

5 月经济数据点评

经济数据边际修复的速度在下降

5 月经济数据整体仍在反弹，但反弹速度有所下降；关注消费结构的改变是否可持续；关注基建投资增速回升的速度。

- 5 月工业增加值同比增速 4.4%，1-5 月工业增加值同比增速-2.8%。1-5 月采矿业工业增加值累计同比增速-1.8%，制造业累计同比增速-2.8%，公用事业累计同比增速-2.4%，高技术产业累计同比增速 3.1%。
- 5 月社零同比增速-2.8%，1-5 月社零累计同比增速为-13.5%。5 月限额以上企业商品零售总额同比增速 1.3%，其中汽车和房地产后周期等大额消费品的增速表现较好。
- 1-5 月固定资产投资增速为-6.3%，民间固定资产投资增速-9.6%；制造业投资 1-5 月累计同比增长-14.8%，基建投资累计同比增长-6.3%，地产投资累计同比增长-0.3%。1-5 月商品房销售面积同比增长-12.3%，商品房销售额累计同比增长-10.6%，1-5 月房地产开发资金来源累计同比增速-6.1%。
- **5 月数据内部发生了一些结构变化。**5 月经济数据在 4 月的基础上继续反弹，但一方面增速略低于市场预期，另一方面经济数据边际反弹的幅度在下降。整体来看，工业增加值表现最好，并且中游制造业工业增加值大幅反弹的情况超出市场预期；社零增速依然疲弱且结构发生了改变，不仅城镇社零增速持续高于乡村，且限额以上社零增速高于社零整体，从消费品类看，汽车和房地产后周期等大额消费的增速在 5 月明显回升；固投依然主要依赖房地产的拉动和基建的快速回升。我们建议接下来重点关注三件事，一是 5 月数据已经显现出经济边际增速回升动力减弱，关注经济"补偿性反弹"结束的时间可能发生在三季度，二是居民消费结构是否在年内持续向汽车和房地产后周期等大额消费品集中，以及是否会对其他消费产生挤出效应，三是基建投资从边际增速快速回升到拉动固投还需要多久。
- **国际组织再度下调 2020 年全球经济增速预期，国内政策或受房地产掣肘。**经合组织报告预计，2020 年全球经济将萎缩 6%，如果出现第二波衰退则将下滑 7.6%；世界银行预计 2020 年全球经济萎缩 5.2%；IMF 也表示对于今年全球经济预估，预计将从 4 月预测的萎缩 3%进一步下修。在外需可能显著走低的情况下，为稳定国内经济增长和实现六保目标，需要政策持续发力。但从目前政策出台情况来看，积极的财政政策基本限定在减税降费和基建投资两方面，货币政策虽然在量和价方面都仍有放松空间，但市场对于货币宽松推动房价上涨的预期给宽松的货币政策带来了阻力。我们认为未来财政政策和货币政策进一步积极的空间，或视海外经济恢复的情况和国内新冠疫情的控制情况而定。

