

宏观数据点评

供需再平衡进行中——5月经济增长数据点评

2024年06月19日

【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2024年5月工业增加值同比增长5.6%，较4月降低1.1个百分点；1-5月全国固定资产投资同比增长4.0%，较1-4月低0.2个百分点；5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，较4月份高1.4个百分点。

【评论】

- ◆ **供需两端进入再平衡阶段，去库存或为年内主线。**2022年以来，供给端工业增加值在政策推动下持续处于高位，而需求端受限于居民和企业预期较弱等因素，修复进度慢于供给端，加上近期海外需求出现波动，造成了国内供需短期失衡。本月固定资产投资增速回落，社会消费品零售总额处于低位，反映需求端修复较慢；供给端工业增加值同比增长5.6%，处于2022年以来较高水平，但受到需求偏弱的拖累，边际上已出现回落。往后看，我们预计下半年国内经济将进行供需再平衡，需求端自然修复，供给端稳步去产能，增速向和需求端相匹配的水平靠拢。
- ◆ **设备更新支撑工业增加值高增长。**5月份装备制造业增加值同比增长7.5%，增速连续10个月高于全部规模以上工业平均水平，对全部规模以上工业增长贡献率达45.7%，占规模以上工业增加值比重连续15个月保持在30%以上。
- ◆ **固定资产投资实物工作量形成偏慢，或与缺乏可投资项目有关。**制造业投资方面，受益于设备更新改造政策，设备工器具购置投资增长加快。基建投资方面，5月以来专项债发行提速，年内可用余额充足，后续基建增速有望稳步提升。房地产投资方面，行业仍处于调整阶段，新一轮地产政策组合拳逐步显效，未来数月或为政策效果观察期。
- ◆ **五一长假和电商年中促销提振消费。**一方面，假期出行活跃，通讯信息、交通出行、旅游咨询租赁等服务零售保持了较快增长。另一方面，各地消费品以旧换新配套政策陆续落地，叠加“618”网购促销，带动家电、通讯器材和新能源汽车类商品销售上涨。

【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢

 东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

相关研究

《物价低增长格局未变——5月物价数据点评》

2024.06.17

《从历史上降息复盘看美联储货币政策周期》

2024.04.30

《降息降准蓄势待发，剑指防范地产风险——4月政治局会议点评》

2024.04.30

《价格因素拖累主要经济指标增速——3月经济增长数据点评》

2024.04.18

正文目录

1. 供需两端进入再平衡阶段，去库存或为年内主线.....	3
2. 工业增加值：设备更新持续推进，装备制造业保持高增长.....	3
3. 投资：实物工作量形成偏慢.....	4
3.1 设备更新支撑制造业投资保持韧性.....	5
3.2 专项债发行提速，基建对经济的拉动有望增强.....	6
3.3 房地产行业仍处于调整阶段.....	7
4. 消费：弱修复态势延续.....	8

