2020 年 6 月 15 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

供需修复速度放缓

——2020 年 5 月经济数据点评

行业点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：经济补偿性恢复不等于复苏——2020 年 4 月经济数据点评

2020-5-15

● **经济修复速度放缓**

从方向上来看，5 月经济数据延续修复的趋势；但从幅度上来看，5 月供给与内需修复速度均出现放缓，原因在于 3 月以来的经济修复是以补偿式修复为主。短期经济仍然存在修复空间，尤其是基建投资，然而以下两大因素将制约经济修复的速度：（1）海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，受此影响，5 月制造业工业生产增速仅回升 0.2 个百分点，而 4 月则是从-1.8%上升至 5%。（2）前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5 月产销率均处于近年同期高位，生产回升速度弱于需求，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6 月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，中国经济有望迎来二次加速。

● **外需冲击兑现，工业生产修复速度放缓**

5 月工业增加值同比增长 4.4%，较 4 月回升 0.5 个百分点，其中，制造业增加值增长 5.0%，比 4 月回升 0.2 个百分点，回升力度已经较 4 月明显放缓，主要原因在于外需的冲击开始兑现，5 月工业出口交货值由增转降，部分出口占比较高的行业出口交货值下降 10%以上，对外需敏感的部分行业生产增速放缓。结构上，各行业分化明显：（1）对外需敏感行业工业生产普遍放缓。（2）基建相关行业表现较好。（3）汽车、服装消费需求回暖带动相关行业生产。

● **基建、地产引领投资增速回升**

5 月固定资产投资降幅收窄至 6.3%，三大分项均出现改善，尤其是房地产与基建投资单月增速分别回升至 10.9%、8.1%，主要原因是疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币政策极度宽松以及财政政策力度加大，房地产与基建单月增速回到相对正常的水平。由于地产竣工仍然是两位数降幅，交房压力下，房企施工强度会提升，叠加货币宽松下房贷利率稳步下降刺激购房需求，我们预计房地产投资增速会继续修复。随着专项债等资金投入、财政政策支持以及新基建大幅推进，后续基建投资修复仍是相对确定性线索。

● **限额以上商品消费基本回归正常**

5 月社零名义与实际增速分别回升至-2.8%、-3.7%，大部分分项均出现改善。经过最近几个月的修复，虽然整体社零增速离正常值还有 10 个百分点左右的距离，但当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平，拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售，5 月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有-18.9%、-2.4%，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，随着消费者恐慌心理的逐渐退去，未来这两部分消费仍有补偿式修复空间。但整体消费修复速度可能会放缓，主要原因在于，需求的大规模延后释放实际上掩盖了就业与收入承压对消费的影响，5 月城镇调查失业率为 5.9%，仍然高居不下，企业通过降薪裁员将经营压力转移到居民部门，因此，这一影响可能在后续逐渐体现出来，进而压制消费修复速度。

● **风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期**

目 录

1、 经济修复速度放缓.....3
2、 外需冲击兑现，工业生产修复速度放缓.....4
3、 基建、地产引领投资增速回升.....5
4、 限额以上商品消费基本回归正常.....7