风险提示：全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

相关研究报告

《数据好转，持续性有待观察：11 月经济数据点评》2019.12.16

《2019 年完成任务:12 月和四季度经济数据点评》2020.1.17

《实事求是反映冲击，宽松可期难见强刺激：1-2 月经济数据点评》2020.3.16

《新冠疫情冲击下，一季度数据走出 V 型趋势：3 月和一季度经济数据点评》2020.4.17

《经济在波动中恢复：4 月经济数据点评》2020.5.15

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

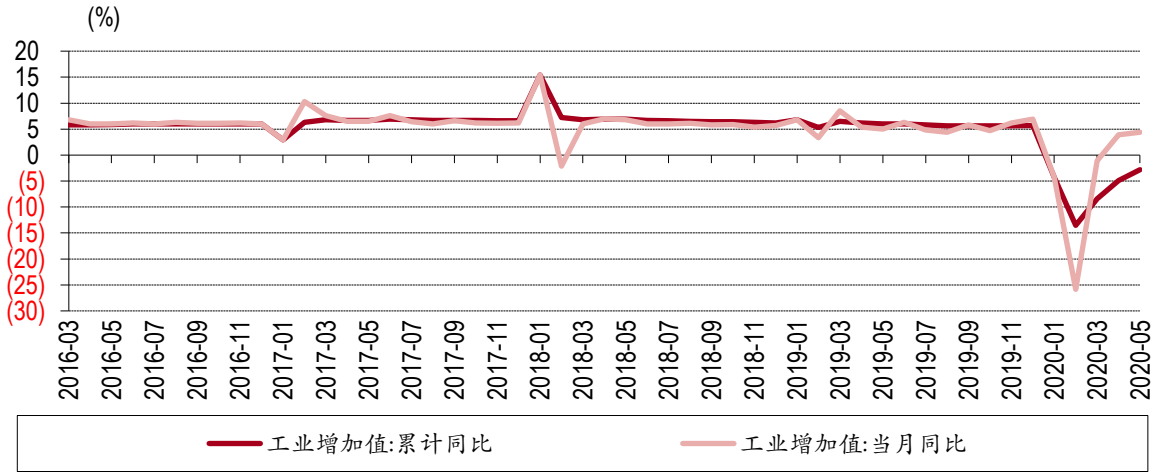
张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

制造业工业增加值强劲超预期

生产继续强劲复苏。5 月工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月上升 0.5 个百分点，较去年同期下降 0.6 个百分点；1-5 月工业增加值同比增速-2.8%，较去年同期下降 8.8 个百分点。5 月工业增加值同比增速环比 4 月改善的幅度明显缩小，但从累计同比增速改善的趋势来看，依然处于复苏通道当中。

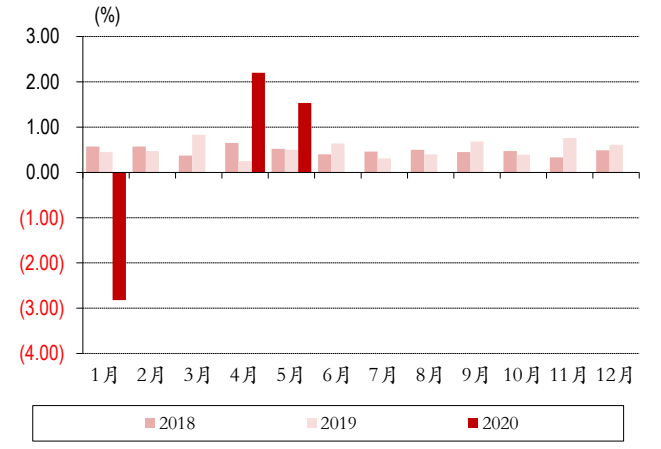
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

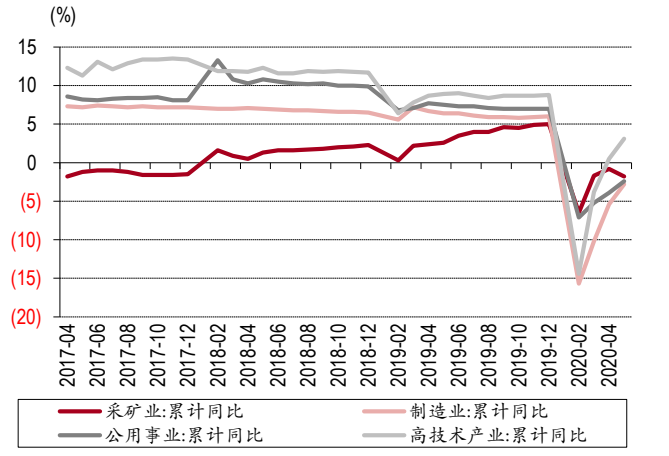
5 月环比继续强劲。从环比增速来看，5 月工业增加值环比增长 1.53%，依然处于疫情冲击后的生产修复期，但环比改善的幅度较 4 月有所下降。从行业分类来看，1-5 月采矿业工业增加值累计同比增速-1.8%，制造业累计同比增速-2.8%，公用事业累计同比增速-2.4%，高技术产业累计同比增速 3.1%。行业表现有所分化，高技术产业累计同比增速继续快速上行，制造业当月增速最高，表现超预期，但采矿业当月同比增速 1.1%，累计同比增速较 4 月有所下滑，相对疲弱。从企业类型来看，5 月工业增加值增速较 4 月反弹幅度最大的依次是国企、股份制和私企，外企 5 月当月同比增速较 4 月有所下滑，1-5 月工业增加值累计同比增速最高的是私企-1.4%，最低的是外企-5.3%。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

