

经济仍在复苏途中，恢复速度弱于预期，2季度依然负增长

2020年5月经济数据点评

核心内容：

1、经济仍然恢复，但速度有限，需要更多政策支持

受到新冠疫情的冲击，经济回暖只能是缓慢回升。5月份我国经济数据仍然回暖，但是回升速度有限。这是因为：（1）经济逐步恢复的过程中，带动了消费增长，但我国仍然没有完全恢复，经济重启慢慢进入尾声，各项指标上升幅度变慢；（2）需求的增长仍然较为疲弱，居民对非必需品消费偏谨慎，经济不会很快反弹；（3）我国对疫情的经济支持较弱，也使得经济的回升速度有限。

可以看到5月份消费回升缓慢进行，固定资产投资较为疲软，6月份社会消费品增速可能小幅回正，但固定资产投资增速回正较为困难。同时2季度海外疫情影响下，我国出口压力仍然很大。2季度我国经济增速会比1季度回升，但仍然负增长，2季度GDP增速预计在-2%左右。

2、经济复苏带动生产回升，未来面临订单和库存冲击

生产继续向好，经济逐步复苏带来生产的回升。5月份表现较好的行业是专用设备、汽车、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。5月份我国已经面临海外疫情的冲击，出口行业订单处于低位，会直接影响未来出口相关企业的生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。同时前期企业产成品库存的快速上行，未来企业去库存也需要时间。预计2季度工业生产持续好转，但速度有限，预计工业生产在4.5%左右。

5月份单月来看，出口相关产业的生产回升仍然靠前：（1）专用设备制造业生产增速16.4%，与积压订单较多有关；（2）汽车制造业增长12.2%，较上月大幅回升6.4个百分点；（3）计算机、通信和其他电子设备生产增速10.8%，行业景气度仍然较高，但韩国、日本出口持续低迷，未来可能有所回调。

3、消费缓慢恢复，下月可能回正

2季度消费增速仍然受疫情影响，居民消费模式仍然集中于必需品消费，对非必需品消费较为谨慎。同时新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、药品和通讯器材消费上行。第一大消费品汽车5月份有所回升，但石油消费仍大幅回落。疫情后居民消费恢复只能缓慢进行，6月份消费增速小幅回正，2季度消费增速预计在-3%~-2%左右，3、4季度消费增速回升至正增长。

4、制造业低迷基建平稳，稳增长力度不足带来投资慢速回升

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速基本恢复正常。基建投资增速仍然较为平稳，基建可能未来只是缓慢回升的状态。制造业仍然低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资2季度仍然负增长。

基建行业投资增速上行幅度不及预期，未来增长速度仍然较为平稳，地方政府受制于债务，央行仍然强调杠杆，基建可能保持平稳增长。基建行业和房地产行业单月投资增速分别为6.64%和8.08%。基建投资增速未来同样取决于资金到位速度，2季度会逐步好转，但是速度可能不及预期。2019年我国基建共实现15万亿投资，如果2020年我国可实现约16万亿投资，基建投资增速预计在6%左右。

房地产投资继续回升，先行指标均有回暖，市场利率下行对房地产投资有利，但政策方面仍然不够友好。房地产投资单月已经回到8%左右的，下半年可能平稳。房地产投资处于缓慢回升的状态，但是我们认为3季度开始房地产增速可能稳定，房地产如果没有政策放松，未来投资增速有限，预计2020年房地产投资增速在6%左右。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编号：S0130515030003

研究助理：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

一、经济仍然恢复，但速度有限，需要更多政策支持

受到新冠疫情的冲击，我国1季度经济增速大幅度下滑。4、5月份我国经济仍然笼罩在新冠疫情下，疫情对服务业的冲击仍然较大，全国经济生活并未恢复正常，而可预见这种冲击在6月份不会结束。从4、5月份的经济数据已经看到，经济回暖只能是缓步进行。5月份我国经济数据仍然回暖，但是回升速度有限。

