

# 经济恢复不及预期，动能夯实仍待政策发力

## —— 5月份经济数据解读

### 核心观点

- **消费恢复偏弱，且持续性仍待观察。**当月消费在假期错位、购物节大促等因素支撑下总量和结构均有所改善，但这些因素不具备持续性，且集中释放有可能透支本就偏弱的消费需求，在居民就业收入承压及资产价格受损等症结实质性改善前，短期消费修复或仍显波折，不排除增速再度出现回落。
- **投资结构分化加剧，基建下半年有望企稳。**投资增长放缓且结构分化加剧，对应新质生产力壮大的制造业投资持续扩张，房地产开发、基建等传统投资领域的需求收缩与风险暴露仍是国内经济修复的桎梏，这一方面是新时代中国经济由要素投入型向创新驱动型切换的映射，另一方面也是眼下内外需热度不均的反映，财政与准财政工具的发力见效或是当前稳住投资需求的关键。
- **假期错位拖累生产，出口拉动作用明显。**工业生产活动有所减速，我们认为当月假期同比多两天或是生产放缓的重要原因。出口依然是工业生产的重要拉动，边际上部分高耗能行业生产低位企稳，但主要原因或在基数不高，或非需求回暖。
- **5月份国内经济恢复不及预期，动能夯实仍需政策发力。**需求端消费总量和结构的改善趋势仍待观察，投资增速边际下滑且增长前景面临不同约束，生产端的重要支撑依然在于出口。当前来看，国内经济的软肋在房地产，地产下行对包括消费和投资在内的需求增长均产生明显抑制；突破口或在基建，政策面对基建投资的影响较大，资金与项目更加匹配下实物工作量有望加速形成；确定性在出口，全球制造业扩张周期为我国创造较好外围环境，但如疫情爆发前两年的强势拉动也难重现。因此，在前期地产组合拳出台的背景下，我们预计短期政策将一面继续加大对新动能的扶持，一面督导重大项目实物工作量的形成，合力实现质的有效提升和量的合理增长。
- **风险提示：**经济走势不及预期、政策效果不及预期、地缘政治风险超预期加剧。

### 大同证券研究中心

分析师：杨楠

执业证书编号：S0770524040002

邮箱：yangn@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

### 相关研究

《紧抓政策落实，巩固回升态势 - 4月份政治局会议点评》

《5.3%增速背后的喜和忧 - 一季度&3月份经济数据解读》

《扩内需重在稳地产，政策加码多管齐下 - 4月份经济数据及517地产政策解读》

《经济温差或侵蚀盈利，补库开启仍需观察 - 4月份工业企业利润数据解读》

《拐点将至，风险资产右侧趋势更加明确 - 2024年6月资产配置月报》

## 数据：

2024年1-5月全国固定资产投资（不含农户）增长4.0%，其中房地产开发投资同比下降10.1%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长5.7%，制造业投资同比增长9.6%。5月份，社会消费品零售总额同比增长3.7%，规模以上工业增加值同比增长5.6%。

## 解读：

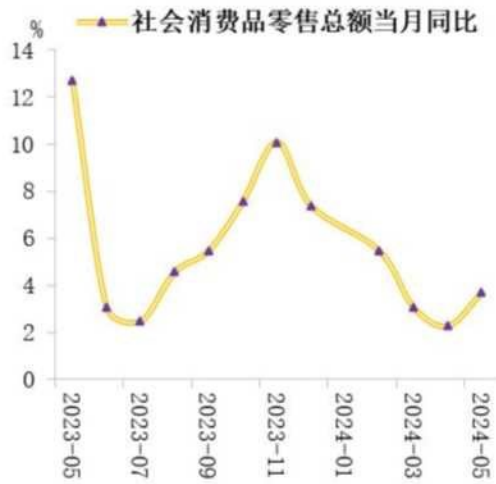
### 一、消费恢复偏弱，且持续性仍待观察

5月份社会消费品零售总额增速有所回升，同比较前值提升1.4个百分点至3.7%，但低于市场预期4.5%。当月增速提升重要原因为“五一”假期的错位，部分出行消费需求延后在5月份释放，拉低4月份增速的同时垫高5月份读数，因而当月9.84%的未季调环比处于历史同期较高水平。