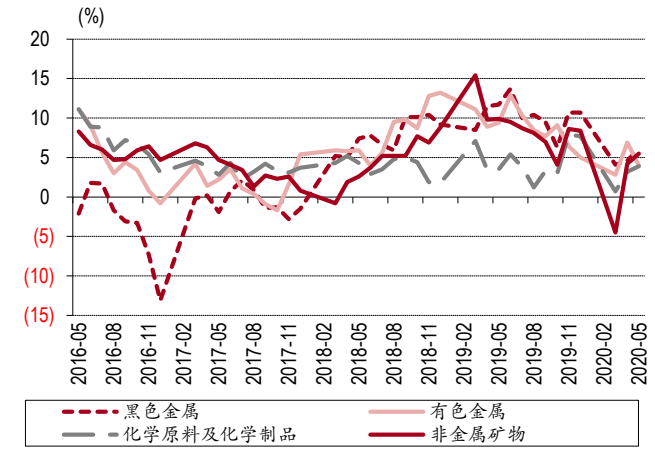
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源：万得，中银证券

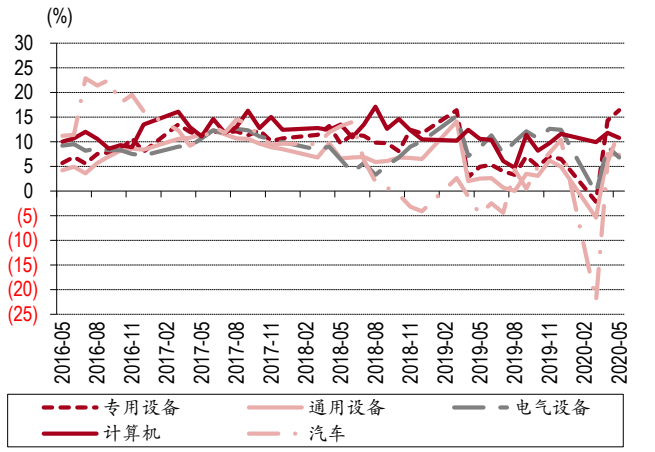
中游超预期的强劲。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长-2.1%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长-4.1%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 2.8%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 0.5%，从当月工业增加值增速来看，除了有色金属工业增加值同比增速较 4 月有所回落，其他行业增速都继续反弹。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长-4.9%，专用设备制造业增加值累计同比增长 1%，汽车制造业增加值累计同比增长-7.9%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长-2.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 3.7%，5 月中游行业中计算机和专用设备累计同比增速已经转正，同比增速则都已大幅上升，其中专用设备、计算机、汽车行业工业增加值同比增速均超过 10%。下游行业工业增加值同比增速则维持稳定波动，食品制造业增加值累计同比增长-1%，纺织业增加值累计同比增长-6.7%，医药制造业增加值累计同比增长 0.9%。下游行业受新冠疫情冲击影响较小，但就目前来看，上游的反弹速度最快，目前中游工业增加值表现最好。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

