日期：2020 年 06 月 16 日

经济修复中 需求改善

——2020 年 1-5 月宏观数据点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

经济持续修复中，需求改善

5月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，比上月加快0.5个百分点。随着复工复产深入加快，工业生产明显进一步恢复，连续两个月实现正增长。三大产业均继续回升，而其中公共事业本月涨幅最大。与上月相比，食品、医药、电子设备、运输设备、有色金属冶炼等行业产值进一步回升。1-5月份固定投资同比下降6.3%，降幅比1-4月份收窄4.0个百分点。5月迎来地方债的天量发行，基建加快推进，使得基建投资的降幅继续收窄。制造业投资下降14.8%，降幅收窄4个百分点，制造业投资也在逐步修复。房地产投资降幅进一步收窄，下月有望转正，并且表现持续领先于整体投资。5月份消费同比下降2.8%，降幅收窄4.7个百分点。在五一长假助力下，各地密集出台政策刺激消费，各项消费均有所改善，通讯器材、中西药品进一步增长。6月迎来电商大促，消费也有望进一步释放潜力，迎来转正。整体来看，经济正从疫情冲击下逐步恢复，各项指标均有改善，工业生产正逐渐向正常水平恢复，投资、消费降幅继续收窄。5月份，全国城镇调查失业率为5.9%，比上月下降0.1个百分点，就业压力也有改善。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏调政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

逆周期调节政策效应显现

1季度经济受疫情冲击到底有多大，在现在已明了情况下，后续增长的态势也更趋明了。从复工复产等社会经济活动的情况来看，5月底6月初，规模以上工业、建筑业、服务业达到正常生产水平一半以上的企业比重分别比4月底提高2.9、9.2、7.5个百分点。从就业情况看，压力虽有，但社会容纳力完全可以承受疫情的冲击。就业作为为“六稳”和“六保”的首位，要继续落实相关措施，稳住经济的同时也将稳住就业。政策应对方面，中国并无出台超常规措施，只是根据实际影响按原有政策基调和框架体系，出台了一些针对性的举措。前期出台的降准和再贷款、再贴现措施，仍然延续了支持中小企业和定向投放的政策框架。在投资促进和产业政策上，针对疫情冲击加大了对重点项目的支持力度，如税收减免和资产收费上。

事件：1-5 月实体经济数据公布

1.工业生产继续回升

5月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较4月份回升0.5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%。

2.固定资产投资继续修复

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。其中，民间固定资产投资112232亿元，下降9.6%，降幅收窄3.7个百分点。从环比速度看，5月份固定资产投资（不含农户）增长5.87%。

3.消费回暖

5月份，社会消费品零售总额31973亿元，同比下降2.8%（扣除价格因素实际下降3.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），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28597亿元，下降3.5%。1-5月份，社会消费品零售总额138730亿元，同比名义下降13.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额125946亿元，下降13.0%。

	实际值	上月值	去年同期
工业增加值（当月）	4.4	3.9	5
固定资产投资（不含农户）	-6.3	-10.3	5.6
社会消费品零售（当月）	-2.8	-7.5	8.6

