宏观研究

供过于求

2020 年 06 月 15 日

分析师：李奇霖
执业编号：S0300517030002
电话：010-66235770
邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼
执业编号：S0300518110001
电话：010-66235780
邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《总需求不足才是核心矛盾》2020-05-15

《完善社会主义市场经济体制七大看点》2020-05-19

《粤港澳大湾区如何打造科技产业高地》2020-05-25

《看上去很美的 PMI》2020-05-31

《千年商都广州，如何出彩出新——粤港澳大湾区研究系列之 17》2020-06-04

投资要点

供过于求

5 月主要经济数据已经公布，供给和需求两端都在继续回暖。由于 4 月份的时候工业生产已经基本恢复，5 月工业生产回暖的节奏慢了下来。需求则继续较快回暖，但恢复的程度仍明显不及生产，总体也低于市场预期，经济供过于求的格局并没有发生根本性改变，总需求不足仍然是当前经济面临的主要问题。

从高频指标看，6 月前半个月生产和需求都有走弱的迹象。经济恢复的力度，可能并没有主流预期认为的那么强，需要警惕经济预期差对资产价格的冲击。

风险提示：疫情二次反复

图表目录

图表 1： 5 月固定资产投资完成额当月同比 0.9%，是 2019 年 7 月以来首次转正 3

5 月主要经济数据已经公布，供给和需求两端都在继续回暖。由于 4 月份的时候工业生产已经基本恢复，5 月工业生产回暖的节奏慢了下来。需求则继续较快回暖，但恢复的程度仍明显不及生产，总体也低于市场预期，经济供过于求的格局并没有发生根本性改变，总需求不足仍然是当前经济面临的主要问题。

复工复产继续推进，5 月规模以上工业增加值同比从 3.9%提高到 4.4%，已基本恢复到正常水平。根据国家统计局有关领导的介绍，截至 5 月 27 日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，相比于 4 月下旬上升 6.6 个百分点。

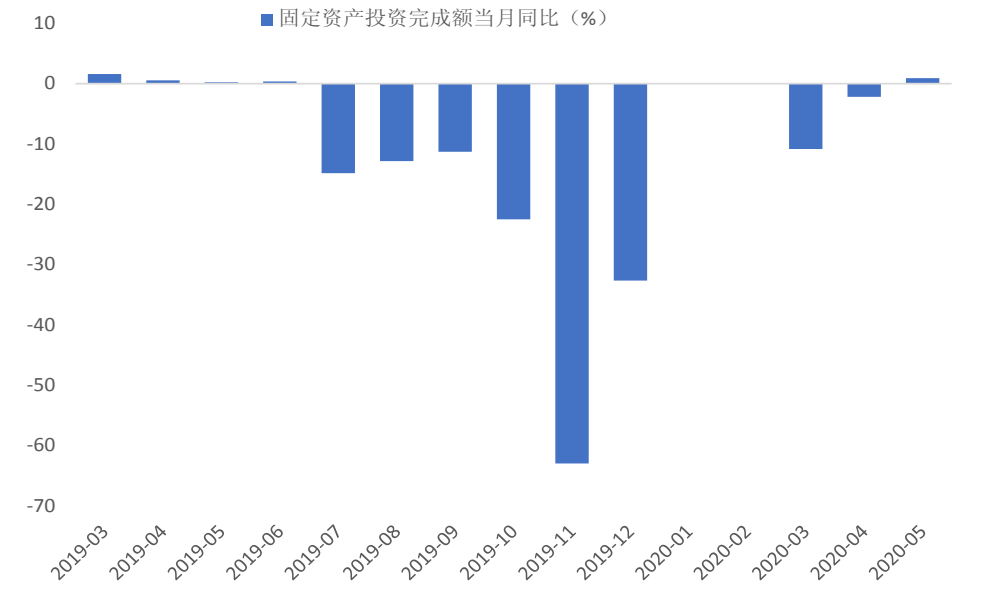
从边际上看，由于需求不足，工业生产恢复的节奏有所放慢。5 月规模以上工业增加值环比增长 1.5%，和 4 月的 2.3%相比继续回落。国家统计局有关领导也提到，5 月 41 个工业行业中，有 25 个行业出现增速回落或者降幅扩大，相比于 4 月有所增加。

目前工业企业面临着比较大的去库存压力，这会继续制约工业生产恢复的节奏。6 月规模以上工业增加值同比增速，继续往上的动力不足，很可能持平或者回落。从高频指标看，新口径的 6 大发电集团日均耗煤量同比，从 5 月的 7.1%，下滑到 6 月前半个月的 0.6%。

分行业看，除农副食品加工业外，5 月主要工业行业的增加值增速都转正了。专用设备制造业增加值同比增速继续回升，达到 16.4%。汽车制造业增加值同比，从 5.8%大幅回升到 12.2%，一方面是因疫情结束后的汽车需求继续集中释放，另一方面则是低基数。

