宏观

动力转换，复苏换挡

——2020 年 5 月经济数据点评

报告原因：事件点评

2020 年 6 月 15 日

宏观研究/点评报告

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码： S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件

➢ 6 月 15 日，统计局发布 2020 年 5 月份经济数据。

点评

➢ **5 月份工业增加值同比继续攀升，工业生产基本实现正常化。**5 月工业增加值同比 4.4%，前值 3.9%。去年工业增加值同比约 5.7%，因此可以看到目前工业增加值同比水平已经比较接近正常情况下的水平。分大类行业看，电力、燃气及水的生产和供应业同比增幅较大，制造业和高技术产业同比水平较高。以目前公布的具体行业来看，汽车制造业工业增加值同比增速回升明显，这可以与社零数据中汽车零售同比大幅增加相对应，说明汽车目前供需两旺。另外，与近期出口需求和远程办公需求相关的计算机、通信和其他电子设备制造业增速继续保持强劲。与基建、房地产相关的设备制造业表现抢眼，黑色金属冶炼业同比增幅较大。以上事实表明 5 月单月供给侧的恢复很大程度由来自于需求端的支撑， 复工复产对生产端带动的逻辑告一段落。

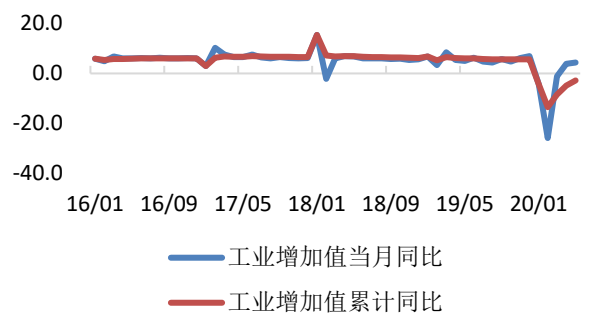
➢ **需求端继续爬坡，目前仍未回到疫情前水平。从投资来看，5 月固定资产投资完成额同比为-6.3%，前值-10.3%。**对于三大投资来说，房地产投资恢复程度仍然领先。房地产投资同比 5 月达到-0.3%，同比接近转正。高频数据显示 5 月房地产销售继续走高，这也体现到了房地产的销售数据中。此外，土地成交价款和新开工等房地产先导指标的恢复显示后续房地产投资韧性仍较强。基建投资继续走高，同比-3.31%，前值-8.78%。基建包含的三大行业中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业是基建投资增长的带动行业，这与前期保障复工复产的需求相关。5 月，专项债和地方债的发行规模大幅增加，随着资金逐步到位，后续基建增速大概率会加速上升。制造业投资得恢复仍然慢于房地产和基建投资，整体恢复程度有限。除了计算机、通信和其他电子设备制造业投资同比相对亮眼外，其他行业同比水平仍较低。

➢ **社零同比稳健回升，5 月当月同比-2.8%，前值-7.5%。从分项来看，部分可选性消费品已出现回补性消费。**与此前月份不同，5 月份社零投资中，上升幅度较大的商品分项主要为可选类消费，尤其是耐用品消费。汽车零售当月同比转正，考虑到在去年疫情爆发前汽车零售同比曾长时间为负，汽车零售同比转正说明了汽车出现了回补性消费。家具、家电和装潢材料等与房地产相关的耐用品类消费同比也均转正。我们猜测，耐用品消费的回补很大程度与防疫措施降级后，前期受到抑制的消费需求一次性释放有关，或并非

来自于本身消费需求回暖，持续性或存疑。当然，近期促汽车消费的政策和房地产销售的回暖客观上也对上述商品消费起到促进作用。除了耐用品外，其他可选类商品中的化妆品、服装同比也出现了较大幅度增长。但另一方面，前期得益于疫情和复工需求的医药类、办公用品等商品同比均有小幅下降。我们认为这是社会生活逐渐正常化后，上述类别商品消费的正常波动。5 月社零同比的主要拖累分项是石油及制品类，这与同原油相关得行业 PPI 同比下行能够相互验证。

