固收点评报告

固定收益点评报告

亮眼的地产和基建
——5 月经济数据点评

基本结论

- **事件：**统计局 6 月 15 日公布，5 月规模以上工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月回升 0.5 个百分点；1-5 月累计全国固定资产投资同比下降 6.3%，降幅收窄 4 个百分点；5 月份社会消费品零售总额同比下降 2.8%，前值-7.5%。我们解读如下：
- **工业：生产继续修复，需求回暖后库存去化。**5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月加快 0.5 个百分点，工业生产继续修复。目前工业企业基本实现完全复工和人员返岗，但达产率尚未完全恢复，内需恢复速度是未来产能进一步提升的关键。库存方面，内需改善下企业库存消耗加快，库存周期重新回到被动去化的阶段。
- **投资：地产基本恢复，基建投资有所成效。**1-5 月固定资产投资累计同比下降 6.3%，降幅较前值收窄 4 个百分点。**房地产：**5 月房地产投资增速回升 1.13 个百分点至 8.09%，已恢复至疫情发生前，预计土地购置费依旧起到重要支撑作用；为贯彻“房住不炒”的政策导向，若宽松的资金面引发地产出现过热趋势，行业政策或边际收紧。**基建：**广义基建投资由 4 月的 4.79%提升至 5 月的 10.9%，增速进一步扩大，说明积极财政助力基建稳投资已有所成效；从资金来源和项目储备考虑，未来基建还有较大发力空间。**制造业：**制造业投资修复减慢，主要源于企业产能利用水平较低，叠加国内外经济前景存在较大不确定性因素，因此企业投资扩产意愿不足。
- **消费：可选消费品加速修复，释放消费增长空间。**居民消费需求陆续释放，5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，回升 4.7 个百分点。可选消费品同比大幅回升，说明居民消费结构有所改善；受益于多地出台汽车消费刺激政策，汽车消费明显好转。
- **债市策略：**经济基本面确定性好转，但考虑到 6 月和 7 月是建筑业的传统淡季，近期水泥价格已趋于回落，基建和地产施工对经济的拉动有所减弱，预计 6 月经济增速恢复程度低于 5 月。国内整体局势向好将一定程度改变债市环境，收益率大幅下行的可能性降低，但并不意味着拐点到来。一方面在市场悲观情绪下债市利率可能已有所超调，另一方面，基建投资高预期、三季度 CPI 快速下行以及疫情走势给债市带来预期差的交易机会。我们认为下半年长端利率还具备下行空间，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。
- **风险提示：**1）货币政策持续收紧；2）利率波动超预期。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

事件：统计局 6 月 15 日公布，5 月规模以上工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月回升 0.5 个百分点；1-5 月累计全国固定资产投资同比下降 6.3%，降幅收窄 4 个百分点；5 月份社会消费品零售总额同比下降 2.8%，前值-7.5%。我们解读如下：

1、工业：生产继续修复，需求回暖后库存去化

伴随国内复工复产深入推进，工业生产继续回升。5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月加快 0.5 个百分点；1-5 月工业增加值累计同比仍下降，降幅收窄 2.1 个百分点至 2.8%。当前工业企业基本实现完全复工和人员返岗，但达产率尚未完全恢复。截至 5 月 27 日，产能恢复到 8 成以上的规上工业企业占比 67.4%，较 4 月下旬上升 6.6 个百分点[1]，内需恢复速度是未来产能进一步提升的关键。

从高频数据来看，5 月新 6 大发电集团发电耗煤量同比 13.99%，实现增速转正，与工业增加值数据保持一致；全国高炉开工率回升至 70.6%，已恢复到去年同期的水平。

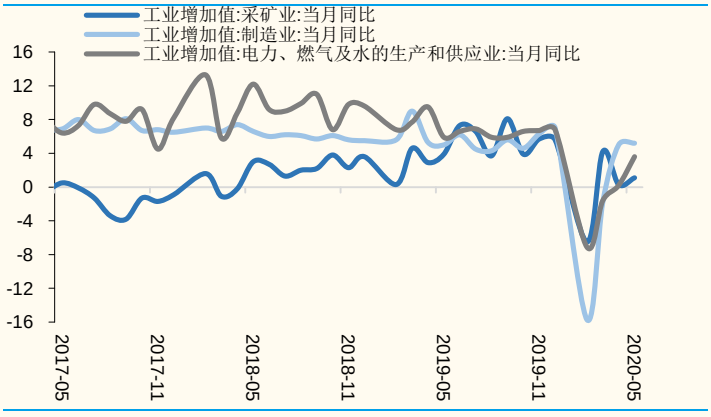
三大门类制造业、采矿业、电热燃气及水生产和供应业增加值同比分别为 5.2%、1.1%和 3.6%，同比增速均有所加快。其中，电热燃气及水的生产和供应业增加值同比较上月显著回升 3.4 个百分点，主要受到低基数效应影响。

