



宏观点评

5月经济：总量平稳、结构分化

——2024年5月经济数据点评

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点：

- **核心观点：5月经济数据继续呈现总量平稳、结构分化特征。**根据我们测算，5月生产法实际GDP保持在目标增速之上，工业生产边际下滑仍维持强势，服务业边际改善。“制造立国”推动制造业维持高增，基建维持平稳增长，社零边际回升但整体仍弱，地产仍处于较低水平。展望未来，后续关注大规模设备更新购置及以旧换新、地产政策放松、货币及财政政策协同发力并加快落地等政策利好，有望在供需两端发力推动经济平稳增长，顺利实现全年目标。

资产配置则稳中求进，股票短期求稳、中期求进，方向上建议把握红利、资源能源、出口及出海，以及受海外科技事件催化和国内产业政策支持的科技成长方向。债券方面，在“利率曲线平坦化”与“信用利差极窄化”背景下，信用债需重新思考偿债性价比和厚尾风险，利率债Q2-Q3震荡概率较高，在配置力量主导下，10年国债Q4仍有下探至新低可能。大宗商品关注供给收缩确定性强+海外需求定价的品种，黄金仍有较强的配置价值。

- **工业生产稳中有升，仍待需求侧发力匹配：**5月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，环比增长0.30%。整体来看，5月工业增加值同比基本符合预期，工业稳增长政策效能持续释放支撑供给，大规模设备更新和消费品以旧换新、地产政策加码扩围、政府债发行加速形成实物工作量、海外降息临近外需较强等支撑需求，宏观政策持续性明显较好，效能持续释放有望带动6月到下半年工业生产继续保持较高增速。
- **预计5月实际GDP同比增长5.1%：**根据5月工业增加值、服务业生产指数和往年第一产业GDP同比，预计5月实际GDP同比增长5.1%，预计二至四季度实际GDP同比分别增长5.1%、4.9%、5.0%，全年GDP同比增长5.1%。
- **固投稳步增长，制造业是关键：**1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为4.0%。分领域看，1-5月份制造业投资累计同比增速为9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为5.7%，房地产开发投资同比增速为-10.1%。当前我国固定资产投资呈现三大特点：一是制造业投资继续高增，“科技金融”支持高技术产业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，制造业投资有望持续高增；二是基建受供给端扰动较大，5月基建开工率涨跌互现，预计在政策积极定调和落实实施下，基建投资实物工作量有望加速形成；三是地产投资降幅扩大，517地产政策加码扩围后，地产政策有待见效。从资本形成总额角度来看，当前PPI同比仍处于负增长阶段，投资对增长实际拉动相对较强。
- **五一假期多两天社零增速小幅回升，升级类商品增长较快：**2023年五一假期中仅

有三天在五月，2024年五一假期全部落在五月5月份社会消费品零售总额同比增长3.7%，受到五一假期多两天影响，增速比上月有所回升。部分升级类商品销售增长较快，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%。五一假期多两天是五月餐饮消费社零的核心支撑因素。

- **就业形势总量平稳、结构分化：**1-5月全国城镇调查失业率为5.0%，环比持平，同比下降0.2个百分点，延续前四个月失业率低于过去三年同期的态势，在经济稳步回升的过程中就业缺口也在逐步缩小。结构层面，不同群体的失业率数据分化，青年人就业是主要难点，与过去几年特征一致。随着7-8月大学毕业生进入就业市场，预计失业率短期内可能回升，三季度末到四季度有望再度回落。
- **风险提示：**(1) 政策推进力度及效果不及预期或出现政策转向；(2) 地产下行风险超预期；(3) 地产增量政策落地不及预期。

内容目录

1. 2024 年 1-5 月宏观经济延续回升向好态势	5
2. 工业稳增长政策效能持续释放，需求端慢变量提振效果值得期待	7
3. 固投稳步增长，制造业是关键	10
3.1 “科技金融”支持高技术产业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，年内制造业投资有望保持高增	10
3.2 5 月基建平稳增长，后续关注政策落地	12
3.3 地产投资负增速走阔，地产政策效果待现	14
4. 五一假期多增两天社零增速小幅回升，升级类商品增长较快	16
5. 就业形势总量平稳、结构分化	18
6. 风险提示	20

图表目录

图 1: 主要经济指标运行情况概览 (2024.01-2024.05)	6
图 2: 生产法 GDP 同比及预测	6
图 3: 1-5 月工业增加值累计同比+6.2%	8
图 4: 1-5 月工业增加值分行业累计同比: 原材料加工业和装备制造业领先, 十大行业稳增长效果显著	9
图 5: PPI 领先固定资产投资价格指数	10
图 6: 固定资产投资完成额分产业: 制造业累计同比较高	10
图 7: 固定资产投资完成额分行业: 第二产业累计同比较高	11
图 8: 高新技术产业引领制造业投资加速增长	12
图 9: 1-5 月地产投资累计增速-10.1%	15
图 10: 2024 年 5 月全国商品房待售面积居历史高位	15
图 11: 2024 年 5 月全国主要城市去化周期、同比及环比	15
图 12: 2010 年以来地产分环节数据 (万方) 及同比变动 (%)	16
图 13: 5 月社会消费品零售总额同比+3.7%	17
图 14: 5 月餐饮收入同比增加 6.0 个百分点	18
图 15: 限额以上企业零售额中汽车、建材和金银珠宝同比均负增	18
图 16: 5 月全国城镇调查失业率为 5.0%, 环比持平	19
图 17: 青年人失业率明显高于整体失业率	19
表 1: 2023 年下半年一系列工业稳增长政策及其持续效果	9

1. 2024 年 1-5 月宏观经济延续回升向好态势

5 月国民经济运行延续回升向好态势。经济内生动能继续修复，生产需求平稳增长，就业物价总体向好，经济运行总体呈现平稳态势。

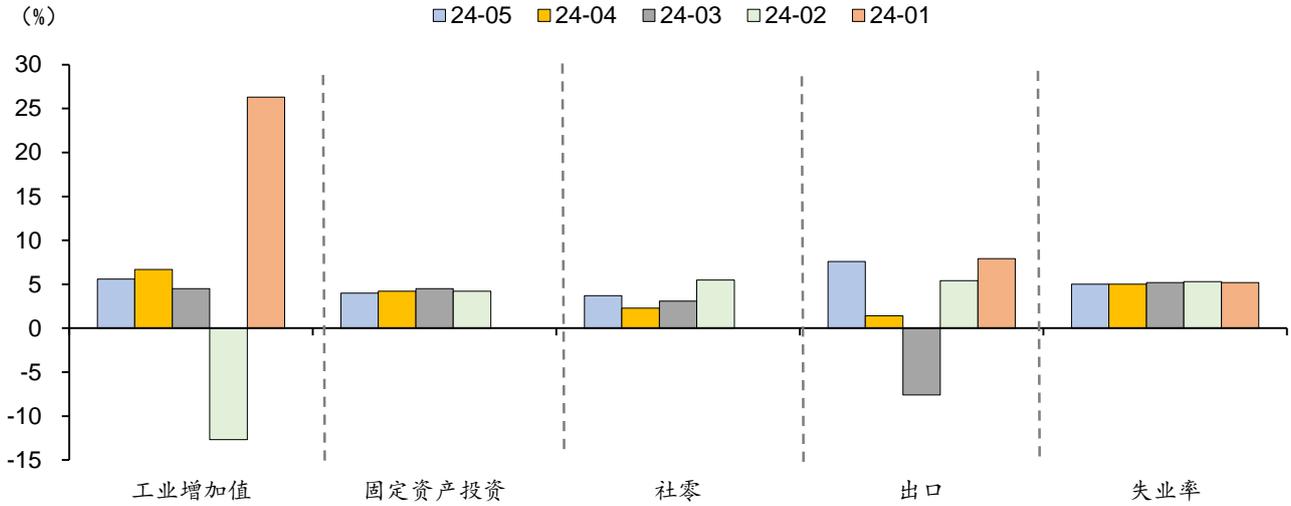
供给端，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，环比增长 0.30%。整体来看，5 月工业增加值同比基本符合预期，工业稳增长政策效能持续释放支撑供给，大规模设备更新和消费品以旧换新、地产政策加码扩围、政府债发行加速形成实物工作量、海外降息临近外需较强等支撑需求，宏观政策持续性明显较好，效能持续释放有望带动 6 月到下半年工业生产继续保持较高增速。

需求端，5 月份社会消费品零售总额同比增长 3.7%，受到今年五一假期全部落在五月影响（2024 年五一假期全部落在 5 月，2023 年有 2 天落在 4 月），增速比上月有所回升。我们预计，“去地产化”带来的负财富效应冲击居民消费能力和消费意愿，消费者预期指数处于历史低位，消费市场存在一定的改善空间。“赏花经济”和“夏日经济”持续升温，消费结构性亮点频繁出现，预计今年文旅消费或继续升温：在政策方面，消费品以旧换新政策支持汽车和家电消费，地产政策加码扩围有助于降低对消费层面的扰动，另一方面也有助于催化新的消费业态。

投资端，据国家统计局数据，1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.0%。分领域看，1-5 月份制造业投资累计同比增速为 9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 5.7%，房地产开发投资同比增速为-10.1%。当前我国固定资产投资呈现三大特点：一是制造业投资继续高增，“科技金融”支持高技术产业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，制造业投资有望持续高增；二是基建受供给端扰动较大，5 月基建开工率涨跌互现，预计在政策积极定调和落实实施下，基建投资实物工作量有望加速形成；三是地产投资降幅扩大，517 地产政策加码扩围后，地产政策有待见效。从资本形成总额角度来看，当前 PPI 同比仍处于负增长阶段，投资对增长的实际拉动相对较强。

根据 5 月工业增加值、服务业生产指数和往年第一产业 GDP 同比，预计 5 月实际 GDP 同比增长 5.1%，预计二至四季度实际 GDP 同比分别增长 5.1%、4.9%、5.0%，全年 GDP 同比增长 5.1%。

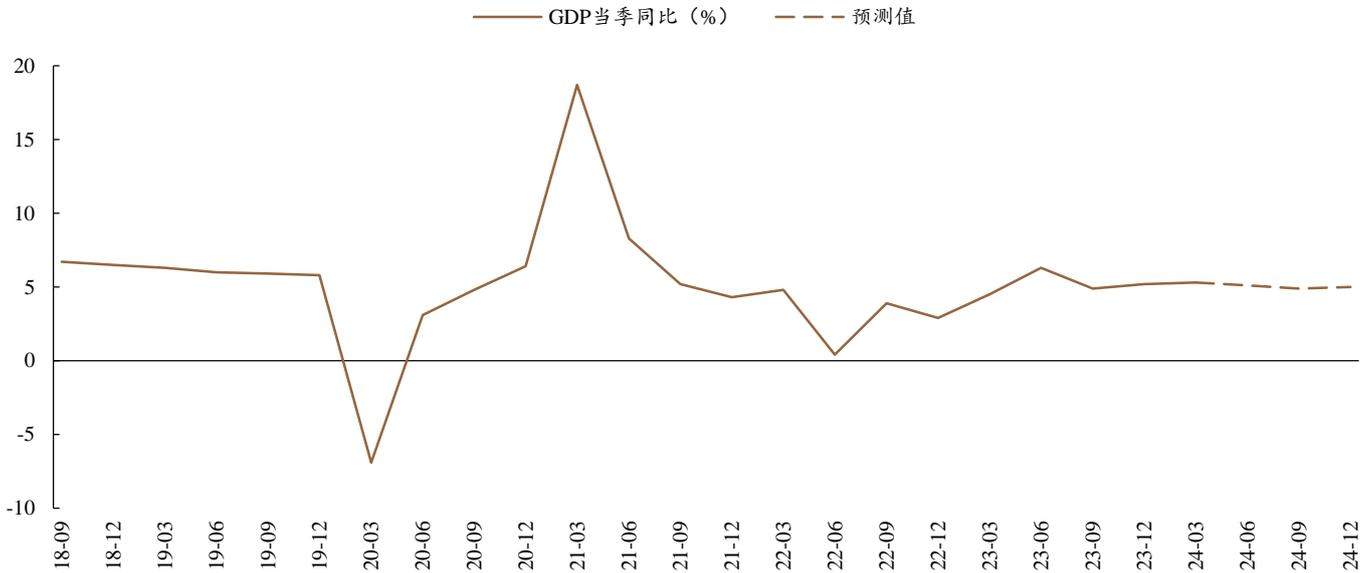
图 1：主要经济指标运行情况概览（2024.01-2024.05）



资料来源：Wind，德邦研究所

注：投资类项目是累计同比增速，其他为当月同比增速，出口按美元计价

图 2：生产法 GDP 同比及预测



资料来源：Wind，德邦研究所测算

2.工业稳增长政策效能持续释放，需求端慢变量提振效果值得期待

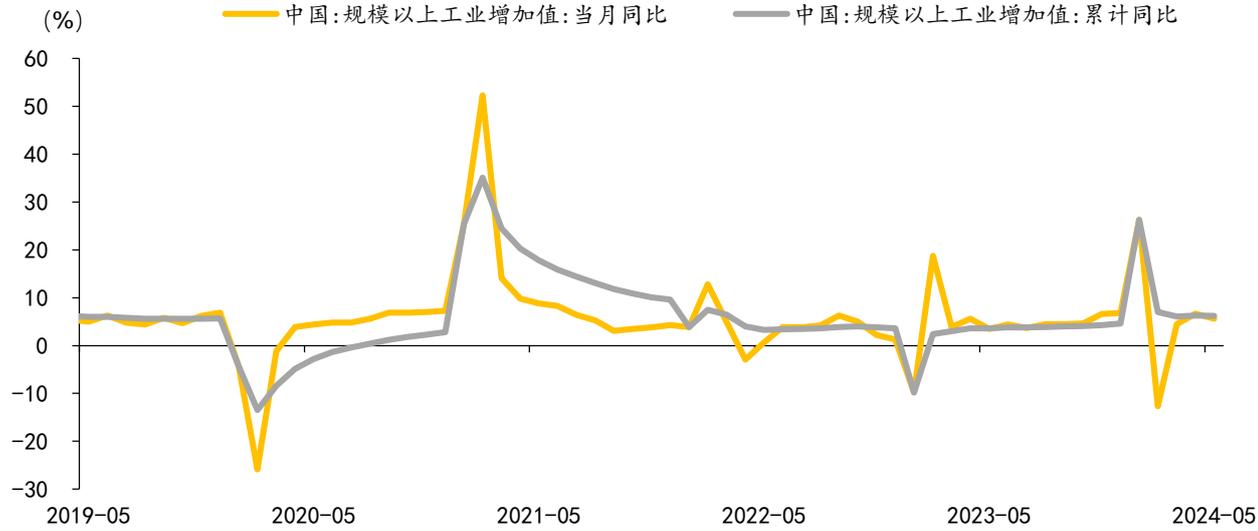
1-5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，比 1-4 月份回落 0.1 个百分点；5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，比上月回落 1.1 个百分点，环比增长 0.3%。整体来看，5 月工业增加值同比基本符合预期，考虑到近年来基数效应影响明显，以 2020-2024 年复合增速看，5 月工业增加值增长 4.6%，与 4 月 4.7% 基本持平。工业稳增长政策效能持续释放支撑供给，大规模设备更新和消费品以旧换新、地产政策加码扩围、政府债发行加速形成实物工作量、海外降息临近外需较强等支撑需求，宏观政策持续性明显较好，效能持续释放有望带动 6 月到下半年工业生产继续保持较高增速。

十大行业稳增长政策效能不断释放。我们认为，去年下半年以来工业生产端较强根源在于中国经济探索建立新动能，催化在于陆续出台的工业多个行业稳增长政策，十大行业稳增长政策出台后，各相关主管部门和各地政府陆续落实政策部署，推动政策效能释放，今年前 5 个月相关行业生产端多数较 2023 年有所扩张，大体呈现新动能行业生产强、传统动能行业生产稳的特征，十大工业行业成为工业稳增长重要抓手。

财政发力+海外降息构成内外需两大核心支撑。5 月特别国债开始发行，地方政府新增专项债发行加速，财政支出力度加大、速度加快，财政支出逐步形成实物工作量将不断释放对工业品的内需；欧央行已首次降息，市场预期美联储降息时点临近，海外降息周期全面开启之下外需预计仍将较强，6 月至下半年内外需预计均有积极因素。此外，3 月国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，4 月以来地产政策逐步加码扩围，也有助于提振工业品需求，相比于稳增长政策对生产行为的影响，需求端的变化是相对慢变量，但持续时间更长、累积效果更大，需求端提振效果值得期待。

向前看，过去三年二至三季度工业增加值复合增速较高，基数效应下今年 6-9 月工业增加值同比增速或有所回落，但复合增速或仍将维持在较高水平，四季度在基数走低影响下，工业增加值同比增速有望再度攀升。预计 Q2-Q4 工业增加值同比分别为 5.8%、5.2%和 5.3%，对应全年工业增加值同比增长 5.6%。

图 3：1-5 月工业增加值累计同比+6.2%



资料来源：Wind，德邦研究所

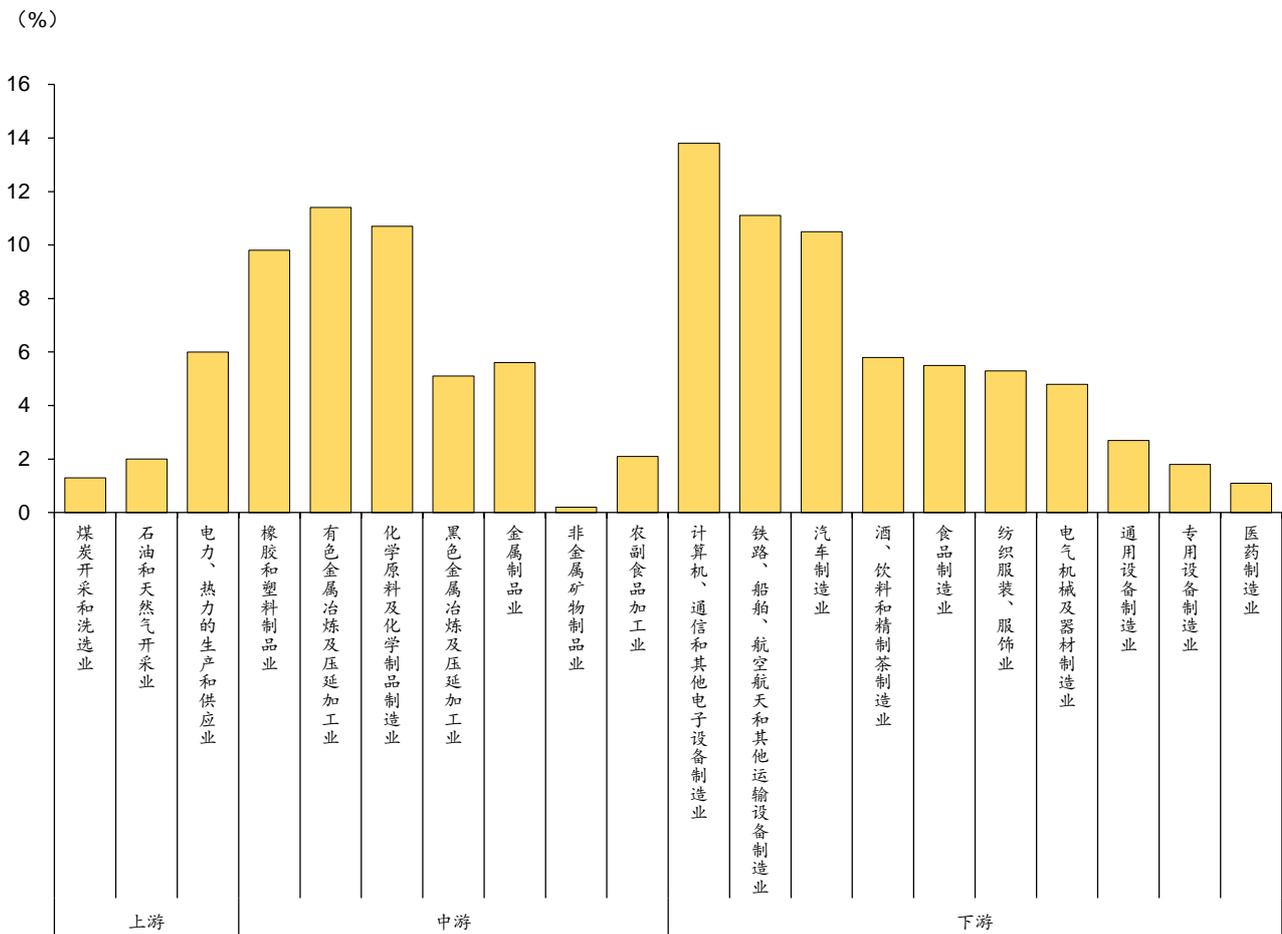
表 1：2023 年下半年一系列工业稳增长政策及其持续效果

成文日期	发文机关	政策	相关增长目标	政策效能跟踪测算
2023 年 7 月 19 日	工业和信息化部、国家发展改革委、商务部	《轻工业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	2023—2024 年轻工业增加值平均增速 4% 左右，规上企业营业收入规模突破 25 万亿元。	23 年增加值同比 1.8%，24 年前四个月增加值同比 5.9%，若以两年复合 4% 为目标到年底增加值同比需提升 0.3 个百分点左右到 6.4% 23 年营收 22.2 万亿，同比 1.6%，24 年前四个月营收 7 万亿，同比增长 2.6%，若以 24 年营收 25 万亿为目标全年营收需增长 12.6%
2023 年 8 月 9 日	工业和信息化部	《电力装备行业稳增长工作方案（2023—2024 年）》	力争 2023—2024 年电力装备行业主营业务收入年均增速达 9% 以上，工业增加值年均增速 9% 左右。	
2023 年 8 月 10 日	工业和信息化部、财政部	《电子信息制造业 2023—2024 年稳增长行动方案》	2023—2024 年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速 5% 左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破 24 万亿元。	23 年增加值同比 3.4%，24 年前四个月增加值同比 13.6%，若以两年复合 5% 为目标到年底增加值同比需达到 6.6% 23 年营收 15.1 万亿，同比 -1.5%，24 年前四个月营收 4.7 万亿，同比 7.9%，若以 24 年营收 24 万亿为目标全年营收需增长 58.9%
2023 年 8 月 18 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、生态环境部、商务部、应急管理部、中华全国供销合作总社	《石化化工行业稳增长工作方案》	2023—2024 年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速 5% 左右。	23 年增加值同比 8.4%，24 年前四个月三大子行业加权平均工业增加值同比 9.2%，若以两年复合 5% 为目标到年底增加值同比需达到 1.7% 23 年营收 15.59 万亿，同比 -1.1%，24 年前四个月三大子行业合计营收 5.2 万亿，同比 2.7%，24 年营收 15 万亿为目标实现概率较大
2023 年 8 月 21 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、海关总署、国家粮食和储备局	《有色金属行业稳增长工作方案》	力争 2023 年有色金属工业增加值同比增长 5.5% 左右，2024 年增长 5.5% 以上。	23 年增加值同比 7.4%，24 年前四个月增加值同比 11.8%，24 年目标 5.5% 以上实现概率较大
2023 年 8 月 21 日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、商务部、海关总署	《钢铁行业稳增长工作方案》	2023 年钢铁行业工业增加值增长 3.5% 左右、2024 年钢铁行业工业增加值增长 4% 以上等主要目标。	23 年增加值同比 7.1%，24 年前四个月增加值同比 5.4%，24 年目标 4% 以上实现概率较大 23 年固投同比 0.2%，24 年前四个月固投同比 7.9%，24 年目标 0% 以上实现概率较大

