

周度经济观察

——需求不足的局面延续

袁方¹束加沛²

2024 年 06 月 18 日

内容提要

尽管 5 月消费数据出现回暖，但房地产行业依旧减速、基建投资持续下滑，总需求延续此前收缩的局面。未来经济的走向高度取决于房地产政策的效果，这无疑需要时间观察。

5 月社融、信贷增速的下滑，广谱利率的回落是当前总需求不足的结果，这也在物价数据层面存在映射。禁止手工贴息放大了数据的波动，但不影响信贷增速下滑的趋势，这一状态未来或将延续。

5 月 CPI 与 PPI 增速的下行显示美国经济或仍处于降温的趋势中，这也有效提振了市场的降息预期。市场预期首次降息时点由 11 月提前至 9 月，年内预期降息次数由 1 次回升至 2 次。降息预期的升温也在主导资产价格的走向。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、需求不足的局面延续

5月工业增加值当月同比 5.6%，较4月回落 1.1 个百分点；剔除基数效应观察环比，季调后环比为 0.3%，弱于过去几年历史同期水平，也低于 4月 0.97% 的水平，工业生产活动出现减速。

制造业和公用事业增速回落，制造业 5月同比为 6%，较上月回落 1.5 个百分点；采矿业为 3.6%，较上月上升 1.6 个百分点；公共事业为 4.3%，较上月回落 1.5 个百分点。

从已公布的行业数据，汽车制造业、有色金属冶炼及压延加工业、电气机械及器材制造业等新能源链条行业出现回落；煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业、石油和天然气开采业等上游行业同比边际改善。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

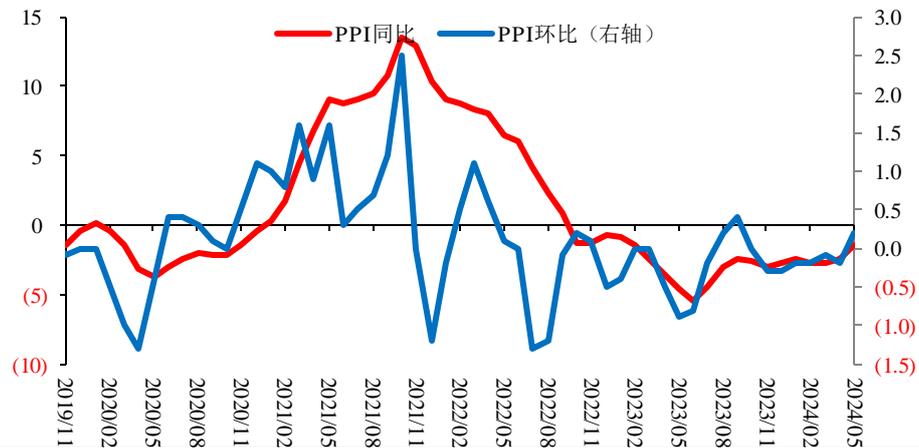
2021年为两年复合同比

5月服务业生产指数当月同比 4.8%，较上月上升 1.3 个百分点，与端午旅游人次的抬升指向一致，显示服务业在温和恢复。

价格层面，5月 PPI 环比为 0.2%，较上月上升 0.2 个百分点，中国需求占主导的黑色行业价格表现更强，这一链条量价齐升可能是库存摆动的结果。前期市

场基于偏悲观的预期，黑色产业链去库存带来量价齐跌，但 4 月以来黑色商品需求的情况好于预期，市场和价格均显著修复，但这一修复的可持续性相对有限。

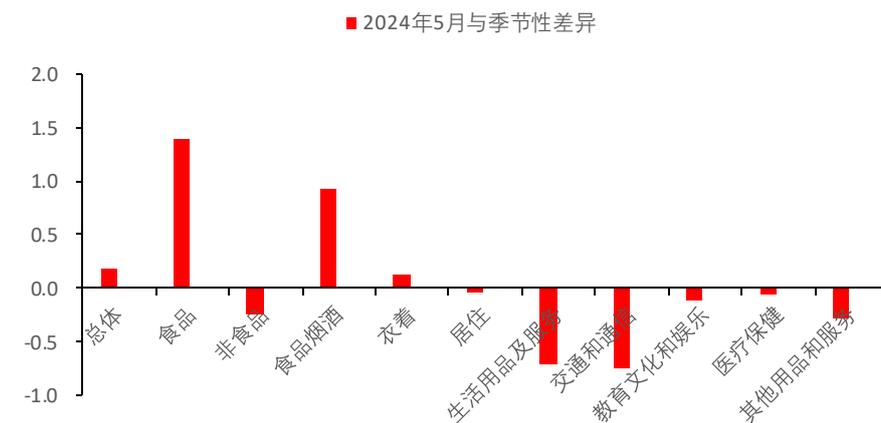
图2：PPI 环比和同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

而观察较为普遍的总需求情况，CPI 的大部分分项仍然处于弱于季节性的位置，显示更为广泛的总需求可能仍然偏弱。这也意味着短期的 PPI 回升是存货摆动主导的，可持续性有限。工业生产的减速或将延续。

图3：CPI 环比与季节性差异，%



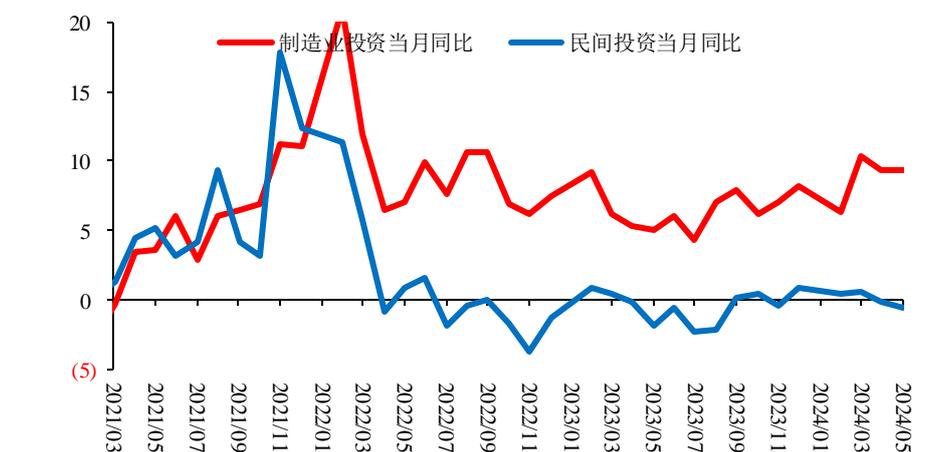
数据来源：Wind，国投证券研究中心

5 月固定资产投资当月同比增速 3.4%，较上月回落 0.1 个百分点；季调后环比为 -0.04%，低于往年均值水平。

5月基建投资(含电力)当月同比为3.8%，较上月回落1.3个百分点。基建投资的回落可能受到专项债发行偏慢和部分省份化债的影响。如果未来专项债发行提速，在化债的大背景下，基建投资会边际修复但或难大幅增长。

5月制造业投资当月同比为9.3%，持平上月。民间投资当月同比为-0.5%，较上月回落0.3个百分点，在产能利用率偏低、PPI负增长、总需求不足的背景下，制造业投资的增长或许更多是政策引导的结果。考虑到当前制造业投资的高增长，以及部分领域产能过剩的问题，未来制造业投资增速或难进一步提升。

图4：制造业投资和民间投资月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同步

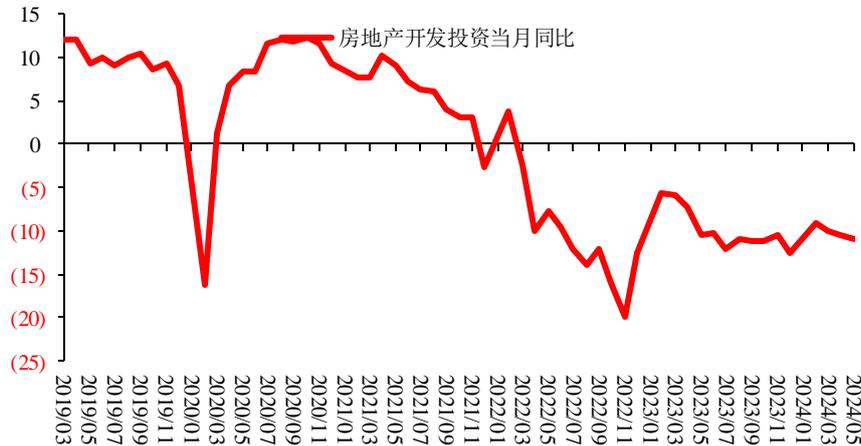
5月房地产投资当月同比-11%，较上月回落0.5个百分点。

5月地产销售面积同比-20.7%，较上月回升2.1个百分点。与此同时，新开工面积增速-22.7%，较上月大幅回落8.7个百分点，显示房地产行业上月新开工增速的抬升更多为数据扰动，行业整体仍然承压。

往后看，“517新政”以来，二手房的成交边际改善，新房的成交延续偏弱表现。这表明交付风险可能仍然是居民购买新房的主要担忧。如果政策能够有力改

善房地产企业的违约风险，缓解房地产企业的流动压力，这将有助于居民担忧的缓和以及新房销售的企稳。

图5：房地产投资当月同比，%



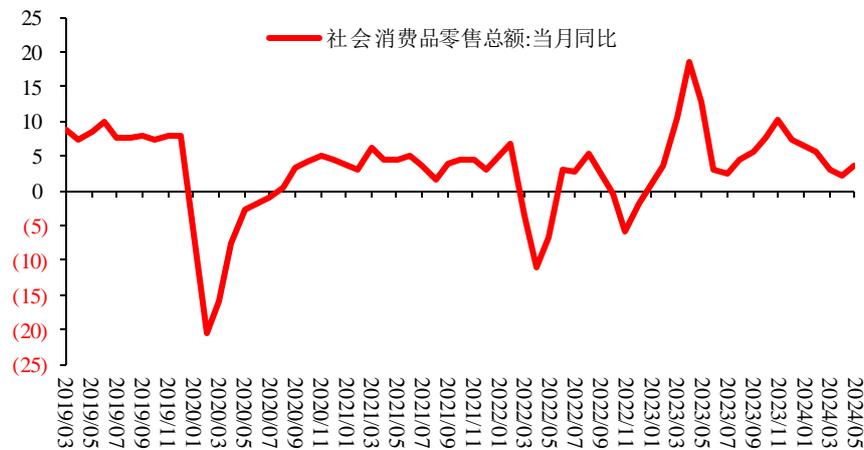
数据来源：Wind，国投证券研究中心

5月社会消费品零售名义同比增速3.7%，较上月上升1.4个百分点，季调后环比为0.51%，较上月大幅改善。社零的修复和服务业指数的回升一致。考虑到同期服务业通胀分项仍然弱于季节性，消费活动的修复更可能来自于5月节假日更多。

分品类看，边际变化表现不一，改善最好的是化妆品、文化办公以及家电等可选品和地产后周期产品，但边际走弱的也有建筑装潢、烟酒、中西药品和金银珠宝等可选品和地产后周期产品。

往后看，随着时间的推移，居民部门疤痕效应有望缓慢消退，不过考虑到收入增长的压力，未来消费活动的恢复存在波折。

图6：社会消费品零售当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

从 5 月数据来看，尽管消费数据出现回暖，但房地产行业依然减速、基建投资持续下滑，总需求延续此前收缩的状态。未来经济的走向高度取决于房地产政策的效果，这无疑需要时间观察。

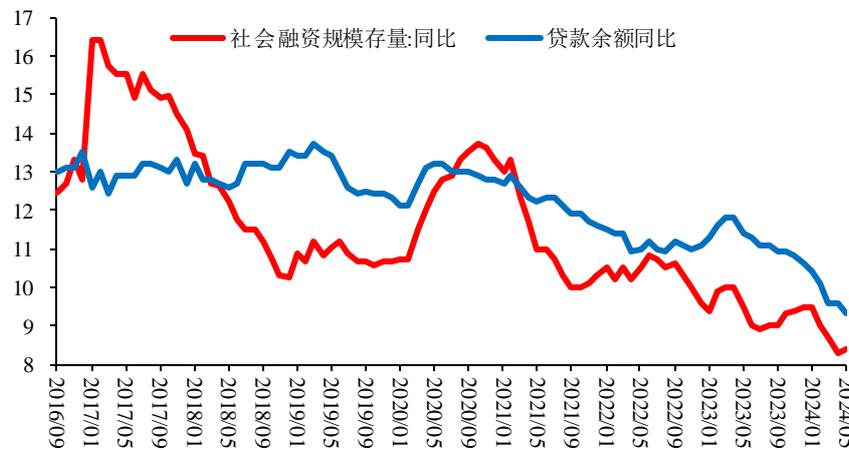
5 月社融余额同比 8.4%，较上月小幅回升 0.1 个百分点。社融的增长主要来自于政府债券发行提速，剔除这一影响后，社融增速仍在回落。

信贷数据由于受到禁止“手工贴息”影响的余波，总体仍然在回落。

5 月 M1 的负增长主要源于禁止手工贴息的影响，这导致大量企业活期存款流入货币基金、理财等类现金产品。考虑到非银机构信用派生能力低于银行，禁止手工贴息对信用创造总体的影响偏拖累。

总体而言，社融信贷增速的下滑、广谱利率的回落是当前总需求不足的结果，这也在物价数据层面有映射。禁止手工贴息放大了数据的波动，但不影响信贷增速下滑的趋势。往后看，考虑到总需求的收缩或将延续，信贷增速下滑的趋势短期或难扭转。

图7：社融和贷款余额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

二、两条线索仍在延续

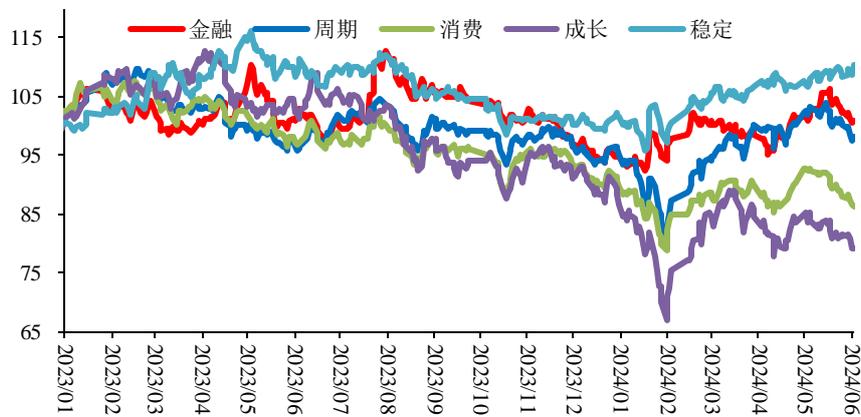
上周权益市场小幅下跌，受纳指上涨的提振，TMT 板块显著修复，其余风格均承压。

我们此前认为市场沿着两条线索进行交易。一条是我们此前反复提及的房地产的政策评估。政策在新房市场的效果尚不明显，市场对当前房地产政策能否最终带来行业的企稳心存疑虑，这也带来房地产链条以及消费股的调整。

此前监管当局也在近期对退市情况做出澄清，控制退市的节奏，短期微盘股的反弹也反映出市场在消化这一影响。

往后看，市场短期仍然在围绕这两条线索定价，未来仍需观察房地产政策的落地情况。

图8：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2022年12月31日为100

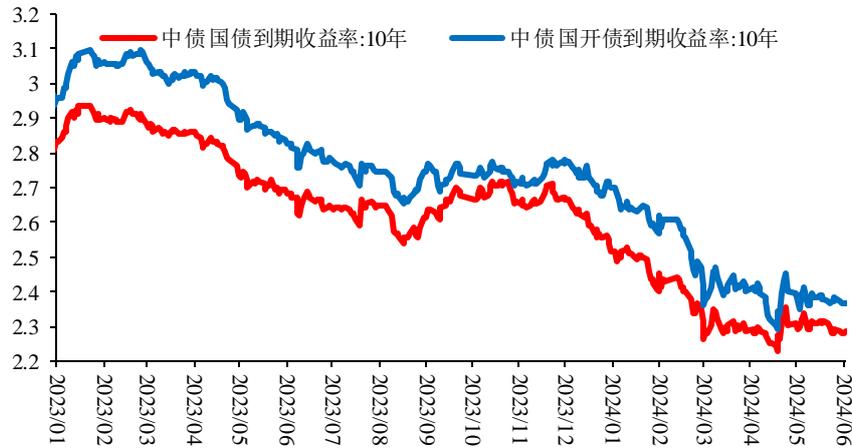
上周以来，资金环境延续偏宽松，短端和长端利率均小幅回落，期限利差收窄。

尽管利率债收益率总体下行幅度有限，但是各类信用债收益率持续下行，信用利差继续创过去两年以来新低，“资产荒”的现象还在延续和加强。

5月的社融数据显示这一现象背后可能与禁止手工贴息有关，这也进一步带来债券市场收益率的下行。

往后看，债券市场走势还是取决于房地产循环能否通畅，否则总需求不足的格局还将延续。在这一背景下，利率水平或难趋势性上行。如果未来更多的发达国家央行开始降息，国内货币政策的空间有望打开，利率下行空间仍存。

图9：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、通胀顺利回落、宽松交易延续

6月12日，美联储召开6月FOMC议息会议，维持联邦基金利率目标在5.25%-5.5%的水平，且缩表节奏将按照5月议息会议决议有序进行，即减持250亿美元/月美债和350亿美元/月MBS，整体符合市场预期。

本次声明的措辞较5月变动不大。关于经济方面，重申“美国经济持续稳步扩张，就业增长依然强劲，失业率保持在较低水平”，显示对经济增长和就业前景依然保持乐观。关于通胀的表述则在5月CPI数据超预期降温的影响下有所调整，将5月声明中的“在达到美联储2%通胀目标的道路上缺乏进展(lack of progress)”改为“在达到2%通胀目标方面取得了适度进展(modest further progress)”。不过单月通胀数据的超预期放缓不足以支撑联储转变态度，鲍威尔强调仍需看到更多积极的数据来增强降息信心。

在经济预测层面，GDP增速预测维持不变。失业率层面，今年的失业率维持在4.1%，对未来两年及长期失业率均小幅上调0.1个百分点，表明美联储对劳动力市场的稳定仍有较强信心。通胀层面，美联储将今年的PCE和核心PCE均上调

0.2 个百分点，并将二者明年的预期也同步上调 0.1 个百分点，维持长期预期保持 2% 不变，显示美联储对短期内的通胀回落进程信心不足，但长期目标维持不变。

关于货币政策，鲍威尔表示，虽然近期通胀数据适度改善，美联储仍然没有足够的信心开启降息，还需等待“更多的好数据（more good data）”，未来降息路径仍是数据依赖。此外，鲍威尔强调，如果劳动力市场或者通胀出现超预期向下，美联储将会及时行动。

从点阵图来看，官方对年内降息预期降至 1 次，上调今年利率中枢 50BP 至 5.1%，上调 2025 年利率中枢 20BP 至 4.1%，上调长期利率中枢 20BP 至 2.8%。

总体而言，尽管近期美国通胀数据放缓，但美联储此次议息会议的表态并未较此前出现明显转变，整体表态中性，对于降息时点的确定仍然缺乏信心，需要进一步观察后续数据的指引。

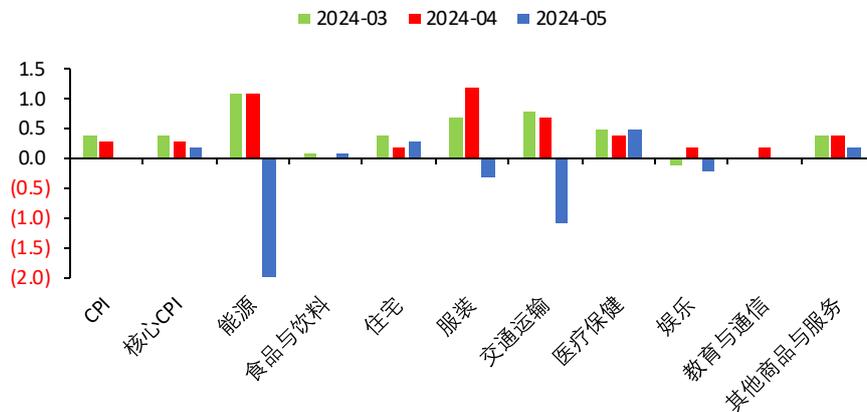
美国 5 月 CPI 同比为 3.3%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；核心 CPI 同比为 3.4%，较上月小幅回落 0.2 个百分点，为 2021 年 8 月以来低点。CPI 季调环比为 0%，较前值回落 0.3 个百分点；核心 CPI 环比为 0.2%，较前值小幅下降 0.1 个百分点。通胀数据总体低于市场预期，延续降温趋势。

具体来看，能源分项的大幅回落带动 CPI 环比数据下行，然而受到去年同期的低基数影响，能源分项的同比增速小幅上涨。考虑到近期原油价格的持续下降影响美国汽油价格走弱，短期内能源通胀反弹的压力不大。

核心服务通胀出现小幅降温。其中，住宅价格整体维持韧性，除此之外的分项大多下行，汽车保险、机票以及娱乐服务分项回落较为明显。核心商品通胀边际降温，内部分化明显。其中，新车与服装价格回落较为显著，但二手车与医疗保健价格明显回升。尽管汽车批发价格短期内偏强，但考虑到前瞻性指标出现回落，

价格反弹的可能性有限。

图10：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

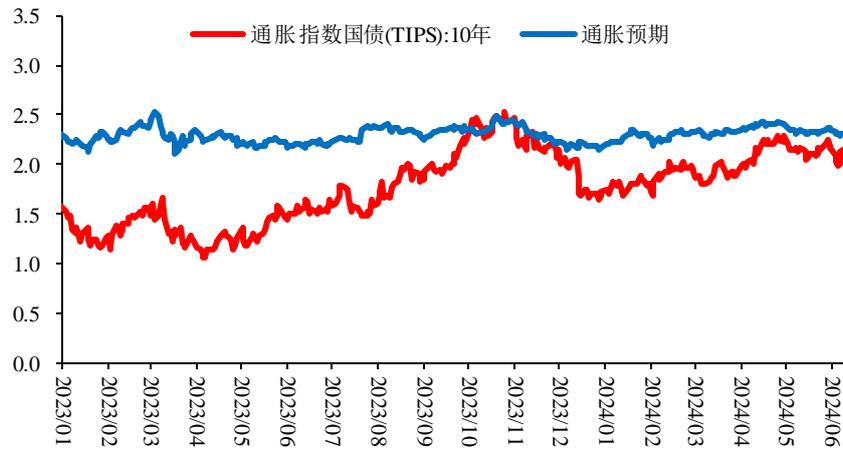
美国 PPI 数据同样超预期降温。美国 5 月 PPI 同比增速为 2.2%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；核心 PPI 同比增速为 2.3%，较上月小幅回落 0.2 个百分点。PPI 环比增速为-0.2%，较前值大幅回落 0.7 个百分点；核心 PPI 环比增速为 0，较前值回落 0.5 个百分点。

总体来看，CPI 与 PPI 同比增速的下行显示美国经济或仍处于边际降温的趋势中，这也有效提振了市场的降息预期。市场预期首次降息时点由 11 月提前至 9 月，年内预期降息次数由 1 次回升至 2 次，全年降息幅度为 50BP。

受通胀数据超预期回落影响，市场降息预期显著升温。在此背景下，10 年美债利率小幅下降 23BP 至 4.2%；美元指数小幅回升至 105.5；黄金价格小幅上涨；美股内部出现分化，道琼斯小幅下跌，纳斯达克上涨。

年初至今，市场对美联储降息预期不断摇摆，这种预期的变化导致权益市场经历大幅调整。考虑到美国居民部门资产负债表总体健康、美联储应对风险的能力较强，美国经济不着陆的概率仍然较高，美国股票市场有望维持偏强的格局。

图11：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入国投证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入国投证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮编： 200082

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034