

2024 年 06 月 19 日

南华宏观研究团队报告 近期经济数据走势有所分化

核心观点：

近期的经济走势呈现出一定的分化。景气度大幅下降，生产有所减弱，但出口表现较为强劲，而内需则有一定的改善。内需的改善可能受到基数效应、促销和假期等因素的影响，其持续性好转的趋势可能存在一定的不确定性。总体来看，国内经济仍然在中枢附近小幅波动。

部分经济数据小幅下行或主要受以下因素影响：1、美国经济增速放缓。2、节日错位、基数效应等因素掩盖了部分经济真实节奏。3、财政支出增速偏慢。

虽然从量的角度来看，经济似乎表现出一定的下行趋势，但从价的角度来看，经济下行并不明显。一方面，受海外需求影响，大宗商品价格上涨较多，推动了 PPI 同比的回升；另一方面，核心 CPI 同比仍然保持在 0.7% 的中枢附近，呈现小幅波动。价或许是观察未来经济走势的一大重要指标。1、价是影响实际利率的重要因素。2、价也是影响微观体感的重要因素。

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：
投资咨询证号：Z0000505

潘响：
期货从业证号：F03107845

风险提示：文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

目录

章节

1. 近期经济数据走势有所分化	1
-----------------------	---

目录

图表

图 1.1: 新订单指数和新出口订单指数下滑严重 (%)	1
图 1.2: 5 月生产较上月小幅走弱 (%)	2
图 1.3: 新质生产力相关行业生产仍然表现偏强 (%)	2
图 1.4: 出口金额同比有所上行 (%)	3
图 1.5: 出口商品金额同比一览	4
图 1.6: 内需较上月有所好转 (%)	5
图 1.7: 4、5 月份美国制造业 PMI 又回到了荣枯线以下 (%)	6
图 1.8: 广义财政支出增速偏慢 (%)	7
图 1.9: 5 月政府支出有所加快 (亿元)	7
图 1.10: 核心 CPI 同比小幅下滑	8
图 1.11: 实际利率仍持续位于历史高位 (%)	8
图 1.12: 一季度 GDP 平减指数为-1.07% (%)	9

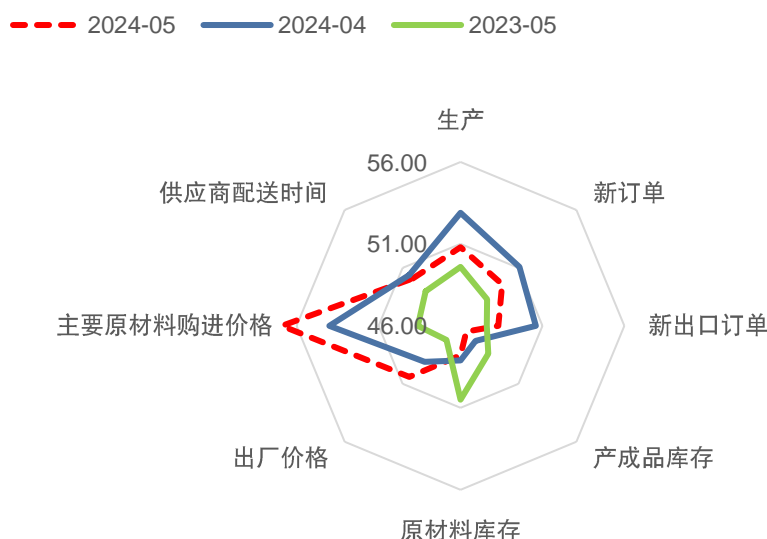
1. 近期经济数据走势有所分化

1.1 近期经济数据走势有所分化

二季度以来，从经济数据的角度来看，似乎二季度的经济数据呈现逐步下行的趋势。从景气度的角度来看，PMI数据连续两个月下滑，并且5月份的下降幅度较大，生产端同比增速也有所下降。

在制造业PMI指数的分项中，除了价格方面的指标外，其他指标相较上个月都有所下降，但仍好于去年同期。特别是新订单指数和新出口订单指数，下滑幅度较为严重。新出口订单指数可能受到美国制造业PMI下滑的影响，而新订单指数的下滑或许进一步验证了当前内需动力仍然不足。

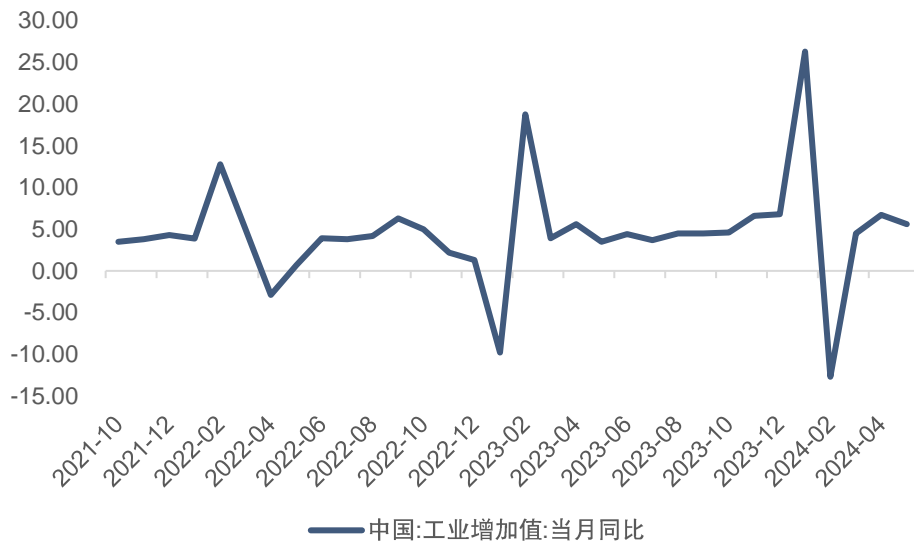
图 1.1：新订单指数和新出口订单指数下滑严重（%）



资料来源：Wind 南华研究

其次，从工业增加值的角度来看，5月份的生产相较上个月略有下降，但从结构的来看，与新质生产力相关的汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业仍然表现较强。同时，从上游的角度来看，与新质生产力相关性较高的商品端，有色金属相较于其他商品表现较强。而对出口依赖度较高的装备制造业和消费制造业来说，整体景气度也表现较强。总体来看，尽管工业增加值有所减弱，但与新质生产力相关的行业仍然保持较强的生产水平，同时出口对国内制造业的生产也起到一定的带动作用。

图 1.2: 5 月生产较上月小幅走弱 (%)



资料来源: Wind 南华研究

图 1.3: 新质生产力相关行业生产仍然表现偏强 (%)

板块	工业增加值增速 (%)	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	较上月相比	出口依赖度
采矿	煤炭开采和洗选业	1.30	0.60	0.30	1.40	2.40	2.00	1.60	1.40	0.70	
采矿	石油和天然气开采业	2.00	2.10	2.50	3.00	3.70	3.70	3.90	4.30	-0.10	
采矿	黑色金属矿采选业	0.00	7.30	7.20	7.70	5.00	4.00	3.30	2.40	-7.30	
采矿	有色金属矿采选业	0.00	9.40	7.40	5.80	-1.60	-2.20	-2.80	-4.10	-9.40	
采矿	非金属矿采选业	0.00	-0.10	0.60	2.40	-5.70	-6.00	-6.40	-7.00	0.10	
电水燃	电力、热力的生产和供应业	6.00	6.50	6.80	7.80	4.30	4.10	3.50	3.90	-0.50	4.10
原材料制造	化学原料及化学制品制造业	10.70	10.30	9.60	10.00	9.60	9.50	9.50	9.20	0.40	16.90
原材料制造	橡胶和塑料制品业	9.80	10.10	9.90	13.10	3.70	3.10	2.60	2.20	-0.30	27.60
原材料制造	非金属矿物制品业	0.20	0.40	1.10	3.90	-0.50	-0.60	-0.60	-0.50	-0.20	8.10
原材料制造	黑色金属冶炼及压延加工业	5.10	5.40	6.60	8.70	7.10	7.50	7.80	7.80	-0.30	10.30
原材料制造	有色金属冶炼及压延加工业	11.40	11.80	12.00	12.50	8.80	8.40	8.30	7.80	-0.40	18.10
装备制造	金属制品业	5.60	5.30	5.10	7.50	3.20	2.70	2.30	1.90	0.30	19.30
装备制造	通用设备制造业	2.70	2.80	2.40	4.10	2.00	1.70	1.80	2.10	-0.10	25.40
装备制造	专用设备制造业	1.80	1.70	1.60	2.00	3.60	3.60	3.80	3.90	0.10	20.50
装备制造	汽车制造业	10.50	11.30	9.70	9.80	13.00	12.30	11.30	11.40	-0.80	7.50
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.10	10.90	10.00	11.00	6.80	6.90	6.30	5.90	0.20	23.60
装备制造	电气机械及器材制造业	4.80	5.00	4.80	4.60	12.90	13.20	13.60	14.10	-0.20	34.00
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	13.80	13.60	13.00	14.60	3.40	2.60	1.70	1.40	0.20	60.70
消费制造	农副食品加工业	2.10	2.80	3.30	2.30	0.20	0.30	0.40	0.40	-0.70	5.00
消费制造	食品制造业	5.50	6.00	6.40	7.30	3.30	3.10	3.10	2.90	-0.50	4.50
消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	5.80	5.90	6.50	8.10	0.80	0.60	0.10	-0.20	-0.10	4.30
消费制造	纺织业	5.30	5.40	4.90	6.60	-0.60	-0.80	-1.00	-1.30	-0.10	40.90
消费制造	医药制造业	1.10	0.40	-1.00	-3.50	-5.80	-6.00	-5.70	-5.20	0.70	9.50