2023年8月22日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部、商务部、金融监管总局	《建材行业稳增长工作方案》	2023至2024年，建材行业保持平稳增长，力争工业增加值增速分别为3.5%、4%左右，产业高端化智能化绿色化水平不断提升。	按中国建筑材料联合会《2023年建材行业经济运行报告》中的口径，以非金属制品业表征建材行业统计，23年增加值同比-0.5%，24年前四个月增加值同比0.4%，24年目标4%左右
2023年8月17日	工业和信息化部、财政部、农业农村部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家药监局	《机械行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	2023—2024年力争营业收入年均增速3%以上，到2024年达到8.1万亿；重点行业呈现规模稳中有升，新增长点不断涌现，企业竞争力进一步增强，供给能力显著提升	按中国机械工业联合会《2023年机械工业经济运行情况综述》中的口径，以通用设备、专用设备、汽车制造、电气机械、仪器仪表五个行业表征机械行业统计，23年营收同比6.8%，24年前四个月营收同比1.9%，若以两年复合3%为目标实现概率较大
2023年8月25日	工业和信息化部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家能源局	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	2023年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量2700万辆左右，同比增长约3%；汽车制造业增加值同比增长5%左右。2024年，汽车行业运行保持在合理区间。	23年增加值同比13%，24年前四个月增加值同比11.3%，均远高于23年5%左右的目标

资料来源：中国政府网，国家统计局，工信部、发改委、商务部、财政部等，德邦研究所

图4：1-5月工业增加值分行业累计同比：原材料加工业和装备制造业领先，十大行业稳增长效果显著

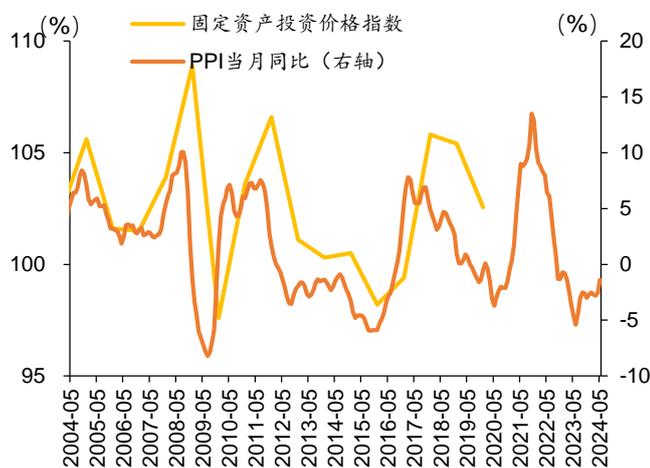


资料来源：Wind，德邦研究所

3. 固投稳步增长，制造业是关键

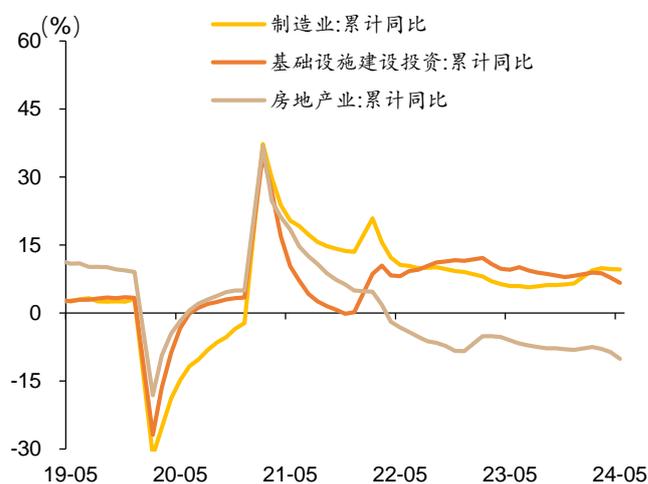
1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.0%。分领域看，1-5 月份制造业投资累计同比增速为 9.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 5.7%，房地产开发投资同比增速为-10.1%。当前我国固定资产投资呈现三大特点：一是制造业投资继续高增，“科技金融”支持高技术产业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，制造业投资有望持续高增；二是基建受供给端扰动较大，5 月基建开工率涨跌互现，预计在政策积极定调和落实实施下，基建投资实物工作量有望加速形成；三是地产投资降幅扩大，517 地产政策加码扩围后，地产政策有待见效。从资本形成总额角度来看，当前 PPI 同比仍处于负增长阶段，投资对增长的实际拉动相对较强。

图 5：PPI 领先固定资产投资价格指数



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：固定资产投资完成额分产业：制造业累计同比高



资料来源：Wind，德邦研究所

3.1 “科技金融”支持高技术产业投资、设备更新和技术改造支撑传统制造业投资，年内制造业投资有望保持高增

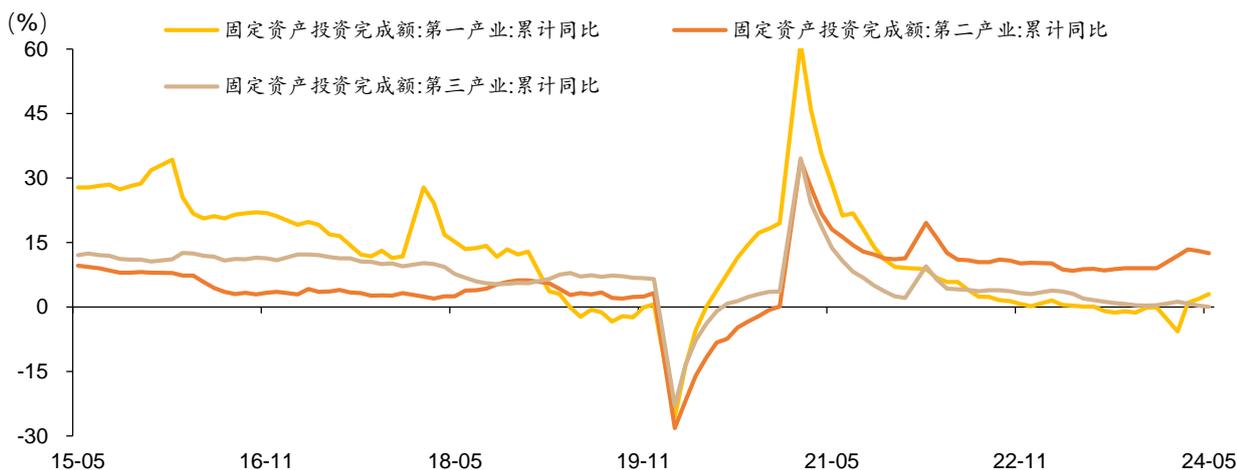
1-5 月制造业投资累计增速为 9.6%，较上月回落 0.1 个百分点；5 月制造业投资单月同比 9.4%，较上月回升 0.1 个百分点。虽然 5 月制造业 PMI 较上月回落 0.9 个百分点至为 49.5%，降至收缩区间，但 5 月 PMI 中生产经营活动预期为 54.3%，仍处于扩张区间；且 5 月 BCI 企业投资前瞻指数为 55.31%，也处于扩张区间。在经济结构转型升级的过程中，高技术产业继续引领制造业投资高增，大规模设备更新也带来了传统制造业投资的增量动能，年内制造业投资有望保持高增。

高新技术产业继续引领制造业投资高速增长。在结构上，1-5月高技术产业投资同比增长11.5%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.4%、14.3%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业投资增长53.1%，增速较上个月进一步扩大；电子及通信设备制造业投资增长10.4%；高技术服务业中，电子商务服务业、信息服务业投资分别增长32.5%、19.1%。高技术制造业既是新质生产力的代表产业，又符合制造强国战略方针，今年在宏观政策指引和金融业做好五篇大文章中“科技金融”的支持下，高技术制造业有望持续带动制造业投资高增。

设备更新和技术改造支撑传统制造业投资。2月中央财经委员会第四次会议强调：推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业，在发展高新技术产业的同时推动传统产业数字化、智能化升级，也通过优化标准、推动落后产能、落后设备淘汰、落实能耗要求等方式支持传统制造业投资于设备更新和技术改造，对制造业投资起到了支撑作用。

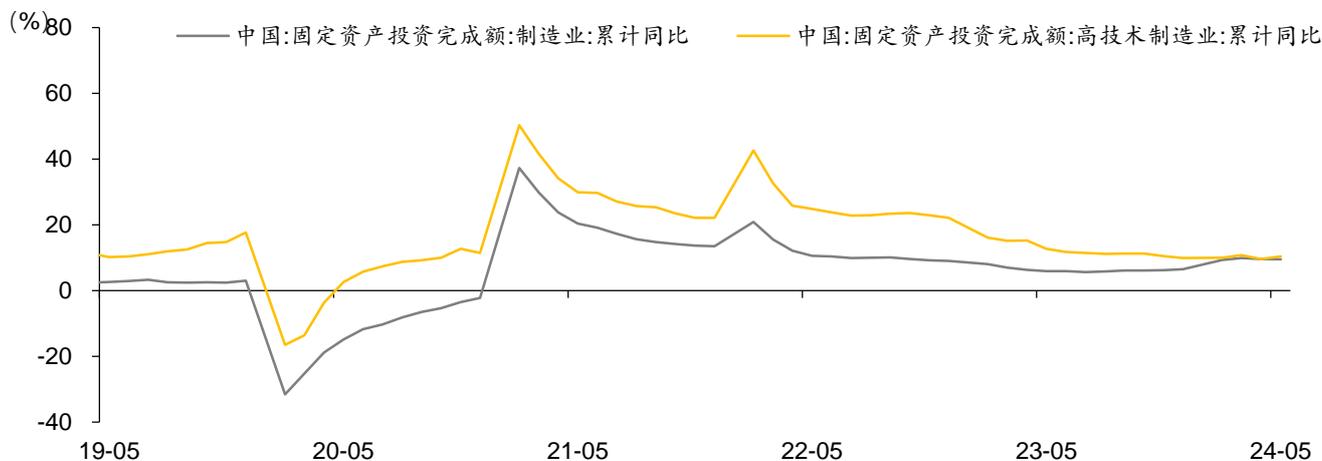
向前看，在高新技术产业加速发展、传统制造业设备更新和技术改造的双重支撑下，6月至下半年制造业投资有望维持较高增速，预计全年制造业投资同比增长8.8%。

图7：固定资产投资完成额分行业：第二产业累计同比较高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：高新技术产业引领制造业投资加速增长



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2 5月基建平稳增长，后续关注政策落地

1-5月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长5.7%。其中，铁路运输业投资增长21.6%，航空运输业投资增长20.1%，水利管理业投资增长18.5%。

5月基建实物量和价格指数复苏进程有序推进。开工率方面，5月石油沥青装置开工率均值为27%，同比下降5.6个百分点，环比上升0.3个百分点。磨机运转率均值为46.8%，同比下降1.0个百分点，环比上升1.7个百分点。水泥发运率均值为40.7%，同比下降5.6个百分点，环比上升1.8个百分点；水泥库容比均值为63.5%，同比上升11个百分点，环比下降1.6个百分点。价格方面，截至2024年5月31日，5月全国水泥价格指数均值为109.6，同比下滑16.4%，环比上涨2.8%。整体来看，5月基建主要是受供给端扰动，开工率涨跌互现，预计后续在政策积极定调和推进实施下，基建投资实物工作量有望加速形成。

我们预计 Q2 至 Q4 基建（不含电力）增速有望加快，主要有四方面支撑：

一是政策积极定调下，基建仍可以较好满足稳增长的目标：2024年3月，政府工作报告强调“统筹稳增长和增后劲”、“制定促进民间投资政策，能源、水利等基础设施和制造业投资较快增长”、“加快重大科技基础设施体系化布局”、“重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目”。2024年4月，政治局会议要求“加快专项债发行进度”；从各省已披露的重大项目投资角度来看，多地就推

进重大项目建设召开调度会议、集中签约仪式，截止6月13日2024年重大项目规划投资额相较2023年有所增加，可比口径下同比增加6.1%，主要是海南、江苏和内蒙古等省份新增较多，其他省份与2023年去年接近。

二是新增专项债和超长期特别国债的发行，有望加速 Q3-Q4 实物工作量形成：2024年2月7日2023年增发国债第三批项目清单下达，共涉及项目2800多个；2024年4月，发改委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个、2024年专项债券需求5.9万亿元左右，为今年3.9万亿元专项债券发行使用打下坚实项目基础；2024年5月，超长期特别国债首发，均匀发行至10月中旬。此外，新增专项债在1-4月发行较慢，5月有所加速，截止6月13日，按照两会提出的2024年发行3.9万亿专项债，目前仅发行了计划的30.4%，仍有2.70万亿专项债未发行。我们预计Q2至Q3是专项债的发行高峰期。预计后续随着专项债和超长期特别国债的发行，实物工作量有望加速形成。

三是受到2023年三四季度低基数以及年底赶工的影响，四季度基建投资增速有望小幅上升：受到专项债和超长期特别国债发行流程的影响，实际落地时间可能与发行计划存在时滞，因此在财政发力下三、四季度形成实物工作量的可能性较大，加之2023年同期低基数影响，今年三、四季度基建投资有望高速增长。此外需要关注Q3极端天气对基建投资实物工作量形成的扰动，国家气候中心称“今年夏季我国高温天气出现相对较早，高温天气过程较多。”因此综合来看，我们预计后续需重点关注下半年天气对基建的扰动，在天气扰动下降后，基建赶工有望推动增速回升。

基建投向重点关注两大方向。我们认为 Q2-Q4 基建投资有两大方向，一是传统基建投资，二是新型基建投资。传统基建投资回暖及新型基建投资加速，关注平急两用基础设施、应急救援基础设施以及科技创新基础设施的加码扩围。在传统基建投资方面，交通、能源、水利等传统基础设施建设仍是重头戏。在新型基建投资方面，政府工作报告中强调“适度超前建设数字基础设施，加快形成全国一体化算力体系。”此外三大工程中的平急两用基础设施建设也是重要方向，2023年4月政治局会议提出稳步推进“平急两用”基础设施建设，各地逐步出台项目清单，2024年平急两用基础设施在各地逐步落地。国家发改委主任郑栅洁3月6日在十四届全国人大二次会议经济主题记者会表示“从主要投向看，超长期建设国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。”整体来看，平急两用基础设施、应急救援基础设施以及科技创新基础设施的投向有助于加速新基建扩围，与传统基建一并加速国家重大战略实施落地。

3.3 地产投资负增速走阔，地产政策效果待现

2024年1-5月地产投资累计增速-10.1%，后续投资改善关注地产政策落地效果。2024年1-5月，房地产开发投资累计同比-10.1%，其中房屋新开工、住宅施工、住宅竣工累计同比-24.2%、-12.2%、-19.8%。

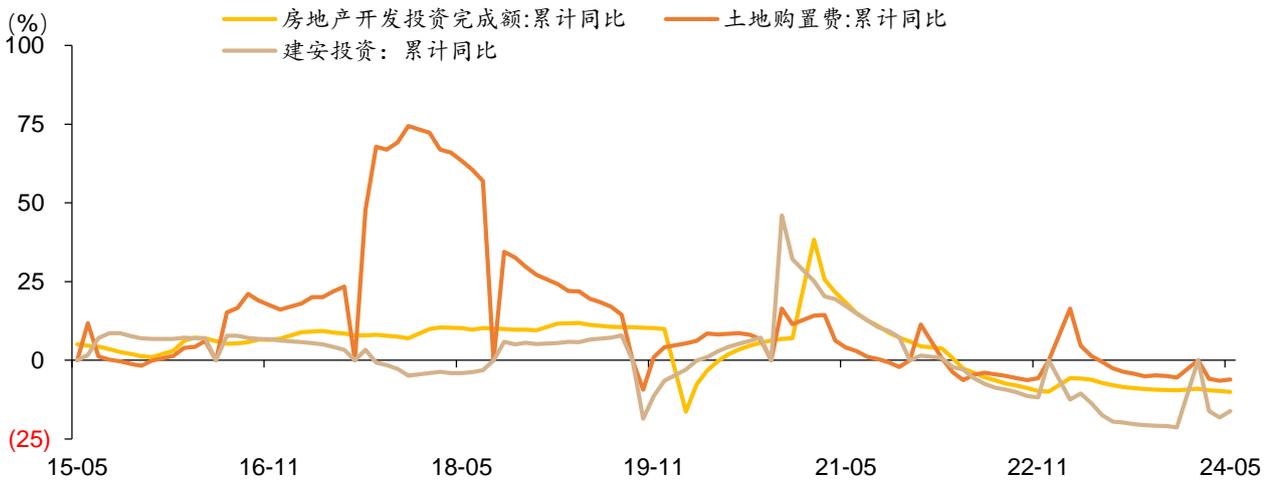
当前我国地产市场负循环仍待打破。当前房地产市场存在“需求低-价格跌-库存高”的负反馈循环。一是低需求，2024年2至5月，商品房销售面积累计同比分别为-20.5%、-19.4%、-20.2%和-20.3%，商品房销售面积同比持续下滑表明房地产市场仍然面临需求有待企稳。二是高库存，截止2024年5月，我国商品房待售面积为74,256万平方米，继续位于历史高位，与此同时截止4月各省市商品房去化周期环比略有改善但是同比均值为+69.0%。三是价格跌，在地产政策“多箭齐发”之下，二手房的销量改善多为“以价换量”带来，北京、上海、广州和深圳当前二手房价格指数与2019、2016、2019和2018年历史水平接近，且目前仍然在下行区间，指向目前我国地产处于价格回落期。

地产政策加码扩围、有待见效。房地产市场的景气回落背景下，一系列地产政策也加码扩围逐步放松，主要涉及四类限制性政策放松、保交房、政府收储、首付比等。1) 限制性政策放松：2023年以来，多地在线购、限贷、限售、限价方面逐步放松限制性政策；2) 保交房：2024年4月30日中央政治局会议强调“继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。”首次以“保交房”替代了之前的“保交楼”提法；3) 政府收储：2024年5月17日，在国务院政策例行吹风会中住建部副部长董建国对此进行了强调：“推动消化存量商品住房。城市政府坚持‘以需定购’，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。”收储成为地产政策工具箱中的新工具之一；4) 首付比：2024年5月17日，央行“多箭齐发”，宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立3000亿元保障性住房再贷款四项地产新政，被视为地产调控政策的重要变化。

后续重点关注政策效果和地产基本面的变化。关注政策落地效果，走出负反馈主要依赖几方面政策效果兑现：1、去库存关键在于改善供需格局，实现价格环比驻底，价格驻底有助于观望性需求释放。2、限制性政策放松以及以租代售、租售同权等有助于购房人群的增多。3、需求改善的关键是看到量价实现正反馈，关注短期成交量放量后价格走势。

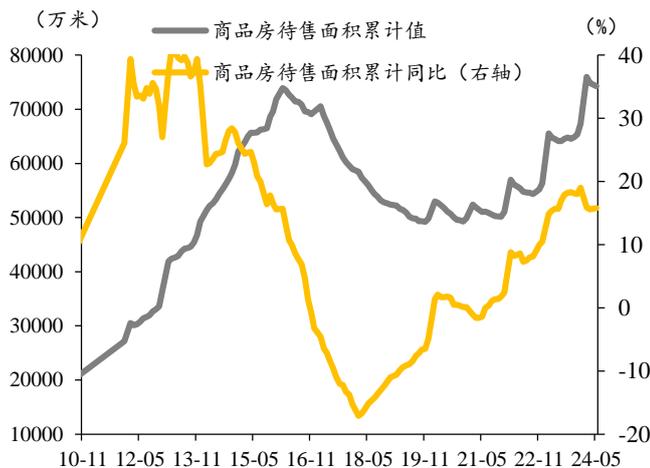
潜在风险值得关注。考虑房地产作为抵押品的特殊性，房价变动会引起抵押品价值量的变动，由于房地产进入下行周期伴随着房价逐步下跌，由此带来的资产减值重估会对居民、房企、房地产关联企业、银行、非银机构等各类参与主体的资产负债表产生扰动，居民端面临着潜在的信用收缩压力和“停贷”灰犀牛，房企则面临着“刚性偿债压力-现金流量表失血-资产减值”的多重压力，银行、非银金融机构等更多则关注潜在金融风险，年初以来一些城商行、信托公司等已有相关风险显化。

图 9：1-5 月地产投资累计增速-10.1%



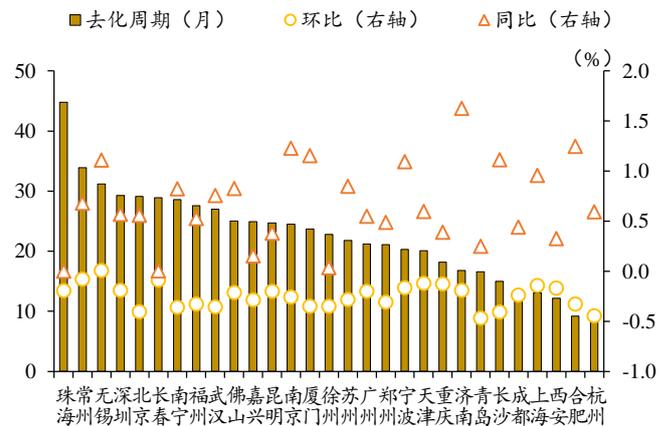
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2024 年 5 月全国商品房待售面积居历史高位



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：2024 年 5 月全国主要城市去化周期、同比及环比



资料来源：Wind，德邦研究所

注：新建商品住宅去化周期=新建商品住宅的存量/此前 12 个月月均成交量

图 12：2010 年以来地产分环节数据（万方）及同比变动（%）

年度	销售				投资				开工-施工-竣工				土地				资金	
	商品房销售面积		商品房销售额		房地产开发投资		新开工面积		施工面积		竣工面积		百城成交土地总价		百城成交土地面积		到位资金	
	万方	同比	亿	同比	亿	同比	万方	同比	万方	同比	万方	同比	亿	同比	万方	同比	亿	同比
2010	104,765	10.86	52,721	18.86	48,259	33.16	163,647	40.56	405,396	25.53	78,744	8.35	18,278	58.42	77,409	43.62	72,944	26.20
2011	109,367	4.39	58,589	11.13	61,797	28.05	191,237	16.86	506,775	25.02	92,620	17.62	20,029	9.58	132,678	71.40	85,689	17.47
2012	111,304	1.77	64,456	10.01	71,804	16.19	177,334	-7.27	573,418	13.15	99,425	7.35	19,892	-0.68	134,947	1.71	96,537	12.66
2013	130,551	17.29	81,428	26.33	86,013	19.79	201,208	13.46	665,572	16.07	101,435	2.02	30,742	54.64	157,752	16.90	122,122	26.50
2014	120,649	-7.88	76,292	-1.31	95,036	10.49	179,592	-10.74	726,482	9.15	107,459	5.94	23,329	-24.11	118,099	-25.14	121,991	-0.11
2015	128,495	6.50	87,281	14.40	95,979	0.99	154,454	-11.00	735,693	1.27	100,039	-6.90	21,839	-6.39	95,710	-18.96	125,203	2.83
2016	157,349	22.46	117,627	34.77	102,581	6.88	166,928	8.08	758,975	3.16	106,128	6.09	27,854	27.54	90,433	-5.51	144,214	15.18
2017	169,408	7.66	133,701	13.67	109,799	7.04	178,654	7.02	781,484	2.97	101,486	-4.37	38,753	39.13	106,423	17.68	156,053	8.21
2018	171,465	1.21	149,614	11.90	120,165	9.44	209,537	17.29	822,300	5.22	94,421	-6.96	40,843	5.39	118,062	10.94	165,963	6.35
2019	171,558	0.05	159,725	6.76	132,194	10.01	227,154	8.41	893,821	6.70	95,942	1.61	49,237	20.55	122,109	3.43	178,609	7.82
2020	176,086	2.64	173,613	8.69	141,443	7.00	224,433	-1.20	926,759	3.69	91,218	-4.92	54,657	11.01	114,676	-6.09	193,115	8.12
2021	179,433	1.90	181,930	4.79	147,602	4.35	198,895	-11.38	975,387	5.25	101,412	11.18	51,172	-6.38	103,065	-10.12	201,132	4.15
2022	129,766	-27.68	129,656	-38.73	132,895	-9.96	120,107	-38.61	904,092	-7.31	85,857	-15.34	39,020	-23.75	106,197	3.04	148,979	-24.93
2023	111,735	-13.90	116,622	-10.05	110,913	-16.54	95,376	-24.69	838,364	-7.27	99,831	16.28	32,068	-17.82	86,170	-18.86	127,459	-14.45
2024(历史推算)	107,918	-3.42	104,434	-10.45	113,288	2.14	81,718	-14.32	796,772	-4.96	76,658	-23.21	20,312	-36.66	79,581	-7.65	110,907	-12.99
2024(简单推算)	87,941	-21.30	85,596	-26.60	97,517	-12.08	72,216	-24.28	688,896	-17.83	53,388	-48.52	15,325	-52.21	65,035	-24.53	102,170	-19.84
2024 M1-M5	36,642	-21.10	35,665	-28.36	40,632	-11.09	30,090	-24.25	688,896	-11.62	22,245	-20.06	6,385	-24.59	27,098	-12.77	42,571	-23.92

资料来源：Wind，德邦研究所

4. 五一假期多增两天社零增速小幅回升，升级类商品增长较快

5 月份社会消费品零售总额同比增长 3.7%，受到五一假期多增两天影响，增速比上月有所回升。部分升级类商品销售增长较快，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%。

五一假期多增两天是五月餐饮消费社零的核心支撑因素。2023 年五一假期中仅有三天在五月，2024 年五一假期全部落在五月，假期错位对社零中餐饮消费分项存在提振效果。据商务部商务大数据监测，2024 年“五一”假期，全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 6.8%。

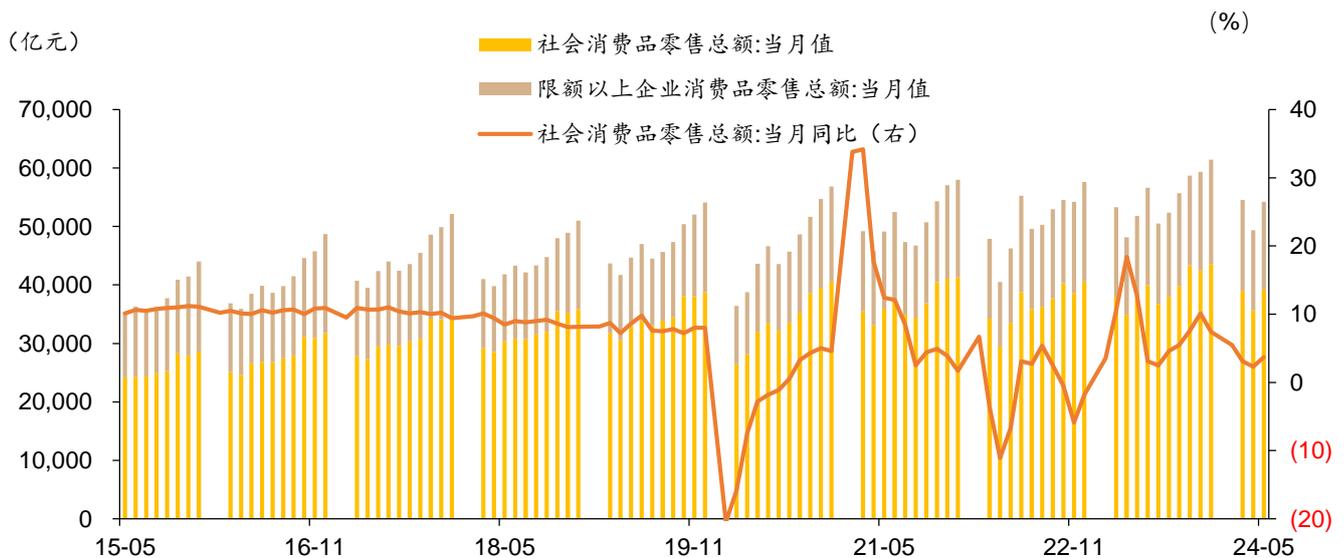
- 服务消费方面，商务部重点监测餐饮企业销售额同比增长 7.1%，部分电商平台住宿销售额增长 6%。5 月，29 城地铁日均客运量为 271 万，较 4 月增加 4.3 万，地铁客运量增多或受五一假期错位支撑。今年以来地铁客运量连续高于过去五年的均值水平，“赏花经济”和“夏日经济”影响下，居民出行意愿增多。
- 从电影票房来看，5 月周均电影票房收入和观影人次均值较去年同期同比分别变动-11.7%、-14.1%；较上期环比分别变动 38.4%、37.8%。
- 从旅游出行来看，5 月海南 3 星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期分别变动 0.1%、-0.2%，较上月环比分别上升 1.2%、0.9%；海南散客旅游餐饮价格指数和团队旅游餐饮价格指数均值较去年均上升 0.2%，环比均上升 0.5%。5 月服务业商务活动指数为 50.5%，比上月上升 0.2 个百分点。

- 整体来看，服务消费需求持续修复，存在结构性亮点，但居民消费倾向较弱以及消费左移明显，结构性亮点或难持续。

汽车消费方面。受到今年以来可选消费整体表现较弱影响，1-5月社零中汽车分项收入同比+0.2%，下半年在汽车以旧换新政策和居民汽车消费预期改善下，社零中汽车分项收入有望上行。今年以来，单价更高、可选属性更强的汽车和金银珠宝类商品零售额增速弱于2021-2023年复合增速。如2-4月，乘用车零售销量持续低于2016-2019年同期平均水平，乘用车零售销量也能够验证可选消费中最大宗的汽车销售较弱。中汽协在2023年12月11日预测，2024年汽车总销量3100万辆左右，其中，乘用车约2680万辆，商用车约420万辆，新能源汽车1150万辆，出口约550万辆，据此计算2024年三四季度乘用车销量有望高于2016-2020年同期水平，加之2024年汽车消费指数逆跌，当前汽车以旧换新和下乡政策以及后续各省份汽车消费政策出台下（目前北京广州已经发布），下半年汽车消费或上行。

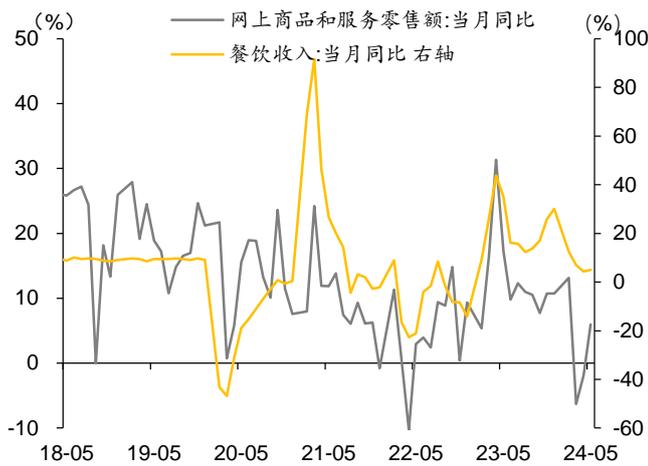
向前看，我们提示关注以下几个方面：其一，“去地产化”带来的负财富效应冲击居民消费能力和消费意愿，消费者预期指数处于历史低位，消费市场存在一定的改善空间。其二，“赏花经济”和“夏日经济”持续升温，消费结构性亮点频繁出现，预计今年文旅消费或继续升温；其三，在政策方面，消费品以旧换新政策支撑汽车和家电消费，地产政策加码扩围有助于降低对消费层面的扰动，另一方面也有助于催化新的消费业态。

图 13：5月社会消费品零售总额同比+3.7%



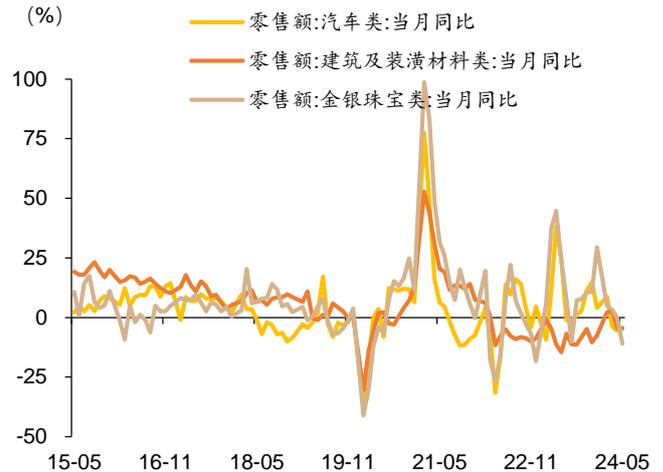
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：5 月餐饮收入同比增加 6.0 个百分点



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：限额以上企业零售额中汽车、建材和金银珠宝同比均负增



资料来源：Wind，德邦研究所

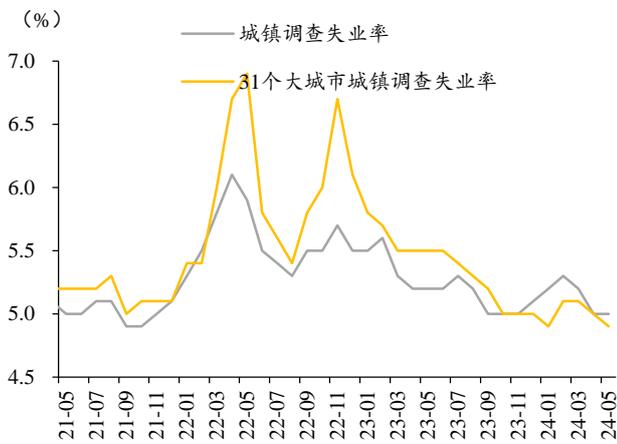
5. 就业形势总量平稳、结构分化

就业形势继续呈现总量平稳、结构分化的特征。总量层面，1-5 月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比持平，同比下降 0.2 个百分点，延续前四个月失业率低于过去三年同期的态势，在经济稳步回升的过程中就业缺口也在逐步缩小。结构层面，不同群体的失业率数据分化，青年人就业是主要难点，与过去几年特征一致。截止 4 月，16-24 岁和 25-29 岁不含在校生失业率分别为 14.7% 和 7.1%，显著高于城镇调查失业率 5.0% 和外来农业户籍人口失业率 4.5%。随着 7-8 月大学毕业生进入就业市场，预计失业率短期内可能回升，三季度末到四季度有望再度回落。

部分新兴行业就业有饱和化趋势和工作性价比下降是当前就业形势面临的主要难点。2023 年以来，城镇职工基本养老保险、失业保险和工伤保险新增参保人数较 2020-2022 年新增参保人数明显下降，意味着新增就业中包含“五险一金”的岗位比例可能有所减少。另一个观察窗口是非传统就业数量增加，全国网约车监管信息交互平台统计显示，2020 年 12 月底，各地共发放网约车驾驶员证约 289.1 万本，到今年 3 月底，各地共发放网约车驾驶员证达 679.1 万本，较 2020 年 12 月底增加了约 135%。去年至今，三亚、济南、遂宁、重庆、商丘、莆田、景德镇等城市先后发布网约车行业风险预警通告，提醒网约车接单量下降，运力趋于饱和。总体上看，常规岗位“五险一金”比例减少、部分新兴行业就业人数趋于饱和。此外，5 月就业人员周平均工作时间上升至 48.7 小时，再次超过 2021-2023 年同期水平，工作时长增加也意味着工作性价比或有所下降。

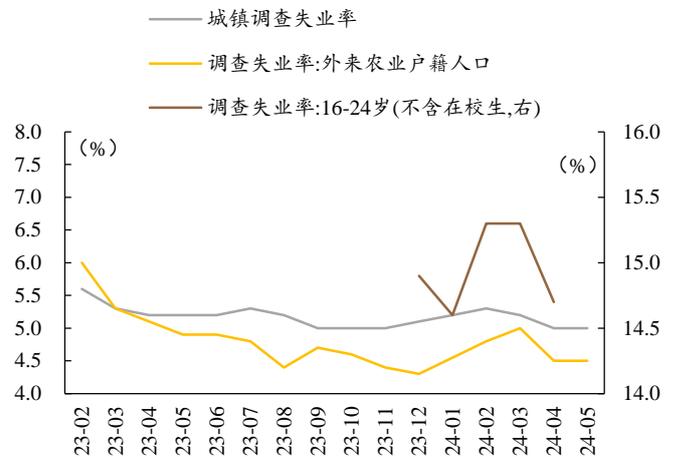
但也无需对就业形势过度担忧。4月30日中央政治局会议提出“要切实保障和改善民生，突出就业优先导向，促进中低收入群体增收”；5月28日，总书记在中共中央政治局第十四次集体学习上强调“要加快塑造素质优良、总量充裕、结构优化、分布合理的现代化人力资源，解决好人力资源供需不匹配这一结构性就业矛盾”，“要完善重点群体就业支持政策。坚持把高校毕业生等青年群体就业作为重中之重”。各级政府如果能够针对经济转型期内就业市场存在的结构性矛盾、特定群体困难做出指向性部署，将有助于解决特定群体、特定时期的就业压力上升问题，减轻结构性失业压力。预计在7-8月大学生求职高峰过后失业率会逐步回落，年底回落至5%左右。

图 16：5月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比持平



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：青年人失业率明显高于整体失业率



资料来源：Wind，德邦研究所

6. 风险提示

- (1) 政策推进力度及效果不及预期或出现政策转向；
- (2) 地产下行风险超预期；
- (3) 地产增量政策落地效果不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。