**剔除假期错配和基数的影响，当前消费较去年同期有所恢复，但增长前景仍存不确定性。**以5月份社零总额相对3月份的增幅来观察剔除假期错位的消费边际增速，可以看到今年0.49%的增幅优于去年同期的-0.14%，指向尽管表观3.7%的社零同比远低于去年同期的12.7%，但消费动能较去年同期有所改善。值得注意的是，根据文旅部数据，同样作为消费需求释放窗口的端午小长假热度有所下滑，出游人次和旅游收入同比增速分别为6.3%和8.1%，均低于今年“五一”的7.6%和12.7%，或是疫后“报复性”出行消费归于平淡的信号，消费增长将更为依赖内生动能的强化，即居民就业收入和资产负债现状及预期的改善，因而短期修复斜率或难超预期。

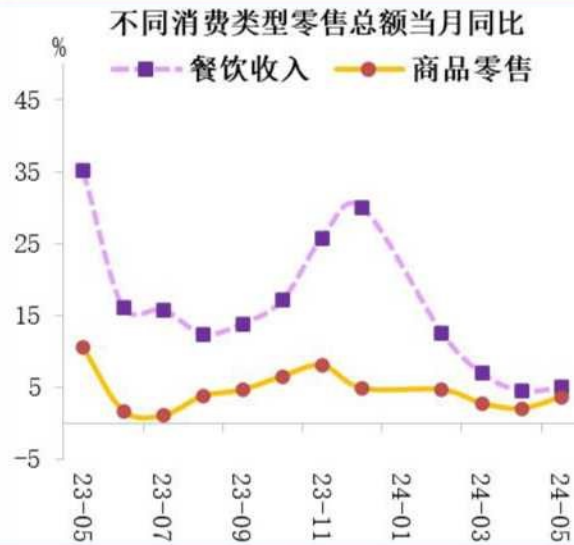


图表 1: 5 月份社零同比增长 3.7%



数据来源: Wind, 大同证券

图表 2: 不同类型消费同比增速



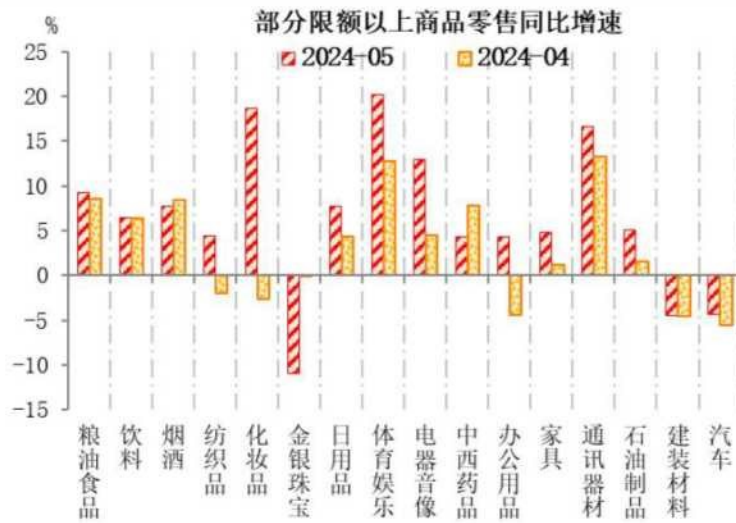
数据来源: Wind, 大同证券

分类型看，假期消费提振餐饮收入，618 年中大促刺激升级类商品消费。5 月份餐饮收入同比增速上行 0.6 个百分点至 5.0%，火热的“五一”长假无疑是服务消费增长的重要拉动；同时，618 年中大促活动线上线下同步展开，明显带动了部分升级类商品的消费增长，限额以上单位中化妆品、体育娱乐用品、家电音像、通讯器材零售额分别同比增长 18.7%、20.2%、12.9%和 16.6%，较上月提升 21.4、7.5、8.4 和 3.3 个百分点，是商品零售的重要拉动项。

总结来看，当月消费在假期错位、购物节大促等因素支撑下总量和结构均有所改善，但这些因素不具备持续性，且集中释放有可能透支本就偏弱的消费需求，在居民就业收入承压及资产价格受损等症结实质性改善前，短期消费修复或仍显波折，不排除增速再度出现回落。



图表 3：部分商品零售增速对比

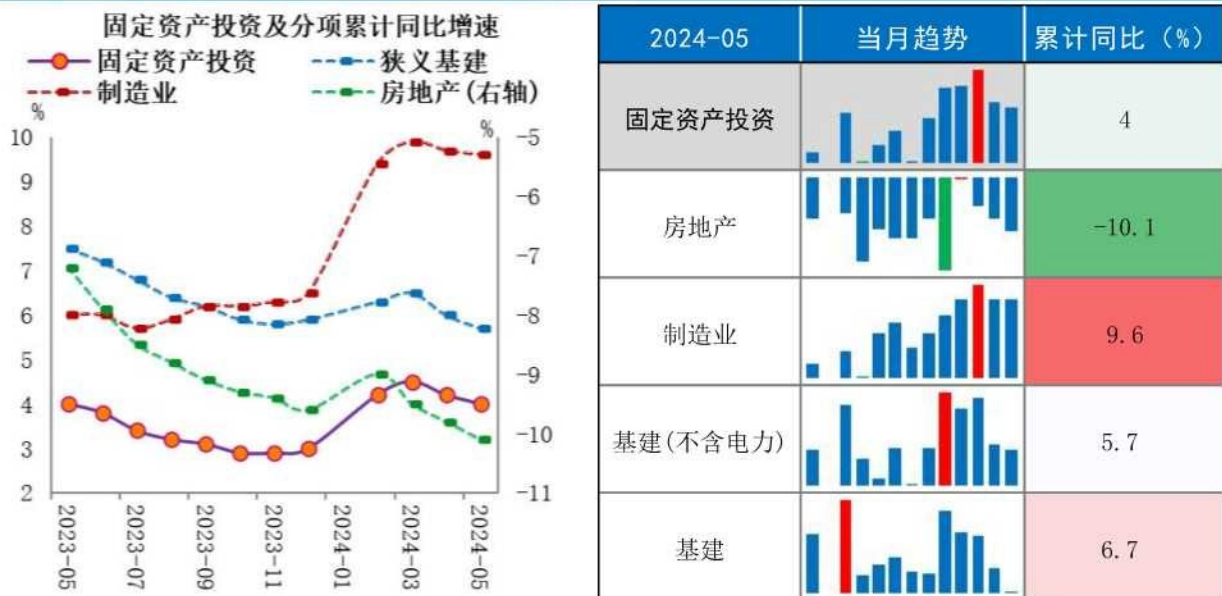


数据来源: Wind, 大同证券

## 二、投资结构分化加剧，基建下半年有望企稳

1-5 月份固定资产投资完成额累计同比增长 4.0%，增速较前值继续下降 0.2 个百分点，低于市场预期的 4.2%。此外，固投季调环比下降 0.04%，连续两个月环比下滑，我们测算固投当月同比增速较前值下滑约 0.1 个百分点至年内最低的 3.4%，也均显示出投资增速出现边际下降。

图表 4：固定资产投资累计同比增速及当月同比趋势



数据来源: Wind, 大同证券

专项债发行提速有望带动基建增速回稳。5 月份狭义基建投资累计同比增速



进一步回落 0.3 个百分点至 5.7%，我们测算单月增速小幅下降约 0.2 个百分点至 4.9%，下滑态势有所收敛。从资金面来看，在政治局会议“加快专项债发行使用进度”的明确要求下，5 月份地方政府新增专项债发行 4383 亿元，进度有所加快；此外当月启动了 800 亿超长期特别国债的发行，剩余 9200 亿也将在 11 月前发行完毕，资金面对基建投资的支撑作用有所增强。资金从发行到下发使用存在时滞，历史上新增专项债发行同比增减领先基建投资增速约一个季度，因此当前提速的财政融资节奏或为下半年基建增速回升奠定基础。

**图表 5：地方专项债发行提速**


数据来源：Wind, 大同证券

**图表 6：专项债发行提速为基建回升奠定基础**


数据来源：Wind, 大同证券

**中游装备制造业领衔投资增长。**5 月份制造业投资累计增速放缓 0.1 个百分点至 9.6%，但边际上当月增速较前值小幅回升至 9.4%，制造业投资仍延续快速增长势头。从行业来看，中游装备制造业投资增速普遍回升，金属制品、通用设备、汽车制造、运输设备和电子设备制造业投资累计同比增速分别较前值提升 0.9、0.3、0.1、7.0 和 1.7 个百分点，为加速壮大新质生产力和建设现代化产业体系提供重要支撑。

结构性货币政策工具仍将带动制造业投资扩张。今年 4 月份央行设立 5000 亿科技创新和技术改造再贷款，根据央行官网，当前首笔科技创新贷款已发放，后续其他贷款将陆续投放，随着结构性工具不断引导资源流向科创领域，叠加出



口回升、企业盈利修复等内生动能的增强，我们依然看好制造业投资的前景。

**房地产仍在寻底，负向循环打破需要供需两端共同发力。**5月份房地产开发投资继续回落，累计同比下降0.3个百分点至-10.1%，我们测算单月同比回落约0.5个百分点至-11.0%，延续了今年以来降幅逐月走阔的趋势。

从分项上来看，上月地产行业的两个亮点——施工面积和自筹资金明显回落，未能延续改善趋势，符合我们的判断。其中当月房屋施工面积仅为1352.5万平方米，创下有统计数据以来最低值，同比增速较前值大幅回落118.7个百分点至-83.6%；开发资金中自筹资金当月同比较前值下降16.1个百分点至-6.7%，回落幅度为资金来源中最大。由于统计局公布的均为累计值，对前期数据进行的回溯调整均会造成当月值的大幅波动，因此对当月值的异常跳动无需过分解读，但不可否认的是，这多少是房地产在资金循环信用负反馈下仍在寻底的佐证。

需求端看，虽然5月份央行推出包括降低首付比例下限、取消全国层面首套和二套房商贷利率下限、降低公积金贷款利率等组合政策，各地也纷纷跟进落实并放松、取消限购措施，但当前楼市仍未见明显起色，6月份以来30大中城市商品房销售面积降幅甚至在低基数上进一步走阔，可见在房价下跌预期强化、期房交付成疑、居民就业收入承压等约束下，传统需求端刺激政策传导依然不畅，地产企稳仍需融资协调机制、国企收储等供给侧措施的细化落实来配合。

总体来看，投资增长放缓且结构分化加剧，对应新质生产力壮大的制造业投资持续扩张，房地产开发、基建等传统投资领域的需求收缩与风险暴露仍是国内经济修复的桎梏，这一方面是新时代中国经济由要素投入型向创新驱动型切换的映射，另一方面也是眼下内外需热度不均的反映，财政与准财政工具的发力见效或是当前稳住投资需求的关键。

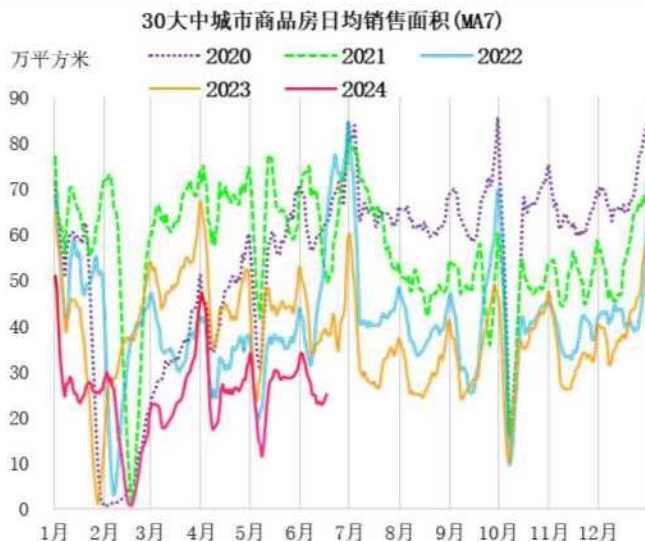


图表 7: 房地产投资分项数据

2024-05	当月趋势	累计同比 (%)
施工面积		-11.6
新开工面积		-24.2
竣工面积		-20.1
销售面积		0
地产资金来源		-24.3
国内贷款		-6.2
利用外资		-20.3
自筹资金		-9.8
定金预收		-36.7
按揭贷		-40.2

