

2024年06月18日

地产现实预期双弱或打开政策加码空间

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

● 生产端：工业生产下滑，服务业小幅回暖

工业生产小幅下滑。一方面源于工作日数减少，另一方面产销压力或对工业生产形成一定制约。分行业来看，装备制造和高技术制造业增势良好，拖累项主要在于汽车制造。服务业生产回暖。信息软件技术、租赁商务服务等现代服务业贡献增量。

● 固投：地产和基建共振向下，设备更新提振制造业

1、地产：现实预期双弱或打开政策加码窗口。投资降幅扩大，新开工、竣工、销售增速均处于底部，低水平企稳。517新政落地已满1个月，效果更多见于二手房，新房和二手房的结构分化进一步加大。一则保交楼问题制约居民对期房信心，二则地方政府维稳新房价格、新房较慢回归合理水平，三则二手房以价换量削弱新房投资属性。领先指标的十城商品住宅库销比加速上行，指向二手房价仍有调整压力。地产现实预期双弱格局可能进一步演绎，反而有望为政策加码提供合适的介入窗口。

2、制造业：设备更新延续高增。1-5月制造业累计同比9.6%，其中设备工器具购置累计同比17.5%。央行指出首批科技创新和技术改造再贷款正加速落地，第二批积极开展，设备更新高增态势料将延续。分行业来看，农副食品加工、医药制造、食品制造、计算机通信电子、有色冶炼等边际改善。

3、基建：12省化债影响暂未缓解。5月基建当月同比约为3.4%，连续2个月明显下行。1-6月12省专项债发行累计同比-70%、低于非12省的-35%，仍需适度松绑高风险省份的融资约束。后续基建能否企稳回升，需跟踪超长期特别国债形成实物工作量情况以及潜在的财政力度再加码。

● 消费：可选消费出现改善

1-5月社零、服零累计同比为4.1%、7.9%，分别较前值变动了0.0、-0.5个百分点。从结构来看可选消费出现一定改善，化妆品、家用电器、体育娱乐用品、服装鞋帽的零售增速分别改善了21.4、8.4、7.5、6.4个百分点，家电或受益于消费品以旧换新补贴。

● 地产现实预期双弱或打开政策加码空间

5月经济数据不乏制造业、可选消费等亮点，但需注意的是地产和基建出现了共振下行。当前经济加快从地产老动能转向新质生产力，摆脱对地产的依赖，但需防范其过度调整。预期具有自我实现性，当前弱地产可能不仅仅是地产本身，也隐含了全社会需求和居民未来预期的转弱。包括金融数据体现的资金活性下降、居民提前偿还债务，美国和日本地产出清的经验告诉我们，“等待式”杠杆出清是低效的，适当配合收入政策有利于居民资产负债表修复和扭转预期。往后看，需求政策以及收入政策加码的必要性趋于上升。

● 风险提示：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《大宗商品价格向下调整—宏观周报》-2024.6.16

《地产需求端政策延续放松—宏观周报》-2024.6.16

《近期金融数据异动的长短期因素—宏观经济点评》-2024.6.15

目 录

1、 生产端：工业生产下滑，服务业小幅回暖.....	3
2、 固投：地产和基建共振向下，设备更新提振制造业.....	4
2.1、 弱地产或打开政策加码窗口	4
2.2、 制造业：设备更新延续高增	5
2.3、 基建：12省化债影响暂未缓解	5
3、 消费：可选消费出现改善	6
4、 弱地产或打开政策加码空间	7
5、 风险提示	7

