

2024年5月经济增长数据点评

制造业景气仍高

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项:

6月17日,国家统计局公布2024年5月中国经济增长数据。

平安观点:

5月主要经济指标呈现分化格局,出口复苏、基建实物工作量、设备更新和消费品以旧换新政策为经济注入积极因素,但房地产市场仍在调整、财政发力节奏迟缓、部分行业产能不平衡问题凸显,重拾各方信心对稳定内循环至关重要。

- 商品消费强于工业生产,产销率企稳。**这将有利于工业品价格的企稳,5月PPI环比转正在一定程度上得益于此(但主要还是受有色金属涨价驱动)。
- 出口交货值小幅回落,但结合高频数据来看,出口短期动能或不弱。**5月以来港口吞吐量维持较快增长、出口运价持续上涨,都反映外需较好。但需要高度警惕下半年经贸摩擦升级致使中国出口市场份额下降。
- 房地产仍在调整,新开工和国内贷款略有改善。**这指向房地产项目“白名单”融资机制加快落地,带动局部项目资金到位情况改善。然而,5月商品房销售面积同比降幅进一步扩大、房地产开发资金来源中定金和按揭贷款仍是最大拖累。6月前半月,高频数据显示房地产销售跌幅重又有所扩大,“517”房地产新政的力度有进一步扩大的必要。
- 制造业景气仍高,基建实物工作量、设备更新、出口复苏三驾齐驱。**1)去年12月到今年一季度,基建投资在去年增发特别国债的支持下增长加快,而实物工作量可能更多落在4、5月份的施工旺季,从而带动4、5月原材料价格上涨,进而对原材料行业投资产生了一定带动。2)1-5月设备工器具购置对全部投资增长的贡献率达到52.8%。3)上游原材料价格上涨加剧中游成本压力,且装备制造业产能问题较为突出,需关注装备制造业投资放缓的节奏。5月装备制造业中,电气机械和汽车制造业投资增速显著放缓,而运输设备制造业投资增速显著上扬,符合二者产能利用程度的含义。
- 基建投资连续第二月放缓,财政政策潜在空间充足。**但需辅之以更加平衡的地方化债要求,以及尽快理顺“后土地财政时代”的央地财政体制,才能充分调动地方政府的经济活力。
- 消费整体热度不高。**5月社零回升受到“五一”假日、消费品以旧换新政策显效、“618”提前开卖等因素影响:1)汽车仍是消费品零售最大拖累因素,但拖累程度有所减弱。2)受金价快速上涨至高位影响,金银珠宝对商品零售的拖累凸显。3)618提前开卖影响下,服装、化妆品、家电的同比拉动明显增强。4)地产销售不振,建筑装潢、家具零售数据依然疲软。

风险提示:稳增长政策落地效果不及预期,海外经济衰退程度超预期,房地产企业信用风险蔓延等。

6月17日国家统计局发布2024年5月经济数据，主要经济指标呈现分化格局，出口复苏、基建实物工作量、设备更新和消费品以旧换新政策为经济注入积极因素，但房地产市场仍在调整、财政发力节奏迟缓、部分行业产能不平衡问题凸显，重拾各方信心对稳定内循环至关重要。

1、商品消费强于工业生产，产销率企稳。2024年5月，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，比上月放缓1.1个百分点。而服务业生产指数同比增长4.8%，比上月加快1.3个百分点；社会消费品零售总额同比增长3.7%，比上月加快1.4个百分点。工业生产向下、商品消费向上，带动工业产销率连续第二个月持平于去年同期，初步呈现企稳迹象，这将有利于工业品价格的企稳，5月PPI环比转正在一定程度上得益于此（但更主要还是受到有色金属价格上涨驱动，参见《供需失衡制约物价回升》）。

