宏观研究

重申没有V型反弹，但平稳复苏在推进

——5月经济数据点评

宏观数据点评　　2020年06月16日

报告摘要：

- **消费和生产修复速度边际放缓**

汽车类销售录得正增长（3.5%），对社零构成正贡献，但餐饮，石油及制品类消费维持两位数以上负增长。由于春节损失较大，餐饮收入增速全年转正需要剩余月份同比增速均值达到15%以上，难度不小。消费品行业工业生产出现下滑以及出口订单不足，导致生产修复放缓。

- **投资总体符合预期，但制造业、基建、房地产三大投资冷热不均**

1-5月固定资产投资同比-6.3%，符合市场预期。其中，制造业投资同比-14.8%，弱于总体表现；基建投资（不含电力）同比-6.3%，持平总体表现；房地产投资同比-0.3%，继续好于总体表现。

- **经济V型反弹证伪，债市前期超调后迎来修复行情**

海内外疫情出现反复，经济快速反弹预期幻灭。股市风险偏好下修，但总有结构性机会，债市则经历了前期超调后将迎来修复行情。

- **风险提示：**

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

6 月 15 日，国家统计局公布中国 5 月经济数据：

（1）规模以上工业增加值同比 4.4%，预期 4.9%，前值 3.9%；

（2）社会消费品零售总额同比-2.8%，预期-1.5%，前值-7.5%；

（3）固定资产投资累计同比-6.3%，预期-6.3%，前值-10.3%；

（4）基建投资（全口径）累计同比-3.3%，较上月回升 5.5 个百分点。

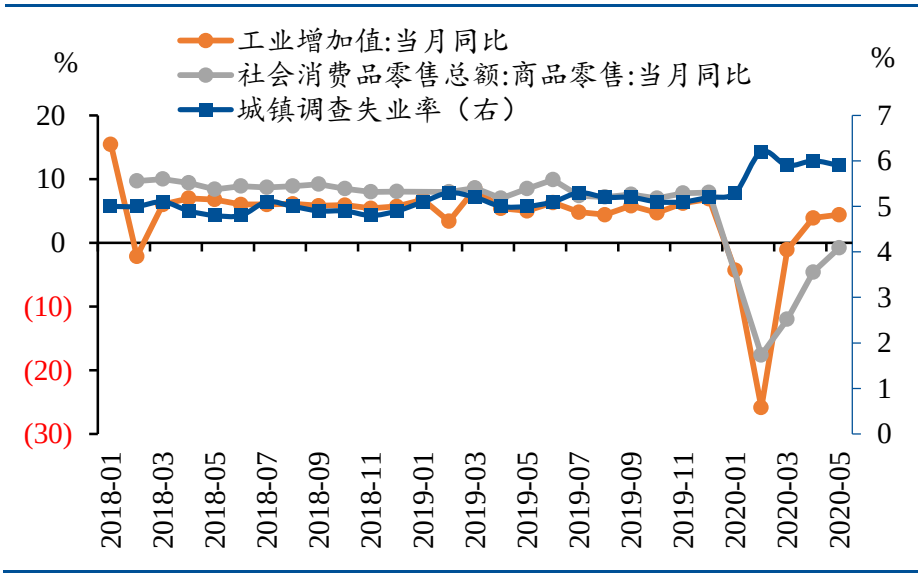
（5）房地产投资累计同比-0.3%，较上月回升 4 个百分点。

一、5 月经济数据的四个重要信息

第一，失业率高位震荡，消费和生产不及预期，U 型复苏没有变。5 月失业率 5.9%，较 4 月下滑 0.1 个百分点；1-5 月全国城镇新增就业 460 万人，与上年同期相比少增 137 万人，说明就业市场压力仍较大，仍不容忽视。5 月产需增速均低于预期：社零同比下降 2.8，较上月回升 4.7 个百分点；工业增加值同比 4.4%，较上月回升 0.5 个百分点。“劳动力市场-收入-消费-生产”的循环传导作用逐渐显现，财政政策落地的改善力度难以判断。目前来看，由于对收入下滑和失业的担忧以及疫情造成的心理恐惧，居民消费并未出现报复性反弹。因而，即便疫情前期产业链快速修复和前期积累订单赶工，企业维持生产积极性的动力来自于终端需求的修复进度。由于需求的内生修复弹性较低，重申经济没有 V 型反弹，详细报告见《没有 V 型反弹，但平稳复苏在推进—点评 5 月 PMI 数据》。

