经济逐步复苏　但尚未完全修复

（一）　政策力度放缓 但结构持续改善

5 月末，社会融资规模存量同比增长 12.5%；其中对实体经济发放的人民币贷款余额增长 13.3%。广义货币（M2）余额同比增长 11.1%，增速与 4 月末持平；狭义货币（M1）余额 58 万亿元，增长 6.8%，增速比 4 月末高 1.3 个百分点；流通中货币（M0）余额 8 万亿元，增长 9.5%。5 月末，人民币贷款余额 163 万亿元，同比增长 13.2%，增速比 4 月末高 0.1 个百分点。5 月份，人民币贷款增加 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元。

图1：基础货币投放增速（%）

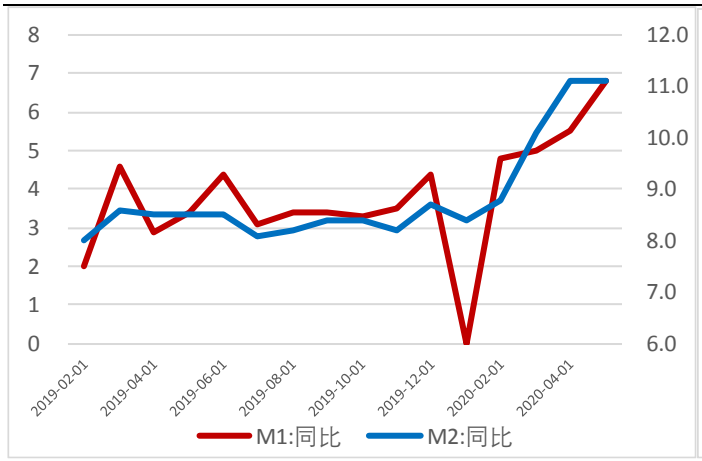
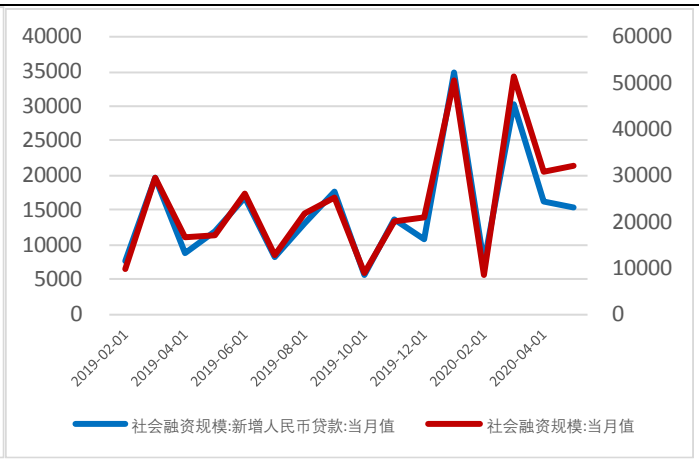


图2:社会融资规模和新增人民币贷款



资料来源:WIND 资讯　银河期货

图3：货币净投放（亿元）

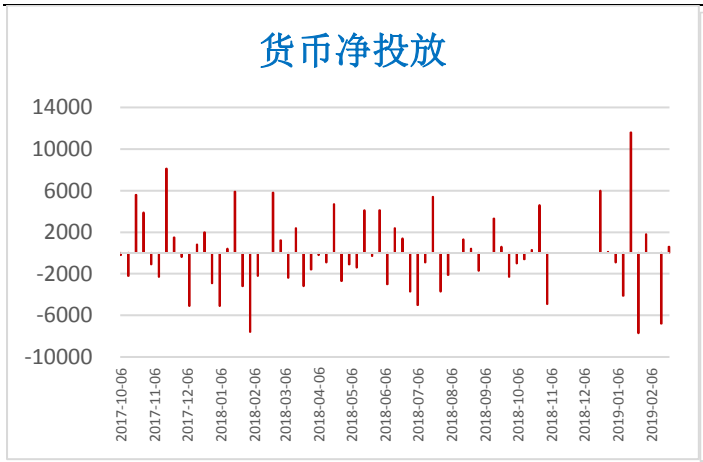
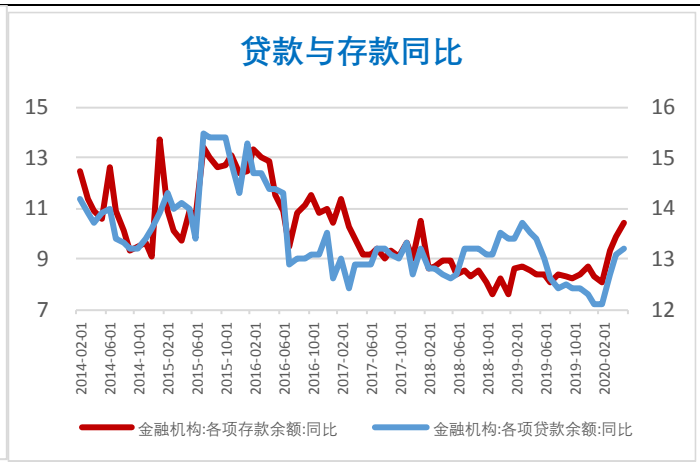