资料来源: Wind 南华研究

而从需求层面来看，海外的内需和外需数据在5月份都有所走强。整体出口表现较为强劲，5月份出口金额同比较上个月增长了6.1个百分点，达到了7.6%。这主要受到海外制造业复苏和基数效应等因素的影响，推动了出口金额的增长。

图 1.4：出口金额同比有所上行（%）



资料来源：Wind、南华研究

从出口商品品类的角度来看，船舶、汽车和集成电路的出口表现较为强劲。这在另一方面表明，海外制造业复苏在一定程度上通过出口带动了国内生产，这使得当前国内需求相对疲弱的情况下，生产仍然保持较强劲的表现。从工业企业利润的角度来看，装备制造业相对于原材料制造业和消费制造业表现较强，这可能也受到海外制造业复苏的影响，带动了装备制造业企业利润的改善。这也在一定程度上印证了出口在当前经济中扮演着重要的角色，推动了生产的增长。

图 1.5：出口商品金额同比一览

出口金额:当月同比(%)	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	较前值变化
农产品*	5.43	-0.12	-7.76	-15.39	5.55
水产品	-3.98	-7.98	-18.71	-29.06	3.99
粮食	14.96	9.29	1.25	-27.53	5.67
成品油	12.76	22.35	11.57	-35.33	-9.59
稀土	-55.58	-59.93	-31.35	-45.06	4.35
中药材及中式成药	5.61	12.82	-3.27	0.00	-7.21
肥料	-9.33	-0.86	-47.33	-57.19	-8.48
塑料制品	8.56	-2.35	-15.90	21.88	10.91
箱包及类似容器	-0.01	-13.48	-27.73	41.47	13.47
纺织纱线、织物及其制品	7.19	-4.33	-19.54	20.08	11.52
服装及衣着附件	-0.39	-9.08	-22.62	24.79	8.69
鞋靴	-11.78	-18.27	-30.96	37.18	6.49
陶瓷产品	-18.08	-33.54	-36.84	16.15	15.45
钢材	-4.94	-17.61	-24.10	-17.38	12.68
未锻轧铝及铝材	14.56	4.89	-4.25	-2.85	9.67
家具及其零件	16.04	3.54	-12.27	50.46	12.50
玩具	-4.73	-11.11	-24.71	17.84	6.38
机电产品*	7.51	1.46	-8.84	5.68	6.06
通用机械设备	7.42	-1.09	-13.20	56.48	8.50
自动数据处理设备及其零部件	6.38	8.25	4.93	0.93	-1.86
手机	8.13	7.26	1.74	-10.46	0.87
家用电器	18.31	10.86	-4.62	21.48	7.46
音视频设备及其零件	11.32	-1.81	-13.21	12.22	13.12
集成电路	28.47	17.80	11.49	4.20	10.67
汽车（包括底盘）	16.63	28.77	28.36	7.27	-12.14
汽车零配件	1.14	-2.53	-6.78	16.60	3.66
船舶	57.13	91.33	33.98	148.82	-34.20
液晶平板显示模组	15.12	11.91	2.89	-6.52	3.21
医疗仪器及器械	6.83	-1.67	-11.37	7.31	8.49
灯具、照明装置及其零件	-0.11	-11.66	-31.67	71.74	11.55
高新技术产品*	8.10	3.14	-2.67	-5.83	4.96

