

5月宏观经济数据稳中趋缓，“供强需弱”特征依然较为明显

——2024年5月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部总监 冯琳

事件：据国家统计局6月17日公布的数据，2024年5月规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，4月为6.7%；5月社会消费品零售总额同比增长3.7%，4月为2.3%；1-5月全国固定资产投资同比增长4.0%，1-4月为4.2%。

基本观点：

5月宏观经济数据稳中趋缓，“供强需弱”特征依然较为明显。其中，外需回暖带动5月出口保持强势，这是当月工业生产较快增长的主要原因，而上年实际增长基数偏高以及国内需求不足导致当月工业生产增速有所回落。受假期错位效应影响，5月社零同比增速反弹，但仍处于明显偏低水平。除近期CPI同比偏低（社零统计的是名义值）外，主要有两个方面原因：一是受房地产市场低迷影响，当前居民消费信心仍然偏弱，二是近期居民可支配收入增速较低的影响也不容低估。当前以旅游、出行为代表的服务消费增长动能较强，但受上年同期基数抬高等影响，同比增速也在下行。1-5月固定资产投资继续减速，三大投资板块增速全面下行。其中，在天气因素影响消退后，资金来源波动或是当月基建投资增速小幅下行的主要原因，政策支持力度较强及内生增长动能改善支撑下，当月制造业投资保持高增，“5.17房地产新政”发布后，楼市尚未明显回暖，当月房地产投资进一步下滑。整体上看，当前投资增长较为稳定，内部分化特征明显，体现了政策面正在发力对冲房地产行业调整带来的影响，以及加力支持新质生产力发展的政策意图。当前工业生产增速明显高于社零和投资实际增长水平，显示宏观经济“供强需弱”现象比较明显，这也能在年初以来出口较强，物价偏低中得到印证。

就当前的宏观经济运行态势而言，主要受国内房地产行业持续调整、外部经贸环境挑战性增大影响，经济总体上仍然面临一定下行压力，物价水平偏低问题值得高度重视。由此，在2月至年中的政策观察期后，接下来稳增长、稳楼市措施有望持续加码。其中，三季度在政府债券发行明显提速的同时，降息降准窗口有望再度打开。

具体解读如下：

一、工业生产：5月工业增加值同比增速放缓，部分受基数抬升影响，同时，4月工业增加值同比增速偏高，也有当月工作日同比增加2天的影响，而5月工作日与上年同期持平。另外，从季调环比增速看，5月工业增加值环比表现要弱于季节性。这与当月官方制造业PMI指数中的生产指数下滑相印证，显示受需求较弱拖累，工业生产动能边际放缓。

5月工业增加值同比增长5.6%，增速较上月放缓1.1个百分点。三大门类中，采矿业增加值同比增速有所加快，制造业和电力燃气及水的生产和供应业增加值增速有所放缓。其中，占比最高的制造业增加值同比增速从上月的7.5%放缓至6.0%。

5月工业增加值同比增速回落，部分受基数抬升影响，去年5月工业增加值同比增速大幅下行，但以2年或4年平均增速衡量，去年5月工业生产动能实际上有所加强。这意味着今年5月工业生产增速面临上年同期基数抬高的影响。同时，4月工业增加值同比增速偏高，也有当月工作日同比增加2天的影响，而5月工作日与上年同期持平。此外，从季调环比增速看，5月工业增加值环比增长0.3%，参考历年同期增速，表现要弱于季节性。这与当月官方制造业PMI指数中的生产指数从上月的52.9%回落至50.8%相印证，主要源于市场需求不足，背后是消费信心持续偏弱以及房地产投资延续下滑状态。

不过，近期国内制造业投资和基建投资都处于高位，能够在较大程度上对冲房地产投资较大幅度下滑带来的影响，加之近期出口表现较强，外需回暖也能部分抵消内需偏弱对生产端的抑制效应，这些因素支撑今年以来工业增加值维持较快增长水平。1-5月，工业增加值累计同比增长6.2%，增速要明显高于同期需求端投资和社零累计增速，显示当前宏观经济“供强需弱”特征较为明显，这也能在年初以来出口较强，物价偏低中得到印证。

展望6月，工业生产实际增长动能有望边际增强，背后是短期内外需有望延续回暖势头，“三大工程”全面推进，大规模设备更新持续推动，以及在耐用消费品以旧换新等政策支持下，居民商品消费还有修复空间。不过，去年同期实际增速基数明显抬高，会对6月工业生产同比增速有一定下拉作用，预计6月工业增加值同比增速将回落至4.3%左右。

二、消费：5月社零同比增速较上月加快1.4个百分点，主要原因是今年“五一”长假全部落在5月，而去年有2天落在4月，因此假期错位效应在一定程度上推高了今年5月的社零同比增速。另外，近期政策面出台汽车、家电、家装等耐用消费品以旧换新，对家电、家具等商品需求也有一定提振。

5月社零同比增长3.7%，增速较上月加快1.4个百分点。主要原因是今年“五一”长假全部落在5月，

而去年有 2 天落在 4 月，因此假期错位效应对今年 5 月社零增速有一定推高效应。从出游数据来看，五一假期居民出游热度较高，出游人数和花费同比均现较快增长——据文旅部数据，五一假期全国国内旅游出游人次同比增长 7.6%，出游总花费同比增长 12.7%，按可比口径较 2019 年同期分别增长 28.2% 和 13.5%。

不过，尽管受到假期错位因素拉动，5 月社零增速继续处于明显偏低水平，不及疫情之前两年平均增速的一半。除了近期 CPI 涨幅较低（社零统计的是名义值）外，主要有两方面原因：一是受房地产市场低迷影响，当前居民消费信心仍然偏弱。可以看到，2024 年 4 月消费者信心指数为 88.2，环比下行 1.2，继续明显低于 100 的中值水平。这也和当前居民存款增速仍明显高于贷款增速相印证。根据我们测算，在 4 月居民短期消费贷负增约 1700 亿的情况下，5 月仅新增 5.9 亿，1-5 月累计负增逾 4400 亿，这说明当前居民加杠杆消费的意愿很弱，这是消费信心不足的直接体现。

二是当前居民可支配收入增速下滑的影响也不容低估。首先，根据国家统计局公布的数据，2024 年一季度城镇居民人均可支配收入增速为 5.3%，虽较去年全年反弹 0.2 个百分点，但继续明显低于过去 10 年平均 7.1% 的增长水平；而财政部公布的税收数据显示，1-4 月个人所得税累计同比为 -7.0%，剔除 2023 年 8 月开始实施的减税因素影响，同比也为 -2.9% 左右。考虑到个人所得税主要面向城市中产阶级征收，这意味着作为当前消费的主力军，城市中产阶级的收入状况不容乐观。由此，在商品和服务供应比较稳定的背景下，消费需求不足是现阶段物价水平明显偏低的主因。这也是近期政策面出台汽车、家电、家装等耐用消费品以旧换新措施、大力促消费的主要原因。

从主要类别商品零售表现来看，5 月必需品零售表现总体稳健，可选品零售增速则有明显分化。其中，化妆品、体育娱乐用品、通讯器材、家电零售额同比均现两位数高增，增速较上月明显加快；家具、石油及制品、文化办公用品零售额同比增速也有所回升，但仍处 5% 左右的偏低水平。但另一方面，受金价高位制约需求影响，5 月金银珠宝零售额同比下降 11.0%；汽车零售额同比下降 4.4%，已为连续第三个月同比负增，主要原因是车企价格战导致的价格不稳推升消费者观望情绪。值得注意的是，在近期楼市销售数据未现明显改观的情况下，5 月家电和家具零售额增速出现不同程度反弹，主要与各地以旧换新政策大规模开始实施有关。

需要指出的是，社零数据更多反映居民商品消费走势，而当前旅游、出行等服务消费更有活力，也是主要假期的消费热点。因此判断当前消费走势，需要结合社零与服务零售额数据一起观察。1-5 月累计，服务零售额同比增长 7.9%，增速高于同期社零同比增速 4.1%。不过，随着基数抬升，服务零售额增速正在不断放缓。在消费信心偏弱背景下，后续服务消费能否持续高增也有待观察。