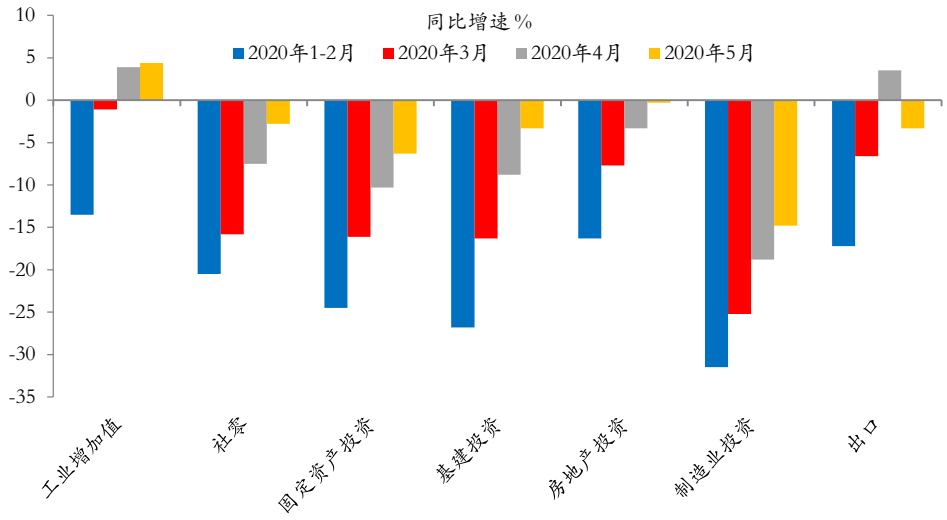
图表目录

图 1: 经济数据修复速度放缓.....3
图 2: 产销率高于季节性，预示着企业在去库存.....3
图 3: 各行业工业增加值变化.....4
图 4: 5 月工业增加值基数偏低.....5
图 5: 出口交货值增速回落.....5
图 6: 基建、地产、制造业投资增速上升.....6
图 7: 医药制造业投资增速明显改善.....7
图 8: 社零增速回升.....8
图 9: 汽车、地产链消费修复.....8
图 10: 消费者消费意愿、收入与就业仍然相对疲弱.....9
图 11: 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱.....9

1、 经济修复速度放缓

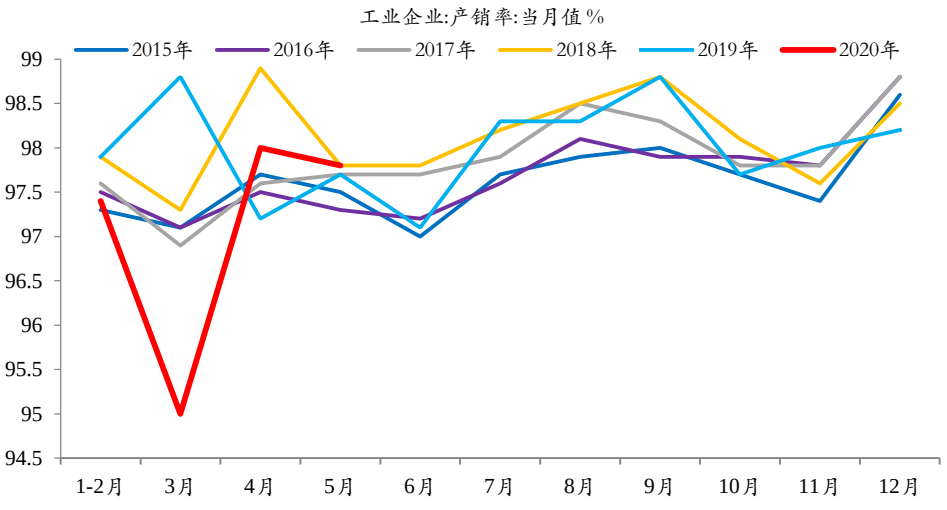
从方向上来看，5 月经济数据延续修复的趋势；但从幅度上来看，5 月供给与内需修复速度均出现放缓，原因在于 3 月以来的经济修复是以补偿式修复为主，供给在 3 月修复速度最快随后速度出现放缓，需求在 4 月修复速度最快随后速度出现放缓。短期经济仍然存在修复空间，尤其是受全球疫情影响较小、政策刺激力度较大的基建投资，然而以下两大因素将制约经济修复的速度：(1) 海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，统计局指出“5 月工业出口交货值由增转降，同比下降 1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降 10%以上”，受此影响，5 月制造业工业生产增速仅回升 0.2 个百分点，而 4 月则是从-1.8%上升至 5%。(2) 前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5 月产销率均处于近年同期高位，生产回升速度弱于需求，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6 月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，中国经济有望迎来二次加速。

