

固定收益研究/动态点评

2020年06月15日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 20200612 信用债日常跟踪》2020.06
- 2《固定收益研究: 20200611 信用债日常跟踪》2020.06
- 3《固定收益研究: 点阵图宽松与收益率曲线控制之辩》2020.06

继续改善但未超预期

2020年5月经济数据点评

核心观点

5月份经济保持渐进修复态势, 消费修复速度加快, 地产、基建单月同比维持正增长, 增幅较上个月扩大。5月是经济活动基本恢复正常的关键节点, 但结构有喜有忧, 积极因素主要体现在基建、餐饮零售消费等需求确定向好的变量, 负面因素主要体现在外需下行向生产端的传导, 将可能反映为部分行业工业生产步伐放缓、库存积压、出口下行。经济渐进复苏趋势定方向, 内生动力不足定空间, 债市进入上有顶、下有底的宽幅震荡格局, 利率再创新低难度大, 但未来一个月经济高频数据、疫情反复对债市整体有利。经济逐季改善对股市有支撑, 但还缺少业绩驱动。

工业生产有喜有忧, 三季度生产端数据或难以大幅上行

5月工业增加值同比回升到4.4%, 数据结构有喜有忧, 我们认为未来边际继续大幅改善可能性不大。工业生产的明确积极因素是装备制造行业增长加快, 基建类产品增势较好, 对应着基建等内需确定性改善方向。但北京出现新增疫情、外需和出口订单下滑压力开始显现、梅雨季节洪涝灾害风险加大等因素, 可能对工业生产产生扰动。

多数制造业子行业资本开支意愿恢复较慢

1-5月制造业投资累计同比-14.8%, 较4月回升4个百分点。外需下行+部分行业库存积压+盈利改善幅度有限, 多方面压力仍在制约制造业投资。分行业看, 5月通信电子、纺织、医药制造业投资较环比改善幅度大, 截至5月累计同比转正的只有通信电子和医药制造, 前者为主动加大科技领域投入、强调自主可控, 后者为补偿性投资, 疫情带动了相关需求。从基数角度, 未来制造业投资数据改善幅度可能有限, 相对于基建、地产投资, 我们认为制造业投资今年各月份累计同比速度可能始终处于相对低位。

流动性宽松是地产销售与投资修复的催化剂, 关注政策边际变化

1-5月房地产开发投资累计同比-0.3%, 较4月回升3个百分点, 我们推算当月同比8.1%, 从累计角度仍是需求侧的领跑变量。我们认为, 流动性宽松是本轮地产销售与投资快速修复的催化剂, 房贷利率走低与房价上涨预期推动了销售端加速回暖, 房企发债融资也持续改善。5月房企开发资金来源中, 个人按揭贷款与自筹资金同比增速均在10%以上, 有力支撑了投资提速。我们认为销售活跃与房价上涨可能会相互促进, 对房企而言, 仍正向激励拿地开工积极性、推动投资提速, 但政策角度反而可能边际收紧。

各方合力推动基建提速, 6月气候因素或带来施工扰动

1-5月基建投资(不含电力)累计同比-6.3%, 较前值回升5.5个百分点, 我们推算当月同比8.3%。我们认为建筑工人返岗加快、项目审批加速、基建配套贷款投放等, 共同推动基建投资提速。行业角度, 新基建(通信、设备类行业)、民生基建(医院、学校等)投资受益于政策引导、专项债倾斜, 表现更优于传统基建行业。我们预计5月万亿专项债对基建的推动作用更多在6-7月份体现, 不过, 6月以来南方大范围强降雨对户外基建施工强度存在不利影响, 基建投资需求或部分推移至7月份释放。

