



Research and
Development Center

生产弱于预期显示需求分化 Q2 增速 3%存在较大难度

——5 月经济数据点评

2020 年 6 月 16 日

李一爽 分析师

证券研究报告

固定收益

点评报告

李一爽 分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

生产弱于预期显示需求分化 Q2 增速 3%存在较大难度

2020 年 6 月 16 日

本期内容提要

- **事件:** 根据国家统计局公布的最新数据, 中国 5 月规模以上工业增加值同比增 4.4%, 预期增 4.9%, 前值增 3.9%。5 月社会消费品零售总额同比降 2.8%, 预期降 1.5%, 前值降 7.5%。1-5 月固定资产投资(不含农户)同比降 6.3%, 预期降 6.3%, 1-4 月降 10.3%。1-5 月房地产开发投资同比降 0.3%, 前值降 3.3%。1-5 月全国城镇新增就业 460 万人, 同比少增 137 万人, 5 月份, 全国城镇调查失业率为 5.9%, 比 4 月份下降 0.1 个百分点。对此我们进行点评分析。
- **点评:**
- 生产方面, 5 月工业增速弱于预期, 尽管建筑链条的行业维持高增长, 但高频监测外行业多数增速回落, 这也是工业改善幅度弱于电力增速的重要原因, 显示整体需求不足仍然限制了生产的普遍恢复, 而且 5 月下半月以来发电量弱于上半月, 也显示随着赶工需求回落, 生产活动出现了进一步的放缓。
- 投资方面, 地产投资当月增速升至 8%, 基建投资当月增速超过 10%, 支撑了投资增速的恢复。但制造业投资增速仍然相对低迷, 维持负增长。具体行业看, 电力投资推动公用事业投资增速回升, 这或许是推升铜价的重要原因。在制造业行业分类中, 只有医药、电子行业维持正增长, 这可能也是未来中国经济发展的方向。
- 消费增速的修复速度仍然较慢。商品零售仍然负增长, 限额以上零售增速转正, 主要非耐用品消费的增速多数仍要好于耐用消费品, 但地产后周期的家电、家具、建材销售均出现了显著改善。
- 开发商加速推盘地产销售增速大幅改善, 新开工增速回升速度放缓, 显示地产市场已进入去库存周期。疫情影响减弱, 竣工增速大幅提升, 这也拖累施工增速减弱。土地仍对地产投资起到支撑作用, 但土地成交价格的滞涨。
- 5 月城镇调查失业率从 4 月的 6% 降至 5.9%, 这可能主要由于服务业生产恢复的带动。城镇新增就业人数累计值达到 460 万人, 实现目标应该不成问题。考虑 4、5 月的工业增加值与服务业生产指数, 我们预计二季度 GDP 中性预期在 2.5% 左右, 实现 3% 的增速仍然面临较大难度。
- 总体来看, 尽管高频数据恢复较快, 但统计局公布的经济数据却仍然弱于预期, 这主要还是由于前期积压的订单逐步减少, 尽管建筑链条仍然保持了较高的景气度, 但是消费与制造业投资的内生动能相对较弱, 出口仍然面临下行压力, 高频监测以外的行业仍然面临着普遍的需求不足的局面, 这可能使我国经济复苏的过程更早面临天花板效应。随因此, 我们认为经济未来仍将呈现出非对称 W 型的运行态势。

目 录

一、工业增速弱于预期 高频监测外行业多数增速回落 5月下半月下行压力更大	2
二、地产基建推动投资增速回升 医药电子在制造业投资中唯二正增长	3
三、消费增速修复仍然较慢 地产后周期消费增速回升	5
四、地产销售大幅回升，新开工回升速度有所放缓	6
五、服务业生产恢复推动失业率回落	7
六、二季度 GDP 增速中性预期 2.5% 回到 3%存在较大难度	7
风险因素	8

表 目 录

表 1：工业增加值分行业增速比较（%）	3
表 2：固定资产投资分行业增速比较（%）	5
表 3：消费分项增速比较（%）	6

图 目 录

图 1：制造业增速恢复的速度弱于采矿业与公用事业	2
图 2：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量	2
图 3：主要工业产品产量同比增速比较	3
图 4：5月出口交货值继续回落	3
图 5：地产基建带动投资增速回升	4
图 6：其他费用快速回升	4
图 7：社零整体速度仍然较慢	6
图 8：地产后周期产业链消费增速回升	6
图 9：地产数据继续改善	7
图 10：销售当月增速大幅回升，新开工回升力度偏弱	7

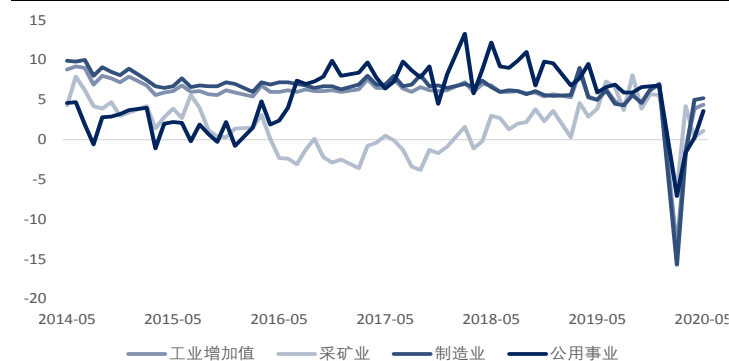
一、工业增速弱于预期 高频监测外行业多数增速回落 5 月下半月下行压力更大

5 月工业增加值同比从上月的 3.9% 回升至 4.4%，弱于市场预期的 4.9%。市场之所以对工业增加值的预期较高，主要也是月中披露的发电数据相对较高。国家电网公布的用电量数据看，尽管第三产业的恢复速度较快，但由于其占比较低，增速同比仍低于工业，因此发电量的变化主仍有工业驱动。此前，新华社报道 5 月前 15 天发电量同比增长 5.6%；发展改革委披露 5 月份前 20 天发电量同比增长 5.2%；但统计局公布的 5 月全月发电量增速却仅为 4.3%，这说明 5 月下旬工业动能似乎出现了一定的回落。但即便如此，工业增加值的增幅似乎也很难与发电量增速匹配，我们可以从行业数据中找到一些线索。

从行业上看，采矿业与公用事业的增速均较上月显著回升，而制造业增速仅由上月的 5% 上升至 5.2%，升幅相对工业更弱。相比于 4 月多数制造业行业增速有所回升，5 月仅有汽车、专用设备制造以及纺织这三个行业增速相对 4 月升幅超过了 2%，前两者可与重卡、工程机械销售的大幅回升对应。此外，中间品的非金属材料、黑色金属、化工这三个高耗能行业产出增速也出现了回升，这似乎与建筑链条需求的恢复有关，这也能部分解释发电量增速比工业增速改善的更快。以上行业多数都是可以观察到高频数据的行业。但除了这几个行业之外，其他主要行业的增速反而都较 4 月出现了一定程度的下滑，这些没有高频数据行业的回落也是市场高估工业增速的重要原因。这似乎也说明了经济恢复的过程比之前市场预期的要更加困难。尽管生产能力快速恢复，在需求偏弱却制约了这些行业改善的幅度。而我们观察的高能耗行业 5 月下半月增速还有所回升，因此可以猜想，其他行业在前期积压订单逐步完成后，在 5 月下旬增速进一步放缓。

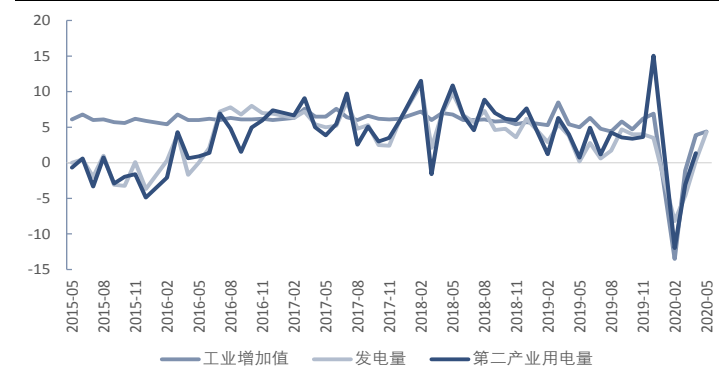
此外，5 月出口交货值增速降至 -1.4%，较上月下滑 2.5%，与出口数据的变动保持一致，略低于人民币计价的出口增速。根据我们之前的研究经验，这将大致拖累工业增加值 0.5%，这也是工业增速不及预期的重要原因，我们估计，未来出口仍将面临更大的下行压力，这也将成为显著工业增速回升的重要因素。