需求疲软再次压制生产复苏。根据统计局介绍，行业和产品回升力度有所减弱，41 个行业中有 25 个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑。分行业来看，上游采矿业小幅回升，中游原材料加工业并未延续 4 月的强势修复，主要症结可能是向下游的传导受阻，下游制造业生产有所回落：5 月仅汽车和专用设备的增加值同比回升，医药、通用设备、运输设备、电气机械和计算机通信等 5 个下游制造业同比出现回落。另外，出口订单不足，工业出口交货值由增转降，同比下降 1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降 10%以上。内外需求均有压力的情况下，工业生产进入“瓶颈期”。

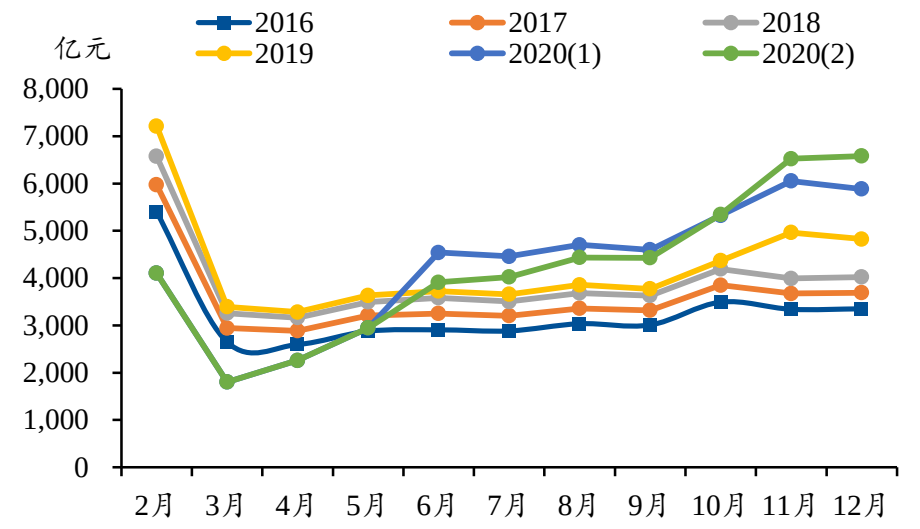
图 1： 失业率高位震荡，商品零售回升放缓，压制生产积极性



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二，全年社零仍有压力。5 月社零增速继续处于负区间；排除汽车的零售额增速更低，为-3.5%。作为顺经济周期的可选消费汽车成为拉动项并不多见。与其具有一定同向性的房地产销售增速在 5 月份不仅转正，而且创下 2018 年 7 月以来的新高，买房送车位的作用不可忽视。不过，当前的房地产处于下行周期，汽车消费是否能持续向好仍旧未知。按照分类来看，5 月仅餐饮收入、石油及制品类和金银珠宝类零售增速低于整体水平，家电、家具等房地产后周期消费品延续回升之势，但是幅度略有收窄。考虑到今年油价大概率显著低于 2019 年，价格的下滑恐怕难以依靠消费量的增加来弥补，加上疫情导致旅游出行减少，石油类消费压力不小。截至 5 月份，社零累计同比为-13.5%，显著低于投资和生产。假设餐饮和商品全年增速分别为 0%和 5.5%，使得全年社零增速回升至 5%以上，剩余月份的餐饮和商品的同比均值需要达到 15%以上，压力不小。