图表目录

图 1： 工业生产小幅回落	3
图 2： 服务业生产回暖	3
图 3： 5月需求端多项指标下行	3
图 4： 地产销售、开工底部企稳	4
图 5： 房企自筹资金改善	4
图 6： 十城商品住宅库销比继续走扩	4
图 7： 2024年5月，62城库销比上行至23.4个月	4
图 8： 设备更新增速仍高	5
图 9： 农副食品加工、医药制造、食品制造、计算机通信电子、有色冶炼等投资增速改善	5
图 10： 基建当月同比延续下滑	5
图 11： 铁路运输、水利投资增速边际改善	5
图 12： 6月专项债小幅放缓	6
图 13： 12省化债对基建仍有影响	6
图 14： 商品零售见底回升	6
图 15： 化妆品、家电、体育娱乐用品、服装鞋帽的零售增速改善	6
图 16： 日本居民收入增速放缓，债务未能有效出清	7
图 17： 中国居民收入增速略高于债务增速	7

2024年5月工业增加值同比5.6%（预期6.0%），社零同比3.7%（预期4.5%），服务零售额累计同比7.9%，固定资产投资累计同比4.0%（预期4.2%）。其中，制造业、基建、房地产投资分别为9.6%、6.7%、-10.1%，对应预期为9.4%、7.7%、-10.1%。

1、生产端：工业生产下滑，服务业小幅回暖

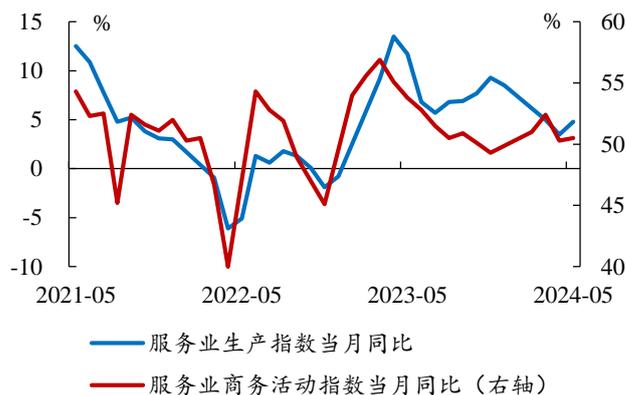
工业生产小幅回落。5月工业增加值同比为5.6%、低于预期的6.0%，工业增加值环比下降0.7个百分点至0.3%，一方面源于工作日数减少，另一方面产销压力或对工业生产形成一定制约，1-5月产销率为95.9%、仍处历史同期低位。分行业来看，装备制造业和高技术制造业增势良好，拖累项或在于汽车制造，其增加值同比下行8.7个百分点至7.6%。

服务业生产回暖，现代服务业贡献增量。5月服务业生产指数同比增速为4.8%，较前值加快了1.3个百分点。分行业来看，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业分别增长12.9%、8.8%、5.6%，较上月加快2.1、2.7、1.3个百分点。

图1：工业生产小幅回落



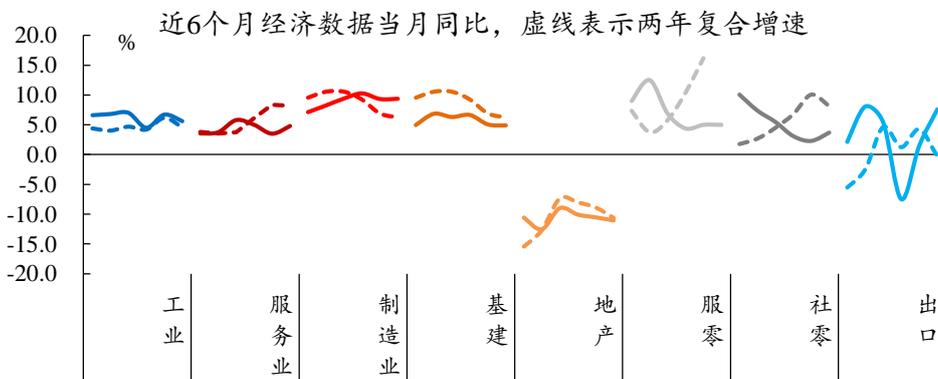
图2：服务业生产回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：5月需求端多项指标下行



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：服务零售以餐饮作为替代

2、固投：地产和基建共振向下，设备更新提振制造业

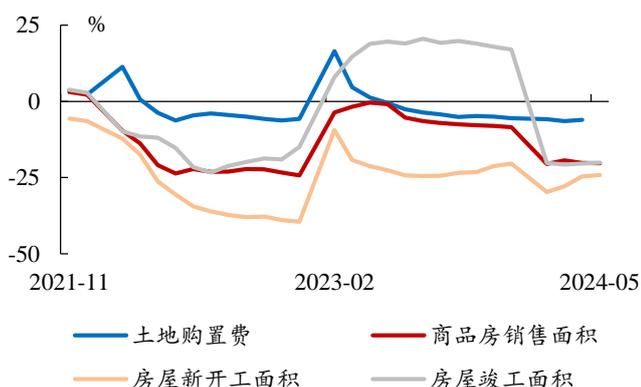
2.1、弱地产或打开政策加码窗口

1-5月地产投资累计同比下滑了0.3个百分点至-10.2%，测算5月当月同比-11.0%。新开工、竣工、销售增速均处于底部，低水平企稳。

517新政落地已满1个月，效果更多见于二手房，新房和二手房的结构分化进一步加大。结构分化的原因，一则保交楼问题制约居民对期房信心，二则地方政府维稳新房价格、新房较慢回归合理水平，三则二手房以价换量削弱新房投资属性。三要素共同阻碍了新政对新房市场的刺激效果，二手房改善无法为房企注入流动性，收储可以注入流动性但面临回报率无法覆盖资金利率等问题。

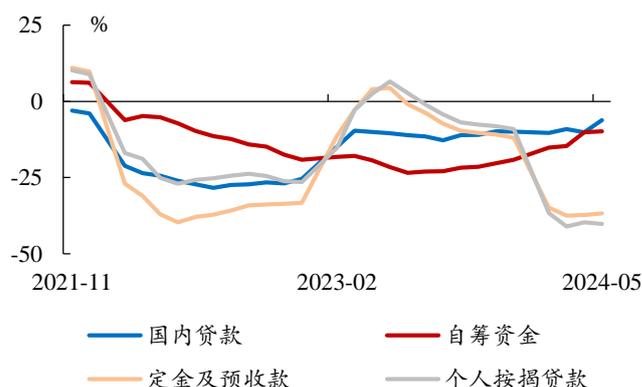
当前地产政策的传导存在诸多堵点，领先指标的十城商品住宅库销比继续走扩，指向二手房价仍有下行压力，地产现实预期双弱格局可能进一步演绎，反而有望为政策加码提供合适的介入窗口。

图4：地产销售、开工底部企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图5：房企自筹资金改善



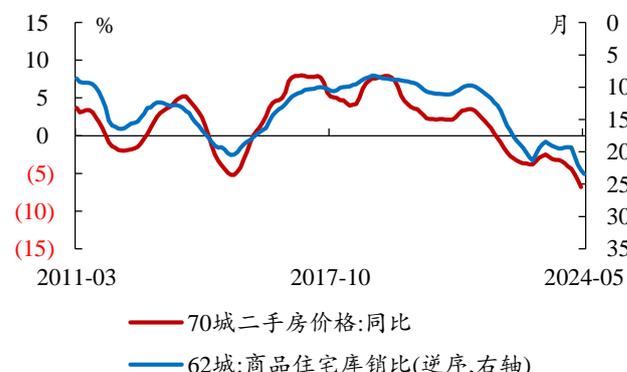
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图6：十城商品住宅库销比继续走扩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年5月，62城库销比上行至23.4个月

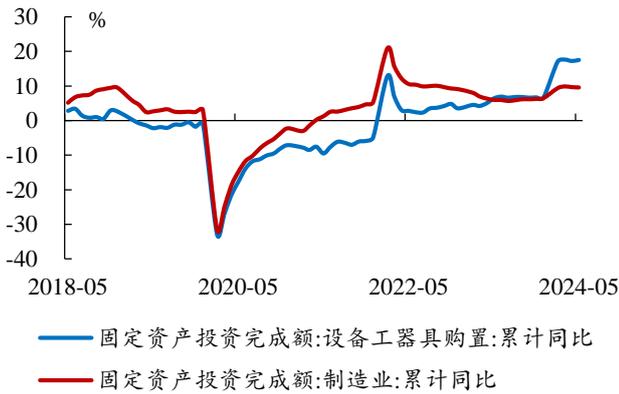


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、制造业：设备更新延续高增

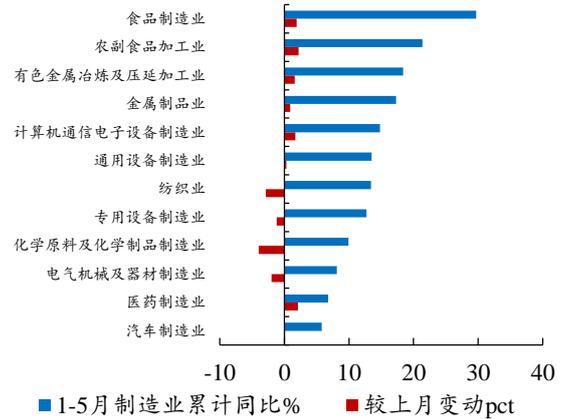
1-5月制造业累计同比9.6%、较前值小幅下行0.1个百分点；其中设备工器具购置累计同比17.5%。6月14日，央行指出已遴选了首批近7000家符合条件的企业，后续将陆续投放科技创新和技术改造再贷款，并组织开展第二批32万余家科技型企业创新积分评价，设备更新高增态势料将延续。分行业来看，农副食品加工、医药制造、食品制造、计算机通信电子、有色冶炼较前值改善了2.2、2.1、1.9、1.7、1.6个百分点。

图8：设备更新增速仍高



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图9：农副食品加工、医药制造、食品制造、计算机通信电子、有色冶炼等投资增速改善

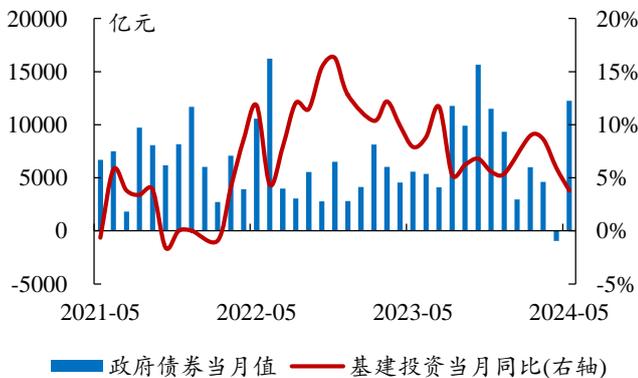


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、基建：12省化债影响暂未缓解

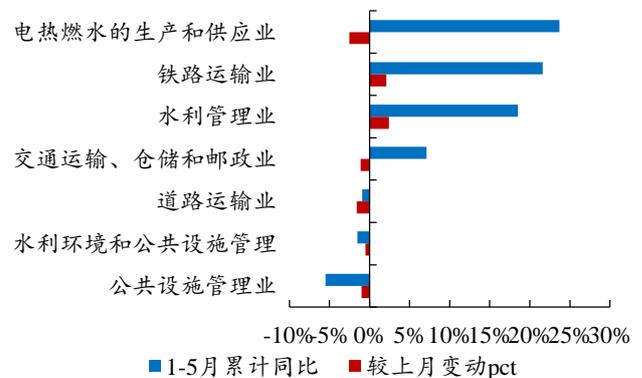
1-5月基建累计同比为6.7%，测算5月基建当月同比为3.4%、连续2个月明显下行，12省化债对基建影响仍趋显现。5月以来地方专项债加快发行，其中1-6月12省专项债发行累计同比-70%、低于非12省的-35%，仍需适度松绑高风险省份的融资约束。后续基建能否企稳回升，需观察超长期特别国债形成实物工作量情况以及潜在的财政力度再加码。