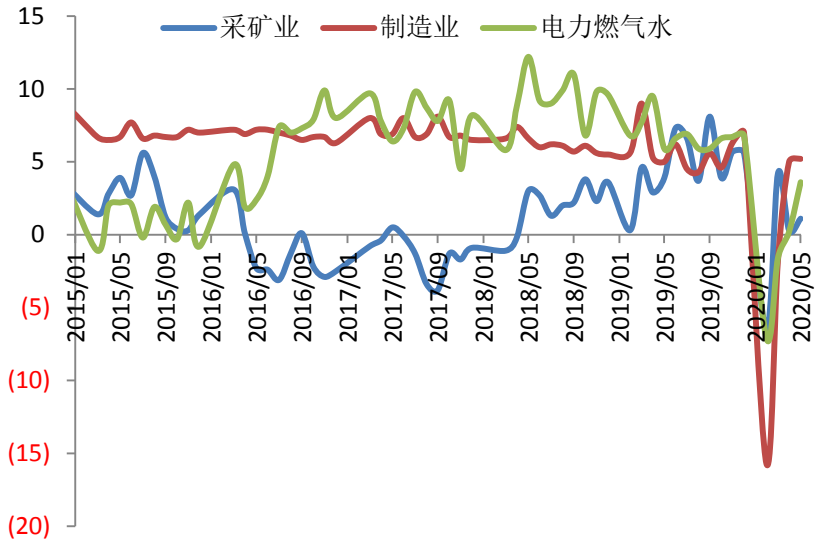
数据来源：路透、上海证券研究所

事件解析：数据特征和变动原因

1.三大产业均有加快

5月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，比上月加快0.5个百分点。随着复工复产深入加快，工业生产明显进一步恢复，连续两个月实现正增长。分三大门类看，5月份，采矿业增加值同比增长1.1%，增速较4月份加快0.8个百分点；制造业增长5.2%，加快0.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.6%，加快3.4个百分点。三大产业均继续回升，而其中公共事业本月涨幅最大。从产量来看，原油生产量小幅回升，原煤产量则由正转负；而制造业中，钢材、水泥、汽车产量增速上升；公共事业中，发电量明显回升，带动公共事业增长加快。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

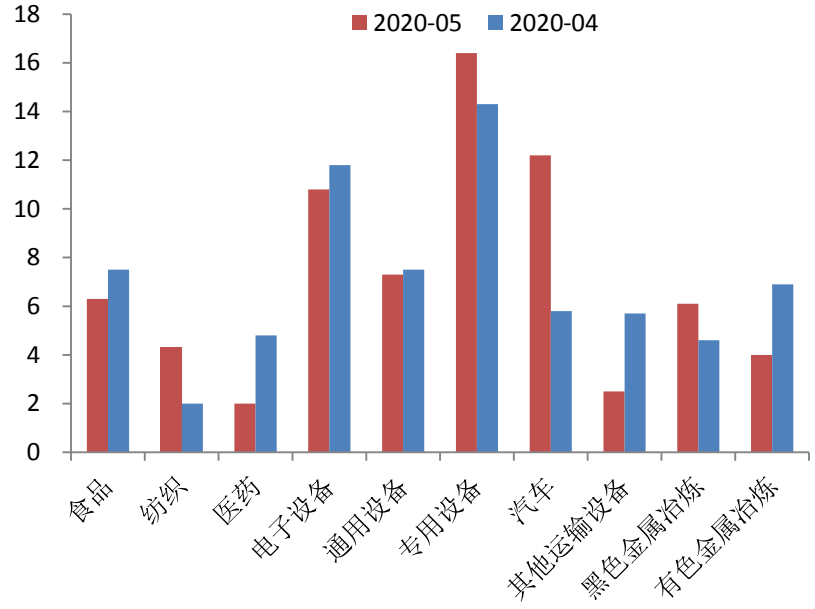


数据来源：wind，上海证券研究所

2.装备制造业增加加快

分行业看，5月份，41个大类行业中有30个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业同比下降0.5%，纺织业增长4.3%，化学原料和化学制品制造业增长3.9%，非金属矿物制品业增长5.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增长6.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长4.0%，通用设备制造业增长7.3%，专用设备制造业增长16.4%，汽车制造业增长12.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长2.5%，电气机械和器材制造业增长6.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长10.8%，电力、热力生产和供应业增长4.0%。与上月相比，食品、医药、电子设备、运输设备、有色金属冶炼等行业产值进一步回升。装备制造行业增长继续加快，基建类相关产品增势较好。5月份，装备制造业增加值同比增长9.5%，增速较上月加快0.2个百分点。其中，汽车制造业增长12.2%，加快6.4个百分点，增速为2018年下半年以来各月最高水平；专用设备制造业增长16.4%，加快2.1个百分点；电子、仪器仪表、通用设备等行业继续保持较快增长态势，增速在7.3%—10.8%之间。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