线下消费业态加速修复, 6-7月社零消费当月同比有望转正

5月社会消费品零售总额当月同比-2.8%, 降幅较4月收窄4.7个百分点。5月份, 北京疫情响应机制下调、全国范围内商旅活动逐渐恢复正常, 如期成为线下消费加速修复的关键节点。从全国维度看, 我们预计餐饮业、线下零售等领域环比回升幅度将持续强于历史季节性表现, 叠加“618”购物节等刺激拉动, 6-7月社零消费当月同比增速有望转正。但社零累计同比增速转正可能要等到今年四季度。

风险提示: 国内疫情反复、海外疫情持续扩散、中美矛盾升级。

事件：**2020 年 6 月 15 日，国家统计局发布 5 月经济数据：**

- 1) 5 月工业增加值同比 4.4%（前值 3.9%）；
- 2) 1-5 月固定资产投资累计同比-6.3%（前值-10.3%），其中制造业投资同比-14.8%（前值-18.8%）、基建投资同比-6.3%（前值-11.8%）、房地产投资同比-0.3%（前值-3.3%）；
- 3) 5 月社会消费品零售总额同比-2.8%（前值-7.5%）
- 4) 5 月份全国城镇调查失业率 5.9%（前值 6%）。

图表1： 5 月经济数据概览

宏观指标			市场预期	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12	19-11	19-10	19-09	19-08	19-07	19-06	19-05	19-04	19-03
GDP	单季	%				-6.8			6.0			6.0			6.2			6.4
工业增加值	单月	%	4.9	4.4	3.9	-1.1	-13.5		6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3	5.0	5.4	8.5
城镇调查失业率	单月	%		5.9	6.0	5.9	6.2		5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.2
固定资产投资	累计	%	-6.3	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5		5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	5.6	6.1	6.3
	单月	%		3.9	0.7	-9.4	-24.5		10.0	5.2	3.7	4.8	4.3	5.2	6.3	4.3	5.7	6.5
制造业投资	累计	%		-14.8	-18.8	-25.2	-31.5		3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	3.0	2.7	2.5	4.6
	单月	%		-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2	1.6	3.4	1.9	-1.6	4.7	3.8	3.2	-1.2	3.7
基建投资 (不含电力)	累计	%		-6.3	-11.8	-19.7	-30.3		3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	4.1	4.0	4.4	4.4
	单月	%		8.3	2.3	-11.1	-30.3		1.9	2.3	2.0	6.3	6.7	2.3	4.4	3.0	4.4	4.5
房地产投资	累计	%		-0.3	-3.3	-7.7	-16.3		9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	10.9	11.2	11.9	11.8
	单月	%		8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4	8.4	8.8	10.5	10.5	8.5	10.1	9.5	12.0	12.0
社零	单月	%	-1.5	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8	8.6	7.2	8.7
出口	单月	%	-9.8	-3.3	3.5	-6.6	-17.2		7.6	-1.1	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	-1.3	1.1	-2.7	14.2
进口	单月	%	-9.4	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0		16.3	0.3	-6.4	-8.5	-5.6	-5.6	-7.3	-8.5	4.0	-7.6
贸易差额	亿美元		255.6	629.3	453.4	199.0	-71.0		467.9	387.3	428.1	396.5	348.3	450.5	509.8	416.6	138.4	326.5
CPI		%	2.7	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3
PPI		%	-3.2	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	0.0	0.6	0.9	0.4
信贷	亿元		14200	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600	11800	10200	16900
社融	亿元		28400	31900	30941	51492	8554	50674	21030	17547	6189	22700	19800	10100	22600	14000	13592	28593
M2		%	11.2	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5	8.5	8.5	8.6
M1		%		6.8	5.5	5.0	4.8	0.0	4.4	3.5	3.3	3.4	3.4	3.1	4.4	3.4	2.9	4.6

资料来源：Wind，华泰证券研究所

点评：

5 月份经济保持渐进修复态势，消费修复速度加快，地产、基建单月同比维持正增长，增幅较前值扩大。5 月份是经济活动基本恢复正常、消费加速修复的关键节点，但目前经济结构中有喜有忧，积极因素主要体现在基建、餐饮零售消费等需求确定向好的变量，负面因素主要体现在外需下行向生产端的传导，将可能反映为部分行业工业生产步伐放缓、库存积压、出口下行。

我们认为，二季度 GDP 增速可能在+1.5%~+2%之间。今年三季度，经济增长的上行弹性将主要看可选消费修复的力度，以及基建/地产等传统需求侧项目的持续强度。从产业角度，则主要期待第三产业恢复正常开工节奏（目前电影院等业态尚未恢复运营），而工业生产的修复可能有限。

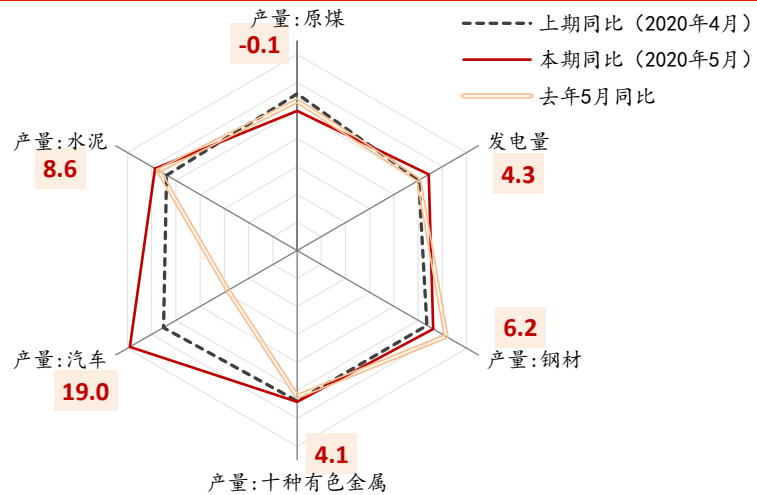
工业生产有喜有忧，三季度生产端数据或难以大幅上行

5 月工业增加值同比回升 0.5 个百分点到 4.4%。我们用工业增加值定基指数（已经剔除价格因素，且未进行季调）推算，今年 5 月份工业增加值定基指数环比在 4.6%左右；2017-2019 各年份的 5 月，该定基指数环比分别为 4.7%、4.5%、4.1%。今年 5 月份工业生产的环比表现在近年来相对较强。

数据结构有喜有忧。从主要产品产量来看，5 月份，钢材、水泥、发电量、十种有色金属、汽车产量同比均高于前值，汽车产量同比涨幅较前值明显扩大。统计局指出，5 月份工业生产数据的明确积极因素是“装备制造行业增长继续加快，基建类相关产品增势较好。”这其实对应着基建等内需的确定性改善方向。

我们认为未来生产边际继续大幅改善可能性不大。一是，北京出现新增疫情，可能重新给企业生产活动带来不确定性；二是，消费品行业同比增速出现下滑、工业出口交货值由增转降，反映外需和出口订单的下滑压力；三是，今年南方地区入梅较早、梅雨季节洪涝灾害风险加大，可能对6月份工程施工造成一定的干扰。我们预计6月份工业增加值同比基本持平或略低于5月份；今年三季度，工业增加值有望单月回升至5%以上，但较二季度边际改善的幅度或明显低于消费数据。