具体到行业，绝大多数行业增加值同比实现正增长，正增长的行业数较上月增加 2 个，**其中装备制造业和高技术制造业增速高于整体工业**。受到销售回暖带动，5 月汽车制造业同比增速较上月提升 6.4 个百分点至 12.2%；专用设备制造业、电子设备制造业和通用设备制造业继续保持较快增速；由于口罩等防疫物资出口继续加大，纺织业增加值增速回升 2.3 个百分点至 4.3%。

受益于基建投资加速落实、居民消费逐渐回归正轨，内需改善下企业库存消耗加快，4 月产成品库存同比较前值回落 4.3 个百分点至 10.6%，5 月产成品库存 PMI 回落 2 个百分点至 47.3%。虽然经济复苏后库存去化加速，但当前库存水平依旧处于高位，制约产能进一步释放，未来企业库存修正和复工达产取决于需求回升程度。

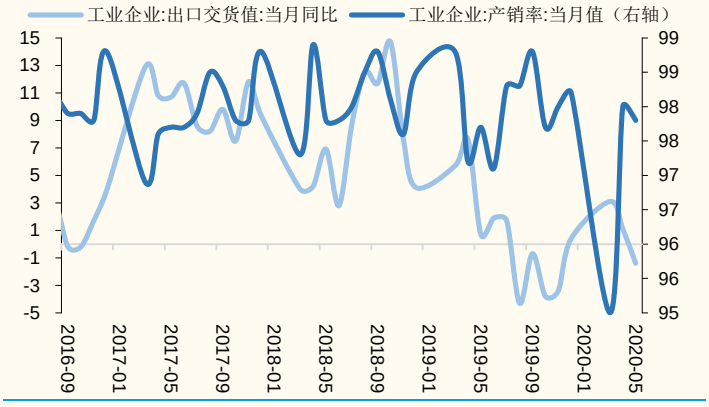
5 月生产继续修复主要源于复工复产深化推进和需求回暖，但内需恢复缓慢叠加外需收缩导致企业产能利用率不足，因此未来需求恢复是拉动经济的关键因素。然而，5 月企业出口交货值同比和产销率均趋于回落，说明当前总需求依旧疲软；同时，近期北京疫情扩散一定程度上将抑制居民消费进一步回升，需求恢复不足或将拖累生产继续改善。

图表 1：三大门类同比增速均有所加快（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：需求恢复不足制约生产进一步修复（%）



来源：Wind，国金证券研究所

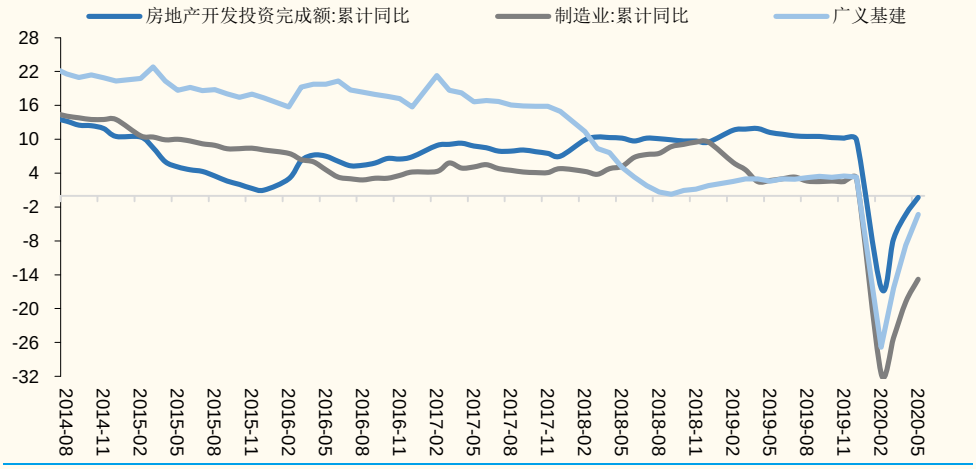
2、投资：地产基本恢复，基建投资有所成效

[1] 来源：http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202006/t20200615_1760166.html

1-5 月固定资产投资累计同比下降 6.3%，降幅较前值收窄 4 个百分点。在三大分项中，地产、基建和制造业投资累计同比分别为-0.3%、-3.31%和-14.8%，降幅均明显收窄。

从单月来看，5 月基建投资同比大幅回升 6.11 个百分点至 10.9%，说明基建发力稳投资有所成效；房地产投资同比增长 8.09%，涨幅增加 1.13 个百分点，已恢复至疫情发生前；制造业投资增速依旧处于负向区间，较前值回升 1.41 个百分点至-5.33%。

图表 3：三大分类投资增速继续恢复（%）



来源：Wind，国金证券研究所

房地产开发投资表现韧性，1-5 月地产开发投资累计增速为-0.3%，显著优于制造业和基建。当前已完全恢复至疫情发生前，预计上半年累计增速可转正。

受商品房销售回暖带动，5 月房屋新开工面积同比增速转正，回升 3.8 个百分点至 2.6%；竣工面积同比增长 6.2%，较前值的-8.8%大幅回升；1-5 月施工面积累计增速小幅回落至 2.33%。考虑到建安投资增速与施工面积的相关性达到 90%以上，预计 5 月建安工程对房地产投资的支撑小幅减弱。

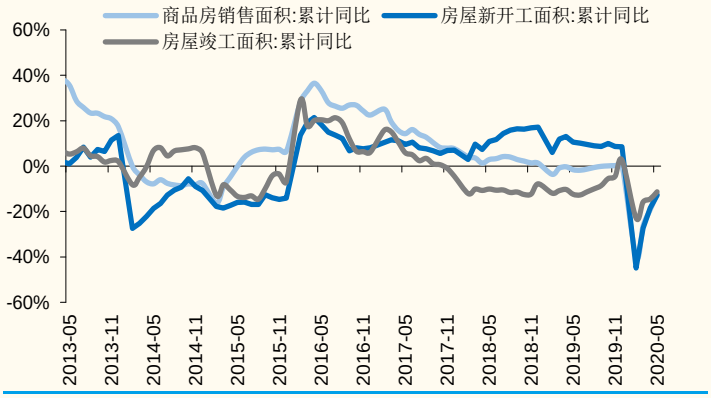
5 月土地市场成交保持火热，100 大中城市供应土地面积环比回升约 29%，挂牌均价回落 10.4%；住宅类土地平均溢价率 17.27%，与上月基本持平；1-5 月房企购置土地面积和土地成交价款累计同比分别较前值回升 3.9 和 0.12 个百分点至-8.1%和 7.03%。再考虑到 2019 年下半年土地市场回暖，5 月土地购置费依旧对地产投资起到重要支撑作用。

商品房销售方面，5 月商品房销售面积同比 9.7%，较 4 月的-2.3%大幅回升 12 个百分点。从高频数据来看，30 大中城市商品房成交面积呈逐周上涨趋势，5 月第三周和第四周的成交面积超过去年同期，说明居民购房需求加速释放。销售回暖提升房企拿地和新开工的积极性。

从资金来源端看，1-5 月房地产开发资金来源累计同比-6.1%，较前值回升 4.3 个百分点。其中，国内贷款降幅较小为-0.5%，说明银行贷款意愿良好；受益于市场融资环境好转，自筹资金回升 4.4 个百分点至-0.8%；伴随房屋销售回暖，其他资金降幅加速收窄至 10.7%，回升 5.2 个百分点。

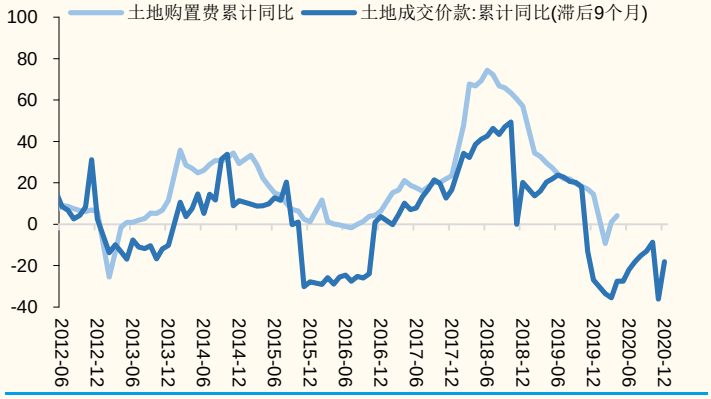
房屋销售回暖主要得益于流动性宽松，挂钩 LPR 的房贷利率下调，居民购房积极性持续回升；叠加宽松的行业融资环境，房企资金压力逐渐缓解，助力本次房地产投资快速修复。考虑到当前房屋销售和投资已基本恢复，为贯彻“房住不炒”的政策导向，若宽松的资金面引发地产出现过热趋势，行业政策可能边际收紧。

图表 4：5 月房屋销售施工继续好转（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：土地购置费同比增速有望回升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

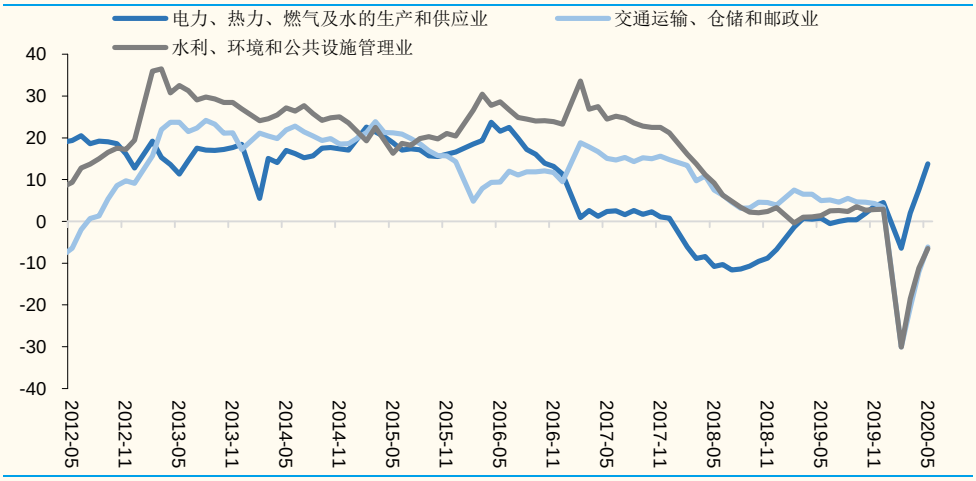
1-5 月基建投资（不含电力）同比增速为-6.3%，广义基建投资为-3.31%，均较前值回升 5.5 个百分点。从单月来看，广义基建投资由 4 月的 4.79%提升至 5 月的 10.9%，增速进一步扩大，说明积极财政助力基建稳投资已有所成效；投资增速表现与 5 月土木工程建筑业 PMI 具有一致性。

三大基建行业中，电热燃气及水的生产和供应业加快增长，1-5 月累计同比增速提升至 13.8%；交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业累计同比分别为-6.1%和-6.5%，降幅分别收窄 6 和 4.7 个百分点。

从建材角度分析，5 月钢价继续上涨，螺纹钢和铁矿石库存加速下行；水泥和玻璃价格均呈上涨趋势。建材行情整体向好，说明建筑业施工进度加快，前期申报的基建项目加速落地。

从资金端考虑，财政部提前下达的 1 万亿元专项债新增限额在 5 月完成发行；国内贷款、财政支出和城投债净融资等资金渠道同比均明显提升。可见，基建资金来源和项目储备均较充裕，未来还有发力空间。

图表 6：三大基建行业固定资产投资累计同比走势（%）



来源：Wind，国金证券研究所

1-5 月制造业投资累计同比下滑 14.8%，较前值回升 4 个百分点；单月投资增速回升 1.41 个百分点至-5.33%，修复速度明显减慢。分行业来看，1-5 月高技术产业投资下降 1.9%，表现优于制造业整体，其中，计算机电子设备制造业继续快速回升，增速提升 5.8 个百分比至 6.9%；医药制造业大幅回升 9.6 个百分点至 6.9%，投资增速转正；此外，化学原料制品业、设备制造业和有色金属加工业均保持较快恢复速度。纺织业和汽车制造业投资累计增速分别为-26.2%和-

23.2%，依旧处于较大的负值区间。

制造业投资动力不足，主要原因在于外贸订单收缩、内需尚未完全修复导致企业产能利用率较低，叠加疫情背景下国内外经济前景存在较大不确定性因素，因此企业投资扩产意愿较弱，未来制造业投资的修复进度取决于需求端的反弹程度。

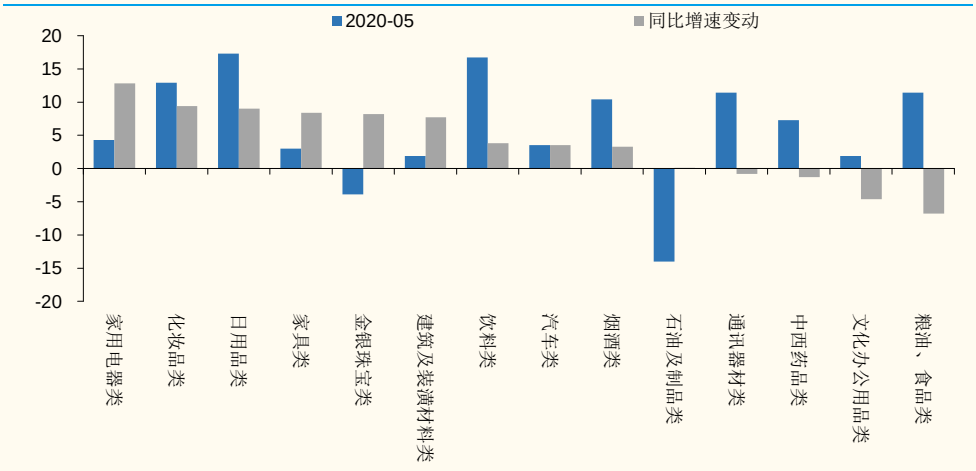
3、消费：可选消费品加速修复，释放消费增长空间

居民消费需求陆续释放，5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，扣除价格因素实际下降 3.67 %，分别较 4 月回升 4.7 和 5.4 个百分点。

分产品来看，化妆品类和金银珠宝类等可选消费品同比大幅回升，分别较前值提升 9.4 和 8.2 个百分点，说明居民消费结构有所改善；受商品房销售回暖带动，家用电器类和家具类同比分别回升 12.8 和 8.4 个百分点至 4.3%和 3%，增速转正；之前大幅增长的粮油食品类同比依旧保持较高水平 11.4%，但涨幅显著回落 6.8%。汽车消费同比增长 3.5%，主要原因在于多地推出购车补贴和放开限购等汽车消费刺激政策。餐饮收入降幅继续收窄，5 月同比下滑 18.9%，较前值回升 12.2 个百分点，伴随居民出行消费逐渐回归正轨，服务业有望稳步复苏。

可选消费品加速修复说明居民消费结构改善，实现消费逐步升级，可选消费品在未来还能释放出更多增长空间。虽然服务业逐渐复苏，但从近日北京疫情趋严来看，人员密集性、接触服务业依旧面临挑战，有待疫情发展出现重大转折。政策方面，购车刺激政策接连出台，同时多地密集发放本地消费券，助力居民消费继续修复。

图表 7：5 月可选消费品继续修复（%）



来源：Wind，国金证券研究所

4、债市策略

5 月数据综合来看：工业增加值正向增速加大，生产继续恢复；基建和地产拉动投资进一步修复；居民消费明显改善，国内经济运行保持恢复态势。从资金来源和项目储备来看，基建投资还有进一步发力空间；直达基层的创新型货币政策为中小微企业提供更大力度的金融支持；叠加发达经济体疫情进入下半程，全球经济逐渐复苏，预计未来经济基本面继续好转。考虑到 6 月和 7 月是建筑业的传统淡季，近期水泥价格已趋于回落，基建和地产施工对经济的拉动有所减弱，预计 6 月经济增速恢复程度低于 5 月。

国内整体局势向好将一定程度改变债市环境，收益率大幅下行的可能性降低，但并不意味着拐点到来。一方面在市场悲观情绪下债市利率可能已有所超调，另一方面，基建投资高预期、三季度 CPI 快速下行和疫情走势给债市带来预期差的交易机会。我们认为下半年长端利率还具备下行空间，三季度 10Y 国债收

益率有望下行至 2.5%-2.6%。

6、风险提示

1）货币政策持续收紧；2）利率波动超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH