

宏观经济

谨慎乐观（短期）

看好（中长期）

市场数据（2020-6-17）

上证综指涨幅（%）

近一周	-0.68
近一月	2.35
近三月	5.26

股价走势图



数据来源：Wind、国融证券研究与战略发展部

研究员

张志刚

执业证书编号：S0070519050001

电话：010-83991712

邮箱：zhangzg@grzq.com

联系人

李凌云

电话：010-83991532

邮箱：lily@grzq.com

李海宸

电话：010-83991799

邮箱：lihc-yjz@grzq.com

相关报告

《4月国内经济稳步修复，两会召开政策期待验证》20200519

《两会在即，逆周期政策进入兑现期》20200515

《中央会议部署防疫和经济新常态，政策调门再提高》20200430

《财政加码货币宽松配套支持，利率有望走向牛平》20200428

《3月国内经济弱复苏，外需骤降、就业承压下政策转向积极》20200423

5月国内经济继续修复，但复苏有初步放缓迹象

——2020.6.18 宏观研究月报

投资要点

- 国内5月经济数据继续恢复，社融信贷快速扩张引领需求，房地产销售和开发投资都超出预期，基建加速回升，汽车消费也出现明显回补，出口降幅也好于预期；但生产端的扩张上行速度略有放缓，CPI&PPI 通缩压力加大，整体消费复苏仍不及预期，制造业和民间投资仍拖累较多。中期来看，二季度GDP大概率转正，三季度增速有望继续上行；其中汽车、家电等可选消费复苏或继续震荡回升，但线下消费和服务恢复正常仍需耐心；投资端仍然受地产开发和基建引领，有望率先超越正常水平；而出口的不确定性仍大，国外疫情蔓延及政治摩擦或使外需继续承压，订单或影响滞后，仍需观察。总体来看，随着逆周期政策落地和海外复工，国内经济仍有望逐月反弹，但疫情反复，经济离正常化尚有距离，未来就是抗疫与发展同时进行的新常态。短期国内稳就业压力较大，政策将维持宽松，重点放在加大投资力度和刺激消费等扩内需方向上，两会后逆周期政策进入执行期，经济有望继续好转，但多指标斜率初步变平，后续经济修复速度或有所放缓。

1) 工业增加值稳步恢复，但斜率变平，经济逐季好转速度或放慢。5月工业增加值稳步提振，以汽车为代表的制造业仍是主要推手，后续生产端将继续改善。工业增加值正逐步恢复正常，二季度GDP有望正增长，但工业增加值斜率变平表明后续GDP复苏加速度或逐步放缓。

2) 5月需求端环比渐进复苏，投资好于消费，总需求的逐步恢复仍主要依靠内需拉动。5月投资整体好于消费，其中地产投资、基建投资恢复较快，制造业投资、消费恢复相对较慢。后续来看，投资方面，宽信用政策力度加大，社融信贷持续扩张，地产销售加速回补，开发投资整体持续改善可期；财政政策落地，基建有望持续发力拖地经济，但政策力度有限或致基建不及市场预期。

消费方面，线下经营开放和人流恢复，预计必选消费后续稳步修复，可选消费或震荡回升，补贴落地或能部分对冲收入预期下滑的影响，但消费离正常化仍有距离。另外，海外疫情和政治不确定性加剧，外需下行对国内经济的拖累或将逐步兑现。

3) 5 月社融、信贷继续高增长，宽信用趋势确定，下一步货币配套财政发力助力经济修复，后续信贷、社融有望继续多增。宽信用手段逐渐发力，直达实体货币工具或继续推出，企业中长期贷款预计仍将保持较高增长；截止 6 月 17 日，专项债和特别国债共计约 2.39 万亿额度尚未发行，且特别国债视经济修复情况有“加面”可能，政府债券规模或将继续处于高位。总的来说，后续社融和信贷数据有望保持较高增长。

4) 5 月 CPI 同比回落至“2”时代，PPI 环比降幅收窄，整体通缩压力仍大。5 月 CPI 增幅持续下行，目前猪肉供给稳步回升，对 CPI 同比的拉动有望持续回落；油价逐步趋稳，“宽信用+宽财政”政策逐步落地，基建对工业品需求将更进一步。映射到价格端，预计 PPI 将触底回升。

5) 5 月 PMI 继续扩张但幅度放缓，后续或受外需制约。尽管目前海外经济体纷纷开始复工，全球经济仍面临较大下行压力，预计后续主要经济体 PMI 数据恢复正常仍需时日。

6) 中观重点行业中，上中下游需求分化严重。上游行业中，石油价格有所回升，后续或呈现震荡态势；焦煤价格或继续保持稳中有升的态势；主要金属去库总体变缓。中游行业中，挖掘机销量增速小幅上行；水泥价格开始走平；主要钢材去化趋缓；发电耗煤同比数据持续改善，但增速较前几周明显放缓。下游行业中，线下必需消费稳定增长，汽车、手机、家电等可选消费因前期需求释放叠加线上线下促销活动密集，后续有望继续恢复。商品房销售面积全国累计已接近去年同期，单月销售面积同比达 9.6%，按揭贷款同比高增反映地产需求加速回补，后续仍有继续修复的空间；建材等地产链消费或跟随竣工持续修复而渐进复苏。

7) 两会政策落地进入执行期。央行大概率配合财政发力，货币政策难言转向，对实体宽松有望继续维持；财政规模落地进入执行期，力度相对克制，后续仍有加码空间。综合来看，“宽信用+宽财政”逻辑不变，后续进入执行期，政策精准发力全面“保就

业”。

风险提示：1. 国内政策宽松不及预期；2. 海外疫情引发全球经济衰退超预期；3. 中美摩擦升级致贸易冲击超预期。

目 录

1. 5月工业生产稳步恢复，但斜率变平，近期经济复苏速度或有放缓.....	7
2. 5月经济总需求环比渐进修复，投资好于消费.....	8
2.1 5月固定资产投资增速持续恢复，基建降幅明显收窄.....	8
2.2 5月消费稳步修复，汽车仍是最主要拉动因素.....	10
2.3 5月出口累计同比增速继续修复，但外需压力仍在.....	12
3. 社融数据略超预期，阶段性宽信用趋势确定.....	14
4. 食品价格回落明显，CPI 同比继续下行，PPI 环比降幅收窄，整体通缩压力仍大.....	17
5. 5月 PMI 继续扩张但幅度放缓，生产端持续恢复，外需和就业压力仍较大.....	20
6. 行业：上游价格回暖，中游水泥淡季挖机高增，下游地产汽车正增长，线下服务加速复苏.....	22
7. 央行从宽货币到宽信用，财政政策进入执行期.....	26

