

5 月经济运行相对平稳，结构性特征突出

——2024 年 5 月经济数据点评

核心观点

5 月经济数据显示我国当前经济运行总体平稳，同时结构性特征较明显。具体来说，从支出法角度：消费稳步恢复但中枢仍处低位；工业生产保持稳健；出口持续超预期；投资当中，房地产投资拖累作用仍然较大，制造业投资为主要支撑项，基建投资受限于年初以来财政扩张速度偏慢当前增速不高，但后续值得期待。往后看，相对确定性较强的方面是专项债发行提速、超长期特别国债持续发行下基建投资的上行，相对不确定性较强的方面是房地产行业的修复进程。7 月即将召开的 20 届三中全会上可能推出的新一轮稳增长政策值得期待。

(1) 5 月社零同比回升，前 5 月累计消费同比中枢仍然较低

2024 年 5 月社零同比和环比均有回升，社零同比录得+3.7%，较 4 月+1.4PCTS，社零环比+0.51%，较 4 月+0.45PCTS。我们认为，5 月消费较 4 月的回升，一定程度上受到 5 月工作日天数较 4 月减少，居民消费时间更加充裕影响，这一点可以从 5 月 PMI 生产指数较 4 月下行反向印证。同时，值得注意的是，从绝对水平看，当前消费水平仍然不算高。首先，与疫情前的 2012 年至 2019 年间 5 月当月社零环比相比，今年 5 月社零排在倒数第 2，显示当前社零环比弱于季节性。其次，不受单月波动影响的今年前 5 月社零同比录得+4.1%，实际上仍明显低于疫情前中枢，显示居民消费仍有待进一步修复。总体来看，5 月消费较 4 月有所修复，但跳出单月波动看，当前消费中枢依然处在相对低位。我们认为，消费的持续低位运行是居民收入增速放缓、商品房市场低迷下居民财富收缩和资产负债表扩张放缓的综合影响。作为经济中相对后周期的组成部分，后续居民消费中枢的实质性抬升，取决于稳增长政策起效后我国总体经济的复苏进程。

(2) 固投增速略微下行，制造业和房地产分别为主要支撑项和拖累项

2024 年 5 月，固投同比+3.4%，较上月-0.2PCTS，低于前 4 月的+4.2%，带动前 5 月固投同比录得 4.0%，较前 4 月-0.2PCTS。分固投三个核心分项看，今年 5 月，制造业投资+9.4%，基建投资+3.78%，房地产投资-11.0%，制造业投资为固投的主要拉动项，房地产投资仍然为固投的主要拖累项。

5 月制造业投资继续保持高增速

2024 年 5 月，制造业投资录得+9.4%，较 4 月略微下行，但仍为近 60 个月内的较高增速（排在近 60 个月的 12 位）。今年年初以来制造业投资增速始终处在高位，主要得益于：从去年末开始，工业产成品存货同比持续上行，新一轮补库存开启；政策支持和产业发展进程双重发力下，高技术产业投资对整个制造业投资的带动作用较大。前 5 月高技术制造业投资录得+10.4%，明显高于制造业投资总体累计增速；年初以来出口持续超预期，出口产业链投资对整体制造业投资亦有带动作

主要数据

上证指数	3015.8907
沪深 300	3536.1986
深证成指	9281.2537

主要指数走势图



作者

符旻	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

- 5 月金融数据喜忧参半，通胀温和回升 — 2024-06-17
- 5 月通胀温和回升，后续回升趋势有望延续 — 2024-06-14
- 美联储维持利率不变，点阵图预期年内降息一次 — 2024-06-14

用。今年前 5 个月出口累计增速（美元计）录得+2.7%，而去年同期出口累计增速为负。总体来看，在内外需修复、支持设备更新政策支撑以及库存周期上行等多重利好支撑下，预计后续制造业投资仍能保持韧性。