图表2：主要工业产品产量当期同比与上期同比对比

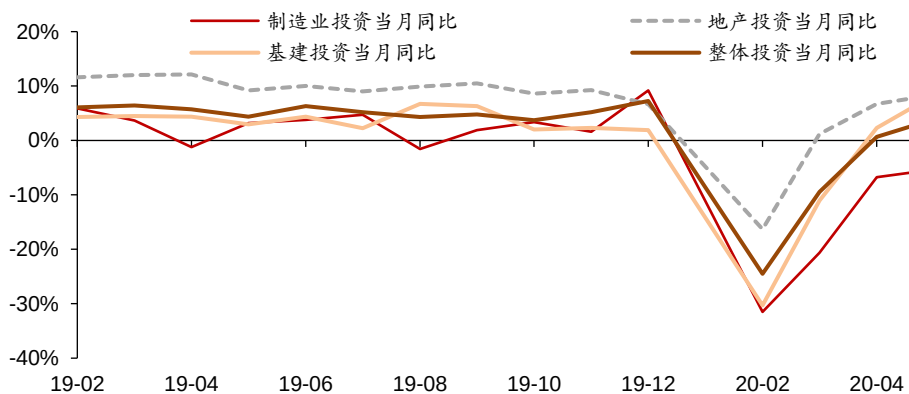


资料来源：Wind，华泰证券研究所

基建投资改善幅度最大，制造业投资仍是负增长

1-5月整体固定资产投资同比增速为-6.3%；其中制造业投资累计同比-14.8%，地产投资累计同比-0.3%，基建投资累计同比-6.3%。制造业、地产、基建三项投资累计同比增速分别较前值上行4.0、3.0、5.5个百分点；基建投资改善幅度最大。当月同比增速对比，制造业、地产、基建投资分别为-5.3%、8.1%和8.3%。

图表3：固定资产投资三大主要分项单月同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

多数制造业子行业资本开支意愿恢复较慢

1-5月制造业投资累计同比-14.8%，较前值回升4个百分点，我们推算当月同比为-5.3%，如我们所期仍为负增长。外需下行+部分行业库存积压+盈利改善幅度有限，多方面压力仍在制约制造业投资。

制造业投资行业分化显著，需求侧有持续向好预期的行业，企业相对有信心加大投资。1-5 月通信电子、纺织、医药制造业投资较 1-4 月份环比改善幅度最大，1-5 月投资增速累计同比转正的只有通信电子和医药制造，其受益逻辑都非常明确，前者为主动加大科技领域投入、强调自主可控，后者为补偿性投资，疫情带动了相关需求。

从基数角度，未来制造业投资数据改善幅度可能有限，相对于基建、地产投资，我们认为制造业投资今年各月份累计同比速度可能始终处于相对低位。当前对制造业的关注重点仍在于有效提高和维持产能利用率、应对外需下行冲击，只有对部分此前产能欠发达的子行业，比如医疗设备、专用设备、信息科技基础设施等，关注点才是新增投资。

图表4：制造业投资累计同比分行业概览

变动(pct)	4.6	4.1	4.9	4.4	-0.3	4.7	2.9	5.8	5.0	3.6	6.3	9.6	4.4
制造业投资累计同比(%)	上游		中游						下游				
	化学制品	有色加工	通用设备	专用设备	汽车制造	运输设备	电气机械	通信电子	农副食品	食品制造	纺织业	医药制造	金属制品
2020-05	-17.8	-5.6	-20.2	-15.2	-23.2	-21.5	-20.1	6.9	-22.9	-17.9	-26.2	6.9	-19.4
2020-04	-22.4	-9.7	-25.1	-19.6	-22.9	-26.2	-23.0	1.1	-27.9	-21.5	-32.5	-2.7	-23.8
2020-03	-30.8	-11.6	-32.1	-27.1	-27.2	-31.6	-27.8	-10.2	-32.8	-29.1	-37.1	-11.9	-31.3
2020-02	-33.0	-17.3	-40.1	-36.2	-41.0	-39.7	-33.7	-8.3	-38.9	-35.1	-44.0	-22.1	-38.1
2019-12	4.2	1.2	2.2	9.7	-1.5	-2.5	-7.5	16.8	-8.7	-3.7	-8.9	8.4	-3.9
2019-11	4.6	-1.3	1.4	9.5	-0.4	-5.7	-6.8	13.8	-9.3	-4.8	-8.7	7.8	-3.8
2019-10	6.6	-1.3	0.9	9.8	-0.3	-5.9	-7.5	13.6	-10.1	-3.8	-8.5	7.9	-3.3
2019-09	7.6	-2.6	1.6	8.7	1.8	-8.3	-7.6	11.6	-10.8	-3.0	-8.2	7.0	-4.5
2019-08	7.9	-4.3	1.2	6.6	1.5	-10.7	-8.0	11.1	-9.4	-2.2	-5.0	7.4	-3.5
2019-07	9.4	-3.8	2.1	7.2	1.8	-10.4	-7.5	10.5	-7.6	-1.4	-2.6	6.9	-5.2
2019-06	9.3	-3.4	2.8	7.2	0.2	-10.5	-8.1	8.5	-7.4	0.4	-0.3	8.4	-5.2
2019-05	7.4	-9.7	1.4	6.2	-0.1	-8.6	-5.9	6.2	-7.4	-1.0	1.6	8.1	-4.8

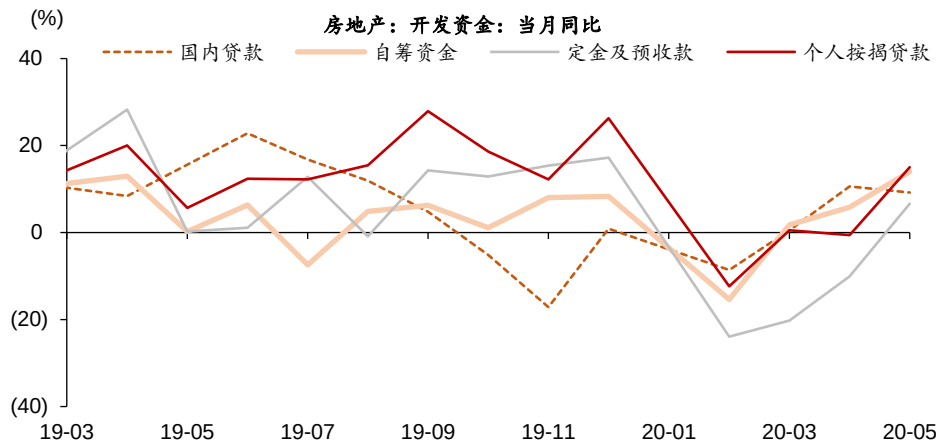
注：热力图数据单位为%；较上期为同比值的环比增减，单位为百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

流动性宽松是地产销售与投资修复的催化剂，关注政策边际变化

1-5 月房地产开发投资累计同比-0.3%，较前值回升 3 个百分点，我们推算当月同比 8.1%。从累计增速角度，地产投资仍是需求侧的领跑变量，6 月份大概率实现转正。我们认为，流动性宽松是本轮地产销售与投资快速修复的催化剂。一方面，房贷利率走低与房价上涨预期推动了销售端加速回暖，5 月商品房销售额同比增长 14%，前值为-5%；另一方面，房企发债融资持续改善。5 月房企开发资金来源中，个人按揭贷款同比增长 15%、自筹资金同比增长 14%，有力支撑了投资提速。

我们认为销售活跃与房价上涨可能会相互促进，据统计局，5 月份各线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅均略有扩大，二手住宅涨幅与上月相同或微扩。这对于房企而言，仍正向激励拿地开工积极性、推动投资提速；但政策角度反而可能边际收紧，以落实“房住不炒”要求，我们预计主要是约束个人按揭贷款投放、严查监控信贷资金流向等。货币信贷与房地产调控政策的边际变化可能影响后续房地产销售与投资走势。

