

【华西固收研究】工业生产喜忧参半，基建投资支撑固投持续回升

——5月经济数据点评 20200615

事件概述：

6月15日，统计局公布2020年5月经济数据。1-5月，全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资（不含农户）累计同比分别下降2.8%、13.5%、6.3%。5月当月，全国规模以上工业增加值同比增加4.4%；社会消费品零售总额同比下降2.8%。

分析与判断：

► 工业增加值：喜忧参半，固投、出口背向而行

整体来看，4月工业增加值数据不及市场预期。根据Wind统计，市场一致预期为5月单月同比增长4.9%，实际值低于预期值0.5pct。从三大门类的具体增速来看，制造业增加值回升斜率放缓是导致工业增加值不及预期的主要因素。制造业增加值当月同比录得5.2%，较4月仅提升0.2pct，远低于4月-3月6.8pct的回升幅度。4月份制造业增加值的快速反弹主要与赶制前期积压订单有关；而进入5月以后，积压订单不断消化，新需求增长缓慢，对制造业增加值回升形成制约。此外，当前制造业增加值同比已经基本处于历史中枢水平，继续回升需要下游需求的支撑。但当前疫情仍有反复的可能性，居民就业、收入、预期等的下滑也会对需求形成压力，我们仍然对后期工业增加值保持谨慎态度。采矿业增加值继上月大幅回落后再度回升，或与国际原油价格反弹对油气、化工原材料等行业的拉动有关，需关注国际原油价格因疫情反复而再度回落的风险。

亮点一：与固投相关的工业生产持续向好，支持固投增速继续回升。一方面，基建用设备生产速度大幅加快，建筑工程用机械产量同比增长38.4%，较上月提升17.5pct，其中挖机产量同比增长82.3%，较上月大幅提升32.8pct，而大中型拖拉机、混凝土机械产量也保持较高的增速。另一方面，基建相关原材料产量也出现了较大幅度的提升，生铁、粗钢、钢材、十种有色金属、水泥产量当月同比增速分别提升3.6、4.0、2.6、0.3、4.8pct，呈现量价齐升的格局，表明下游的基建需求较为旺盛。

亮点二：汽车生产大幅加速，短期或主要依靠政策支持。5月汽车制造业增加值、汽车产量当月同比分别录得12.2%、19.0%，较4月分别提升了6.4、13.9pct，而社零数据中汽车消费同比增长3.5%，较4月提升3.5pct。汽车行业供需格局持续改善，短期看主要来自于政策的支持。疫情爆发以后，相关部门纷纷出台了促进汽车消费的政策，补贴、折扣以及车牌政策的放松均有效提振了居民对汽车的需求。中长期来看，汽车产销改善的力度和持续性仍取决于居民收入的变化。

关注点：出口交货值增速转负，后期出口或继续承压。5月，工业企业出口交货值同比增速由正转负，录得-1.4%，较4月回落2.5pct。从历史数据来看，出口交货值增速与出口金额增速在趋势上保持一致，但比出口金额增速更加稳定，能够更好地反映出口形势的变化方向。尽管当前仅依靠4、5月份出口交货值数据无法精确得到对出口的预期，但5月出口交货值转负至少说明了在缺少了积压订单的支撑后，新增外需仍然是偏弱的。在疫情尚有反复可能，海外经济还未进入复苏期等信号来看，年内出口或将继续承压。

► 社零：非必选消费持续改善，但改善幅度放缓，整体不及预期

5月，消费端继续延续“整体疲弱+结构改善”的格局，社零增速低于市场一致预期1.3pct。粮油、食品类增速继续回落，结合餐饮收入降幅持续收窄来看，主要可能与供给恢复正常后价格回落有关。中西药品类、文化办公类、通讯器材类增速再度回落。其他分项继续保持回升的态势，但除服装类、日用品类回升幅度小幅扩大外，其他品类

的回升幅度均在下降，烟酒类、金银珠宝类、家电类、家具类、汽车类尤为明显。非必选消费增速的不断回升，反应居民消费行为的正常化在有效推进。但随着疫情本身对消费行为客观约束的消除（如无法去线下消费等），后续居民本身的消费意愿和消费能力对社零的拉动将更加重要。而在当前部分居民就业、收入压力加大，预期不足的情况下，恢复幅度放缓也属于正常现象。

尽管全国大部分地区疫情防控形势仍然较好，但近期北京、海外均出现了疫情反复的苗头，说明当前聚集性行为仍然存在一定的风险，或将再次打击居民线下消费的意愿。**叠加就业、收入、预期等压力后，我们预计后续消费恢复的速度仍然偏慢。**

► 固投：销售回暖支撑地产持续扩张，政策落地推动基建快速反弹

销售回暖支持地产投资扩张，房企拿地回归常态。根据测算，5月地产投资完成额当月同比增速达8.1%，较上月提升1.1pct，地产投资继续保持加速扩张态势。销售端改善显著，商品房销售面积、销售额当月同比均转为正增长，分别录得9.7%、14.0%，较4月提升了11.8、19.0pct。我们认为，商品房销售端的改善或与两个因素有关：一是疫情期间暂停的购房需求集中释放；二是政策边际放松、货币增速提高使居民对未来房价产生了上涨预期，催化了部分购房需求。但5月土地购置面积、成交价款当月增速均有所回落，房企拿地热情开始逐渐回归常态。当前数据表明，我国居民仍有一定的购房需求，地产行业内生动力依然强劲，在政策端不出现明显收紧的情况下，房地产投资增速或仍将持续回升。

基建投资加码发力，政策效果开始释放。根据测算，5月基建投资（不含电力）当月同比增速为8.3%，较4月回升6.0pct，超过地产投资成为拉动固投增长的主要力量。提前批专项债基本于5月底之前发行完毕，预计本月仍有较大规模的专项债发行，随着资金的逐步到位，新开工项目将开始加大投资，能够支撑基建投资持续加速回暖。但“两会”及后续政策表明，今年财政投向基建的资金主要是专项债资金，而此前市场期待的抗疫特别国债主要侧重民生等领域，且规模有限，基建投资反弹的空间可能会不及此前市场预期。

制造业投资增速仍有较大压力。根据测算，5月制造业投资当月同比增速为-5.3%，降幅收窄1.4pct，仍然弱于地产和基建投资。与制造业生产不同，资本性支出既与当前需求、利润有关，也与库存、企业预期有关。当前供弱于求的错位格局仍未发生改变，部分行业可能仍然处于被动累库阶段，部分企业可能面临亏损，均不支持制造业投资大幅改善，缓慢修复或是今年制造业投资的主要基调。

投资策略：箱体震荡行情，择机把握中长端交易性机会，关注疫情进展

整体来看，5月的经济数据既有亮点，也有瑕疵，核心仍然是政策驱动下的基建投资与外需、消费内生性疲软的对冲角力。考虑到当前的政策属于有克制的发力，因此经济基本面或将保持弱复苏的态势，不支持债市全面转熊。

货币政策方面，如果疫情发展可控，对经济不再造成实质性冲击，那么货币政策集中发力的阶段可能已经过去，重心将落在“宽信用”上，因此继续加码宽松的必要性不高，货币政策或将进入到一个静默观察期。今天，央行对本月到期的7400亿MLF一次性续作2000亿元，叠加逆回购后，6月1日-15日央行净回笼流动性1.01万亿元，确认了央行操作的新风格。但当前货币、监管政策并非重启“去杠杆”或预防经济过热，而是为了推动“宽信用”，目的可能与2019年2月份更为接近，资金利率中枢可能会发生上移，全面收紧流动性的概率不大。从目前的情况看，R007、DR007中枢大概率较4-5月上移30-40BP；资金面的波动是否加大，则要看监管本次对资金空转打击的持续时间。

另外，国内疫情的进展可能是短期利好债市的因素之一。近期，北京爆发聚集性疫情，与新发地农贸市场高度相关。6月11日-14日，北京新增新冠病毒确诊病例分别为1、6、36、36例，合计新增确诊79例，丰台区花乡升级为“高风险地区”，另有10个地区成为“中风险地区”。北京疫情的反复预计将对国内资本市场风险偏好产生冲击，短期而言利好债券等避险资产。

