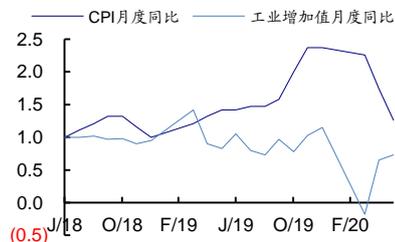


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	-6.30
社零总额当月同比	-2.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 宽松政策下, 股债商同时上涨》——2020-05-07
 《宏观经济月报: 短期外需弱化影响有限, 当前经济跌得越深, 反弹越速》——2020-03-18
 《宏观经济月报: 经济修复加快, 高技术制造业表现亮眼》——2020-06-01
 《大类资产配置月报: 国内风险平价组合表现也不差》——2020-04-03
 《大类资产配置月报: 债市略显鸡肋, 股票、商品值得期待》——2020-06-03

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456

E-MAIL: lizn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158

E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

宏观月报

消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾

● 消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾

以疫情前2019年全年同比为基准, 则5月表现最差的经济指标无疑是社会消费品零售总额和进口, 二者同比增速低于疫情前2019年同比水平的幅度分别高达10.8、14.4个百分点。此外, 5月制造业投资同比为-5.3%, 低于疫情前2019年同比水平约8.4个百分点。

考虑到进口、制造业投资均与国内消费的关系非常密切, 进口与制造业投资的低迷或主要是国内消费低迷所导致, 因此我们可以得出结论: 消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾。

疫情以来居民收入增速明显高于消费支出增速, 特别是疫情明显缓和了之后的4、5月依然如此, 这或反映了居民的预防性储蓄倾向一直还处于较高水平。后续随着居民对疫情反复的担忧进一步缓解, 居民未来收入的不确定性也将明显降低, 居民的预防性储蓄倾向也将随之回落, 前期高于消费支出的那部分收入会逐渐推动消费的补偿性增长, 届时在补偿性增长加持下, 国内消费增速大概率会明显上升。

● 经济增长: 高技术制造业延续高景气, 消费补偿性增长仍可期

从生产端来看, 5月国内工业生产同比继续上升, 但仍低于去年全年的水平。从需求端来看, 固定资产投资完成额同比增速继续上升, 其中房地产、基建、高技术制造业投资同比均继续上行至较高水平, 但旧产能制造业投资同比仍明显负增长; 消费同比增速亦继续回升, 大部分可选消费品消费同比回升至正值, 但受餐饮以及个别可选消费品分项负增长影响, 整体社会消费品零售总额同比仍处于负增长区间; 进口增长继续回落, 创2016年以来新低, 是国内消费仍较低迷的反映, 出口增速有所回落但仍维持正增长, 反映海外经济体生产能力仍受疫情影响难以正常化, 而防疫物质等需求仍较旺盛, 抬升了海外经济体的进口需求。

从高频指标来看, 6月以来, 国内经济增长景气度仍然较高, 电厂日耗煤量、粗钢产量、PTA产量维持高同比增速, 房地产和汽车销售同比增速进入正增长区间, 这些均显示6月国内经济增长动能仍很强。

● 通货膨胀: CPI将继续下行, PPI同比已触底, 后续持续回升

从高频指标来看, 2020年6月CPI环比或超过季节性水平, 6月CPI同比或持平2.4%。展望未来几个月, 国内食品价格有需求回升引发的向上动能, 也有猪肉供给偏松后带来的向下动能, 其中猪肉供给偏松带来的向下动能或较大, 整体CPI食品环比或持续低于季节性水平。非食品价格在需求回暖带动下, 或基本恢复正常季节性增长。2020年下半年整体CPI环比或维持弱势增长, 考虑到去年下半年CPI环比的高基数, 预计2020年下半年CPI同比会明显下行。

随着海外经济重启, 同时国内需求继续上升, 5月工业品价格延续4月的企稳势头, 6月上旬工业品价格继续上涨, 预计2020年6月PPI环比会继续回升至0.4%左右, 6月PPI同比或明显回升至-3.0%。

考虑到2019年下半年PPI环比基数较低, 而2020年下半年经济继续回暖的趋势难以改变, 这有利于提振PPI环比增速, 预计2020年下半年PPI同比大概率延续上行走势。

内容目录

消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾	4
消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾	4
当前国内消费不足并非全由收入下降所导致，后续补偿性增长可期	7
5月经济增长数据解读：高技术制造业延续高景气，消费补偿性增长仍可期	8
生产端：高技术制造业产量同比维持高位，消费相关产品产量增速恢复仍偏慢...	8
需求端：投资——同比继续上行，地产、基建、高技术制造业均表现亮眼.....	10
需求端：消费——可选品消费明显恢复，后续补偿增长可期	11
需求端：进出口——外需受疫情冲击较为有限，后续大概率平稳增长	12
5月通胀解读：CPI将继续下行，PPI同比已触底，后续持续回升	14
2020年5月CPI数据分析与未来走势判断	14
2020年5月PPI数据分析与未来走势判断	18
国信证券投资评级	21
分析师承诺	21
风险提示	21
证券投资咨询业务的说明	21

图表目录

图 1: 5 月国内工业增加值同比增速接近 2019 年的水平	4
图 2: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平	5
图 3: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平	5
图 4: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平	6
图 5: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但仍维持正增长	6
图 6: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平	7
图 7: 2010 年开始, 国内居民消费同比增速持续高于收入增速	8
图 8: 2020 年 5 月工业增加值同比增速继续上升	9
图 9: 制造业恢复水平较高, 采矿业和公用事业相对较低	9
图 10: 5 月基建相关产品、汽车产量同比回升显著	10
图 11: 5 月集成电路产量同比明显回落	10
图 12: 房地产与基建、制造业投资当月同比增速一览	10
图 13: 制造业新旧动能投资当月同比增速一览	11
图 14: 房地产销售当月同比增速一览	11
图 15: 5 月消费同比增速继续回升, 但仍处于负值区间	12
图 16: 5 月大部分可选品消费增速已经接近或超过 2019 年下半年平均水平	12
图 17: 中国进出口当月同比增速变化一览	13
图 18: 国内贸易顺差金额一览	14
图 19: 2020 年 5 月 CPI 食品与非食品价格环比均低于季节性	14
图 20: CPI 食品项环比与历史均值比较	15
图 21: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	15
图 22: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	16
图 23: 6 月食品价格止跌回升, 但后续在猪肉价格走弱带动下或延续弱势	17
图 24: 2020 年 6 月食品价格高于季节性主要由蔬菜价格贡献, 可持续性较弱	17
图 25: 5 月以来高频非食品价格呈现上涨态势	18
图 26: 2020 年 5 月 PPI 生产资料和生活资料价格环比均低于历史均值	18
图 27: 2020 年 5 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	19
图 28: 2020 年 5 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	19
图 29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	20

消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾

消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾

今年1月新冠肺炎疫情开始在国内爆发，2月国内整体经济深度停摆，3月随着国内疫情缓和，国内经济运行逐渐向正常状态靠拢。

从工业生产角度来看，3、4月国内生产恢复非常快，但5月工业增加值同比为4.4%，同比增速仅较4月抬升0.5个百分点，仍低于疫情前2019年5.7%的水平约1.3个百分点。

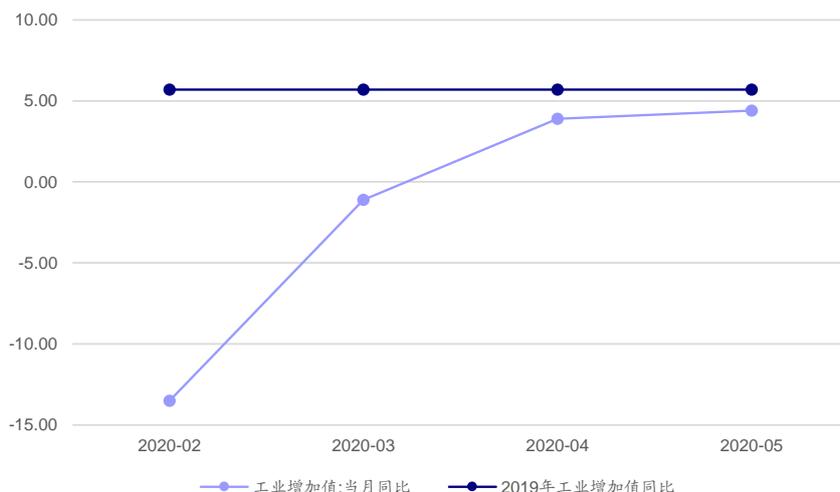
从需求端来看，5月固定资产投资同比增3.9%，较4月抬升3.2个百分点，低于疫情前2019年5.4%的水平约1.5个百分点；5月社会消费品零售总额同比为-2.8%，较4月抬升4.7个百分点，低于疫情前2019年8.0%的水平约10.8个百分点；5月出口同比增1.4%，较4月回落6.7个百分点，低于疫情前2019年5.0%的水平约3.6个百分点；5月进口同比为-12.7%，较4月回落2.5个百分点，低于疫情前2019年1.7%的水平约14.4个百分点。

以疫情前2019年全年同比为基准，则5月需求端各项经济增长指标表现最差的无疑是社会消费品零售总额和进口，二者同比增速低于疫情前2019年同比水平的幅度分别高达10.8、14.4个百分点。

此外，固定资产投资各分项中，制造业投资同比明显低于疫情前2019年的同比水平。5月房地产与基建投资合并金额同比为9.8%，高于疫情前2019年同比水平约3.8个百分点，而制造业投资5月同比为-5.3%，低于疫情前2019年同比水平约8.4个百分点。

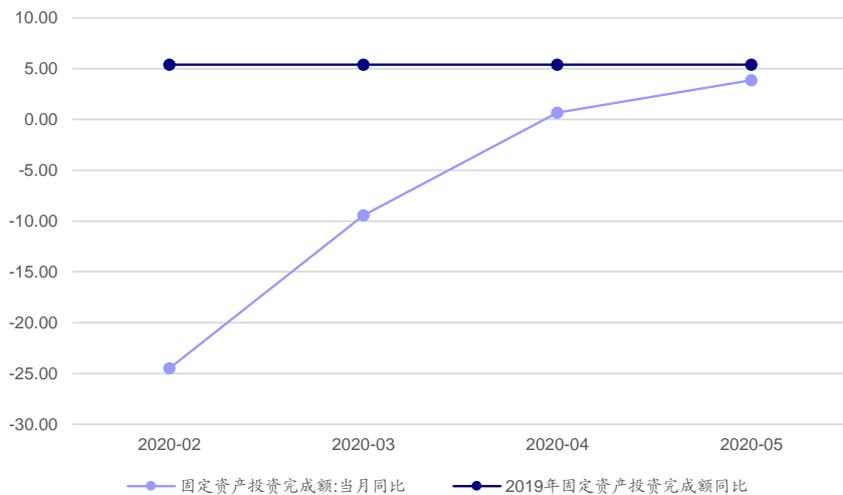
考虑到进口、制造业投资均与国内消费的关系非常密切，进口与制造业投资的低迷或主要是国内消费低迷所导致，因此我们可以得出结论：消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾。

图1：5月国内工业增加值同比增速接近2019年的水平



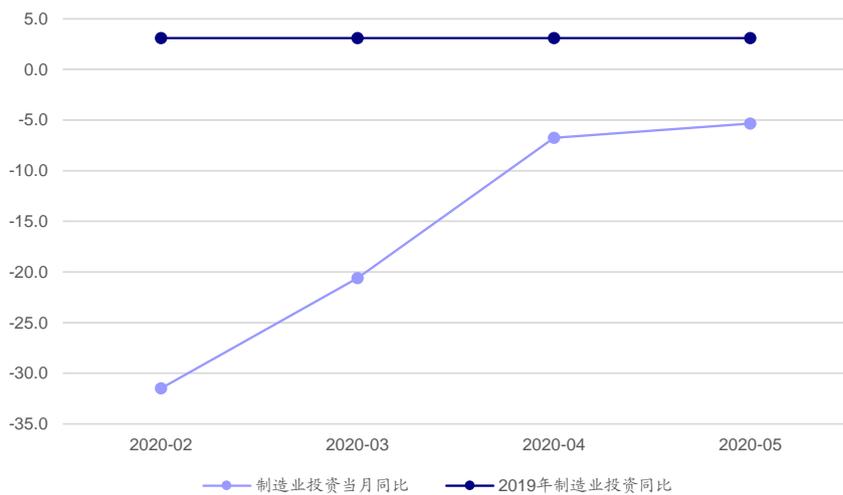
数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平



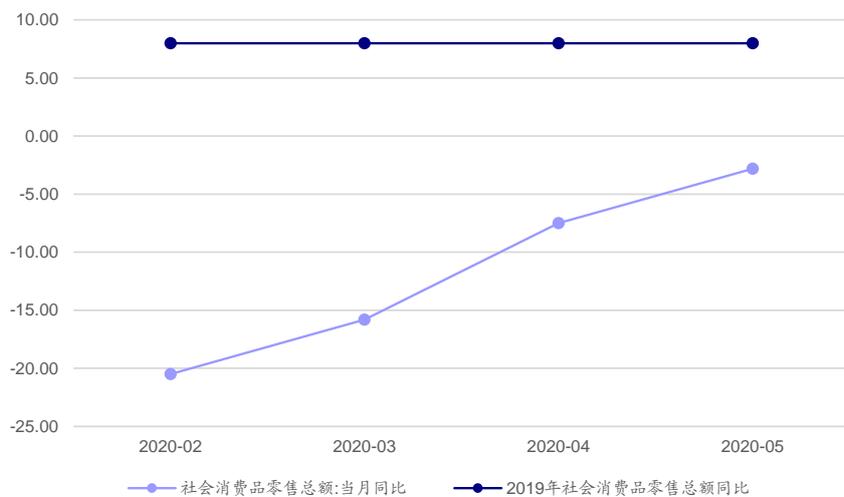
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平



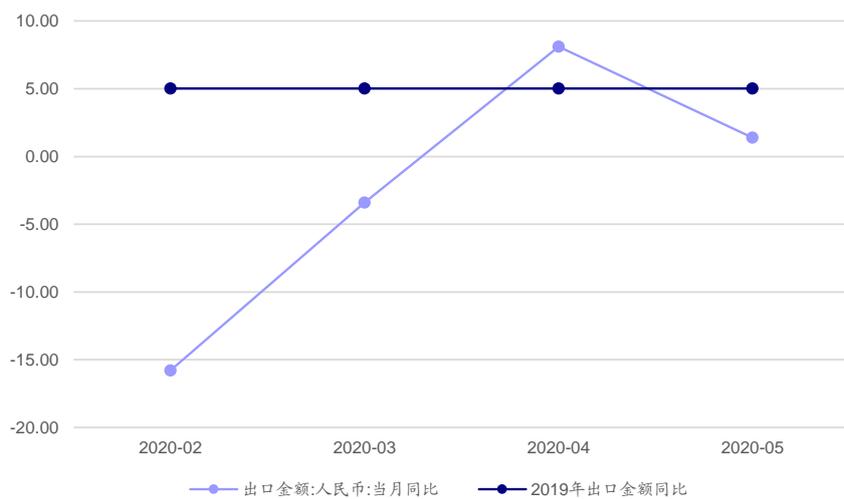
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平



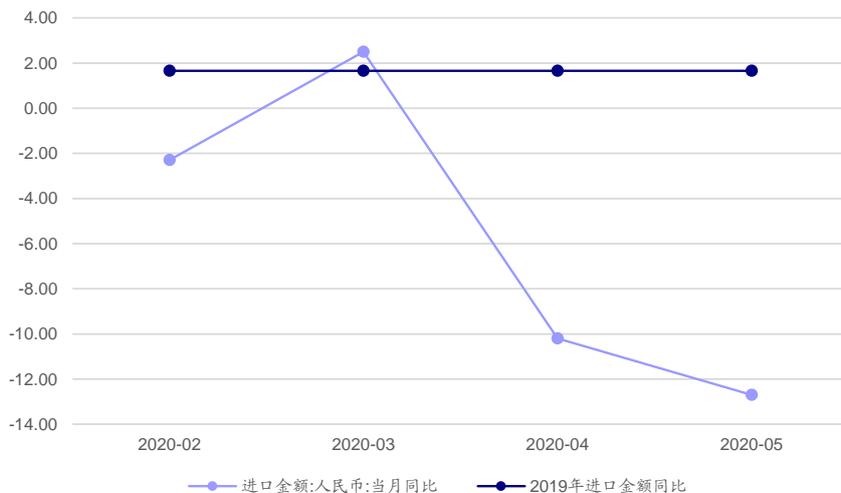
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但仍维持正增长



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

当前国内消费不足并非全由收入下降所导致，后续补偿性增长可期

从统计局公布的 2020 年一季度国内居民人均可支配收入和人均消费支出情况来看，二者出现非常明显的不平衡状态，居民收入增速远高于支出增速。2020 年一季度居民人均可支配收入名义增长 0.8%，实际下降 3.9%，人均消费支出名义下降 8.2%，实际下降 12.5%，居民收入与支出增速差异较大。

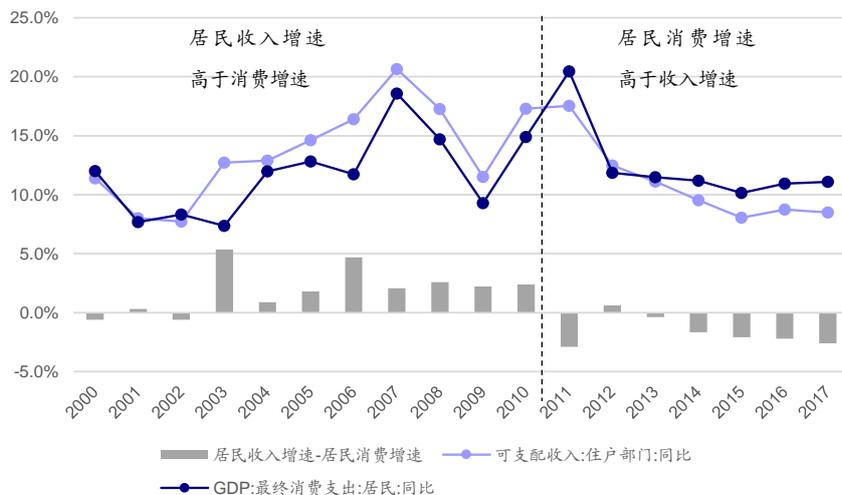
考虑到二季度以来国内经济持续修复，因此 4、5 月国内居民的名义可支配收入增速应高于一季度的 0.8%，而 4、5 月社会消费品零售总额同比增速仍为负值，这表明 4、5 月国内居民可支配收入增速仍明显高于消费支出增速。

疫情以来居民收入增速明显高于消费支出增速，特别是疫情明显缓和了之后的 4、5 月仍然如此，这或反映了居民的预防性储蓄倾向一直还处于较高水平。

从历史上居民收入与消费支出同比增速情况来看，2010 年之前，居民收入增速持续高于消费增速，但 2010 年之后，居民消费增速开始反超收入增速，这意味着 2010 年之后国内居民的储蓄倾向是在逐渐回落的。

当前受疫情影响，国内居民的储蓄倾向大幅抬升，或主要是居民担忧疫情的二次复发，从而增强了居民未来收入的不确定性，后续随着居民对疫情反复的担忧进一步缓解，居民未来收入的不确定性也将明显降低，居民的预防性储蓄倾向也将随之回落，前期高于消费支出的那部分收入会逐渐推动消费的补偿性增长，届时在补偿性增长加持下，国内消费增速大概率会明显上升。

图 7: 2010 年开始, 国内居民消费同比增速持续高于收入增速



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

5 月经济增长数据解读: 高技术制造业延续高景气, 消费补偿性增长仍可期

从生产端来看, 5 月国内工业生产同比继续上升, 但仍低于去年全年的水平, 主要是受消费需求拖累的影响。从需求端来看, 固定资产投资完成额同比增速继续上升, 其中房地产、基建、高技术制造业投资同比均继续上行至较高水平, 但旧产能制造业投资同比仍明显负增长; 消费同比增速亦继续回升, 大部分可选品消费同比回升至正值, 但受餐饮以及个别分项负增长影响, 整体社会消费品零售总额同比仍处于负增长区间; 进口增长继续回落, 创 2016 年以来新低, 是国内消费需求仍较低迷的反映, 出口增速有所回落但仍维持正增长, 反映海外经济体生产能力仍受疫情影响难以正常化, 而防疫物质需求仍较旺盛, 抬升了海外经济体的进口需求。

5 月国内经济继续修复, 但 5 月消费的恢复仍偏慢, 考虑到二季度以来居民的名义可支配收入增速应高于一季度的 0.8%, 而 4、5 月社会消费品零售总额同比增速仍为负值, 居民可支配收入增速仍明显高于消费支出增速, 预计背后主要反映居民的预防性储蓄倾向还处于较高水平, 后续随着居民对疫情反复的担忧进一步缓解, 居民对未来收入的不确定性也将明显降低, 消费的补偿性增长

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_4430