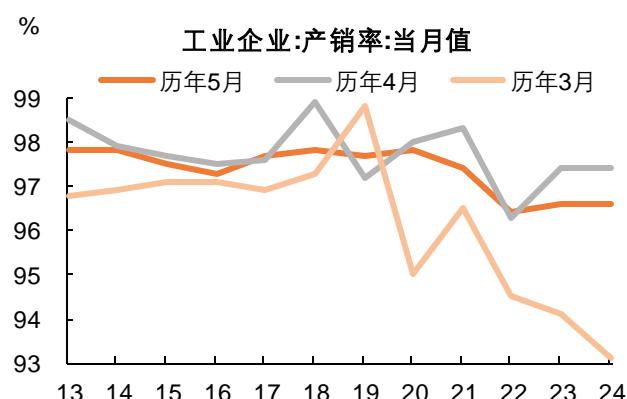
2、出口交货值小幅回落，但结合高频数据来看，出口短期动能或不弱。5月规模以上工业出口交货值同比增长4.6%，较上月放缓2.7个百分点。这与5月人民币计价出口增速从上月的5.1%升至11.2%有所背离，结合5月PMI新出口订单指数回到收缩区间来看，反映了5月出口生产环节有所放缓。不过，5月以来港口吞吐量维持较快增长、出口运价持续上涨，都反映外需较好。考虑到出口交货值回落幅度不大，我们认为出口短期内仍是中国经济的重要支撑力量。但近期美国、欧洲方面经贸摩擦有所升温，需要高度警惕下半年经贸摩擦升级致使中国出口市场份额下降。

图表1 5月中国工业增加值和出口交货值均小幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

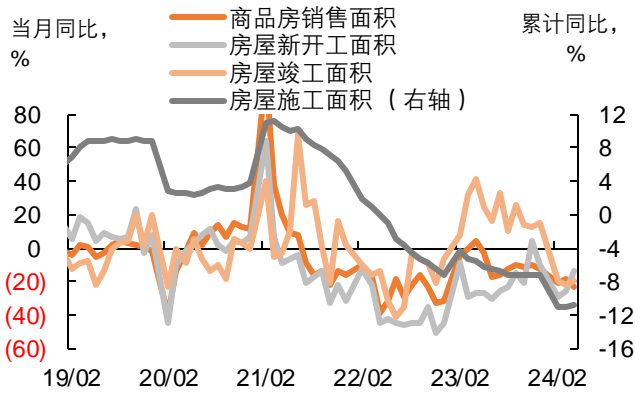
图表2 5月工业产销率连续第二月与上年同期持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

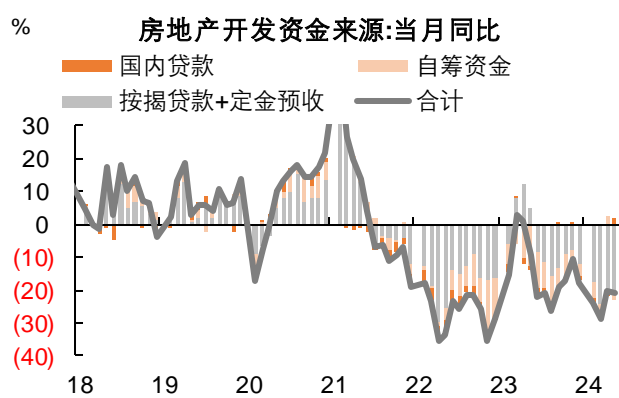
3、房地产仍在调整，新开工和国内贷款略有改善。5月房地产开发投资累计同比-10.1%，比上月进一步放缓0.3个百分点。房地产相关数据呈现出两个相对积极的变化，一是房屋新开工面积当月同比的降幅收窄，二是房地产开发资金来源中的国内贷款拉动由负转正。这指向房地产项目“白名单”融资机制加快落地，带动局部项目资金到位情况改善，从而促成部分项目开工。然而，5月商品房销售面积同比降幅进一步扩大、房地产开发资金来源中定金和按揭贷款仍是最大拖累，意味着房地产投资链条尚未修复。

图表3 5月房屋新开工面积降幅出现较明显收窄



资料来源: Wind, 平安证券研究所

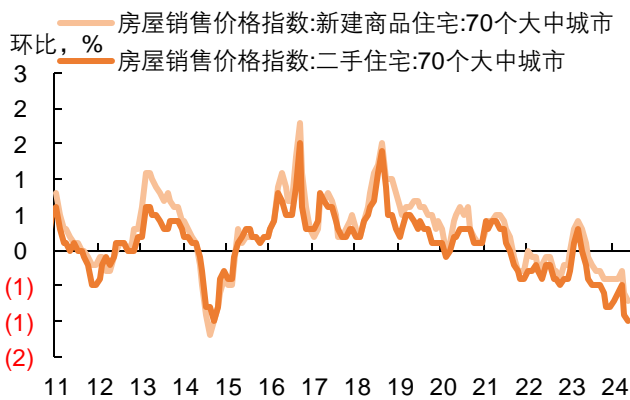
图表4 5月房地产资金来源中的国内贷款拉动由负转正



资料来源: Wind, 平安证券研究所

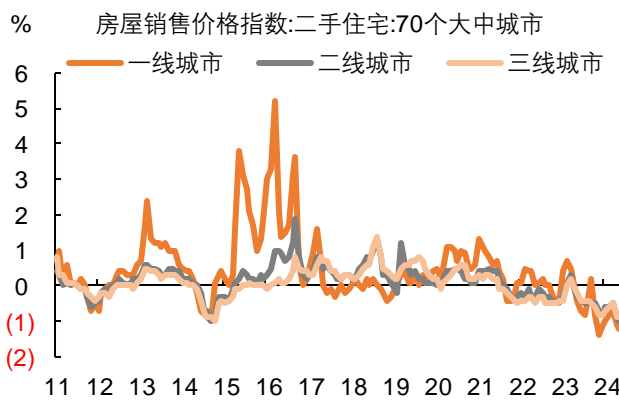
5月70大中城市二手住宅环比跌幅进一步扩大至-1%，其中一线城市领跌；同时，本轮二手住宅价格从2021年9月开始下跌（此后33个月中仅有2个月环比回到正增长），房价调整的长度也远超过往周期。6月前半月，高频数据显示房地产销售跌幅重又有所扩大，“517”房地产新政的力度有进一步扩大的必要（详见《6月以来中国经济有何边际变化》）。

图表5 5月二手房价格环比跌幅降至有统计以来最低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 本轮一线城市房价跌幅更大



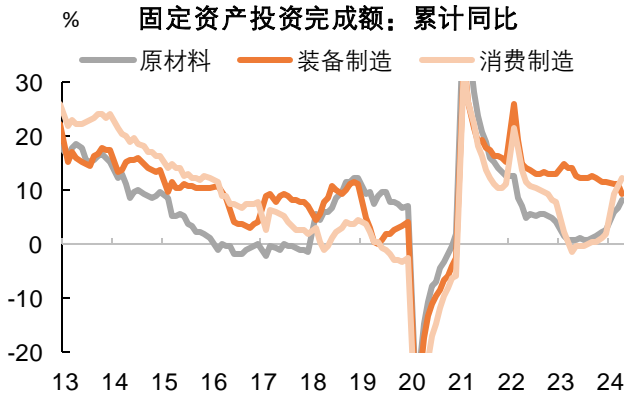
资料来源: Wind, 平安证券研究所

4、制造业景气仍高，基建实物工作量、设备更新、出口复苏三驾齐驱。5月制造业固定资产投资累计同比9.6%，较上月略放缓0.1个百分点。制造业投资高景气受到三方面因素驱动：1) 去年12月到今年一季度，基建投资在去年增发特别国债的支持下增长加快，而实物工作量可能更多落在4、5月份的施工旺季，从而带动4、5月原材料价格上涨，进而对原材料行业固定资产投资产生了一定带动。2) 在大规模设备更新政策作用下，1-5月设备工器具购置投资同比增长17.5%，比1-4月加快0.3个百分点，对全部投资增长的贡献率达到52.8%；传统产业转型升级步伐加快，1-5月制造业技术改造投资同比增长10%，加快1.5个百分点（均来自国家统计局新闻发布会）。3) 出口复苏带动中下游外向型制造业投资修复。

