



修复斜率放缓

——2020 年 5 月经济数据点评

5 月经济延续修复态势，数据较前月全面回暖。其中，规模以上工业增加值当月同比 4.4%（前值 3.9%）；社会消费品零售总额当月同比 -2.8%（前值 -7.5%）；城镇固定资产投资额累计同比 -6.3%（前值 -10.3%），其中基建投资同比 -3.3%（前值 -8.8%），房地产投资同比 -0.3%（前值 -3.3%），制造业投资同比 -14.8%（前值 -18.8%）。

一、生产：需求回暖叠加低基数

5 月规模以上工业增加值同比增速继续提升，主要受到需求回暖和基数走低的影响。5 月工业增加值同比增速略低于市场预期（4.9%），主要是 5 月发电量耗煤量等高频数据显著回暖导致市场对此预期较高，同时也指向 5 月工业品库存或将保持高位。

5 月三大产业增加值同比均有反弹，公用事业反弹最为显著。制造业增加值同比提升 0.2pct 至 5.2%；公用事业增加值较前值提升 3.4pct 至 3.6%；采矿业增加值同比较前值提升 0.8pct 至 1.1%。

5 月工业增加值数据主要有三条线索：汽车修复、基建反弹和防疫物资出口。一是汽车产业链延续修复态势：继 4 月大幅反弹后，5 月汽车制造行业增加值同比增速继续大幅反弹 6.4pct 至 12.2%，对工业增加值起到一定拉动。根据中汽协数据，5 月汽车销量 219.4 万辆，同比增加 14.5%，汽车销售景气度延续。二是基建投资持续反弹：黑色金属、非金属制品行业增加值同比增速连续 2 个月显著反弹，叠加 5 月挖掘机与重卡销量回暖、钢铁与水泥价格上涨，指向基建投资需求增长。三是防疫物资出口支撑纺织等行业生产：5 月我国出口超出市场预期，其中一个因素是海外防疫物资需求较大，这对纺织等行业生产构成一定支撑，使得 5 月纺织业增加值同比增速回升 2.3pct。分行业看，目前公布的数据中，汽车制造、专用设备制造、黑色金属冶炼压延、非金属矿物制品、纺织、电力热力生产等行业同比增速较前值显著提升。

目前来看，工业生产修复的势头正在逐步放缓：3-5 月工业增加值同比增速分别提升 24.8pct、5.0pct、0.5pct，指向生产修复受到了需求不足的制约。



前瞻地看，随着需求逐步回暖，工业生产的活跃态势有望延续，但库存处于高位，将对生产反弹空间造成制约，此外还需关注外需的不确定性。随着宽信用政策持续、金融创新促使货币直达实体部门，未来消费和投资需求有望继续修复，这将对工业生产构成一定支撑。但目前工业企业库存较高，将对生产的反弹空间造成制约。此外，海外经济持续收缩、中美贸易摩擦升级、疫情后期防疫物资需求减弱，将对生产造成一定拖累。

二、投资：基建投资显著放量

1-5 月全国城镇固定资产投资同比增速较前值回升 4.0pct 至 -6.3%，符合市场预期（-6.3%）。从单月投资增速来看，据测算，5 月固定资产投资同比 3.9%（较前值提升 3.2pct）。

（1）房地产：韧性较强

1-5 月房地产投资同比增速较前值提升 3.0pct。从单月投资增速来看，据测算，5 月房地产投资同比增长 8.1%（较前值提升 1.1pct）。

商品房销售继续持续回暖。1-5 月商品房销售面积同比 -12.3%，较前值提升 7.0pct，销售金额同比 -10.6%，较前值提升 8.0pct。

销售回暖叠加融资环境改善，房企资金来源情况继续边际好转。1-5 月开发商资金来源同比 -6.1%，较前值提升 4.3pct。其中主要受到销售回暖的影响，同时还受到融资环境改善的驱动。分结构看，国内贷款、销售回款、自筹资金等来源同比跌幅均有显著收窄。

房企拿地意愿小幅改善。1-5 月土地购置面积同比 -8.1%，跌幅较前值收窄 3.9pct，土地成交价款累计同比 7.1%，较前值提升 0.2pct。

开工和竣工面积同比跌幅收窄，施工面积同比增速稍有下滑。1-5 月新开工面积累计同比 -12.8%，较前值提升 5.6pct，施工面积累计同比增长 2.3%，增速较前值下滑 0.2pct，竣工面积累计同比 -11.3%，较前值提升 3.2pct。

整体来看，5 月房地产投资增速回升幅度符合预期，亦符合我们此前判断：融资环境改善、销售回暖支撑房地产投资韧性，“房住不炒”的主基调制约房地产投资整体回升空间。前瞻地看，下半年房地产投资

增速仍有望保持景气，但难以显著超越去年同期水平。

（2）基建：资金来源支撑项目开工施工

1-5 月基建投资同比增速较前值提升 5.5pct。从单月投资增速来看，据测算，5 月基建投资同比增长 10.9%（较前值提升 6.1pct）。

新老基建项目同时发力。从主要行业看，基建投资增速均有显著反弹，电热燃气水、交运仓储、水利环境三个主要行业累计投资增速较前值分别提升 6.2pct、6.0pct、4.7pct。

5 月基建投资增速大幅回升符合预期。一方面前期审批的项目陆续开始施工，另一方面基建资金来源对项目开展持续提供支撑。5 月以来铁矿石、水泥、螺旋管价格均出现上涨，挖掘机、重卡销量呈现回暖趋势，都是基建项目持续开展的线索。从专项债资金来源看，5 月地方政府专项债继续放量，地方政府新增专项债发行规模 9,956 万亿元，较去年同期显著增长 8,520 亿元。1-5 月，地方政府新增专项债 2.15 万亿元，较去年同期大幅增长 1.28 万亿元。

目前来看，基建项目近乎完全复工，前期拖累基建项目开展的复工因素已经显著缓解。考虑到施工惯性及资金来源受到支持，前期审批的项目将会持续施工，因此基建投资未来大概率将持续反弹。通过专项债额度和财政预算简单测算，全年基建投资增速大概率将实现较大幅度反弹。考虑到四季度天气影响，基建项目施工节奏缓慢。因此预计三季度基建投资将会显著放量，当月投资同比增速将达到全年高点，并拉动固定资产投资增速走高。

（3）制造业：仍需政策呵护

制造业投资同比较前值提升 4.0pct 至 -14.8%，修复依旧缓慢。从单月投资增速来看，据测算，5 月制造业投资同比 -5.3%（较前值收窄 1.4pct），连续 4 个月收缩。

制约制造业修复的逻辑依旧没有显著变化：**（1）企业利润大幅收缩：**1-4 月工业企业利润同比大幅减少 27.4%，同比依旧大幅减少，对企业资本开支构成制约；**（2）库存处于高位：**4 月工业企业产成品库存同比位于 10.6%，依旧处于较高水平；**（3）企业预期不乐观：**疫情冲击下全

球经济衰退，海外经济依旧处于收缩状态，外向型企业预期仍不乐观。

分行业看，大部分行业投资增速均有一定修复，部分行业特征较为显著：防疫物资出口对纺织行业投资拉动较大，投资收缩幅度显著收窄；计算机及通讯行业投资增速较高，受到了电子产品出口韧性与新基建投资拉动；汽车行业投资跌幅加深，指向汽车行业企业预期谨慎。

前瞻地看，制造业投资的修复压力仍在。外部方面，二季度海外市场受疫情影响依旧较大，5 月制造业 PMI 新出口订单延续收缩态势，未来出口仍不乐观。内部来看，疫情冲击下企业预期较悲观，PPI 通缩背景下企业利润增长持续承压，资本开支意愿不足。

三、消费：消费修复仍将缓慢

5 月社会消费品零售总额同比较前值提升 4.7pct 至 -2.8%，弱于市场预期（1.5%）。

5 月社零同比增速较前值反弹，主要受到可选消费回暖拉动。从主要消费品类来看，服装、家电音像、化妆品、日用品、金银珠宝消费金额同比增速均有大幅反弹。食品、文化办公用品、中西药、通讯器材消费金额同比增速出现回落。整体而言，5 月社零依旧呈现前期特征：可选消费同比出现显著反弹，但同比跌幅依旧较大；必选消费修复相对温和，但同比增速相对较高。

5 月社零增速反弹力度有限，符合我们预期：居民收入增速下滑、就业压力加大制约居民消费支出增长。

前瞻地看，社零增速反弹节奏仍将缓慢，6 月社零依旧难以反弹至疫情前水平。如前所述，居民收入同比增速下滑、就业压力持续是制约居民消费增长的主要因素。此外，疫情冲击下居民边际消费倾向改变，消费恢复至疫情前水平仍需时日。

四、结论：三季度经济将回归趋势水平

总体来看，经济的修复节奏有所放缓，供给与需求反弹幅度逐步收窄。供给方面，工业增加值当月同比增速近三个月提升幅度别为 24.8pct、5.0pct、0.5pct；需求方面，固定资产投资当月同比增速近三个月提升

幅度别为 15.1pct、10.1pct、3.2pct，社会消费品零售总额当月同比增速近三个月提升幅度别为 4.7pct、8.3pct、4.7pct。

目前来看，经济仍处于供过于求状态，去库存压力依旧存在。供给方面，工业生产反弹力度较上月放缓、但增速领先于投资与消费。需求方面出现结构分化：基建作为逆周期调节的主要抓手持续放量、房地产投资韧性较强，但制造业投资、社会消费品零售总额增长压力依旧较大。

前瞻地看，在需求分化、供过于求的背景下，经济的修复节奏有所放缓，二季度 **GDP** 增速难以达到疫情前的水平。三季度，在基建投资集中放量、房地产投资保持韧性的支撑下，投资增速将出现全年高点，并驱动经济增长回归到趋势水平。

（评论员：谭卓 步泽晨）

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_4398