这是因为：（1）经济逐步恢复的过程中，带动了消费增长，但我国仍然没有完全恢复，经济重启慢慢进入尾声；（2）需求的增长仍然较为疲弱，居民对非必需品消费偏谨慎，经济不会很快反弹；（3）我国对疫情的经济支持较弱，也使得经济的回升速度有限。

可以看到5月份消费回升缓步进行，固定资产投资较为疲软，6月份社会消费品增速可能小幅回正，但固定资产投资增速回正较为困难。同时2季度海外疫情影响下，我国出口压力仍然很大。2季度我国经济增速会比1季度回升，但仍然负增长，2季度GDP增速预计在-2%左右。

从生产端来看，5月份生产恢复，这是复工后生产的反弹，但是5月份生产上行幅度低于预期。未来生产仍然有隐忧，4、5月份海外订单大幅下行影响未来的生产，同时前期工业企业产成品库存的累积也使得企业需要更多的时间去库存，未来生产受阻于海外订单下滑和高库存。

从需求端来看，5月份表现并不理想。社会消费是受到疫情冲击较大的行业，5月份来看恢复速度较为平稳，居民的消费结构仍然是以必需品为主，食品、医药和通讯设备显示了较强的韧性，非必需品消费也有所回升，但主要是前期压制下的反弹。主要消费品汽车消费虽然有小部分回升，可能受益于国家汽车消费减税政策，但持续向好的动力有限，原油处于低位，消费不振。

固定资产投资缓步恢复，制造业投资持续疲软，基建投资速度有限，房地产投资表现平稳。制造业受到需求疲软的影响，可能持续负增长。基础设施建设持续低于预期显示地方政府投资启动较难，央行资金投放仍然相对谨慎。房地产较为稳健，增速持续回升，5月份单月投资基本恢复正常，但房地产政策仍然不够友好，棚户区改造减少后房地产投资增速上行有困难。

二、经济复苏带动生产回升，未来面临订单和库存冲击

生产继续向好，经济逐步复苏带来生产的回升。5月份表现较好的行业是专用设备、汽车、计算机、通讯和其他电子设备行业，这是订单释放的影响，也与出口相关。5月份我国已经面临海外疫情的冲击，出口行业订单处于低位，会直接影响未来出口相关企业的生产，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大。同时前期企业产成品库存的快速上行，未来企业去库存也需要时间。预计2季度工业生产持续好转，但速度有限，预计工业生产在4.5%左右。

5月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速比上月上行0.5个百分点，幅度低于市场预期和往年平均水平。1-5月份，全国规模以上工业增加值同比下降2.8%，降幅比1-4月份收窄2.1个百

分点。我们认为：(1) 复工复产稳步推进，经济生活逐步恢复，带来了工业生产的上行；(2) 去年5月份基数稍低相关，今年同比增速上行。

从三大产业来看，采矿业增加值增长1.1%，制造业增长5.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.6%。5月份，装备制造业和高技术制造业增加值分别增长9.5%和8.9%，快于规模以上工业5.1和4.5个百分点。

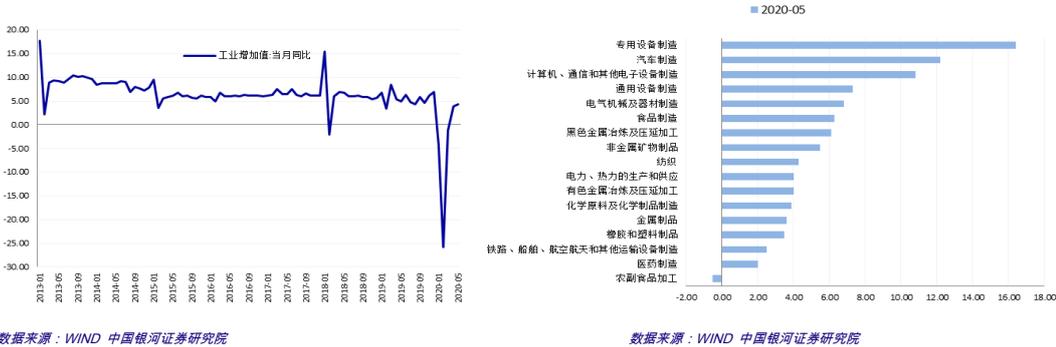
5月份工业生产同比上行，发电量增速也明显上升至4.3%：(1) 工业生产滞后于订单，未来生产增速缓慢。5月份PMI数据显示新增订单小幅回升至50.9%，出口订单上升至35.3%，预计未来工业生产将保持低速回升；(2) 工业生产上行的同时，高位的工业产成品库存有所回落，需求逐步恢复，企业库存仍然需要时间消化。1-5月份工业企业产成品库存累计增速为10.6%，5月单月同比增速为-4.3%，自去年12月起首次出现库存负增长，显示我国销售回暖。

5月份单月来看，出口相关产业的生产回升仍然靠前：(1) 专用设备制造业生产增速16.4%，与积压订单较多有关；(2) 汽车制造业增长12.2%，较上月大幅回升6.4个百分点；(3) 计算机、通信和其他电子设备生产增速10.8%，行业景气度仍然较高，但韩国、日本出口持续低迷，未来可能有所回调。从产品产量看，挖掘、铲土运输机械、微型计算机设备、光缆、汽车和工业机器人产量同比分别增长62.1%、22.3%、20.8%、19.0%、16.9%。

工业生产持续恢复仍然面临考验，库存的消化以及出口订单低位可能使得工业生产回升速度减弱。2季度工业生产可能保持正增长，但增长速度有限，我们预计增长速度在4.5%左右。

图 1：工业增加值同比回升 (%)

图 2：5 月份制造业各行增长幅度 (%)

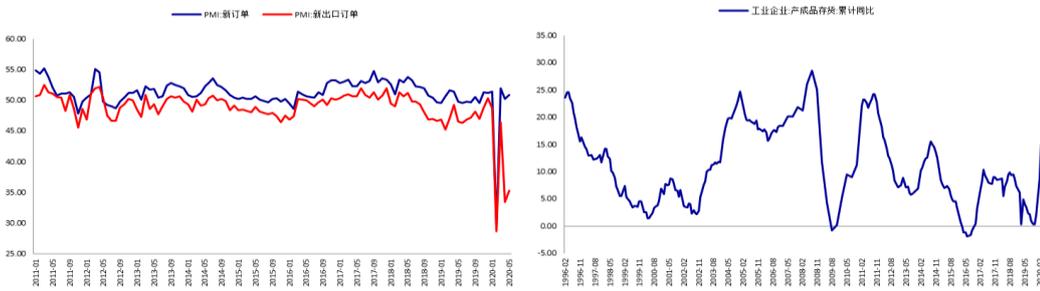


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：新出口订单仍在低位（%）

图 4：工业产成品库存稍有回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	2020-04	2019年	2018年	2017年	2016年
计算机、通信和其他电子设备制造业	3.70	9.30	13.10	13.80	10.00
黑色金属冶炼及压延加工业	2.80	9.90	7.00	0.30	-1.70
专用设备制造业	1.00	6.90	10.90	11.80	6.70
医药制造业	0.90	6.60	9.70	12.40	10.80
有色金属冶炼及压延加工业	0.50	9.20	7.80	1.50	6.20
煤炭开采与洗选	0.00	5.50	2.20	-2.10	-1.50
食品制造业	-1.00	5.30	6.70	9.10	8.80
化学原料及化学制品制造	-2.10	4.70	3.60	3.80	7.70
电力、热力的生产和供应	-2.30	6.50	9.60	7.80	4.80
电气机械及器材制造	-2.80	10.70	7.30	10.60	8.50
非金属矿物制品	-4.10	8.90	4.60	3.70	6.50
金属制品业	-4.70	5.80	3.80	6.60	8.20
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制	-4.80	7.40	5.30	6.20	3.20
通用设备制造	-4.90	4.30	7.20	10.50	5.90
农副食品加工业	-5.50	1.90	5.90	6.80	6.10
橡胶和塑料制品	-6.20	4.80	3.20	6.30	7.60
纺织业	-6.70	1.30	1.00	4.00	5.50
汽车制造业	-7.90	1.80	4.90	12.20	15.50

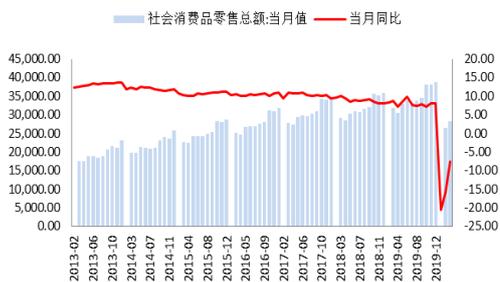
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三、消费缓慢恢复，下月可能回正

2 季度消费增速仍然受疫情影响，居民消费模式仍然集中于必需品消费，对非必需品消费较为谨慎。同时新冠疫情下收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然下滑，食品、药品和通讯器材消费上行。第一大消费品汽车 5 月份有所回升，但石油消费仍大幅回落。疫情后居民消费恢复只能缓慢进行，6 月份消费增速小幅回正，2 季度消费增速预计在-3%~-2%左右，3、4 季度消费增速回升至正增长。

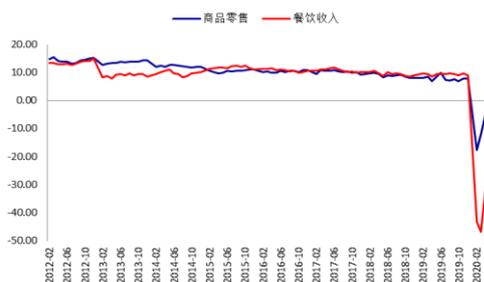
2020 年 1-5 月份，社会消费品零售总额 138,730 亿元，同比下滑 13.5%。5 月份社会消费总额 31,973 亿元，同比下降 2.8%，比 1-4 月份下滑收窄 4.7 个百分点。从实际消费来看，5 月 RPI 同比从 1.7%下行至 0.9%，物价继续回落，实际消费增速-3.7%，降幅比上个月收窄了 5.4 个百分点。5 月份我国仍然处于新冠疫情阴影中，服务业恢复缓慢，餐饮业消费有所恢复，商品零售继续上行，但是仍然处于负增长。2 季度我国仍然难以恢复正常的经济生活，尤其是餐饮、娱乐、旅游、交通、住宿酒店恢复仍然需要时间，疫情后重建消费信心也是需要较多的时间。另外一个方面，疫情导致居民收入锐减，1 季度我国居民可支配收入只有 0.8%，实际可支配收入为-3.9%，即使消费限制放开，居民收入下滑也制约了消费增速的上行。预计 2 季度我国社会消费零售恢复仍然较为缓慢，社会消费品零售总额预计-2%~-3%左右。

图 5：全社会消费额和消费增速变化（亿元，%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 6：餐饮收入回升（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

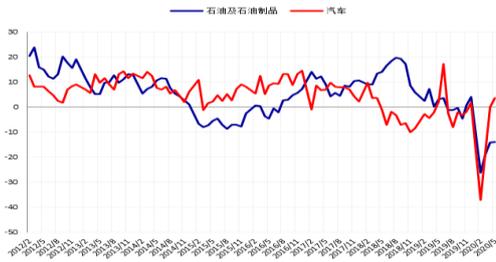
5 月份，生产基本恢复，疫情管制有所放松，但服务业仍然较为低迷，居民消费出现了回升，但持续度仍需要观察：（1）居民居家消费模式稍有缓解，食品消费增速 11.4%，仍然保持较高水平；（2）通讯器材已经逐渐带有生活必需品的特质，通讯器材消费上行 11.4%，恢复速度较快；（3）居民对非必需品的消费稍有回暖，5 月份服装消费增速-0.6%，金银珠宝消费-3.9%；（4）汽车消费有所回升，得益于居民解封后消费的回升以及国家对汽车消费的支持，但其持续回升动力仍然有限，汽车消费本月增长 3.5%；汽油价格仍在低位，消费增速-14.0%；（5）对房地产相关消费比上月回升，是连续回落后的反弹。

第一大消费品行业汽车消费稍有恢复，汽车消费在我国已经度过高速期，汽车企业进入存量博弈阶段。2019 汽车消费经过近 1 年半的低迷，库存去化速度较快，2020 年疫情下汽车消费继续萎靡。国家对汽车消费支持可小幅刺激汽车消费，但汽车消费持续增长较为困难。

1-5 月份我国受到新冠疫情的影响，居民消费结构性变化明显，食品、药品、通讯器材等生活必需品消费正增长，日用品消费回落，其他产品消费增速大幅下行。疫情短时间结束的可能性较小，预计此种消费模式至少持续至 2 季度。

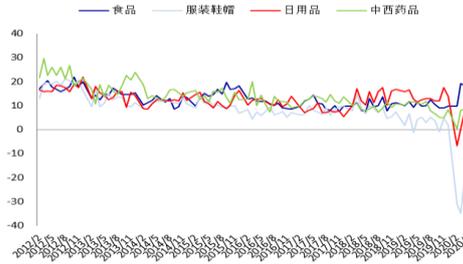
2020 年开年新冠疫情全面影响我国经济，1 季度疫情对消费的直接冲击已经显现，2 季度冲击仍然延续，收入下降会降低居民消费意愿，疫情蔓延使得旅游出行和外出餐饮都会较为谨慎，消费未来只能缓慢恢复。我们预计 2 季度消费增速在-2%~-3%左右，3、4 季度疫情好转后消费增速会恢复至 5%左右。

图 7：汽车消费有所回升（%）



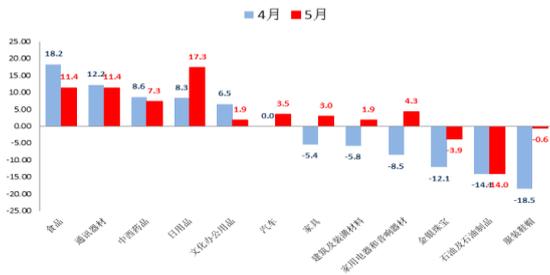
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 8：食品药品消费基本平稳（%）



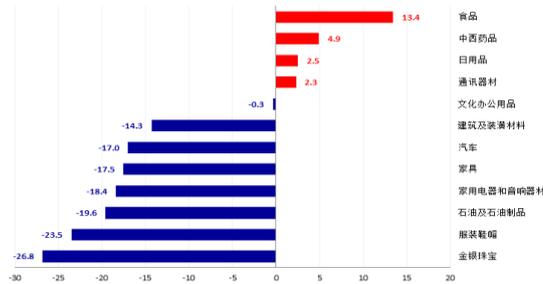
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 9：4 月份各行业消费增速（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 10：1-5 月份各行业累计消费增速（%）



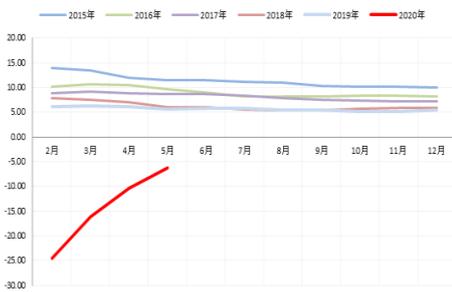
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

四、制造业低迷基建平稳，稳增长力度不足带来投资慢速回升

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速基本恢复正常。基建投资增速仍然较为平稳，基建可能未来只是缓慢回升的状态。制造业仍然低迷，内外需同时下行对制造业带来较大的影响，制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，这种缓慢发力的状态可能使得固定资产投资 2 季度仍然负增长。

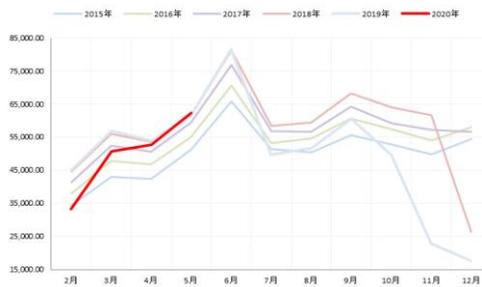
2020年1~5月份，固定资产投资增速-6.3%，比1~4月份下降收窄4.0个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。5月份固定资产投资额62,370亿元，投资额比去年稍有上升，制造业持续疲软，基建投资缓步回升，房地产投资保持稳健。

图 11：固定资产投资增速上行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：投资额上行（亿）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

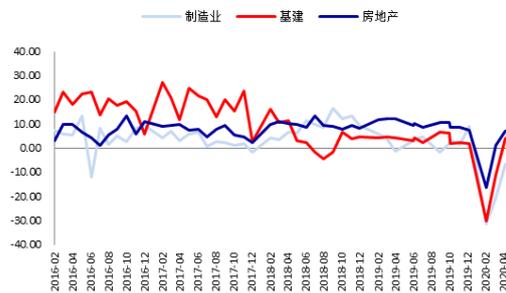
三产回升好于二产，制造业反弹较为缓慢。从结构上来看，1~5月份，三产和二产投资同步回升。二产投资增速回升4.2个百分点至-11.8%，其中制造业投资上行4.0个百分点至-14.8%。三产增速回升3.9个百分点至-3.9%，三产表现好于二产，虽然旅游、交通、餐饮、娱乐业较为不景气，但金融业、卫生文教、信息服务也均看涨。

图 13：第三产业增速回升更快（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 14：制造业仍然较弱（%）

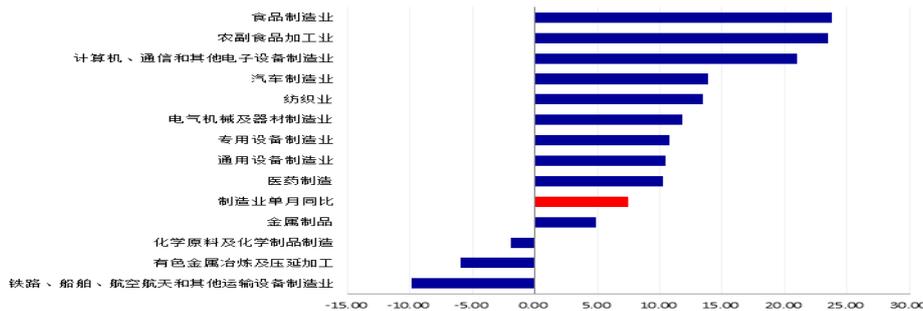


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业单月投资来看，5月份大部分行业制造业投资回到正增长，只有铁路、船舶红空航天、有色金属冶炼和化学原料投资负增长，表现较好的行业是食品加工业、计算机通讯和其他电子设备，

5 月份汽车产业生产开始恢复。但总体来说需求仍然较弱，未来面对外需疲软的时候，制造业需要政策更多的支持。

图 15：制造业投资各行业单月同比（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

三产投资回落速度减弱，基建投资缓步上行，房地产投资继续好转：(1) 基建投资仍然负增长，但各个部分均有所改善，道路投资和水利投资改善最快；(2) 房地产行业增速 5 月份继续回升，新开工面积增速好转，同时土地出让面积回升，房地产投资仍然较为稳健。

基建行业投资增速上行幅度不及预期，未来增长速度仍然较为平稳，地方政府受制于债务，央行仍然强调杠杆，基建可能保持平稳增长。基建行业和房地产行业单月投资增速分别为 6.64% 和 8.08%，分别比上月增加 2.87% 和 1.11%。2020 年地方政府专项债正常发行，5 月 22 日两会召开后我国地方政府专项债、赤字率提高以及特别国债会比去年多出 6 万亿左右的资金，但政府表示这些资金大部分会用于民生。基建投资增速未来同样取决于资金到位速度，2 季度会逐步好转，但是速度可能不及预期。2019

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4344



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>