

6月：从“复增”到复苏

证券研究报告
2020年06月06日

作者

经济方面，预计5月当月工业增加值、基建投资和房地产投资增速基本恢复至疫情之前的水平，单月消费增速和制造业投资增速处于“负增”到“复增”的临界点，出口增速受外需拖累转负；PPI保持通缩但同比已经见底，CPI同比继续大幅下行，高基数下后续可能回落至0附近。

按照当前的进度，内需可能在7-8月接近回归潜在增速。随欧美主要经济体陆续复工，外需可能处于最差阶段的末尾，但反映到出口订单修复和出口增速反弹仍需2个月左右时滞，因此出口增速的底部可能出现在5-7月，4季度接近复原。

政策方面，总体来看，两会确定的政策基调贯彻了底线思维，核心在保、以保促稳，没有大举刺激；边际上看，随着基本面逐渐回归正轨，前期救急纾困式的超常宽松政策趋于收敛，但尚不至于转向收紧。在前期政策的大力支持下，金融数据有望进一步改善，预计5月新增社融2.8万亿，存量社融增速升至12.4%。

A股方面，在流动性边际收紧、风险偏好重新回升的影响下，可选消费、科技和周期均存在结构性机会，极高估值的必需消费可能面临逆风。利率方面，从“疫情和政策”做加法到做减法，短期长端利率可能已经调整至均衡位置，中期中枢可能在2.9%左右。

风险提示：国内外疫情再次反复；海外市场大幅调整；三产恢复速度不及预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告



表 1：5 月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2019	2020Q1	2020.4	2020.5(E)	WIND 预期
实际 GDP (当季)	6.1	-6.8	-	-	
名义 GDP (当季)	7.8	-5.3	-	-	
工业增加值 (当月/季)	5.7	-8.4	3.9	5.0	4.9
固定资产投资 (累计)	5.4	-16.1	-10.3	-6.0	-6.3
制造业投资	3.1	-25.2	-18.8	-12.6	
基建投资 (全口径)	3.9	-16.5	-8.9	-4	
房地产开发投资	9.9	-7.7	-3.3	-1.4	
社消零售总额 (当月/季)	8.0	-19	-7.5	-1	-2.1
出口 (当月/季, 美元)	0.5	-13.3	3.5	-14.5	-9.7
进口 (当月/季, 美元)	-2.7	-2.9	-14.2	-12	-10.1
CPI (当月/季)	2.9	4.9	3.3	2.4	2.7
PPI (当月/季)	-0.3	-0.6	-3.1	-3.1	-3.2
工业企业利润 (累计)	-3.3	-36.7	-27.4	-21	
新增信贷/社融 (万亿)	-	-	-	1.5/2.8	1.4/2.8
社会融资规模存量同比	10.7	11.5		12.4	
M1	4.4	5	5.5	6.3	
M2	8.7	10.1	11.1	11.5	11.2

资料来源：WIND，天风证券研究所

经济方面，5 月是国内经济重启的第 3 个月，各项主要经济指标继续改善，部分指标已经接近复原。预计 5 月当月工业增加值、基建投资和房地产投资增速进一步回升，基本恢复至疫情之前的水平，单月消费增速和制造业投资增速处于“负增”到“复增”的临界点，出口增速受外需拖累转负；PPI 保持通缩但同比已经见底，CPI 同比继续大幅下行，高基数下后续可能回落至 0 附近。

当前二产在供需两端接近复原，后续关注基建投资和房地产投资增速能否阶段性超越疫情之前的水平；三产恢复相对滞后，但近期 PMI 等指标显示行业开始加速恢复。按照当前的进度，内需可能在 7-8 月接近回归潜在增速。随欧美主要经济体陆续复工，外需可能处于最差阶段的末尾，但反映到出口订单修复和出口增速反弹仍需 2 个月左右时滞，因此出口增速的底部可能出现在 5-7 月，4 季度接近复原，但在疫苗研发生产出来之前，外需不会完全复原。

政策方面，除 5 月 15 日中小银行定向降准外，5 月央行没有降准降息操作，货币市场流动性边际收紧；3 月至今央行没有发放 PSL。截至 5 月 30 日，第一批 3000 亿专项再贷款发放完毕，第二批和第三批共 1.5 万亿再贷款再贴现额度使用 4800 亿，5 月下达速度有所放缓。今年一般公共预算赤字 3.76 万亿，新增地方专项债额度 3.75 万亿，发行特别国债 1 万亿，总共较去年多增 3.6 万亿，但受经济增速下滑、减税降费力度加大等影响，“一般公共预算+政府性基金”预算支出同比增长 13.2%，增速较去年仅提高 3.7%，财政支出的力度小幅提升。

