修复期存波折

——中国 5 月经济数据点评

事件

国家统计局公布 5 月份主要经济指标。指标持续改善，经济运行延续复苏态势，同时也要看到，境外疫情和世界经济形势更趋严峻复杂，国内经济稳定运行仍面临较多风险挑战；下一步要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚决打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，狠抓各项政策举措早落地早见效，努力完成全年经济社会发展目标任务。

点评

趋势：经济修复的方向没有变化。从 5 月的经济数据来看，无论是生产还是消费，亦或是投资，都是朝着疫后继续修复的方向在运行。因而从整体资产配置的思路上来看，继续朝着上半年配置债券向下半年配置股票、商品的思路转变。

结构：短期生产快于消费的特点。从 5 月修复的结构上来看，生产恢复显著的强于消费，显示出对于未来的宏观供需而言，存在着供大于求的现实，对于价格而言存在着继续回落的压力。且从供给侧改革的现实出发来看，在经济冲击之后，财政发力进行逆周期调节的需求增加，但是在保民生而非扩增量的情况下，5 月基建投资的状况并不好于房地产投资，对于市场此前高涨的“大基建”预计短期面临压力。预计 6 月开始，随着特别国债的发行将逐渐转变这一状况。6 月关注宏观价格层面回落的压力。

节奏：短期经济扩张的意愿还没有启动。从消费者信心的角度，尽管地方债发行超预期，但是 5 月货币剪刀差还没有向上启动，且在疫情阶段性反复的推动下，对于服务性消费依然存在着短期的压力。从产业链利润的情况来看，通胀剪刀差在 5 月也没有呈现出更好的修复迹象，CPI 虽然继续回落，且在基数效应下存继续回落，但是 PPI 的 5 月继续单月回落，显然放慢了产业链利润的分配传导，因而短期内依然增加了周期向上启动的难度。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

缺乏信心，有待时间来建立——美联储 4 月 FOMC 点评
2020-04-30

本周议息会议，关注“收益率曲线控制”——美联储政策跟踪第 4 期
2020-04-28

信用的恶化和市场的改善——欧央行放松抵押品规则点评（续）
2020-04-23

低油价下谈黄金的配置
——周期末端观察（八）
2020-04-21

经济下行，信贷规则继续放松
——美联储政策跟踪第 3 期
2020-04-21

1 年 5 年期 LPR 双双下调
——LPR 利率点评
2020-04-20

美元流动性稳定，信用担忧增加
——美联储政策跟踪第 2 期
2020-04-14

附：5 月份国民经济运行延续复苏态势

来源：统计局[1]

点评：定性——复苏在延续

5 月份，各地区各部门以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，科学统筹疫情常态化防控和经济社会发展，复工复产复商复市扎实推进，生产需求继续改善，就业物价总体平稳，积极变化累积增多，国民经济逐步恢复。

一、工业生产继续回升，装备制造业和高技术制造业较快增长

点评：生产端——连续 2 个月同比转正，累计增速虽然仍未下降，但是降幅继续收窄。

5 月份，全国规模以上工业增加值同比**增长 4.4%**，增速比 4 月份**加快 0.5 个百分点**；环比增长 1.53%。1-5 月份，全国规模以上工业增加值**同比下降 2.8%**，降幅比 1-4 月份**收窄 2.1 个百分点**。5 月份，分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 2.1%；股份制企业增长 4.8%，外商及港澳台商投资企业增长 3.4%；私营企业增长 7.1%。分三大门类看，采矿业增加值增长 1.1%，**制造业增长 5.2%**，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.6%。5 月份，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。从产品产量看，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%。

1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 12598 亿元，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**。

图1　规模以上工业增加值增速（月度同比）



二、服务业生产指数增速由负转正，现代服务业增势较好

点评：截止 5 月服务业生产也转正，但是显然随着北京疫情的反复，服务业面临的压力短期增加。

5 月份，全国服务业生产指数同比**增长 1.0%**，4 月份为下降 4.5%。1-5 月份，服务业生产指数**同比下降 7.7%**，降幅比 1-4 月份**收窄 2.2 个百分点**。从主要行业看，5 月份，信息传输、软件和信息技术服务业，房地产业，金融业生产指数同比分别增长 12.9%、7.1%、5.2%，比 4 月份分别加快 7.7、6.0、0.8 个百分点；**批发和零售业，住宿和餐饮业同比分别下降 2.1%、**