3.各项投资降幅收窄

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。其中，民间固定资产投资 112232 亿元，下降 9.6%，降幅收窄 3.7 个百分点。从环比速度看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 5.87%。

第一产业投资 5634 亿元，同比持平，1-4 月份为下降 5.4%；第二产业投资 60469 亿元，下降 11.8%，降幅收窄 4.2 个百分点；第三产业投资 133091 亿元，下降 3.9%，降幅收窄 3.9 个百分点。

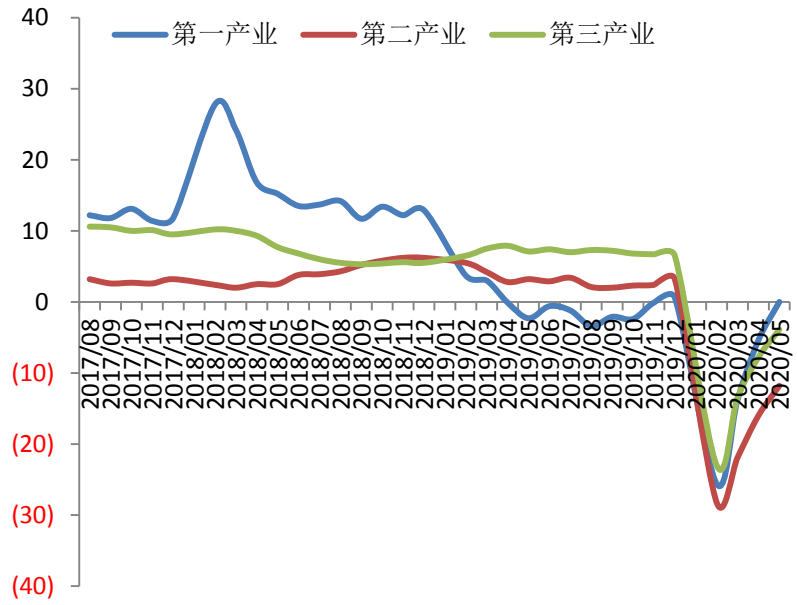
第二产业中，工业投资同比下降 10.9%，降幅比 1-4 月份收窄 4.2 个百分点。其中，采矿业投资下降 8.7%，降幅收窄 0.5 个百分点；制造业投资下降 14.8%，降幅收窄 4.0 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 13.8%，增速提高 6.2 个百分点。

第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 5.5 个百分点。其中，水利管理业投资下降 2.0%，降幅收窄 4.0 个百分点；公共设施管理业投资下降 8.3%，降幅收窄 5.3 个百分点；道路运输业投资下降 2.9%，降幅收窄 6.5 个百分点；铁路运输业投资下降 8.8%，降幅收窄 7.3 个百分点。

本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄。基建投资同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份收窄 5.5 个百分点。5 月迎来地方债的天量发行，基建加快推进，使得基建投资的降幅继续收窄，并且今年专项债增加至 3.75 万亿，有望扩大有效投资补短板，基建投资在财政加码刺激以及项目赶工下有望进一步恢复。制造业投资下降 14.8%，

降幅收窄 4 个百分点。疫情冲击下，对制造业冲击较大，制造业投资降幅一度最大，但随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助，制造业投资也在逐步修复。从区域来看，各地区降幅均继续收窄。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

4.房地产投资接近转正

1-5 月份，全国房地产开发投资 45920 亿元，同比下降 0.3%，降幅比 1-4 月份收窄 3.0 个百分点。其中，住宅投资 33765 亿元，同比持平，1-4 月份为下降 2.8%。