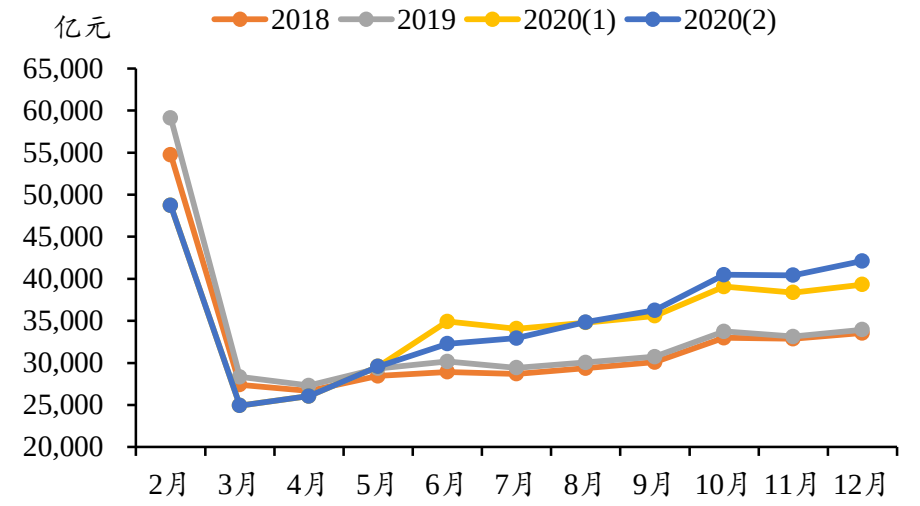
图 2：餐饮收入转正需要在剩余的 7 个月内大吃大喝



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：情形一是 6 月开始每月同比均为 17%，完成全年餐饮增速转正；情形二是同比增速缓慢回升，四季度同比达到 20%以上，完成全年餐饮增速转正。

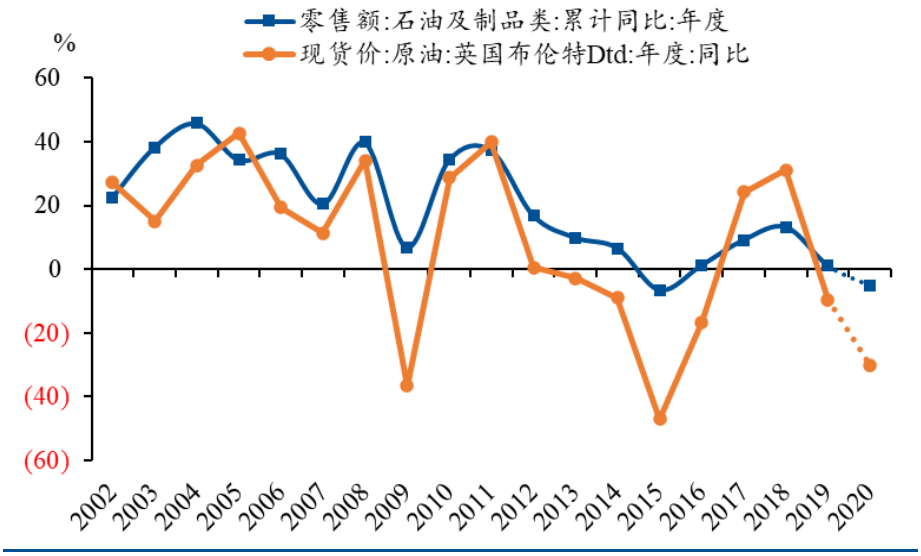
图 3：商品零售也具有季节性，促消费压力仍较大



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：历史经验无法适用疫情特殊情况，政策效果可能超预期。情形一是 6 月开始每月同比均为 15.8%，全年达到商品零售增速 5.5%，情形二是 6 月同比逐月回升，四季度达到约 20%。

图 4：假设今年油价均值 45 美元，同比下降 30%，石油消费有压力

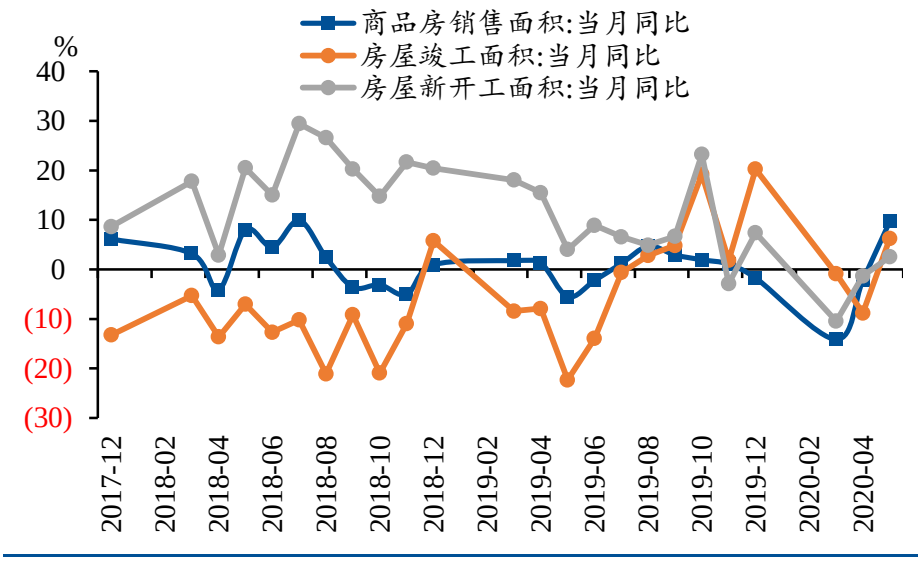


资料来源：Wind，民生证券研究院

第三，固投回升符合预期，但制造业、基建、房地产三大投资冷热不均。5 月固投累计同比为-6.3%，较上月回升 4 个百分点，符合市场预期。其中，制造业仍是主要拖累因素，5 月回升幅度有所收窄，除医药和计算机通信以外，下游制造业投资累计同比仍旧处于显著负增长，5 月汽车投资甚至较 4 月略有下滑；基建（全口径）增速较上月回升近 5 个百分点至-3.3%，但是作为推动投资回升的主要抓手，不仅仍旧处于负区间，并且弱于预期承压的房地产；5 月房地产投资累计同比为-0.3%，继续好于总体表现。高技术制造业作为制造业的最大结构亮点，5 月投资增速转正至 1.9%，与制造业投资之间的差值进一步走扩，说明制造业升级趋势仍旧向好。

房地产销售、新开工和竣工全面回升。5 月房地产销售、新开工和竣工面积当月同比分别为 9.7%、2.5%和 6.2%，年内首次全部转正。5 月 30 城房销高频数据及五一假期效应已经预示了房地产销售表现不错，如今获得验证。竣工增速大幅回升 15 个百分点，带动房地产后周期消费回升。虽然新开工面积同比转正，但是幅度略有收窄，导致施工面积增速小幅下滑。另一方面，房价表现也在支持房地产复苏，5 月四个一线城市房价环比、同比皆有上涨。

图 5：房地产销售、新开工和竣工同比增速均转正



资料来源：Wind，民生证券研究院

第四，服务业生产加速修复。5 月，全国服务业生产指数同比增长 1.0%，较 4 月回升 5.5 个百分点，修复速度有所加快。从主要行业看，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。随着线下消费活动和旅游出行开放，批发和零售业，住宿和餐饮业同比分别下降 2.1%、21.7%，降幅比 4 月份分别收窄 4.5、12.0 个百分点。服务业生产指数回升预示着第三产业将在二季度迎来改善。

二、债市前期超调后迎来修复行情

疫情抬头引发担忧，需求不确定性较大。近期，正在或者已经开放经济的国家均遭遇了疫情二次抬头的状况。虽然无法确定是首次疫情的收尾问题还是经济活动重启产生的二次反弹，北京、东京和美国数州的新增病例均创 5 月以来的新高。尽管新增病例对经济的冲击不如疫情初期，但是尾大不掉的担忧和政府的相机抉择变化（根据彭博新闻，美国内部分化加剧，休斯顿新增病例创新高，可能重新考虑居家隔离政策；北京关闭部分地区，提前阻碍疫情扩散）是真实的，尤其是对消费者信心的影响难以估量。

债市超调后迎来修复。海内外疫情出现反复，经济快速反弹预期幻灭。股市大盘难言乐观，但总有结构性机会，债市则经历了前期超调后将迎来修复行情。

风险提示：

疫情发展超预期，逆周期调节不及预期，全球经济加速放缓。

插图目录

图 1： 失业率高位震荡，商品零售回升放缓，压制生产积极性 3
图 2：餐饮收入转正需要在剩余的 7 个月内大吃大喝 4
图 3：商品零售也具有季节性，促消费压力仍较大 4
图 4：假设今年油价均值 45 美元，同比下降 30%，石油消费有压力 5
图 5：房地产销售、新开工和竣工同比增速均转正 6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。