5 月房地产投资改善有限

2024 年 5 月，房地产投资增速为-10.0%，较 4 月跌幅略微扩大 0.5PCTS。5 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-10.9%、-18.3%和-13.2%，占比最大的住宅投资跌幅加深。总体来看，5 月房地产相关数据难言改善，一手商品房销售、房地产投资和房地产开发资金来源继续录得相对较大跌幅，相对亮点的是房企国内贷款同比由上月的下跌转为本月的上涨近 20%，体现出在稳房地产政策下，银行对地产企业的支持力度加大。库存角度，根据我们的统计，5 月商品房库存继续下降，截止 5 月，我国商品房库存为 23.48 亿平方米，商品房去化周期为 33.2 个月，较 4 月继续上行，仍处在 2021 年 5 月以来商品房库存周期持续上行的趋势中，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购房意愿低位，仍然延续在去库存的同时去化周期仍在上升的状态。5 月集中出台的稳商品房销售政策预计将在 6 月和 7 月相继发力，后续商品房销售以及房地产投资数据能否改善有待进一步观察。

5 月基建投资增速较 4 月下行，后续向上概率大

今年 5 月，基建投资同比+3.8%，较 4 月-2.1PCTS，排在近 60 个月月度同比增速的第 43 位，增速并不算高（2021 年为两年复合增速）。累计数据看，今年前 5 个月基建投资增速为+6.7%，较前 4 个月下滑 1.1PCTS，排在近 60 个月月度同比增速的第 28 位，增速处在中游。5 月基建增速不算高，主因今年专项债发行速度偏慢之下，拖累了基建项目的推进。值得注意的是，5 月全国范围内新增专项债发行 4383 亿元，较 4 月的 883 亿元明显提升，也是年初以来单月专项债发行额最高的月份。今年前 5 月，专项债发行完成年度目标的 31.4%，完成进度仍明显落后于 2023 年同期的 49.9%和 2022 年同期的 55.7%，随着后续专项债发行继续提速，基建投资的资金支持力度将明显抬升，届时基建投资增速有望较目前有所上行。总体上看，在“三大工程”等项目的支撑下，预计全年基建仍将维持较强力度，有望实现 7.0%以上增速。

(3) 5 月工业生产增速回落

2024 年 5 月，规模以上工业增加值同比+5.6%，小幅低于市场预期（+5.96%），较 4 月回落 1.1PCTS。2024 年 1-5 月规模以上工业增加值累计同比增长 6.2%，较去年同期下行 0.1PCTS。分三大门类看，当月来看采矿业增加值同比+3.6%，制造业+6.0%，公用事业同比+4.3%，5 月工业生产修复斜率较 4 月有所放缓。从子行业来看，已公布当月增加值增速的 17 个子行业中，与 4 月相比仅有 5 个子行业增加值同比增速上行，其余 12 个子行业均不同程度回落。工业生产的表现与近期海外单边提高关税和逆全球化加速趋势相对应，对外需依赖程度较高的子行业表现较弱，产业转移和收缩下我国新能源汽车制造等领域表现自高点回落。往后看，5 月 PMI 新出口订单指数显著下降，出口动能对经济的支撑面临不确定性升高。首先，海外局势和美国大选等政治因素对贸易的干扰正在加剧。其次，美国作为全球最大的消费国，4 月以来 CPI、零售、ISM 制造业 PMI 在内的多项经济数据走弱，或表明在持续两年的高利率压制下，美国经济活动有降温迹象，或带动外需

下行。内需方面，我国经济内生动能当前仍较弱，地产仍处于下行趋势中；但是设备的更新和技术改造升级有望对内需形成一定支撑，稳增长政策效果值得期待。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