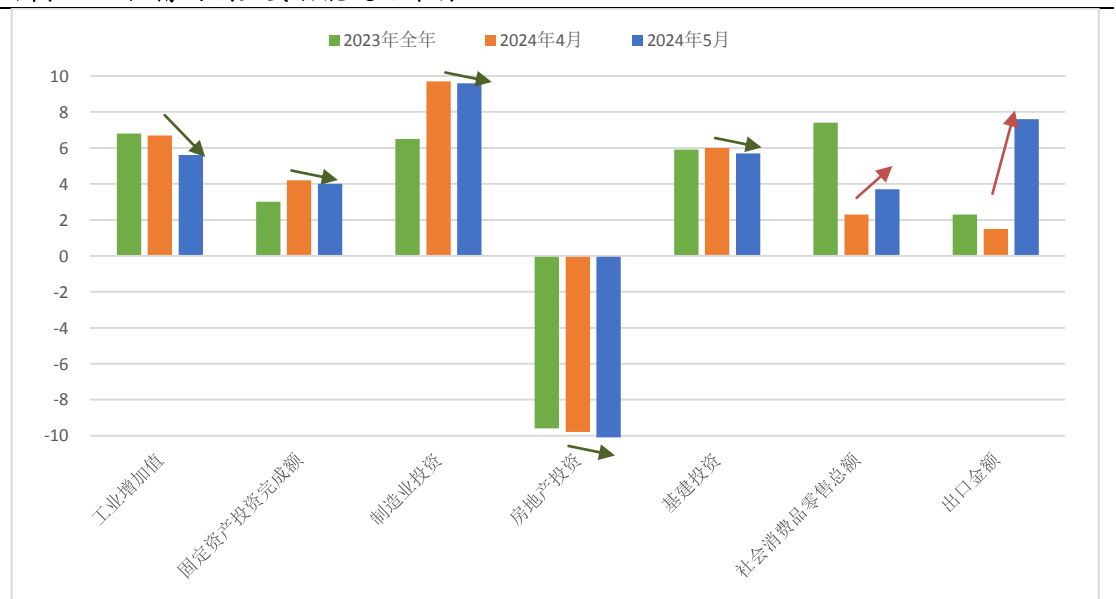
图表目录

图表 1：供需两端主要动能边际下行.....	3
图表 2：工业增加值同比增速自 2022 年以来呈回升趋势.....	4
图表 3：2024 年 5 月主要工业产品产量.....	4
图表 4：固定资产投资三大类.....	5
图表 5：1-5 月细分行业制造业投资累计同比增速（%）.....	5
图表 6：石油沥青装置开工率（%）.....	6
图表 7：2024 年专项债发行进度较慢.....	6
图表 8：住宅开发投资完成额加速下行.....	7
图表 9：商品房去化周期刷新历史高点.....	7
图表 10：土地溢价率处于低位.....	7
图表 11：商品房销售面积和销售额降幅较大.....	7
图表 12：各线城市住宅价格全面下行.....	8
图表 13：房企资金来源减少.....	8
图表 14：社零同比增速回升.....	8
图表 15：电商大促带动家电、通讯等商品消费.....	8

1. 供需两端进入再平衡阶段，去库存或为年内主线

2022 年以来，政策面将提振供给端作为发展经济的主要手段之一，工业增加值同比增速在 PPI 持续走低的背景下逆势上行。而需求端是慢变量，修复进度慢于供给端，加上近期海外需求出现波动，造成了国内供需短期失衡，部分行业产能过剩，集中表现为价格水平偏低和资产收益率下行。从本月的数据来看，固定资产投资增速回落，社会消费品零售总额处于低位，反映需求端修复较慢；供给端工业增加值同比增长 5.6%，处于 2022 年以来较高水平，但受到需求偏弱的拖累，边际上已出现回落。往后看，我们预计下半年国内经济将进行供需再平衡，需求端自然修复，供给端稳步去产能，增速向和需求端相匹配的水平靠拢。