资料来源：Wind、南华研究

受假期错位的影响，内需相较上个月也有所好转。去年五一假期在4月底开始，而今年假期则在5月初开始，这种假期错位是支撑本月社会融资规模增长的因素之一。同时，6.18网购促销活动的提前也带动了网上零售额的增长，对社会零售也有积极的贡献。总体来看，5月份的消费受到多方因素的影响有所上升。

图 1.6: 内需较上月有所好转 (%)



资料来源: Wind、南华研究

从以上经济数据来看，近期的经济走势呈现出一定的分化。景气度大幅下降，生产有所减弱，但出口表现较为强劲，而内需则有一定的改善。内需的改善可能受到基数效应、促销和假期等因素的影响，其持续性好转的趋势可能存在一定的不确定性。总体来看，国内经济仍然在中枢附近小幅波动。

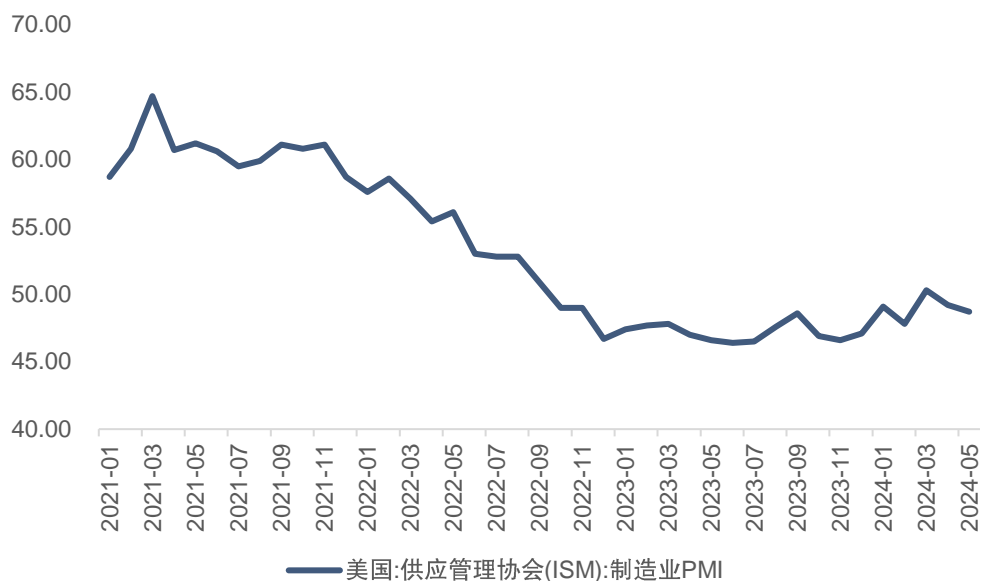
1.2 部分经济数据小幅下行的主要影响因素

近期部分经济数据小幅下行或主要受以下因素影响：

1、美国经济增速放缓。

从当前的美国制造业PMI数据来看，可以观察到美国经济数据在2023年11月开始出现明显的筑底反弹趋势。尽管美国经济在今年一季度表现较为强劲，但在4月和5月份，制造业PMI又回到了荣枯线以下，并持续下行。美国制造业景气度的下降在一定程度上会通过出口影响到国内经济，这也在一定程度上反映在新出口订单的指标上。

