

6月份宏观月报

5月高频数据的信号

■ 核心观点

第一，5月份生产继续改善，但幅度有所放缓，目前制造业中81.2%的企业已达正常生产水平的八成以上，复工复产对工业增加值继续改善的空间有限。6大发电集团耗煤量同比增速今年来首次转正，工业生产改善幅度不及6大发电集团耗煤量，这可能是由于第三产业加快修复以及第三产业中远程线上办公逐渐转向线下办公导致用电量需求增加。

第二，5月份需求继续改善，这一方面体现在5月份制造业PMI新订单指数改善，另一方面高频数据的汽车销售、房地产市场也都呈现继续改善。当前经济需求的改善是前期疫情期间推迟的消费、投资叠加逆周期调控加强的结果，未来这一趋势能否持续存在一定的不确定性，尤其是外需的负面影响逐渐体现。外需对出口的负面效应具有滞后性，2008年出口增速的大幅走弱滞后在新出口订单进入收缩区间后的4个月左右。

第三，近期银行间市场利率飙升的主要原因是央行边际收紧流动性，但这并不意味着宽松货币政策的转向。一方面，央行边际收紧流动性主要是由于前期流动性过于充裕，短端利率大幅下行，诱导金融机构增加银行间短端质押式回购的杠杆以及进行资金空转套利；另一方面，未来经济复苏还存在不确定性，随着财政政策逐渐落地，这需要央行保持充裕的流动性。

第四，5月份央行货币政策的操作也让市场明白更加灵活适度的货币政策并不意味着一直偏宽松态势，在货币政策稳企业保就业的同时也会兼顾金融风险。

本月市场重点

■ 5月高频数据：生产改善放缓、需求继续回暖、外需压力渐显

从生产端来看，5月份6大发电集团日均耗煤量为62.95吨，较4月份大幅增加13.7%，相比去年同期同比增速为7%，也是今年以来同比增速首次转正。5月份全国高炉开工率70.13%，高于4月份1.8个百分点，相比去年同期高炉开工率基本持平。这说明工业生产环比仍在改善，但改善幅度不及6大发电集团耗煤量，这可能是由于第三产业加快修复以及第三产业中远程线上办公逐渐转向线下办公导致用电量需求增加。从最新公布的PMI数据可看，PMI生产指数仍在景气区间，但较上月所有回落；服务业商务活动指数为52.3%，延续回升态势。

从需求端来看，**消费方面**，5月前三周乘用车零售同比增速为-4.2%，与上月同比增速-5.2%相比，增速继续改善但有所放缓。汽车销售的持续改善一方面是延迟消费的释放，另一方面是受益于各地陆续出台刺激汽车消费的举措。服务消费没有很好的高频跟踪指标，随着5月初31个省份解除一级响应以及两会召开等因素的驱动下，预计5月份服务消费的恢复开始提速。

房地产方面，5月30大中城市商品房成交面积1295万平方米，环比较4月份增加13.5%。从同比来看，5月份同比增速为-8.5%，4月份同比增速为-19%，同比大幅改善，房地产市场继续回暖。土地市场方面，5月份100个大中城市住宅类土地成交价值较4月份增加13.6%；从同比来看，5月份同比增速为26%，4月份同比增速为22.8%，土地市场持续改善已经大幅超过去年同期水平。

外贸方面，5月份中国出口集装箱运价指数周平均为839，较4月份环比下降5.1%；从同比增速来看，5月份同比增速为5.0%，4月份同比增速为10.5%，这说明5月份我国的外贸较4月份会有所下滑，但同比尚未出现大幅萎缩。自3月份海外疫情发生以来，我国出口增速一直强于市场预期，这主要是一方面疫情首先冲击供给端，这表现为4月份我国进口增速大幅下降；另一方面，外需对出口的负面效应具有滞后性，2008年出口增速的大幅走弱滞后在新出口订单进入收缩区间后的4个月左右。今年2月份以来，我国PMI新出口订单陷入深度衰退，刚刚公布的5月份PMI新出口订单仍为35.3，外需对出口的负面影响将会逐渐显现。

物价方面，5月份商务部的食用农产品价格指数环比增速-4.8%，同比增速9.9%较4月份的15.4%继续回落，猪肉价格同比增速在4月份回落到两位数后，5月的高频数据显示猪肉价格仍在回落，CPI食品分项的持续回落将导致CPI同比增速继续下行。5月份PPI环比增速在地产—基建链条景气的带动下将出现明显修复，一方面5月份大宗商品价格触底回升，另一方面5月份的PMI出厂价格指数和原材料购进价格指数都明显好转，考虑到翘尾因素，预计5月份PPI同比增速与4月大致持平。

