

产需继续回暖，经济恢复仍面临压力

——联合宏观信用观察月报（2020 年 5 月）

联合资信、联合评级宏观研究部

摘要：

- 二季度以来，随着统筹推进疫情防控和经济社会发展成效显著，生产需求持续改善，4、5 月多个指标实现正增长，但从累计数据看，主要指标与一季度相比虽有明显改善，但依然是负增长。国内聚集型消费依旧受到制约，且 6 月北京疫情的反弹或将加重全国对疫情的担忧情绪，从而进一步抑制国内需求的恢复；基建在资金的支持下有较大的爆发力，但由于需求的不景气并未带动相关链条的制造业同步恢复，后期投资增长依然依赖于政策资金带动；从外部需求看，境外疫情依旧肆虐，世界经贸显著收缩，净出口或成经济拖累项。
- 区域方面看，随着疫情防范的常态化、复工复产深入推进，各省区基本都呈现出经济逐步复苏向好的态势。行业方面，基建和建筑行业快速复工，带动钢材、水泥量价齐升；房地产销售连续第二个月好转，带动价格上涨，竣工增加；国际原油价格回升。
- 2020 年以来，为对冲新冠疫情的影响，积极的财政政策更加积极有为，稳健的货币政策更加灵活适度。综合运用降准、再贷款等工具，引导利率下降，推动金融部门向企业让利，加快落实降费措施，增加有效投资，促进经济复苏。

一、宏观经济运行

二季度以来，随着统筹推进疫情防控和经济社会发展成效显现，生产需求持续改善，4、5月多个指标实现正增长，二季度经济形势逐步好转，但仍面临经济下行的较大压力。从累计数据看，主要指标与一季度相比虽有明显改善，但依然是负增长：1-5月份，规模以上工业增加值同比下降2.8%，社会消费品零售总额下降13.5%，固定资产投资（不含农户）下降6.3%，出口下降7.7%。从单月口径看，5月经济持续回暖，从当月看不少指标低于上年同期水平，经济恢复仍面临压力：5月工业增加值同比增长4.4%，上年同期为同比增长5%；社会消费品零售总额同比名义下降2.8%，上年同期为同比增长8.6%；出口同比下降3.3%，上年同期为增长1.1%。国内聚集型消费依旧受到制约，且6月北京疫情的反弹或将加重全国对疫情的担忧情绪，从而进一步抑制国内需求的恢复；基建在资金的支持下有较大的爆发力，但由于需求的不景气并未带动相关链条的制造业同步恢复，后期投资增长依然依赖于外部资金带动；从外部需求看，境外疫情依旧肆虐，世界经贸收缩严重：二季度，WTO货物贸易晴雨表指数为87.6，创历史新低；联合国贸易和发展会议预测，二季度全球商品贸易额将比一季度下降26.9%。且从数据看，消费的恢复弱于投资的恢复，反映了当前经济的恢复主要是依赖于外部资金对投资的拉动作用，经济的内生增长力偏弱。整体看，虽然近期主要指标均有好转，但从当月看不少指标依旧低于上年同期水平，且从累计角度看多数指标仍处于负增长，表明疫情对经济的影响尚未完全消除，经济尚未恢复到正常水平。当前境外疫情对世界经济的巨大冲击继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

1. 生产活动继续改善，但扩张力度减弱

复工复产继续推进，制造业和非制造业生产活动继续改善。2020年5月份，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均保持在临界点以上，其中制造业采购经理指数为50.6%，比上月小幅回落0.2个百分点；非制造业商务活动指数为53.6%，比上月上升0.4个百分点；综合PMI产出指数为53.4%，与上月持平。