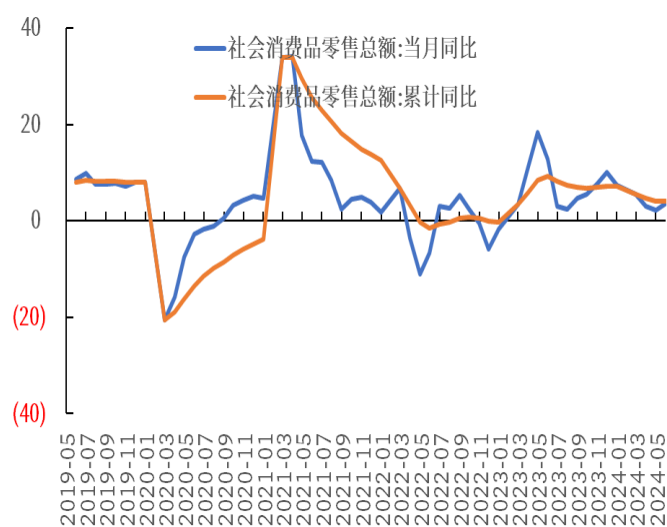
一、5月社零同比回升，前5月累计消费同比中枢仍然较低

2024年5月社零同比和环比均有回升，社零同比录得+3.7%，较4月+1.4PCTS，社零环比+0.51%，较4月+0.45PCTS。我们认为，5月消费较4月的回升，一定程度上受到5月工作日天数较4月减少，居民消费时间更加充裕影响，这一点可以从5月PMI生产指数较4月下行反向印证。同时，值得注意的是，从绝对水平看，当前消费水平仍然不算高。首先，与疫情前的2012年至2019年间5月当月社零环比相比，今年5月社零排在倒数第2，显示当前社零环比弱于季节性。其次，不受单月波动影响的今年前5月社零同比录得+4.1%，实际上仍明显低于疫情前中枢，显示居民消费仍有待进一步修复。

从限额以上具体商品类别零售额增速角度，2024年5月，必选类商品零售额增速均为正，可选类商品中：金银珠宝类零售额增速-11.0%，主因金价高企下珠宝类购置成本较高；建筑及装潢类零售额增速-4.5%，主因商品房销售低迷；汽车类零售额增速-4.4%，我们认为可能与今年车企推出新车型较多，同时降价频繁之下消费者观望情绪较重。今年5月，必选类商品中，除中西药品类因去年基数抬升，较4月增速略微下降外，其余食品、饮料及日用品类商品增速均较4月略微抬升。

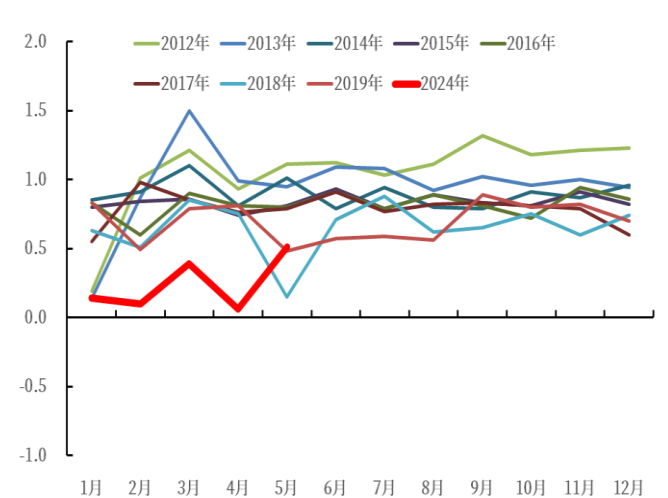
总体来看，5月消费较4月有所修复，但跳出单月波动看，当前消费中枢依然处在相对低位。我们认为，消费的持续低位运行是居民收入增速放缓、商品房市场低迷下居民财富收缩和资产负债表扩张放缓的综合影响。作为经济中相对后周期的组成部分，后续居民消费中枢的实质性抬升，取决于稳增长政策起效后我国总体经济的复苏进程。

图1 社零同比走势 (%)



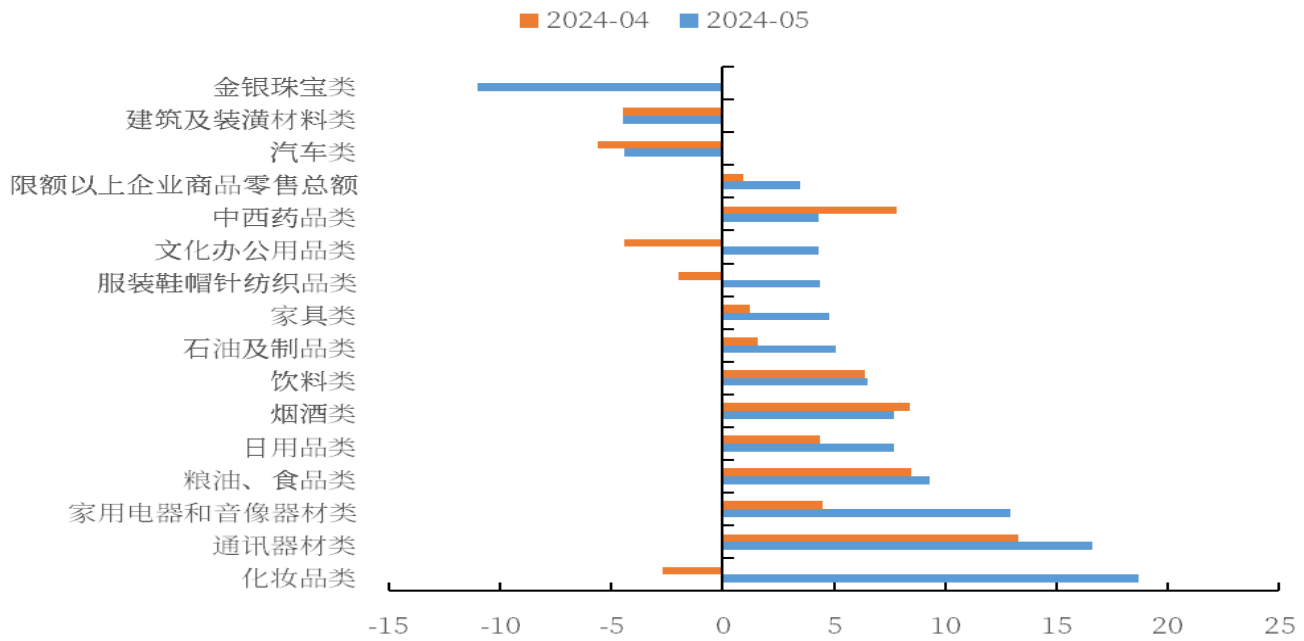
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 历年各月社零环比 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图3 各商品类别零售额当月同比增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

二、固投增速略微下行，制造业和房地产分别为主要支撑项和拖累项

2024年5月，固投同比+3.4%，较上月-0.2PCTS，低于前4月的+4.2%，带动前5月固投同比录得4.0%，较前4月-0.2PCTS。分固投三个核心分项看，今年5月，制造业投资+9.4%，基建投资+3.78%，房地产投资-11.0%，制造业投资为固投的主要拉动项，房地产投资仍然为固投的主要拖累项。

(1) 5月制造业投资继续保持高增速

2024年5月，制造业投资录得+9.4%，较4月略微下行，但仍为近60个月内的较高增速（排在近60个月的12位）。从具体的行业看，已公布投资数据所有制造业子行业前5个月累计投资增速均为正，其中8个行业增速较前4月抬升，5个制造业子行业增速较前4月下。其中，铁路船舶航空航天、农副食品加工、农副食品加工业为3个前5月同比增速较前4月抬升幅度最大的行业。

今年年初以来制造业投资增速始终处在高位，主要得益于：从去年末开始，工业产成品存货同比持续上行，新一轮补库存开启；政策支持和产业发展进程双重发力下，高技术产业投资对整个制造业投资的带动作用较大。前5月高技术制造业投资录得+10.4%，明显高于制造业投资总体累计增速；年初以来出口持续超预期，出口产业链投资对整体制造业投资亦有带动作用。今年前5个月出口累计增速（美元计）录得+2.7%，而去年同期出口累计增速为负。

总体来看，在内外需修复、支持设备更新政策支撑以及库存周期上行等多重利好支撑下，预计后续制造业投资仍能保持韧性。

(2) 5月房地产投资改善有限

2024年5月，房地产投资增速为-10.0%，较4月跌幅略微扩大0.5PCTS。5月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-10.9%、-18.3%和-13.2%，占比最大的住宅投资跌幅加深。

房屋销售方面，5月商品房销售额和销售面积同比分别为-26.4%和-20.7%，跌幅较4月缩窄，但绝对跌幅仍然较大。房地产施工方面，5月房屋施工面积同比-84.1%（4月+19.4%），其中新开工面积同比-22.7%（4月-14.0PCTS）、竣工面积同比-18.4%（4月-19.1PCTS）。

房地产开发资金方面，5月房企开发到位资金同比-21.0%（4月-20.1PCTS），其中国内贷款同比+19.0%（4月-10.5PCTS）、自筹资金同比-6.7%（4月+9.4PCTS）、定金及预收款同比-34.7%（4月-36.1PCTS）、个人按揭贷款同比-41.9%（4月-35.6%）。

总体来看，5月房地产相关数据难言改善，一手商品房销售、房地产投资和房地产开发资金来源继续录得相对较大跌幅，相对亮点的是房企国内贷款同比由上月的下跌转为本月的上涨近20%，体现出在稳房地产政策下，银行对地产企业的支持力度加大。库存角度，根据我们的统计，5月商品房库存继续下降，截止5月，我国商品房库存为23.48亿平方米，商品房去化周期为33.2个月，较4月继续上行，仍处在2021年5月以来商品房库存周期持续上行的趋势中，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购房意愿低位，仍然延续在去库存的同时去化周期仍在上升的状态。5月集中出台的稳商品房销售政策预计将在6月和7月相继发力，后续商品房销售以及房地产投资数据能否改善有待进一步观察。

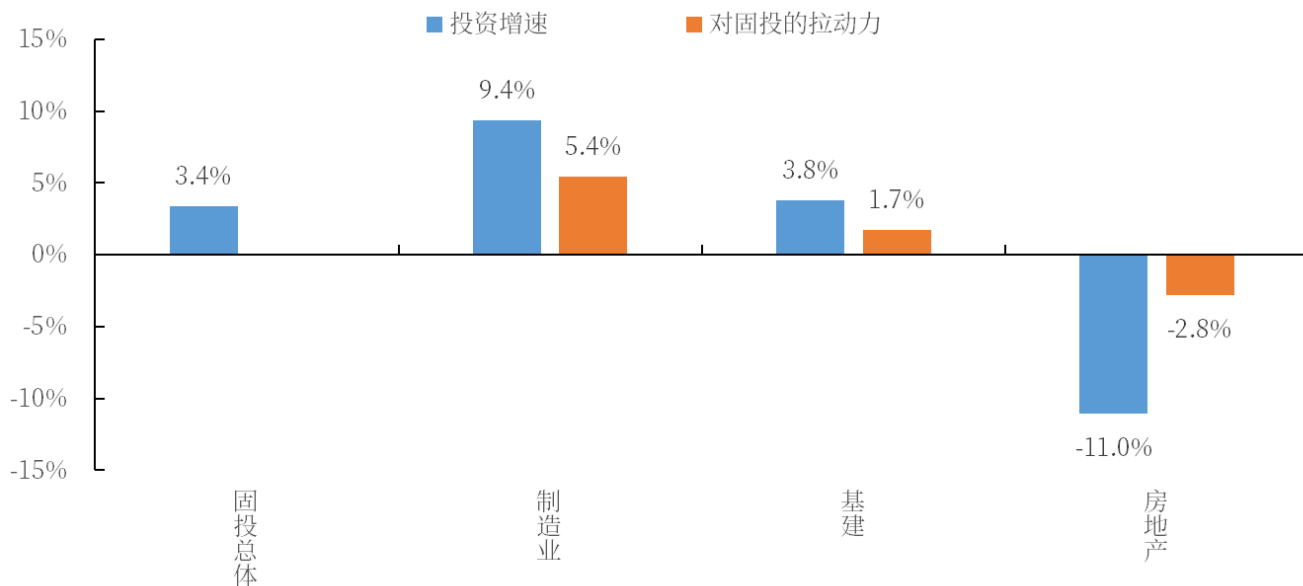
(3) 5月基建投资增速较4月下行，后续向上概率大

今年5月，基建投资同比+3.8%，较4月-2.1PCTS，排在近60个月月度同比增速的第43位，增速并不算高（2021年为两年复合增速）。累计数据看，今年前5个月基建投资增速为+6.7%，较前4个月下滑1.1PCTS，排在近60个月月度同比增速的第28位，增速处在中游。分三大基建类别看，前5个月电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+23.7%，较前4月-2.5PCTS，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+7.1%，较前4月-1.1PCTS，水利环境和公共设施管理投资同比录得-1.5%，较前4月-0.5PCTS。