图4:金融机构存贷款同比（%）



资料来源:WIND 资讯　银河期货

（二）5 月制造业 PMI 数据继续回落 非制造业商务活动指数回升

5 月份，综合 PMI 产出指数为 53.4%，与 4 月份持平。制造业采购经理指数为 50.6%，比 4 月份回落 0.2 个百分点。非制造业商务活动指数为 53.6%，比 4 月份上升 0.4 个百分点；其中建筑业商务活动指数为 60.8%，上升 1.1 个百分点，服务业商务活动指数为 52.3%，上升 0.2 个百分点。

从数据看，制造业 PMI 数据虽然小幅回落，但仍然高于荣枯线以上，表明经济虽然继续修复，但速度明显放缓。随着其他国家和地区开始复工，新出口订单开始回升，但从生产数据却有下滑。若需求无法持续回升的话，生产或将进一步回落，从而导致就业的进一步收缩。此外，价格变动呈现出上游升、下游降的趋势，原材料价格处于回升区间，而出厂产品价格则处于收缩区间，这表明 PPI 指数或将触底回升，CPI 指数或将继续下行。

非制造业分项来看，受到各类基建项目开工及房地产投资回暖的影响，建筑业新订单指数回升，成为非制造业指数上行的重要推动力。随着复工复产，前期受疫情影响较大的行业出现明显改善，航空运输以及住宿得到明显的提升。但由于疫情存在二次爆发的可能，因此修复路上或将出现转折。

图5：制造业PMI分项数据

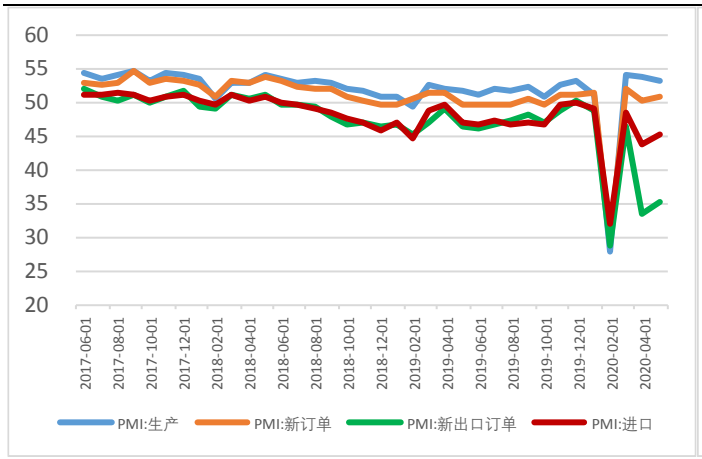
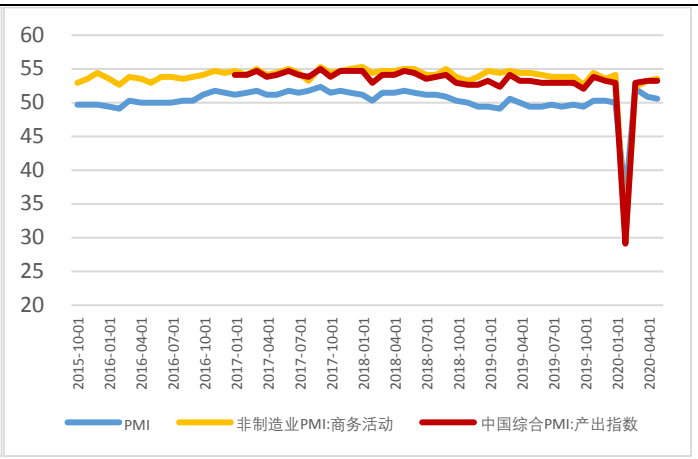


图6:PMI数据（制造业、非制造业和综合）



资料来源:WIND 资讯　银河期货

（三） PPI、 CPI 均进一步回落

5 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%，涨幅比 4 月份回落 0.9 个百分点；环比下降 0.8%。1-5 月份，全国居民消费价格同比上涨 4.1%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 1.1%，与 4 月份持平。从分项看，鲜菜及猪肉价格下滑带动 CPI 同比继续回落。受疫情逐渐恢复影响，供货量开始走高，但下游餐饮修复较慢，从而令农产品整体同比涨幅继续大幅回落。

5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 3.7%，降幅比 4 月份扩大 0.6 个百分点；环比下降 0.4%。工业生产者购进价格同比下降 5.0%，环比下降 1.2%。1-5 月份，全国工业生产者出厂价格和工业生产者购进价格同比分别下降 1.7%和 2.2%。虽然 PPI 环比较上月缩窄，但受去年基数较高的影响，同比依然下降较大。从生产者出厂价格指数来看，生产资料价格较上月环比降幅皆有缩窄，购进价格比原材料价格回升速度较快。受生产回复快于需求的影响，食品价格回落，生活资料价格环比降幅进一步扩大。

由于近期全球开始复工，需求端或有所改善，预计 PPI 数据回升概率较大，CPI 受猪肉价格影响或将继续回落，届时剪刀差将进一步缩减。

图7：CPI与PPI同比走势

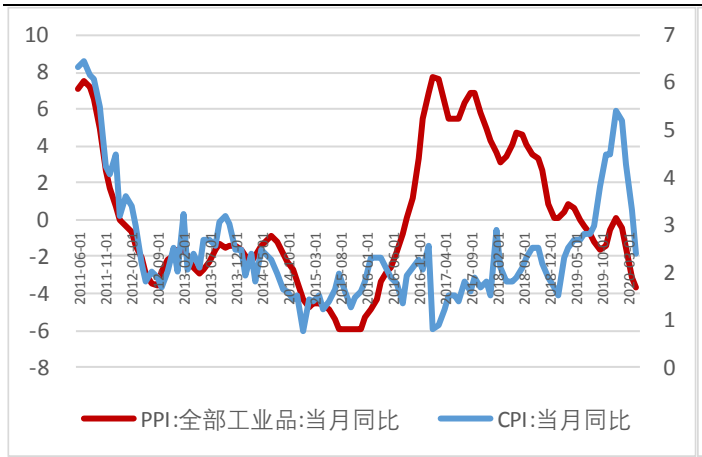
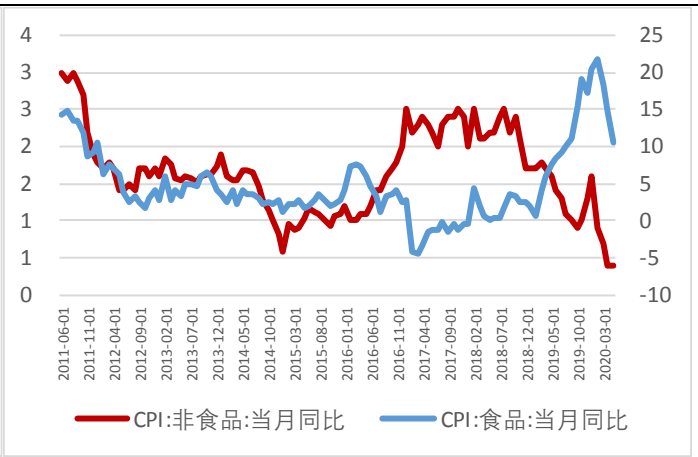


图8：CPI分项当月同比（%）



资料来源:WIND 资讯　银河期货研究中心

（四） 工业生产继续回升 市场销售逐步回暖

5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，增速较 4 月份回升 0.5 个百分点。1-4 月份，全国规模

以上工业企业实现利润总额同比下降 27.4%，降幅比 1-3 月份收窄 9.3 个百分点；4 月份，规模以上工业企业利润总额同比下降 4.3%，降幅比 3 月份收窄 30.6 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%。1—5 月份，规模以上工业增加值同比下降 2.8%。5 月，分三大门类看，采矿业增加值同比增速较 4 月份加快 0.8 个百分点；制造业增长加快 0.2 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长加快 3.4 个百分点。分行业看，41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长，其中，装备制造业和高技术制造业增加值分别增长 9.5%和 8.9%，快于规模以上工业 5.1 和 4.5 个百分点。分产品看， 612 种产品中有 344 种产品同比增长，其中，挖掘、铲土运输机械，微型计算机设备，光缆，汽车，工业机器人产量同比分别增长 62.1%、22.3%、20.8%、19.0%、16.9%。挖掘、铲土运输机械等增长较快主要受基建增速提升的影响。工业企业产品销售率为 97.8%，与上年同月持平；工业企业实现出口交货值 9666 亿元，同比名义下降 1.4%。受出口交货值部分有所走低影响，工业部分修复速度慢于服务业。

图9：狭义乘用车当月同比

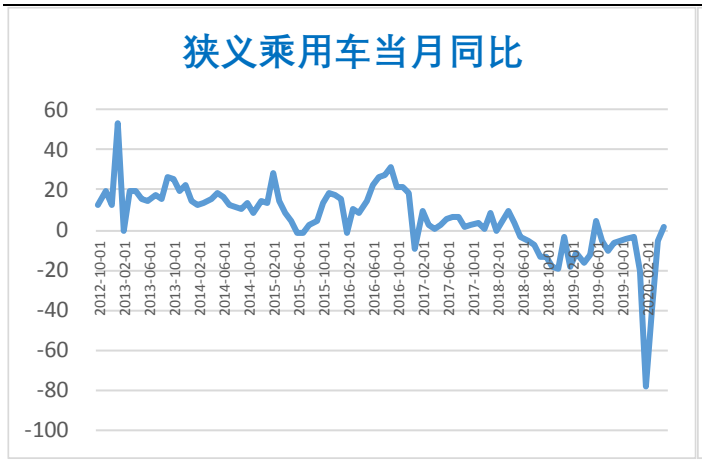


图10：规模工业以上工业增加值同比



资料来源:WIND 资讯　银河期货

5 月份，社会消费品零售总额同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 4.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 3.5%。1—5 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 13.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额下降 13.0%。按消费类型分，5 月份，商品零售同比下降 0.8%，降幅比上月收窄 3.8 个百分点；餐饮收入下降 18.9%，降幅比上月收窄 12.2 个百分点。1—5 月份，商品零售同比下降 10.6%；餐饮收入下降 36.5%。1—5 月份，全国网上零售额同比增长 4.5%，比 1-4 月提高 2.8 个百分点。其中，实物商品网上零售额增长 11.5%，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%；在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 37.0%和 14.9%，穿类商品下降 6.8%。从分项数据看，虽然餐饮收入依然处于下降状态，表明餐饮消费尚未完全恢复，但未来随着疫情的进一步控制，这一数据将有进一步改善的空间。

图11：固定资产投资相关数据

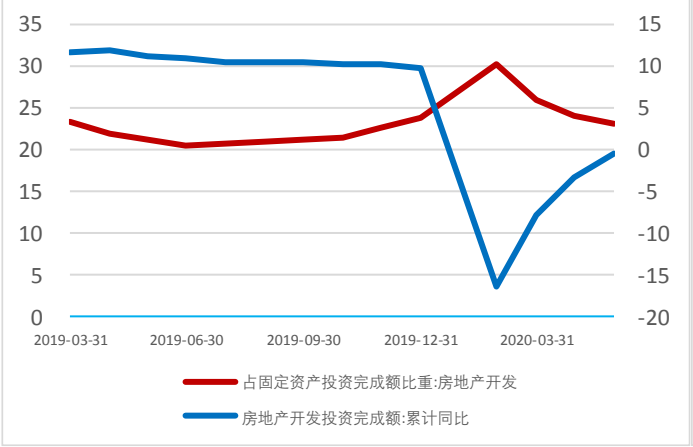
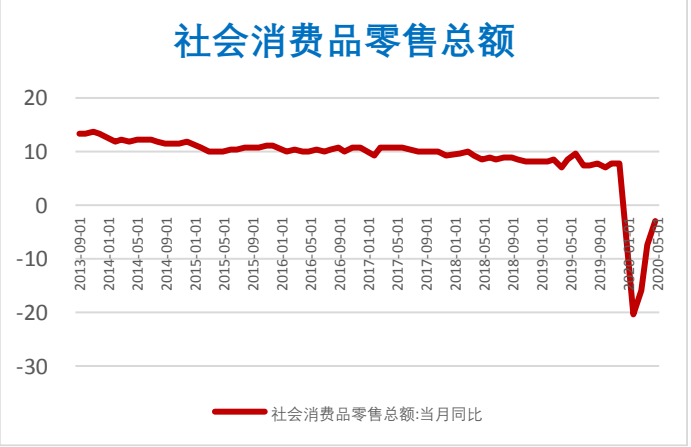


图12：消费品零售总额



资料来源:WIND 资讯　银河期货

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 4.0 个百分点；5 月份环

比增长 5.87%。分领域看，基础设施投资同比下降 6.3%，制造业投资下降 14.8%，房地产开发投资下降 0.3%，降幅分别比 1-4 月份收窄 5.5、4.0、3.0 个百分点。全国商品房销售面积同比下降 12.3%；商品房销售额下降 10.6%，降幅分别比 1-4 月份收窄 7.0 和 8.0 个百分点。受到新增地方政府专项债额度增加，以及今年专项债投向基建项目的比例明显提升的影响，基建投资增速则有望回升。从商品房销售数据来看，商品销售数据回升较快，这降低了经济深度下行的风险。

研究员 :万一菁 **投资咨询从业证书号 :Z0014329** **电邮 :wanyijing_qh@chinastock.com.cn**

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。