图表 1：供需两端主要动能边际下行

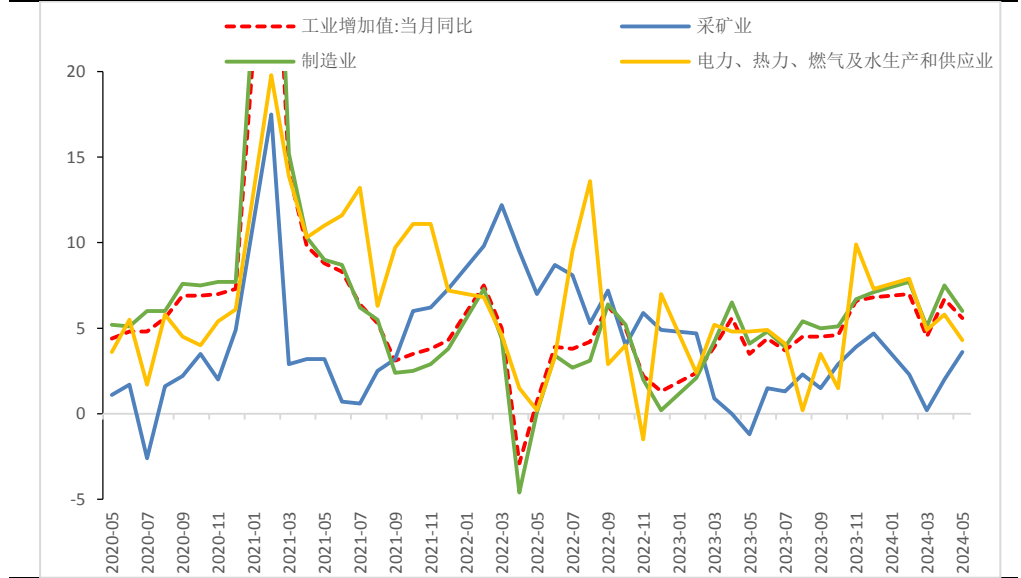


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

2. 工业增加值：设备更新持续推进，装备制造业保持高增长

受益于大规模的设备更新改造，装备制造业保持高增长，是工业增加值的主要支撑。5 月份工业增加值同比增长 5.6%，增速较 4 月低 1.1 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长 3.6%、6.0%、4.3%，较 4 月份变化+1.6%、-1.5%、-1.5 个百分点。分行业看，5 月份装备制造业增加值同比增长 7.5%，增速连续 10 个月高于全部规上工业平均水平，对全部规上工业增长贡献率达 45.7%，占规上工业增加值比重连续 15 个月保持在 30%以上。装备制造业中，电子、铁路船舶航空航天、汽车、金属制品增加值同比分别增长 14.5%、11.8%、7.6%、6.6%，对全部规上工业增长的贡献较高。

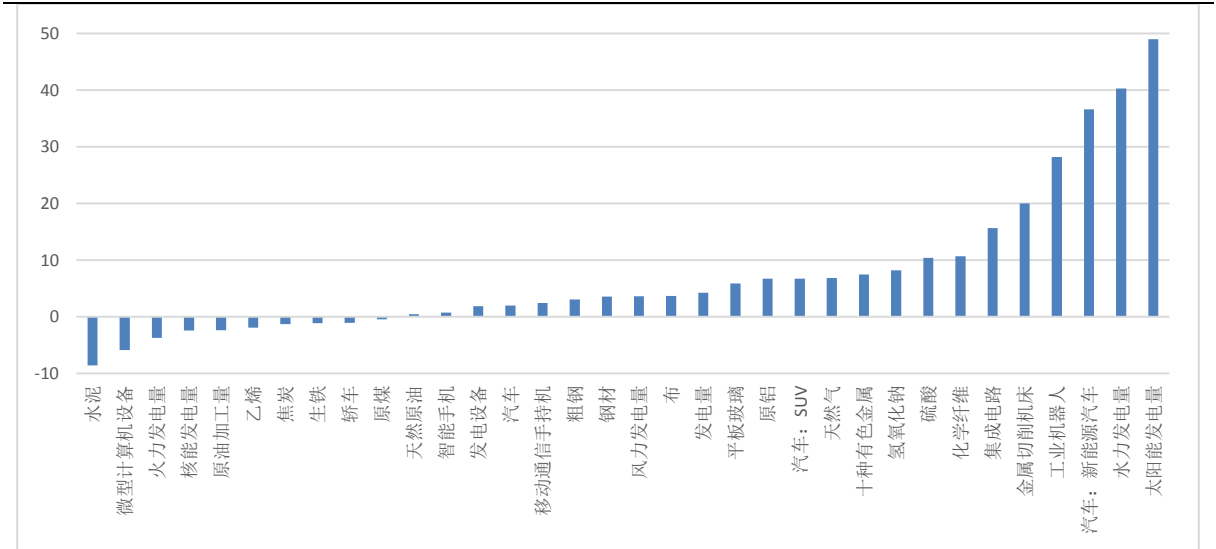
图表 2：工业增加值同比增速自 2022 年以来呈回升趋势



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 5 月

新能源类产品产量仍高，价格压力短期难缓解。5 月份国内主要工业产品中，太阳能发电量、水力发电量、新能源汽车产量增速居前三，分别同比增长 48.96%、40.24%、36.59%；而水泥、乙烯、焦炭、生铁、原煤等传统工业产品产量同比下降。新能源产品产量上升，或进一步加大行业去库存压力，冲击相关产品价格。