5月基建增速不算高，主因今年专项债发行速度偏慢之下，拖累了基建项目的推进。值得注意的是，5月全国范围内新增专项债发行4383亿元，较4月的883亿元明显提升，也是年初以来单月专项债发行额最高的月份。今年前5月，专项债发行完成年度目标的31.4%，完成进度仍明显落后于2023年同期的49.9%和2022年同期的55.7%，随着后续专项债发行继续提速，基建投资的资金支持力度将明显抬升，届时基建投资增

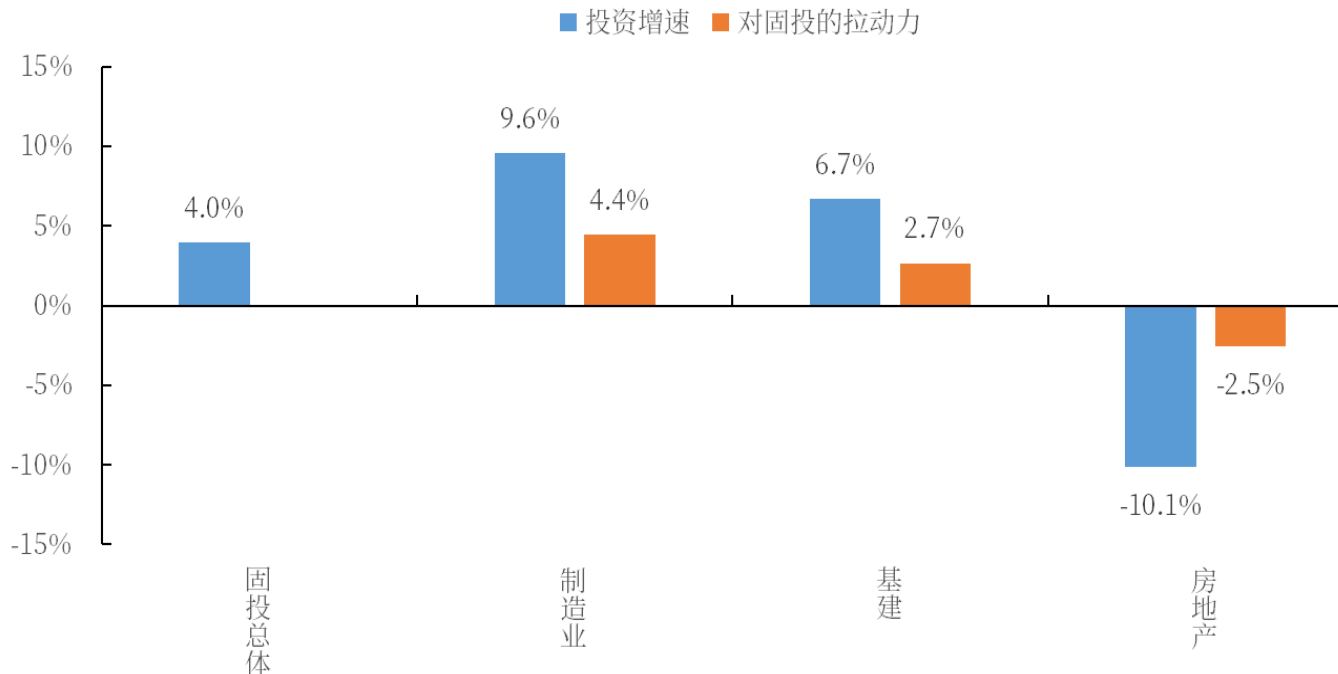
速有望较目前有所上行。总体上看，在“三大工程”等项目的支撑下，预计全年基建仍将维持较大力度，有望实现 7.0% 以上增速。

