

宏观观点评

修复斜率放缓，后续怎么走？——全面解读5月经济

事件：2020年5月工业增加值同比4.4%（预期4.9%，前值3.9%）；5月社会消费品零售同比-2.8%（预期-1.5%，前值-7.5%）；1-5月固定资产投资累计同比-6.3%（预期-6.3%，前值-10.3%），其中1-5月狭义基建投资-6.3%（前值-11.8%），房地产投资-0.3%（前值-3.3%），制造业投资-14.8%（前值-18.8%）。

核心观点：5月国内经济延续此前修复态势，但回升力度减弱，房地产和基建是主支撑。往后看，经济有望继续回升，但疫情反复和供需分化将制约回升斜率。一句话，稳增长、稳就业压力仍大，逆周期调节力度仍将加码。

生产：工业增加值回升力度继续减弱，服务业增速提升。5月工业增加值修复速度继续放缓，工业增加值增速低于市场预期，主因低基数和水电扰动导致5月发电耗煤异常高增，干扰了市场预期。实际上，5月发电量增幅收窄，与工业增加值趋势一致。分行业看，高技术产业保持高增，上游采矿业触底回升，制造业增速放缓，而基建类产品增速明显加快。服务业生产增速提升，由负转正。往后看，国内外疫情反复，仍将对供需恢复造成持续压制，生产可能进入瓶颈期。

投资：房地产和基建投资明显反弹，关注可持续性

>地产销售强势反弹，投资需求与住房刚需分化。5月商品房销售连续第2个月大幅反弹，房地产投资也恢复至去年同期水平。这背后，利率下行是最大支撑，政策边际松动推波助澜。利率下行推动投资性住房需求增加，疫情导致的收入压力则带动住房“刚需”下滑。表现为疫情暴发以来，具有更多投资属性的一线城市房价逆势上涨，而具有更多“刚需”属性的房租和二三线城市房价持续下行。维持此前判断，稳增长离不开房地产，房地产差异化松动仍然可期，预计6月地产投资累计增速有望转正。

>基建投资延续反弹，5月专项债融资创历史新高。1-5月基建投资继续修复，单月增速由4月2.3%大升至8.3%；基建融资仍然保持高位，1-5月新增专项债发行超2万亿，是去年全年的1.5倍，其中5月单月发行近万亿，创单月历史新高。往后看，新老基建继续发力，若按2-3%全年GDP隐含增速，全年基建增速有望升至8%以上。

>制造业投资仍然疲弱，民间投资信心有所修复。制造业投资延续反弹仍负增10%以上，是三大投资中修复最慢的，但从BCI指数看民营中小企业投资信心有所回升。分行业看，医药、纺织、电子设备制造业投资增速反弹较大。鉴于制造业投资是经济的滞后变量，预计后续制造业投资有望延续弱修复，但增速转正尚待时日。

消费：“报复性”消费难以实现。5月社零增幅较上月明显收窄，显示上月消费的加速反弹只是短期现象，“报复性”消费难以实现，主因受到居民消费能力、消费意愿、疫情防控的制约，验证了我们此前的判断（具体请参考《恢复性VS报复性——全面解读4月经济》）。分行业看，服装鞋帽、汽车、家电贡献最大，粮油食品增速下滑，商品零售恢复正常，餐饮消费加速反弹。

就业：指标稳定，压力仍大。5月城镇调查失业率5.9%，较4月微降0.1个百分点，基本保持稳定。1-5月城镇新增就业460万人，较上年同期少增137万人。统计局数据显示5月全国20-24岁大专及以上学历人员（主要为新毕业大学生）调查失业率分别比上月和上年同期上升1.7、3.3个百分点，随着高校毕业生集中进入劳动力市场，全国就业压力仍大。

风险提示：疫情演化超预期，政策效果不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《货币政策会转向吗？——兼评5月金融数据》
2020-06-10
- 2、《货币超发会引发通胀吗？——兼评5月物价数据》
2020-06-10
- 3、《出口连续2个月超预期，有哪些信号？》
2020-06-08
- 4、《欧美复工约6成，关注价格上涨——国内外高频半月观》
2020-06-07
- 5、《恢复性VS报复性——全面解读4月经济》
2020-05-15



内容目录

生产端：工业增加值回升力度继续减弱，服务业增速提升	3
投资端：三大投资继续回升，地产销售强势反弹	4
地产销售强势反弹，投资需求与住房刚需分化	4
基建投资延续反弹，5月专项债融资创历史新高	7
制造业投资仍然疲弱，民间投资信心有所修复	8
消费端：增长放缓，“报复性”消费难以实现	9
就业端：指标稳定，压力仍大	10
风险提示	10

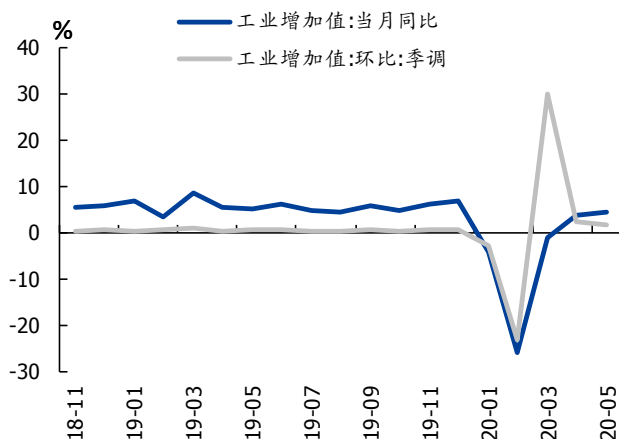
图表目录

图表 1: 5月工业增加值增速	3
图表 2: 5月发电量增速小幅放缓，而发电耗煤异常高增	3
图表 3: 上游采矿业触底回升，制造业增速放缓	3
图表 4: 服务业生产增速提升，由负转正	3
图表 5: 分行业工业增加值当月同比	4
图表 6: 高频数据显示生产可能进入瓶颈期	4
图表 7: 地产销售继续强势反弹	5
图表 8: 土地成交增速放缓	5
图表 9: 地产投资增速持续修复	5
图表 10: 新开工、竣工持续反弹，施工继续小幅放缓	5
图表 11: 利率下行推动地产周期上行	6
图表 12: 多地地产政策松绑后被撤回	6
图表 13: 一线城市房价逆势上涨	7
图表 14: 房租价格趋于下行	7
图表 15: 基建投资增速继续反弹	7
图表 16: 5月专项债融资大幅提升	7
图表 17: 电热燃水投资大幅高增	8
图表 18: 制造业投资继续平稳反弹	8
图表 19: 民营中小企业投资信心有明显修复，但仍然处于低位	8
图表 20: 5月医药制造、电子设备制造投资表现亮眼	9
图表 21: 消费回升速度放缓	9
图表 22: 限额以上社零分项贡献率：纺织品、汽车消费是最大支撑	9
图表 23: 商品零售恢复正常，餐饮消费加速反弹	10
图表 24: 5月失业率微降	10
图表 25: 5月城镇新增就业同比降幅持平	10

生产端：工业增加值回升力度继续减弱，服务业增速提升

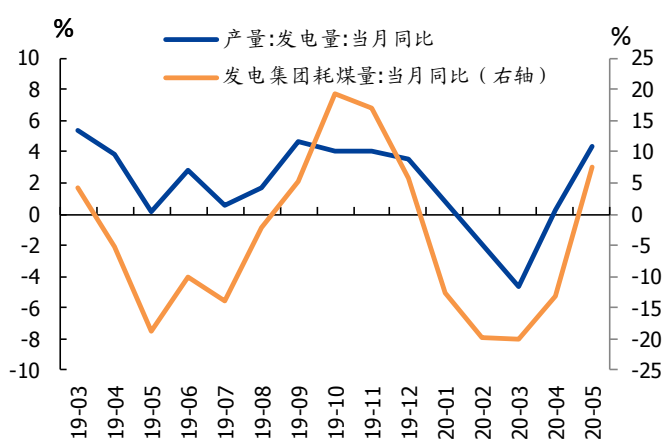
工业增加值回升力度继续减弱，增速低于预期。5月全国规模以上工业增加值同比增加4.4%，较前值提升0.5个百分点，修复速度继续放缓；5月环比增长1.5%，较前值的2.2%继续放缓。工业增加值增速低于市场预期，主因低基数和水电扰动导致5月发电耗煤异常高增，干扰了市场预期（具体分析请参考前期报告《修复与背离—5月PMI的4大信号》）。实际上，从发电量来看，3、4、5月发电量同比分别为-4.6%、0.3%、4.3%，5月发电量增幅较4月是小幅收窄的，与工业增加值的趋势一致，而与发电耗煤增速的趋势背离，验证了我们此前的判断。

图表 1：5月工业增加值增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

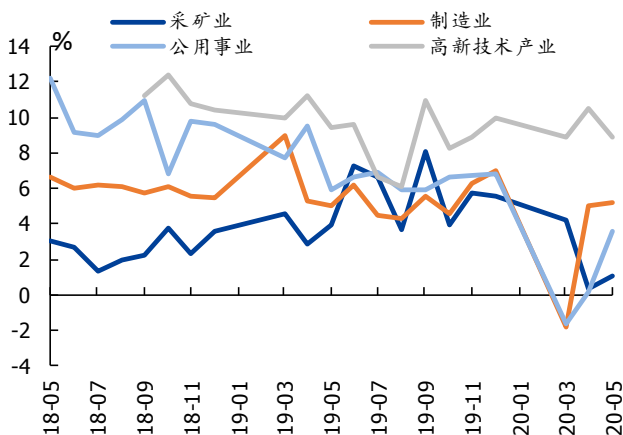
图表 2：5月发电量增速小幅放缓，而发电耗煤异常高增



资料来源：Wind，国盛证券研究所

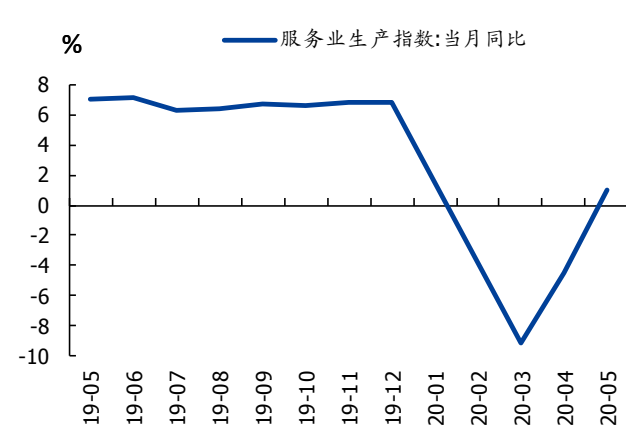
分行业看，高技术产业保持高增。5月高技术产业工业增加值同比增长8.9%，增速小幅放缓但仍高于全部工业4.5个百分点。上游采矿业触底回升。上游采矿业增加值增速1.1%，较上月提高0.8个百分点，是去年11月以来的首次回升，可能与5月上游原材料价格普遍回升有关，后续预计将持续修复。制造业增速放缓。其中食品加工业、医药制造、运输设备等行业增速回落；专用设备、汽车制造、电子设备表现较好，基建类相关产品（如建筑工程用机械、载货汽车等）增速较上月明显加快。

图表 3：上游采矿业触底回升，制造业增速放缓



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：服务业生产增速提升，由负转正

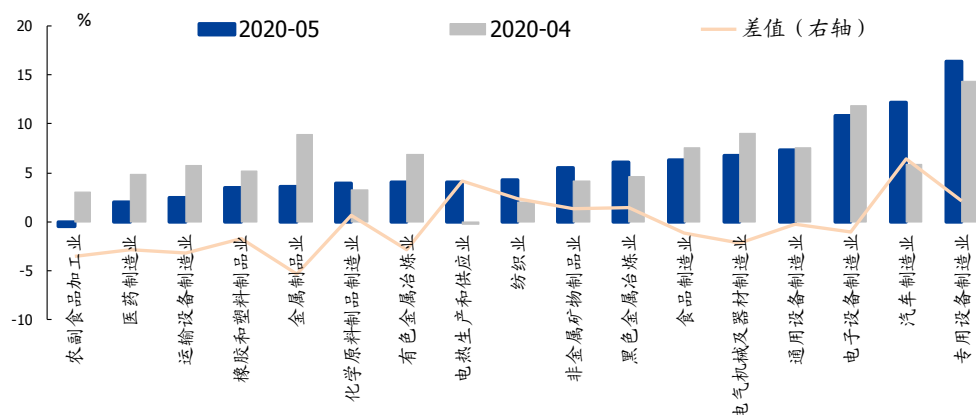


资料来源：Wind，国盛证券研究所

服务业生产增速提升，由负转正。与工业相比，5月服务业生产表现相对较好，服务业生产指数同比回正至1.0%，较4月提升5.5个百分点，增速小幅提升，除了信息、金融、房地产等高景气行业带动的因素以外，也反映了随着复商复市持续推进，前期受冲击较