图 1：制造业增速恢复的速度弱于采矿业与公用事业

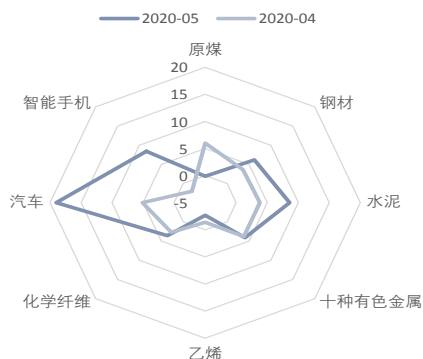


资料来源：万得，信达证券研发中心

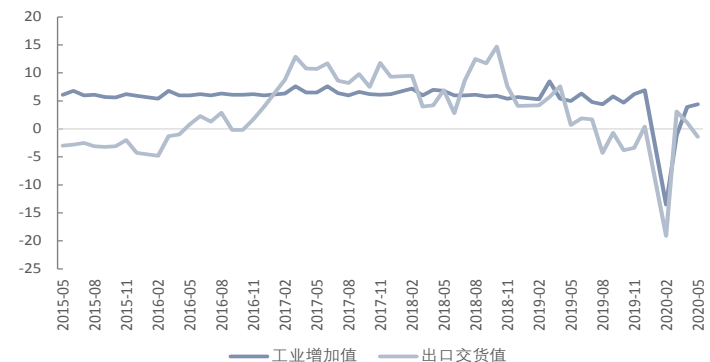
图 2：工业增加值增速的回升幅度弱于发电量



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：主要工业产品产量同比增速比较


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：5月出口交货值继续回落


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：工业增加值分行业增速比较 (%)

		增速变动	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
消费品	农副食品加工业	-3.5	-0.5	3.0	-4.8	-16.0	-0.3	-0.6	-2.7	-1.2	0.0	1.5	2.5	4.4
	食品制造业	-1.2	6.3	7.5	5.7	-18.2	4.6	5.5	3.4	4.2	5.0	7.3	6.7	4.6
	纺织业	2.3	4.3	2.0	-5.5	-27.2	0.2	2.5	-1.3	0.6	0.1	1.2	1.6	0.7
	医药制造业	-2.8	2.0	4.8	10.4	-12.3	5.3	5.1	7.1	7.3	8.3	7.4	5.9	5.6
	汽车制造业	6.4	12.2	5.8	-22.4	-31.8	10.4	7.7	4.9	0.5	4.3	-4.4	-2.5	-4.7
中间品	非金属矿物制品业	1.3	5.5	4.2	-4.5	-21.1	8.4	8.6	4.1	7.0	8.1	8.7	9.5	9.9
	黑色金属冶炼及压延加工业	1.5	6.1	4.6	4.1	-2.0	10.7	10.7	6.3	9.5	10.4	10.0	13.7	11.7
	有色金属冶炼及压延加工业	-2.9	4.0	6.9	2.8	-8.5	5.0	6.4	9.1	7.7	8.5	10.3	12.9	9.4
	化学原料及化学制品制造业	0.7	3.9	3.2	0.7	-12.3	7.7	7.9	3.0	3.3	1.2	3.8	5.4	3.5
资本品	橡胶和塑料制品业	-1.7	3.5	5.2	-5.5	-25.2	3.7	5.7	3.9	5.7	4.5	5.2	4.8	5.1
	金属制品业	-5.3	3.6	8.9	-1.6	-26.9	6.3	6.0	3.1	2.6	0.9	4.2	5.7	6.5
	通用设备制造业	-0.2	7.3	7.5	-5.4	-28.2	4.9	6.2	3.1	3.5	0.0	0.7	2.6	2.5
	专用设备制造业	2.1	16.4	14.3	-2.2	-24.4	6.5	7.0	5.0	7.0	3.3	4.0	5.3	4.9
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-3.2	2.5	5.7	0.5	-28.2	-6.8	0.1	3.0	4.7	7.8	15.7	14.5	8.3
	电气机械及器材制造业	-2.2	6.8	9.0	-0.4	-24.7	12.4	12.6	10.7	12.1	10.0	7.6	11.3	8.8
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.0	10.8	11.8	9.9	-13.8	11.6	9.7	8.2	11.4	4.7	6.1	10.4	10.6

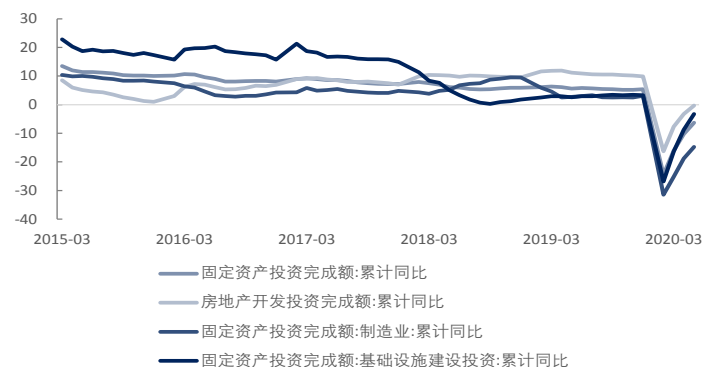
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、地产基建推动投资增速回升 医药电子在制造业投资中唯二正增长

5月固定资产投资增速从-10.3%回升至-6.3%，对应当月增速转正，符合市场预期。其中，房地产投资增速回升至-0.3%，对应当月增速达到8.1%，但整体固定资产投资完成额中其他费用的增速还在继续回升，可以印证地产投资的改善仍包含大量土地贡献。全口径基建投资增速升至-3.3%，也对应当月投资增速达到了10.9%，说明建筑链条需求集中释放，这也印证了5月

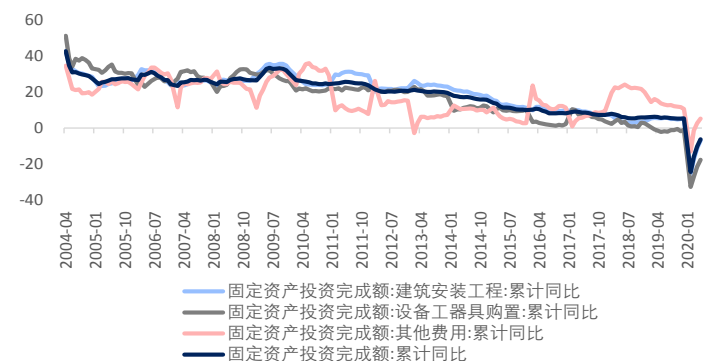
以来建筑用钢、水泥等微观数据的改善。制造业投资增速从-18.8%回升至 14.8%，仍然相对低迷，对应单月增速仍然为负，在疫情防控常态化对经济前景带来较大不确定性的背景下，制造业投资年内累计增速转正仍然面临较大的困难。从分行业的投资增速看，多数行业均较 4 月有所改善，但仍处于 20% 的负增长区间。公用事业的投资增速由 4 月的 7.6% 上升到了 13.8%，这也是全口径基建增速显著高于狭义口径的主要原因，电力投资的快速上行似乎也能解释铜价的快速上升。此外，医药制造、计算机、通信和其他电子设备制造业是另外两个投资增速正增长的行业，这也代表了高技术的发展方向。此外，民间投资增速-9.6%，升幅和绝对值均弱于整体投资增速，显示投资更多仍有政府投资推动。

图 5：地产基建带动投资增速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：其他费用快速回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

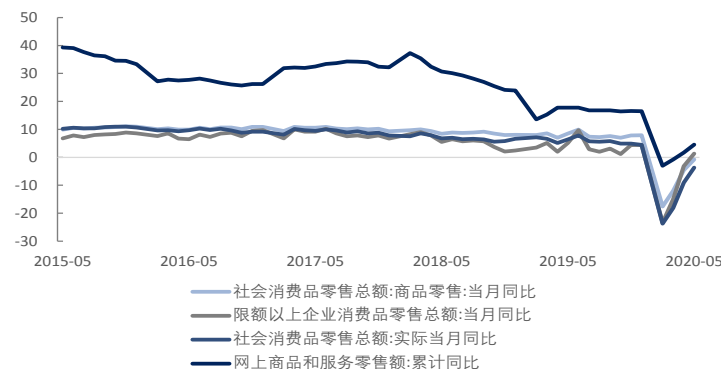
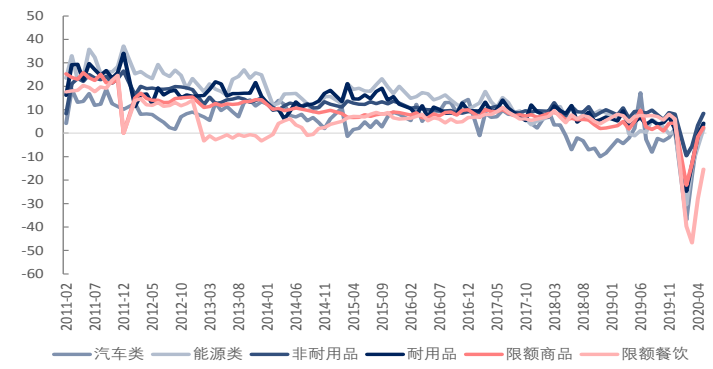
表 2：固定资产投资分行业增速比较 (%)

		增速变动	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
消费品	农副食品加工业	5	-22.9	-27.9	-32.8	-38.9	-8.7	-9.3	-10.1	-10.8	-9.4	-7.6	-7.4	-7.4
	食品制造业	3.6	-17.9	-21.5	-29.1	-35.1	-3.7	-4.8	-3.8	-3	-2.2	-1.4	0.4	-1
	纺织业	6.3	-26.2	-32.5	-37.1	-44	-8.9	-8.7	-8.5	-8.2	-5	-2.6	-0.3	1.6
	医药制造业	9.6	6.9	-2.7	-11.9	-22.1	8.4	7.8	7.9	7	7.4	6.9	8.4	8.1
	汽车制造业	-0.3	-23.2	-22.9	-27.2	-41	-1.5	-0.4	-0.3	1.8	1.5	1.8	0.2	-0.1
资本品	金属制品业	4.4	-19.4	-23.8	-31.3	-38.1	-3.9	-3.8	-3.3	-4.5	-3.5	-5.2	-5.2	-4.8
	通用设备制造业	4.9	-20.2	-25.1	-32.1	-40.1	2.2	1.4	0.9	1.6	1.2	2.1	2.8	1.4
	专用设备制造业	4.4	-15.2	-19.6	-27.1	-36.2	9.7	9.5	9.8	8.7	6.6	7.2	7.2	6.2
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	4.7	-21.5	-26.2	-31.6	-39.7	-2.5	-5.7	-5.9	-8.3	-10.7	-10.4	-10.5	-8.6
	电气机械及器材制造业	2.9	-20.1	-23	-27.8	-33.7	-7.5	-6.8	-7.5	-7.6	-8	-7.5	-8.1	-5.9
	计算机、通信和其他电子设备制造业	5.8	6.9	1.1	-10.2	-8.3	16.8	13.8	13.6	11.6	11.1	10.5	8.5	6.2
中间品	化学原料及化学制品制造业	4.6	-17.8	-22.4	-30.8	-33	4.2	4.6	6.6	7.6	7.9	9.4	9.3	7.4
	有色金属冶炼及压延加工业	4.1	-5.6	-9.7	-11.6	-17.3	1.2	-1.3	-1.3	-2.6	-4.3	-3.8	-3.4	-9.7
基建	公用事业	6.2	13.8	7.6	2	-6.4	4.5	3.6	1.9	0.4	0.4	0	-0.5	0.8
	交运仓储邮政	6	-6.1	-12.1	-20.7	-30.1	3.4	4.3	4.6	4.7	5.5	4.6	5.1	5
	水利环境公共管理	4.7	-6.5	-11.2	-18.5	-30.1	2.9	2.8	2.7	3.5	2.4	2.6	2.5	1.4
地产	房地产开发	3	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、消费增速修复仍然较慢 地产后周期消费增速回升

4 月社零增速从-7.5%回升至-2.8%，仍然低于市场预期的-1.5%，累计增速从-16.3%升至-13.5%，在主要需求分项中仍然表现较弱。社零中商品零售回落-0.8%，接近正增长，降幅比上月收窄 3.8%，餐饮增速下降 18.9%，降幅比上月收窄 12.2%。而扣除价格因素后实际增速由-9.1%升至-3.7%。限额以上零售增速转正，从-3.2%回升至 1.3%。从零售分类上看，食品与日用品等多数非耐用品均保持了两位数以上的增速，服装销售增速也接近转正。地产后周期的家电、家具、建材销售均出现了显著改善，通信器材与办公用品增速略有回落，汽车消费增速从 0 上升至 3.5%，升幅小于高频数据，汽油消费增速仍然维持在-14%左右。主要非耐用品消费的增速多数仍要好于耐用消费品，显示疫情带来的收入下滑仍对商品消费带来了一定的负面冲击。

图 7：社零整体速度仍然较慢

图 8：地产后周期产业链消费增速回升

表 3：消费分项增速比较 (%)

		增速变动	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06	2019-05
非耐用品	粮油、食品类	-6.8	11.4	18.2	19.2	9.7	9.7	8.9	9	10.4	12.5	9.9	9.8	11.4
	饮料类	3.8	16.7	12.9	6.3	3.1	13.9	13	9.5	8.9	10.4	9.7	9.1	12.7
	烟酒类	3.3	10.4	7.1	-9.4	-15.7	12.5	8.3	4.4	4.2	12.6	10.9	8.2	6.6
	服装鞋帽针纺织品类	17.9	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9	1.9	4.6	-0.8	3.6	5.2	2.9	5.2	4.1
	化妆品类	9.4	12.9	3.5	-11.6	-14.1	11.9	16.8	6.2	13.4	12.8	9.4	22.5	16.7
	日用品类	9	17.3	8.3	0.3	-6.6	13.9	17.5	12	12	13	13	12.3	11.4
	中西药品类	-1.3	7.3	8.6	8	0.2	8.2	4.9	5.1	6.6	7.7	11.6	10.4	11.2
耐用品	金银珠宝类	8.2	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1	3.7	-1.1	-4.5	-6.6	-7	-1.6	7.8	4.7
	家用电器和音像器材类	12.8	4.3	-8.5	-29.7	-30	2.7	9.7	0.7	5.4	4.2	3	7.7	5.8
	文化办公用品类	-4.6	1.9	6.5	6.1	-8.9	-11.5	4.6	-3.4	-0.2	19.8	14.5	6.5	3.1
	家具类	8.4	3	-5.4	-22.7	-33.5	1.8	6.5	1.8	6.3	5.7	6.3	8.3	6.1
	通讯器材类	-0.8	11.4	12.2	6.5	-8.8	8.8	12.1	22.9	8.4	3.5	1	5.9	6.7
	建筑及装潢材料类	7.7	1.9	-5.8	-13.9	-30.5	0.6	-0.3	2.6	4.2	5.9	0.4	1.1	-1.1
能源	石油及制品类	0.1	-14	-14.1	-18.8	-26.2	4	0.5	-4.5	-0.4	-1.2	-1.1	3.5	3.1

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_4465