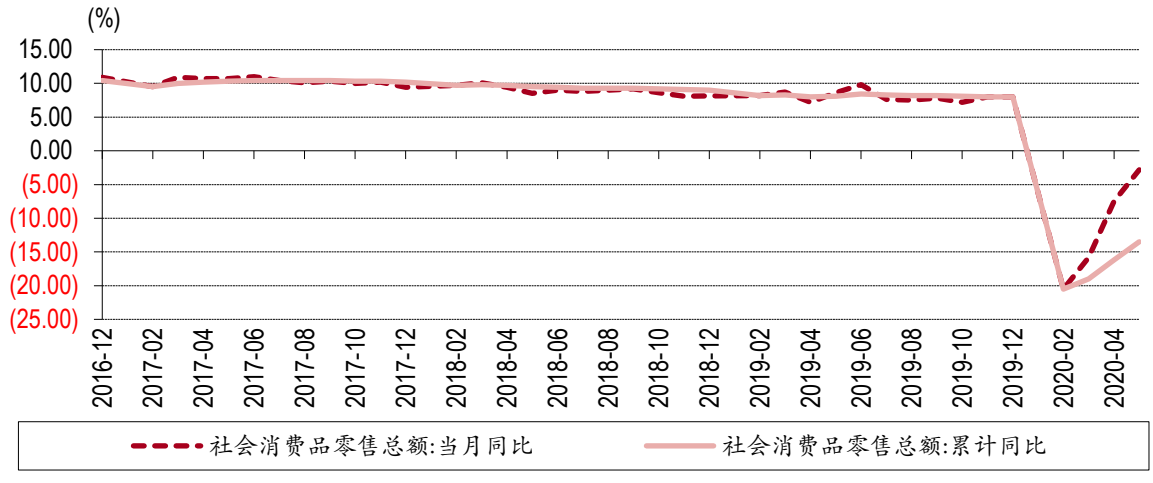


资料来源：万得，中银证券

限额以上消费更强

社零增速反弹幅度持续低于市场预期。5 月社零同比增速-2.8%，较 4 月回升了 4.7 个百分点，1-5 月社零累计同比增速为-13.5%，较 1-4 月回升 2.7 个百分点。5 月社零增速反弹幅度依然低于市场预期，我们认为主要是居民收入增速下降导致的消费需求难以释放。

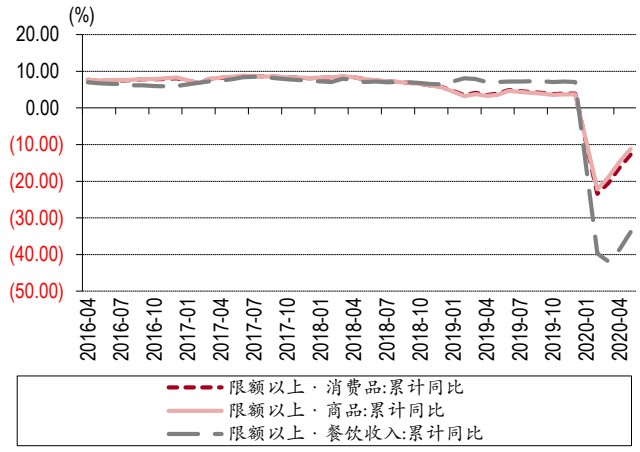
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

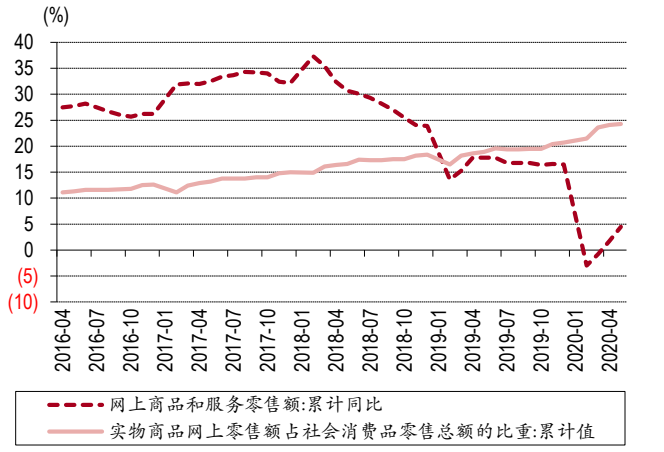
限额消费好于社零整体，商品消费好于餐饮。1-5 月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速-12.7%，较 1-4 月上升 3.6 个百分点，其中商品零售总额同比增速为-11.2%，较 1-4 月回升 3.5 个百分点，餐饮收入总额同比增速-33.9%，较 1-4 月上升 4.7 个百分点。1-5 月网上零售额占比达到 29%，较 1-4 月上升 0.2 个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为 4.5%，较 1-4 月上升 2.8 个百分点。从城乡消费增速来看，5 乡村的消费增速-3.2%，较 4 月上升 4.5 个百分点，城镇消费同比增速-2.8%，较 4 月上升 4.7 个百分点。5 月餐饮行业收入增速-18.9%，较 4 月上升 12.2 个百分点，商品销售收入增速-0.8%，较 4 月上升 3.8 个百分点。5 月社零消费增速进一步反弹，但从反弹幅度来看则较 4 月上行幅度有所收敛，从消费增速来看，限额以上商品消费增速超过社零整体，打破了此前限额以上商品销售增速持续偏低的特征，网上消费的占比继续上升，增速显著高于社零整体。另外从城乡消费可以看到，城镇消费增速持续高于乡村，一定程度上说明消费受限于收入的问题较为明显。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

