



2024年5月经济数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

内需修复偏慢，更多是“节奏”问题

事件：

2024年5月，规模以上工业增加值同比5.6%、预期6%、前值6.7%；社会消费品零售总额同比3.7%、预期4.5%、前值2.3%；固定资产投资累计同比4%、预期4.2%、前值4.2%。

核心观点：内需修复偏慢，更多是“节奏”问题

5月数据总体呈现外需强于内需，外需带动下工业生产仍保持较高“景气”。5月，出口同比边际回升6.1个百分点至7.6%，表现强于国内需求项。出口带动下，工业增加值保持增长势头，季调环比0.3%、当月同比小幅回落1.1个百分点至5.6%；细分行业中，尤其是计算机通信、运输设备、有色金属等出口较快增长行业，生产强度更高。

内需修复偏慢，与稳增长政策“时滞”有关，尤以基建投资偏弱为表征。前5月，新增专项债发行进度仅29.8%，明显低于正常年份的48.5%；加之土地财政显著低预期等（前4月国有土地出让收入同比下降10.4%），广义财政支出增速一路下行至-2.3%。公共设施投资增速的明显下滑或与之相关（5月当月低至-8%）。

5月中下旬以来，部分高频数据的趋势性走弱，引发市场对经济“二次探底”的担忧再度升温。相关指标包括且不限于全国粉磨开工率、沥青开工率、螺纹钢表观消费量、汽车全钢胎开工率等；在地产政策密集出台的背景下，5月下旬以来新房销售、二手房挂牌价等拐头向下。此外，5月金融数据“塌方”，也加剧了市场的担忧。

需要注意的是，5月以来财政政策的加速或已启动，后续紧密跟踪稳增长效果的滞后体现。5月发债节奏已有加快迹象，政府债券融资1.2万亿元、占新增社融近6成，拆分结构看国债、地方债分别是6910亿元、5350亿元左右。过去几年规律显示，货币金融对经济影响减弱，经济运行节奏与财政支出节奏紧密相关。

除此以外，设备更新与消费品以旧换新等政策的相关效果已有一定程度体现，未来还会进一步加强。前5月，设备工器具投资同比增长17.5%，显著高于去年末的6.6%，指向设备更新需求已有所释放。5月，社零商品分项中，家电、通讯器材零售额同比分别较上月提升8.4、3.3个百分点至12.9%、16.6%，“以旧换新”政策效果也已有所体现。

在二产有韧性、三产“挤水分”背景下，预计2季度GDP增速或达到5-5.2%左右。外需复苏叠加“设备更新”带动，2季度工业生产或保持韧性。金融业增加值核算方式，参考指标由存贷款余额增速换为银行利润，短期内可能下拉三产GDP读数。中性情形下，预计2季度GDP增速或达到5-5.2%左右，对应二、三产增加值同比分别为5.8%、4.8%。

常规跟踪：工业生产保持一定强度，投资、消费表现相对平淡

生产：工业生产边际回落，服务业生产有所提升。5月，工业增加值同比较上月回落1.1个百分点至5.6%；其中制造业、电热燃降幅较大，边际均减少1.5个百分点；采矿业则较上月提升1.6个百分点。主要行业中，煤炭采选、黑色金属加工等行业涨幅较大。此外，服务业生产有所回升，5月当月同比4.8%、较上月提升1.3个百分点。

投资：固定资产投资略有回落，制造业投资维持韧性。5月，固定资产投资当月同比3.5%、较4月回落0.1个百分点。其中，基建投资当月同比较4月下月滑2.1个百分点至3.8%；制造业投资保持韧性，运输设备、计算机通信、汽车等装备制造制造业投资改善幅度较大；地产投资累计同比-10.1%、降幅较上月增加0.3个百分点。

消费：社零有所回升，商品消费涨幅较大。5月，社零同比3.7%、较上月提升1.4个百分点。其中，商品零售、餐饮同比分别较上月提升1.6、0.6个百分点至3.6%、5%。分品类看，化妆品、文化办公、家用电器等可选消费改善幅度较明显，三大行业分别较4月上升21.4、8.7、8.4个百分点。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：内需修复偏慢更多是节奏问题.....	4
2、常规跟踪：工业生产保持一定强度，投资、消费表现相对平淡.....	8
风险提示.....	12

图表目录

图表 1： 5 月，出口增速较前值明显上升	4
图表 2： 5 月，出口较快增长行业的生产强度更高	4
图表 3： 1-5 月，新增专项债发行进度仅 29.8%.....	4
图表 4： 5 月，公共设施投资增速进一步下滑.....	4
图表 5： 2024 年初国有土地出让收支均明显下滑.....	5
图表 6： 5 月，广义财政支出同比下降 5.3%.....	5
图表 7： 6 月以来，粉磨开工率表现仍偏弱.....	5
图表 8： 6 月以来，沥青开工率进一步下滑.....	5
图表 9： 6 月以来，地产销售持续走弱.....	5
图表 10： M1 进一步下探至历史低位.....	5
图表 11： 5 月，社融分项数据情况（亿元）.....	6
图表 12： 财政支出“主导”经济修复节奏.....	6
图表 13： 广义财政支出与工业生产的关联度强化.....	6
图表 14： 年初以来设备工器具投资增速明显上升.....	7
图表 15： 5 月“设备更新”相关工业品产量高增.....	7
图表 16： 5 月，家电、通讯器材零售额涨幅扩大.....	7
图表 17： 5 月乘用车零售销量低于去年同期水平.....	7
图表 18： 中游设备制造生产维持“高景气”.....	8
图表 19： 2023 年中游设备制造营收占比升至 41.9%.....	8
图表 20： 过往金融业增加值核算参考存贷款余额增速.....	8
图表 21： 优化后金融业增加值核算参考银行利润指标.....	8
图表 22： 5 月，工业增加值边际回落.....	9
图表 23： 5 月，煤炭采选、黑色金属加工业生产表现较好.....	9
图表 24： 5 月，服务业生产指数有所回升.....	9
图表 25： 5 月，服务业 PMI 指数小幅上涨.....	9
图表 26： 5 月，固定资产投资增速回落.....	9
图表 27： 5 月，水利环境投资小幅回升.....	9