插图目录

图 1 5 月工业增加值持续修复，但上行斜率略有放缓.....	7
图 2 制造业是拉动工业增加值持续修复的主要力量.....	7
图 3 5 月固定资产投资持续转暖，三大投资增速均有所回升（%）.....	8
图 4 5 月份商品房销售面积同比增速由负转正（%）.....	9
图 5 5 月地产资金来源同比转正（%）.....	9
图 6 6 月以来专项债发行进度开始放缓.....	9
图 7 目前城投债发行开始放缓.....	9
图 8 5 月社零同比降幅持续收窄.....	11
图 9 5 月消费结构分化明显，必选消费加速复苏.....	11
图 10 5 月汽车消费回升明显.....	11
图 11 截至 6 月 14 日汽车销售高频数据继续修复但高位波动.....	11
图 12 5 月餐饮业有所修复，但仍在 0 轴下方.....	12
图 13 复工带动社交需求提升，珠宝和化妆品消费回升明显.....	12
图 14 5 月出口数据波动，但大超预期，进口继续下滑.....	13
图 15 1-5 月份出口累计同比降幅缩窄，进口累计持续下滑.....	13
图 16 前 4 个月，对美进出口累计同比均呈下降趋势.....	13
图 17 1-5 月份对日、韩、欧、东盟出口边际好转.....	13
图 18 5 月份 PMI 新出口订单依然低于 50，表明外需疲弱.....	14
图 19 5 月份韩国进出口仍表现为下降趋势.....	14
图 20 5 月社融增速略超预期，宽信用趋势明显.....	14
图 21 M2-M1 剪刀差下降反映现阶段企业投资意愿有所修复.....	15
图 22 5 月社融同比多增主要靠政府债券和信贷（亿元）.....	16
图 23 5 月贷款同比新增主要由企业中长期贷款贡献.....	16
图 24 5 月 CPI 增速持续下行，PPI 降幅加剧（%）.....	18
图 25 5 月份食品项增速持续下滑带动 CPI 增速放缓（%）.....	18
图 26 猪肉价格同比增速近期有所波动（%）.....	18
图 27 5 月 PPI 同比降幅虽有所扩大，但环比已有所回升.....	19
图 28 国际油价近期有所反弹，6 月 PPI 或开启回升通道.....	19
图 29 5 月份，制造业和非制造业 PMI 均位于荣枯线上方.....	20
图 30 PMI 大类中原材料库存继续下滑，就业压力加大.....	20
图 31 新订单指数拉低了生产端扩张速度.....	21
图 32 5 月从业人员再度进入荣枯线下方，就业压力加大.....	21
图 33 5 月非制造业 PMI 持续回升，其中建筑业 PMI 明显发力扩.....	21
图 34 5 月欧洲 PMI 有所好转，但仍处于荣枯线下方.....	22
图 35 油价后期多方博弈中或继续震荡.....	23
图 36 5 月以来，主要煤种价格稳中有升.....	23
图 37 主要铝制品库存呈下降趋势，但斜率放缓（万吨）.....	23
图 38 锌铜 6 月以来去化速率变慢.....	23
图 39 6 月以来 6 大发电集团日均耗煤量同比增速放缓（%）.....	24
图 40 6 月进入淡季后，水泥价格开始趋降（%）.....	24
图 41 6 月以来主要钢材品种去化有放缓趋势（万吨）.....	24
图 42 挖掘机销售同比继续高增长.....	24

图 43 汽车销量转正，手机出货量有所波动	25
图 44 以北京为例，出游人数逐渐增多	25
图 45 主要航司客运量同比持续回升	25
图 46 5 月当月地产销售回升明显	26
图 47 按揭贷款增长明显，后续地产销售金额或继续改善	26
图 48 建材销售情况或跟随地产竣工情况持续改善	26

1. 5月工业生产稳步恢复，但斜率变平，近期经济复苏速度或有放缓

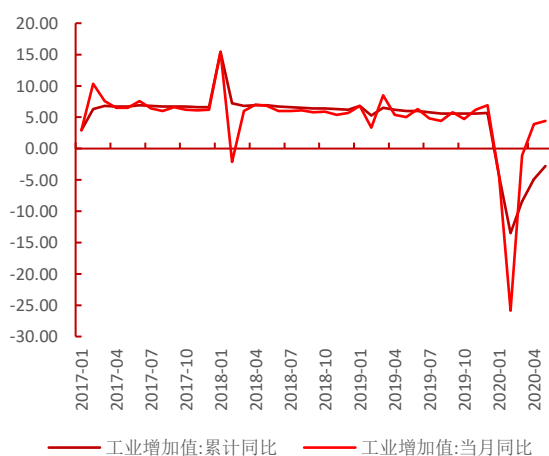
5月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较4月份回升0.5个百分点。从环比看，5月份，规模以上工业增加值比上月增长1.53%，较前值回落0.67pct。1—5月份，规模以上工业增加值同比下降2.8%。

三大门类5月均实现正增长。采矿业增加值同比增长1.1%，增速比上月提高0.8pct；制造业增长5.2%，增速比上月提高0.2pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.6%，增速比上月提高3.4pct。

5月全国基本完全复工复产后，各行业分化严重。细分行业上看，对工业增加值贡献最大的是制造业，增长5.2%，其中5月汽车制造业增加值同比增长12.2%，前值为5.8%，提振较为明显。各地目前已陆续出台了针对汽车的减税、补贴等政策，预计后续汽车消费及投资数据或将改善。同时由于5月工业生产持续加快，基建加码对电热水气的需求不断提高，因此电热水气生产较4月有明显修复。另外，从生产产品上来看，5月基建设备生产速度大幅加快，建筑工程用机械产量同比增长38.4%，增速较上月加快17.5pct，其中挖掘机增长82.3%，较上月加快32.8pct。这显现出未来一段时间逆周期政策仍将继续发力，并进一步推动工业生产上升。

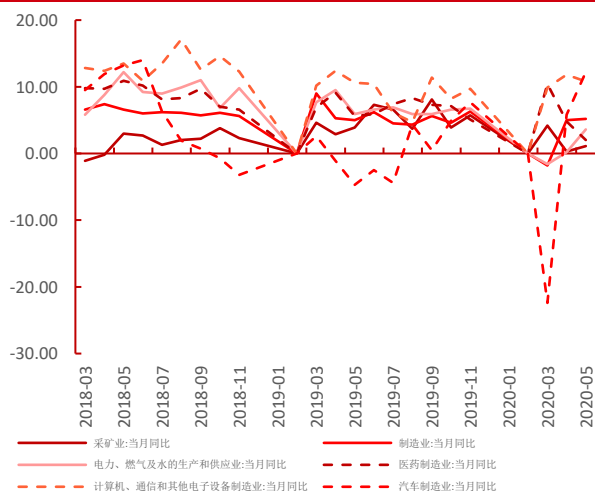
综合来看，后续生产端将持续改善，工业增加值预计将稳步恢复正常，二季度GDP有望转正。不过也要注意，工业增加值斜率变平表明近期经济复苏加速度或逐步放缓。

图1 5月工业增加值持续修复，但上行斜率略有放缓



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图2 制造业是拉动工业增加值持续修复的主要力量



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2. 5 月经济总需求环比渐进修复，投资好于消费

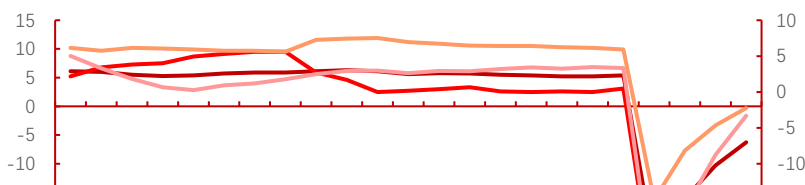
5 月投资整体好于消费，其中地产投资、基建投资恢复较快，制造业投资、消费恢复相对较慢。后续来看，投资方面，宽信用政策力度加大，社融信贷持续扩张，地产销售加速回补，开发投资整体持续改善可期；财政政策落地，基建有望持续发力拖地经济，但政策力度有限或致基建不及市场预期。消费方面，线下经营开放和人流恢复，预计必选消费后续稳步修复，可选消费或震荡回升，补贴落地或能部分对冲收入预期下滑的影响，但消费离正常化仍有距离。另外，海外疫情和政治不确定性加剧，外需下行对国内出口的拖累或将逐步兑现。

2.1 5 月固定资产投资增速持续恢复，基建降幅明显收窄

5 月固定资产投资中，地产开发投资累计已接近正增长，基建恢复加快，制造业投资尽管也在恢复，但仍是当前主要拖累。

1-5 月固定资产投资同比增长-6.3%，前值-10.30%；5 月单月固定资产投资同比增长 3.86%，较上月提高 3.03pct，投资整体处于持续恢复阶段。其中，房地产投资累计同比下降-0.3%，较前值收窄 3.0pct，在销售大幅上升的支撑下即将转正。基建投资累计同比下降 6.3%，较前值收窄 5.5pct，在逆周期政策落地支持下有望持续发力。制造业投资累计同比下降 14.8%，较前值收窄 4.0pct，制造业投资整体压力仍较大，不过高技术表现亮眼。

图 3 5 月固定资产投资持续转暖，三大投资增速均有所回升（%）



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_4419