数据来源: Wind, 大同证券

图表 8: 6月份楼市销售寒气逼人

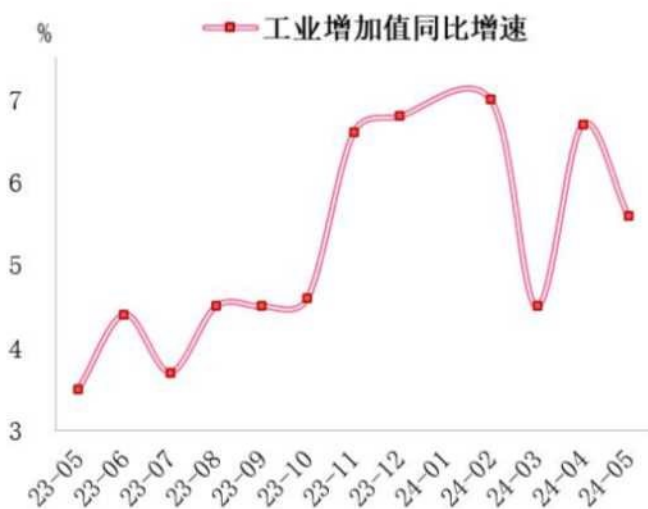


数据来源: Wind, 大同证券

### 三、假期错位拖累生产，出口拉动作用明显

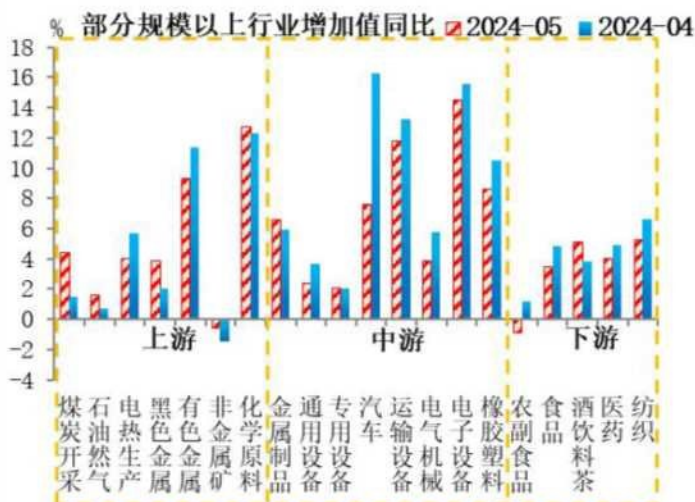
5月份规模以上工业增加值同比增长5.6%，较前值下降1.1个百分点，低于市场预期的6.0%，从季调环比来看，当月0.3%的增速也较前值0.97%回落，工业生产活动有所减速，我们认为当月假期同比多两天或是生产放缓的重要原因。

图表 9: 5月份工业增加值同比增长5.6%



数据来源: Wind, 大同证券

图表 10: 部分规模以上行业增加值同比增速



数据来源: Wind, 大同证券

出口依然是工业生产的重要拉动。具体行业中，与船舶、集成电路等机电产



品和塑料制品等劳动密集型产品出口高增相关的运输设备、电子设备和化学制品、橡胶塑料制造业工业增加值分别同比增长 11.8%、14.5%和 12.7%、8.6%，生产活动热度较高；边际上部分高耗能行业生产低位企稳，钢铁和非金属矿物制品业增加值同比较上月提升 1.9 和 0.9 个百分点至 3.9%和-0.6%，主要产品中生铁、粗钢和水泥产量同比降幅也有所收敛，但结合高频开工率看主要原因或在基数不高，或非需求回暖。

总结一下，5 月份国内经济恢复不及预期，动能夯实仍需政策发力。需求端消费总量和结构的改善趋势仍待观察，投资增速边际下滑且增长前景面临不同约束，生产端的重要支撑依然在于出口。当前来看，国内经济的软肋在房地产，地产下行对包括消费和投资在内的需求增长均产生明显抑制；突破口或在基建，政策面对基建投资的影响较大，资金与项目更加匹配下实物工作量有望加速形成；确定性在出口，全球制造业扩张周期为我国创造较好外围环境，但如疫情爆发前两年的强势拉动也难重现。因此，在前期地产组合拳出台的背景下，我们预计短期政策将一面继续加大对新动能的扶持，一面督导重大项目实物工作量的形成，合力实现质的有效提升和量的合理增长。

风险提示： 经济走势不及预期、政策效果不及预期、地缘政治风险超预期加剧。



**大同证券投资评级的类别、级别定义：**

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准		

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

- 注1：公司所处行业以交易所公告信息为准
- 注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主
- 注3：基准指数为沪深300指数

**分析师声明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**免责声明：**

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

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。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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

**特别提示：**

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，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。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

**版权声明：**

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**分析师承诺：**

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。