图表 28: 5 月, 制造业投资增速保持韧性.....	10
图表 29: 5 月装备制造业投资改善幅度较大.....	10
图表 30: 5 月, 房地产投资增速边际下滑.....	10
图表 31: 5 月, 新房销售同比有较大回落.....	10
图表 32: 5 月, 社零有所回升.....	11
图表 33: 5 月, 化妆品贡献显著增加.....	11
图表 34: 5 月, 城、乡消费均延续回升.....	11
图表 35: 5 月, 网上消费增速边际好转.....	11
图表 36: 5 月, 城镇调查失业率持平上月.....	11
图表 37: 5 月, 外来户籍人口就业有所改善.....	11

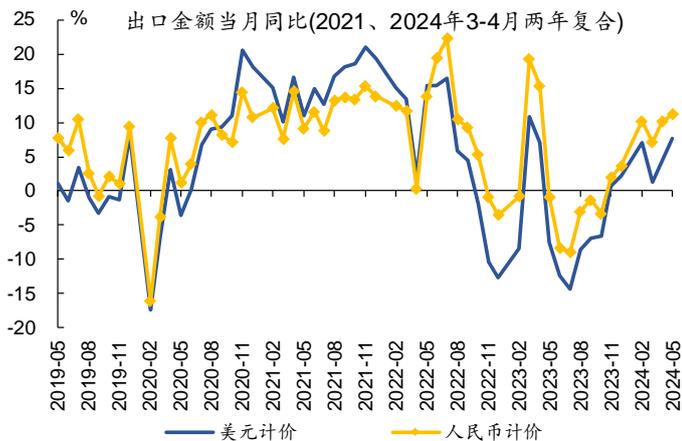


事件：2024年5月，规模以上工业增加值同比5.6%、预期6%、前值6.7%；社会消费品零售总额同比3.7%、预期4.5%、前值2.3%；固定资产投资累计同比4%、预期4.2%、前值4.2%。

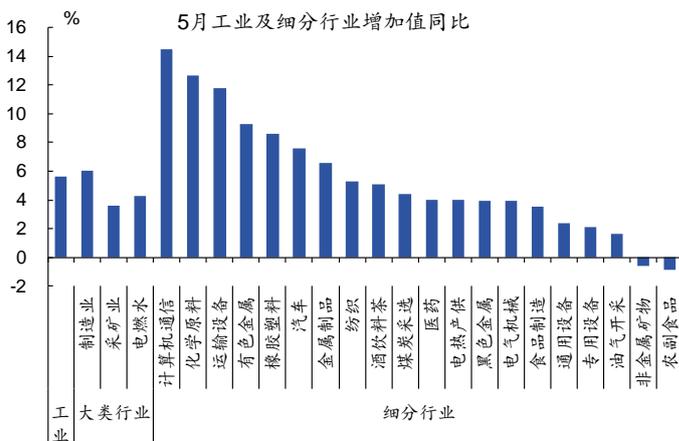
1、核心观点：内需修复偏慢更多是节奏问题

5月数据总体呈现外需强于内需，外需带动下工业生产仍保持较高“景气”。5月，美元计价的出口金额同比增长7.6%、较上月大幅回升6.1个百分点，表现强于国内需求项。出口带动下，工业增加值仍保持增长势头，5月季调环比0.3%，当月同比较上月回落1.1个百分点至5.6%；细分行业中，尤其是计算机通信、运输设备、有色金属、橡胶塑料等出口较快增长行业，生产强度更高，5月增加值同比分别录得14.5%、11.8%、9.3%、8.6%。

图表1：5月，出口增速较前值明显上升



图表2：5月，出口较快增长行业的生产强度更高

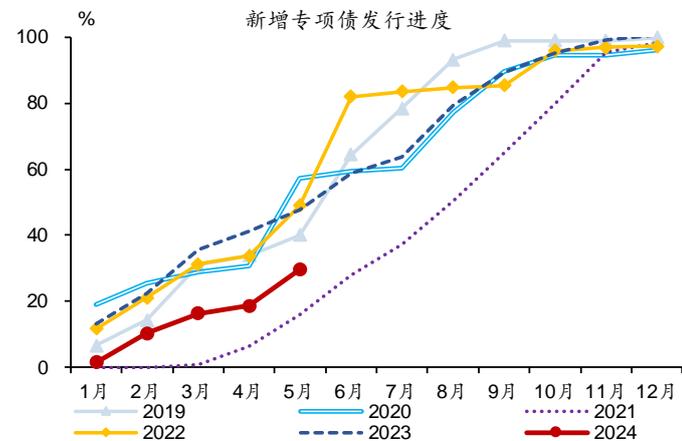


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

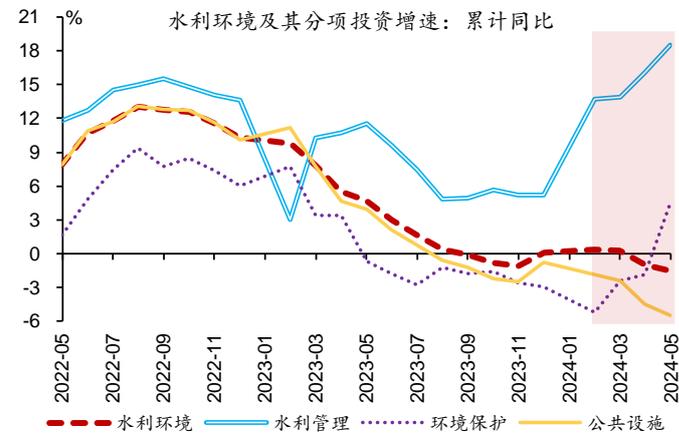
内需修复偏慢，与稳增长政策“时滞”有关，尤以基建投资偏弱为表征。前5月，新增专项债发行进度仅29.8%，明显低于正常年份的48.5%；加之土地财政显著低预期等，前4月国有土地出让收入同比下降10.4%、低于2024年全年政府性基金收入的目标增速0.1%，广义财政支出增速一路下行至-2.3%。公共设施投资增速的明显下滑或与之相关（5月当月低至-8%）。