图4 2024年5月固投及主要分项投资增速及拉动力



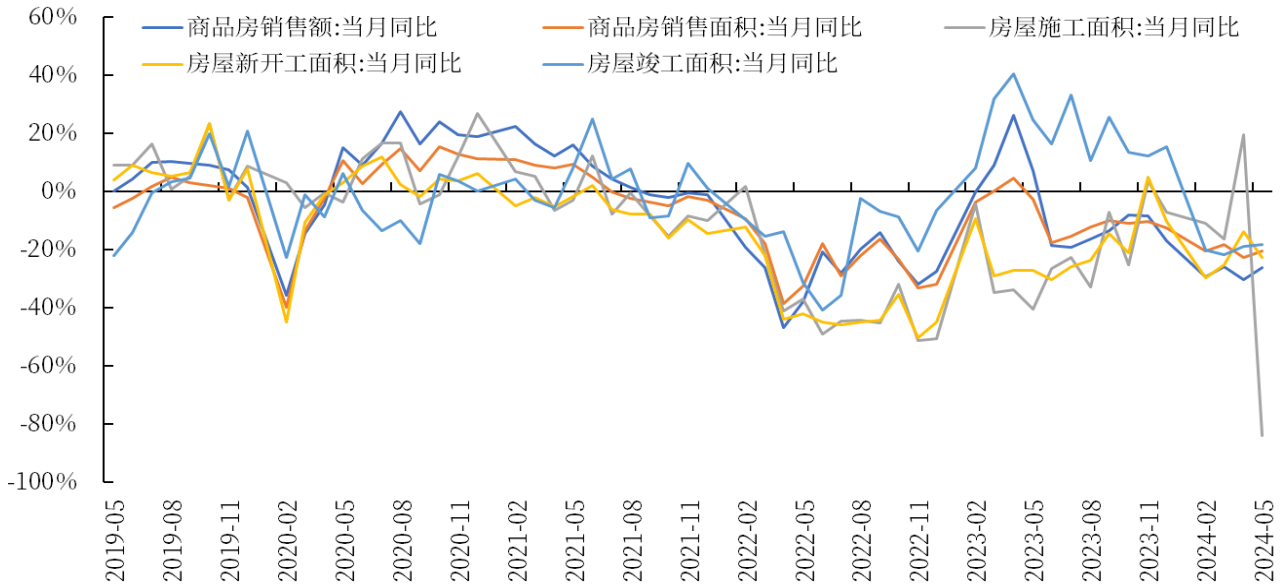
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 2024年前5月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图9 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图10 商品房去化周期走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 去化周期=当前商品房库存面积/过去 12 个月月均商品房销售面积, 其中, 当前商品房库存包括已建成和在建的商品房)