图1： 经济数据修复速度放缓



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 产销率高于季节性，预示着企业在去库存



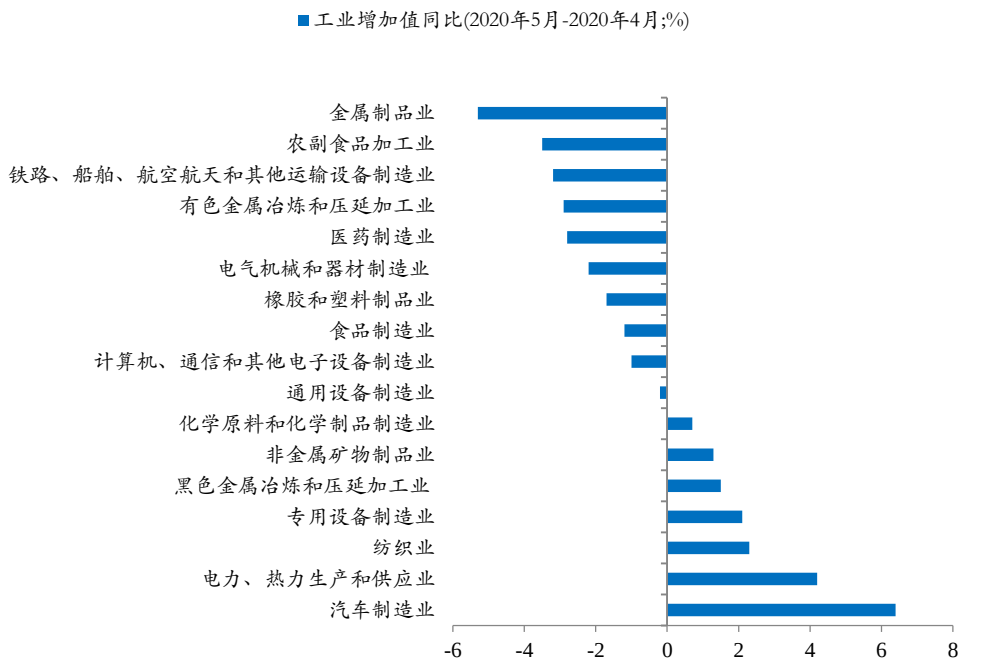
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 外需冲击兑现，工业生产修复速度放缓

5 月工业增加值同比增长 4.4%，较 4 月回升 0.5 个百分点，其中，制造业增加值增长 5.0%，比 4 月回升 0.2 个百分点，回升力度已经较 4 月明显放缓，主要原因在于外需的冲击开始兑现，5 月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，对外需敏感的计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、金属制品业生产增速分别较 4 月回落 1、2.2、3.2、5.3 个百分点。同时，低基数拉升了 5 月工业生产同比增速，如果剔除基数影响的话，5 月工业生产增速可能会出现小幅回落。

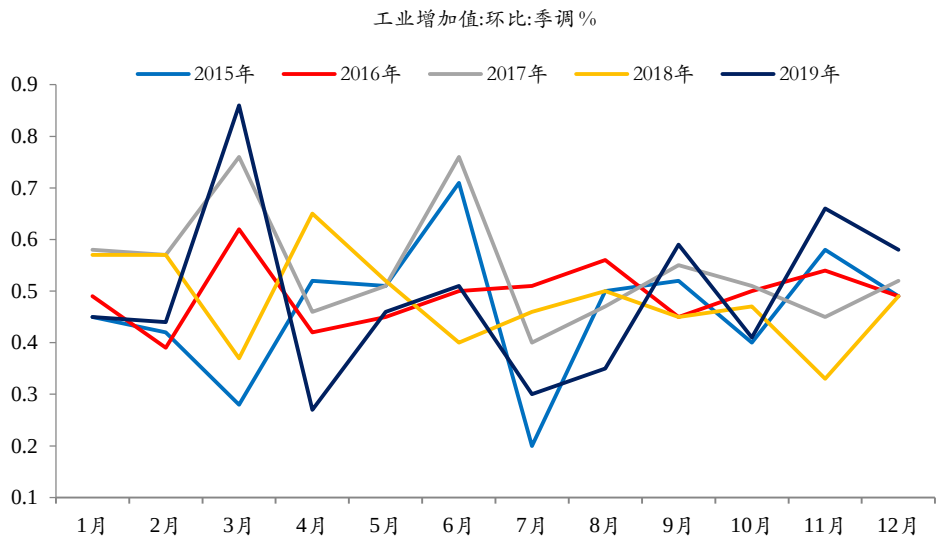
结构上，各行业分化明显：（1）对外需敏感行业工业生产普遍放缓。（2）基建相关行业表现较好，专业设备、通用设备生产增速维持高位，非金属矿物制品业生产增速继续回升 1.3 个百分点，水泥、钢铁、工程机械等相关产品也出现快速增长。（3）汽车、服装需求回暖带动相关行业生产，5 月汽车、服装类消费增速分别回升 17.9、3.5 个百分点，带动生产增速分别回升 6.4、2.3 个百分点。