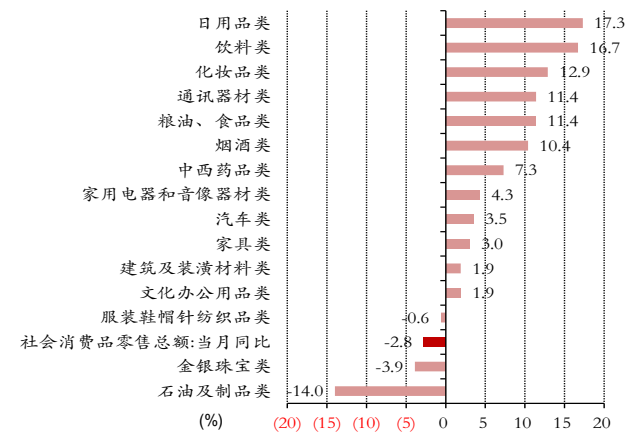
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

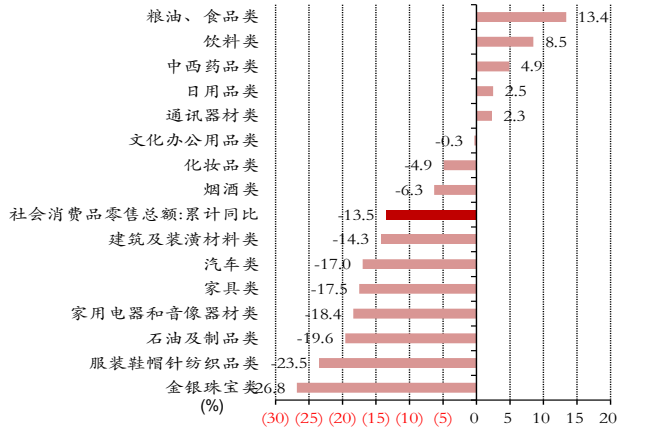
大额消费开始走强。从同比增速来看，5 月限额以上企业商品零售总额同比增速 1.3%，较 4 月大幅反弹 4.5 个百分点，同比增速较高的细分行业包括日用品、饮料和化妆品，增速最低的行业则包括石油制品、金银珠宝等。与 4 月相比增速回落的行业增多，包括粮油食品、文化办公用品、中西药品、通讯器材等，增速回升幅度较大的则有服装鞋帽、家电、化妆品等。从累计同比增速来看，1-5 月销售正增长的行业增加了日用品类，负增长幅度较大的则包括金银珠宝、服装和石油制品。5 月限额以上社零中汽车和房地产后周期等大额消费品的增速表现较好，同时此前表现较好的食品药品类消费增速则下滑，需要关注居民消费结构是否出现了大额消费品对居民消费挤出的趋势性变化。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

