

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济延续温和复苏 等待政策加快落地

—5月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

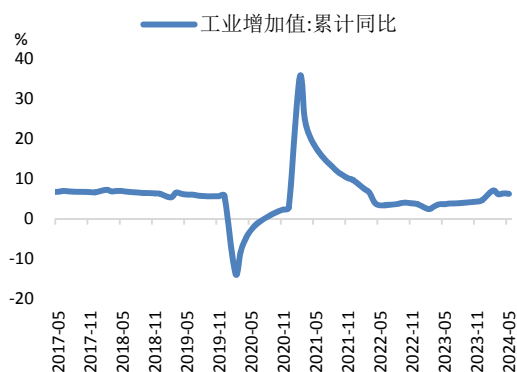
执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

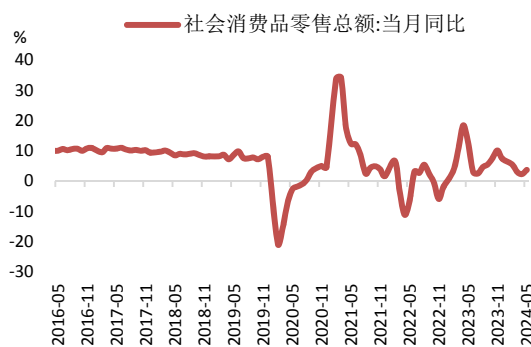
2024年6月18日

工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《一季度取得开门红 全年5%目标可期—3月及一季度经济数据点评》
- 《通胀回升仍需政策支持—3月物价数据点评》

内容提要:

5月工业增加值同比增长5.6%，预期增长6%（预期值来源为Wind，下同），前值增长6.7%；1-5月固定资产投资累计同比增长4.0%，预期增长4.2%，前值增长4.2%；5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，预期增长4.5%，前值增长2.3%。

受有效需求不足等因素影响，生产端有所回落。全球经济短期仍有韧性，国内企业效益持续改善叠加大规模设备更新等政策逐步落实，将为生产端增添新的动力。

消费延续温和复苏。展望未来，消费增速或企稳回升。一是2023年同期基数走低，有望为同比增速提供支撑。二是物价或在下半年有所上行。三是就业市场总体保持稳定，前期政策加速落地以及未来有望继续降准降息，将进一步稳定消费市场。

固定资产投资略低于预期。其中，基建投资继续回落，可能与特别国债与专项债发行偏慢以及地方化债严格等有关。房地产投资仍然偏弱，商品房销售额略有好转，资金到位情况小幅改善。制造业投资稳健增长，设备更新改造相关拉动明显。

总的来看，5月经济数据多数弱于市场预期，国内有效需求不足的问题尚存并向生产端传导，物价虽有所回升但基数推升是主因，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对生产端、投资端以及消费端产生积极拉动效应，但特别国债与专项债发行偏慢拖累基建投资，房地产市场尚未实质性企稳拖累相关投资与工业品，整体经济仍处于温和修复之中。从6月前半个月高频数据看，上述温和复苏势头并无明显改观，二季度GDP可能回落至5%左右，未来仍需加快政策落地见效。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 6 月 17 日公布的数据显示，5 月工业增加值同比增长 5.6%，预期增长 6%（预期值来源为 Wind，下同），前值增长 6.7%；1-5 月固定资产投资累计同比增长 4.0%，预期增长 4.2%，前值增长 4.2%；5 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，预期增长 4.5%，前值增长 2.3%。

点评：5 月经济数据多数弱于市场预期，国内有效需求不足的问题尚存并向生产端传导，物价虽有所回升但基数推升是主因，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对生产端、投资端以及消费端产生积极拉动效应，但特别国债与专项债发行偏慢拖累基建投资，房地产市场尚未实质性企稳拖累相关投资与工业品，整体经济仍处于温和修复之中。从 6 月前半个月高频数据看，上述温和复苏势头并无明显改观，二季度 GDP 可能回落至 5%左右，未来仍需加快政策落地见效。

一、生产端有所回落

生产端有所回落。5 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，低于市场预期（6%）与 4 月（6.7%）。从环比看，5 月工业增加值增长 0.3%，低于 2015 年-2019 年同期均值（0.50%）。

国内有效需求不足向生产端传导。生产放缓在 PMI 调查中已有所反映，5 月 PMI 生产指数环比回落 2.1 个百分点，从而今年 1-5 月环比累计值较 2015-2019 年同期的领先优势大幅收窄至 0.7 个百分点。5 月 PMI 企业调查还显示，反映市场需求不足的制造业企业比重为 60.6%，较 4 月上升 1.2 个百分点。从外部看，5 月全球制造业 PMI 环比上行 0.6 个百分点至 50.9%，为 2022 年 8 月以来新高，外需短期韧性尚存有助于生产端保持稳定。未来，企业效益持续改善叠加大规模设备更新等政策逐步落实，将为生产端增添新的动力。

