

# 价格传导不畅削弱修复成色 - 2024年5月中国 经济数据解读



走势评级: 股指: 震荡  
报告日期: 2024年06月18日

### ★5月经济数据解读:

1、5月中国经济数据总体平淡，从结构上看，各分项涨跌互现，总体修复趋缓，未有明显超预期的点。修复斜率仍然偏低，仍有较大的改善空间。

2、生产端，5月份工业增加值同比增速5.6%，较前值回落1.1%，服务业生产指数同比增速4.8%，较前值扩张1.3%。服务业修复态势好于工业。

3、需求端方面，大规模上设备更新、消费品以旧换新、电商618大促等成为结构性支撑点。商品零售销售有所修复；制造业投资增速上行0.1%至9.4%。但基建投资仍受制于财政节奏，以及地产投资仍在继续寻底。房价加速下行，地产政策宽松效果仍待观察。

### ★投资建议

5月份中国经济修复仍保持了一个缓步向前的态势，上行斜率仍旧偏低。并且当前最突出的问题在于居民资产负债表修复缓慢，预期低迷、收入减少、消费支出下沉，进而导致国内价格传导机制不畅，上游涨价对下游的传导严重被削弱，进一步蚕食了中下游行业利润率修复的空间。大规模设备更新以及消费品以旧换新等政策仍是供给端思路，对于需求端的提振有限。我们期待三中全会能在分配制度上做更多改革，提高居民收入，增强消费能力。对于资本市场而言，近期A股连续回调，沪指逼近3000点，高估值压力有所化解，阶段性回调压力有所释放。但由于宏观面改善幅度有限，且政策端定力较强（并未在6月份降息），故分子端盈利预期的下行是当前最为棘手的问题。我们依旧建议短期内采取偏防守思路对待当前股市。

### ★风险提示:

中国经济修复不及预期，美国降息预期波动，海外地缘政治风险。

王培丞 高级分析师（股指）  
从业资格号: F03093911  
投资咨询号: Z0017305  
Tel: 8621-63325888  
Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