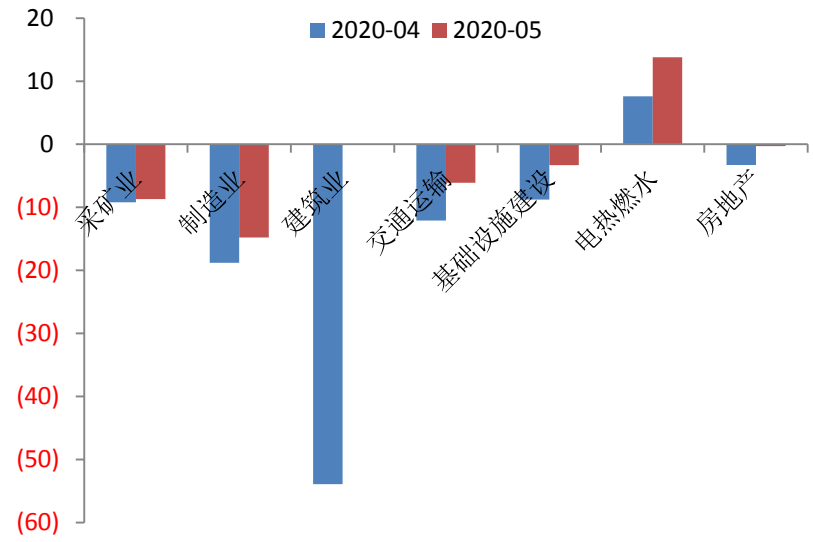
1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积 762628 万平方米，同比增长 2.3%，增速比 1-4 月份回落 0.2 个百分点。其中，住宅施工面积 536765 万平方米，增长 3.5%。房屋新开工面积 69533 万平方米，下降 12.8%，降幅收窄 5.6 个百分点。其中，住宅新开工面积 50888 万平方米，下降 13.9%。房屋竣工面积 23687 万平方米，下降 11.3%，降幅收窄 3.2 个百分点。其中，住宅竣工面积 16775 万平方米，下降 10.9%。1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 4752 万平方米，同比下降 8.1%，降幅比 1-4 月份收窄 3.9 个百分点；土地成交价款 2429 亿元，增长 7.1%，增速提高 0.2 个百分点。

1-5 月份，商品房销售面积 48703 万平方米，同比下降 12.3%，降幅比 1-4 月份收窄 7.0 个百分点。其中，住宅销售面积下降 11.8%，办公楼销售面积下降 26.7%，商业营业用房销售面积下降 21.7%。商品房销售额 46269 亿元，下降 10.6%，降幅比 1-4 月份收窄 8.0 个百

分点。其中，住宅销售额下降 8.4%，办公楼销售额下降 35.3%，商业营业用房销售额下降 26.6%。

房地产投资降幅进一步收窄，下月有望转正，并且表现持续领先于整体投资。其中新开工、销售等数据均有所改善，而施工略有下滑，保持平稳。在疫情的冲击下，施工为正继续支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。值得关注的是，土地购置面积继续收窄，土地成交款连续正增长，说明房企加快了拿地的节奏。土地购置费用的增长以及施工保持，也将进一步推进房地产投资的回升以及转正。并且从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，当前销售未恢复或仍集中在三四线城市。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，再次体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，因此但整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