图10：基建当月同比延续下滑



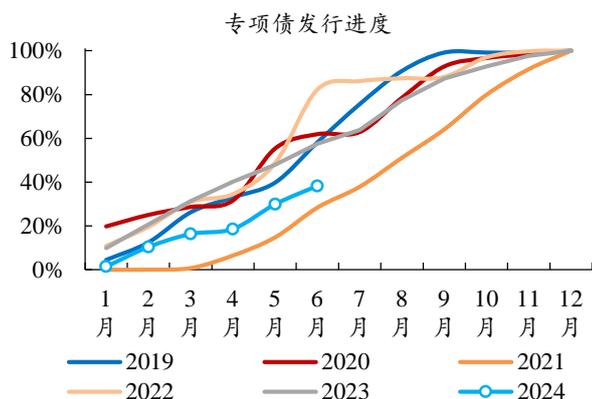
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：铁路运输、水利投资增速边际改善



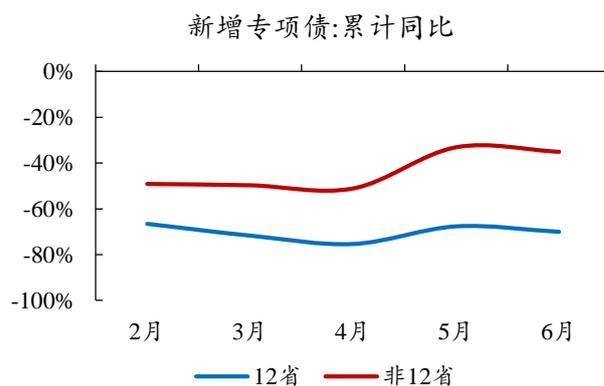
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12: 6月专项债小幅放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2024年6月为按交易日估算月底进度

图13: 12省化债对基建仍有影响

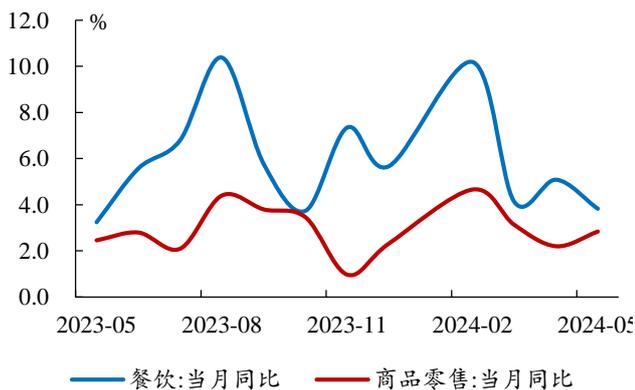


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、消费: 可选消费出现改善

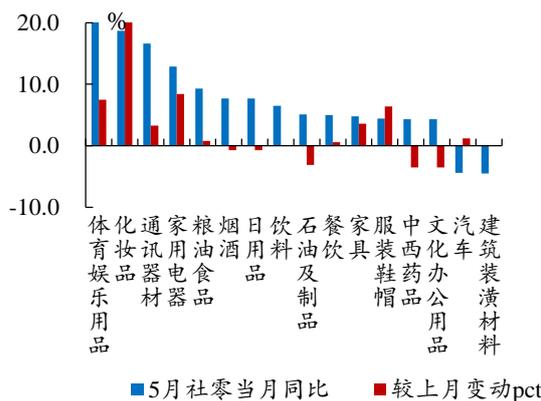
1-5月社零、服零累计同比为4.1%、7.9%，分别较前值变动了0.0、-0.5个百分点。从结构来看可选消费出现一定改善，化妆品、家用电器、体育娱乐用品、服装鞋帽的零售增速分别改善了21.4、8.4、7.5、6.4个百分点，家用电器可能受益于消费品以旧换新补贴。