图表 3：2024 年 5 月主要工业产品产量

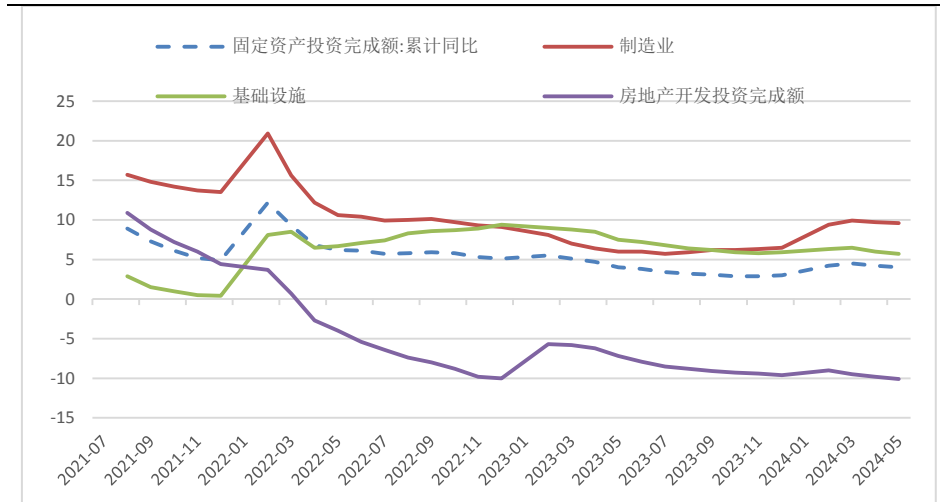


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

3. 投资：实物工作量形成偏慢

2024 年 1-5 月全国固定资产投资同比增长 4.0%，较 1-4 月份降低 0.2 个百分点。三大支柱中，制造业投资同比增长 9.6%，增速较 1-4 月份降低 0.1 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增长 5.7%，增速较 1-4 月份降低 0.3 个百分点；房地产投资同比下降 10.1%，降幅 1-4 月份扩大 0.3 个百分点。

图表 4：固定资产投资三大类

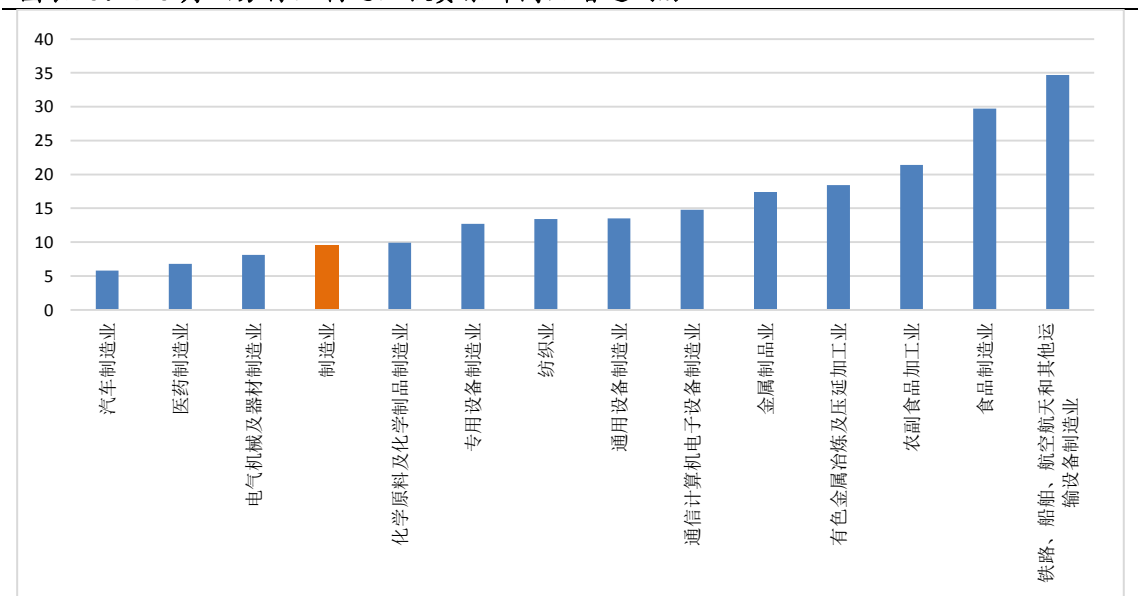


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年5月

3.1 设备更新支撑制造业投资保持韧性

设备更新是制造业投资保持高位的主要支撑。在大规模设备更新政策作用下，设备工器具购置投资增长加快，拉动效应大，1-5月份对全部投资增长的贡献率达到52.8%。其中，设备工器具购置投资同比增长17.5%，制造业技术改造投资增长10.0%，均高于制造业投资整体水平。

图表 5：1-5月细分行业制造业投资累计同比增速 (%)