图 4：主要行业固定投资完成额增速（累计同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

5. 消费回暖

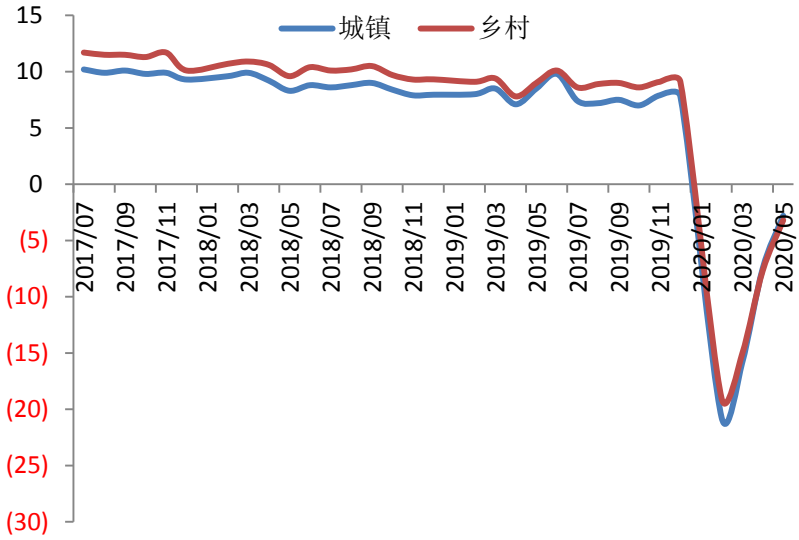
5 月份，社会消费品零售总额 31973 亿元，同比下降 2.8%（扣除价格因素实际下降 3.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 4.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 28597 亿元，下降 3.5%。1-5 月份，社会消费品零售总额 138730 亿元，同比名义下降 13.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 125946 亿元，下降 13.0%。

按经营单位所在地分，5 月份，城镇消费品零售额 27881 亿元，同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 4.7 个百分点；乡村消费品零售额 4092

亿元，下降 3.2%，降幅比上月收窄 4.5 个百分点。1-5 月份，城镇消费品零售额 120294 亿元，同比下降 13.5%；乡村消费品零售额 18437 亿元，下降 13.0%。

按消费类型分，5 月份，商品零售 28959 亿元，同比下降 0.8%，降幅比上月收窄 3.8 个百分点；餐饮收入 3013 亿元，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 127384 亿元，同比下降 10.6%；餐饮收入 11346 亿元，下降 36.5%。

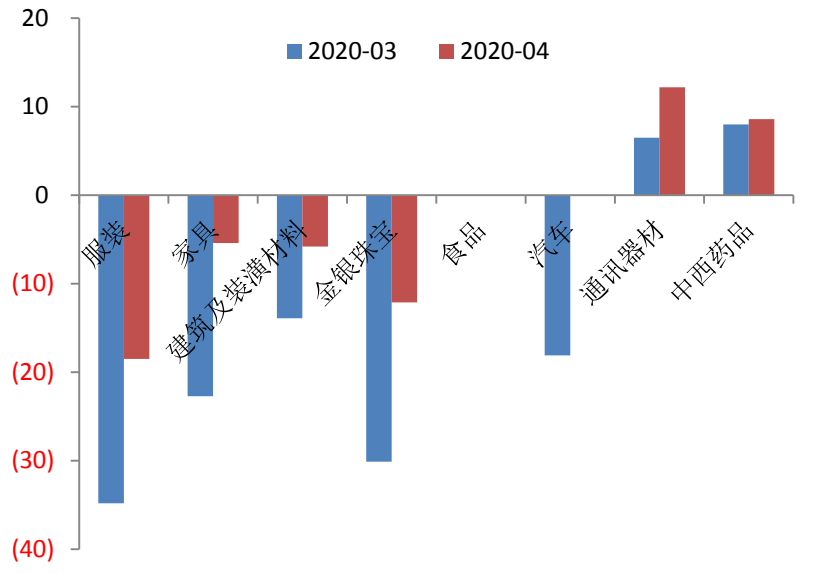
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，并且有五一长假助力，各地密集出台政策刺激消费，各项消费均有所改善，通讯器材、中西药品进一步增长。6月迎来电商大促，消费也有望进一步释放潜力，迎来转正。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

经济持续修复中

5月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，比上月加快0.5个百分点。随着复工复产深入加快，工业生产明显进一步恢复，连续两个月实现正增长。分三大门类看，5月份，采矿业增加值同比增长1.1%，增速较4月份加快0.8个百分点；制造业增长5.2%，加快0.2个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.6%，加快3.4个百分点。三大产业均继续回升，而其中公共事业本月涨幅最大。从产量来看，原油生产量小幅回升，原煤产量则由正转负；而制造业中，钢材、水泥、汽车产量增速上升；公共事业中，发电量明显回升，带动公共事业增长加快。与上月相比，食品、医药、电子设备、运输设备、有色金属冶炼等行业产值进一步回升。装备制造行业增长继续加快，基建类相关产品增势较好。

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。本月固定投资仍在继续修复，降幅进一步收窄。基建投资同比下降6.3%，降幅比1-3月份收窄5.5个百分点。5月迎来地方债的天量发行，基建加快推进，使得基建投资的降幅继续收窄，并且今年专项债增加至3.75万亿，有望扩大有效投资补短板，基建投资在财政加码刺激以及项目赶工下有望进一步恢复。制造业投资下降14.8%，降幅收窄4个百分点。疫情冲击下，对制造业冲击较大，制造业投资降幅一度最大，但随着加大对受疫情影响的企业尤其是中小企业的政策扶持、金融救助，制造业投资也在逐步修复。从区域来看，各地区降幅均继续收窄。房

地产投资降幅进一步收窄，下月有望转正，并且表现持续领先于整体投资。其中新开工、销售等数据均有所改善，而施工略有下滑，保持平稳。在疫情的冲击下，施工为正继续支撑了地产投资，使其在整体投资大幅下滑中表现中稍好，恢复也最快。值得关注的是，土地购置面积继续收窄，土地成交款连续正增长，说明房企加快了拿地的节奏。土地购置费用的增长以及施工保持，也将进一步推进房地产投资的回升以及转正。并且从高频数据来看，主要城市成交数据已恢复至疫情前正常水平，当前销售未恢复或仍集中在三四线城市。疫情冲击下，不少地区出台的楼市放松政策均被紧急叫停，再次体现了“房住不炒”是中央对房地产性质的定性，因此但整体上楼市放松、重回刺激老路的概率不大，要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。

5 月份，社会消费品零售总额 31973 亿元，同比下降 2.8%（扣除价格因素实际下降 3.7%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄 4.7 个百分点。随着疫情得到有效控制，供给恢复，原本被疫情抑制的消费需求也在逐步释放，并且有五一长假助力，各地密集出台政策刺激消费，各项消费均有所改善，通讯器材、中西药品进一步增长。6 月迎来电商大促，消费也有望进一步释放潜力，迎来转正。

整体来看，经济正从疫情冲击下逐步恢复，各项指标均有改善，工业生产正逐渐向正常水平恢复，投资、消费降幅继续收窄。5 月份，全国城镇调查失业率为 5.9%，比上月下降 0.1 个百分点，就业压力也有改善，但仍需保证就业优先政策的进一步落实。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。由于经济运行本身面临转型时期的较大压力，疫情后经济复苏步伐比较缓慢。 “新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年经济增长将延续平稳回升态势。国内疫情已得到控制，对冲性宏调政策也已出台，经济在多项政策效应综合影响下，回升方向不变。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会；货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市在经历短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。

事件预测：趋势判断

逆周期调节政策效应显现

5 月的数据进一步改善，逆周期调节政策效应正在显现。1 季度经济受疫情冲击到底有多大，在现在已明了情况下，后续增长的态势也更趋明了。从复工复产等社会经济活动的情况来看，5 月底 6 月初，规模以上工业、建筑业、服务业达到正常生产水平一半以上的企业比重分别比 4 月底提高 2.9、9.2、7.5 个百分点。从就业情况看，压力虽有，但社会容纳力完全可以承受疫情的冲击。就业作为为“六稳”和“六保”的首位，要继续落实相关措施，稳住经济的同时也将稳住就业。政策应对方面，中国并无出台超常规措施，只是根据实际影响按原有政策基调和框架体系，出台了一些针对性的举措。前期出台的降准和再贷款、再贴现措施，仍然延续了支持中小企业和定向投放的政策框架。在投资促进和产业政策上，针对疫情冲击加大了对重点项目的支持力度，如税收减免和资产收费上。中国也将坚持以结构调整为核心的稳健政策基调，对中小企业的金融救助已受到疫情真实冲击的企业为标准。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。