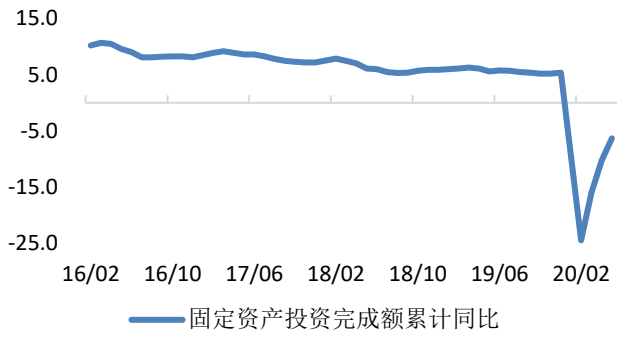
- **从 5 月的经济数据看，供给端和需求端的数据继续在向疫情前水平爬坡。**我们在上个月的经济数据点评中提出，当时经济仍处于“填坑”过程中，5 月份的数据证实了我们的预期。不过，从整体看，5 月经济恢复的逻辑较前期又出现了些许变化。在 3-4 月份，经济恢复的逻辑主要来自于复工复产的带动。而到了 5 月份，随着生产端恢复程度达到一定水平，生产端的恢复速度明显放缓，这从工业增加值同比变动幅度可以看出。同时，生产端的恢复越来越依赖需求端的释放。目前，我们认为，5 月份需求端变化最主要原因是疫情防控措施有所放松后，需求的自然释放。但我们也需要注意，部分需求受制于疫情防控，或推迟到 5 月集中释放，这类需求并不可持续，或造成短期数据的扰动。
- **进入 6 月份后，经济恢复进程可能进入新的阶段，经济恢复斜率有所放缓。**从生产端看，高频数据中，前两周耗煤量同比较 5 月有所降低，或提示 6 月工业增加值同比提升的趋势放缓或有所下行。而需求端主要的制约因素我们认为有二。一是疫情反复和防控常态化对需求的制约会逐渐体现，当需求恢复进入“深水区”，防控常态化一定会对需求的彻底恢复形成制约。二是前期疫情可能降低了经济的潜在需求。一方面，疫情会通过减小投资以及失业等路径对总需求产生永久性冲击。另一方面，在经历了重大冲击后，无论是企业投资还是居民消费，在主观上一定程度均会变得更加审慎。如果疫情确实压低了潜在需求，就意味着需求的完全恢复将会走很长一段路。
- **在疫情没有二次大规模爆发的情况下，我们仍然看好经济增速三季度末前后会开始二次加速，并在四季度恢复至疫情前水平或接近疫情前水平。**仅就目前看，北京爆发的疫情还未扩散至全国，暂时未影响整体经济的恢复。在疫情可防可控前提下，我们认为近期出台政策效果或在三季度开始逐步释放。目前的一些线索已经能够说明前期政策开始产生了效果。1）信贷和社融等金融数据已经连续三个月表现抢眼，说明货币政策到实体的传导进程加快。按照过往经验，信贷和社融的回升往往领先实体回升半年左右。2）当前汽车产销两旺一定程度上体现了前期政策对汽车产业的支持。除了上述两个线索外，基建投资也值得重点关注，在资金和项目到位的情况下，我们大概率能够看见基建投资在后续加速回暖。

图 1：工业增加值同比走势



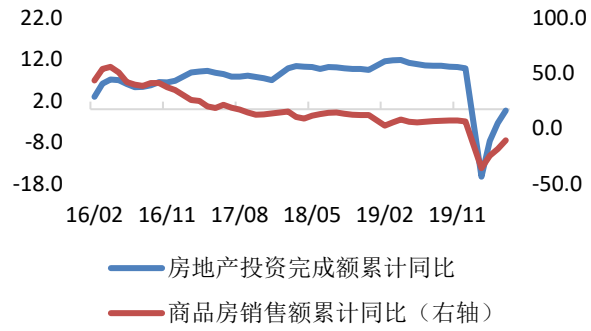
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



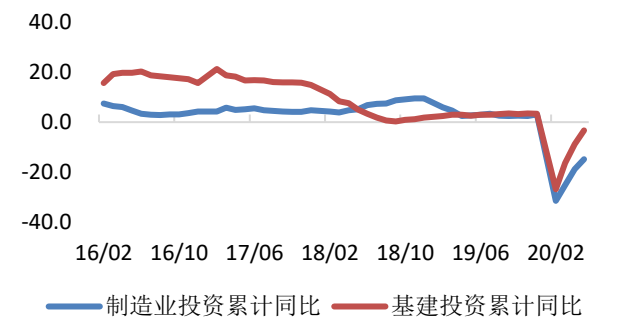
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资和销售累计同比走势



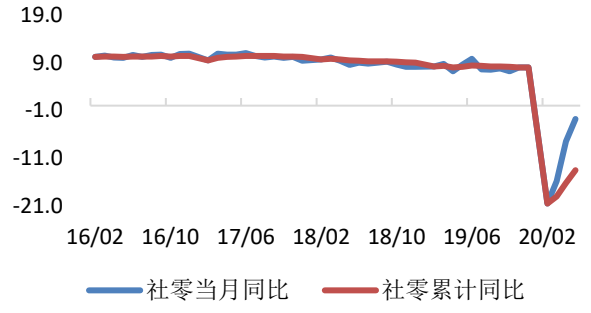
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：基建和制造业累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：社零累计同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336