



宏观评论意见

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

5月消费企稳巩固经济回升态势

2024年6月17日

摘要:

- 从生产看, 5月工业增加值同比实际增长 5.6%, 较4月回落 1.1 个百分点; 工业企业产销率为 96.6%, 较4月回升 0.8 个百分点; 而出口交货值同比增速为 4.6%, 较4月回升 2.7 个百分点。从累计增速看, 1-5月工业增加值看, 同比为 6.2%, 较一季度高 0.1 个百分点; 工业企业产销率为 95.9%, 较一季度高 1 个百分点; 而出口交货值增速累计值为 3.0%, 较一季度高 2.2 个百分点。
- 从服务业生产看, 5月服务业生产指数为 4.8%, 较4月回升 1.3 个百分点; 而 1-5月服务业生产指数同比为 5.0%, 与上月持平, 一季度为 5.5%。而社会消费品零售总额名义增速, 5月为 3.7%, 较4月回升 1.4 个百分点; 而 1-5月中为 4.1%, 也与上月持平, 一季度为 4.7%。可见, 5月的消费已经止跌回升。
- 5月出口以美元计同比增速为 7.6%, 较4月大幅回升 6.1 个百分点; 由于全球经济的复苏, 5月出口的超预期, 带动生产的企稳。全球制造业 PMI 指数为 50.9%, 较4月回升 0.6 个百分点; 全球服务业 PMI 为 54.1%, 较4月回升 1.4 个百分点, 均创出一年来的最高水平; 而5月中国非制造业 PMI, 与全球其它主要经济体有着较大的差距; 从中可以看出, 内需虽有所企稳, 但内生动力仍不足。
- 5月固定资产投资同比增速为 4.0%, 较4月回落 0.2 个百分点。其中, 基建投资同比增速 9.6%, 较4月回落 0.1 个百分点; 制造业投资同比增速为-10.1%, 较4月回落 0.3 个百分点; 而房地产投资同比增速为-10.1%, 较4月回落 0.3 个百分点。
- 政府虽已加大投资力度, 但由于传导时滞发生作用仍需时日; 制造业由于盈利空间收窄, 投资积极性受到影响; 而房地产的各项数据表明, 已有企稳迹象。总体而言, 中国经济正在企稳回升, 而美国经济则面临较大风险, 这必然对各种资产价格的表现产生影响。

一、5月出口与零售数据走好使经济企稳回升

从2024年5月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），生产有所回落但仍维持正增长，零售回升幅度较大，而投资负增长大幅收窄；从同比数据看，5月工业增加值同比实际增长5.6%，较4月回落1.1个百分点；5月社会消费品零售总额同比名义增长3.7%，较4月回升1.4个百分点；而5月固定资产投资中，基建投资同比增速9.6%，较4月回落0.1个百分点；制造业投资同比增速为-10.1%，较4月回落0.3个百分点；而房地产投资同比增速为-10.1%，较4月回落0.3个百分点。从总体上看，5月固定资产投资同比增速为4.0%，较4月回落0.2个百分点。

另外，5月出口增速大幅回升6.1个百分点，以美元计同比增速为7.6%，5月出口的超预期，而零售数据止跌企稳，生产虽有所回落，但仍远高于3月水平，只有固定资产投资表现较弱。因此，经济总体上保持稳定，维持了第二季度的回升态势。

表1 今年3-5月生产、零售、投资和进出口数据一览表

月份	同比 (%)			季调环比 (%)		
	3月	4月	5月	3月	4月	5月
工业增加值 (实际)	4.5	6.7	5.6	-0.08	0.97	0.30
社会消费品零售总额 (名义)	3.1	2.3	3.7	0.39	0.06	0.51
固定资产投资 (累计实际)	4.5	4.2	4.0	0.80	-0.29	-0.04
其中：房地产	-9.5	-9.8	-10.1			
基建 (不含电力)	6.5	6.0	5.7			
制造业	9.9	9.7	9.6			
进出口增速 (美元)						
其中：出口增速	-7.5	1.5	7.6			
进口增速	-1.9	8.4	1.8			
贸易顺差 (亿美元)	586	724	826			

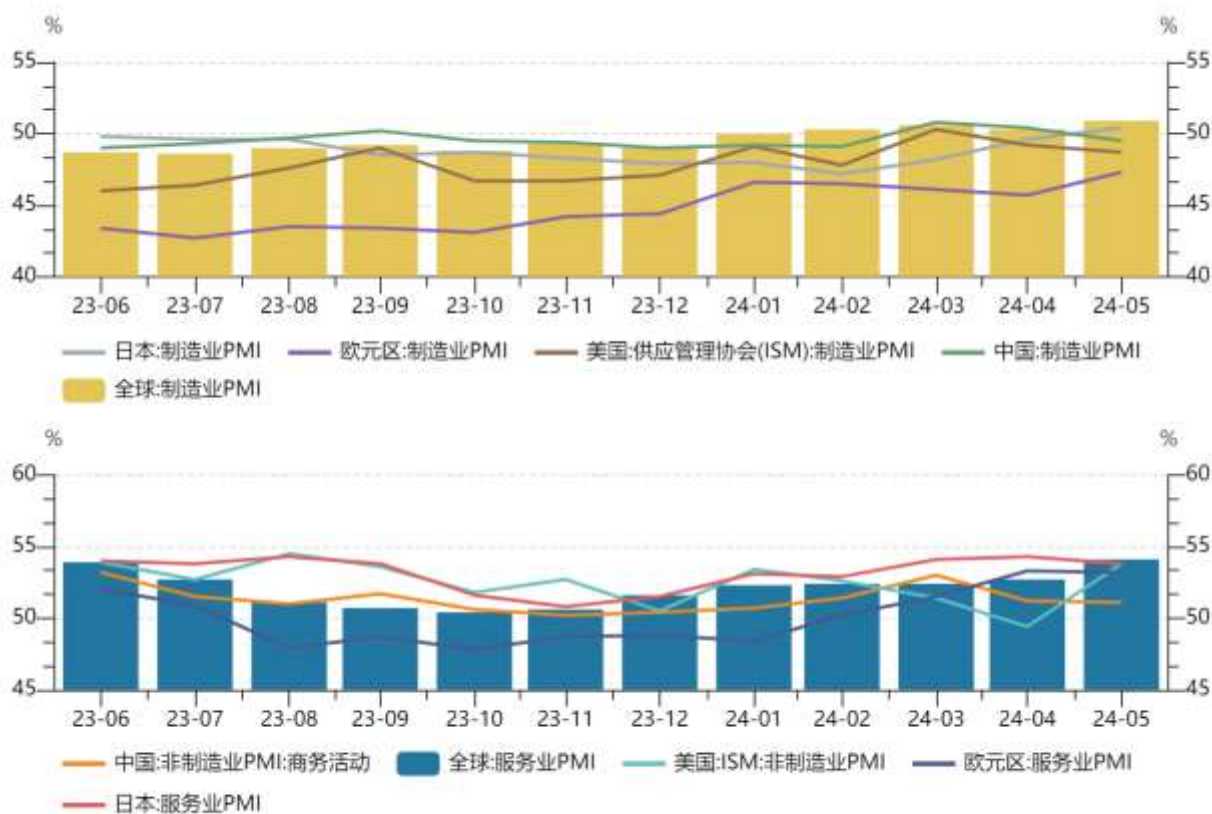
资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

从工业企业产销率（图1所示）看，5月为96.6%，较4月回升0.8个百分点；而出口交货值同比增速为4.6%，较4月回升2.7个百分点。从1-5月累计增速看，

工业企业产销率为 95.9%，较一季度高 1 个百分点；而出口交货值增速累计值为 3.0%，较一季度高 2.2 个百分点，总体保持上升的态势。而从工业增加值看，1-5 月同比为 6.2%，而一季度为 6.1%。

从服务业生产看，5 月服务业生产指数为 4.8%，较 4 月回升 1.3 个百分点。而 1-5 月服务业生产指数同比为 5.0%，与上月持平，一季度为 5.5%。而社会消费品零售总额名义增速，1-5 月中为 4.1%，也与上月持平，而一季度为 4.7%。可见，结合单月数据，5 月的消费已经止跌回升。