再来看需求端。1-5 月固定资产投资累计同比-6.3% 相比于前值回升 4.0 个百分点。其中，5 月单月增速 0.9%，是 2019 年 7 月以来首次转正。从单月增速看，房地产和基建投资是主要支撑，制造业投资尽管较快恢复，但目前仍然是主要拖累。

图表1：5 月固定资产投资完成额当月同比 0.9%，是 2019 年 7 月以来首次转正



资料来源：wind、粤开证券研究院

全口径基建投资累计增速从-8.8%回升到-3.3%，单月增速从 4.8%提高到 10.9%。作为逆周期调控的主要抓手，专项债向基建领域倾斜、各地推出大项目，5 月基建投资增速继续明显回升。考虑到财务支出法的滞后性，5 月实际的基建投资回暖幅度更大。

5 月工程机械产销两旺，挖掘机销量同比增长 68%。在政策托底下，基建投资将继

续回暖，全年增速有望达到 6%-8%。

前 5 个月制造业投资累计同比-14.8%，前值-18.8%，单月增速从-6.7%小幅提高到-5.3%。制造业投资恢复的节奏，明显要比房地产和基建弱，它是固定资产投资的主要拖累。反映了在对未来预期不乐观的情形下，制造业企业对资本开支较为谨慎，预计这一趋势还将延续。

主要行业中，前 5 个月累计增速为正的只有 2 个行业。计算机、通信和其他电子设备制造业投资累计同比 6.9%，可能和相关行业的更新换代较快有关。医药制造业投资也累计增长 6.9%，疫情爆发后国内加大了口罩、呼吸机等医疗物资的新产能投资。

地产数据多数继续回升。1-5 月，商品房销售面积增速从-19.3%提高到-12.3%，销售金额增速从-18.6%提高到-10.6%。复工复产加快推进后，地产投资也继续修复，累计增速从-3.3%回升到-0.3%，接近恢复到去年同期的水平了，单月投资增速从 7.0%提高到 8.1%。

房屋施工面积增速从 2.5%下滑到 2.3% ,这是今年连续第四个月回落。可能的原因，一是房屋竣工加快后，竣工的面积不再纳入施工面积统计中，对施工面积增速有一定拖累。二是房屋销售还没有恢复到正常，部分中小房企经营困难，一些在建项目缺少资金停工，不再纳入到施工面积里了。

预计房地产今年将继续是支撑经济的终端需求。一方面，尽管不会出现全局性的调控放松，但收紧的概率也很小，房地产销售大的方向还是继续回暖的。另一方面，5 月房屋新开工面积单月增速从-1.3%转正到 2.5%，显示开发商的预期并不差。

最后来看消费数据。社会消费品零售总额名义增速从-7.5%回升到-2.8%，实际增速从-9.1%回升到-3.7%。名义增速回升幅度明显更小，显示实物性消费品的通缩压力加大。和这一趋势一致的是，商品零售价格指数同比从 1.7%下滑到 0.9%，这是 2017 年 8 月以来的最低水平，物价风险正快速从通胀转为通缩。

分行业看，限额以上的必需品零售好于可选消费品。5 月日用品类零售同比增长 17.3%，饮料类零售同比增长 16.7%，粮油和食品类零售同比增长 11.4%。一些符合消费升级方向的商品零售增速也较快，比如化妆品类零售增速从 3.5%提高到 12.9%，可能和消费刺激有关；汽车类零售同比增速从 0%提高到 3.5%，和积压的需求继续释放、政策刺激有关，但汽车零售恢复的程度明显慢于生产，5 月汽车产量同比增加 19.0%。

湖北除武汉外 ,3 月 25 日解除离鄂通道限制 ,但截至 5 月底 ,2 个多月时间过去了，并没有出现消费的报复性反弹，线上和线下、零售和餐饮的分化依然很明显。

往后看，消费也很难出现大幅的好转。一是当前经济弱势，对居民消费能力有滞后的传导效应。二是海外疫情扩散，对出口和相关产业链就业的影响还没有完全体现，PMI 新出口订单已经连续 3 个月羸弱，终究会体现在出口上。三是国内疫情局部升级，也会压制居民在外餐饮和消费的意愿。

总的来说，经济供过于求的局面并没有改变，去库存仍然是企业面临的重点任务。5 月需求端的数据总体已经弱于预期，从高频指标看，6 月前半个月生产和需求都有走弱的迹象。经济恢复的力度，可能并没有主流预期认为的那么强，需要警惕经济预期差对资产价格的冲击。

分析师简介

李奇霖，粤开证券首席经济学家、研究院院长，董事总经理，证书编号：S0300517030002。
张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017 年 3 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京 王爽 010-66235719 18810181193 wangshuang@ykzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com