图 1.7：4、5 月份美国制造业 PMI 又回到了荣枯线以下（%）



资料来源：Wind、南华研究

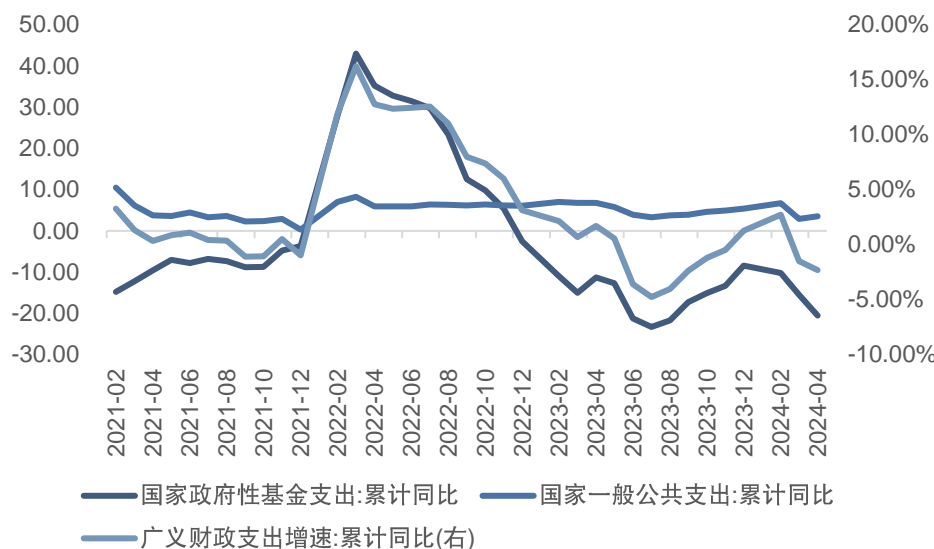
2、节日错位、基数效应等因素掩盖了部分经济真实节奏。

从社零消费同比数据上看，或许表明当前需求有一定的好转，但前文分析中提到的节日错位、基数效应对消费真实需求的体现产生了一定的干扰。如果我们从PMI新订单指数、CPI同比数据、金融数据等方面来看，可能会发现当前的需求仍然偏弱，居民消费能力仍然受到收入预期的制约。

3、财政支出增速偏慢

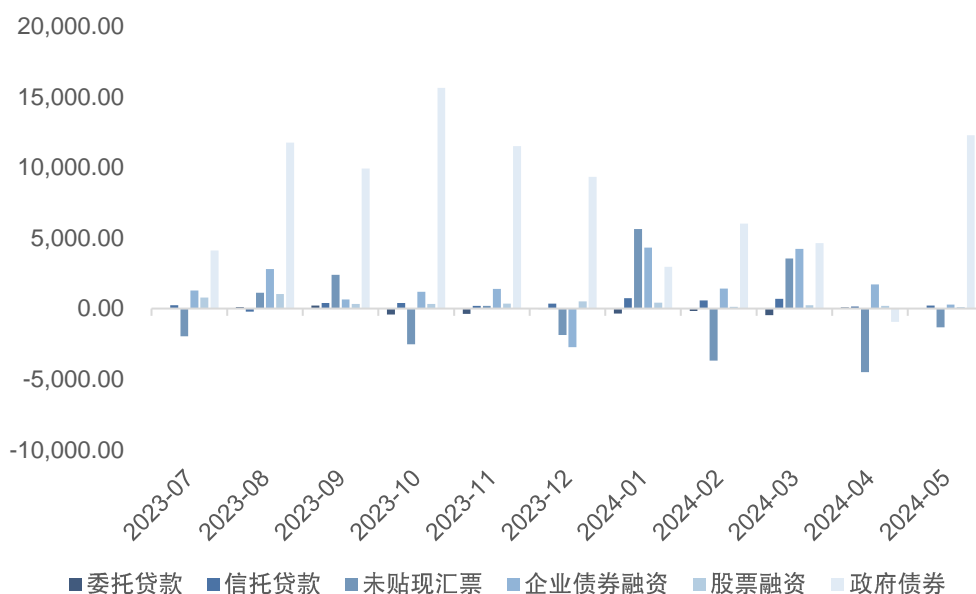
从财政数据来看，4月份广义财政支出的累计同比增速为-2.33%，与今年预计的7.9%增速目标存在一定的差距。这主要是受政府性基金支出增速偏慢的影响。尽管5月份政府支出有所加快，专项债和国债的发行也加速了，但前期财政支出增速偏慢也是经济增速边际放缓的重要原因之一。

图 1.8: 广义财政支出增速偏慢 (%)



资料来源: Wind、南华研究

图 1.9: 5 月政府支出有所加快 (亿元)



资料来源: Wind、南华研究

1.3 价格指数或许是观察未来经济走势的一大重要指标

虽然从量的角度来看，经济似乎表现出一定的下行趋势，但从价的角度来看，经济下行并不明显。5 月份的 CPI 同比上涨了 0.3%，略低于预期的 0.4%，但与前一个月的涨幅持平。而 5 月份的 PPI 同比下降了 1.4%，略好于预期的 1.5%，并且较前一个月的下降幅度有所收窄。CPI 数据表现不及预期，核心 CPI 较上个月下降了 0.1 个百分点，达到了 0.6%。一方面，受海外需求影响，大宗商品价格上涨较多，推动了