图14: 商品零售见底回升



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2023年为两年复合增速, 2024年为三年复合增速

图15: 化妆品、家电、体育娱乐用品、服装鞋帽的零售增速改善



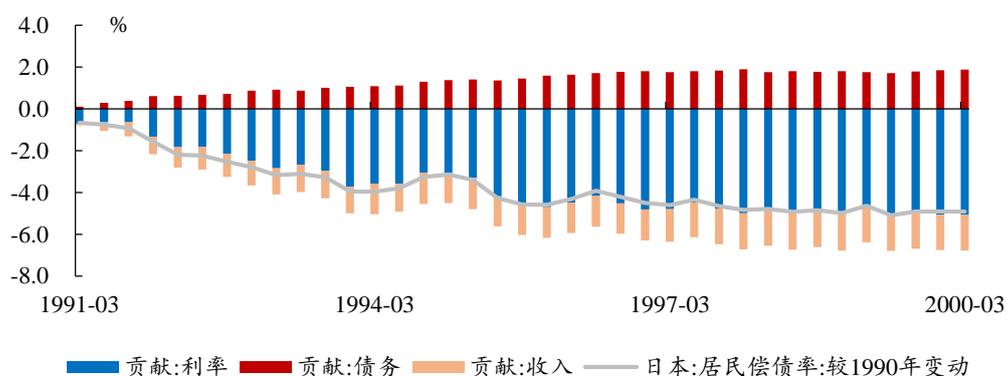
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、弱地产或打开政策加码空间

5月经济数据不乏制造业、可选消费等亮点，但更需注意的是地产和基建共振下行，而这两者又具有内在联系。

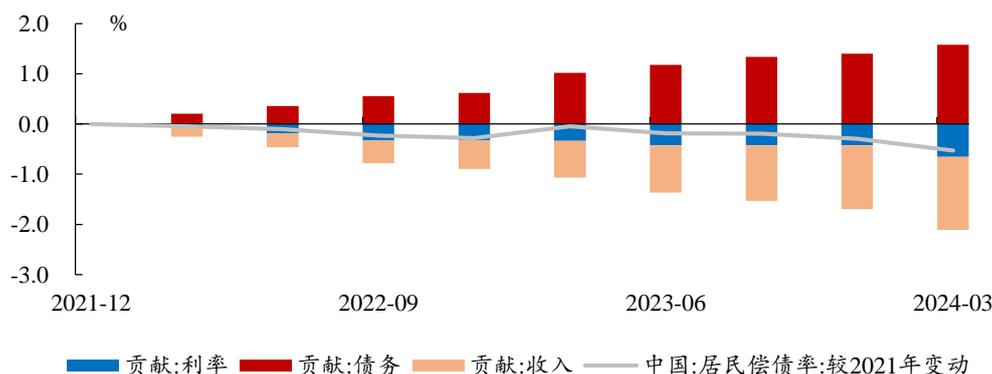
当前经济加快从地产老动能转向新质生产力，摆脱对地产的依赖，但需防范其过度调整。预期具有自我实现性，当前弱地产可能不仅仅是地产本身，也隐含了全社会需求和居民未来预期的转弱。包括金融数据体现的资金活性下降、居民提前偿还债务，美国和日本地产出清的经验告诉我们，“等待式”杠杆出清是低效的，适当配合收入政策有利于居民资产负债表修复和扭转预期。往后看，需求政策以及收入政策加码的必要性趋于上升。

图16：日本居民收入增速放缓，债务未能有效出清



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

图17：中国居民收入增速略高于债务增速



数据来源：BIS、Wind、开源证券研究所

5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn