

## 供需如期回升

### ——5月经济数据点评

#### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 事件：

6月17日，国家统计局公布5月经济数据。随着“假日错月”、天气因素的扰动过去，叠加4月政治局会议后超长期国债与专项债发行加速，5月消费与基建投资都如期环比回升。同时，制造业投资继续环比正增长。5月工业生产也随着需求端的改善而有所回升。展望未来，我们维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。

#### 事件点评

##### ➤ 需求端：投资、消费均有改善

5月需求端整体有所改善。季节性调整后，社零环比增长0.5%（前值-0.3%），其中商品消费明显反弹（环比+0.7%），餐饮消费有所回落（环比-0.9%）；固定资产投资规模环比增长0.4%（前值-0.8%），其中制造业投资进一步环比上行（环比+1.3%，前值+0.3%），基建投资受财政支出节奏加快影响有所反弹（包含电力的广义基建投资环比+0.2%），地产投资则继续下滑（环比：-2.9%）。此外，商品房销售面积继上月的回升后再度下滑（环比-3.9%）。

##### ➤ 生产端：工业增加值回升

与需求端回升的表现相一致，5月生产端也有所改善。剔除季节性因素的影响后，5月工业增加值边际回升（环比0.3%，前值-0.3%）；发电量环比下降0.1%，与上月基本持平；工业企业出口交货值也保持平稳（环比-0.1%，前值+2.9%）。从绝对规模来看，5月出口交货值保持在2023年以来的较高水平——与美元计价的出口规模的总体走势相一致。

##### ➤ 大中城市就业形势改善

从季节性调整后的数据来看，5月调查失业率为5.0%，与4月（5.0%）持平，表明整体的就业形势或保持平稳。同时，5月31大中城市的调查失业率为4.9%（前值5.0%），继续较上月回落，这可能意味着大中城市的就业形势正在继续好转。

##### ➤ 阶段性扰动过去，经济指标普遍改善

此前，受到今年假日错月、财政发力暂时偏慢、南方部分地区雨涝灾害等多方面因素的影响，4月经济数据整体表现相对偏弱。随着假日、天气因素的扰动过去，叠加4月政治局会议后超长期国债与专项债发行加速，5月消费与基建投资都如期环比回升。同时，制造业投资继续环比正增长。5月工业生产也随着需求端的改善而回升。展望未来，我们维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，地产出现超预期的信用风险事件，海外地缘政治事件超预期。

#### 相关报告

- 1、《美联储放偏鹰信号：年内或只有一次降息：——美联储6月议息会议点评》2024.06.14
- 2、《短期因素对经济复苏构成扰动：——4月经济数据及地产最新政策的点评》2024.05.19

## 正文目录

<b>1. 需求端：投资、消费均有改善</b> .....	<b>3</b>
1.1 社零环比回升，商品消费表现较强 .....	3
1.2 地产销售有所回落 .....	5
1.3 投资规模出现反弹 .....	6
<b>2. 生产端：工业增加值回升</b> .....	<b>9</b>
2.1 工业增加值边际回升 .....	9
2.2 发电量与出口交货值保持平稳 .....	9
<b>3. 大中城市就业形势改善</b> .....	<b>11</b>
3.1 城镇调查失业率保持平稳 .....	11
3.2 大中城市调查失业率继续下降 .....	11
<b>4. 未来经济与政策展望</b> .....	<b>12</b>
4.1 阶段性扰动过去，经济指标普遍改善 .....	12
4.2 经济新周期的正循环可能正在启动 .....	12
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>14</b>

## 图表目录

<b>图表 1：社会消费品零售规模（季调）</b> .....	<b>3</b>
<b>图表 2：社会消费品零售同比增速</b> .....	<b>3</b>
<b>图表 3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 4：各商品板块消费季调环比</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 5：汽车与地产后周期消费（季调）</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 6：其他板块的商品消费（季调）</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 7：商品房及住宅销售面积（季调）</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 8：固定资产投资环比增速（季调）</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 9：固定资产投资（季调）</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 10：基建与制造业投资（季调）</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 11：房地产开发投资（季调）</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 12：中国住房库存规模（季调）</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 13：工业增加值（季调）</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 14：发电量（季调）</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 15：出口交货值（季调）</b> .....	<b>10</b>
<b>图表 16：中国出口金额（季调）</b> .....	<b>10</b>
<b>图表 17：调查失业率（季调）</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 18：调查失业率（季调）</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 19：重点发电集团日耗煤（周平均）</b> .....	<b>12</b>
<b>图表 20：重点企业粗钢日均产量</b> .....	<b>13</b>