PPI同比的回升；另一方面，核心CPI同比仍然保持在0.7%的中枢附近，呈现小幅波动。

图 1.10：核心 CPI 同比小幅下滑

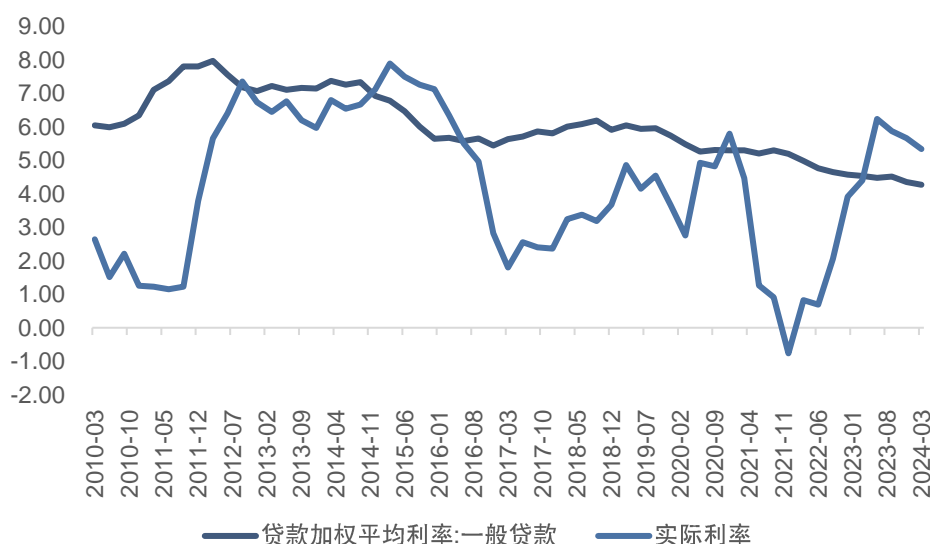


资料来源：Wind、南华研究

价或许是观察未来经济走势的一大重要指标。

1、价是影响实际利率的重要因素。尽管当前名义利率仍处于下行通道，但实际利率仍然持续位于历史高位，并且通胀对实际利率的影响程度远大于名义利率。因此，未来通胀走势将是约束投资需求的一大重要影响因素。

图 1.11：实际利率仍持续位于历史高位 (%)

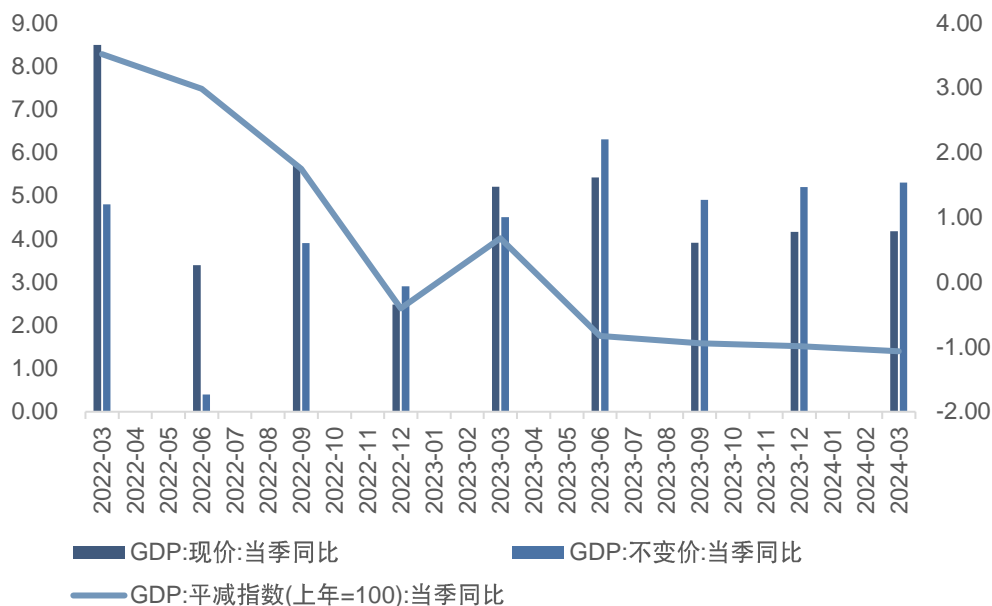


资料来源：Wind、南华研究

2、价也是影响微观体感的重要因素。由于一季度GDP平减指数为-1.07%，而名义

GDP为4.18%，价格的低迷使得部分企业面临有量无利的情况。企业的营收和利润更与名义GDP相关，进而导致宏观经济与微观体感之间出现分离现象。

图 1.12：一季度 GDP 平减指数为-1.07% (%)



资料来源：Wind、南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