6月17日，国家统计局发布了2024年5月经济数据，对此我们做如下解读。

注：由于2023年数据存在由基数扰动造成的波动，故本文同比数据中，如无特殊指明，2023年同比数据均为以2021年为基数的两年平均值，2024年数据则不做调整。

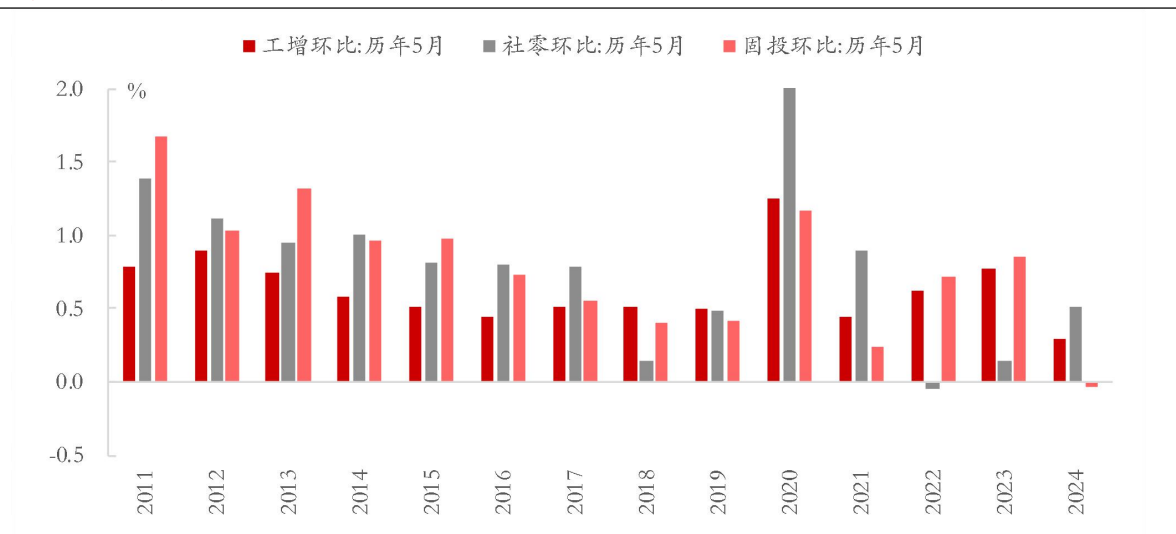
## 1、5月份经济数据总体平淡，弱修复态势维持

5月中国经济数据总体平淡，从结构上看，各分项涨跌互现，总体修复趋缓，未有明显超预期的点。

从环比视角看，工增、社零、固定资产投资季调环比增速分别为0.3%、0.51%、-0.04%。工增和固投的环比增速偏低，处于历史5月份最低值，其中固投环比已经连续两月为负值；社零环比好于前两者，高于近五年均值，但也一定程度上受今年4月消费低迷，基数较低的影响。

综合来看，5月份中国经济修复斜率仍然偏低，仍有较大的改善空间。

图表 1：5月供需两端环比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

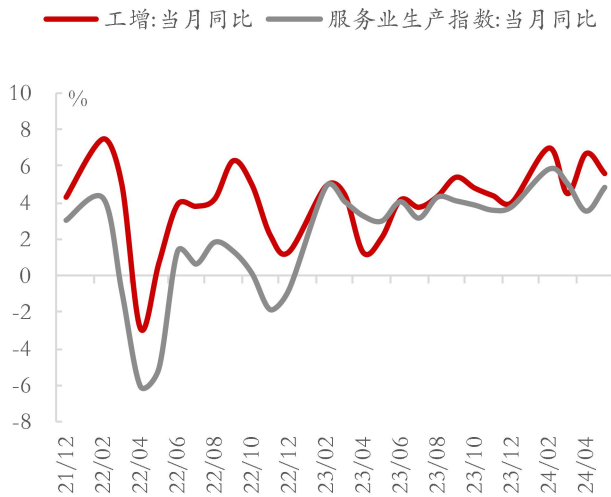
## 2、生产端：服务业好于工业

生产端，5月份工业增加值同比增速5.6%，较前值回落1.1%，服务业生产指数同比增速4.8%，较前值扩张1.3%。服务业修复态势好于工业。

服务业方面，受五一假期以及电商促销活动等因素影响，服务业生产有所提高，根据文旅部数据，五一假期全国国内旅游出游合计2.95亿人次，同比增长7.6%；国内游客出游总花费1668.9亿元，同比增长12.7%。并且除一般生活性服务业之外，根据国家统计局数据，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮

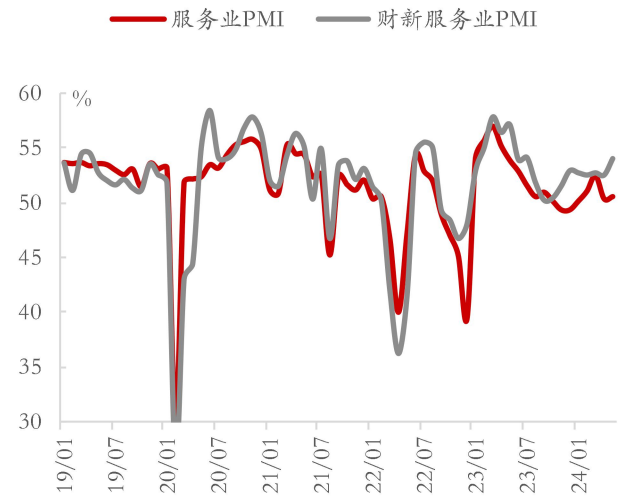
政业等生产性服务业的生产指数同比分别增长 12.9%、8.8%、5.6%，分别比上月加快 2.1、2.7、1.3 个百分点，也对服务业生产形成明显支撑。

图表 1：5 月服务业生产好于工业生产



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

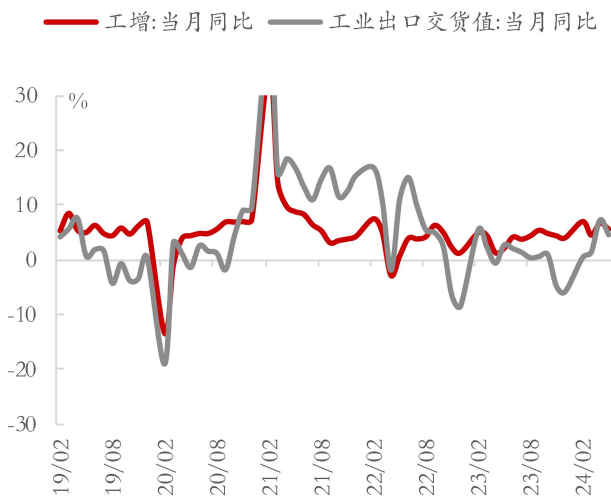
图表 2：5 月服务业 PMI 有所修复



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

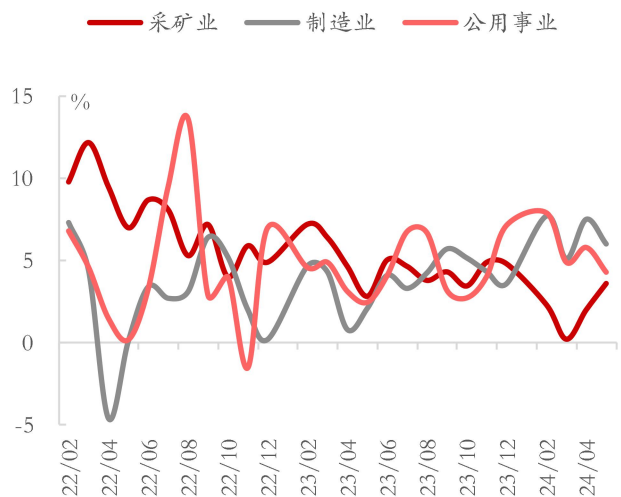
工业方面，单月增速回落，一方面受到工业品出口影响，5 月工业品出口交货值同比增速 4.6%，较上月回落 2.7%。另一方面，假期错位因素造成今年 5 月工作日时间偏少，对工业生产有一定干扰。

图表 1：5 月工业出口交货值回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

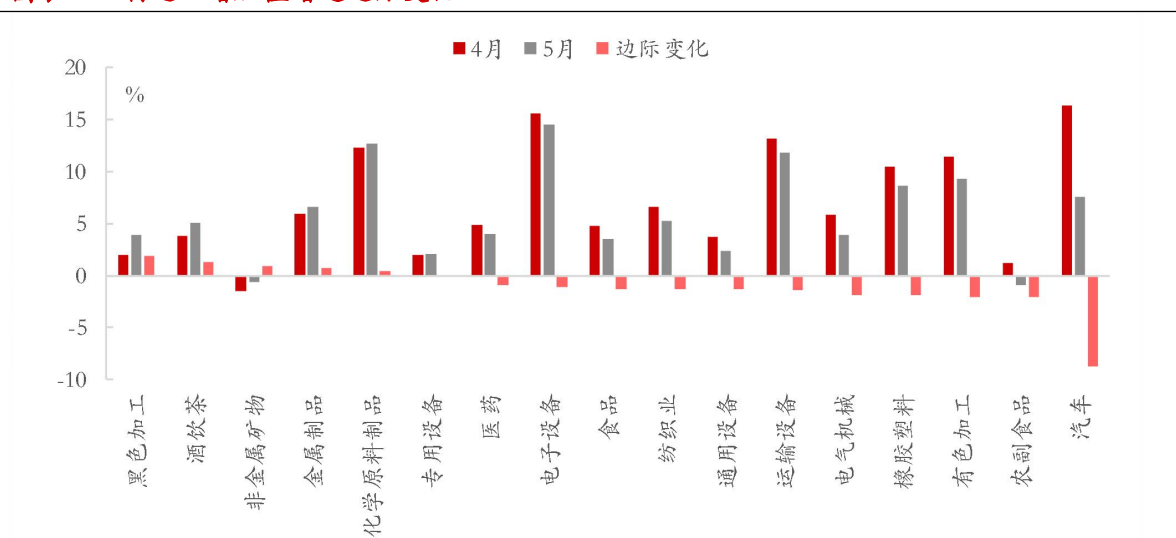
图表 2：制造业增加值明显走弱



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从结构上看，采矿业、制造业、公用事业增加值同比增速分别为 3.6%、6%、4.3%，较前值分别改善 1.6%、-1.5%、-1.5%。制造业出现明显回落。从制造业各行业增速边际变化看，5 月多数行业出现走弱，其中受制于终端需求低迷，猪价上涨传导不畅等因素影响，食品制造、农副食品加工业边际回落，另一方面值得注意的是汽车制造业，单月增速 7.6%，较前值大幅回落 8.7 个百分点。回落有一定的基数原因，今年 5 月汽车产量 235.3 万辆，仍处在历史同期最高水平，但去年 5 月汽车生产大幅放量拉高了基数。此外，欧美对中国汽车出口施加的提高关税政策，或也将造成汽车生产减缓。

图表 1：制造业增加值增速边际变化



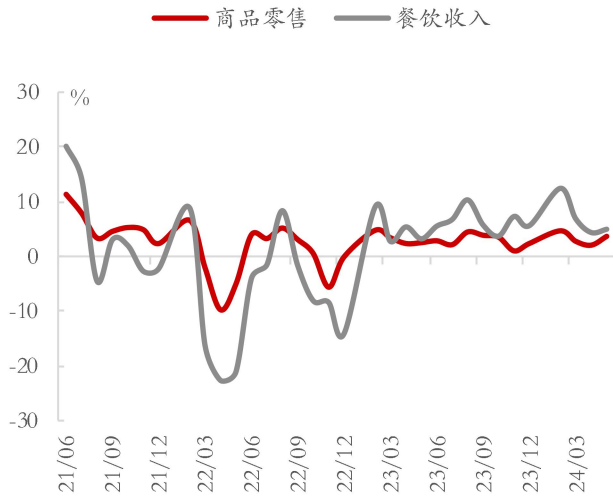
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

### 3、消费端：商品零售走强

5 月社零增速 3.7%，其中商品零售增速 3.6%，餐饮收入增速 5%，餐饮增速仍高于商品零售增速，但边际上 5 月份商品零售改善幅度更大，二者分别较前值回升 1.6%、0.6%。5 月份电商 618 活动前置，部分商家优惠促销带动了商品零售的活化。常熟男装电商景气指数 5 月录得 46.67，较前值回升 1.67。

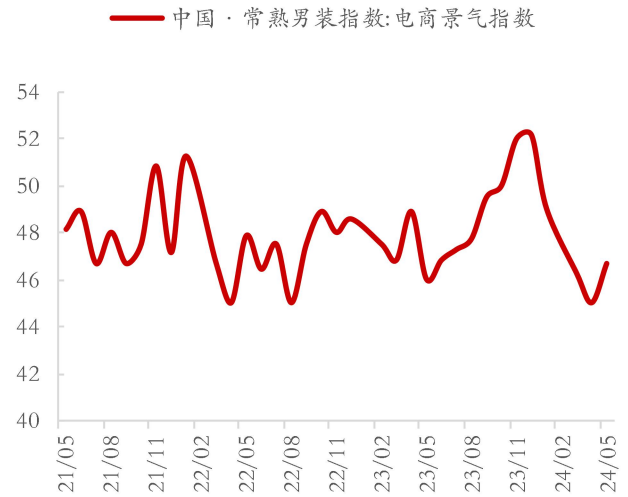
从商品类别看，5 月份可选消费依旧好于必选消费，其中化妆品类、体育文娱类、家电音像类、通讯器材类商品增速均在 10% 以上。从 5 月边际变化看，化妆品类、文化办公类、家电音像类等商品受到以旧换新以及 618 电商促销活动等影响，单月增速改善幅度较大。但金价短期高位筑顶，居民购金行为有所收缩。

图表 3: 5月商品零售与餐饮收入同比修复



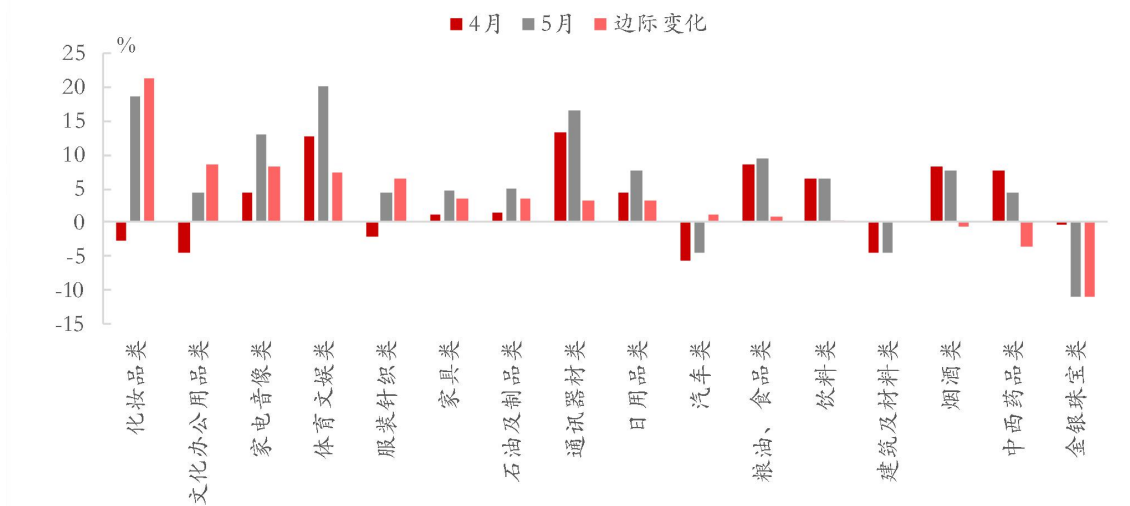
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 电商促销带动零售好转



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 1: 5月可选消费品增速反弹幅度较大



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

#### 4、投资端：房地产仍在寻底

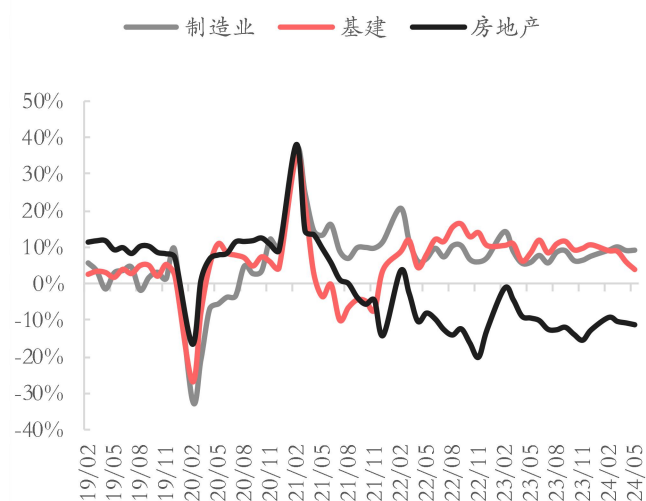
固定资产投资方面，5月同比增速3.4%，较4月回落0.1个百分点。其中制造业、基建、房地产投资增速分别为9.4%、3.8%、-11%，分别较4月扩大0.1%、-2.1%、-0.5%。从构成看，国有投资增速6.1%、民间投资增速-0.5%，二者分别较前值回落0.4%、0.3%，民间投资持续负增长。

制造业投资边际改善，主要受到大规模设备更新政策提振。根据国新办官方新闻发布会，5月份大规模设备更新政策带动广播电视设备制造、通信设备制造行业增加值同比分别

增长 30.7%和 15.7%。从产品看，农产品加工专用设备产量同比增长 53.6%，数控锻压设备同比增长 17.2%，电子工业专用设备产量同比增长 11%。

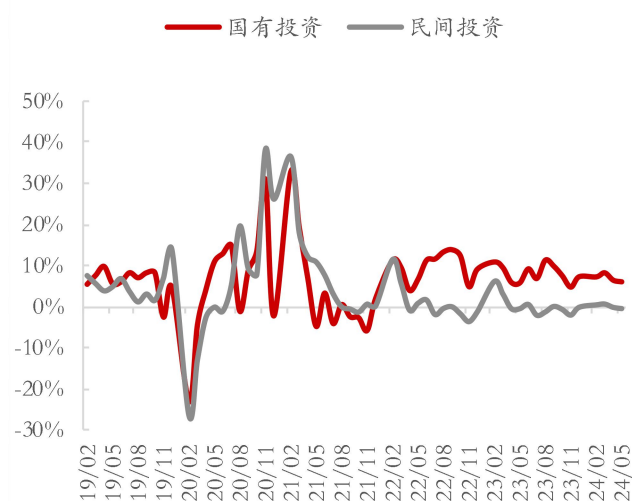
基建投资边际回落受到 5 月政府债券融资前慢后快的节奏影响，实物工作量的形成仍需等到 6 月之后确认。拆分来看，电热水气、交运仓储、水利环境三大分项分别较上月变化-3%、-5.1%、+0.9%。

图表 5：固定资产投资三大分项当月同比增速



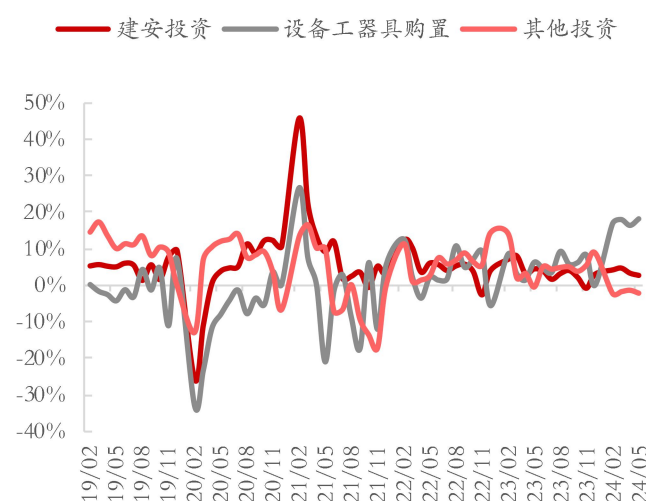
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：国有投资与民间投资当月增速下行



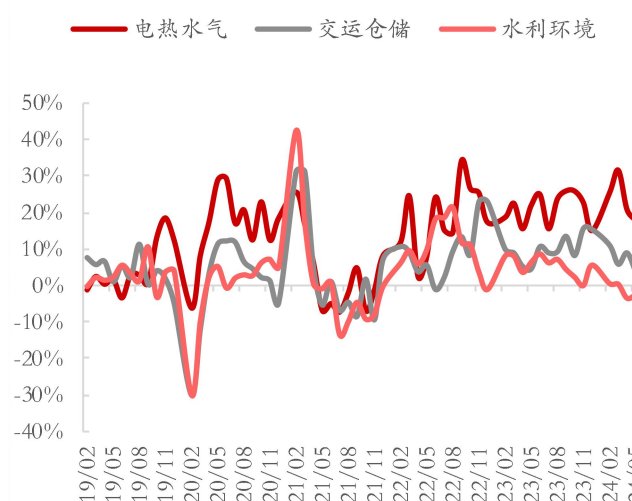
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：按性质分固定资产投资当月增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：基建三大分项当月增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

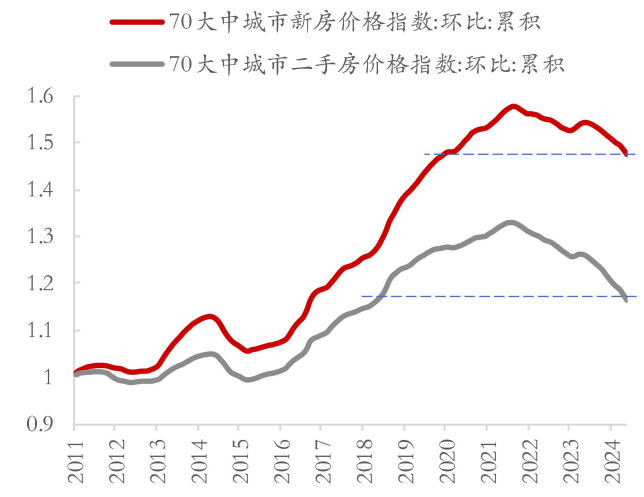
房地产投资方面，下跌趋势仍在延续。5月份房地产投资增速进一步下滑至-11%。尽管5月份全国范围内自上而下再次进行政策优化，一线城市也逐渐放开限购政策，但商品房销售面积当月同比增速为-20.7%，较上月仅小幅回升2.1%，销售依旧低迷，仍未能形成对投资端的有效传导，房地产新开工面积-22.7%，较上月跌幅扩大8.7%。房价方面，统计局公布的5月70大中城市商品住宅售价仍在加速下跌，5月新房价格环比上涨数仅为2个（上月6个），二手房价格环比上涨数为0个（上月1个）。