三、5 月工业生产增速回落

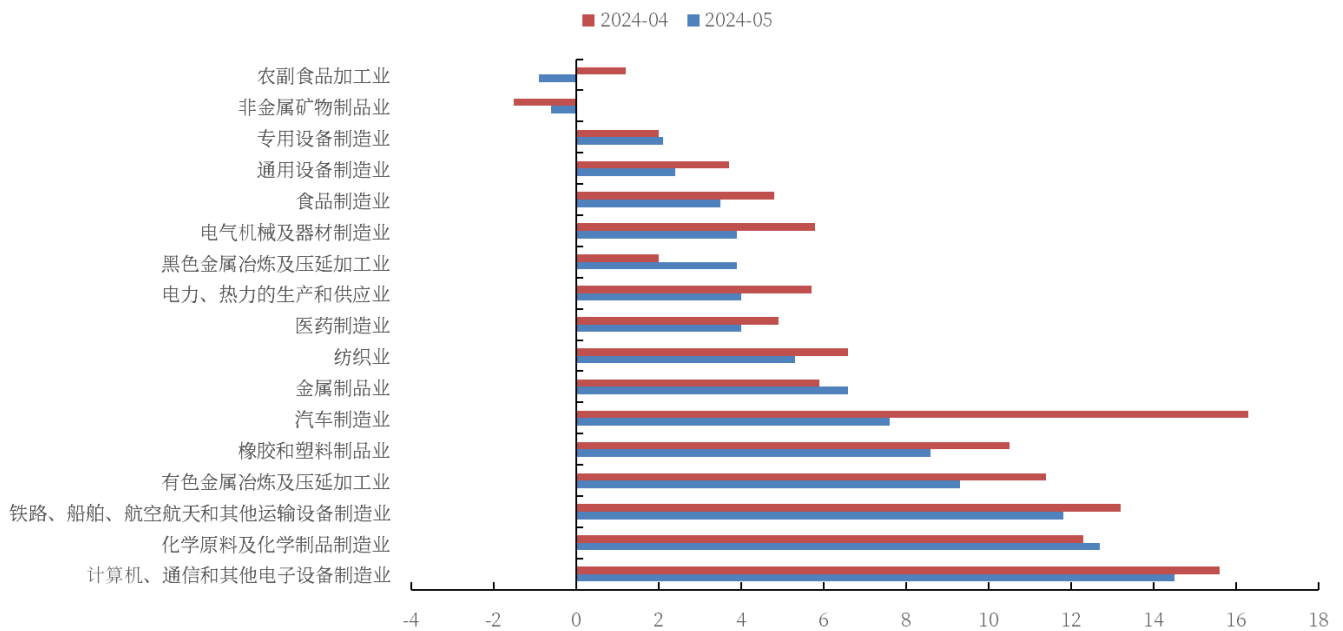
2024 年 5 月, 规模以上工业增加值同比+5.6%, 小幅低于市场预期 (+5.96%), 较 4 月回落 1.1PCTS。2024 年 1-5 月规模以上工业增加值累计同比增长 6.2%, 较去年同期下行 0.1PCTS。分三大门类看, 当月来看采矿业增加值同比+3.6%, 制造业+6.0%, 公用事业同比+4.3%, 5 月工业生产修复斜率较 4 月有所放缓。

从子行业来看, 已公布当月增加值增速的 17 个子行业中, 与 4 月相比仅有 5 个子行业增加值同比增速上行, 其余 12 个子行业均不同程度回落。同比增速改善的子行业

以上游原材料为主，包括黑色金属冶炼及压延加工业 (+1.9PCTS)、非金属矿物制品业 (+0.9PCTS) 等。在同比增速回落的子行业中，回落幅度较大是汽车制造业 (-8.7PCTS)，电气机械及器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业的增速分别较 4 月下 1.9 PCTS、1.1 PCTS、1.3PCTS。工业生产的表现与近期海外单边提高关税和逆全球化加速趋势相对应，对外需依赖程度较高的子行业表现较弱，产业转移和收缩下我国新能源汽车制造等领域表现自高点回落。

往后看，5 月 PMI 新出口订单指数显著下降，出口动能对经济的支撑面临不确定性升高。首先，海外局势和美国大选等政治因素对贸易的干扰正在加剧。拜登政府在 5 月 14 日宣布将对中国的 180 亿美元产品加征关税，欧盟对中国电动汽车征收临时进口关税的计划也在酝酿中。虽然去年以来我国对外贸易一直处于“东升西降”的趋势，对东盟、俄罗斯等一带一路沿线经济体出口份额持续上升，但从绝对规模上来看，欧美仍是我国最重要的贸易伙伴，其需求波动对我国出口有重要影响。其次，美国作为全球最大的消费国，4 月以来 CPI、零售、ISM 制造业 PMI 在内的多项经济数据走弱，或表明在持续两年的高利率压制下，美国经济活动有降温迹象，或带动外需下行。内需方面，我国经济内生动能当前仍较弱，地产仍处于下行趋势中；但是设备的更新和技术改造升级有望对内需形成一定支撑，稳增长政策效果值得期待。

图11 工业子行业增加值累计增速 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637