大的住宿餐饮、批发零售等恢复明显。此外，统计局调查数据显示，截止5月底6月初，住宿餐饮业、文化体育娱乐业达到正常生产水平50%以上的企业比重仍不足六成，反映部分服务业复产水平仍然偏低，修复空间仍大。

图表 5: 分行业工业增加值当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

延续此前判断，生产可能进入瓶颈期。首先，5月工业增加值回升力度已经连续2个月减弱，行业和产品回升力度有所减弱，41个行业中有25个行业出现增速回落或降幅扩大。其次，从高频数据来看，5月下旬以后发电耗煤和高炉开工率基本不再继续上升。最后，海外疫情再次趋于上行，国内疫情反复，仍将对需求和生产恢复造成持续压制。

图表 6: 高频数据显示生产可能进入瓶颈期



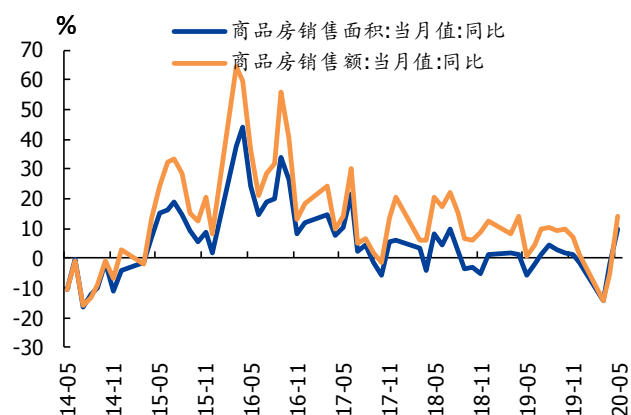
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资端：三大投资继续回升，地产销售强势反弹

地产销售强势反弹，投资需求与住房刚需分化

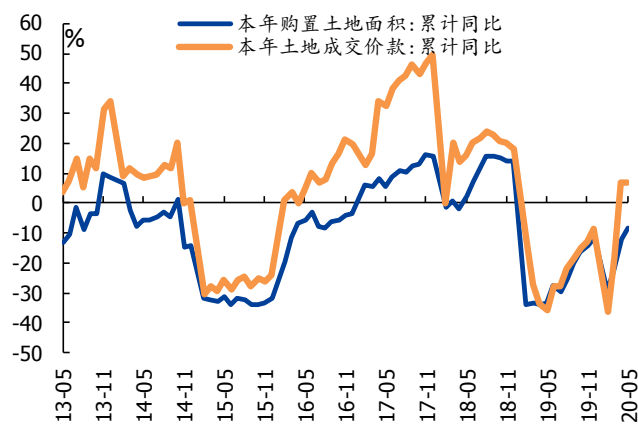
地产销售强势反弹。5月商品房销售面积、销售金额当月同比分别为9.7%、14.0%，较前值分别大幅回升11.8、19.0个百分点，增速由负转正，超越去年同期水平。1-5月土地购置面积累计同比-8.1%，较前值回升3.9个百分点，增速明显放缓，100大中城市土地成交溢价率小幅回落。

图表 7: 地产销售继续强势反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

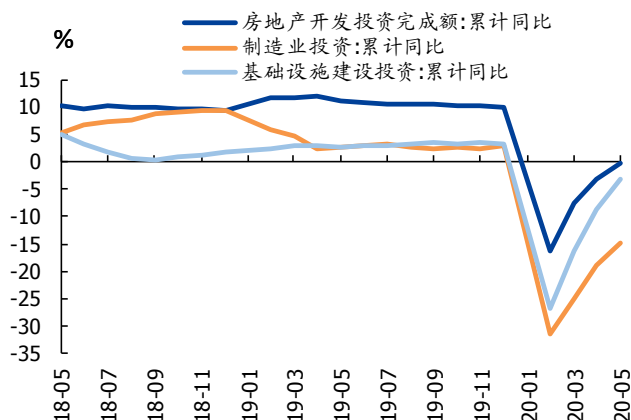
图表 8: 土地成交增速放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

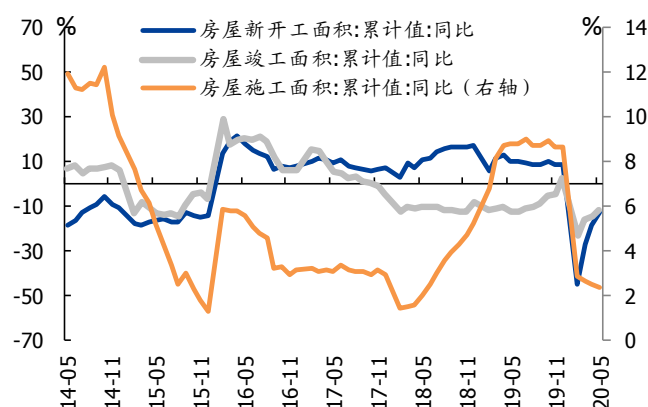
地产投资已修复至去年水平。1-5月地产投资累计同比增速为-0.3%，较1-4月提升2.9个百分点。开工、竣工增速连续3个月回升，施工增速连续6个月持平或放缓。1-5月房屋新开工、竣工面积累计同比为-12.8%、-11.3%，分别较前值反弹5.6、3.2个百分点；施工面积累计同比2.3%，较前值继续小幅下行0.2个百分点。

图表 9: 地产投资增速持续修复



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 新开工、竣工持续反弹，施工继续小幅放缓



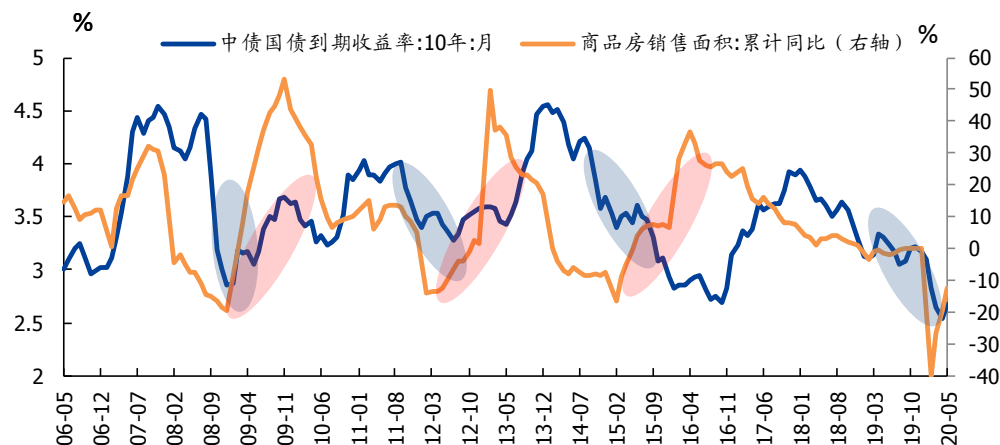
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

疫情冲击下，房地产市场为何保持强势？

商品房销售连续2个月大幅反弹，房地产投资也恢复至去年同期水平，深圳、杭州等城市甚至出现“抢房潮”，疫情冲击下，居民收入的下滑似乎并未对房地产市场造成明显冲击。其背后有何支撑？

总量上，利率下行是最大支撑，政策边际松动推波助澜。回顾历史，每次出现货币宽松、利率大幅下行之后，房地产市场普遍会进入回升周期，商品房销售面积增速回升至30%以上。而今年疫情发生以来，利率已经加速下滑至历史低位，宽松的货币环境为售房、房地产投资提供了有利支撑。

图表 11: 利率下行推动地产周期上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

其次,在“房住不炒,因城施策”的地产调控原则下,虽然中央地产政策始终保持稳定,但地方政府在财政压力、稳增长压力的驱动下,仍积极尝试放松地产限制,反映为多地地产政策松绑后又被撤回。

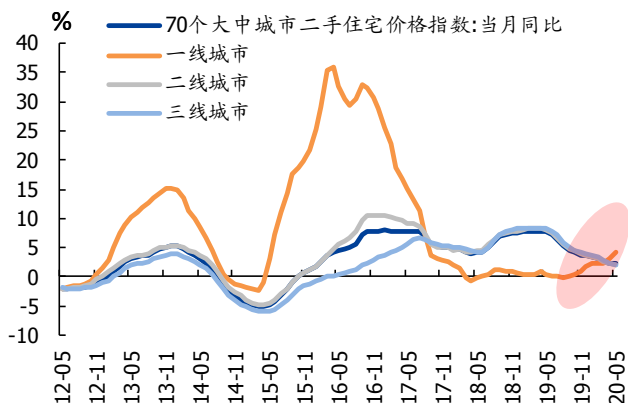
图表 12: 多地地产政策松绑后被撤回

城市	发布时间	撤回时间	文件	主要内容
山东泰安	5月15日	5月18日	《宁阳县人民政府办公室关于疫情期间促进房地产合理消费的意见》	降低首付额度、降低贷款利率、取消二手房限售期、实行购房补贴等
湖北荆州	4月20日	4月22日	《关于有效应对疫情促进房地产业平稳健康运行的若干意见》	降低首付比例、提高公积金贷款额度和免购房契税
陕西宝鸡	3月12日	3月12日	《宝鸡市住建行业坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战稳企业稳民生稳发展若干措施》	各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策,公积金贷款最高额度由40万提高至50万。
广东广州	3月3日	3月4日	《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务的若干措施》	商服类项目不再限定销售对象,已确权登记的不再限定转让对象,意味着给公寓限购“松绑”
河南驻马店	2月21日	2月28日	《关于进一步规范促进房地产业平稳健康发展的意见》	将公积金购房降低首付比例由30%下调为20%

资料来源: 各地政府网, 国盛证券研究所

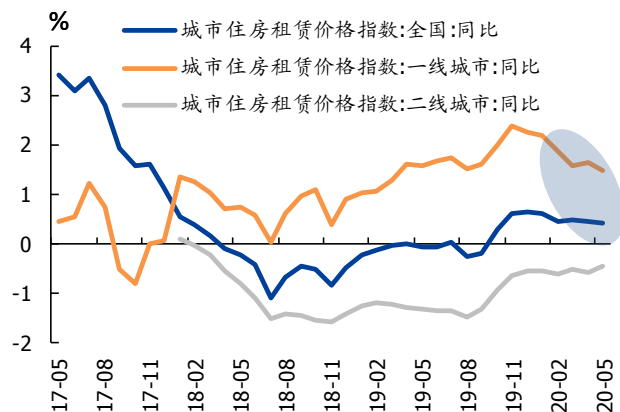
结构上,投资需求推动一线城市房价逆势上涨,收入压力带动房租和二三线城市房价持续下行。一般认为,一线城市的房价相比于二三线城市具有更多的投资属性,而二三线城市的房价和房租则更多是居住属性,代表了地产市场的“刚需”。疫情发生后,全国70大中城市二手房价格增速持续回落,但其中一线城市房价增速却从2月份的2.2%逆势上涨至5月的4.1%,同期二三线城市房价和全国房租价格均呈回落态势。这可能反映了利率下行推动投资性住房需求增加,而收入压力则带动住房“刚需”下滑。

图表 13: 一线城市房价逆势上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 房租价格趋于下行



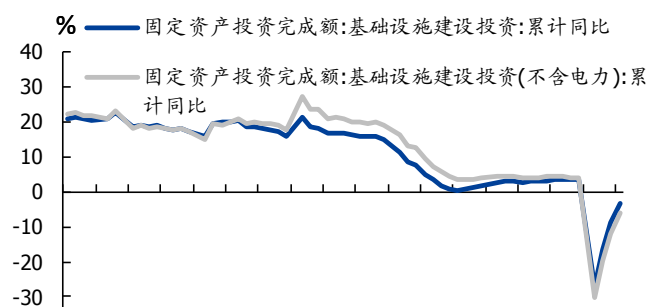
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看, 维持此前判断, 稳增长离不开房地产, 房地产差异化松动仍然可期, 预计 6 月地产投资累计增速有望转正。

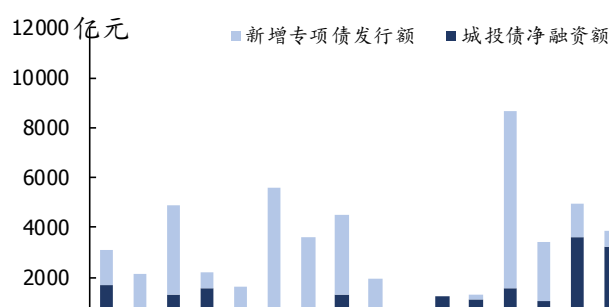
基建投资延续反弹, 5 月专项债融资创历史新高

基建投资延续反弹, 5 月专项债融资创历史新高。1-5 月狭义、广义基建投资累计同比分别为-6.3%、-3.3%, 分别继续较前值大幅回升 5.5、5.5 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, 已经是去年全年的 1.5 倍, 完成中央提前下达额度 (22900 亿元) 的 93.9%, 其中 5 月单月发行 9980 亿, 创单月历史新高。

图表 15: 基建投资增速继续反弹



图表 16: 5 月专项债融资大幅提升



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_4472