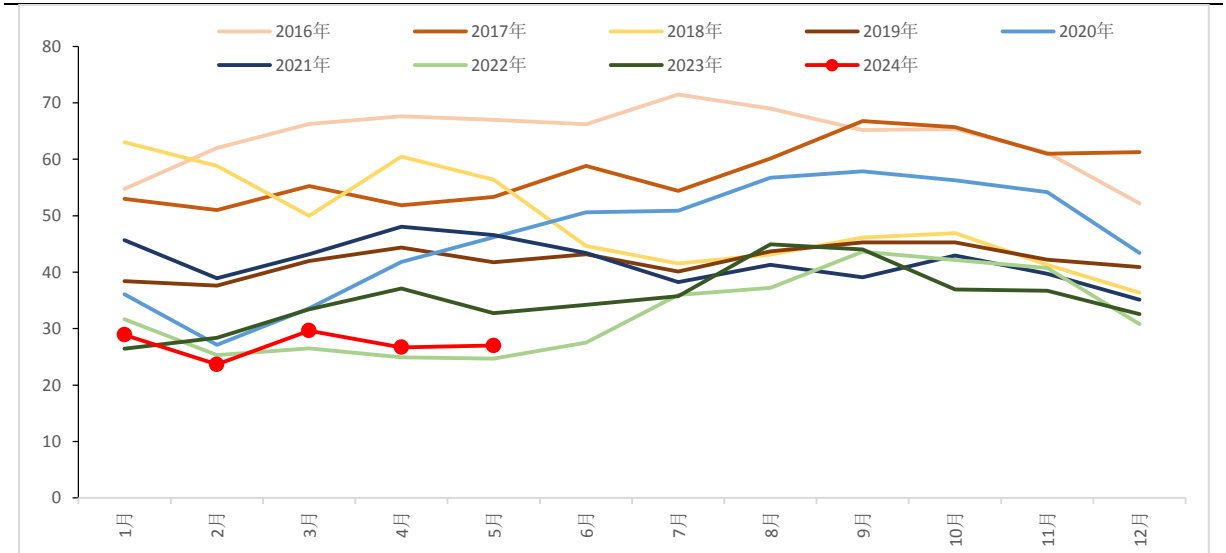
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

下游行业汽车、意愿、电气等消费品制造业投资增速有所放缓。当前国内有效需求依然不足，拖累相关行业扩张进度。1-5月汽车制造业、医药制造业、电气机械及器材制造业投资同比增长5.8%、6.8%、8.1%，低于制造业投资整体水平。

3.2 专项债发行提速，基建对经济的拉动有望增强

基建尚未形成充足实物工作量。2024年5月份，国内石油沥青装置开工率27.0%，上半年开工率与2022年同期走势较为接近，彼时国内生产生活受疫情扰动较大，基建投资增速亦处于阶段性低点。石油沥青装置开工率等实体经济数据映射基建项目实物工作量较少，短期增速不宜高估。

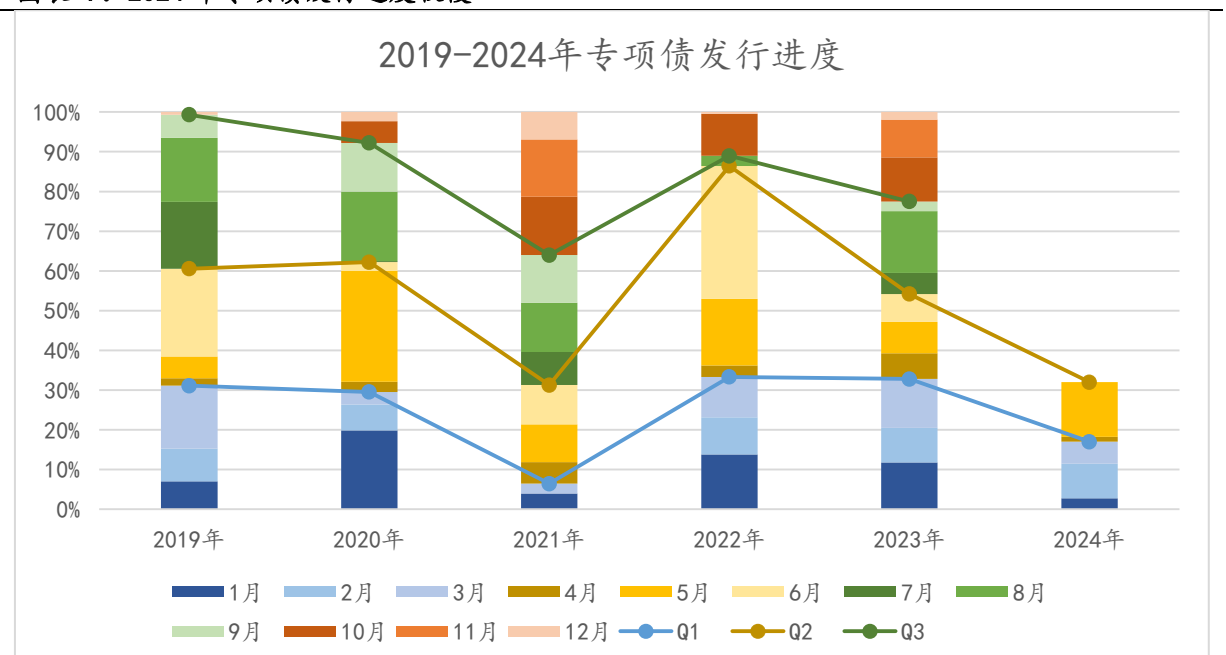
图表 6：石油沥青装置开工率 (%)



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截止 2024 年 5 月

专项债发行进度落后于往年同期，后续发力空间较大。2024年1-5月，新增专项债发行规模约12476亿元，较2023年同期少增7323亿元。截止5月末，新增专项债占全年发行限额3.9万亿元的32%，进度落后于历史同期。专项债是基建项目的重要资金来源，预计随着剩余专项债资金的持续释放，基建增速有望回升。

图表 7：2024 年专项债发行进度较慢

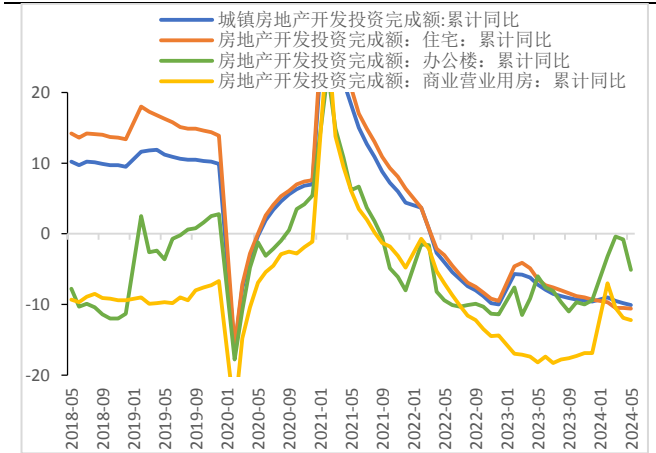


资料来源：Choice 债券板块，东方财富证券研究所

3.3 房地产行业仍处于调整阶段

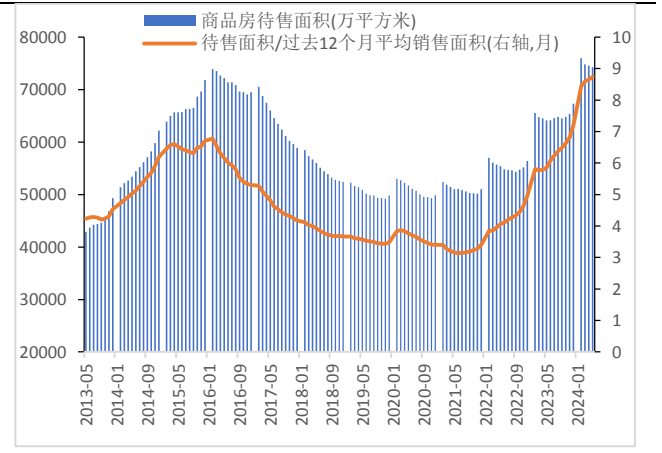
2024年1-5月城镇房地产开发投资完成额同比增长-10.1%，较1-4月低0.3个百分点。其中，住宅同比增长-10.6%，较1-5月低0.1个百分点；办公楼同比增长-5.1%，较1-4月低4.3个百分点；商业营业用房同比增长-12.2%，较1-4月低0.3个百分点。