在货币政策保持静默+资金利率上移+基本面偏弱的组合下，当前债市不具备趋势性走熊的基础，**更大的可能是走出与2019年类似的震荡行情，10Y国债到期收益率可能在2.7-3.0%区间内波动。**近期债市的驱动因素可能会主要落在海内外疫情的反复上，需要持续关注疫情的进展**债市再度调整或疫情加剧，可以考虑参与中长端利率债的交易策略。**此外，特别国债预计将于近期发行，建议关注特别国债的发行方式，若市场化发行比例较高或央行流动性对冲力度有限，或从供给端对债市形成扰动。

风险提示

疫情存在因境外输入而二次扩散的可能。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年5月经济数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

指标	同比增速 (%)				增速变化 (pct)	
	4月	5月	1-4月	1-5月	4月 vs 5月	1-4月 vs 1-5月
工业增加值	3.90	4.40	-4.90	-2.80	0.50	2.10
采矿业	0.30	1.10	-0.80	-1.80	0.80	-1.00
制造业	5.00	5.20	-5.40	-2.80	0.20	2.60
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.20	3.60	-3.90	-2.40	3.40	1.50
社会消费品零售总额	-7.50	-2.80	-16.20	-13.50	4.70	2.70
固定资产投资 (不含农户)	-2.22	0.91	-10.30	-6.30	3.13	4.00
房地产开发投资完成额	6.97	8.09	-3.30	-0.30	1.12	3.00
土地购置面积	13.81	0.85	-12.00	-8.10	-12.96	3.90
土地成交价款	82.28	7.32	6.90	7.10	-74.96	0.20
商品房销售面积	2.14	9.66	-19.30	-12.30	7.52	7.00
商品房销售额	-4.99	14.04	-18.60	-10.60	19.03	8.00
新开工面积	-1.31	2.52	-18.40	-12.80	3.83	5.60
施工面积	-1.92	-2.89	2.50	2.30	-0.97	-0.20
竣工面积	-8.83	6.23	-14.50	-11.30	15.06	3.20
制造业投资额	-6.75	-5.33	-18.80	-14.80	1.42	4.00
基建投资额	2.31	8.29	-11.80	-6.30	5.98	5.50
货物出口总额 (人民币计价)	8.20	1.40	-6.40	-4.70	-6.80	1.70
货物进口总额 (人民币计价)	-10.20	-12.70	-3.20	-5.20	-2.50	-2.00

数据来源：国家统计局，华西证券研究所

注：除国内生产总值外，其余均为月度数据

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本信息所引致的任何损失负责任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

【华西固收研究】2020年5月经济数据一览

联系人：樊信江/顾子琦/孙鑫伦/张伟/杨锦明

图1：工业增加值单月同比小幅提升0.5pct

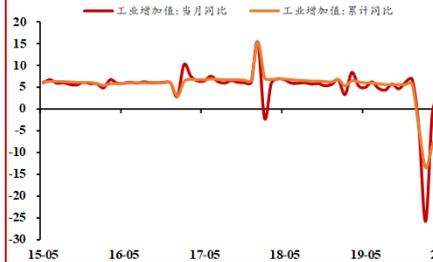


图2：制造业、电燃水业增加值降幅收窄，采矿业回落

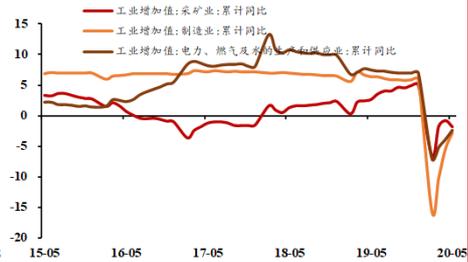


图3：社零单月降幅收窄4.7pct，累计降幅收窄2.7pct

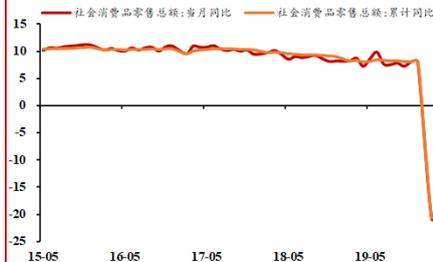


图4：服装、珠宝、家电、家具、建筑装饰消费显著回暖

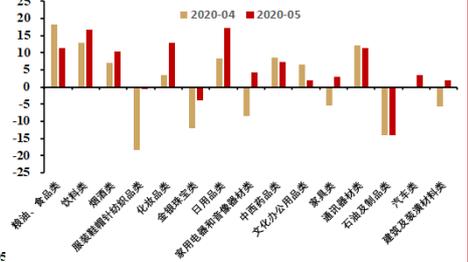


图5：固定资产投资累计同比录得-6.3%，降幅收窄4.0pct

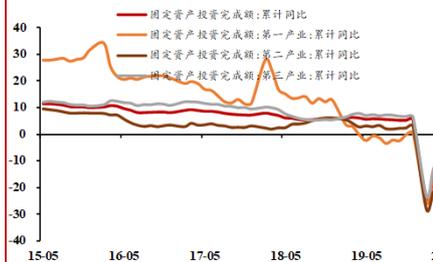


图6：基建、制造业、地产投资累计降幅收窄5.5、4.0、3.0pct

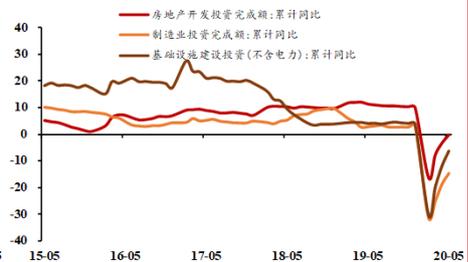


图7：地产销售面积、销售额分别下降12.3、10.6%

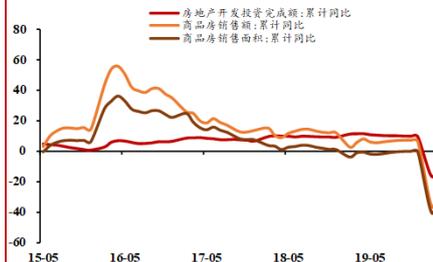


图8：地产新开工面积累计降幅收窄5.6pct

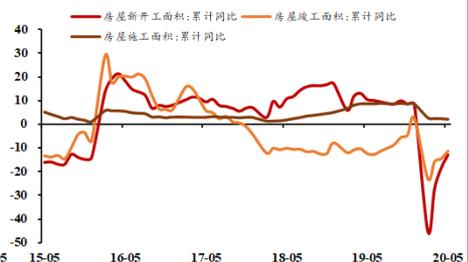


图9：拿地活跃度持续上升，土地成交价增速小幅回落

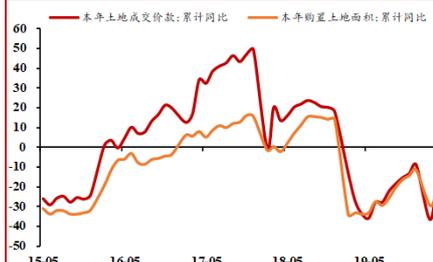


图10：待售面积增速小幅回落，库存压力有所减弱

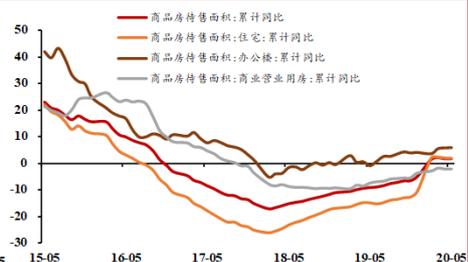


图11：出口单月增速回落6.8pct

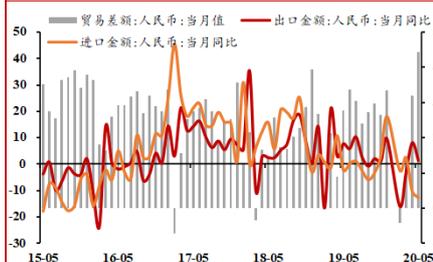
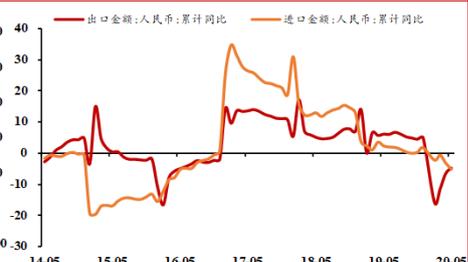


图12：出口累计降幅收窄1.7pct



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
免责声明：本信息为公开信息披露整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有。华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。1年券商研究所工作经验，2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

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，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_4466



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn