

平稳表现背后仍存结构性矛盾

——5月经济数据点评

报告日期：2024年6月17日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL: wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

制造业拉动边际减弱，工业生产增速小幅回落

2

假期及促销活动带动社零同比反弹

3

制造业持续支撑整体投资

4

就业形势整体稳定

- 中国5月规模以上工业增加值同比增5.6%，预期6.0%，4月同比增6.7%。
- 中国5月社会消费品零售总额同比增3.7%，预期3.0%，4月同比增2.3%。
- 中国1-5月固定资产投资同比增4.0%，预期4.2%，4月同比增4.2%。
- 中国5月份全国城镇调查失业率为5.0%，4月为5.0%。

单位：%	2024/5	2024/4	2024/3	2024/2	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5
规模以上工业增加值	5.6	6.7	4.5	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5
采矿业	3.6	2.0	0.2	2.3	4.7	3.9	2.9	1.5	2.3	1.3	1.5	-1.2
制造业	6.0	7.5	5.1	7.7	7.1	6.7	5.1	5.0	5.4	3.9	4.8	4.1
电热水	4.0	5.7	4.9	7.9	5.8	9.2	0.9	4.6	0.2	4.6	5.4	5.2
社会消费品零售总额	3.7	2.3	3.1	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7
商品消费	3.6	2.0	2.7	4.6	4.8	8.0	6.5	4.6	3.7	1.0	1.7	10.5
餐饮业消费	5.0	4.4	6.9	12.5	30.0	25.8	17.1	13.8	12.4	15.8	16.1	35.1
固投（累计）	4.0	4.2	4.5	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0
房地产业	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2
基建 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)	5.7	6.0	6.5	6.3	5.9	5.8	5.9	6.2	6.4	6.8	7.2	7.5
制造业	9.6	9.7	9.9	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0
失业率												
总	5.0	5.0	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2
外来户籍人口	4.7	4.9	5.1	4.8	4.7	4.7	4.9	4.9	4.8	5.2	5.3	5.4

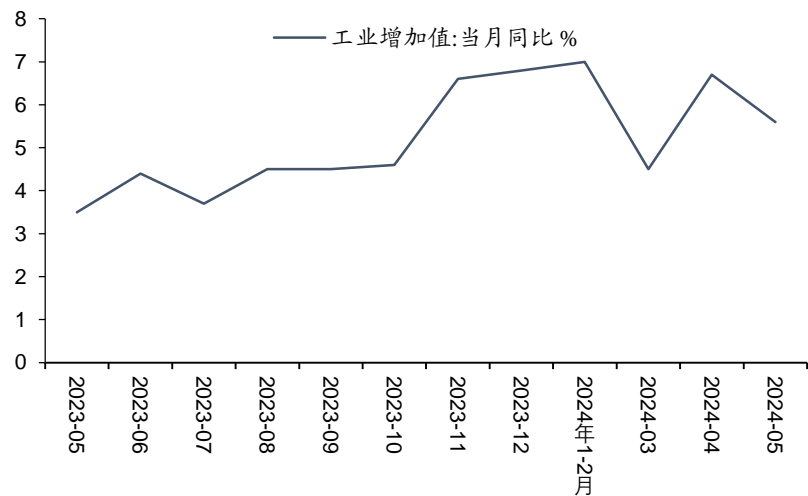
数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

01

制造业拉动边际减弱，工业生产增速小幅回落

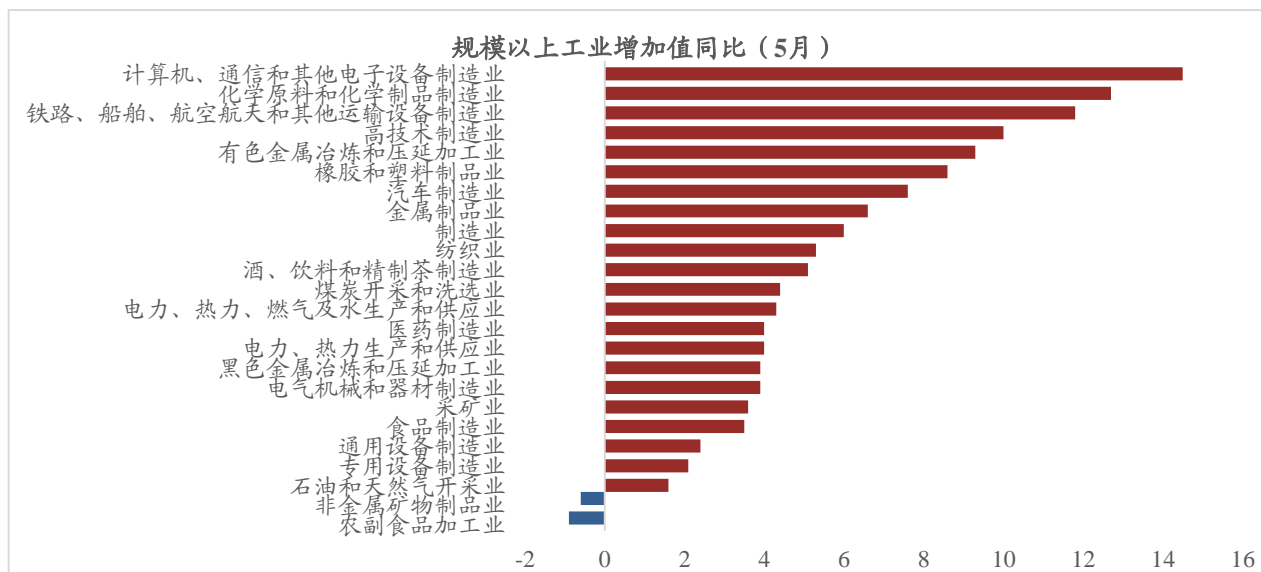
- **基数及假期错月拖累工业生产同比增速下行。**中国5月规模以上工业增加值同比增长5.6%，相比前值回落1.1个百分点，小幅低于市场一致预期。结合环比+0.30%的增速来看，本月工增同比增速的回落主可能受基数走高的拖累（2023年5月规模以上工业增加值环比上月增长0.77%），此外假期错月制造业生产活跃度的边际下降可能也有影响。
- **制造业是生产同比增长的主要支撑。**三大门类中，采矿业增加值同比增长3.6%，制造业增长6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%，制造业增加值同比高出整体工业增加值，尤其是高技术制造业，5月增加值同比增长10.0%，新质生产力发展的背景下，技术含量更高的行业对于整体工业增加值同比的贡献相对更强。此外装备制造业增长7.5%，拉动全部规模以上工业增长2.6个百分点，“压舱石”作用持续显现。
- **但边际而言，制造业的拉动效应有所减弱。**5月制造业工业增加值比较前值回落1.5个百分点，出口交货值同比增速也较前值回落2.7个百分点至4.6%。考虑到本月制造业PMI中生产指数的明显回调，5月制造业生产或有降温，除下游需求的拉动有限之外，小长假造成的工作日数量减少可能也是一个原因。
- **“量”“价”表现分化反映企业盈利压力。**规模以上工业增加值同比增速为扣除价格因素的实际增长率，5月41个大类行业中有33个行业增加值保持同比增长。相对而言，此前公布的PPI数据中，多个工业行业价格同比仍为负增，数量与价格表现的差异一是反映出供大于求的现实，二是体现市场竞争较强，企业利润端有所承压。