图表 8：住宅开发投资完成额加速下行



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

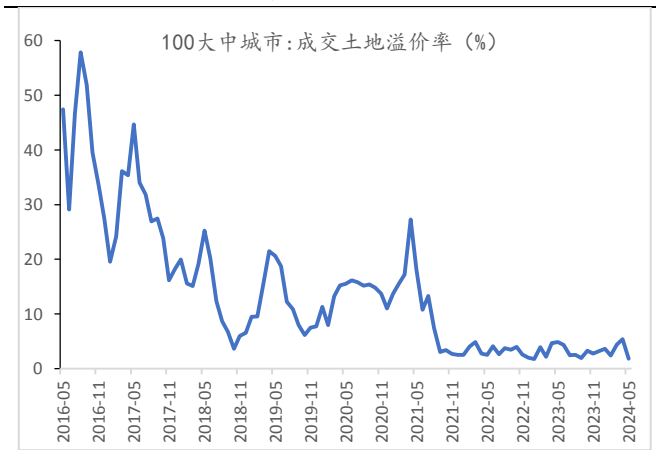
图表 9：商品房去化周期刷新历史高点



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

供给端保持一定惯性，库存水平被动提高，楼市去化周期进一步拉长。5月份商品房待售面积 74256 万平方米，较去年同期提高 10136 万平方米。按过去 12 个月的平均销售速度，库存去化周期为 8.7 个月，持续创历史新高。库存高企削弱了房企进一步开发投资意愿，5月份 100 大中城市成交土地溢价率 1.8%，较 4 月份降低 3.5 个百分点，也反映房企拿地热情不足。

图表 10：土地溢价率处于低位



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

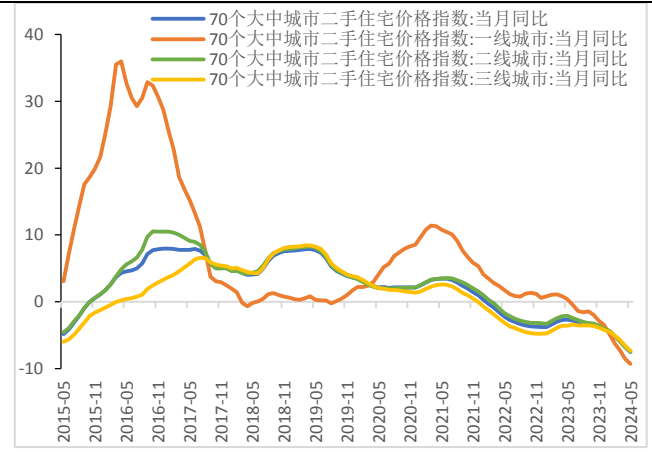
图表 11：商品房销售面积和销售额降幅较大



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

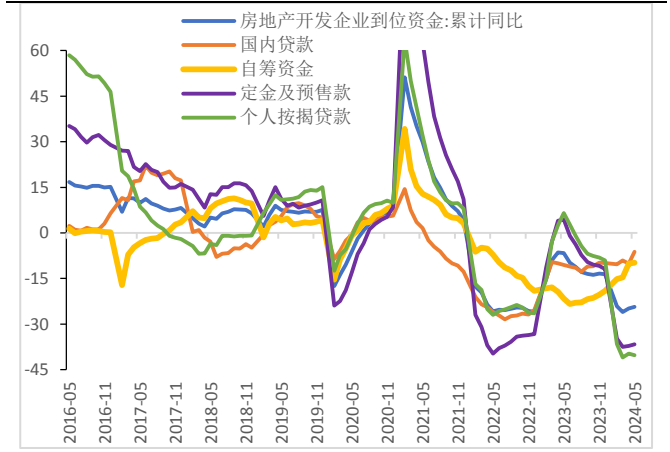
需求端指标边际改善幅度有限，楼市拐点有待进一步观察。数量方面，2024年1-5月商品房销售面积同比增长-20.3%，增速较1-4月低0.1个百分点；商品房销售额同比增长-27.9%，增速1-4月高0.4个百分点。价格方面，3月份70大中城市二手住宅价格指数同比增长-7.5%，增速较4月份低0.7个百分点。同时，从房企资金来源方面看，1-5月房地产开发企业到位资金累计同比增长-24.3%，其中代表居民购房资金的定金及预收款、个人按揭贷款同比增长-36.7%、-40.2%，也侧面反映居民购房减少。

图表 12: 各线城市住宅价格全面下行



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

图表 13: 房企资金来源减少



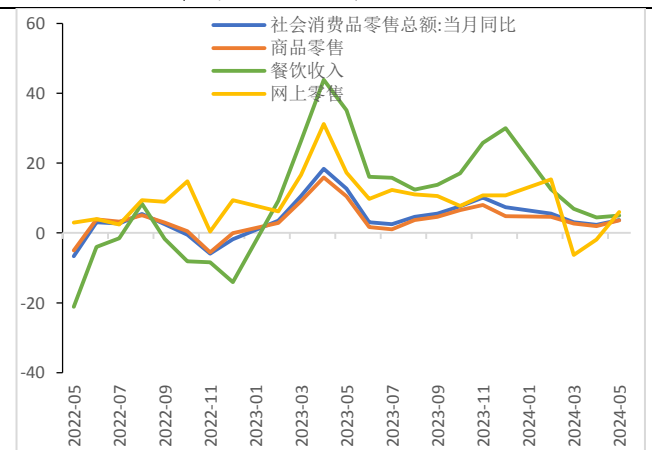
资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

房地产政策全面升级, 或进入政策效果观察期。5月17日中国人民银行、住房和城乡建设部和自然资源部、国家金融监督管理总局等部委联合出台新一轮房地产政策组合拳, 明确取消全国层面房贷利率政策下限、下调房贷首付款比例和公积金贷款利率、拟设立保障性住房再贷款等。本轮政策力度较以往大幅升级, 预计效果将逐步释放, 短期增量政策或有限。

4. 消费: 弱修复态势延续

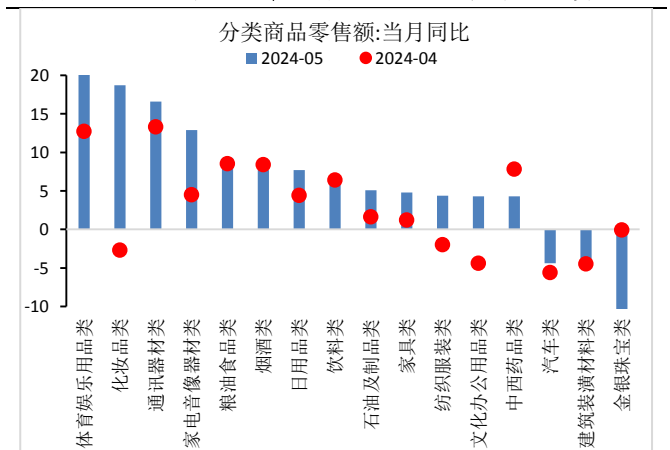
五一长假和电商年中促销提振居民消费, 社零增速有所回升。2024年5月社会消费品零售总额同比增长3.7%, 较4月回升1.4个百分点; 环比增长0.51%, 较4月份提高0.45个百分点。一方面, 假期出行活跃, 推动文旅消费增长。1-5月服务零售额同比增长7.9%, 增速快于同期商品零售额4.4个百分点, 其中通讯信息、交通出行、旅游咨询租赁等服务零售保持了较快增长。另一方面, 各地消费品以旧换新配套政策陆续落地, 叠加“618”网购促销, 带动家电、通讯器材和新能源汽车类商品销售上涨。5月份, 限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类、家用电器和音像器材类商品零售额同比分别增长20.2%、16.6%、12.9%, 增速分别比4月份加快7.5个、3.3个、8.4个百分点; 化妆品类零售额增长18.7%。

图表 14: 社零同比增速回升



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年5月

图表 15: 电商大促带动家电、通讯等商品消费



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所

居民消费意愿和消费能力缓慢修复，预计年内社零波动回升。5 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，较 2023 年同期下降 0.2 个百分点，其中外来户籍劳动力调查失业率为 4.7%，外来农业户籍劳动力调查失业率为 4.5%，低于整体水平。居民就业的改善，特别是农民工等外来劳动力等中低收入人群得到充分就业，有助于消费趋势性回升。但国内外经济风险持续存在，居民对未来经济和收入预期仍偏谨慎，或制约居民消费潜能的释放，我们认为年内消费修复高度仍不宜过度高估。

【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险
海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

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证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。