整体来看，5月份生产继续改善，但幅度有所放缓，目前制造业中81.2%的企业已达正常生产水平的八成以上，复工复产对工业增加值继续改善的空间有限。5月份需求继续改善，这一方面体现在5月份制造业PMI新订单指数改善，另一方面高频数据的汽车销售、房地产市场也都呈现继续改善。当前经济需求的改善是前期疫情期间推迟的消费、投资叠加逆周期调控加强的结果，未来这一趋势能否持续存在一定的不确定性，尤其是外需的负面影响逐渐体现。外需对出口的负面效应具有滞后性，2008年出口增速的大幅走弱滞后在新出口订单进入收缩区间后的4个月左右。

近期银行间利率快速上升，尤其是短端利率，隔夜质押回购利率由5月中旬的低点0.75%迅速飙升到月底2.17%。导致利率飙升的主要原因是央行近期边际收紧流动性，但这并不意味着宽松的货币政策转向。一方面，央行之所以会边际收紧流动性主要是由于前期流动性过于充裕，短端利率大幅下行，诱导金融机构增加银行间短端质押式回购的杠杆以及进行资金空转套利；另一方面，未来经济复苏还存在不确定性，随着财政政策逐渐落地，这都需要央行保持充裕的流动性。

图表1 宏观经济数据预测表

	实现值			预测值		
	2019	2020Q1	2020-4	2020-5	2020-Q2	2020E
经济增长						
GDP同比(%)	6.1	-6.8	-	-	1.0	3.3
工业增加值同比(%)	5.7	-8.4	3.9	4.5	-2.6	1.5
固定资产投资累计同比(%)	5.4	-16.1	-10.3	-5.0	-2.0	4.7
名义消费同比(%)	8.0	-19.0	-7.5	-4.0	-8.0	1.5
出口同比(%)	0.5	-11.4	-3.5	-15.0	-20.0	-10.0
进口同比(%)	-2.7	-0.7	-14.2	-10.0	-8.0	-5.0
贸易盈余(亿美元)	4219	130.57	453	-264	-1.309	2753.6
通货膨胀						
CPI同比(%)	2.9	4.9	3.3	2.8	4.0	3.7
PPI同比(%)	-0.3	-0.6	-3.1	-3.4	-0.6	-3.0
货币信贷						
M2同比(%)	8.7	10.1	11.1	10.5	8.6	8.9

1年期存款利率(%)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.40	1.25
存款准备金率-大型机构(%)	13.0	12.5	12.5	12.5	12.0	11.0
人民币兑美元汇率中间价	6.98	7.09	7.06	7.13	7.00	6.70

资料来源: WIND, 平安证券研究所

上月重点宏观动态

■ 4月份经济数据：内需改善依赖扩投资与稳消费

事件描述: 5月15日, 国家统计局发布4月经济数据: 4月份工业增加值增速由负转正为3.9%, 全国固定资产投资同比下降10.3%, 社会消费品零售总额增速为-7.5%。

点评: 2月份是全年经济的低谷, 之后缓慢修复。整体来看, 生产回升较快, 需求恢复较慢, 尤其是消费。4月份消费增速回暖有所加快, 但无论线上还是线下消费都远低于去年增速。从累计增速来看, 当前经济尚未恢复到去年同期水平。后续经济修复仍存在较大不确定性, 外需的大幅走弱不仅仅只影响作为“三驾马车”的净出口, 还会影响消费和制造业投资, 加大就业压力。消费的挑战来源于居民收入增速的下滑、消费信心的低迷以及消费习惯的可能改变。未来扩内需政策将主要依赖稳消费和扩大投资。目前各地为政发放的消费券对消费拉动效果有限, 消费券的发放需要中央统筹, 加大对中低收入群体转移支付。基建投资作为稳增长的重要抓手, 6月财政政策落地后可能会由较好的表现。

■ 中共中央、国务院推动社会主义市场经济体制改革

事件描述: 2020年5月18日, 中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》(以下简称《意见》)。

点评: 此次《意见》是对十九大和十九届四中全会的战略部署, 提出了中国特色社会主义进入新时代、经济由高速增长转向高质量发展之后, 社会主义市场经济体制的重点改革方向。一是国资国企改革更加灵活, 借助资本市场提升国有资本收益, 为提高国有资本收益提供了更多手段。二是自然垄断行业对市场主体的放开, 五大行业明确改革方向, 提出了清晰的改革措施。三是全面完善产权制度与“非禁即入”的负面清单制度。四是明确要素市场化改革的具体举措。相对于此前要素市场化改革文件的面面俱到, 此次提炼出了五大要素市场改革的重点举措。五是优化政府间财权事权划分, 根除地方政府债务痼疾。明确提出了央地财权事权改革的目标, 提出了事权改革方面的具体措施, 有助于改善当前地方政府的收支状况, 从根本上解决地方政府债务问题。六是完善科技创新体系, 激励企业承担科研任务。尤其值得关注的是强调了企业在其中发挥的作用, 这有助于利用企业市场化的激励机制促进科技创新, 也可以通过企业的生产经营渠道促进科技成果的高效产业化。七是建设更高水平的开放型经济新体制。文件对此前几年推进的开放措施进行了总结和再深化, 对于降低关税、削减制度成本、促进贸易平衡发展、维护多边合作机制等方面的表态, 体现了中国将以更大范围、更宽领域、更深层次的全面开放来应对当前不确定性增大的国际形势。