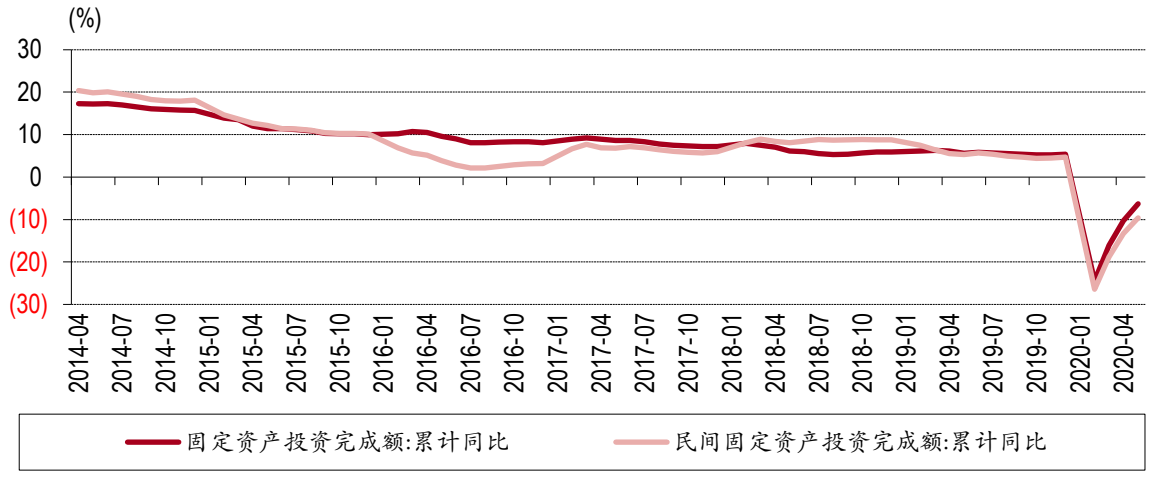


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资增速回升偏慢

固投增速反弹力度低于预期。1-5 月固定资产投资增速为-6.3%，较 1-4 月回升 4 个百分点，1-5 月民间固定资产投资增速-9.6%，较 1-4 月回升 3.7 个百分点。5 月固定资产投资增速继续回升，同样存在回升幅度逐月下降的问题，整体来看，固定资产投资增速表现比较疲弱。

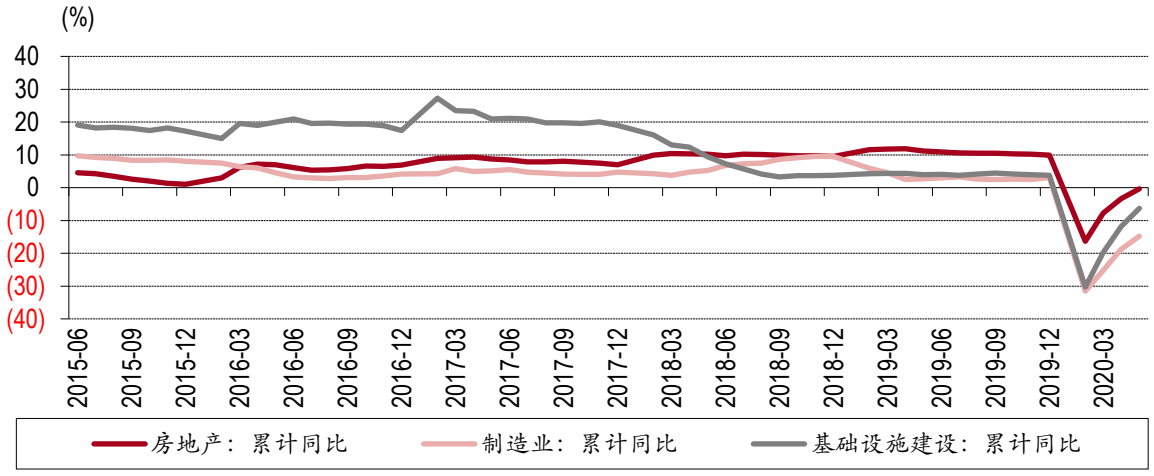
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

5 月支撑固投的还是房地产和基建。分类别看，制造业投资 1-5 月累计同比增长-14.8%，较 1-4 月回升 4 个百分点；基建投资累计同比增长-6.3%，较 1-4 月回升 5.5 个百分点；地产投资累计同比增长-0.3%，较 1-4 月回升 3 个百分点。1-5 月固定资产投资中房地产表现最强劲，按照房地产固投恢复速度，预计 6 月房地产投资增速可以回正，5 月受政府债券发行额度较大影响，基建投资增速明显回升。制造业固投增速最弱，一定程度上受到市场需求较弱且前景不明的影响，但货币政策在引导信贷资金进入制造业领域，预计对制造业固投增速将有一定提振。