4月底政治局会议明确要求，“要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。”这意味着接下来各地会更大力度推出包括耐用品以旧换新在内的促消费措施，而疫情疤痕效应也会随着时间推移逐步消退。从这个角度看，后期居民商品消费有望逐步好转。当前最大的不确定因素仍是楼市何时企稳回暖，从而消除资产缩水效应对居民消费心理的影响。展望6月，伴随以旧换新等促消费政策效果持续释放，社零增长动能有望改善；不过，尽管去年6月社零增速大幅下行，但以2年或4年平均增速衡量的实际增速基数却在抬高，这意味着今年6月社零同比面临高基数的影响，预计同比将继续保持在3.7%左右。

三、投资：1-5月固定资产投资继续减速，三大投资板块增速全面下行。其中，在天气因素影响消退后，资金来源波动或是当月基建投资增速小幅下行的重要原因，政策支持力度较强及内生增长动能改善支撑下，当月制造业投资保持高增，“5.17 房地产新政”发布后，楼市尚未明显回暖，当月房地产投资进一步下滑。整体上看，当前投资增长较为稳定，内部分化特征明显，体现了政策面正在发力对冲房地产行业调整带来的影响，以及加力支持新质生产力发展的政策意图。

1-5月固定资产投资累计同比增速为4.0%，较1-4月放缓0.2个百分点，连续两个月小幅下行，但仍高于2023年全年3.0%的增长水平；据我们测算，5月当月固定资产投资同比增长3.4%，增速较4月放缓0.1个百分点。在上年同期增速基数走低的背景下，4月投资增长动能偏弱，不及市场普遍预期，主要原因是三大投资板块增速全面下行。

具体来看，1-5月基建投资（不含电力）同比增速为5.7%，较1-4月放缓0.3个百分点，略低于去年全年5.9%的增长水平，不及市场预期。据我们测算，5月当月基建投资同比增速为4.9%，较4月放缓0.2个百分点。在上年同期基数下沉，极端天气对南方多省基建项目施工影响减弱的背景下，5月基建投资增速继续下行，或与1-4月专项债发行放缓，年初以来地方政府土地出让金收入大幅下滑，以及贵州、天津等12个高负债省市投资项目面临严格管控等因素相关。

不过，5月基建投资数据继续处于较高增长水平，主要是当前房地产投资还会处于较快下行状态，需要基建投资保持较高增长水平予以对冲。当前支撑基建投资较快增长的因素包括：5月超长期特别国债开闸发行，专项债发行明显提速。需要指出的是，去年底增发的1万亿国债资金中大部分要在今年上半年投入使用，而近期发改委指出要“推动所有增发国债项目于6月底前开工建设”，且已“完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作”。这意味着后期基建投资形成实物工作量的速度会加快。我们预计在政府债券发行及配套基建贷款投放节奏加快后，6月基建投资下行势头有望缓和。整体上看，今年基建投资

将持续在宏观经济运行中发挥稳定器作用。

制造业投资方面，1-5月累计同比增速为9.6%，低于1-4月的9.7%，连续两个月小幅下行，但好于市场普遍预期，且明显高于去年全年6.5%的增幅。据我们测算，5月当月制造业投资同比增速为9.4%，高于3月的9.3%，显示5月制造业投资增速边际加快，其中政策面支持大规模设备更新对投资的推动作用正在显现，其中1-5月设备工器具购置投资同比增长17.5%，增速比1-4月份提高0.3个百分点，拉动全部投资增长2.1个百分点，占全部投资的比重比去年同期提高1.6个百分点，而近期金融“挤水分”则有可能给制造业中长期贷款发放带来一定短期扰动。值得注意的是，1-5月高技术制造业投资同比增长10.4%，较前值加快0.7个百分点，继续保持较高增长水平。这是当前政策面支持新质生产力发展的主要体现。

今年以来制造业投资保持高位，持续领跑三大投资板块，背后是政策面持续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，加之当前各地正在着力推动大规模设备更新，今年制造业投资将获得更大幅度的政策倾斜。可以看到，4月央行设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款；数据显示，5月末主要用于投资的制造业中长期贷款余额同比增长21.8%，继续保持很高增长水平，大幅高出9.3%的整体贷款增速。另一方面，去年下半年以来PPI降幅总体趋于收窄，4月工业企业利润同比增长4.0%，去年8月以来整体上保持着持续回升势头，特别是当前工业企业资产利润率高于企业贷款利率，都显示制造业内生投资动能也在增强。

展望未来，短期内制造业投资有望延续2023年四季度以来的稳中有升势头，估计全年增速将达到8.0%左右，较上年加快1.5个百分点。这显示今年经济内生增长动能改善。其中，高技术制造业投资将达到两位数高增状态。我们认为，2024年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。另外，近期海外贸易保护主义抬头，也可能在短期内对国内制造业投资带来一定扰动——类似影响曾在2019年显著拉低制造业投资增速。

1-5月房地产投资累计同比下降10.1%，降幅较1-4月扩大0.3个百分点，下滑幅度连续三个月加快。据我们测算，5月当月房地产投资同比下降11.0%，上月为同比下降10.5%，连续三个月出现两位数降幅。国家统计局公布的数据显示，年初以来楼市偏冷，1-5月商品房销售面积和销售额同比分别为-20.3%和-27.9%，降幅与前值相比分别小幅扩大0.1和收窄0.4个百分点，而去年全年降幅分别为-8.5%和-6.5%。与此同时，房地产施工数据也出现大幅下行势头。其中最为引人注目的是，此前“保交楼”推动商品房竣工面积持续处于两位数高增状态，但今年1-5月为同比下降20.1%。这表明“5.17房地产新政”发布

后，楼市尚未明显回暖，向房地产投资端的传导效应较弱。我们分析，这或与政策效应释放还需要一定时间，特别是居民房贷利率有待进一步下调有关。另外，年初以来“三大工程”中的城中村改造持续推进，而最新政策取向显示，保障房供应更多转向收购存量房产，这会削弱对今年房地产投资的拉动作用。

往后看，未来一段时间房企销售回款仍面临较大下滑压力。不过，伴随城市房地产融资协调机制进一步发力，房企开发贷投放节奏有望加快，加之上年同期基数走低，三季度房地产投资同比降幅有望呈现小幅收敛态势。但就以环比指标衡量的房地产实际投资动能而言，未来走势将主要取决于楼市何时筑底回暖。

整体上看，5月官方制造业PMI意外降至收缩区间，非制造业PMI指数中的建筑业指数也有较大幅度下滑，而服务业PMI季节性上行，综合PMI产出指数较上月下行0.7个百分点至51.0%。这表明5月经济保持在修复轨道，但增长动能边际减弱。这与当月工业生产、消费、投资等数据基本印证。背后主要是房地产行业持续处于调整阶段，居民消费不旺。由此，尽管年初以来出口偏强，以高技术制造业为代表的新质生产力领域较快增长，以及稳增长政策发力带动基建投资保持较高水平，但当前经济回升向好的基础尚不稳固，其中有效需求不足是主要矛盾，突出的表现是物价水平偏低。我们预计，二季度GDP增速有望保持在5.1%左右，较上季度回落0.2个百分点。值得注意的是，5月17日新一轮房地产支持政策密集出台，而高频数据显示，楼市下滑状况尚未出现明显变化。

接下来宏观政策在推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快企稳回暖，以及通过切实推进大规模设备更新及耐用消费品以旧换新，有效提振内需，引导物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。这也是6月7日国务院常务会议对房地产支持政策再度进行部署安排的原因。我们判断，在2月至年中的政策观察期后，接下来稳增长、稳楼市措施有望持续加码。三季度在政府债券发行明显提速的同时，降息降准窗口有望再度打开。