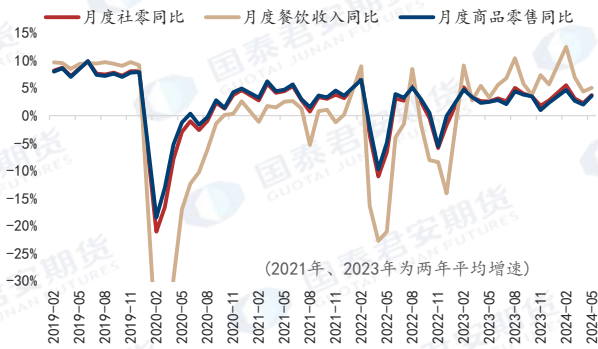
图 16: 设备工器具购置投资累计同比达 17.5%



资料来源: Wind、同花顺 iFinD, 国泰君安期货研究

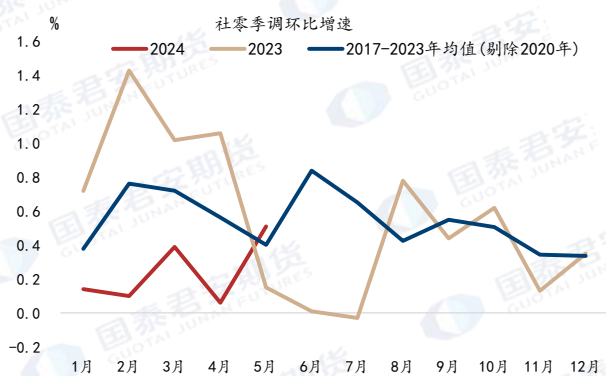
消费方面, 5 月, 社会消费品零售总额 3.7%, 餐饮收入 5%, 商品零售 3.6%, 限额以上企业餐饮收入 2.5%, 社会消费品零售总额季调环比增 0.51%, 有所回升。

图 17：消费数据有所改善



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

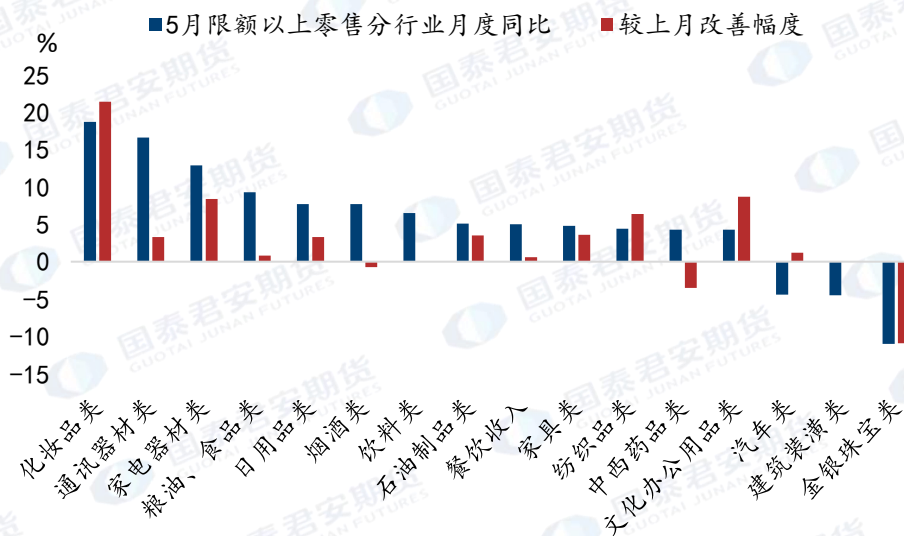
图 18：社零环比有所回升



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

结构来看，消费亮点在于部分可选消费的修复。从限额以上零售增速来看，必需消费品增速平稳，化妆品、家电、通讯器材等可选消费改善，或与消费品以旧换新政策推动有关；但金银珠宝回落明显，汽车消费连续 3 个月负增。汽车消费的转弱也导致工业生产中汽车制造增速增速跌幅最为明显(图 5)，需求对强供给带来的压制作用有所显现。

图 19：社零分行业对比来看，可选消费表现突出



资料来源：Wind、同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。