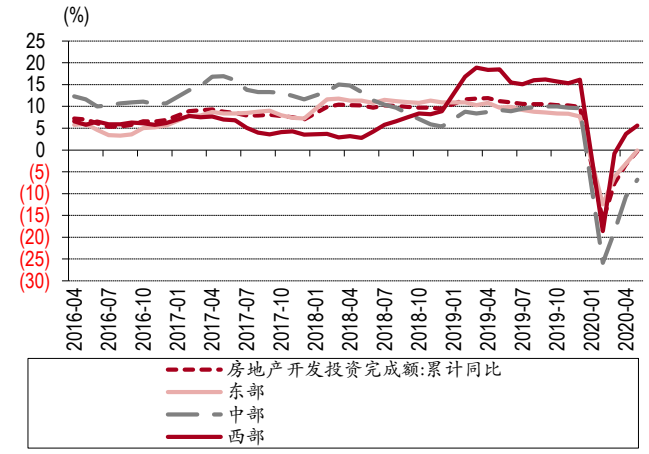
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

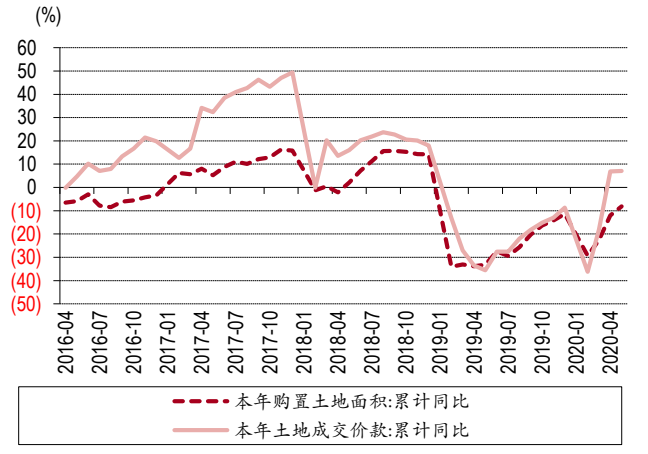
房地产投资增速回升幅度有所下降。1-5 月房地产投资增速-0.3%，较 1-4 月回升了 3 个百分点，其中东部地区累计同比增长-0.1%、中部地区累计同比增长-6.8%、西部地区累计同比增长 5.6%，分别较 1-4 月回升 3 个百分点、3.8 个百分点和 1.9 个百分点。从房地产分类来看，住宅投资增速 0%、办公楼投资增速-1.2%、商业地产投资增速-6.9%，分别较 1-4 月回升 2.8 个百分点、3.6 个百分点和 3.5 个百分点。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-5 月累计同比增长-8.1%和 7.1%，较 1-4 月分别回升 3.9 个百分点和 0.2 个百分点。1-5 月房地产投资增速较 1-4 月继续回升，其中东部和西部地区房地产投资增速回升强劲，中部地区相对偏弱，土地成交价款累计同比增速高，对基建投资也构成一定支撑。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

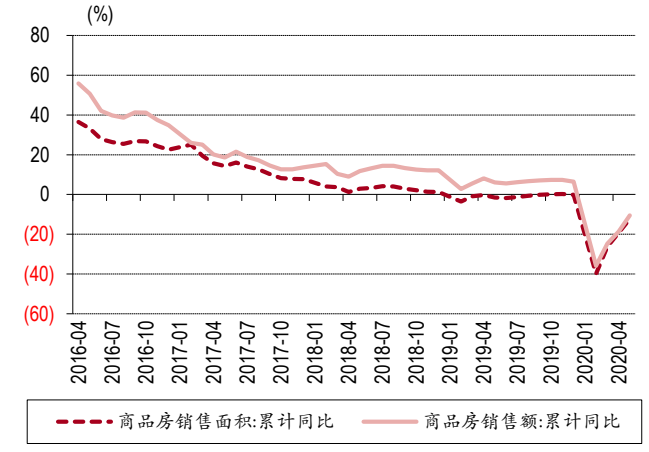
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

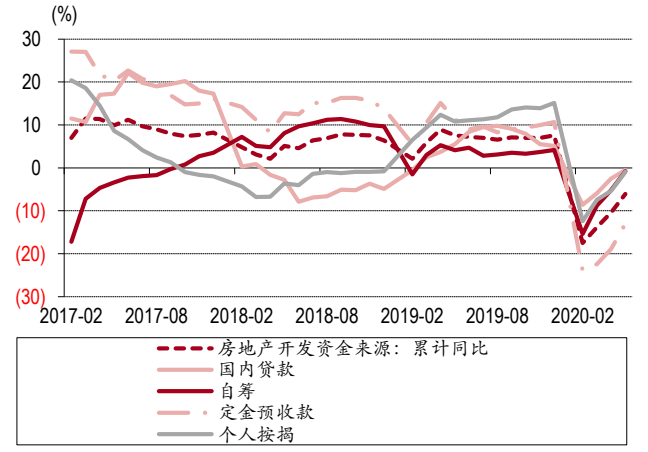
房地产销售增速回升显著但依然偏低。1-5 月商品房销售面积同比增长-12.3%，较 1-4 月回升 7 个百分点，商品房销售额累计同比增长-10.6%，较 1-4 月回升 8 个百分点。从待售面积来看，1-5 月商品房待售面积同比增速 1.7%，较 1-4 月持平，其中住宅面积同比增速 1.9%，较 1-4 月下降 0.1 个百分点，办公楼累计同比 5.9%，较 1-4 月上升 0.1 个百分点，商业地产累计同比-2.2%，较 1-4 月持平。房地产销售增速整体偏低，需要关注此后销售恢复情况。从房地产投资资金来源看，1-5 月国内贷款占比 17.1%，较 1-4 月下降 1.5 个百分点，定金和预付款的占比 31.1%，则较 1-4 月上升 1.3 个百分点。从增速的角度看，1-5 月房地产开发资金来源累计同比增速-6.1%，较 1-4 月回升了 4.3 个百分点，其中国内贷款资金来源增速-0.5%，较 1-4 月回升 2 个百分点，定金和预付款增速-13%，较 1-4 月回升 5.9 个百分点。受到社融数据持续高增的影响，市场对于房价上涨的预期强烈，我们认为目前“房住不炒”的定位尚未变化，需要关注针对房地产市场的政策变化。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：经济数据边际修复的速度在下降

5 月数据内部发生了一些结构变化。5 月经济数据在 4 月的基础上继续反弹，但一方面增速略低于市场预期，另一方面经济数据边际反弹的幅度在下降。整体来看，工业增加值表现最好，并且中游制造业工业增加值大幅反弹的情况超出市场预期；社零增速依然疲弱且结构发生了改变，不仅城镇社零增速持续高于乡村，且限额以上社零增速高于社零整体，从消费品类看，汽车和房地产后周期等大额消费的增速在 5 月明显回升；固投依然主要依赖房地产的拉动和基建的快速回升。我们建议接下来重点关注三件事，一是 5 月数据已经显现出经济边际增速回升动力减弱，关注经济“补偿性反弹”结束的时间可能发生在三季度，二是居民消费结构是否在年内持续向汽车和房地产后周期等大额消费品集中，以及是否会对其他消费产生挤出效应，三是基建投资从边际增速快速回升到拉动固投还需要多久。

国际组织再度下调 2020 年全球经济增速预期，国内政策或受房地产掣肘。经合组织报告预计，2020 年全球经济将萎缩 6%,如果出现第二波衰退则将下滑 7.6%;世界银行预计 2020 年全球经济萎缩 5.2%;IMF 也表示对于今年全球经济预估，预计将从 4 月预测的萎缩 3%进一步下修。在外需可能显著走低的情况下，为稳定国内经济增长和实现六保目标，需要政策持续发力。但从目前政策出台情况来看，积极的财政政策基本限定在减税降费和基建投资两方面，货币政策虽然在量和价方面都仍有放松空间，但市场对于货币宽松推动房价上涨的预期给宽松的货币政策带来了阻力。我们认为未来财政政策和货币政策进一步积极的空间，或视海外经济恢复的情况和国内新冠疫情的控制情况而定。

风险提示：

全球经济恢复速度偏慢；国内需求恢复程度持续弱于供给。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371