图表3：1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%



来源：Wind、国金证券研究所

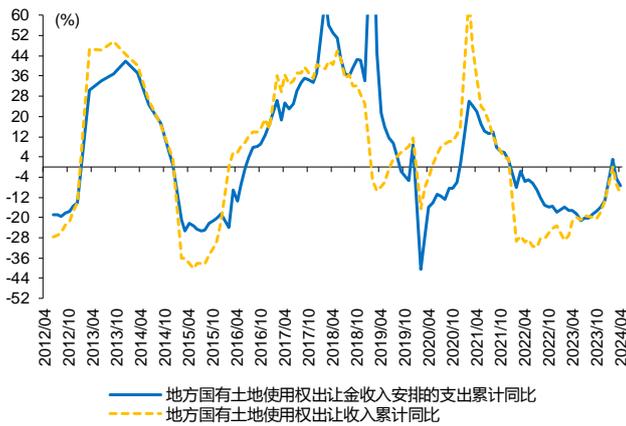
图表4：5月，公共设施投资增速进一步下滑



来源：Wind、国金证券研究所

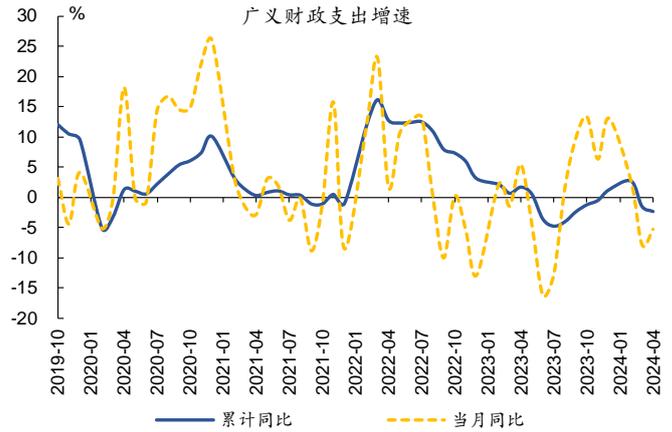


图表5: 2024年初国有土地出让收支均明显下滑



来源: Wind、国金证券研究所

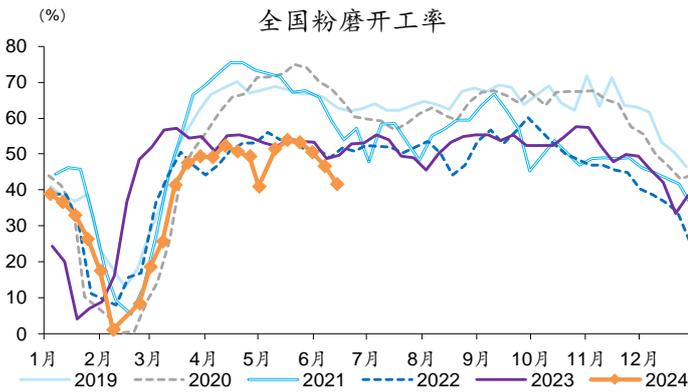
图表6: 5月, 广义财政支出同比下降5.3%



来源: Wind、国金证券研究所

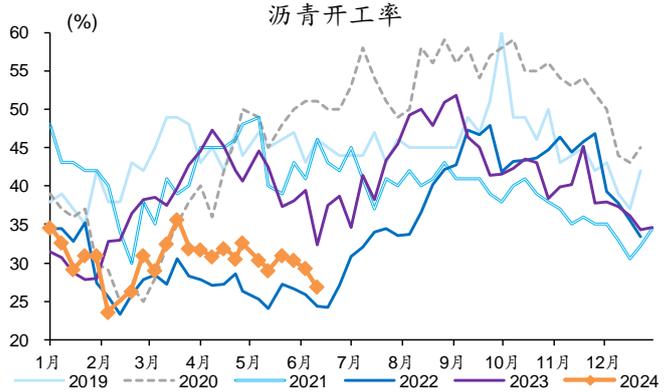
5月中下旬以来, 部分高频数据的趋势性走弱, 引发市场对经济“二次探底”的担忧再度升温。相关指标包括且不限于全国粉磨开工率、沥青开工率、螺纹钢表观消费量、汽车全钢胎开工率等; 在地产政策密集出台的背景下, 5月下旬以来新房销售、二手房挂牌价等拐头向下。此外, 5月金融数据“塌方”, 也加剧了市场的担忧; M1同比-4.2%、创新低。

图表7: 6月以来, 粉磨开工率表现仍偏弱



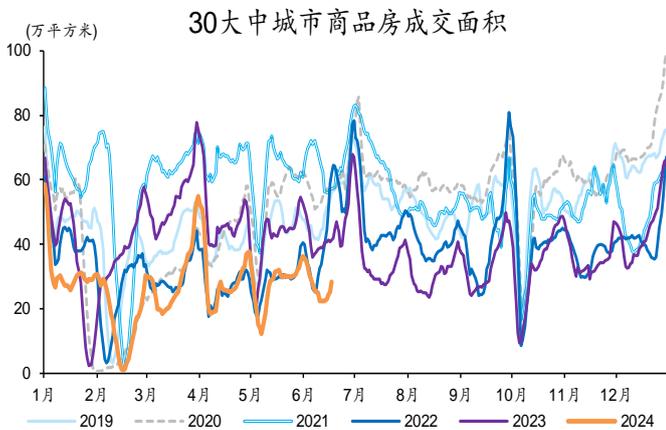
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 6月以来, 沥青开工率进一步下滑



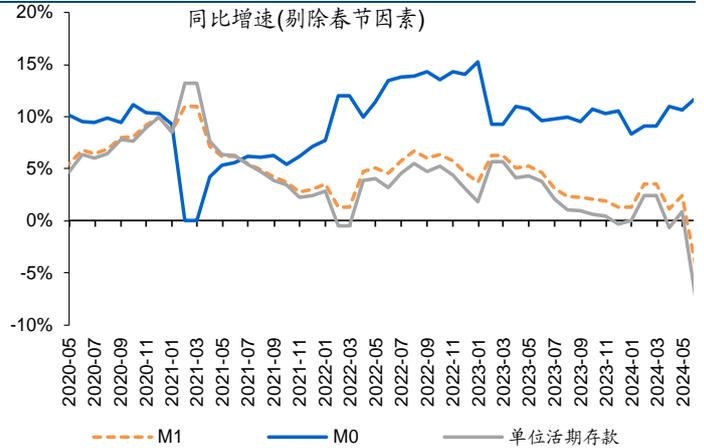
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 6月以来, 地产销售持续走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: M1进一步下探至历史低位



来源: Wind、国金证券研究所



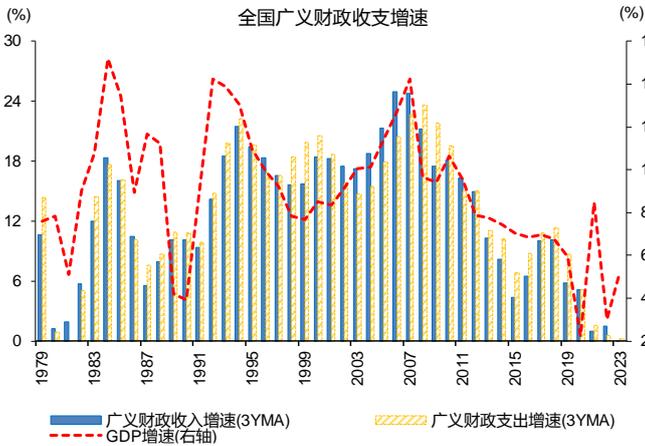
需要注意的是,5月以来财政政策的加速或已启动,后续紧密跟踪稳增长效果的滞后体现。5月发债节奏已有加快迹象,政府债券融资1.2万亿元、占新增社融近6成,拆分结构看国债、地方债分别是6910亿元、5350亿元左右。过去几年规律显示,货币金融对经济影响减弱,经济运行节奏与财政支出节奏紧密相关;伴随着财政发力节奏的加快,稳增长政策效果或将滞后体现,后续需要紧密跟踪。

图表11: 5月,社融分项数据情况(亿元)

月份	社会融资规模	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券
2023-05	15,560	12,219	-338	35	303	-1,795	-2,144	753	5,571
2023-06	42,265	32,413	-191	-56	-154	-691	2,249	700	5,371
2023-07	5,366	364	-339	8	230	-1,963	1,290	786	4,109
2023-08	31,279	13,412	-201	97	-221	1,129	2,788	1,036	11,759
2023-09	41,326	25,369	-583	208	402	2,397	650	326	9,920
2023-10	18,441	4,837	152	-429	393	-2,536	1,178	321	15,638
2023-11	24,554	11,120	-357	-386	197	202	1,388	359	11,512
2023-12	19,326	11,092	-635	-43	347	-1,865	-2,741	508	9,324
2024-01	64,734	48,401	989	-359	732	5,636	4,320	422	2,947
2024-02	14,959	9,773	-9	-172	571	-3,686	1,423	114	6,011
2024-03	48,335	32,920	543	-465	681	3,552	4,237	227	4,626
2024-04	-658	3,349	-310	89	142	-4,490	1,707	186	-937
2024-05	20,648	8,197	-487	-9	224	-1,330	285	111	12,266
较上月	21306	11957	-382	111	623	1268	-2138	-710	-1839
较去年同期	5088	-4022	-149	-44	-79	465	2429	-642	6695

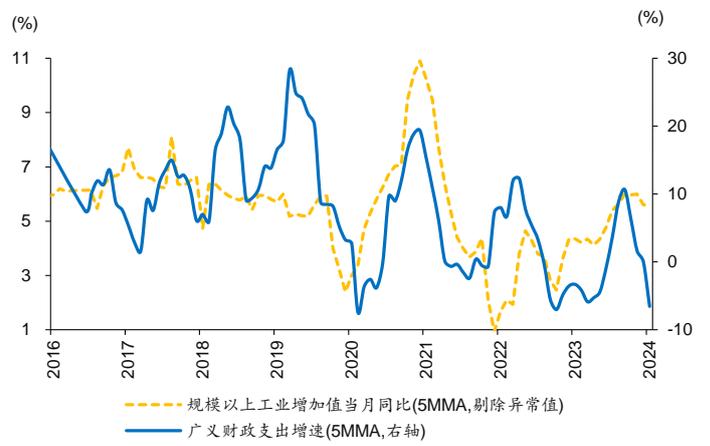
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 财政支出“主导”经济修复节奏



来源: iFind、国金证券研究所

图表13: 广义财政支出与工业生产的关联度强化

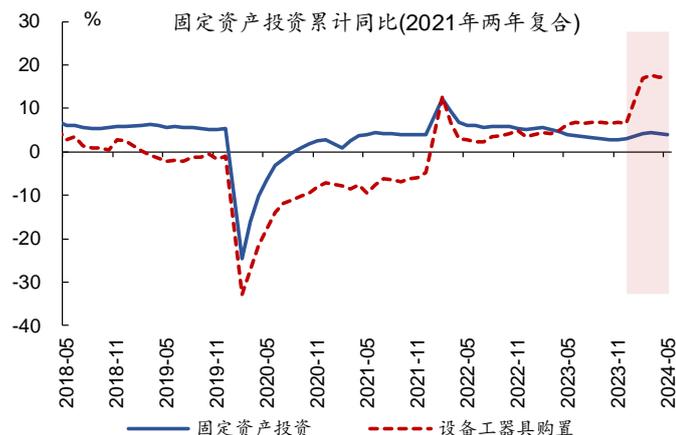


来源: iFind、国金证券研究所

除此以外,设备更新与消费品以旧换新等政策的相关效果已有一定程度体现,未来还会进一步加强。前5月,设备工器具投资同比增长17.5%,显著高于去年末的6.6%,指向设备更新需求已有所释放;5月工业机器人、集成电路等“智能、数字化转型”相关设备产量,同比分别实现14.1%、17.3%的较快增长。假期带动下,5月社零同比边际回升1.4个百分点至3.7%。消费品以旧换新政策效果或已有所体现;商品分项中,家电、通讯器材零售额同比分别较上月提升8.4、3.3个百分点至12.9%、16.6%,汽车零售降幅较上月收窄1.2个百分点至-4.4%、主要受到高基数压制。

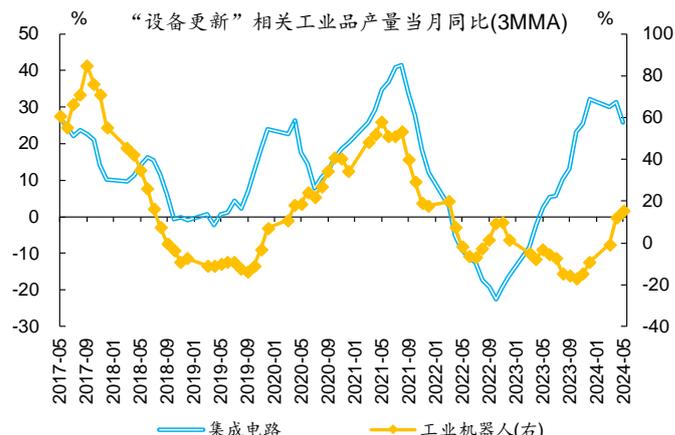


图表14: 年初以来设备工器具投资增速明显上升



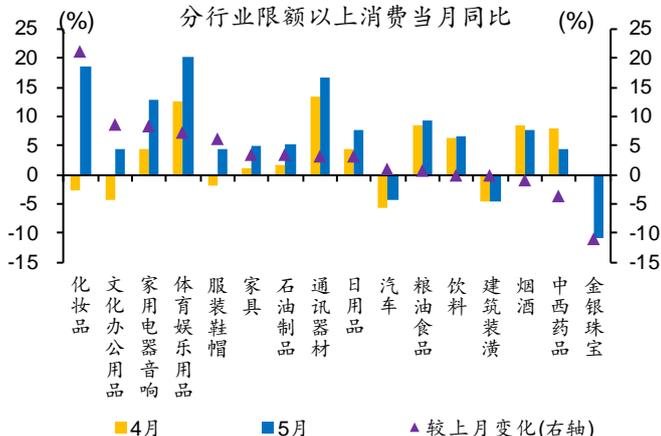
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 5月“设备更新”相关工业品产量高增



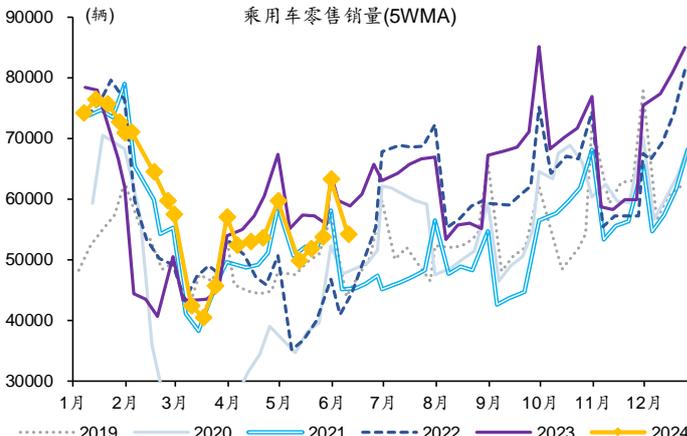
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 5月, 家电、通讯器材零售额涨幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 5月乘用车零售销量低于去年同期水平

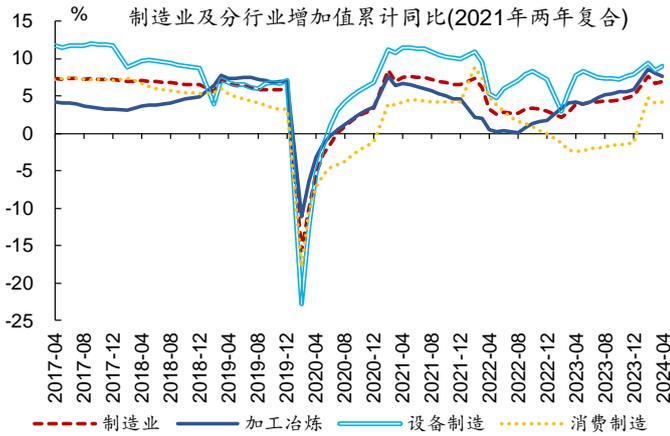


来源: iFind、国金证券研究所

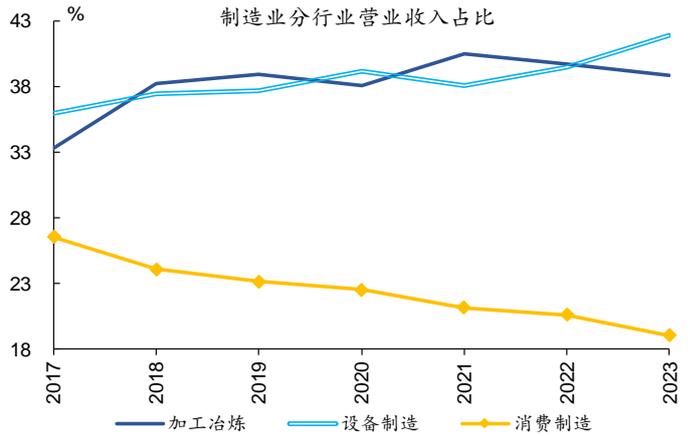
在二产有韧性、三产挤水分背景下, 预计2季度GDP增速或达到5-5.2%左右。本轮出口改善较多、同时作为“设备更新”主要生产行业的增加值涨幅较大, 对于工业生产的带动强化, 典型如汽车、运输设备、通用设备等; 外需支撑下, 2季度工业生产或保持韧性。金融业“挤水分”等因素作用下, 2季度三产GDP或有一定回调压力。过往金融业增加值季度核算主要参考存贷款余额增速, 优化后的核算方式主要参考银行利润指标, 短期内可能下拉三产GDP读数; 2024年1季度, 银行净利润同比降至0.7%, 大幅低于存贷款余额增速的8.7%。中性情形下, 预计2季度GDP增速或达到5-5.2%左右, 对应二、三产增加值同比分别在5.8%、4.8%左右。



图表18: 中游设备制造生产维持“高景气”



图表19: 2023年中游设备制造营收占比升至41.9%



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 过往金融业增加值核算参考存贷款余额增速



图表21: 优化后金融业增加值核算参考银行利润指标



来源: Wind、国金证券研究所

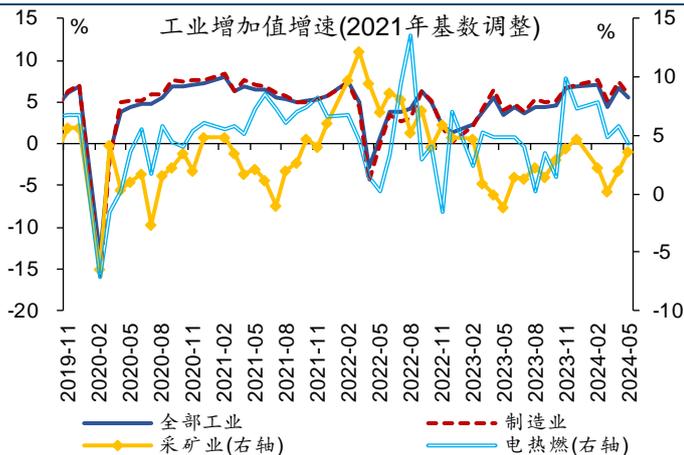
来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：工业生产保持一定强度，投资、消费表现相对平淡

生产：工业生产边际回落，服务业生产有所提升。5月，工业增加值同比较上月回落1.1个百分点至5.6%；其中制造业、电热燃降幅较大，边际均减少1.5个百分点，同比分别录得6%、4.3%；采矿业则有增加，边际提升1.6个百分点至3.6%。主要行业中，煤炭采选、黑色金属加工等行业增加值涨幅较大，同比分别较上月抬升2.9、1.9个百分点至4.4%、3.9%。此外，服务业生产有所回升，5月当月同比4.8%、较上月提升1.3个百分点。

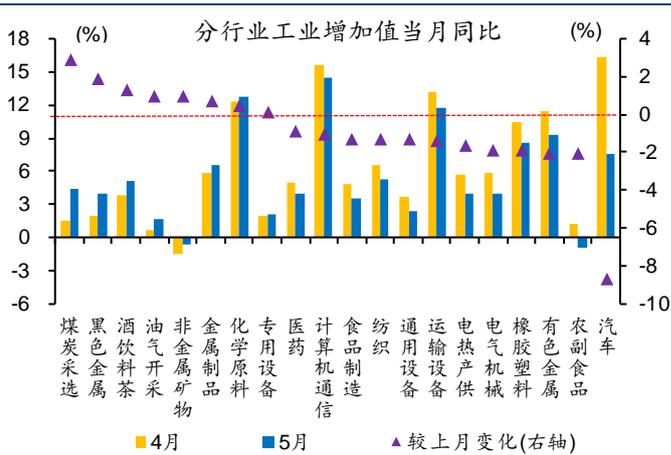


图表22: 5月, 工业增加值边际回落



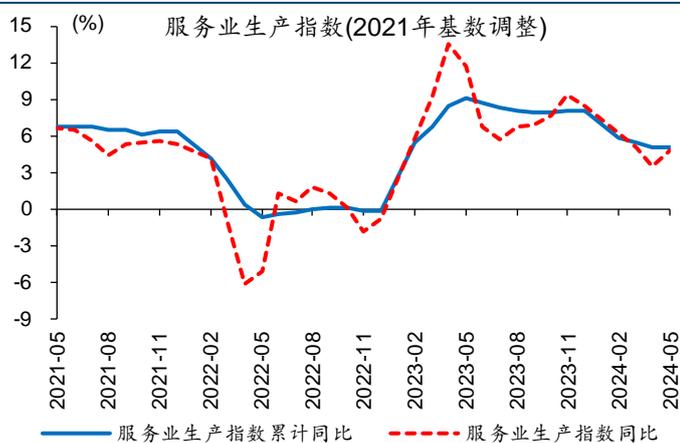
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 5月, 煤炭采选、黑色金属加工业生产表现较好



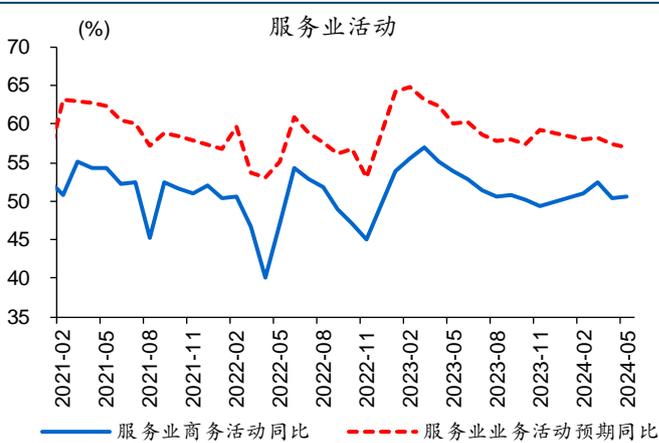
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 5月, 服务业生产指数有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

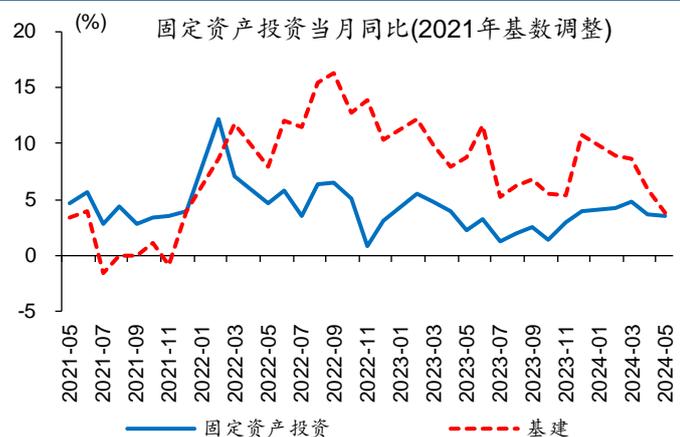
图表25: 5月, 服务业PMI指数小幅上涨



来源: Wind、国金证券研究所

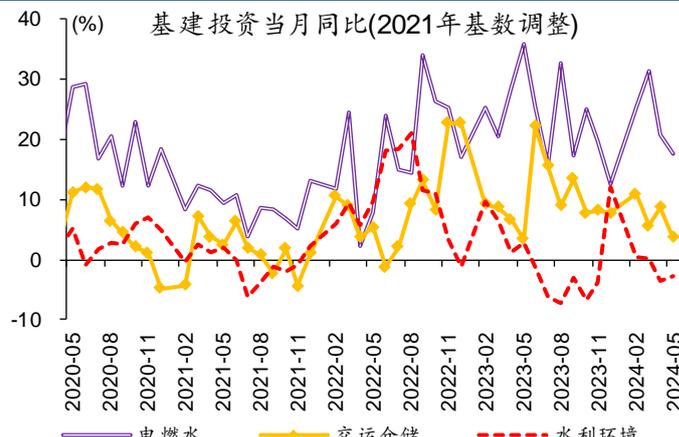
投资: 固定资产投资略有下滑, 基建投资拖累较大。5月, 固定资产投资当月同比3.5%、较4月回落0.1个百分点; 累计同比4%、较上月回落0.2个百分点。分大类看, 基建投资当月同比较4月下月2.1个百分点至3.8%。行业中交运仓储、电燃水投资有较大幅度回落, 同比分别较4月减少5、3个百分点至3.7%、17.7%; 水利环境投资则有小幅回升, 当月同比较4月增加0.9个百分点至-2.7%。

图表26: 5月, 固定资产投资增速回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 5月, 水利环境投资小幅回升

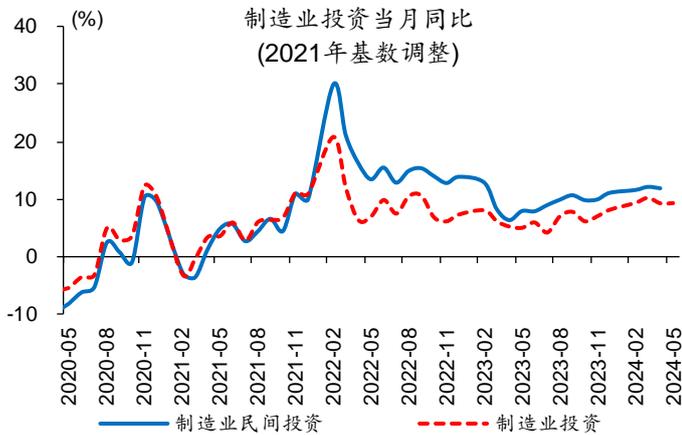


来源: Wind、国金证券研究所

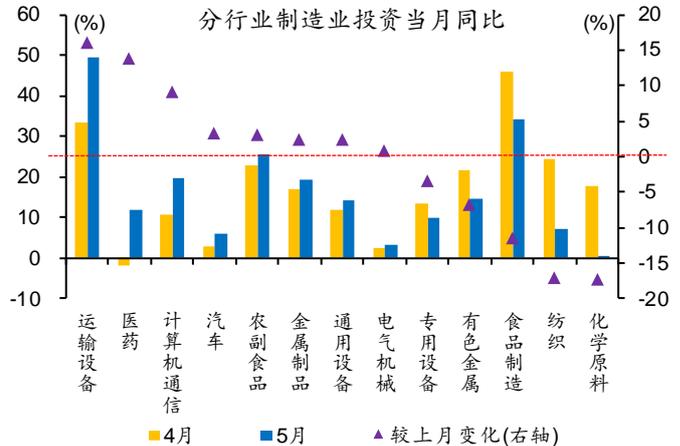


制造业投资维持韧性，装备制造业投资涨幅较大。5月，制造业投资保持韧性，当月同比较上月增加0.04个百分点至9.4%。分行业看，运输设备、计算机通信、汽车等装备制造业投资改善幅度较大，同比分别较4月增加16、9、3.3个百分点至49.6%、19.6%、6%。相较之下，化学原料、纺织、食品制造等行业投资边际回落幅度较大，同比分别较4月减少17.3、17.1、11.6个百分点至0.5%、7.3%、34.1%。

图表28: 5月，制造业投资增速保持韧性



图表29: 5月装备制造业投资改善幅度较大

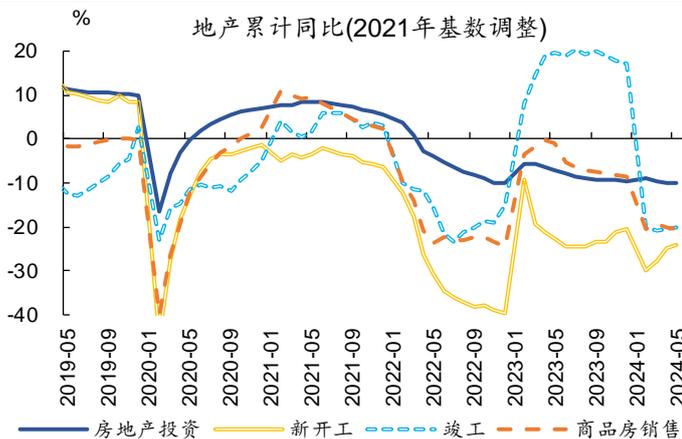


来源: Wind、国金证券研究所

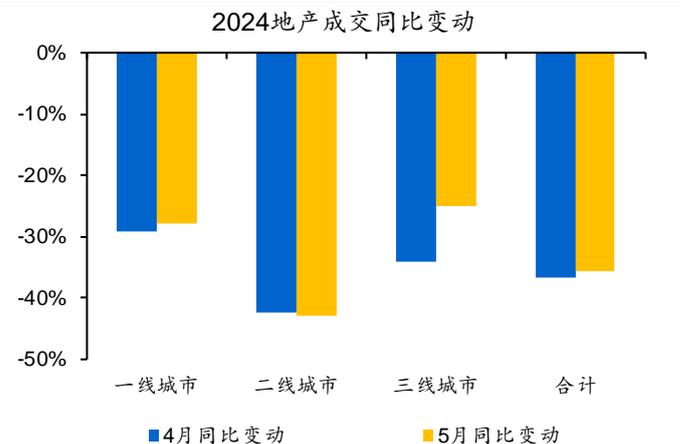
来源: Wind、国金证券研究所

地产投资降幅略有扩大，但新开工、竣工面积边际好转。5月，房地产投资累计同比-10.1%、降幅较上月增加0.3个百分点。销售端延续弱势表现，商品房销售增速较上月回落0.1个百分点至-20.3%。高频数据显示，5月新房销售同比回落35.7%，其中，一线、二线、三线城市成交均有较大幅度下滑，同比分别减少27.8%、43.1%、24.9%。作为对比，房屋新开工、竣工面积边际修复，累计同比分别较上月回升0.4、0.3个百分点至24.2%、20.1%。

图表30: 5月，房地产投资增速边际下滑



图表31: 5月，新房销售同比有较大回落



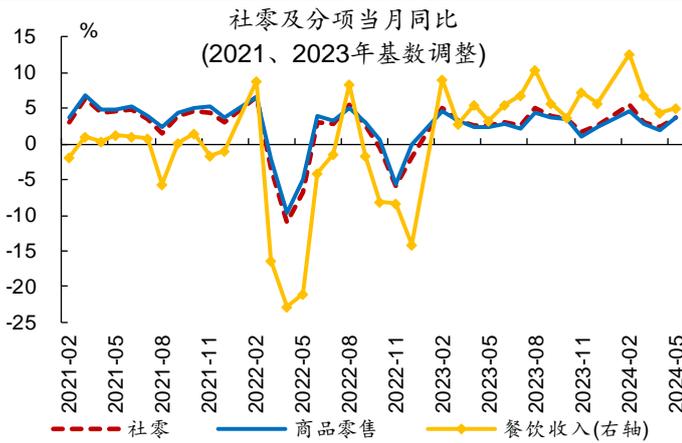
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

消费: 社零有所回升，商品消费涨幅较大。4月，社零同比3.7%、较上月提升1.4个百分点。其中，商品零售回暖幅度较大，同比较上月提升1.6个百分点至3.6%；餐饮收入有所好转，同比较上月提升0.6个百分点至5%。分品类看，化妆品消费提升显著，边际增加21.4个百分点至18.7%；文化办公、家用电器、体育娱乐用品等可选消费改善幅度也较明显，三大行业分别较4月上升8.7、8.4、7.5个百分点至4.3%、12.9%、20.2%。

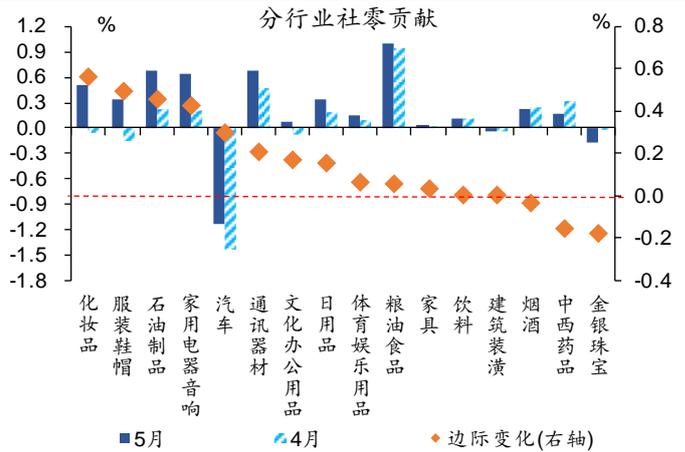


图表32: 5月, 社零有所回升



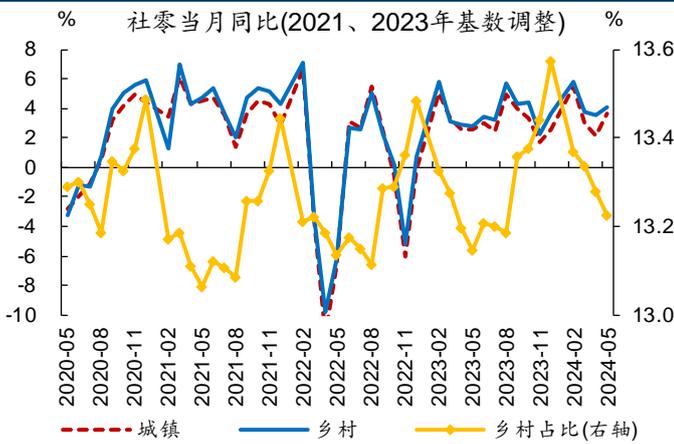
来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 5月, 化妆品贡献显著增加



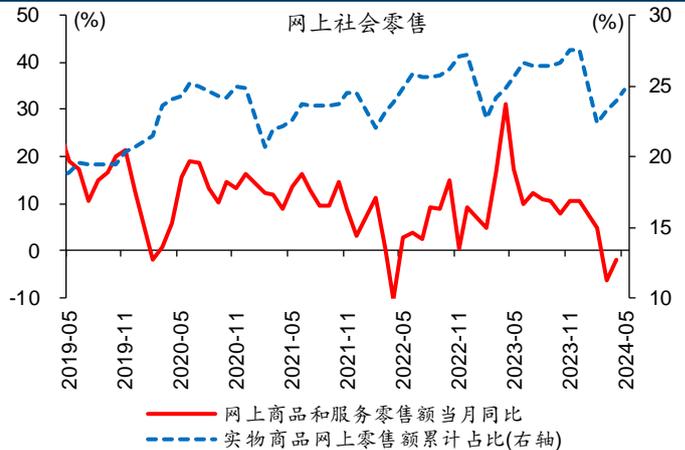
来源: iFind、国金证券研究所

图表34: 5月, 城、乡消费均延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

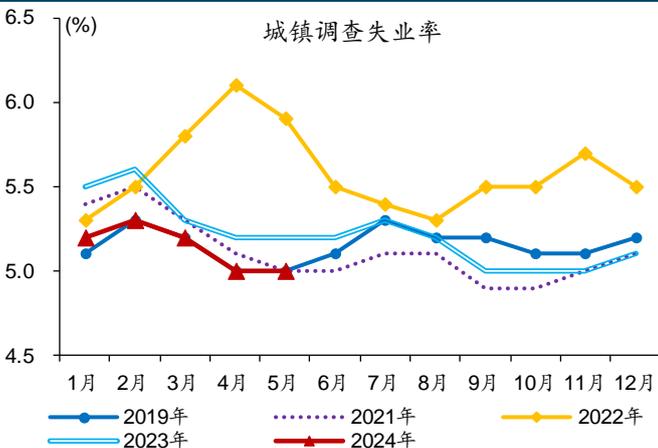
图表35: 5月, 网上消费增速边际好转



来源: Wind、国金证券研究所

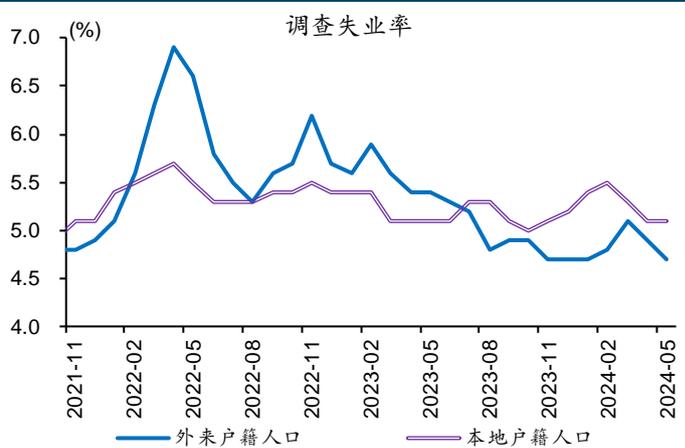
就业: 城镇调查失业率整体走平。5月, 城镇调查失业率为5%、持平上月, 低于过去四年同期水平。其中, 外来户籍人口就业有所改善, 失业率较上月减少0.2个百分点至4.7%。本地户籍人口失业率与上月一致、5月为5.1%。

图表36: 5月, 城镇调查失业率持平上月



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 5月, 外来户籍人口就业有所改善



来源: Wind、国金证券研究所



风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究