不过，上游原材料价格上涨加剧中游装备制造业成本压力，且装备制造业产能供需不平衡问题较为突出，需要关注装备制造业投资放缓的节奏。从4月上、中、下游的制造业投资增长情况来看，下游消费制造和上游原材料制造业投资增速均持续修复，但中游装备制造业投资增速呈现较明显放缓。从5月已公布的行业数据来看，装备制造中出现了更为明显的行业

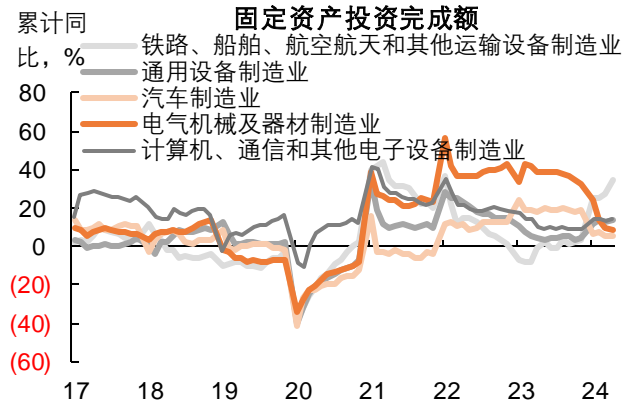
分化，电气机械和汽车制造业投资增速显著放缓，而运输设备制造业投资增速显著上扬。根据我们测算，运输设备行业产能利用率处于历史高位、电气机械和汽车则处于历史低位（详见《详解产能过剩：历史对话现实》），当前投资增速的演化符合产能利用程度的含义。

图表7 中游装备制造业投资呈现放缓势头



资料来源: Wind, 平安证券研究所

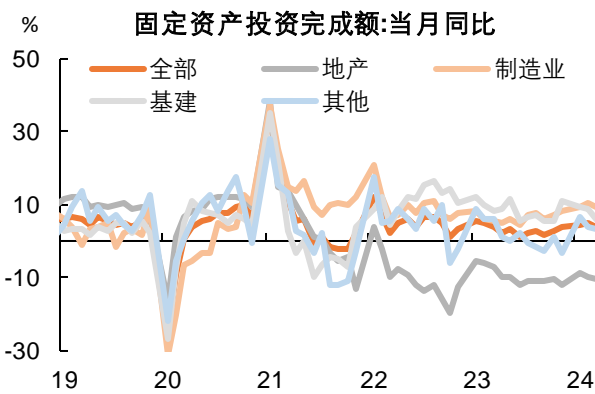
图表8 运输设备制造业固定资产投资加速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

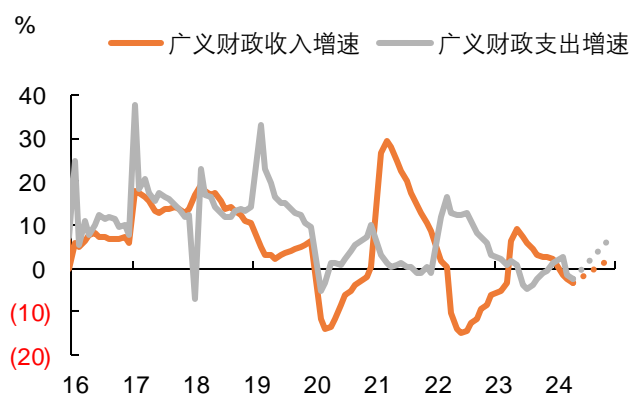
5、基建投资连续第二个月放缓，财政政策潜在空间充足。5月基建投资累计同比 5.7%，较上月放缓 0.3 个百分点。本轮基建投资从去年 12 月回升延续至今年 3 月，体现了去年增发特别国债的拉动作用。而今年上半年地方政府债发行进度偏慢、税收和土地出让收入增长均较弱，致使广义财政支出同比增速下滑，二季度以来基建投资放缓。按照年初财政预算支出计划，全年广义财政支出预算比去年广义财政支出增长 7.9%，在 1-4 月广义财政支出仅增-2.3%情况下，5-12 月广义财政支出增速平均可达到 12.4%，具有较为充足的潜在空间。但需辅之以更加平衡的地方化债要求，以及尽快理顺“后土地财政时代”的央地财政体制，才能充分调动地方政府的经济活力。

图表9 基建投资连续第二个月放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 下半年广义财政支出的潜在空间较足

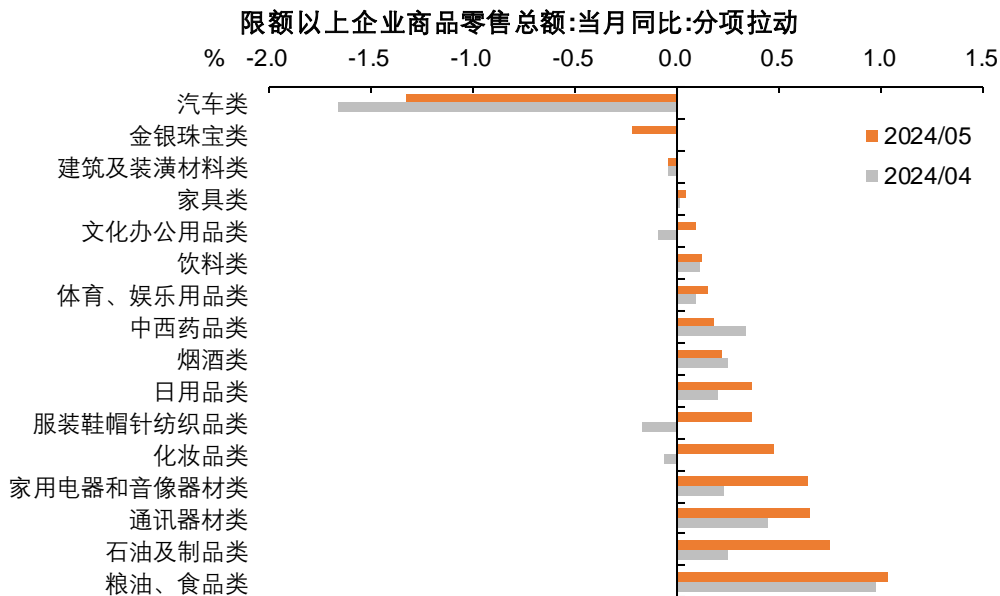


资料来源: Wind, 平安证券研究所

6、消费整体热度不高。根据国家统计局新闻发布会上的介绍，受“五一”假日、消费品以旧换新政策显效、“618”提前开卖等因素影响，5月份社会消费品零售总额同比增长 3.7%，比上月加快 1.4 个百分点。1) 汽车仍然是消费品零售的最大拖累因素，但 5 月拖累程度有所减弱，受到汽车以旧换新政策的支持。2) 受金价快速上涨至高位影响，金银珠宝对商品

零售的拖累凸显。3) 618 提前开卖影响下, 服装鞋帽、化妆品、家电的同比拉动明显增强。4) 房地产销售不振, 建筑装潢、家具零售数据依然疲软。

图表11 2024年5月限额以上商品零售额的分行业拉动情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

风险提示: 稳增长政策落地效果不及预期, 海外经济衰退程度超预期, 房地产企业信用风险蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层