规模以上工业增加值当月同比



数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

规模以上工业增加值5月同比-分行业

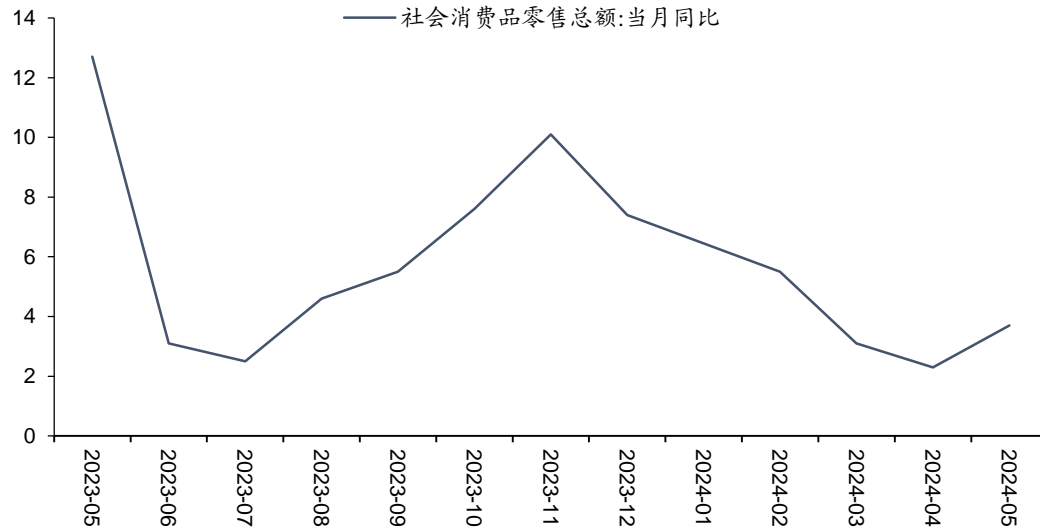


02

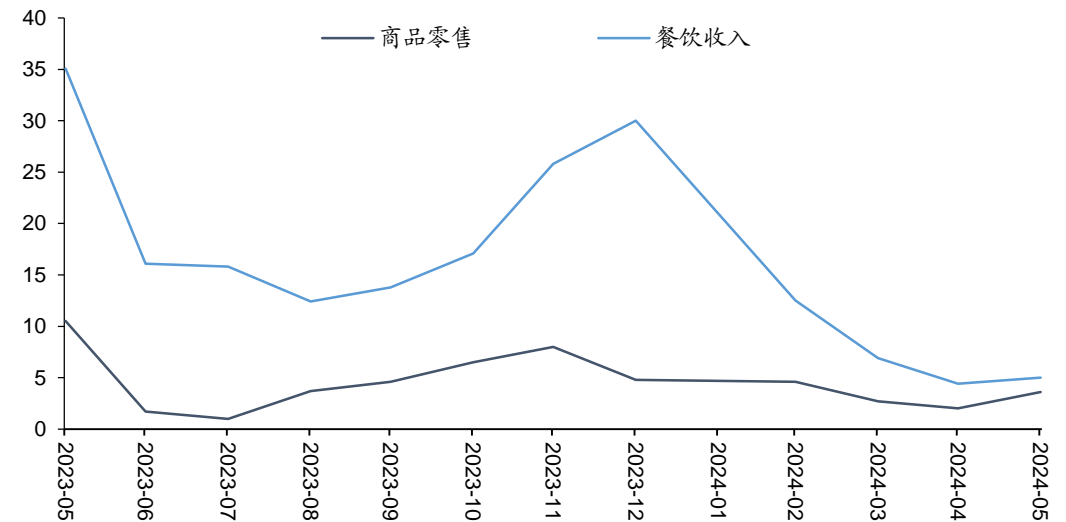
假期及促销活动带动社零同比反弹

- **消费增长小幅提速。**5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，较前值反弹1.4个百分点。其中商品零售额34937亿元，同比增长3.6%；餐饮收入4274亿元，增长5.0%，相比4月均有上行。同比增速的反弹主要是本月消费热度边际升高的带动，根据统计局披露，本月社会消费品零售总额环比增速（修订后）为0.51%。
- **假期、消费品以旧换新及电商促销助推社零同比上行。**第一，“6·18”电商促销活动提前开展拉动社零。5月网上零售同比数据明显高于社零整体同比表现。全国网上零售额同比增长12.4%，实物商品网上零售额同比增长11.5%，占社会消费品零售总额的比重超24%。第二，“五一”小长假对于居民出行链的消费有提振，餐饮收入同比增速同样快于整体社零。

社零总额同比



社零总额同比-分项

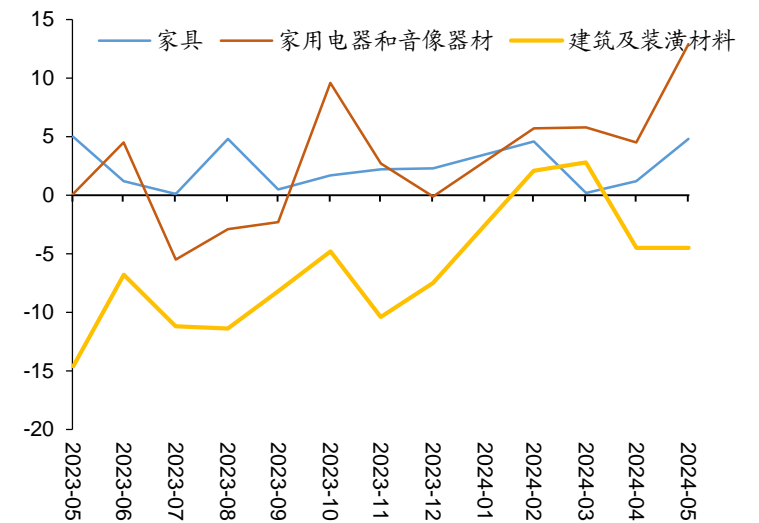
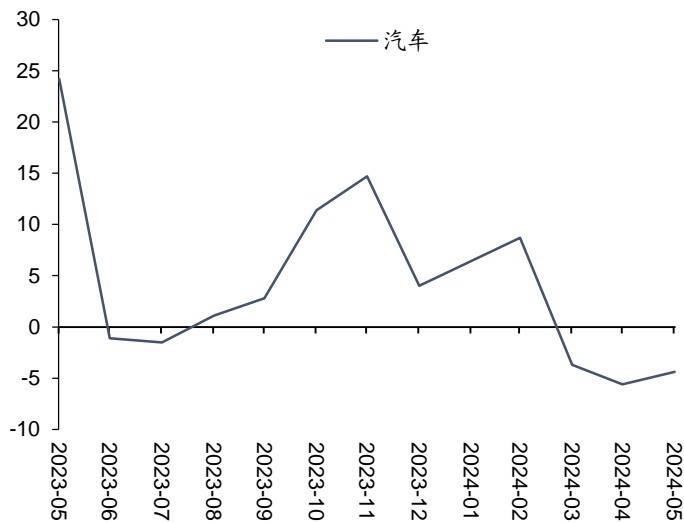
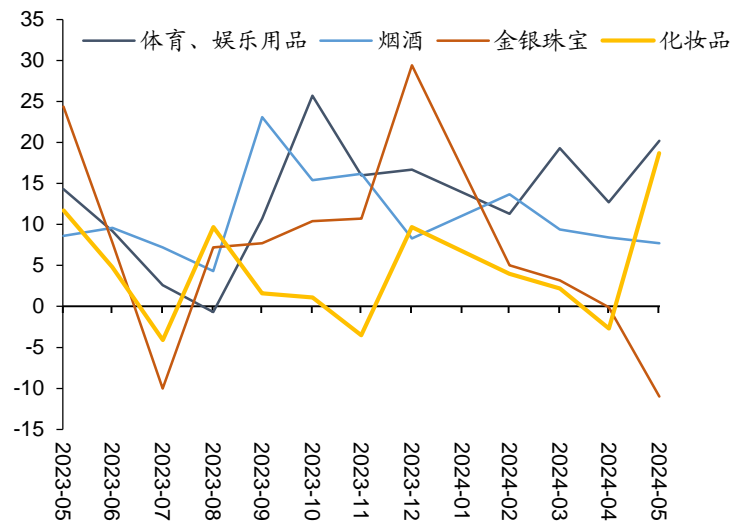


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

02

假期及促销活动带动社零同比反弹

- 具体商品而言，可选消费贡献明显。5月限额以上单位体育、娱乐用品类，化妆品类，通讯器材类，家用电器和音像器材类商品零售额分别增长20.2%、18.7%、16.6%和12.9%，明显高于整体社零的同比增速。上述品类均为电商促销的重点产品，促销活动的提前开展使得原本在6月的零售高峰期在5月便有兑现。
- 相比而言，高基数下汽车消费对于社零同比仍是拖累，5月汽车消费零售额同比为-4.4%，除汽车以外的消费品零售额同比增长4.7%。另外5月金银珠宝零售额同比下降了11个百分点，或受5月金价偏高的影响，消费者购金意愿受制。