[1] http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/202006/t20200614_1760155.html

21.7%，降幅比 4 月份分别收窄 4.5、12.0 个百分点。1-4 月份，规模以上服务业企业营业收入同比下降 8.6%，降幅比 1-3 月份收窄 2.9 个百分点，其中信息传输、软件和信息技术服务业增长 6.9%。

三、市场销售逐步回暖，消费升级类商品和网上零售持续向好

点评：和生产端已经有两个月增速转正不同，消费端 5 月依然为下降，且降幅收敛程度不明显。相反，网上零售继续增长，且增速加快，但是网上零售的占比仅占四分之一。

5 月份，社会消费品零售总额 31973 亿元，同比下降 2.8%，降幅比 4 月份收窄 4.7 个百分点；环比增长 0.79%。1-5 月份，社会消费品零售总额 138730 亿元，同比下降 13.5%，降幅比 1-4 月份收窄 2.7 个百分点。5 月份，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 27881 亿元，同比下降 2.8%；乡村消费品零售额 4092 亿元，下降 3.2%。按消费类型分，餐饮收入 3013 亿元，下降 18.9%；商品零售 28959 亿元，下降 0.8%。基本生活类商品销售较快增长，5 月份，限额以上单位商品零售额中，日用品类、饮料类、粮油食品类同比分别增长 17.3%、16.7%、11.4%。消费升级类商品销售持续改善，5 月份，体育娱乐用品类和化妆品类商品分别增长 15.4%和 12.9%，比 4 月份分别加快 3.8 和 9.4 个百分点；**汽车类增长 3.5%**。网上零售持续向好，1-5 月份，全国网上零售额 40176 亿元，同比增长 4.5%，比 1-4 月份加快 2.8 个百分点；其中，实物商品网上零售额增长 11.5%，比 1-4 月份加快 2.9 个百分点，占社会消费品零售总额的比重为 24.3%，比 1-4 月份提高 0.2 个百分点。

图2 社会消费品零售总额增速（月度同比）



点评：投资依然是相对谨慎的状态，尤其是基建投资依然下降 6.3%，但是在土地扩张的带动下房地产投资降幅收窄至 0.3%，基本收复去年的状态。从投资的结构来看，在“六保”的驱动下，第一产业投资同比持平去年——截至 6 月 15 日，全国夏粮收获已到九成，预计小麦亩产平均提高 4 公斤。

四、固定资产投资降幅明显收窄，高技术产业和社会领域投资增速由负转正

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）199194 亿元，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 48703 万平方米，同比下降 12.3%；商品房销售额 46269 亿元，下降 10.6%，降幅分别比 1-4 月份收窄 7.0 和 8.0 个百分点。分产业看，第一产业投资**同比持平**，1-4 月份为下降 5.4%；第二产业投资下降 11.8%，第三产业投资下降 3.9%，降幅分别比 1-4 月份收窄 4.2、3.9 个百分点。高技术产业投资增长 1.9%，1-4 月份为下降 3.0%；其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 2.7%和 0.5%。高技术制造业中，计算机及办公设备制造业、医药制造业分别增长 12.0%、6.9%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成

果转化服务业投资分别增长 25.4%、25.2%。社会领域投资增长 3.6%，1-4 月份为下降 3.1%；其中教育、卫生投资分别增长 10.4%、9.5%，比 1-4 月份分别加快 7.5、4.8 个百分点。

图3 固定资产投资（不含农户）增速（累计同比）

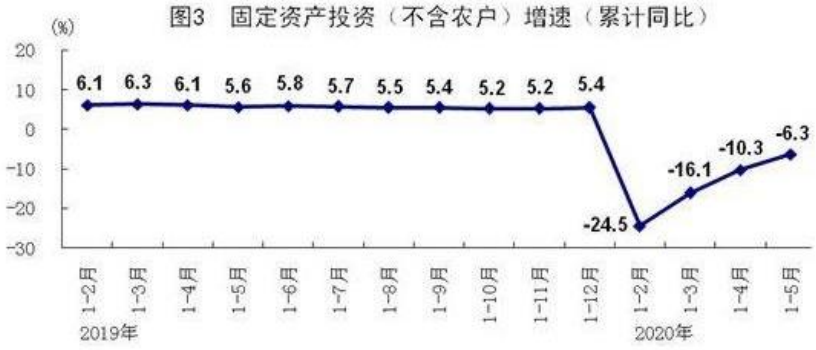
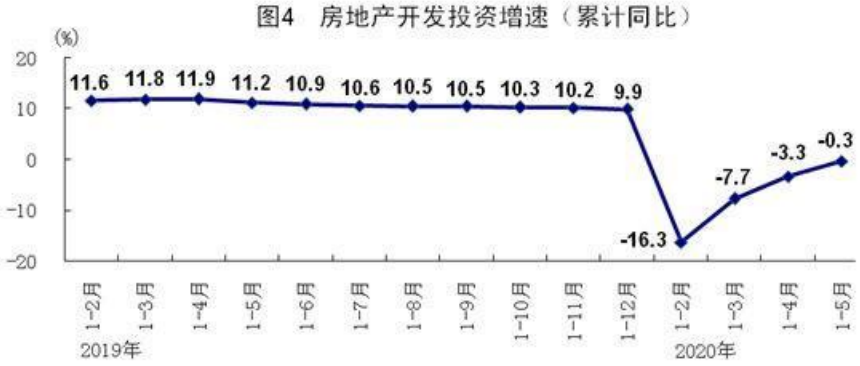


图4 房地产开发投资增速（累计同比）



五、居民消费价格涨幅回落，工业生产者出厂价格降幅扩大

点评：从产业链利润和信用角度来看，5 月无论是通胀剪刀差还是货币剪刀差，均没有出现明显的改善迹象。显示出经济的复苏依然是相对缓慢的，且这种缓慢的信用扩张状态下，产业链的结构预计将进一步转变。

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%。分类别看，5 月份，食品烟酒价格同比上涨 8.5%，衣着下降 0.4%，居住下降 0.5%，生活用品及服务上涨 0.1%，交通和通信下降 5.1%，教育文化和娱乐上涨 2.2%，医疗保健上涨 2.1%，其他用品和服务上涨 5.3%。在食品烟酒价格中，猪肉上涨 81.7%，粮食上涨 1.5%，鲜菜下降 8.5%，鲜果下降 19.3%。扣除食品和能源价格后的**核心 CPI 上涨 1.1%，与 4 月份持平**。

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%。





六、城镇调查失业率总体稳定，新增就业略有减少

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；其中 25-59 岁人口调查失业率为 5.4%，下降 0.1 个百分点。31 个大城市城镇调查失业率为 5.9%，比 4 月份上升 0.1 个百分点。5 月份，全国企业就业人员周平均工作时间为 46.1 小时，比 4 月份增加 1.8 小时。1-5 月份，全国城镇新增就业 460 万人，与上年同期相比少增 137 万人。

七、货物出口保持增长，贸易顺差有所扩大

点评：5 月对外账户继续显示出衰退型的顺差，且央行口径的外汇占款继续显示出流出的状态，显示出外需当前没有完全恢复，国内的进口需求在消费改善缓慢的情况下表现低迷。

5 月份，货物进出口总额 24696 亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 14562 亿元，增长 1.4%；进口 10134 亿元，下降 12.7%。进出口相抵，贸易顺差 4427 亿元，比 4 月份扩大 1246 亿元。1-5 月份，货物进出口总额 115381 亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 61989 亿元，下降 4.7%；进口 53391 亿元，下降 5.2%。贸易方式结构继续优化。1-5 月份，一般贸易进出口占进出口总额的比重为 59.9%，比上年同期提高 0.1 个百分点。民营企业进出口占进出口总额的比重为 44.3%，比上年同期提高 2.9 个百分点。

八、金融信贷较快增长，市场预期总体稳定

5 月末，社会融资规模存量为 268 万亿元，同比增长 12.5%；其中对实体经济发放的人民币贷款余额为 162 万亿元，增长 13.3%。广义货币（M2）余额 210 万亿元，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**。

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。

总的来看，5 月份主要经济指标持续改善，经济运行延续复苏态势。同时也要看到，境外疫情和世界经济形势更趋严峻复杂，国内经济稳定运行仍面临较多风险挑战。下一步，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实全国“两会”和政府工作报告精神，紧扣全面建成小康社会目标任务，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚决打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，狠抓各项政策举措早落地早见效，努力完成全年经济社会发展目标任务。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com