图 1 全球制造业和非制造业 PMI 均创出一年来的最高水平



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

从全球经济的角度看，5 月全球制造业 PMI 指数为 50.9%，较 4 月回升 0.6 个百分点，连续四个月在 50% 的荣枯线之上；5 月全球服务业 PMI 为 54.1%，较 4 月回升 1.4 个百分点。从图 1 中，我们可以看出全球制造业和非制造业 PMI 均创出一年来的最高水平；因此，中国生产保持稳定的主要原因，还在于外需较好，因为 5 月中国非制造业 PMI，与全球其它主要经济体有着较大的差距；从中我们可以看出，内需虽有所企稳，但相对于生产而言还是有效需求不足，内生动力仍不足。

二、中美两国货币流通速度大幅回落的原因

从存量上看，5月M1同比增长-4.2%，较4月回落2.8个百分点，回落幅度较大，与严控手动补息导致的存款分流或机关存款大幅下降有关，连续第二个月为负且创出历史新低；M2同比增长7.0%，较4月回落0.2个百分点；5月M1-M2同比之差为-11.2%，较上月回落2.6个百分点，显示货币流通速度继续下降。

实际上，货币供应量的下滑，并非中国特有现象，图2所示，美国的货币供应量增速在2022年末就由正转负，在近期才有所企稳回升；以M1-M2来代表货币流通速度，近两年来美国也大幅下滑至较低水平，与中国相一致。

图2 近两年美国货币供应量和货币流通速度也下滑至较低水平

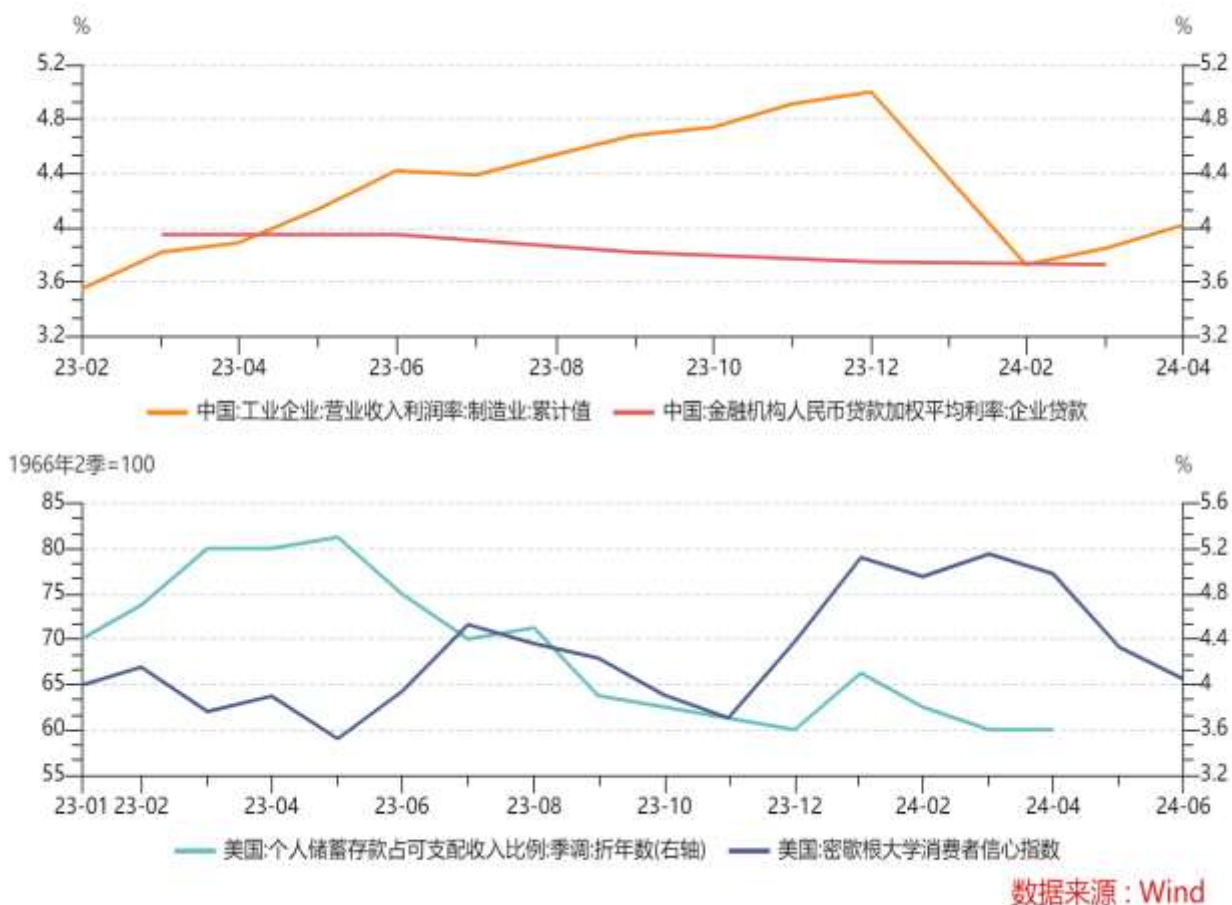


资料来源: WIND 第一创业整理

中美相同之处在于，疫情期间对货币政策的放松导致货币供应量的宽松，同比增速的回落有去年的高基数的原因。不同之处在于，中国偏重于生产而美国偏重于消费，中国货币流通速度的下滑主要是由于投资收益率的下降；而美国则是由于储蓄在个人可支配收入中占比的下降，导致无钱消费。当然，中美在产业链上的“脱钩或去风险”，一方面，导致中国出口产品价格的下滑；另一方面，也导致美国消费成本的上升；则加剧了上述情况的形成。

如图 3 所示，4 月制造业营业收入利润率为 4.02%，而企业贷款的金融机构人民币加权平均利率为 3.73%，工业品出厂价格（PPI）同比，自 22 年 10 月以来一直为负值，24 年 5 月为-1.4%，虽较 4 月回升 1.1 个百分点，但仍为负值，也才回到 22 年 10 月的水平。而美国个人储蓄存款占个人可支配收入的比例 4 月为 3.6%，而一年前为 5.2%；6 月美国密歇根大学消费者信心指数为 65.6，较 5 月回落了 3.5 个百分点。

图 3 中国制造业盈利空间不足而美国个人消费面临滑坡



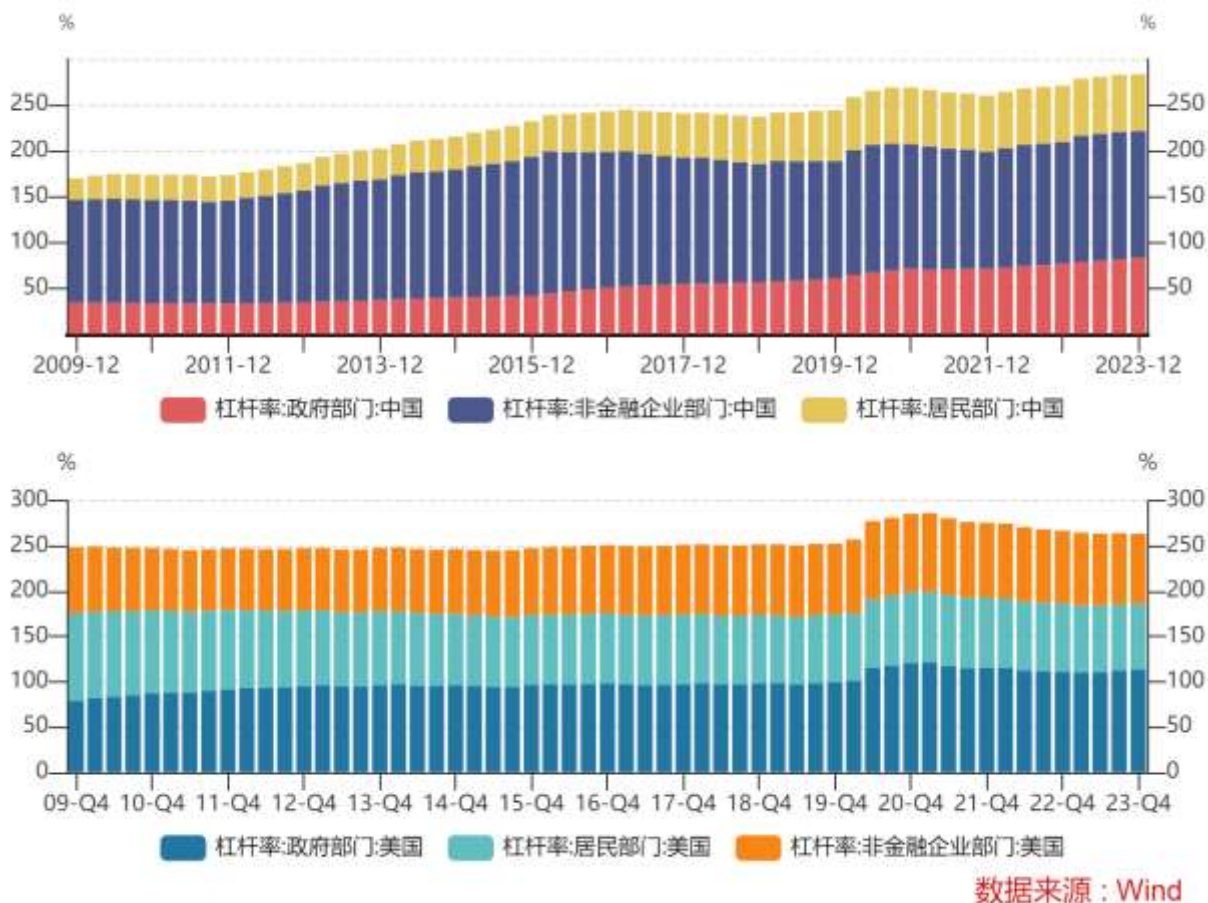
资料来源：WIND 第一创业整理

三、中美两国杠杆率和资产表现分化

根据国际清算银行（BIS）的数据，2023 年底中美两国的整体杠杆率差不多，都在 260-270%左右，均处于较高水平；但结构有着较大的差异。图 4 所示，从 2009 年底到 2023 年底，中国非金融企业从 111.8%上升至 138.3%；居民由 23.5%上升至 62.1%；政府由 34.6%上升至 83%。从 2009 年底到 2023 年底，美国非金融企业从 81.8%下降至 77.2%；居民由 74.8%下降至 72.9%；政府由 100.6%上升至 113.4%。可见，中国杠杆率的上升速度较快，企业占大头；而美国杠杆率保持基本稳定，政府占大头。

这与中美两国的货币创造机制有着很大的关系，美国财政支出基本是货币化，美联储直接干预市场，为中小银行提供了美债的无限流动性抵押，使中小银行在美债上的大幅亏损隐性化，使中小银行不再面临倒闭的风险。政府负债虽高，但美元是主要国际货币，具有发行和市场的天然优势，政府承担起大部分负担，使企业和居民的杠杆率有所下降；且货币可以直接作用于居民用于消费，货币对经济的作用距离短起效也快。但人民币还不是国际货币，财政支出不能完全货币化，得经过银行才能实现货币的扩张，一旦企业和居民的货币需求下滑，货币供应则会陷入流动性陷阱，滞留于金融体系内部，即使政府加大投资力度，货币对经济的作用距离长且起效也慢。因此，虽然近期中国政府加大了投资的力度，但对经济产生作用，仍需等待数月时间。

图 4 2009-2023 年中美两国杠杆率及其结构的对比



资料来源：WIND 第一创业整理

从居民的财产分布看，美国主要集中于股市，而中国主要集中于楼市。美国股票市场、特别是 NASSAQ 不断创出新高，而中国楼市则表现不佳。1-5 月房屋新开工同比增速为-24.2%，较 1-4 回升 0.4 个百分点；房屋施工面积同比增速为-11.6%，较 1-4 月回落 0.6 个百分点；竣工面积同比增速为-20.1%，较 1-4 月回升 0.3 个百分点；房屋销售面积同比增速为-20.3%，较 1-4 月回落 0.1 个百分点。从房地产景

气指数看，5月国房景气指数为92.01，而4月为92.02，保持基本稳定。从房地产资金来源看，1-5月房地产开发资金来源同比增速为-20.3%，较1-4月回升0.6个百分点；其中，国内贷款同比增速为-6.2%，较1-4月回升3.9个百分点；自筹资金同比增速也为-9.8%，但较1-4月回升0.3个百分点；其它资金来源同比增速为-35.6%，较1-4月回升0.2个百分点。从以上各项数据看，房地产已有企稳的迹象，这对于中国经济也是一个好消息。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区15层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135