重点领域开工率分化。从高频数据看，5 月全国高炉开工率周均值（81.6%）高位小幅上行，石油沥青装置开工率（27.0%）底部徘徊，PTA 开工率（83.1%）短暂回调，汽车全钢胎（61.1%）、半钢胎（79.6%）开工率小幅回落。从 6 月前半个月的情况看，高炉开工率、PTA 开工率上行，沥青开工率、汽车全钢胎与半钢胎开工率有所回落。

分三大门类看，5 月采矿业增加值同比增长 3.6%（4 月为增长 2%，下同），制造业增长 6.0%（7.5%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%（5.8%）。

二、消费延续温和修复

消费延续温和复苏。5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，低于市场预期(4.5%)，较4月的2.3%有所反弹，主因基数走低；环比变化(0.51%)接近2015-2019年同期均值(0.61%)。

消费稳中有升。一是在“五一”假期效应、“618”网络购物节促销以及消费品以旧换新政策等因素带动下，消费品市场稳中有升。二是服务消费较快增长，出行文旅消费持续活跃。根据文化旅游部数据中心测算，今年五一假期全国国内旅游出游人次、国内游客出游总花费以及客单价同比分别增长7.6%、12.7%、4.7%。三是升级类商品销售增势良好。5月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%，比4月加快20个百分点。此外，地产后周期商品消费增速有所分化，其中家具类同比增速(4.8%)加快、建筑及装潢材料类(-4.5%)延续低迷；汽车销售在2023年同期高基数影响下，3-5月连续同比负增。

就业总体稳定。5月城镇调查失业率为5%，与4月持平，同比下降0.2个百分点。其中，大城市就业形势持续向好，5月31个大城市城镇调查失业率为4.9%，比4月下降0.1个百分点，同比下降0.6个百分点。

展望未来，消费增速或企稳回升。一是2023年同期基数走低，有望为同比增速提供支撑。二是物价或在下半年有所上行。三是就业市场总体保持稳定，前期政策加速落地以及未来有望继续降准降息，将进一步稳定消费市场。

三、固定资产投资略低于预期，制造业投资相对稳健

1-5月固定资产投资(不含农户)同比增长4.0%，稍低于市场预期(4.2%)与前值(4.2%)。从环比看，1-5月固定资产投资(不含农户)为-0.04%，弱于2015-2019年同期均值(0.62%)，但较4月的-0.29%收窄。

基建投资继续回落。1-5月广义、狭义基建投资同比分别增长6.7%、5.7%，较前值分别回落1.1、0.3个百分点。基建增速回落较多，可能与特别国债与专项债发行偏慢以及地方化债严格等有关。从高频数据看，5-6月石油沥青装置开工率低位徘徊，截至6月11日当周全国水泥出库量连降4周(百年建筑数据)，整体实物工作量仍然偏低。若后续特别国债与专项债加速发行并使用，有望支撑基建投资反弹。

房地产投资仍然偏弱，商品房销售额略有好转，资金到位情况小幅改善。1-5月房地产开发投资同比下降10.1%，较前值回落0.3个百分点；根据我们的测算，5月当月同比下降11.1%，较前值回落0.5个百分点。从工程进展看，1-5月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-24.2%、-11.6%、-20.1%，其中新开工和竣工面积降幅有所收窄。商品房销售方面，1-5月销售面积、销售金额同比分别下降20.3%、27.9%，后者略有改善。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，今年5月成交面积分别相当于2019年、2021年同期的48.0%、42.8%，均较4月（45.6%、38.2%）有所改善，政策效应有所显现。从房地产开发资金到位情况看，1-5月累计增速（-24.3%）较前值（-24.9%）继续改善，其中贷款项无论是同比（-6.2%）还是两年平均增速（-8.4%）改善更为明显。

制造业投资稳健增长，设备更新改造相关拉动明显。1-5月制造业投资同比增长9.6%，较前值回落0.1个百分点。制造业投资稳健增长，或与出口保持韧性以及国内新一轮设备更新改造政策落地有关。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，对全部投资增长的贡献率达到52.8%。1-5月设备工器具购置投资同比增长17.5%，较前值加快0.3个百分点。高技术产业投资持续加力，1-5月高技术产业投资同比增长11.5%，其中电子及通信设备制造业投资增长10.4%，航空航天器及设备制造业投资增长53.1%，信息服务业投资增长19.1%，科技成果转化服务业投资增长16.5%。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层