总体来看，两会确定的政策基调贯彻了底线思维，核心在保、以保促稳，没有大举刺激；边际上看，随着基本面逐渐回归正轨，前期救急纾困式的超常宽松政策趋于收敛，但尚不至于转向收紧。在前期政策的大力支持下，金融数据有望进一步改善，预计 5 月新增社融 2.8 万亿，存量社融增速升至 12.4%。

A 股方面，我们设定的国内市场两大路标——流动性和中美摩擦同时发出信号，5 月中下旬以来银行间流动性边际收紧，中美关系情绪从悲观位置有所反弹，因此对应四个场景的分布概率也出现了短期再平衡。在流动性边际收紧、风险偏好重新回升的影响下，可选消费、科技和周期均存在结构性机会，极高估值的必需消费可能面临逆风。在全球宏观风险酝酿的环境下，确定性溢价仍将维持较高水平，市场的逻辑仍将以基本面复苏为核心。

利率方面，10 年和 1 年国债利率分别调整至 2.83%和 1.92%，回到 2 月下旬国内疫情逐步控制、海外疫情爆发之前的水平，与我们在《利率新低后的方向》（3 月 11 日）中的判断“10 年国债利率中期反弹至 2.6%-2.9%”一致。从“疫情和政策”做加法到做减法，短期长期利率可能已经调整至均衡位置，中期中枢可能在 2.9%左右。

1. 金融数据：政府债券突破万亿，社融信贷继续高增

4 月居民信贷可能继续保持高增。零售消费进一步恢复，预计居民短期贷款新增 2500 亿；5 月百强房企销售金额同比大幅转正，居民中长期贷款新增可能接近 5000 亿。预计 5 月新增居民贷款约 7500 亿。

企业复工复产持续推进，宽松货币环境下融资需求旺盛，同时也滋生了套利空间，预计企业短期类贷款（短期贷款+票据融资）新增 2500 亿；基建和房地产投资增速较高，预计中长期贷款新增 5000 亿。总的来看，**预计 5 月新增信贷（社融口径）1.5 万亿。**

表外方面，5 月集合信托到期规模不大，但发行规模更小，预计信托贷款负增长；委托贷款继续负增，未贴现票据增量转负，预计 5 月表外净融资-2000 亿。另外，5 月非金融企业债券净融资约 2100 亿，中债托管的政府债券金额增加 11640 亿，其中国债增加 3560 亿，地方债增加 8080 亿。总的来看，**预计 4 月新增社融 2.8 万亿，存量社融同比增速进一步升高至 12.4%（前值 12.0%）。**

2. 工业生产：发点用电同步回升，生产接近疫前水平

5 月六大发电集团耗煤量同比增幅今年以来首度转正，为去年同期的 107%，4 月为 87%，耗煤增速已经恢复至接近疫情之前的水平。5 月 18 日国家能源局在二季度网上新闻发布会上表示，5 月日均用电量同比增长 5.9%，4 月为同比增长 0.7%，因此用电情况也有明显改善，其中三产加速恢复有一定贡献，但占比接近 70%的工业用电量回升或是主要原因。参考 5 月 PMI 生产指数为 53.2，**预计 5 月工业增加值同比增长 5%左右（前值 3.9%），接近去年全年的增速 5.7%。**

3. 固定资产投资：基建地产增速较高，制造业恢复稍慢

5 月，螺纹钢产量已经超过 2019 年同期、远高于 2018 年，库存去化情况好于 2019 年、接近 2018 年，下游建筑业需求已经恢复至较高水平。热轧卷板产量始终低位徘徊，库存去化情况好于 2019 年、接近 2018 年，下游制造业需求也在逐步恢复但仍明显弱于建筑业。

制造业企业利润继续大幅负增长，5000 户工业企业景气扩散指数显示资金周转状况在 1 季度大幅回落，叠加内需恢复偏慢、外需前景不确定性较高，制造业资本开支复原仍需要一定时间。**预计 1-5 月制造业投资增速-12.6%，5 月当月增速在 0 附近。**

基建资金到位情况进一步改善，5 月地方专项债大量发行，企业中长期贷款也继续高增，参考近期钢材表观消费情况、挖机和重卡等相关设备工器具的销量情况，5 月当月基建增速大概率进一步回升至接近两位数，**预计 1-5 月基建投资（全口径）增速-4%（前值-8.9%）。**

土地市场已经从疫情期间的冷却转向活跃，土地溢价率震荡走高，土地成交价款增速转正，但去年 2 季度前后土地成交价款大幅负增长，将对近期的土地购置费缴纳造成一定拖累，土地购置费增速暂时难以进一步回升。房企存量项目赶工积极性仍然较高，增量项目随着销售和新开工回暖后也有望逐渐改善，但建安投资增速的回升斜率可能低于基建。**预计 1-5 月房地产开发投资增速-1.4%（前值-3.3%）。**

综合来看，预计 1-5 月固定资产投资增速-6%（前值-10.3%）。

4. 房地产市场：商品房市场继续回暖，销售增速大幅转正

5 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 4.1%，较前值下滑 19.5%进一步明显改善。其中一线/二线/三线城市同比为-4.5%/-1.6%/-2.2%，二线和三线城市改善情况稍好于一线。考虑到一线城市商品房销售占比较低，全国销售或有更大幅度的改善。参考克而瑞的数据，5 月当月百强房企销售金额同比增长 16%，较 4 月的-0.7%大幅回升，因此 5 月单月销售面积增速可能转正至 5%以上。**预计 1-5 月全国商品房销售面积增速-12.3%（前值-19.3%）。**

5. 消费：汽车销量同比转正，服务消费加速恢复

根据乘联会的数据，5月乘用车主力厂家零售量同比增长0%，较4月的-5.6%进一步改善；根据中汽协重点企业销量快报统计，预计5月汽车销量同比增长11.7%。因此5月汽车消费增速大概率进一步改善，乘用车和商用车都有贡献。

5月国际油价仍在地板价40美元/桶以下运行，石油及制品类消费在价格方面的环比变化可能不大。5月高德拥堵延时指数与4月基本相同，因此私人交通出行强度变化也不大，消费量可能基本持平。

5月官方服务业PMI指数52.3，较4月微升0.2；财新服务业PMI指数55，较4月大幅回升10.6，服务业景气度可能加速恢复，尤其是中小企业经营情况可能明显改善，预计5月餐饮收入增速明显回升。

总的来看，预计5月社零同比增速-1%（前值-7.5%）。

6. 进出口：防疫物资出口高增，出口增速明显转负

根据海关总署的数据，3月1日-5月16日，全国共验放出口防疫物资价值1344亿元，3月1日至4月30日为712亿元，因此5月前16天国内共出口防疫物资632亿元，按照日均39.5亿元估算，整个5月的相关出口金额可能在1200亿元左右。参考4月防疫物资出口500亿元，5月防疫物资出口将在4月的基础上进一步拉动出口增速约4.6%。

另一方面，出口集装箱运价指数在5月中旬以后有触底迹象，可能与海外主要经济体陆续复工有关，但4月和5月的PMI新出口订单指数分别只有33.5和35.3，前期停工对国内出口的冲击大概率将在5月进一步体现。预计5月出口（美元计价）同比增速-14.5%（前值3.5%），进口（美元计价）同比增速-12%（前值-14.2%）。

7. 通胀：PPI通缩见底，CPI大幅回落

5月国内复工加速，海外主要经济体也陆续推动复工，工业品需求回升，黑色、有色、化工、建材等价格环比上涨；国际油价底部反弹，布油价格上涨37.7%至34.9美元/桶。预计5月PPI同比-3.1%（前值-3.1%）。随着国内外经济基本面逐渐修复，工业品价格环比大概率保持升势，后续PPI同比触底回升的悬念不大，重点关注反弹的斜率。

5月主要食品价格多数下跌，农业部猪肉批发价环比下跌11.2%至38.7元/公斤，鸡蛋价格下跌8.9%至近3年的低点，鲜菜价格环比下跌9.3%至近1年多的低点，食品CPI同比继续大幅回落。非食品CPI受益于服务类消费恢复可能有所改善，但是在PPI的压制下改善幅度有限。预计5月CPI同比2.4%（前值3.3%）。随着下半年基数快速上升，CPI同比还将大幅回落，年内低点可能在0附近。

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_4722