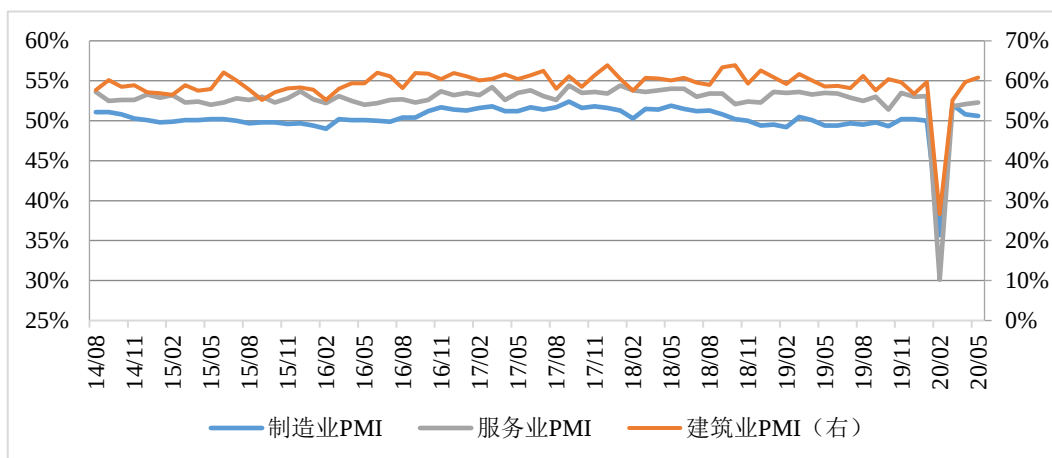
制造业采购经理指数连续三个月保持在荣枯线之上，生产持续恢复。5月制造业PMI录得50.6%，较上月回落0.2个百分点，连续三个月处于荣枯线之上，在5月制造业采购经理调查企业中，81.2%的企业已达正常生产水平的八成以上，生产持续恢复。**生产持续恢复，但扩张力度继续减弱。**5月生产指数为53.2%，比上月回落0.5个百分点，企业生产经营继续改善，但扩张力度减弱。在调查的21个行业中，食品及饮料精制茶、石油加工、专用设备、汽车等14个制造业生产指数高于临界点；纺织服装服饰、木材加工等7个制造业低于临界点。**需求进一步恢复，产需缺口收窄。**新订单指数为50.9%，比上月上升0.7个百分点，

与生产指数差值有所缩小，产需缺口有所收窄。在调查的 21 个行业中，有 12 个行业新订单指数高于上月，其中造纸印刷、化学纤维及橡胶塑料、钢铁等制造业新订单指数升至临界点以上，国内相关市场需求有所改善。**需求修复，带动价格上升、库存去化。**主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 51.6% 和 48.7%，比上月回升 9.1 和 6.5 个百分点，均为近 4 个月以来高点，其中主要原材料购进价格指数升至临界点以上，企业原材料采购价格有所上涨。从行业情况看，钢铁、有色等上游行业两个价格指数均回升明显，高于 55.0%。与 5 月 PPI 环比降幅收窄相一致。库存方面，5 月原材料库存指数下降 0.9 个百分点至 47.3%，产成品库存指数下降 2 个百分点至 47.3%，表明在需求回升生产扩张力度减弱的情况下，库存有所去化。**外贸活动疲弱，就业压力进一步凸显。**当前全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，国外市场需求持续萎缩。5 月制造业新出口订单指数和进口指数分别为 35.3% 和 45.3%，虽比上月回升 1.8 和 1.4 个百分点，但均处于历史较低水平。外贸不景气，压制企业用工意愿，5 月制造业从业人员指数下降 0.8 个百分点至 49.4%，后期稳就业压力较大。

非制造业商务活动指数继续回升。5 月份，非制造业商务活动指数为 53.6%，高于上月 0.4 个百分点。**建筑业加快回暖。**建筑业商务活动指数为 60.8%，较上月上升 1.1 个百分点。从市场需求看，新订单指数比 4 月上升 4.8 个百分点，录得 58.0%，建筑企业新签订的工程合同量继续回升。从劳动力需求和市场预期看，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 58.8% 和 67.5%，比上月上升 1.7 和 2.1 个百分点。**服务业稳步恢复。**服务业商务活动指数为 52.3%，比上月小幅上升 0.2 个百分点。扩大居民消费政策措施加快落地，叠加“五一”假日消费效应，消费市场继续回暖。在调查的 21 个行业中，有 15 个行业商务活动指数高于 50.0%。其中，交通运输、住宿餐饮、电信、互联网软件等行业商务活动指数位于 55.0% 以上，均高于上月，市场活跃度有所增强。但是，文化体育娱乐业商务活动指数仅为 44.5%，继续处于低位。

综合看，5 月国内制造业生产活动继续改善，但外贸不景气给以出口为主的制造业带来的影响有所显现，生产扩张活动有所减弱，用工意愿下降，预计后期相关的就业扶持政策或将逐步落地。

图 1：PMI 指数



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 工业生产延续回升趋势，服务业年内首次实现正增长

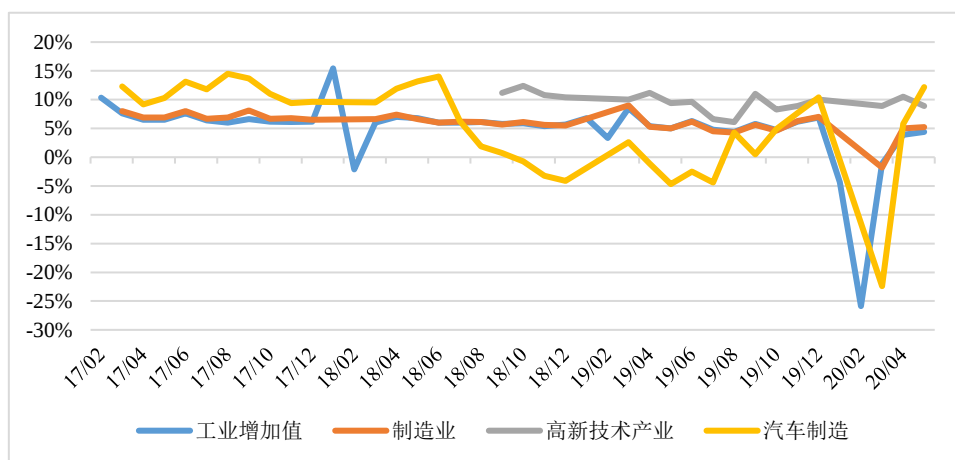
工业生产继续回升，但回升速度放缓。截至5月27日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，较4月下旬上升6.6个百分点，复工复产进一步推进，生产进一步加快，但整体生产回升的速度有所放缓：5月规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速较4月份回升0.5个百分点，增速涨幅较4月回落4.5个百分点；其中，采矿业、制造业以及公用事业三大门类分别增长1.1%、5.2%、3.6%，增速均有所加快。从环比看，5月规模以上工业增加值比上月增长1.53%（4月环比增长2.3%）。从行业角度看，基建和建筑行业相关的产业链条增势较好，高新技术行业保持高速增长，消费品类表现差强人意。5月在基建和房地产投资高速增长的带动下，相关的工业生产也表现出较好的增长趋势：原材料类行业增加值同比增速从上月的3.5%加快到5.5%。其中，黑色金属、非金属矿物制品、化工等行业分别增长6.1%、5.5%、3.9%，增速均较上月小幅加快；基建相关的装备制造业也表现突出，5月建筑工程用机械产量同比增长38.4%，增速较上月加快17.5个百分点。高新技术行业保持高增长趋势：5月高技术产业工业增加值同比增长8.9%，增速小幅放缓但仍高于全部工业4.5个百分点。消费品行业恢复较弱，汽车生产在消费的带动下恢复加快：5月份消费品行业出现下滑，增速由上月的增长0.7%转为下降0.6%，服装、家具、文教工美、皮革制鞋等行业下降在5.0%-11.4%之间，显示了居民端的需求不足；汽车行业在汽车消费转正的带动下，恢复进一步加快，汽车制造业增长12.2%，较4月份加快6.4个百分点，增速为2018年下半年以来各月最高水平。整体看，多数行业和产品生产继续恢复，41个大类行业中，30个行业增加值同比实现增长，增长的行业数较上月增加2个，增长面为73.2%。

5月工业生产回升放缓的同时，服务业增速由负转正。5月服务业生产相比工业表现更好，服务业生产

指数同比增长 1.0%，较 4 月提升 5.5 个百分点，今年以来首次实现正增长。主要是信息、金融、房地产等行业较快增长对服务业带动作用明显，三个行业合计拉动服务业生产指数增长 3.1 个百分点。具体看，5 月份，信息传输软件和信息技术服务业生产指数同比增长 12.9%；在金融支持加大、信贷投放增加的支持下，金融业实现稳定增长，5 月金融业生产指数实现同比增长 5.2%；房地产销售在 4、5 月份连续好转、投资增速基本恢复至 2019 年水平，行业改善明显，5 月房地产生产指数同比增长 5.2%。此外，前期受冲击较大的批发零售、住宿餐饮等生活性服务业也有明显的恢复。但同时注意到，聚集型消费复苏缓慢是制约服务业恢复的主要因素。5 月，受居民担忧情绪影响，聚集型消费复苏相对较为缓慢，住宿和餐饮业生产指数同比下降 21.7%，餐饮收入额下降 18.9%，后期依然会对消费形成压制。

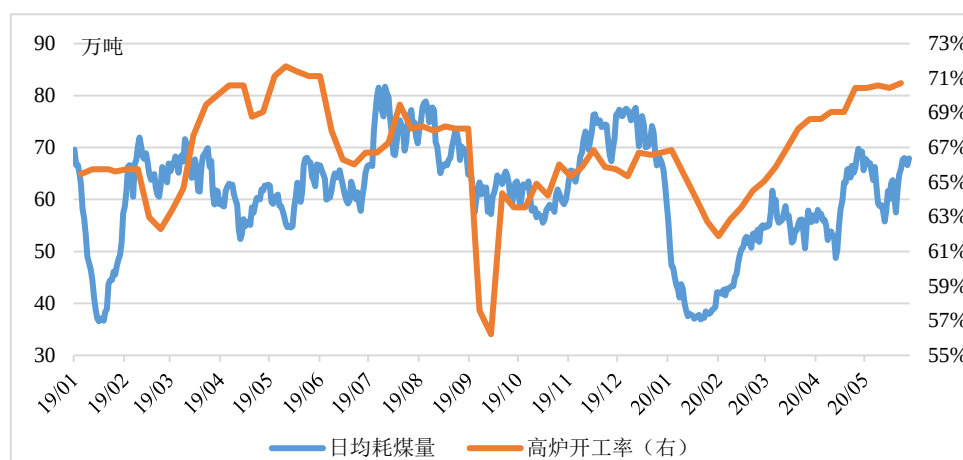
从高频数据看，6 月前两周六大发电集团日均耗煤均值为 62.8 万吨，以恢复至往年同期水平；5 月以来高炉开工率维持在 70%以上，但仍低于往年同期水平。高频数据显示了工业生产的持续恢复，但后期**工业生产仍存在较大的不确定性**。统计局数据显示，5 月份 41 个行业中有 25 个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑，同时出口订单不足，5 月工业出口交货值由增转降，同比下降 1.4%，后期需要警惕出口不足带来的生产动能下降的压力。

图 2：工业增加值当月同比增速



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3：高炉开工率以及发电耗煤量



数据来源：Wind，联合资信整理

3. 基建投资持续高增长，制造业投资仍处负增长区间

2020 年 5 月在一系列稳投资政策的作用下，固定投资增速继续修复，投资降幅连续 3 个月收窄，1-5 月全国固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份和一季度分别收窄 4.0 和 9.8 个百分点；分领域看，基础设施（不含电力）投资同比下降 6.3%，制造业投资下降 14.8%，房地产开发投资下降 0.3%，降幅分别比 1-4 月份收窄 5.5、4.0、3.0 个百分点；从单月口径看，5 月基建、房地产投资均实现 8% 以上的增长速度，只有制造业投资仍处于负增长区间。前 5 个月固定资产投资呈现基建、房地产恢复较快，制造业投资恢复缓慢的特点。当前的经济恢复主要是依赖于政策资金推动下的基建投资带动，预计后期基建投资依然是经济托底的主要抓手。而制造业行业更多是事民营企业，对未来的投资受需求和利润的共同约束，制造业投资恢复缓慢，显示了制造业企业对未来需求恢复的信心不足。

基建投资持续反弹，专项债融资规模创新高。从单月口径看，5 月基建（不含电力）投资同比增长 8.29%，实现自 2018 年 5 月以来最高增长速度，领先于房地产和制造业投资增速，高于去年同期 5.33 个百分点。**基建融资仍然保持高位**，1-5 月新增专项债发行 21502 亿元，发行规模是去年全年的 1.5 倍，其中，5 月专项债发行 9980 亿，创单月历史新高。后期基建增速或将仍有增长空间，成为经济增速的主要托底项。一方面今年提高了专项债券资金可用作项目资本金的比例，且信贷资金中大部分资金流向了基建领域，部分对冲了财政吃紧造成的预算内资金减少，基建资金来源仍有保障；另一方面从稳就业的政策角度看，基建作为经济的主要托底项，需要保持较高的增长，才能有效的带动就业。4 月 30 日，证监会与发改委联合发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，有望盘活存量资产，或将带动基建投资继续增长。从项目审批角度看，5 月发改委共审批核准固定资产投资项目 7 个，总投资 1298

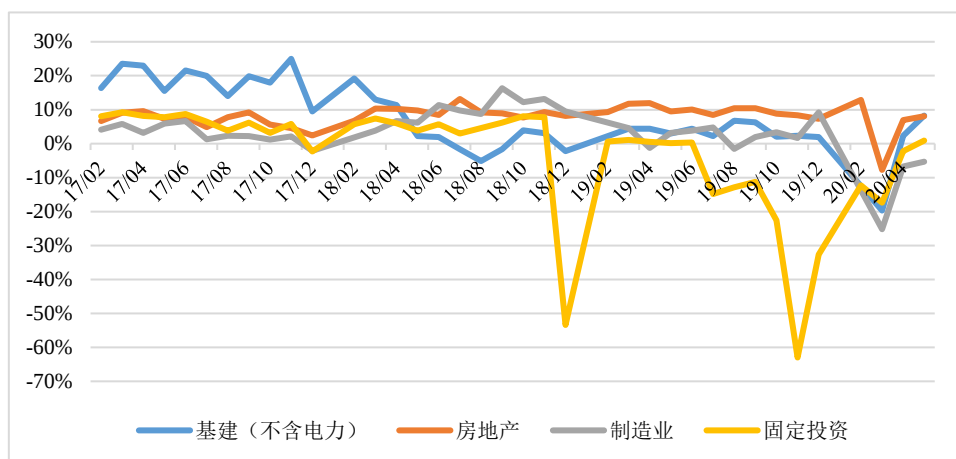
亿元，主要集中在交通运输、能源等领域。

房地产投资强劲，销售持续回暖。1-5月房地产投资同比下降0.3%，降幅比1-4月份收窄3.0个百分点，其中住宅投资同比持平。单月口径看，5月当月房地产投资同比增长8.09%，增速较4月上升1.13个百分点，基本恢复至往年平均水平。从供给端看，5月**房屋新开工及竣工面积同比增速转正**：1-5月房屋新开工面积同比下降12.8%，降幅收窄5.6个百分点；房屋竣工面积同比下降11.3%，降幅收窄3.2个百分点；单月口径来看，5月房屋新开工面积同比增长2.5%（4月为下降1.3%），竣工面积同比增长6.2%（4月为下降8.8%）。**销售强势反弹，一线城市价格同比回升**：5月当月商品房销售面积、销售金额分别实现同比增长9.7%、14.0%，较前值分别大幅回升11.8、19.0个百分点，增速由负转正，超越去年同期水平。5月商品房销售连续第二个月实现大幅增长，一方面可能是由于二三线城市房价同比下降带来的刚需购房需求；另一方面或许与一线城市投资性房产需求上升相关：5月一线城市二手房价格指数同比增速由2月的2.2%逆势上涨至5月的4.1%，而二三线城市二手房价格指数持续回落，或体现了一线城市房地产具有的投资属性导致了在利率环境整体较低的情况下，引发的投资性资金流向了房地产领域。从资金端看，**销售回暖带动资金快速回升**。1-5月，房地产开发企业到位资金同比下降6.1%，降幅收窄4.3个百分点；5月当月，房地产开发企业到位资金同比增长10.0%（4月为-0.6%）。从主要资金来源看，5月当月国内贷款同比增长9.2%（4月为10.6%）；自筹资金同比增长14.0%（4月为5.8%）；定金及预收款同比增长6.7%（4月为-10.1%）；个人按揭贷款同比增长15.0%（4月为-0.6%）。与销售相对应的个人按揭以及定金收款增长速度回升幅度最大。央行在一季度货币政策报告中，重申“房住不炒”定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，但“因城施策”的调控手段下，部分城市的房地产调控政策或有边际放松，后期房地产投资增速或将在低利率的环境下继续维持当前较高的增长速度，且前期销售的期房面临着交房的压力，使得房地产投资具有一定的韧性，后期可能表现在新开工面积增速低于施工面积和竣工面积增速。在整体的调控方针不变的情况下，刚性需求将是未来房地产市场的需求支撑，房地产不会成为本轮经济刺激的手段。

制造业投资修复相对缓慢。1-5月份，制造业投资同比下降14.8%，降幅比1-4月份收窄4.0个百分点，仍处于深度增长区间；单月口径看，5月制造业投资同比下降5.33%，降幅较4月收窄1.41个百分点，依然处于负增长区间。相对比基建和房地产的快速恢复，制造业投资恢复较为缓慢。**高技术产业投资增速转正**，在所有制造业投资中表现最好，1-5月高技术制造业投资同比增长2.7%，1-4月份为下降3.6%，高于全部制造业投资增速17.5个百分点，其中计算机及办公设备制造业投资累计增长12.0%，医药制造业投资累计增长6.9%，电子及通信设备制造业投资累计增长2.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资累计增长2.3%，

可能与海外疫情爆发加大对我国医疗物资、线上电子产品等需求有关。预计后期制造业投资将继续缓慢恢复，但形势依然较为严峻。一方面，制造业中出口占比较大，外贸的不景气对我国的制造业形成较大的冲击，疫情在全球范围的扩散，使得 2020 年全球贸易受到严重冲击，联合国贸易和发展会议预测，二季度全球商品贸易额将比一季度下降 26.9%，外贸需求的下降，压制制造业投资的热情。另一方面，5 月 PPI 环比增速虽有上升，且同比增速有触底的迹象，但同比增速仍处于负增长区间，压缩企业利润空间，降低企业的投资热情。5 月长江商学院中国企业经营状况(BCI)企业投资前瞻指数较前值提升 9.5 个百分点至 54.1%，显示我国民营中小企业投资信心有明显修复，但依然位于历史低位。整体看，后期制造业投资将继续缓慢恢复，但短期内或难以恢复至疫情前水平。

图 4：固定资产投资增速（当月同比）



数据来源：Wind，联合资信整理

4. 消费恢复放缓，汽车消费重回正增长

消费恢复放缓，汽车消费重回正增长。5 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 2.8%，降幅较 4 月收窄 4.7 个百分点，相较于 4 月降幅收窄 8.3 个百分点，5 月消费恢复的速度有所放缓，显示了 4 月消费“快

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4343

