宏观点评 20240618

5 月经济：再续结构性分化态势

2024 年 06 月 18 日

证券分析师　邵翔
执业证书：S0600523010001
shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《5 月金融数据："修饰"还是"修复"？》
2024-06-15

《5 月超级核心通胀"转负"助力美联储"减负"》
2024-06-14

- **5 月依旧是制造业投资为经济吃下"定心丸"。**5 月制造业投资"一枝独秀"，而其他分项呈现了不同程度的下降。具体来说，5 月工增同比增速为 5.6%（4 月为 6.7%）、制造业投资同比增速为 9.4%（4 月为 9.3%）、广义基建投资同比增速为 3.8%（4 月为 5.9%）、地产投资同比增速为-11.0%（4 月为-10.5%）、社零同比增速为 3.7%（4 月为 2.3%），唯有制造业投资和社零在提速。**具体来看：**

- **工业：降温的主因可能是节假日错位。**2024 年 5 月工业增加值同比增速为 5.6%（4 月为 6.7%），这与 PMI 生产指数传达的信号一致，表明 5 月工业生产正在减速。**5 月工业生产量在同比增速上的减速或与工作日天数不同相关**——2024 年 4 月工作日天数同比 2023 年多了两天，而 5 月工作日天数同比 2023 年持平。

- **制造业：科技政策下，继续前行。**5 月制造业投资同比增速录得 9.4%，比起 4 月的 9.3%再次小幅提速。**制造业投资再度成为经济增长的"重头戏"，背后离不开新质生产力的发展。**通过细分行业的制造业投资表现来看，与科技相关性更高的行业（如电子设备、通用设备、专用设备、汽车制造、电气机械等行业），在 5 月都成为了制造业投资的主要拉动项。

- **基建：投资增速仍在下行通道中。**5 月广义基建投资同比增速为 3.8%（4 月为 5.9%），今年以来广义基建投资增速持续处于下行态势，**5 月广义基建投资增速已达近两年半时间以来的最低水平。**通过广义基建投资细项数据来看，5 月公用事业和交通仓储这两大板块的调降幅度都较为明显。

  广义基建增速屡屡下降的主因在于前期专项债和城投债发行规模不大。财政端的发力程度是追踪基建融资情况的最佳切入点，而财政的发力不足（新增专项债发行进度偏缓、城投债净融资规模大幅调降）也解释了目前广义基建投资增速的不断下滑。

- **地产：量价仍待修复。**5 月地产投资（当月同比下降 11.0%）与房价双双走弱，一方面，5 月下旬落地的"517 新政"对稳地产的效力尚未来得及显现；另一方面，居民扩表意愿不足，可能影响新政中住房信贷政策宽松的刺激作用，更重要的是房价预期的企稳还需等待新政中地产收储的加快推进。

  至少从建安及销售面积来看，我们尚未看到明显扭转的信号：5 月新开工、施工、竣工面积同比降幅均进一步扩大，销售面积同比降幅略有减小，5 月央行住房金融的宽松与高线城市限购放松的政策"同心合力"，政策效果率先体现在二手房交易层面，而新房销售的修复还在初期。

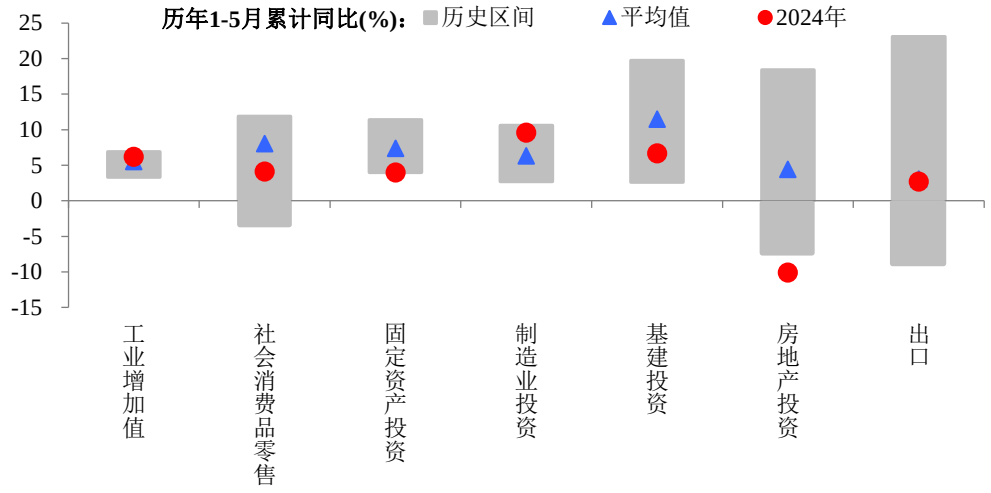
- **社零的回暖搭上了两个顺风因素。**5 月社零同比回升至 3.7%，一是五一假期与去年相比有所错位，导致今年 5 月比去年同期的节假日数量更多，这种错位可能拖累 4 月而支撑了 5 月社零同比；二是今年 618 电商促销活动相较去年提前开启 4-7 天，5 月实物商品网上零售额同比转正，对社零起到一定支撑。

  可选消费品的回暖是 5 月社零结构上的"亮点"。5 月通讯器材、家电、化妆品三个分项的拉动是主要力量，不过结合 5 月 CPI 中通讯工具及家用器具的同比为负来看，电商促销期间实物商品的"以价换量"现象依然明显。

- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

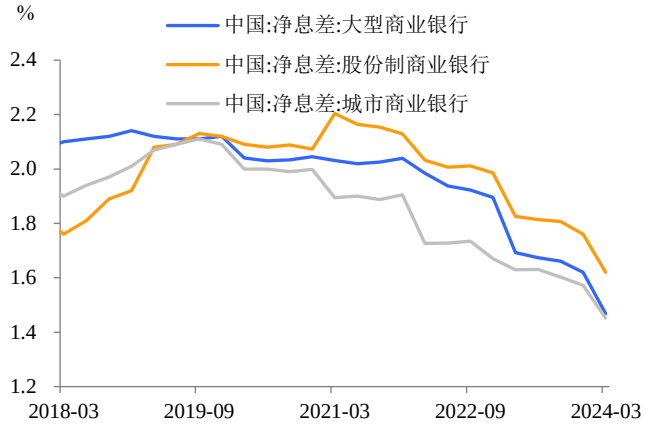
图1：制造业投资一枝独秀，其他分项都出现了不同程度的降温



注：历史区间选择的样本年份为 2015-2023 年（除 2020、2021 年）。

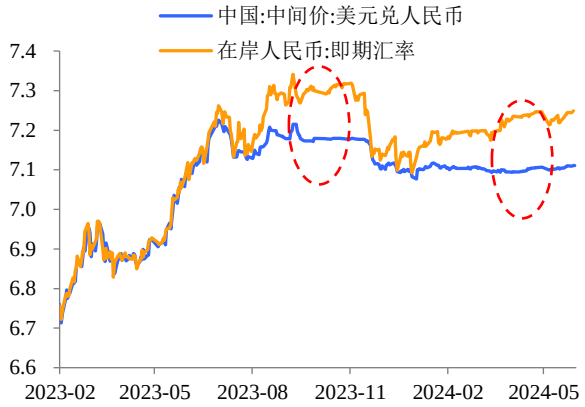
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：银行息差空间逼仄



数据来源：Wind，东吴证券研究所

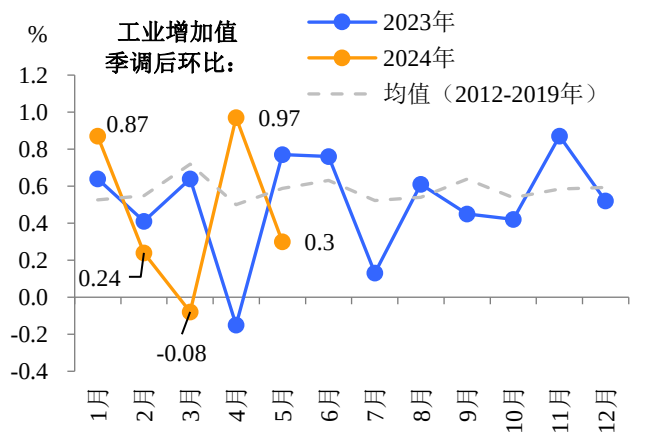
图3：人民币中间价波动收敛，汇率压力不减



数据来源：Wind，东吴证券研究所

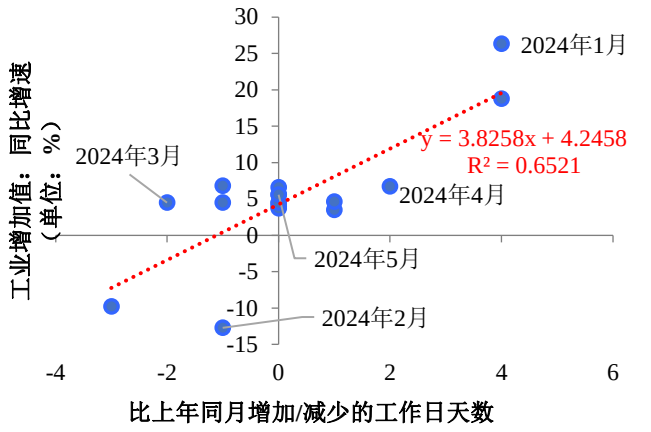
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图4：5 月工业增加值同样传来生产减速的信号



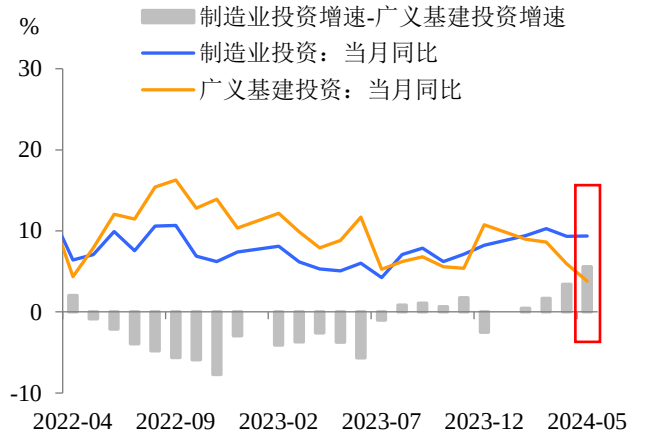
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：工业增加值受到工作日天数的影响颇大



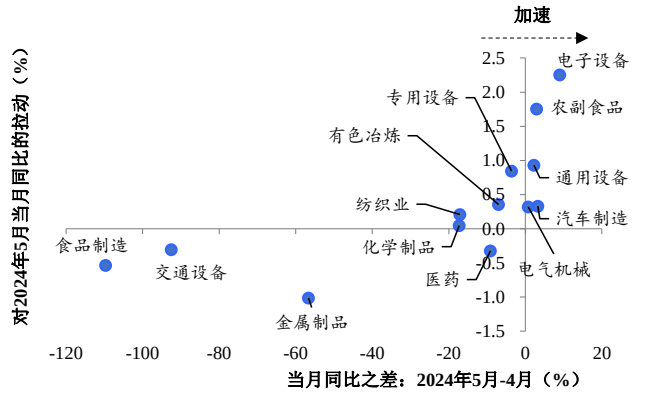
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：5 月“制造业强、基建弱”的局势变得更加明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

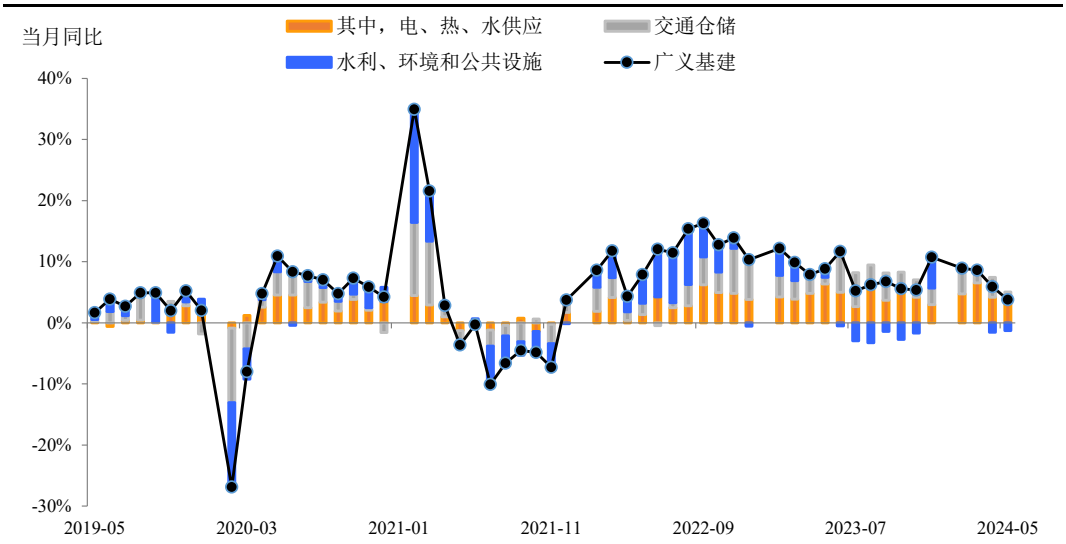
图7：“含科技量”更高的行业正引领着制造业投资前行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

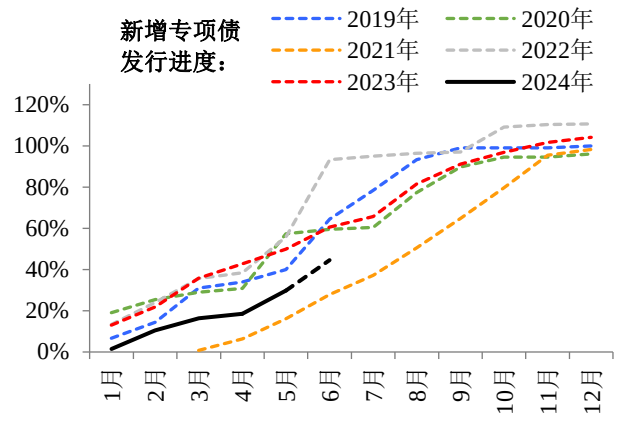
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：5 月广义基建投资同比增速再次降低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

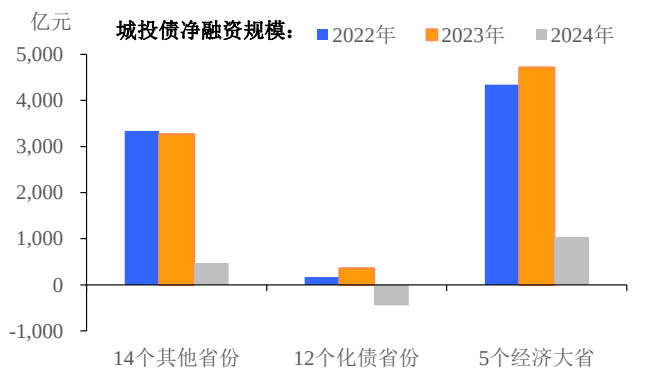
图9：现在新增专项债发行斜率变陡、但整体依旧偏缓



注：6 月数据是根据各地方政府地方债发行计划计算得出。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2024 年以 12 个重债省市为首的城投债净融资情况不佳

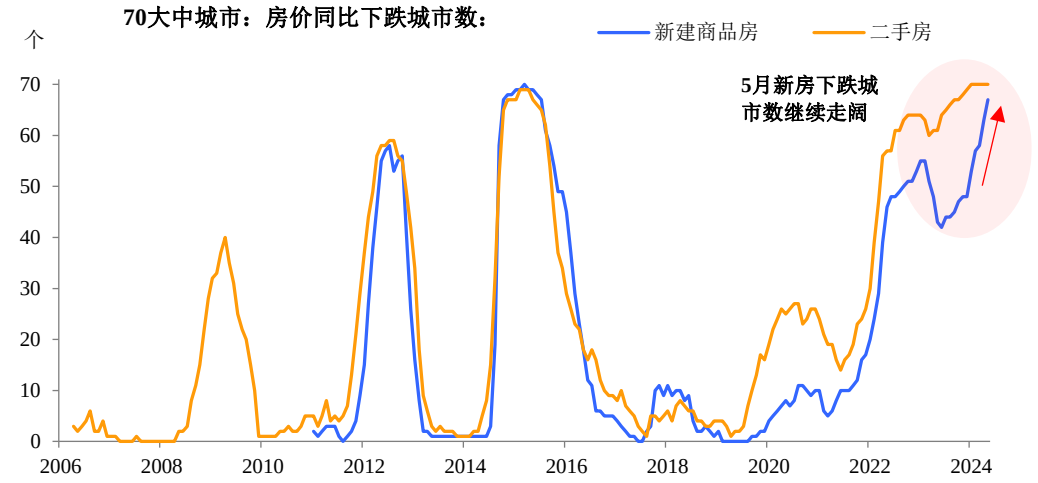


注：2024 年为 1-5 月数据。

数据来源：企业预警通，东吴证券研究所

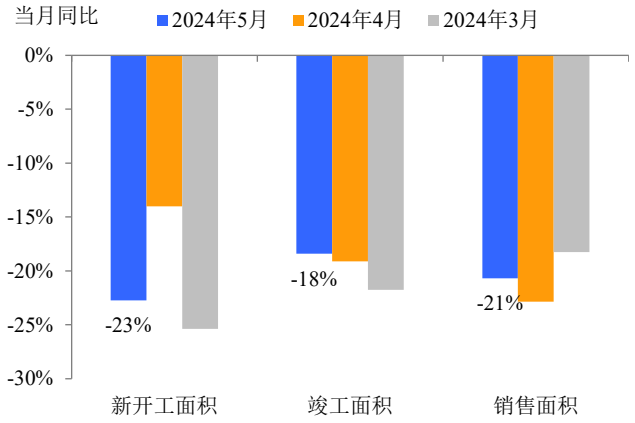
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图11：从扩散指标来看，5月房价还未企稳



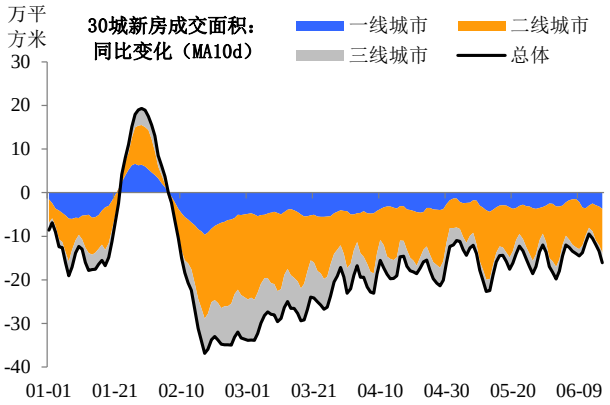
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：5月地产建安面积继续走弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

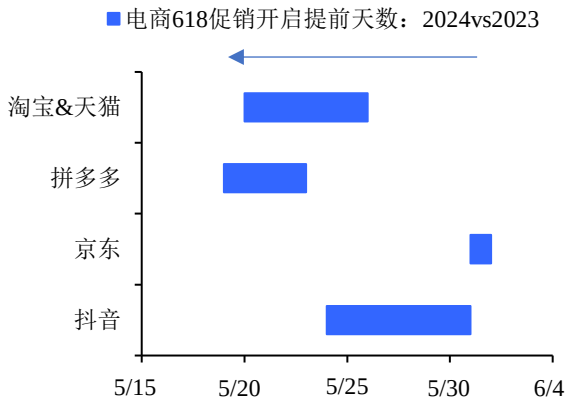
图13：地产新政落地后，新房交易还没有显著改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

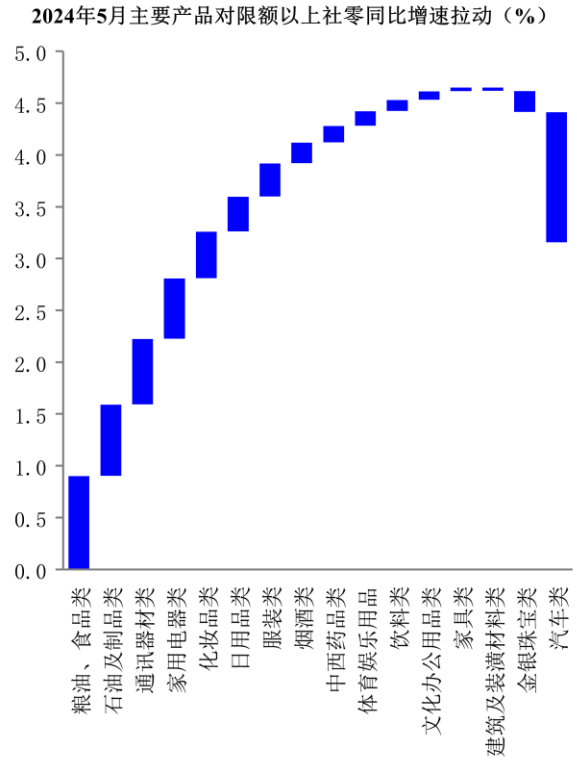
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图14：今年618促销提前至5月中下旬



数据来源：各电商平台信息，东吴证券研究所

图15：5月社零结构：部分可选消费品拉动居前



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn