

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

供给边际放缓 需求修复较慢

—5月宏观经济数据点评

2020年6月15日

分析师:

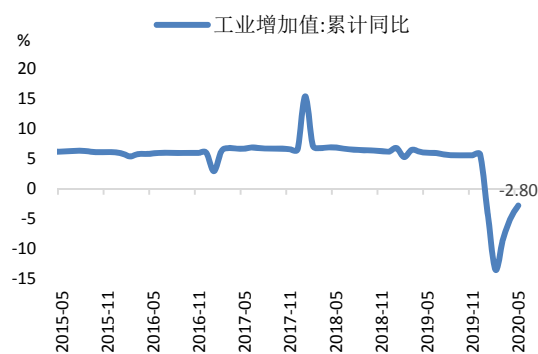
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

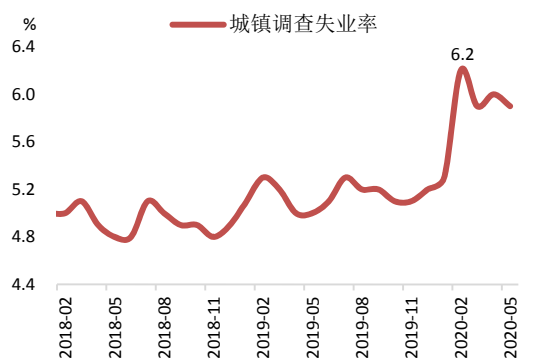
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

VAI



失业率



相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020年国内宏观经济展望》
2. 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2月经济数据点评》
3. 《供给好于需求 内需仍需提振—3月及一季度宏观经济数据点评》
4. 《政策效果显现, 经济修复上行—4月宏观经济数据点评》

内容提要:

5月工业增加值同比增长4.4%, 预期增长4.9%, 前值增长3.9%; 1-5月固定资产投资累计同比下滑6.3%, 预期下滑6.3%, 前值下滑10.3%; 5月社会消费品零售总额同比下滑2.8%, 预期下滑1.5%, 前值下滑7.5%。

供给仍在改善但幅度边际放缓。复工复产深入推进有利于工业生产保持稳定但供需强弱的情况难以较长时间存在。未来有几个方面值得关注: 一是行业和产品回升力度有所减弱, 二是消费品行业增速由增转降, 三是出口订单不足, 工业出口交货值由增转降。

固定资产投资增速回升。其中, 含电力的基建投资降幅收窄5.5个百分点, 制造业投资收窄4.0个百分点, 房地产收窄3.0个百分点。从5月当月看, 基建投资与地产投资持续上行, 地产销售、新开工全面转正, 成为固定资产投资中的亮点, 制造业投资有所恢复但动力仍显不足。

消费增速恢复较慢, 未来只有弥补性修复而不会有报复性反弹。一方面和餐饮(占比9%左右且下滑幅度较大)、娱乐等行业仍然受到严控疫情措施的影响有关, 短期来看大面积的放松还难以看到; 另一方面则和失业率上升、居民收入增速放缓、谨慎预期上升有较大关系。

在基建与地产投资的推动下, 经济处于持续恢复的通道之中, 2季度GDP转正是大概率事件。虽然基建与地产投资较好增势仍然可以维持一段时间, 好于市场预期的净出口对GDP的支撑作用也有所加强, 但工业生产持续好于需求的情况难以维持较长时间, 未来关注的焦点也将从前期的供给端(复工复产)转向需求端。如果说, 前期政策主要是应对企业流动性与经营问题进行救急式纾困, 未来有望在稳定就业市场、增加居民收入以及提高消费者信心方面出台更多政策。

风险提示: 央行超预期调控, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 国际经济形势急剧恶化, 海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 6 月 15 日公布的数据显示，5 月工业增加值同比增长 4.4%，预期增长 4.9%，前值增长 3.9%；1-5 月固定资产投资累计同比下滑 6.3%，预期下滑 6.3%，前值下滑 10.3%；5 月社会消费品零售总额同比下滑 2.8%，预期下滑 1.5%，前值下滑 7.5%。

点评：5 月经济数据总体低于市场预期，供给边际放缓，需求修复较慢，供好于求的现象仍然存在。其中，亮点在于基建投资与地产投资继续改善，对投资乃至 GDP 的支撑作用进一步增强，制造业投资缓慢修复，上述状态或仍将维持一段时间。对 2 季度经济而言，转正的确性较高，4-5 月净出口对 GDP 的拉动作用好于预期，但工业生产端阶段性放缓，或影响整体增速。下半年还要看基建投资与地产投资的持续性，同时 GDP 平减指数降幅是否可控或对生产与投资尤其是制造业投资产生较大影响。

1、供给同比继续上行但增速边际放缓

供给仍在改善但幅度边际放缓。复工复产深入推进有利于工业生产保持稳定，截至 5 月 27 日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，较 4 月下旬上升 6.6 个百分点。春节后供给好于需求已经持续一段时间，工业增加值 3 月环比大增并自 4 月起同比增速持续为正，而 1-5 月的社零同比数据均处于负增长。虽然 3-5 月制造业 PMI 新订单连续保持在 50% 之上，但生产与订单差值却处于近 8 年以来的最高水平。供强需弱的情况难以较长时间存在，今年 3-4 月生产恢复相对较快，库存在前期被动走高的情况下继续上升。尽管基建、地产及部分高技术制造业投资增速较快上行，消化了部分工业品库存，但其他多数领域的需求恢复相对较慢，整体库存难以快速回落，因此短期仍以消化库存为主，生产有所放缓。此外，夏季是工业生产淡季，供给亦会出现边际放缓。从环比看，3-5 月工业增加值环比（经季调）增速分别为 30.0%、2.2%、1.5%，逐月回落。从同比看，2019 年 4 月工业增加值同比基数下降为今年 4 月同比上行提供一定支撑。

分行业看，5 月 41 个大类行业中有 30 个（比 4 月增加 2 个）行业增加值保持同比增长。其中，专用设备制造业（增长 16.4%，下同）、汽车制造业（12.2%）、计算机通信和其他电子设备制造业（10.8%）等增幅居前。

从中观高频数据看，5 月六大集团发电周耗煤量同环比较 4 月继续改善，但 6 月前半个月同比增速回落 5.8 个百分点至 1.3%，其中水电发力部分取代火电有一定影响。此外，钢铁社会库存同比仍高出 2019 年同期 30%

以上，未来仍有一定的库存去化压力。

根据统计局的数据，未来有几个方面值得关注：一是行业和产品回升力度有所减弱，41个行业中有25个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较4月有所下滑。二是消费品行业增速由4月的增长0.7%转为下降0.6%，服装、家具、文教工美、皮革制鞋等行业下降在5.0-11.4%之间。三是出口订单不足，工业出口交货值由增转降，同比下降1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降10%以上。4-5月制造业PMI新出口订单指数连续徘徊在35%左右，外需萎缩对供给端仍有不利影响。

2、投资增速继续回升

固定资产投资累计增速回升，基建投资与房地产投资持续上升。1-5月全国固定资产投资（不含农户）同比下降6.3%，降幅比1-4月收窄4.0个百分点。其中，含电力的基建投资降幅（-3.3%）收窄5.5个百分点，制造业（-14.8%）收窄4.0个百分点，房地产（-0.3%）收窄3.0个百分点。从5月当月看，基建投资与地产投资持续上行，成为固定资产投资中的亮点，制造业投资有所恢复但动力仍显不足。

基建投资稳增长效应再现。1-5月含电力和不含电力的基建投资累计同比分别下降4.8%、6.3%，较1-4月分别回升4.0、5.5个百分点；5月当月，含电力和不含电力的基建投资同比分别增长6.0%、8.1%，较4月回升1.2、5.8个百分点。前期政策发力持续推动基建投资改善，人民币新增贷款投放较快，专项债扩容并加速发行，加之地方储备一定项目，基建投资上行趋势不改，预计升至10%之上问题不大。

房地产投资继续上行，销售、新开工全面转正。5月当月房地产投资同比增长8.1%，较4月上升1.1个百分点；1-5月同比下降0.3%，较1-4月收窄3个百分点。1-5月在建面积同比增长2.8%，近4个月数据均变化不大；1-5月新开工面积同比下滑12.8（1-4月为-18.4%），但5月新开工面积增速转正至2.5%，为年内首次。销售方面亦持续回暖，5月销售面积、销售金额同比分别增长9.7%、14.0%，一方面环比继续改善，另一方面是因为2019年5月基数较低。此外，3-5月土地市场的热度尚可，土地溢价率虽然不及2019年同期，但仍保持了一定热度。不过值得注意的是，在经历3-5月的修复上涨后，前期成交的积压订单得到较大幅度的释放，6月前半个月的30个大中城市成交面积改善程度较之前大幅放缓，后期销售走势对未来开工与投资均会产生影响。综合而言，维持此前观点，全年房地产投资恢复至4%甚至更高是有可能的，从这个角度看，

“房住不炒”、不对房地产领域大放水是有现实基础条件的。

制造业投资改善但仍然偏弱。1-5月制造业投资同比跌幅较前值收窄4.0个百分点至-14.8%；5月当月较前值加速收窄3.7个百分点至-3.0%。其中，1-5月高技术产业投资同比增长1.9%（1-4月为-3.0%，下同），高技术制造业投资同比增长2.7%（-3.6%），高技术服务业投资同比增长0.5%（-1.7%）。从目前的情况看，制造业投资复苏较为滞后，订单尤其是出口订单减少、PPI通缩导致部分企业再投资意愿不足，仅以维持现有生产为主，这也与复工3个月后的5月底仅有67.4%的企业达到正常生产水平八成以上是一致的。

3、消费增速恢复较慢

5月社会消费品零售总额同比名义下降2.8%（扣除价格因素实际下降3.7%）。其中，除汽车以外的消费品零售额下降3.5%。

分类来看，必选消费增长较快，粮油、食品、饮料、日用品及通讯器材等同比增速均超过10%；可选消费缓慢复苏，汽车、地产相关商品销售低位增长。

消费恢复较慢，未来只有弥补性修复而不会有报复性反弹。从环比看，今年3、4、5月分别增长0.66%、0.77%、0.79%，与2019年同期相比并没有太大差别，但1月却是大幅下行10.1%，从这个角度看甚至是弥补性消费的动力也不强。消费恢复慢，一方面和餐饮（占比9%左右且下滑幅度较大）、娱乐等行业仍然受到严控疫情措施的影响有关，短期来看大面积的放松还难以看到；另一方面则和失业率上升、居民收入增速放缓、谨慎预期上升（边际消费倾向下降）有较大关系。

综上，在基建与地产投资的推动下，经济处于持续恢复的通道之中，2季度GDP转正是大概率事件。虽然基建与地产投资较好增势仍然可以维持一段时间，好于市场预期的净出口对GDP的支撑作用也有所加强，但工

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_4420