■ 《2020年政府工作报告》发布：稳企业保就业，轻刺激重改革

事件描述: 2020年5月22日, 国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大三次会议作政府工作报告。

点评: 未设定全年经济增速具体目标。主要原因在于, 全球疫情和经贸形势不确定性很大, 我国发展面临一些难以预料的影响因素。我们认为这体现了政府的底线思维, 通过守住“六保”的底线来稳住经济的基本盘。没有具体的目标, 并不意味着政府会让经济过度下行, 因为无论是保就业民生、实现脱贫目标, 还是防范化解风险, 都需要经济增长支撑。我们认为更加积极有为的财政政策仍留有空间, 而稳健的货币政策仍将保持偏宽松, 除传统降准和降息外, 还会有新型促进实体融资工具的出台。稳企业保就业是政策的着力点。稳企业是保就业的前提, 一旦企业出现大规模破产, “六保”也就无从谈起, 这也是无论货币政策还是财政政策都将稳企业作为政策出发点的重要原因。扩大内需需要提振消费与扩

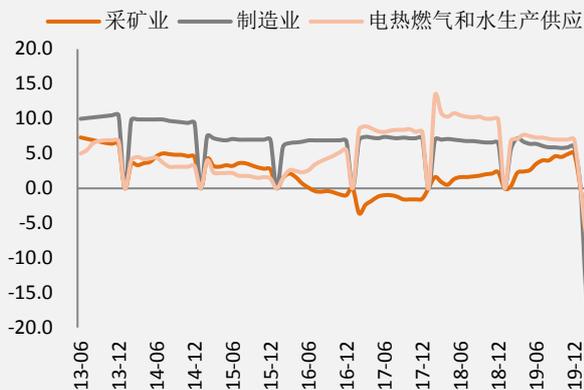
大投资有效结合，突出民生导向。扩大投资要重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，包括新型基础设施、新型城镇化和重大工程。房地产继续坚持房住不炒和因城施策。

月度经济数据预测

工业：预计 5 月工业增加值 4.5%

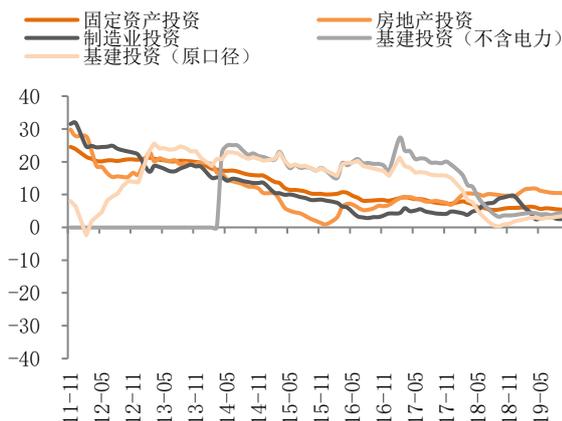
4 月份工业增加值 3.9%，这一方面受益于复工复产深入推进，另一方面也受益于出口订单的集中交付，出口增速超预期。

5 月，随着复工复产逐渐完成，工业生产的供给端将会恢复，而需求端虽然压力仍存但应会进一步改善，工业增加值将会进一步回弹，但外需的疲弱会抑制制造业的回弹幅度，虽然 2019 年同期基数相对较低，但工业增加值的同比增速不会有大幅的改善。短期预计 5 月工业增加值 4.5%。



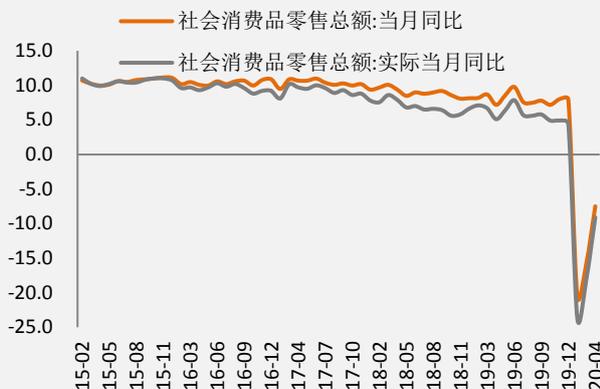
投资：预计 5 月固定资产投资增速-5.0%

4 月，固定资产投资中基建投资及房地产投资均已转正，制造业投资仍为负增长，我们预计 5 月依旧将维持这一态势，这是由于制造业投资属于顺周期行为，在国内内需存在较大下行压力，外需萎靡负面影响逐渐体现，制造业投资难以大幅反弹；而基建投资是我国稳增长的重要抓手，在 5 月财政政策尚未完全发力的情况下会进一步回弹但幅度有限，6 月财政政策得到落实后基建投资可能会有较好的表现；房地产市场自我恢复较快，在货币宽松以及地方政府对地产边际放松的影响下，地产将会继续回暖，三者结合来看，短期预计 5 月固定资产投资累计增速为-5%。



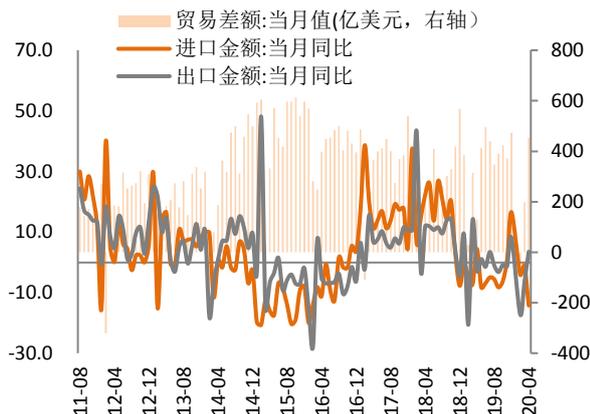
消费：预计 5 月社零消费增速-4.0%

疫情对我国消费的影响较大，这一方面来由疫情下消费活动停滞导致；另一方面则由居民收入减少导致：一季度，城镇居民人均可支配收入同比增速-3.9%，这不仅直接导致消费需求下滑，还会造成收入预期下降与储蓄倾向增加。因此，疫情之后消费回升的速度整体较慢，且会慢于收入的回升。当前我国直接刺激消费的普适性政策主要是拉升效果较为有限的消费券，而针对汽车等行业的刺激政策 5 月刚刚开始落地，恐怕难以迅速发挥效果，因此 5 月社零增速我们认为仍将维持负增长。短期预计 5 月社会消费品零售总额增速为-4%。



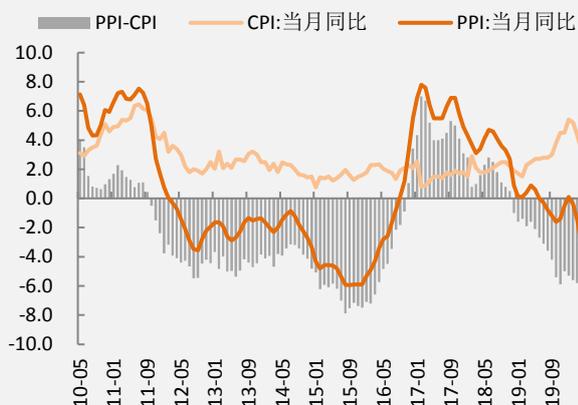
■ 外贸：预计 5 月出口增速-15.0%，进口增速-10.0%

4 月，由于我国复工复产进度加快，积压订单加快交付，出口增速大幅回弹至 3.5%，但这仅是我国生产端恢复的短期表现，外需并未改善，叠加中美关系近期受“港版国安法”出台影响有进一步转冷的趋势，出口的回升恐难持续，预计未来数月出口仍将承压，短期预计 5 月出口增速-15%。进口方面，虽然国内复工复产及欧美国家经济活动有所恢复，但受制于全球大宗商品价格承压，进口增速难以大幅改善，短期仍以震荡为主，短期预计 5 月进口增速-10%



■ 通胀：预计 4 月 CPI 同比 2.8%，PPI 同比-3.4%

4 月，非食品七大类环比增速只有医疗服务为正，其余六大类均为负增长，核心 CPI 持续低迷，这意味着经济的总需求比较低迷。这一趋势在 5 月仍将延续，而生猪产能恢复及居民可支配收入的下滑会从食品与非食品两端对 CPI 形成压力。5 月，减产协议的达成令石油价格回升，工业品价格有所回弹，但外需下降的负面影响将会逐渐显现，我们认为 PPI 仍将保持低位。预计 5 月 CPI 同比 2.8%，PPI 同比-3.4%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表2 重要高频经济数据跟踪

高频经济指标		上月值 (2020.04)	当月预测 (2020.05)	下月趋势 (2020.06)
工业	6 大发电日均耗煤量同比	-13.09%	10.05%	↑
	发电量同比 (规上口径)	0.30%	0.60%	↑
	高炉开工率	68.65%	70.58%	↑
	粗钢产量同比	8.15%	5.59%	↑

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_4833



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn