亮眼的地产和基建
——5 月经济数据点评

基本结论

- **事件：**统计局 6 月 15 日公布，5 月规模以上工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月回升 0.5 个百分点；1-5 月累计全国固定资产投资同比下降 6.3%，降幅收窄 4 个百分点；5 月份社会消费品零售总额同比下降 2.8%，前值-7.5%。我们解读如下：
- **工业：生产继续修复，需求回暖后库存去化。**5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月加快 0.5 个百分点，工业生产继续修复。目前工业企业基本实现完全复工和人员返岗，但达产率尚未完全恢复，内需恢复速度是未来产能进一步提升的关键。库存方面，内需改善下企业库存消耗加快，库存周期重新回到被动去化的阶段。
- **投资：地产基本恢复，基建投资有所成效。**1-5 月固定资产投资累计同比下降 6.3%，降幅较前值收窄 4 个百分点。**房地产：**5 月房地产投资增速回升 1.13 个百分点至 8.09%，已恢复至疫情发生前，预计土地购置费依旧起到重要支撑作用；为贯彻“房住不炒”的政策导向，若宽松的资金面引发地产出现过热趋势，行业政策或边际收紧。**基建：**广义基建投资由 4 月的 4.79%提升至 5 月的 10.9%，增速进一步扩大，说明积极财政助力基建稳投资已有所成效；从资金来源和项目储备考虑，未来基建还有较大发力空间。**制造业：**制造业投资修复减慢，主要源于企业产能利用水平较低，叠加国内外经济前景存在较大不确定性因素，因此企业投资扩产意愿不足。
- **消费：可选消费品加速修复，释放消费增长空间。**居民消费需求陆续释放，5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，回升 4.7 个百分点。可选消费品同比大幅回升，说明居民消费结构有所改善；受益于多地出台汽车消费刺激政策，汽车消费明显好转。
- **债市策略：**经济基本面确定性好转，但考虑到 6 月和 7 月是建筑业的传统淡季，近期水泥价格已趋于回落，基建和地产施工对经济的拉动有所减弱，预计 6 月经济增速恢复程度低于 5 月。国内整体局势向好将一定程度改变债市环境，收益率大幅下行的可能性降低，但并不意味着拐点到来。一方面在市场悲观情绪下债市利率可能已有所超调，另一方面，基建投资高预期、三季度 CPI 快速下行以及疫情走势给债市带来预期差的交易机会。我们认为下半年长端利率还具备下行空间，三季度 10Y 国债收益率有望下行至 2.5%-2.6%。
- **风险提示：**1）货币政策持续收紧；2）利率波动超预期。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

杨海帆 联系人
yanghaifan@gjzq.com.cn

事件：统计局 6 月 15 日公布，5 月规模以上工业增加值同比增速 4.4%，较 4 月回升 0.5 个百分点；1-5 月累计全国固定资产投资同比下降 6.3%，降幅收窄 4 个百分点；5 月份社会消费品零售总额同比下降 2.8%，前值-7.5%。我们解读如下：

1、工业：生产继续修复，需求回暖后库存去化

伴随国内复工复产深入推进，工业生产继续回升。5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月加快 0.5 个百分点；1-5 月工业增加值累计同比仍下降，降幅收窄 2.1 个百分点至 2.8%。当前工业企业基本实现完全复工和人员返岗，但达产率尚未完全恢复。截至 5 月 27 日，产能恢复到 8 成以上的规上工业企业占比 67.4%，较 4 月下旬上升 6.6 个百分点[1]，内需恢复速度是未来产能进一步提升的关键。

从高频数据来看，5 月新 6 大发电集团发电耗煤量同比 13.99%，实现增速转正，与工业增加值数据保持一致；全国高炉开工率回升至 70.6%，已恢复到去年同期的水平。

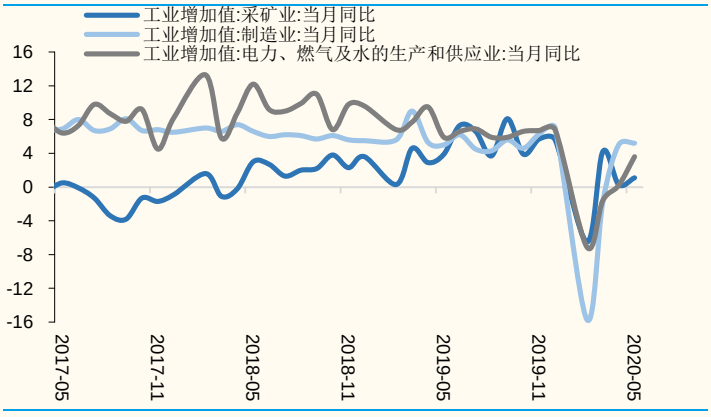
三大门类制造业、采矿业、电热燃气及水生产和供应业增加值同比分别为 5.2%、1.1%和 3.6%，同比增速均有所加快。其中，电热燃气及水的生产和供应业增加值同比较上月显著回升 3.4 个百分点，主要受到低基数效应影响。

具体到行业，绝大多数行业增加值同比实现正增长，正增长的行业数较上月增加 2 个，**其中装备制造业和高技术制造业增速高于整体工业**。受到销售回暖带动，5 月汽车制造业同比增速较上月提升 6.4 个百分点至 12.2%；专用设备制造业、电子设备制造业和通用设备制造业继续保持较快增速；由于口罩等防疫物资出口继续加大，纺织业增加值增速回升 2.3 个百分点至 4.3%。

受益于基建投资加速落实、居民消费逐渐回归正轨，内需改善下企业库存消耗加快，4 月产成品库存同比较前值回落 4.3 个百分点至 10.6%，5 月产成品库存 PMI 回落 2 个百分点至 47.3%。虽然经济复苏后库存去化加速，但当前库存水平依旧处于高位，制约产能进一步释放，未来企业库存修正和复工达产取决于需求回升程度。

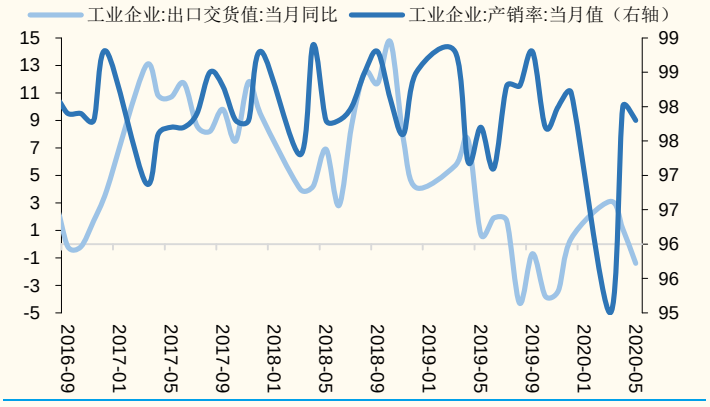
5 月生产继续修复主要源于复工复产深化推进和需求回暖，但内需恢复缓慢叠加外需收缩导致企业产能利用率不足，因此未来需求恢复是拉动经济的关键因素。然而，5 月企业出口交货值同比和产销率均趋于回落，说明当前总需求依旧疲软；同时，近期北京疫情扩散一定程度上将抑制居民消费进一步回升，需求恢复不足或将拖累生产继续改善。

图表 1：三大门类同比增速均有所加快（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：需求恢复不足制约生产进一步修复（%）



来源：Wind，国金证券研究所

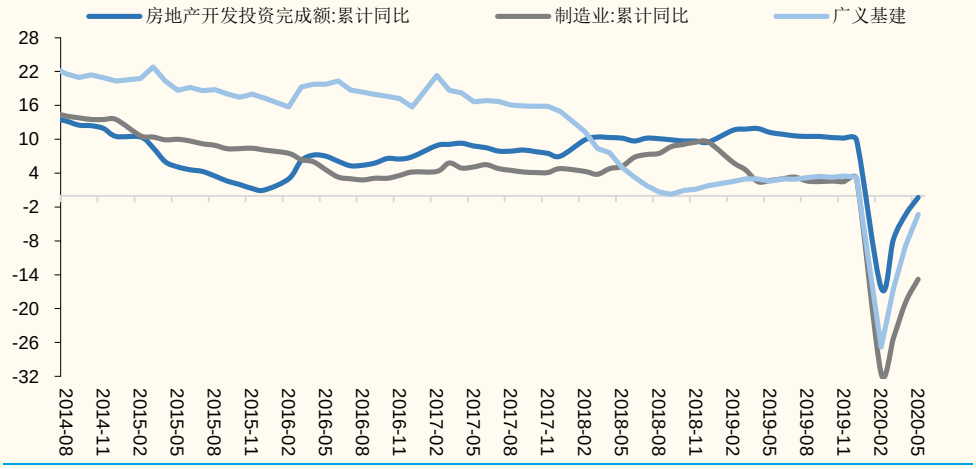
2、投资：地产基本恢复，基建投资有所成效

[1] 来源：http://www.stats.gov.cn/tjsj/sjjd/202006/t20200615_1760166.html

1-5 月固定资产投资累计同比下降 6.3%，降幅较前值收窄 4 个百分点。在三大分项中，地产、基建和制造业投资累计同比分别为-0.3%、-3.31%和-14.8%，降幅均明显收窄。

从单月来看，5 月基建投资同比大幅回升 6.11 个百分点至 10.9%，说明基建发力稳投资有所成效；房地产投资同比增长 8.09%，涨幅增加 1.13 个百分点，已恢复至疫情发生前；制造业投资增速依旧处于负向区间，较前值回升 1.41 个百分点至-5.33%。

图表 3：三大分类投资增速继续恢复（%）



来源：Wind，国金证券研究所

房地产开发投资表现韧性，1-5 月地产开发投资累计增速为-0.3%，显著优于制造业和基建。当前已完全恢复至疫情发生前，预计上半年累计增速可转正。

受商品房销售回暖带动，5 月房屋新开工面积同比增速转正，回升 3.8 个百分点至 2.6%；竣工面积同比增长 6.2%，较前值的-8.8%大幅回升；1-5 月施工面积累计增速小幅回落至 2.33%。考虑到建安投资增速与施工面积的相关性达到 90%以上，预计 5 月建安工程对房地产投资的支撑小幅减弱。

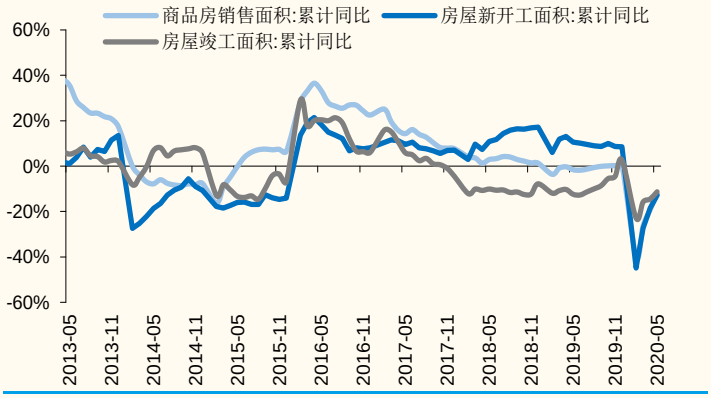
5 月土地市场成交保持火热，100 大中城市供应土地面积环比回升约 29%，挂牌均价回落 10.4%；住宅类土地平均溢价率 17.27%，与上月基本持平；1-5 月房企购置土地面积和土地成交价款累计同比分别较前值回升 3.9 和 0.12 个百分点至-8.1%和 7.03%。再考虑到 2019 年下半年土地市场回暖，5 月土地购置费依旧对地产投资起到重要支撑作用。

商品房销售方面，5 月商品房销售面积同比 9.7%，较 4 月的-2.3%大幅回升 12 个百分点。从高频数据来看，30 大中城市商品房成交面积呈逐周上涨趋势，5 月第三周和第四周的成交面积超过去年同期，说明居民购房需求加速释放。销售回暖提升房企拿地和新开工的积极性。

从资金来源端看，1-5 月房地产开发资金来源累计同比-6.1%，较前值回升 4.3 个百分点。其中，国内贷款降幅较小为-0.5%，说明银行贷款意愿良好；受益于市场融资环境好转，自筹资金回升 4.4 个百分点至-0.8%；伴随房屋销售回暖，其他资金降幅加速收窄至 10.7%，回升 5.2 个百分点。

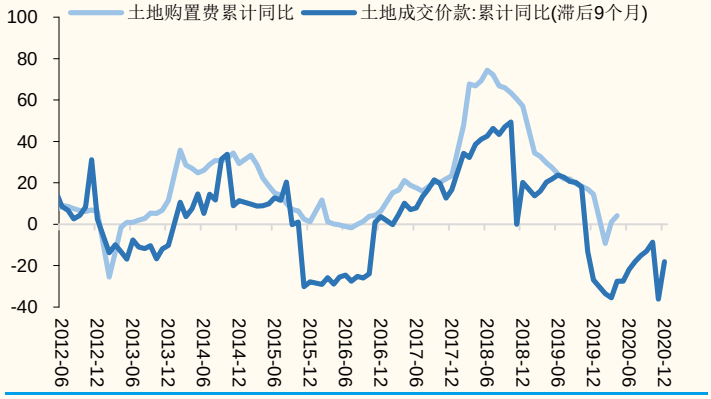
房屋销售回暖主要得益于流动性宽松，挂钩 LPR 的房贷利率下调，居民购房积极性持续回升；叠加宽松的行业融资环境，房企资金压力逐渐缓解，助力本次房地产投资快速修复。考虑到当前房屋销售和投资已基本恢复，为贯彻“房住不炒”的政策导向，若宽松的资金面引发地产出现过热趋势，行业政策可能边际收紧。

图表 4：5 月房屋销售施工继续好转（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：土地购置费同比增速有望回升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

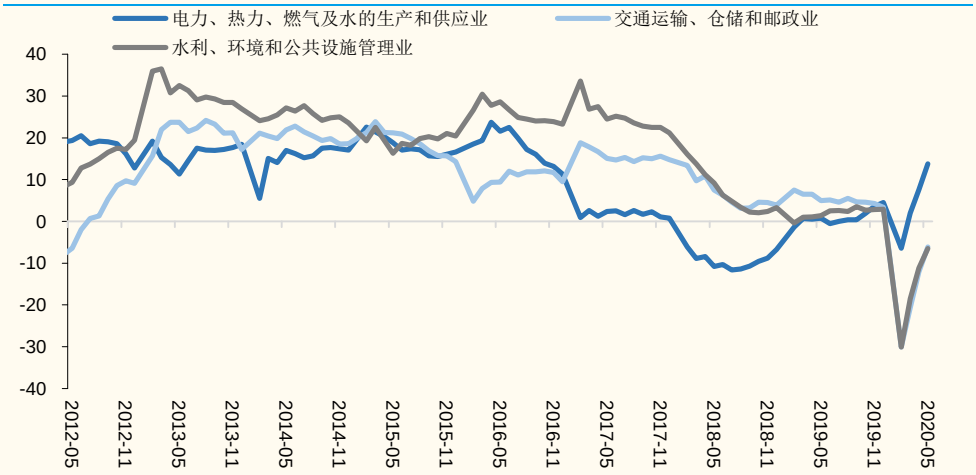
1-5 月基建投资（不含电力）同比增速为-6.3%，广义基建投资为-3.31%，均较前值回升 5.5 个百分点。从单月来看，广义基建投资由 4 月的 4.79%提升至 5 月的 10.9%，增速进一步扩大，说明积极财政助力基建稳投资已有所成效；投资增速表现与 5 月土木工程建筑业 PMI 具有一致性。

三大基建行业中，电热燃气及水的生产和供应业加快增长，1-5 月累计同比增速提升至 13.8%；交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业累计同比分别为-6.1%和-6.5%，降幅分别收窄 6 和 4.7 个百分点。

从建材角度分析，5 月钢价继续上涨，螺纹钢和铁矿石库存加速下行；水泥和玻璃价格均呈上涨趋势。建材行情整体向好，说明建筑业施工进度加快，前期申报的基建项目加速落地。

从资金端考虑，财政部提前下达的 1 万亿元专项债新增限额在 5 月完成发行；国内贷款、财政支出和城投债净融资等资金渠道同比均明显提升。可见，基建资金来源和项目储备均较充裕，未来还有发力空间。

图表 6：三大基建行业固定资产投资累计同比走势（%）



来源：Wind，国金证券研究所

1-5 月制造业投资累计同比下滑 14.8%，较前值回升 4 个百分点；单月投资增速回升 1.41 个百分点至-5.33%，修复速度明显减慢。分行业来看，1-5 月高技术产业投资下降 1.9%，表现优于制造业整体，其中，计算机电子设备制造业继续快速回升，增速提升 5.8 个百分比至 6.9%；医药制造业大幅回升 9.6 个百分点至 6.9%，投资增速转正；此外，化学原料制品业、设备制造业和有色金属加工业均保持较快恢复速度。纺织业和汽车制造业投资累计增速分别为-26.2%和-

23.2%，依旧处于较大的负值区间。

制造业投资动力不足，主要原因在于外贸订单收缩、内需尚未完全修复导致企业产能利用率较低，叠加疫情背景下国内外经济前景存在较大不确定性因素，因此企业投资扩产意愿较弱，未来制造业投资的修复进度取决于需求端的反弹程度。

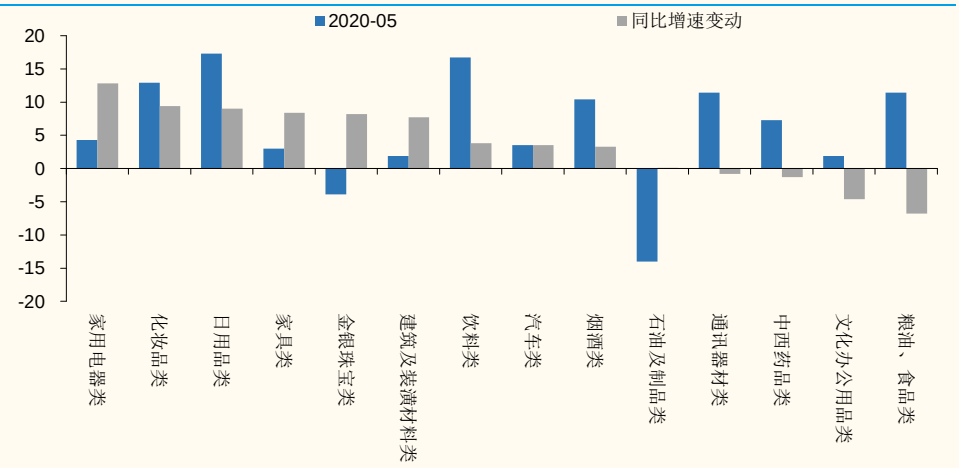
3、消费：可选消费品加速修复，释放消费增长空间

居民消费需求陆续释放，5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，扣除价格因素实际下降 3.67 %，分别较 4 月回升 4.7 和 5.4 个百分点。

分产品来看，化妆品类和金银珠宝类等可选消费品同比大幅回升，分别较前值提升 9.4 和 8.2 个百分点，说明居民消费结构有所改善；受商品房销售回暖带动，家用电器类和家具类同比分别回升 12.8 和 8.4 个百分点至 4.3%和 3%，增速转正；之前大幅增长的粮油食品类同比依旧保持较高水平 11.4%，但涨幅显著回落 6.8%。汽车消费同比增长 3.5%，主要原因在于多地推出购车补贴和放开限购等汽车消费刺激政策。餐饮收入降幅继续收窄，5 月同比下滑 18.9%，较前值回升 12.2 个百分点，伴随居民出行消费逐渐回归正轨，服务业有望稳步复苏。

可选消费品加速修复说明居民消费结构改善，实现消费逐步升级，可选消费品在未来还能释放出更多增长空间。虽然服务业逐渐复苏，但从近日北京疫情趋严来看，人员密集性、接触服务业依旧面临挑战，有待疫情发展出现重大转折。政策方面，购车刺激政策接连出台，同时多地密集发放本地消费券，助力居民消费继续修复。

图表 7：5 月可选消费品继续修复（%）



来源：Wind，国金证券研究所

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_4464