图3： 各行业工业增加值变化



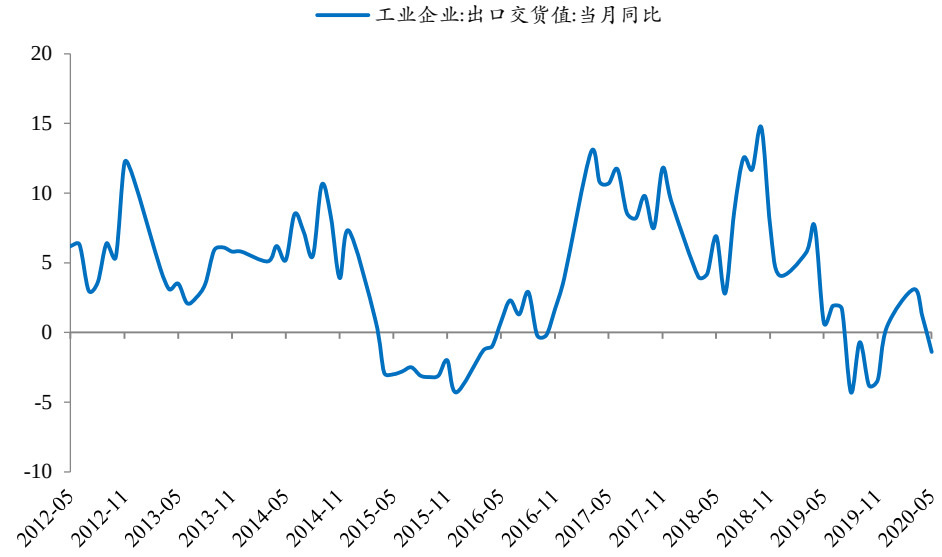
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 5 月工业增加值基数偏低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 出口交货值增速回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 基建、地产引领投资增速回升

5 月固定资产投资降幅从 10.3%收窄至 6.3%，三大分项均出现改善，尤其是房地产与基建投资单月增速分别回升至 10.9%、8.1%，主要原因是疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币政策极度宽松以及财政政策力度加大，房地产与基建单月增速回到相对正常的水平。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，交房压力下，房企施工强度会提升，叠加货币宽松下房贷利率稳步下降刺激购房需求，我们预计房地产投资增速会继续修复。随着专项债等资金投入、财政政策支持以及新基建大幅推进，后续基建投资修复仍是相对确定性线索。具体来看：

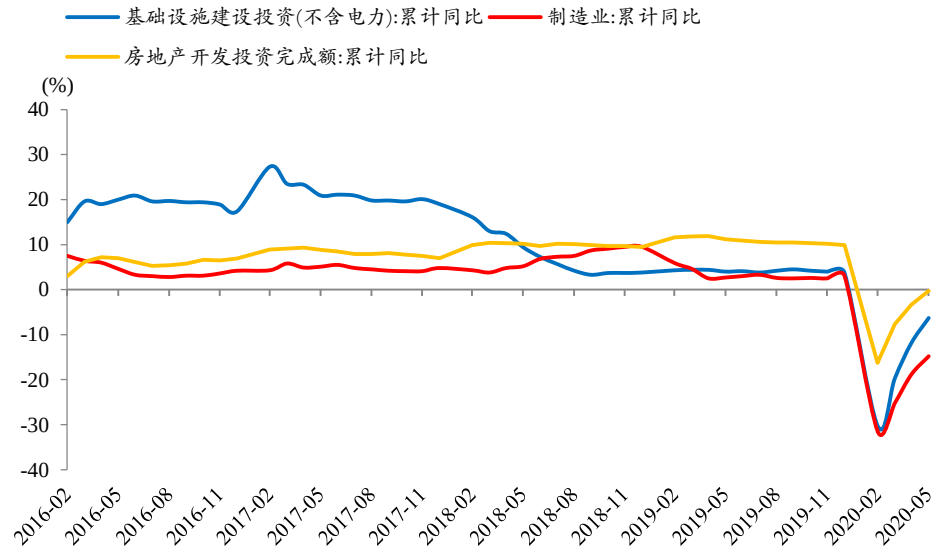
基建投资增速回升一方面是赶工需求，除非国内疫情出现二次大规模爆发，否则赶工需求仍会驱动基建投资增长。另一方面，资金规模与效率提高，2020 年 1-5

月，地方专项债发行 2.25 万亿元，远高于 2019 年同期的 0.97 万亿元。而 2019 年基建投资不温不火的一个原因是专项债主要用于土储与棚改，用于基建的比例很小，2020 年 1-5 月专项债主要投向基建，此外二季度新下达的专项债额度还增加了城镇老旧小区改造这一资金投向，并鼓励用于新型基础设施、医疗等市政设施项目投资，再加上赤字率的提升，困扰 2019 年基建投资的资金问题会得到改善。

房地产投资增速回升的原因在于：（1）国内疫情好转，赶工需求回升。3-5 月房屋施工面积累计同比增速均出现回落，而房地产投资增速明显上升，表明在交房压力下，房企需要赶工，施工强度上升。（2）货币宽松下加速房地产需求回暖。货币宽松下，首套房贷款利率连续 6 个月出现下降，与复工形成合力，加速了房地产需求回暖，5 月商品房销售面积单月同比增速从-2.1%上升至 9.6%。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，货币政策宽松的基调没有发生根本改变，我们预计后续地产投资、销量、新开工等数据会延续改善的趋势。

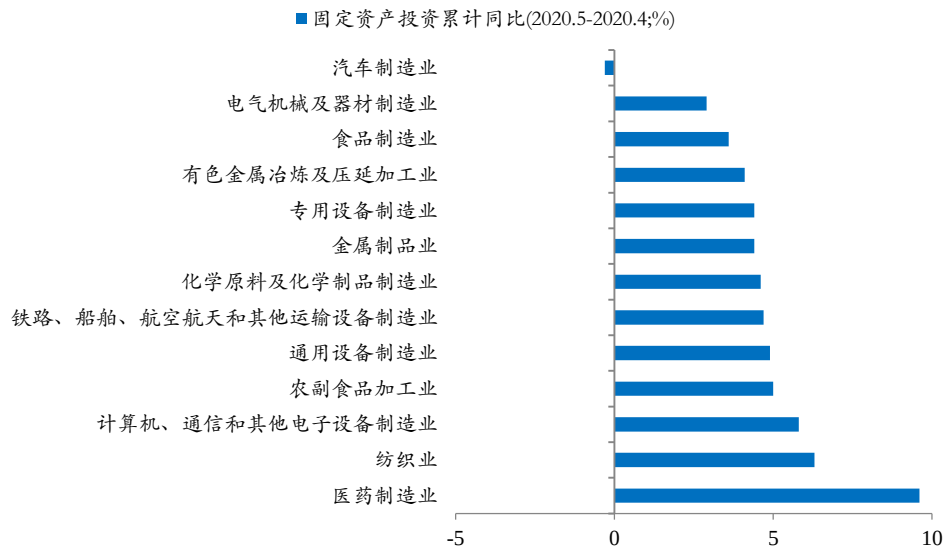
5 月制造业投资单月增速为-5.3%，降幅较 4 月（-6.7%）仅有小幅收窄，从已公布的分项数据来看，计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业投资增速均达到 6.9%，属于投资增速领跑的两个行业，我们认为这与 4-5 月医疗物资、高新技术产品、机电产品出口维持高增速有关。整体而言，和房地产与基建投资相比，制造业投资仍显得疲弱，这也与 4-5 月建筑业 PMI 强于制造业 PMI 相印证。往后看，制造业投资存在进一步修复空间，但考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

图6： 基建、地产、制造业投资增速上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 医药制造业投资增速明显改善



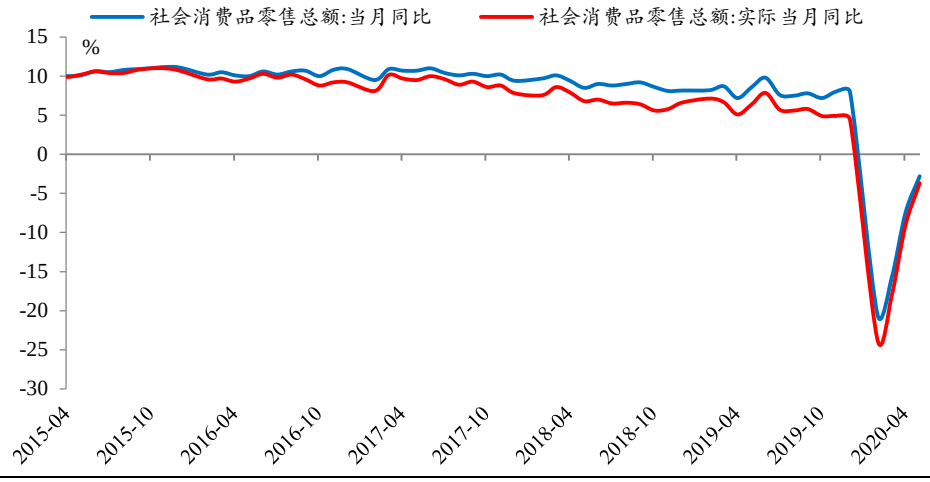
资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 限额以上商品消费基本回归正常

5 月社零名义与实际增速分别回升至-2.8%、-3.7%，大部分分项均出现改善，从结构来看有以下特点：(1) 必选消费向常态回归。粮油食品类消费增速从 3-4 月 20%左右的偏高水平下降至 11.4%的正常水平。(2) 前期回补较慢的消费品种补涨。5 月消费增速回升较多的两个品种是服装鞋帽针纺织品类与餐饮，分别较 4 月回升 17.9、12.2 个百分点。(3) 汽车与地产链相关消费已经达到疫情前的正常水平。受益于需求滞后回补与各地出台汽车刺激政策，5 月汽车消费增速回升至 3.5%，为 2018 年 5 月以来次高；5 月家电、家具、建材消费增速分别为 4.3%、3%、1.9%，已经达到疫情前的正常水平，最近几个月地产链相关消费快速修复，与房地产市场需求回暖密切相关，4-5 月商品房销售面积单月增速均以超过 10 个百分点的速度在回升（5 月增速达到 9.7%，为 2019 年以来最高）。

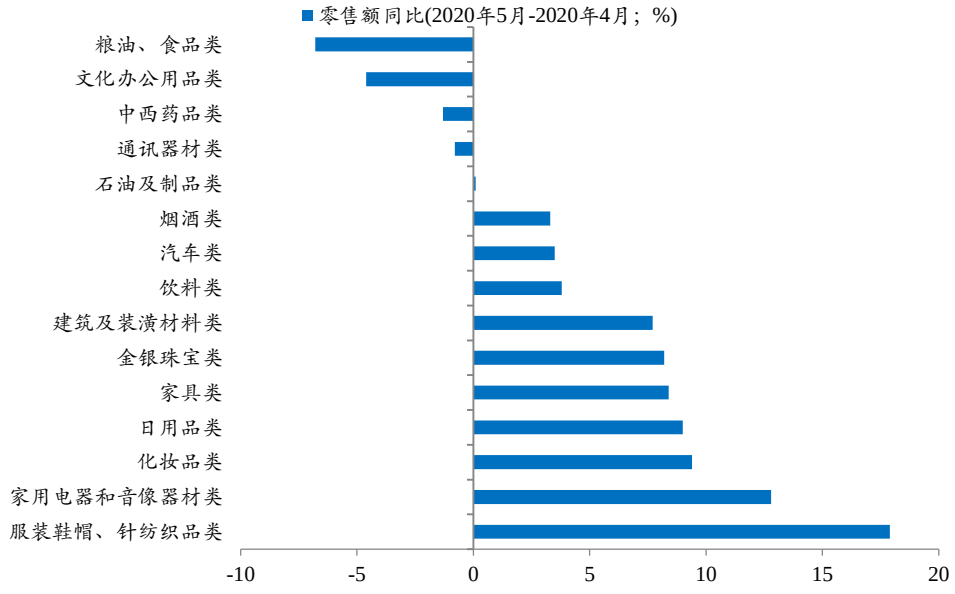
消费增速离正常水平还有较大距离，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，存在修复空间但速度可能会放缓。经过最近几个月的修复，虽然整体社零增速离正常值还有 10 个百分点左右的距离，但当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平，5 月限额以上商品零售增速达到 2.5%，在限额以上单位商品零售类值中，近八成商品实现同比增长，大多数商品零售比 4 月份好转。拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售，5 月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有-18.9%、-2.4%，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，随着消费者恐慌心理的逐渐退去，未来这两部分消费仍有补偿式修复空间。但整体消费修复速度可能会放缓，主要原因在于，需求的大规模延后释放实际上掩盖了就业与收入承压对消费的影响，5 月城镇调查失业率为 5.9%，仍然高居不下，在企业预期仍然偏谨慎的情况下，企业通过降薪裁员将经营压力转移到居民部门，因此，这一影响可能在后续逐渐体现出来，进而压制消费修复速度。

图8： 社零增速回升



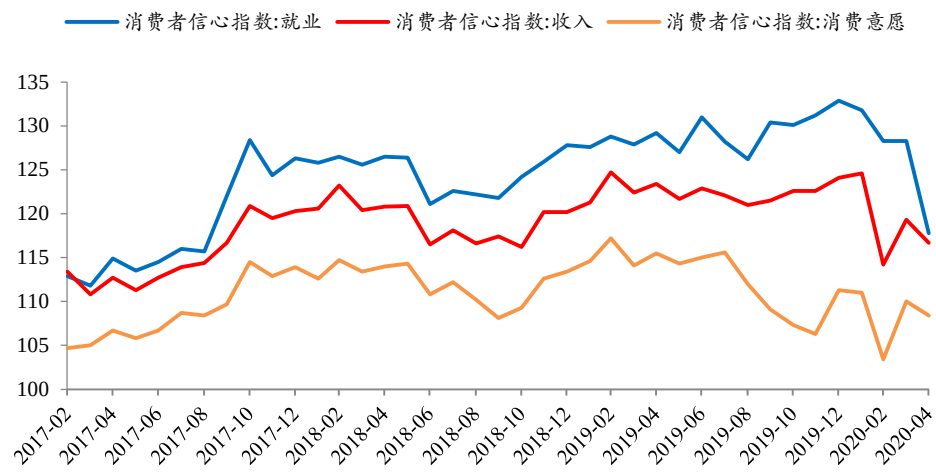
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 汽车、地产链消费修复



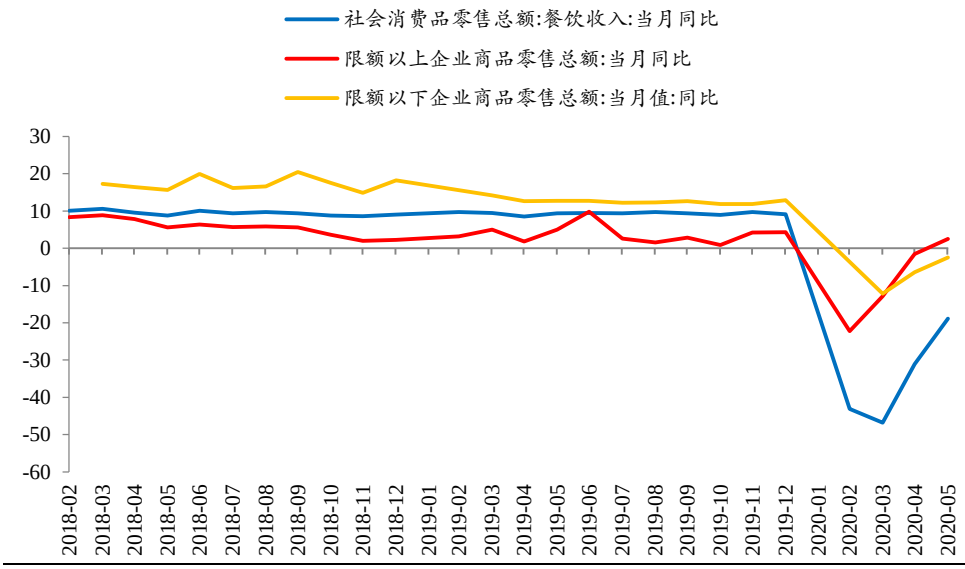
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 消费者消费意愿、收入与就业仍然相对疲弱



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/