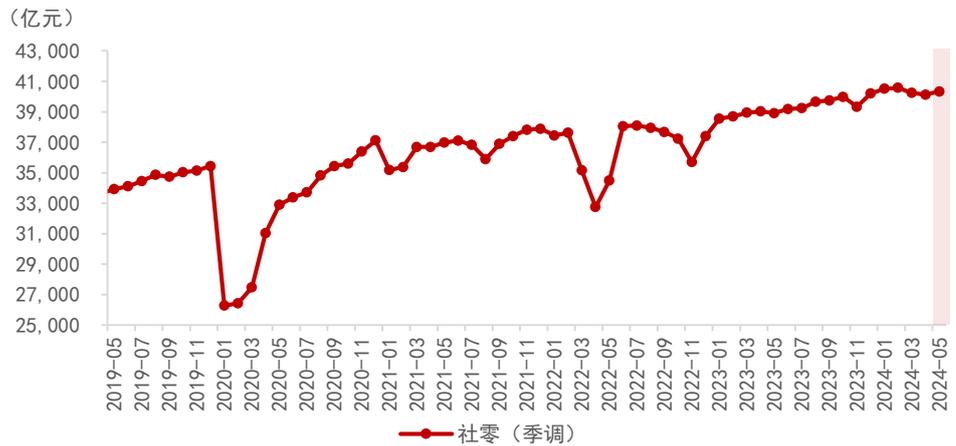
## 1. 需求端：投资、消费均有改善

5月需求端表现改善。季节性调整后，5月社零环比回升，其中商品消费明显反弹；固定资产投资环比回升，其中制造业投资进一步环比上行，基建投资受财政支出节奏加快影响有所反弹，地产投资则继续下滑。

### 1.1 社零环比回升，商品消费表现较强

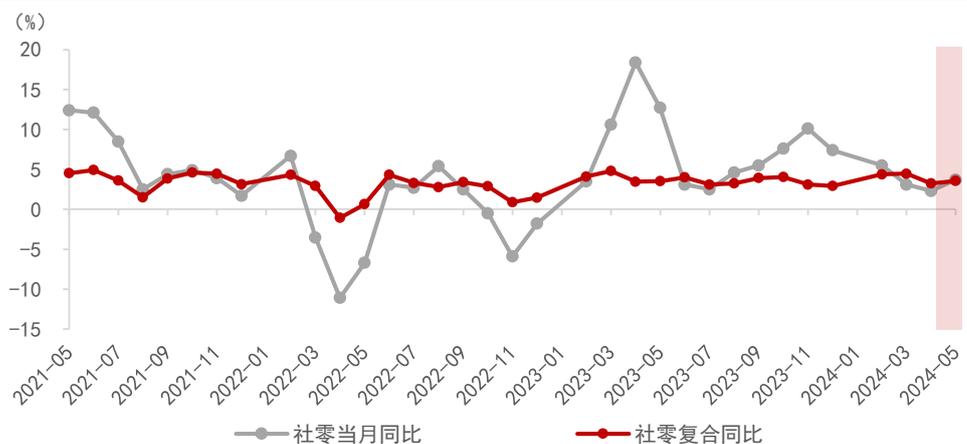
首先，5月社零环比回升，其中商品消费明显反弹，餐饮消费有所回落。季节性调整后，5月社零环比增长0.5%（前值-0.3%）。

图表1：社会消费品零售规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：社会消费品零售同比增速

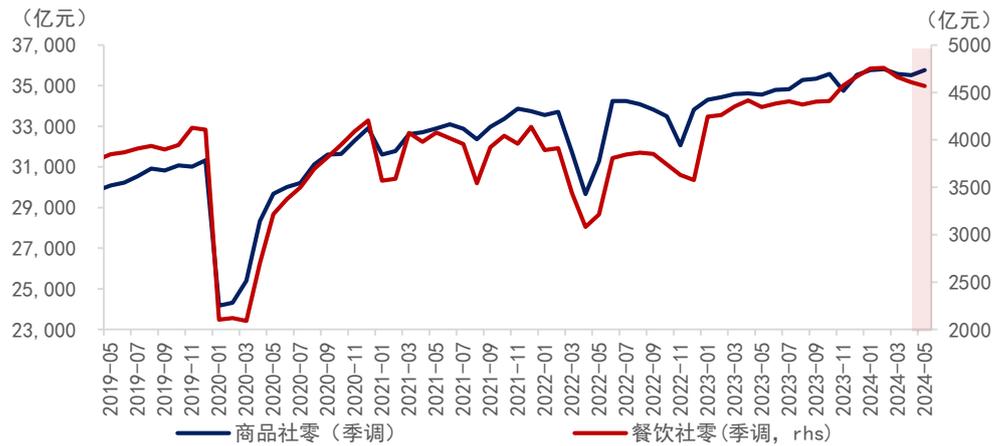


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比增速以2019年为基期

分消费类别而言，5月商品消费明显反弹，餐饮消费有所回落。

季节性调整后，5月商品消费环比增长0.7%（前值：-0.2%），餐饮消费环比下降0.9%（前值：-1.2%）。

图表3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，5月各商品板块消费普遍有所回升。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费有所回升。季节性调整后，外出相关消费在5月环比增长0.6%（前值：-1.3%）。
- 日常商品消费也出现反弹。季节性调整后，5月日常商品消费规模环比增长1.3%（前值：-0.6%）。
- 汽车消费也明显反弹。季节性调整后，5月汽车消费环比增长2.4%（前值：-1.6%）。

5月汽车消费增长明显，可能与汽车“以旧换新”补贴措施落地有关。4月底，《汽车以旧换新补贴实施细则》<sup>1</sup>下发，宣布将于2024年4月24日至12月31日期间，对个人消费者以旧换新购买乘用车给予7000或10000元的一次性定额补贴。我们认为，这一方面直接刺激了汽车消费；另一方面，此前可能有部分消费者因等待补贴落地而推迟购车，这一部分需求也在5月得以释放。

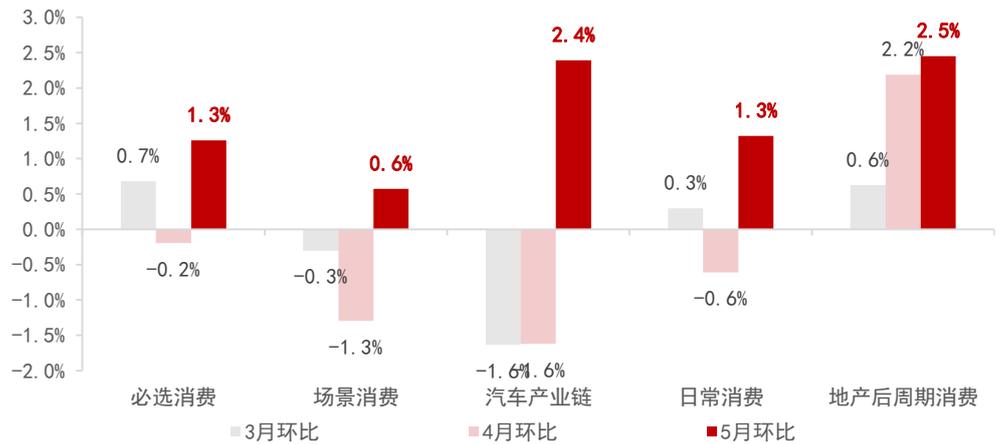
- 家具家电等地产后周期商品消费进一步回升。季节性调整后，地产后周期商

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202404/content\\_6947864.htm](https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202404/content_6947864.htm)

品消费在5月环比增长2.5%（前值+2.2%）。

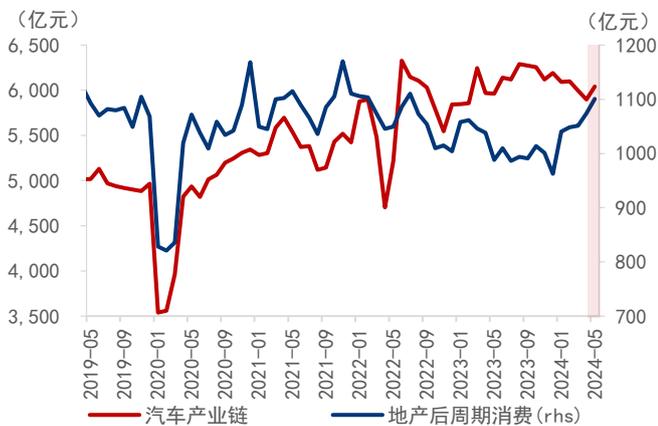
- 粮油、餐饮及药品等必选消费有所回升。季节性调整后，其5月环比增速为1.3%（前值-0.2%）。

图表4：各商品板块消费季调环比



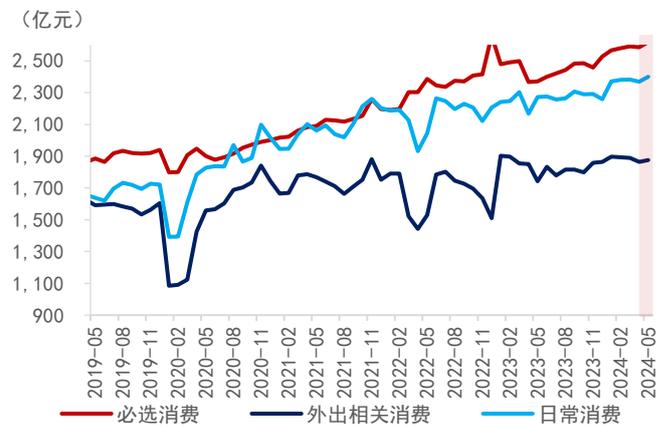
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：汽车与地产后周期消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：其他板块的商品消费（季调）

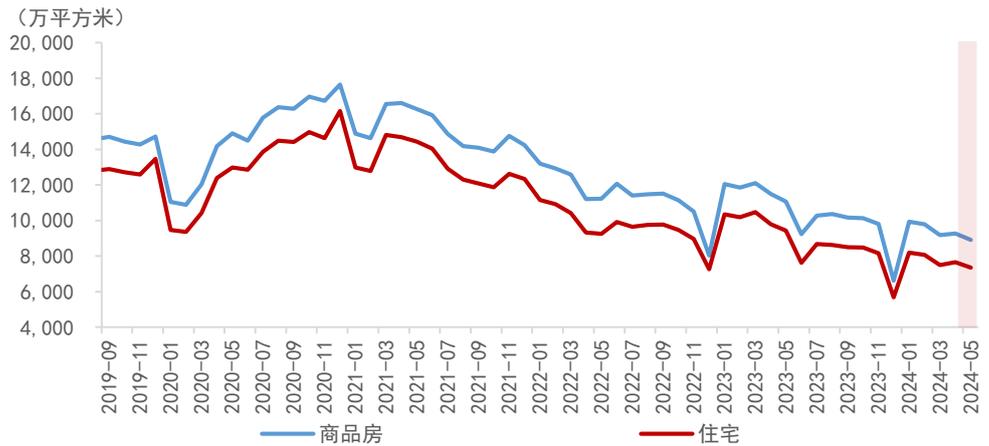


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 地产销售有所回落

继4月的回升后，5月地产销售规模环比下滑。从经过季节性调整的数据来看，5月商品房销售规模环比下降3.9%（前值+1.0%），其中住宅销售面积环比下降4.0%（前值+2.1%）。

图表7：商品房及住宅销售面积（季调）



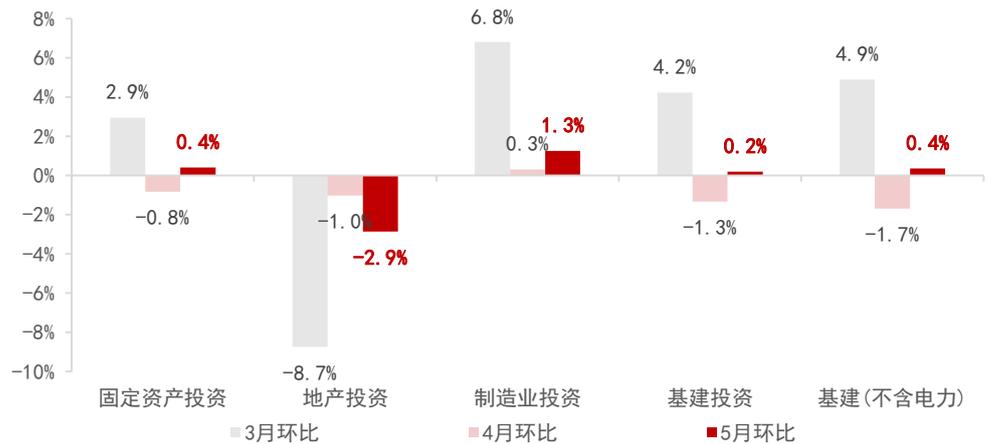
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.3 投资规模出现反弹

5月固定资产投资在季节性调整后整体环比回升。其中，制造业投资继续环比正增长，基建投资有所反弹，地产投资则继续下滑。

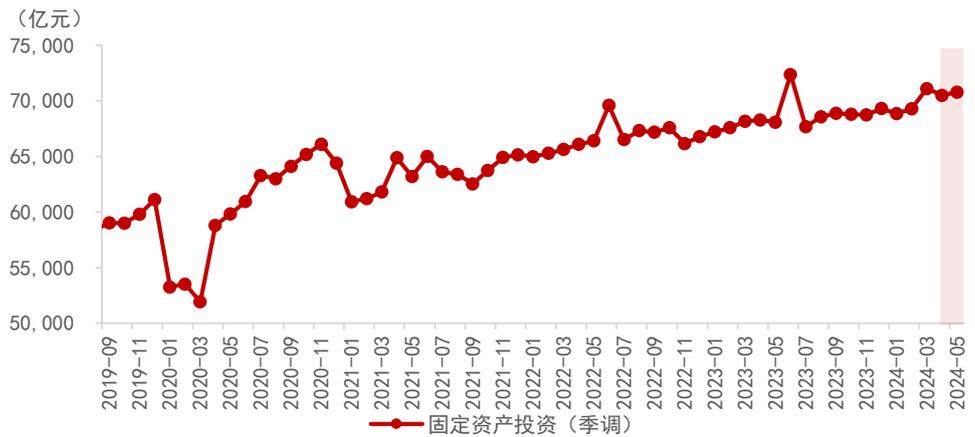
从经过季节性调整后的数据来看，5月固定资产投资规模环比增长0.4%（前值：-0.8%），说明5月固定资产投资规模整体有所反弹。

图表8：固定资产投资环比增速（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：固定资产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

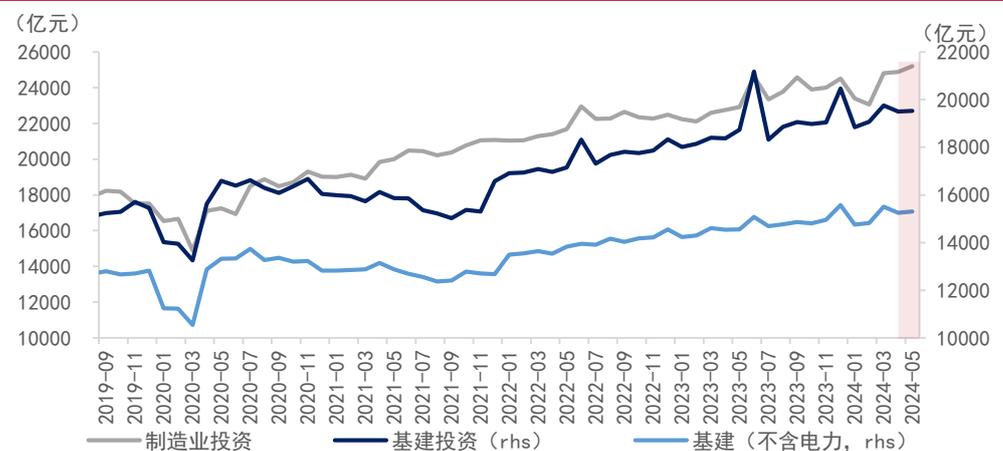
从结构上来看：

**制造业投资继续回升。**季节性调整后，5月制造业投资延续了3月以来的环比增长趋势，其环比增速为+1.3%（前值：+0.3%），绝对值创出历史新高。

**基建投资稍有反弹。**季节性调整后，5月广义的基建投资（包含电力）环比增长0.2%（前值-1.3%）。其中，不包含电力的狭义基建投资环比增速为+0.4%（前值-1.7%），这意味着电力以外其他领域的基建投资的反弹可能更为明显。

基建投资的回升可能与财政发力节奏加快有关。四月政治局会议<sup>2</sup>提出，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”。随着超长期特别国债与专项债发行使用节奏都有所加快，基建投资环比回升。

图表10：基建与制造业投资（季调）

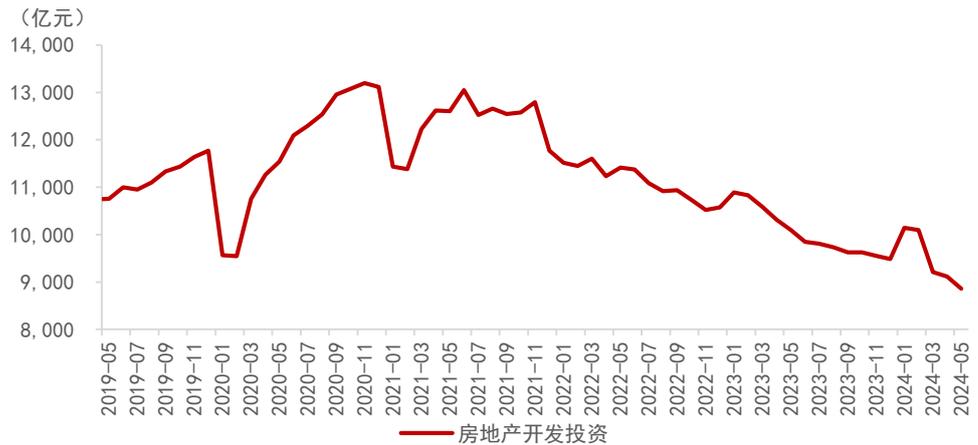


资料来源：Wind，国联证券研究所

<sup>2</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content\\_6948449.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6948449.htm)

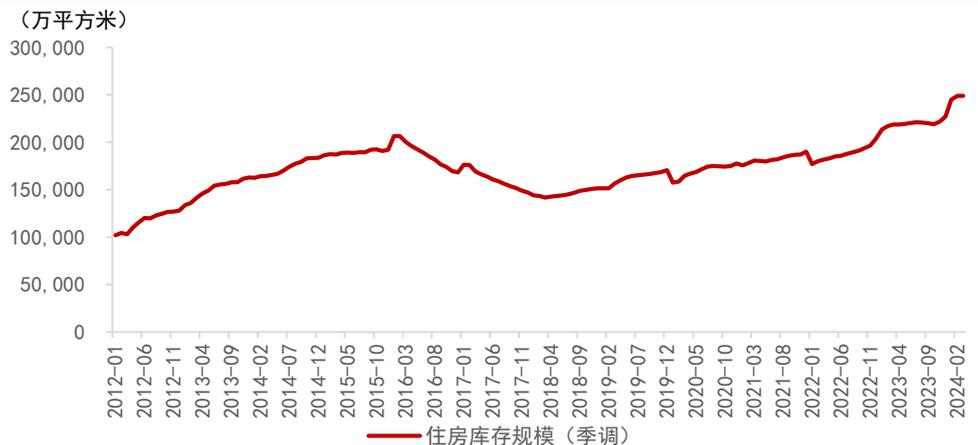
地产投资继续环比回落。季节性调整后，5月地产投资规模环比回落2.9%（前值：-1.0%）。由于居民部门以及地产企业都具有较高的地产库存，给地产投资带来了下行压力，相应“去库存”措施也在研究落实中。6月8日国常会再度强调，“要继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。”

图表11：房地产开发投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：中国住房库存规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

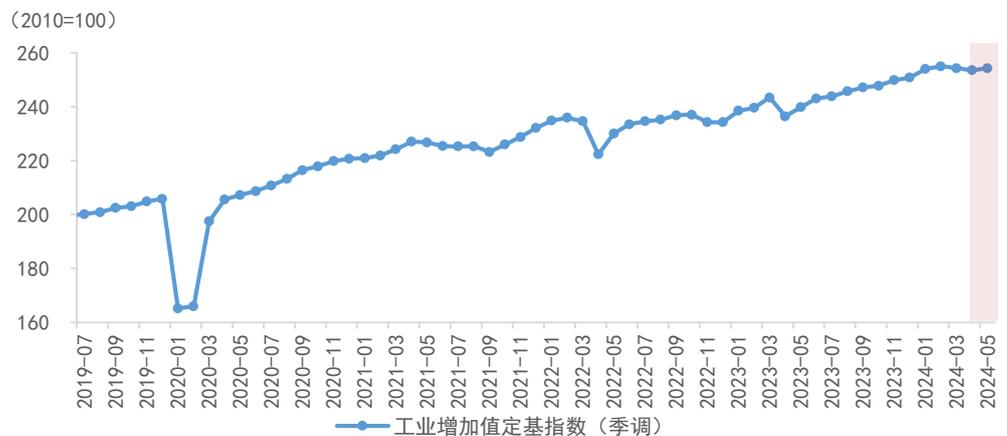
## 2. 生产端：工业增加值回升

与需求端回升的表现相一致,5月生产端也有所改善。剔除季节性因素的影响后,5月工业增加值边际回升,发电量与工业企业出口交货值也保持平稳。

### 2.1 工业增加值边际回升

5月工业增加值同比增长5.6%(前值:+6.7%)。季节性调整后,5月工业增加值环比增长0.3%(前值:-0.3%)。

图表13: 工业增加值 (季调)

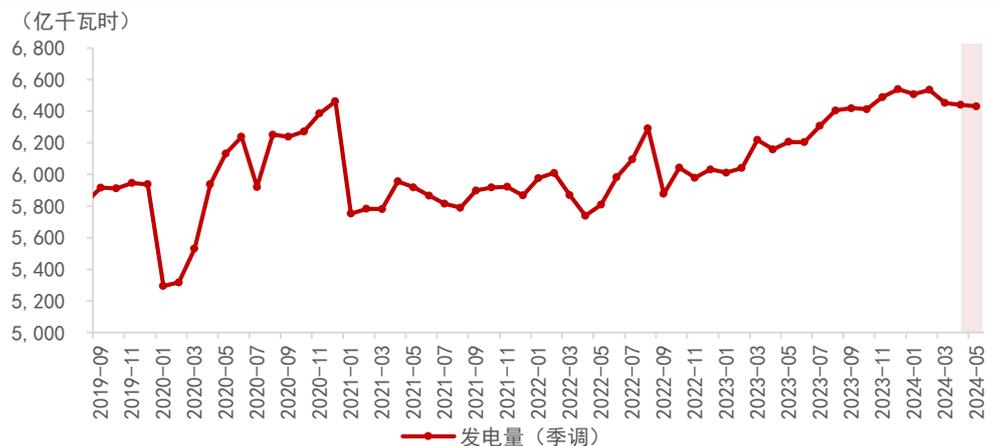


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.2 发电量与出口交货值保持平稳

从季节性调整后的数据来看,5月发电量与上月基本持平。季节性调整后,5月发电量环比增速为-0.1%(前值:-0.2%),与4月大体相当。

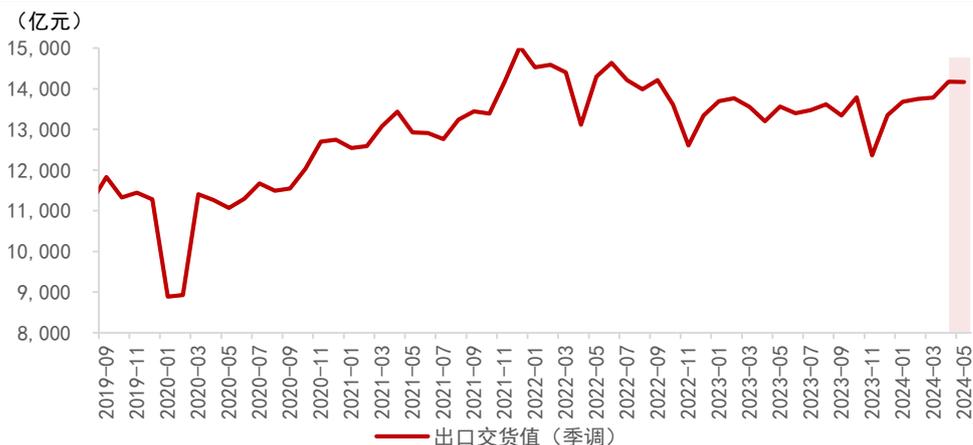
图表14: 发电量 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

与此同时，5月出口交货值也保持平稳。季节性调整后，5月工业企业出口交货值环比下降0.1%（前值：+2.9%）。从绝对规模来看，5月出口交货值保持在2023年以来的较高水平——与美元计价的出口规模的总体走势相一致。

图表15：出口交货值（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：中国出口金额（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

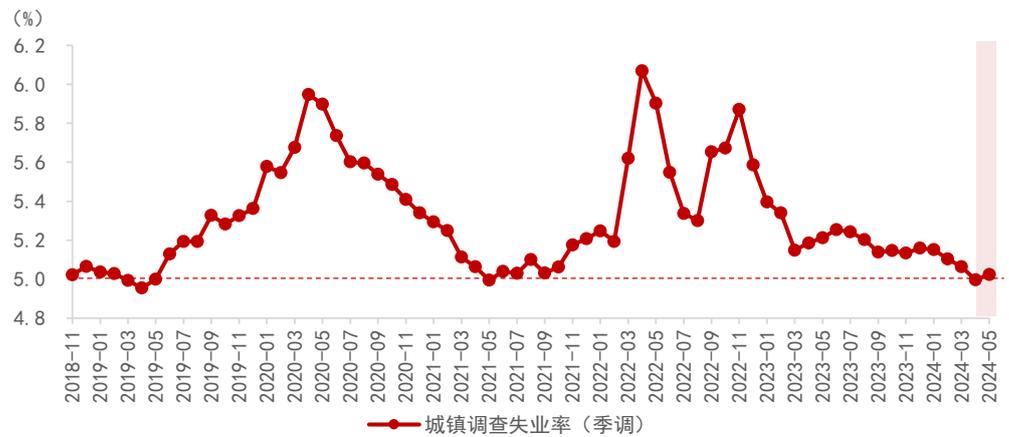
### 3. 大中城市就业形势改善

季节性调整后，5月城镇调查失业率保持平稳。同时，31大中城市的调查失业率进一步回落，可能意味着大中城市的就业形势正在继续好转。

#### 3.1 城镇调查失业率保持平稳

5月城镇调查失业率为5.0%，与4月（5.0%）持平。季节性调整后，5月城镇调查失业率为5.0%（前值5.0%），基本保持平稳。

图表17：调查失业率（季调）



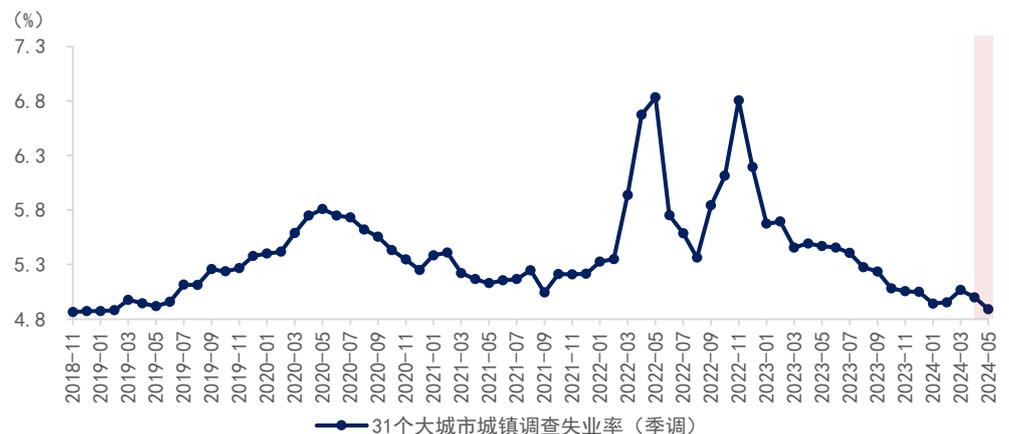
资料来源：Wind，国联证券研究所

#### 3.2 大中城市调查失业率继续下降

31大中城市调查失业率在5月为4.9%（前值5.0%），继续较上月回落。

季节性调整后，5月31大中城市调查失业率为4.9%，较上月下降0.1个百分点，好于城镇调查失业率的表现。这意味着，大中城市的就业形势可能进一步改善。

图表18：调查失业率（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4. 未来经济与政策展望

随着假日错月、财政支出力度不足、天气原因影响施工等阶段性因素的扰动过去，5月经济数据如期环比回升。我们继续维持中国经济的新周期可能推动经济复苏的判断。

### 4.1 阶段性扰动过去，经济指标普遍改善

此前，受到今年假日错月、财政发力暂时偏慢、南方部分地区雨涝灾害等多方面因素的影响，4月经济数据整体表现相对偏弱。

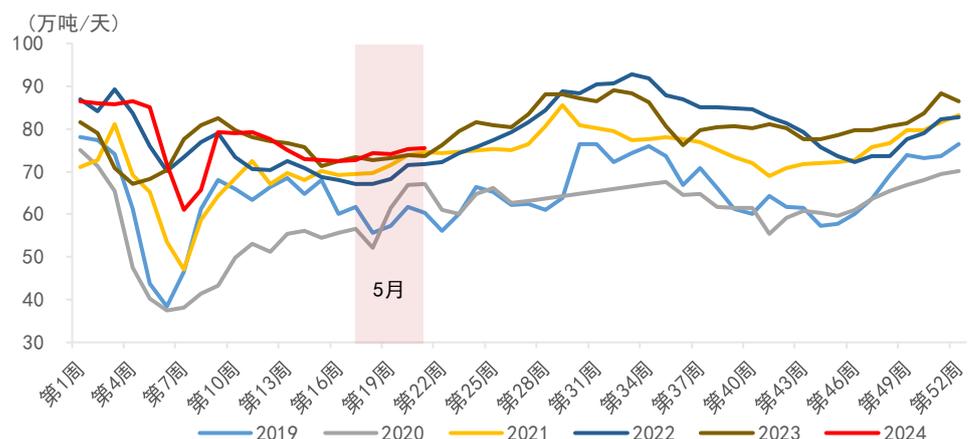
随着假日、天气因素的扰动过去，叠加4月政治局会议后超长期国债与专项债发行加速，5月消费与基建投资都如期环比回升（《短期因素对经济复苏构成扰动——4月经济数据及地产最新政策的点评》）。同时，制造业投资继续环比正增长。与需求端的改善相一致，5月工业生产也有所回升。

### 4.2 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，我们维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。

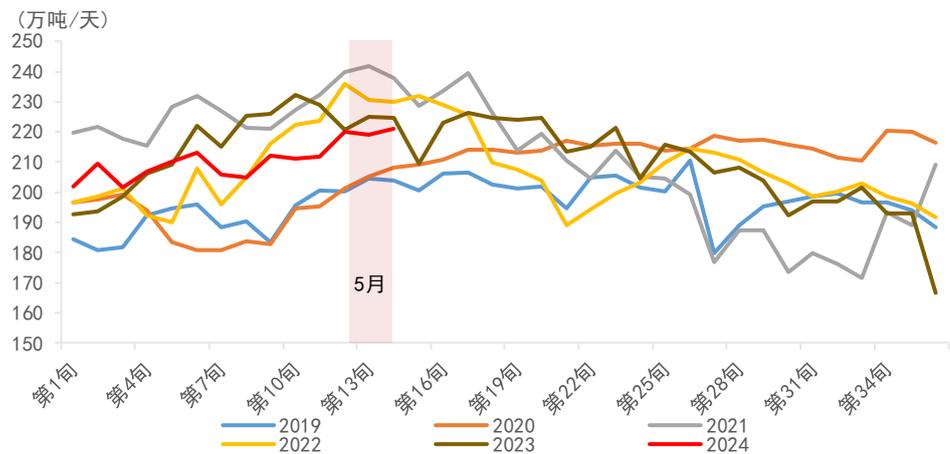
一方面，我们认为以资本支出为中心的宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。例如，5月社零消费、制造业投资与工业增加值等指标都出现改善。与此同时，发电耗煤、钢铁生产等代表总量的高频指标也有所回升，说明工业生产，乃至总需求或正继续保持韧性。

图表19：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：I finD，国联证券研究所

图表20：重点企业粗钢日均产量



资料来源：Wind，国联证券研究所

另一方面，近期一系列稳增长措施的出台有望为经济复苏保驾护航。

4月底政治局会议以来，一系列稳增长措施加速推出。5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议<sup>3</sup>召开，要求地方政府酌情回购土地、收购库存商品房用于保障房，继续满足地产在建项目合理融资需求。同日，人民银行宣布降低购房首付比例、取消房贷利率下限，调降公积金贷款<sup>4</sup>，并宣布创设3000亿元保障性住房再贷款，按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元支持回购商品房<sup>5</sup>。近日，上海等一线城市也进一步优化了房地产政策。此外，超长期特别国债也在5月开始发行，财政支出有望得到支撑。

结合此前多个城市取消限购或放松限购、设备更新及消费“以旧换新”等举措推进和落实，我们认为这些政策有助于缓解地产企业现金流压力，减少金融风险，有望对经济增长起到提振作用。

此外，7月举行的三中全会，如果能够在财税体制、土地制度改革等方面取得进展，也将有利于提振市场信心，推动经济进一步复苏。

实际上，近期人民银行旗下的《金融时报》也提示“前期（稳增长）政策效果还在显现”、“从基本面上看，随着通胀等指标的修复，当前投资者对于经济形势的预期亦正在逐步扭转”。

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content\\_6951555.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content_6951555.htm)

<sup>4</sup> <https://www.chinanews.com/cj/2024/05-17/10218441.shtml>

<sup>5</sup> <http://finance.people.com.cn/n1/2024/0517/c1004-40238218.html>

## 5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地产出现超预期的信用风险事件，海外地缘政治事件超预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