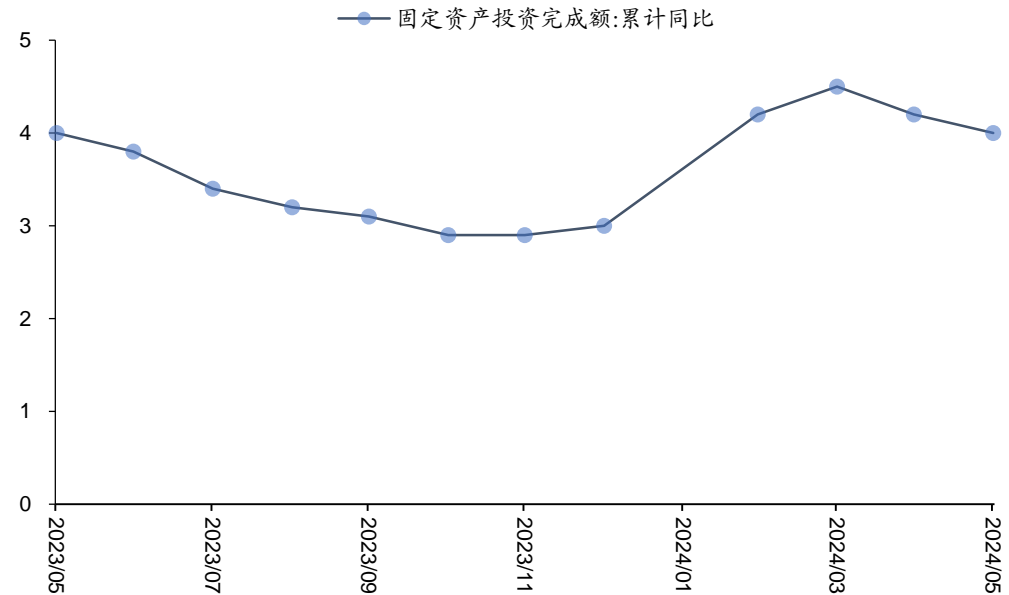
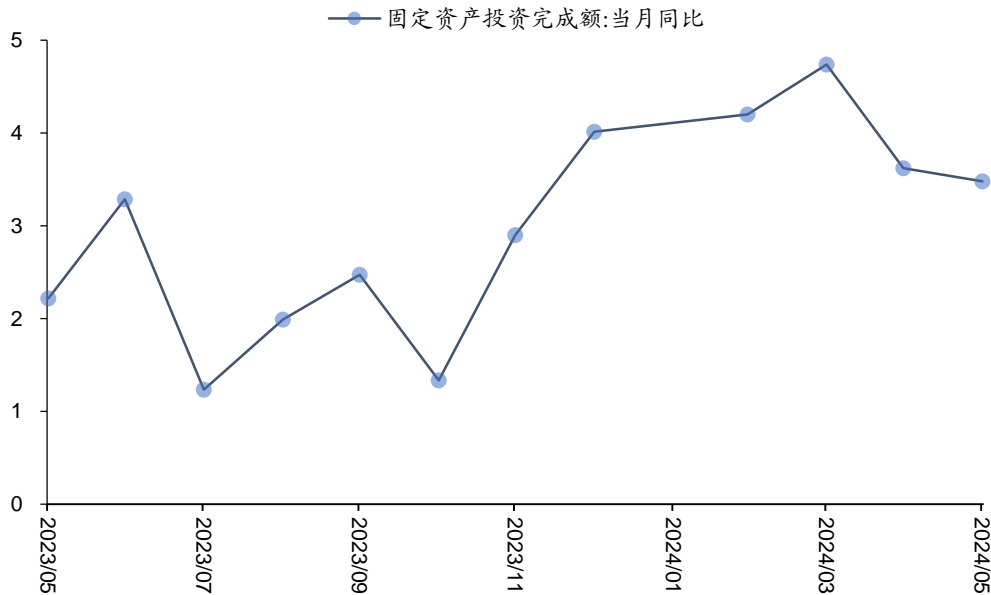


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

制造业持续支撑整体投资

- 1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.0%，持续下行且低于市场预期。5月单月，固定资产投资同比录得3.5%，相比前值同样有所回落。可以从两个角度去理解5月份固定资产投资增速的放缓：一则，基数走高，表现为去年5月份固定资产投资环比增长0.86%；第二，当期数值的走低，表现为今年5月份环比下降0.04%。
- **制造业拉动继续领先。**比较各分项同比增速，制造业投资>基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业，下同）>房地产开发投资的局面在本月延续。同比增速的边际变化同样也反映了这一点，5月制造业投资同比提速，基建则有所放缓，房地产投资增速则是在负增长区进一步下探。根据国家统计局表述，1-5月份制造业投资同比增长9.6%，快于全部投资对全部投资增长贡献率达到57.3%。



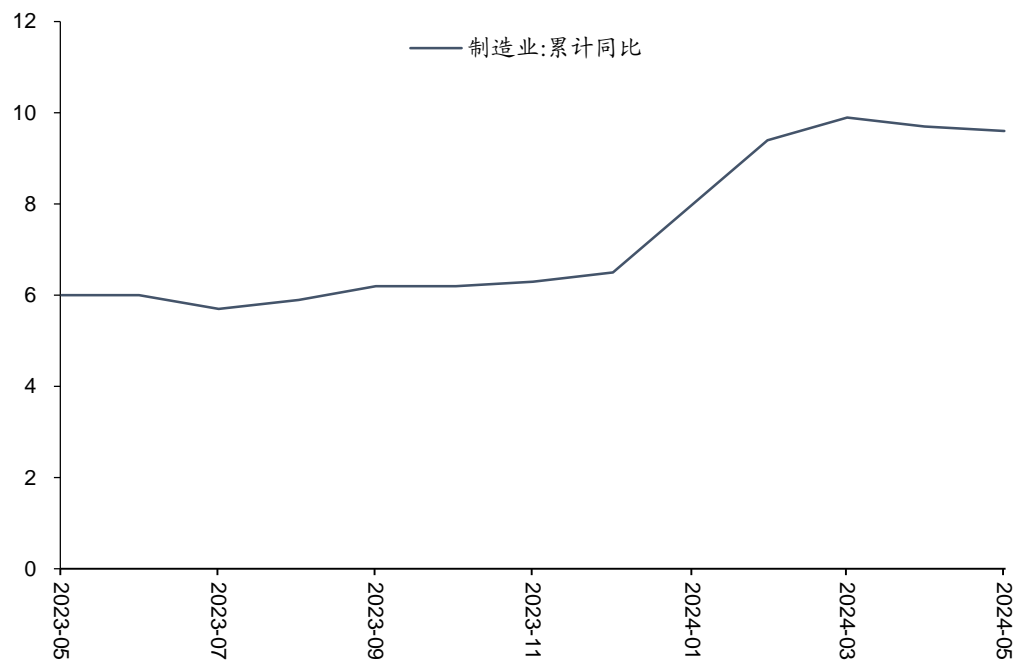
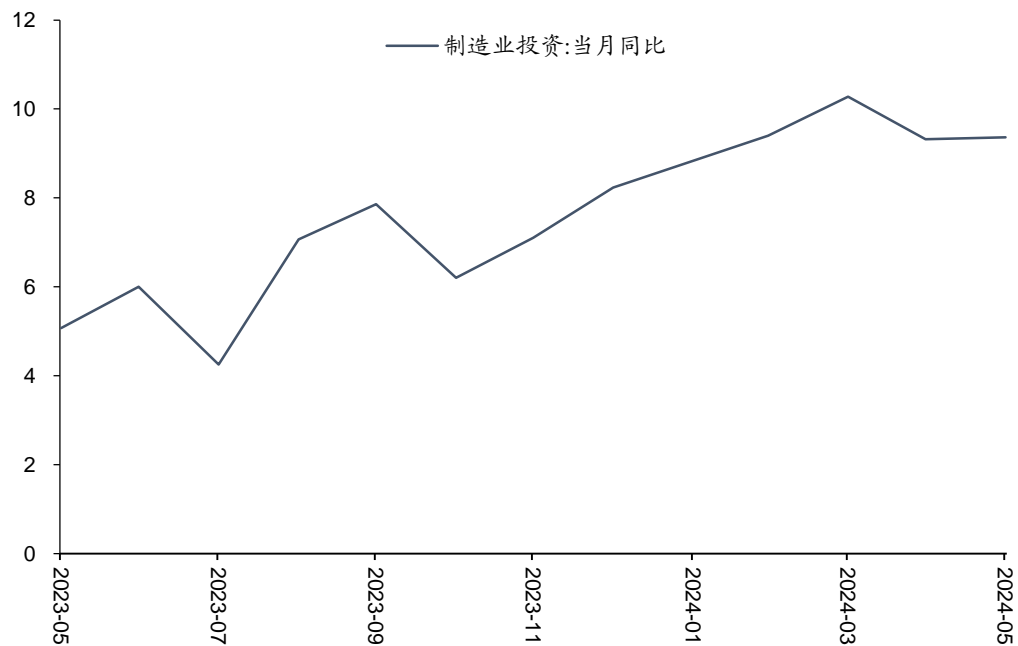
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

制造业持续支撑整体投资

制造业投资方面，

- 整体增速略有反弹。5月制造业投资同比小幅上行至9.4%。具体结构而言，计算机通信、通用设备、专用设备、电气机械等高科技行业拉动较强，与新质生产力的发展及海外补库带动国内出口的趋势相对应，也与本月PMI中相关制造业行业的高景气相互印证。



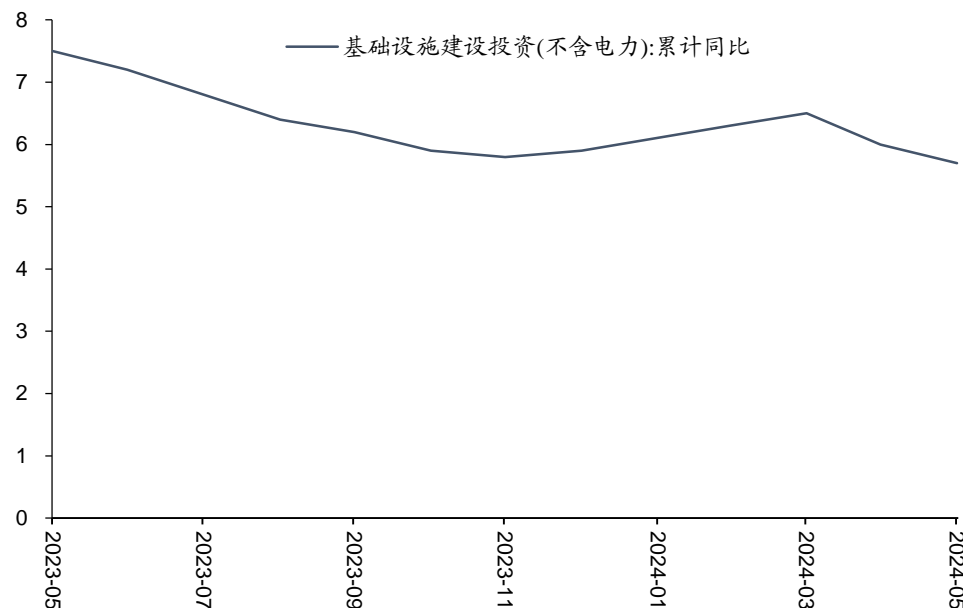
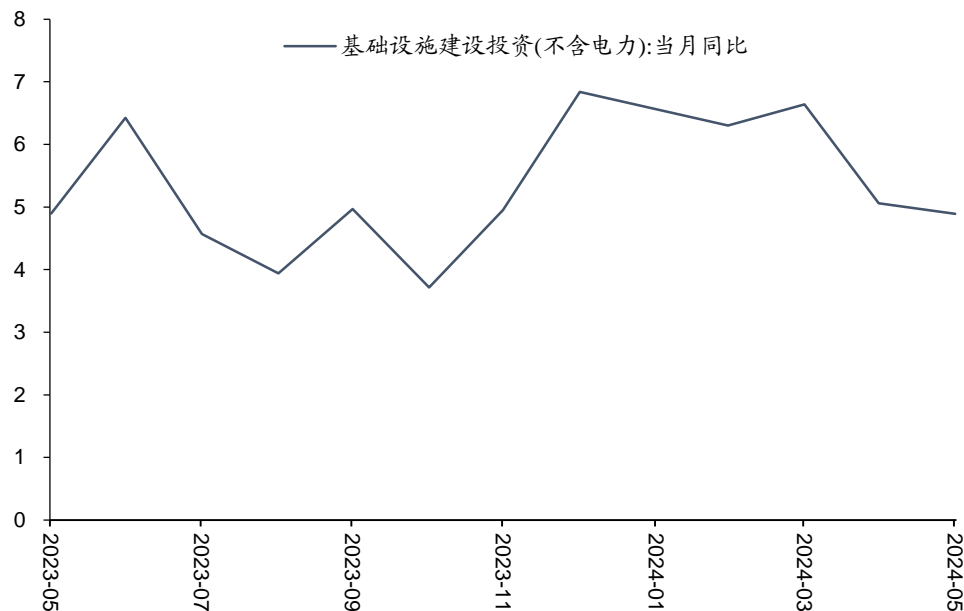
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

制造业持续支撑整体投资

基建投资方面,

➢ 5月新口径下的基建投资单月同比相比前值回落0.2个百分点至4.9%，狭义基建投资增长进一步放缓。从基建相关的高频数据来看，5月份基建的发力并不强劲，沥青开工率还是处于较低位且不及去年同期。值得注意的是，5月政府发债提速，与基建投资的表现似乎并不一致。对此我们认为，政府债券融资是基建项目的重要资金来源，但发债到项目落地的传导需要时间，本月加速发行债券所募集的资金或在后期才能到位继而在基建投资上得到体现。

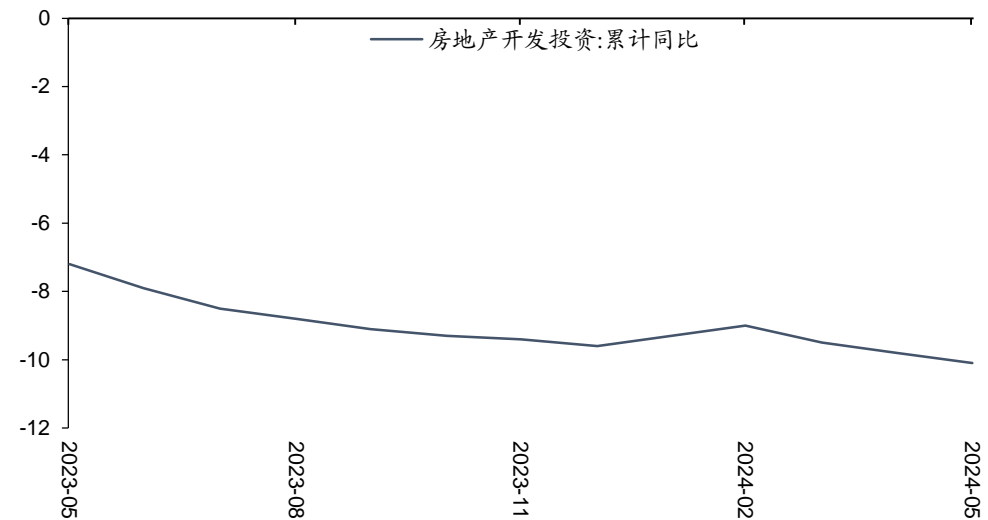
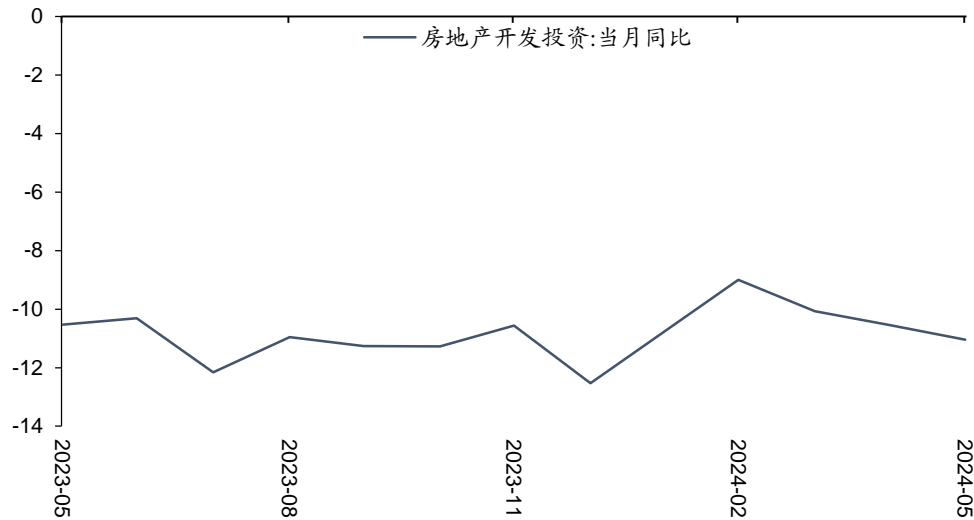


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03 制造业持续支撑整体投资

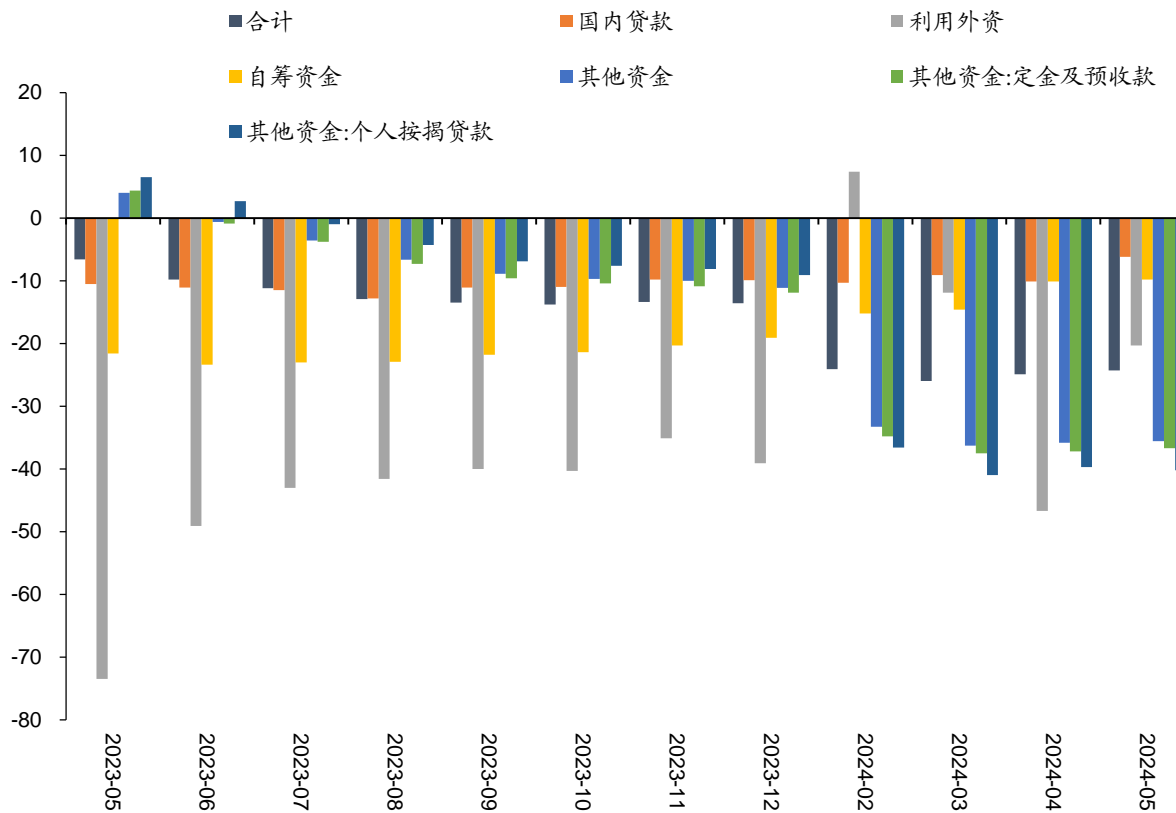
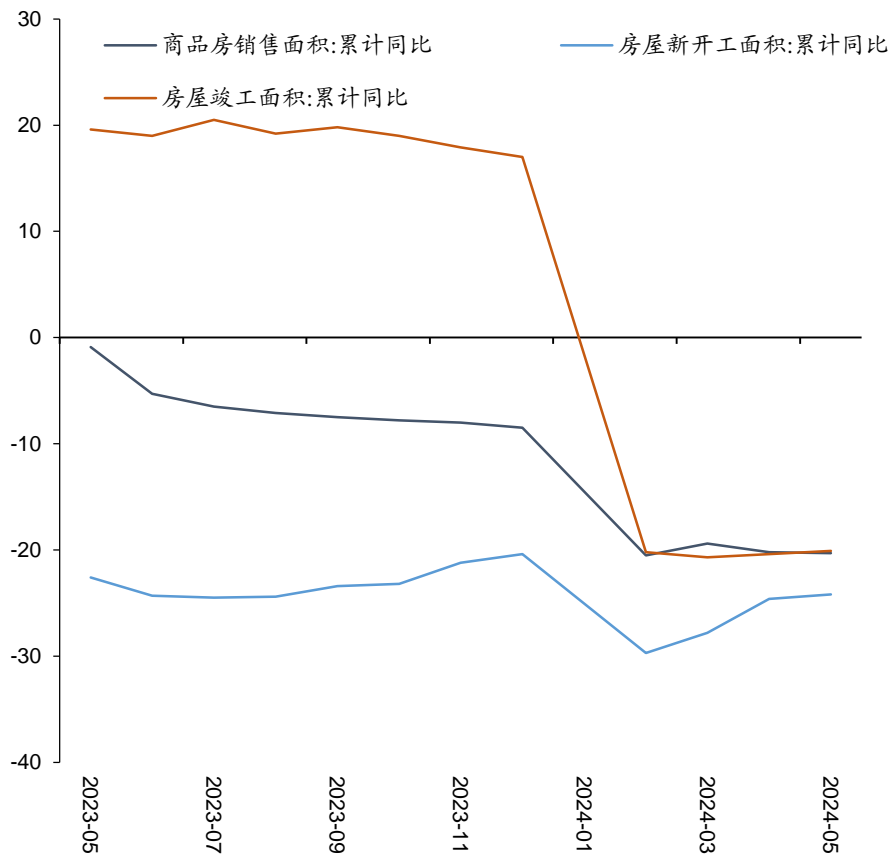
房地产开发投资方面，

- 5月房地产开发投资降幅持续扩大，单月同比下降0.5个百分点至-11.0%。房地产依旧是整体投资的主要拖累。
- 从前端销售来看，销售额以及销售面积单月同比小幅收窄但仍处低位，多项地产新政的施行还未在销售端起到明显提振效果，由此房企对于新开工及投资也是较为谨慎，两项数据的单月同比进一步下降。对于地产销售的低迷表现，我们认为第一，政策效果的显现需要时间，第二，在居民收入预期以及对房价预期都不算乐观的现实背景下，地产刺激政策的实际效果可能也需要观察。因此在新房销售拐点出现之前，地产投资的弱势运行也难见到缓和，对于整体投资的下拉作用还将持续。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

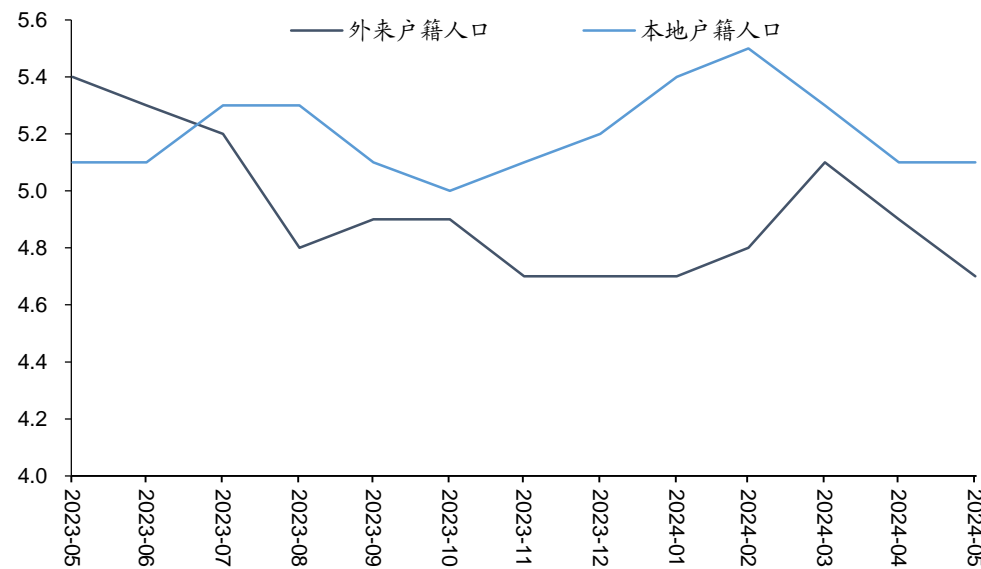
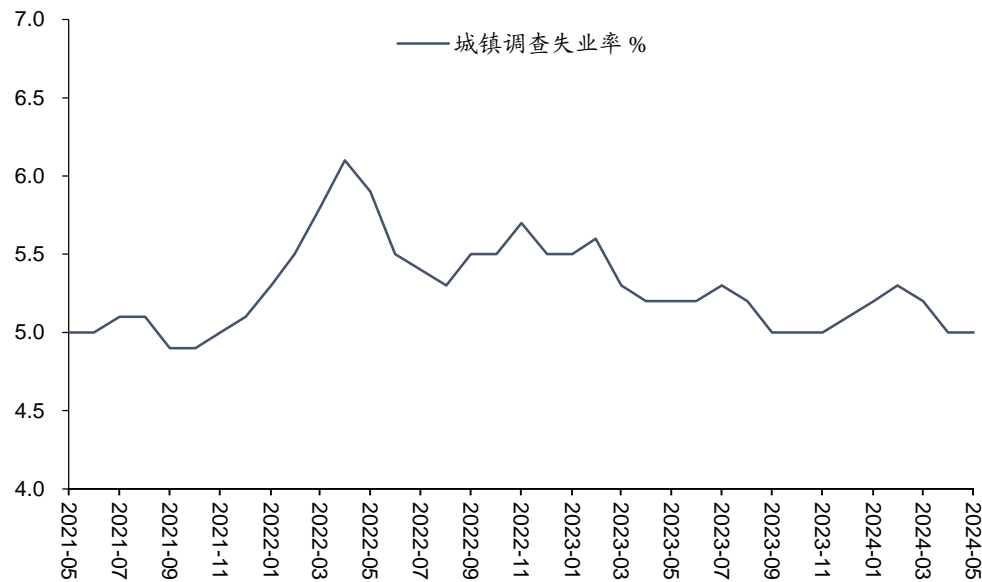
03 制造业持续支撑整体投资



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04 就业形势保持稳定

- **劳动力市场整体稳定。**就业5月全国城镇调查失业率为5.0%，与上月持平，比上年同月下降0.2个百分点；1-5月份，全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年同期下降0.3个百分点。
- **大城市与外来户籍劳动力就业边际改善。**31个大城市城镇调查失业率为4.9%，较前值下降0.1个百分点，同比下降0.6个百分点；5月外来户籍劳动力失业率4.7%，比上个月下降0.2个百分点，同比下降0.7个百分点，其中外来农业户籍劳动力失业率4.5%，与上个月持平，同比下降0.4个百分点。
- **仍需关注就业的总量压力和结构性矛盾。**根据国家统计局表述，目前国内就业“仍面临不少挑战和困难”、“总量压力和结构性矛盾并存”。对于青年等重点群体的就业支持或是未来就业政策的重点。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示：

- 稳增长政策落地节奏不及预期。
- 地缘政治不确定性。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证和证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。