图表 9: 5月房地产销售仍大幅下行



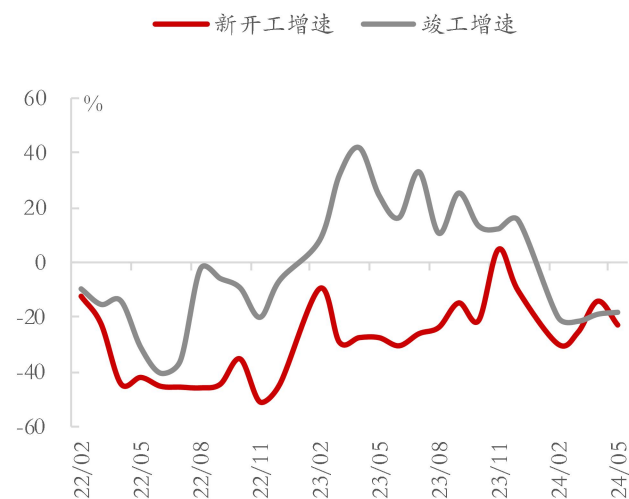
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 5月房价加速下行



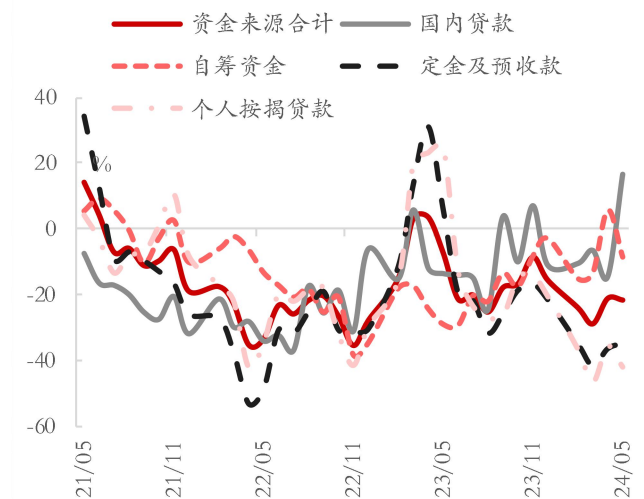
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 5月新开工增速转弱



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 房企融资性现金流有所改善



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

房企资金来源方面,5月总资金来源同比-21.8%,较上月回落0.5个百分点。但结构上看,国内贷款表现较为突出,当月同比16.9%,较上月回升31.1个百分点。根据住建部、金管局的通知,今年以来各地陆续建立了城市房地产融资协调机制,根据监管要求,对于不同所有制房企的“白名单”项目一视同仁,融资端给予新增贷款、存量贷款展期,以及发放并购贷款等资金支持。5月份多地白名单项目加速上报对房企融资现金流形成支撑。

## 5、投资建议

5月份中国经济修复仍保持了一个缓步向前的态势,上行斜率仍旧偏低。并且当前最突出的问题在于居民资产负债表修复缓慢,预期低迷、收入减少、消费支出下沉,进而导致国内价格传导机制不畅,上游涨价对下游的传导严重被削弱,进一步蚕食了中下游行业利润率修复的空间。大规模设备更新以及消费品依旧换新等政策仍是供给端思路,对于需求端的提振有限。我们期待三中全会能在分配制度上做更多改革,提高居民收入,增强消费能力。对于资本市场而言,近期A股连续回调,沪指逼近3000点,高估值压力有所化解,阶段性回调压力有所释放。但由于宏观面改善幅度有限,且政策端定力较强(并未在6月份降息),故分子端盈利预期的下行是当前最为棘手的问题。我们依旧建议短期内采取偏防守思路对待当前股市。

## 6、风险提示

中国经济修复不及预期,美国降息预期波动,海外地缘政治风险。



**期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）**

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

**上海东证期货有限公司**

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)