图表5：房企开发资金来源中，个人按揭与自筹资金同比快速增长

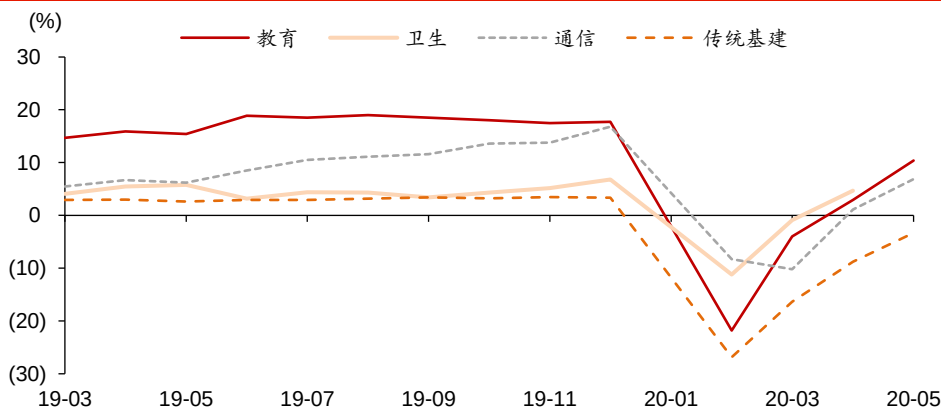
资料来源：Wind，华泰证券研究所

各方合力推动基建提速，6 月气候因素或带来施工扰动

1-5 月基建投资（不含电力）累计同比-6.3%，较前值回升 5.5 个百分点，我们推算当月同比 8.3%。我们认为上半年基建项目储备充足、专项债等资金充裕，用工不足导致了前期建筑业复工达产情况不佳。4 月下旬确定两会召开时间、以及北京解除应急一级响应传递了国内疫情基本控制的重要信号，建筑工人返岗可能加快，同时项目审批加速、基建配套贷款投放等，共同推动基建投资大幅提速。

行业角度，新基建（通信、设备类行业）、民生基建（医院、学校等）投资受益于政策引导、专项债倾斜，表现更优于传统基建行业，累计增速均已在 4 月份率先转正，值得关注。

我们预计 5 月万亿专项债对基建的推动作用更多在 6-7 月份体现。5 月新增专项债同比多发行约 0.9 万亿，新增财政存款同比多增 0.8 万亿，这意味着 5 月主要是财政负债端扩容过程，6-7 月或加快资金到项目的拨付。不过，6 月以来南方大范围强降雨对户外基建施工强度存在不利影响，基建投资需求或部分推移至 7 月份释放。我们认为节奏扰动不改基建提速趋势，全年仍有望达到两位数增幅。

图表6：教育、卫生、通信行业固定资产投资累计增速均已转正（图为固定资产投资当年累计增速）

资料来源：Wind，华泰证券研究所

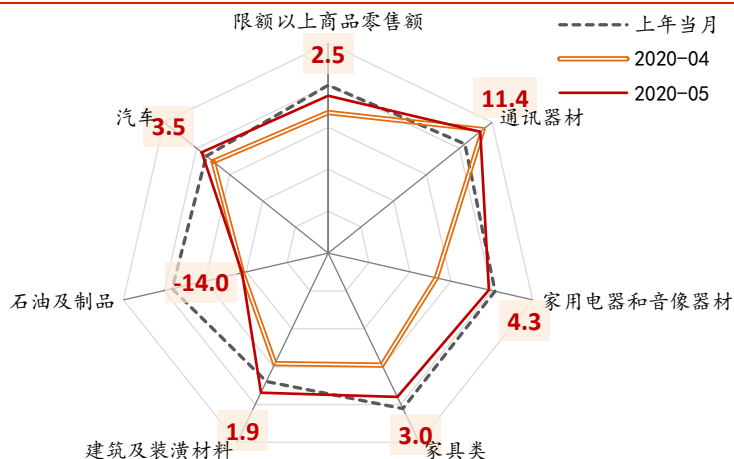
线下消费业态加速修复，6-7 月社零消费当月同比有望转正

5 月社会消费品零售总额当月同比-2.8%，降幅较 4 月收窄 4.7 个百分点。5 月份，北京疫情响应机制下调、全国范围内商旅活动逐渐恢复正常，如期成为线下消费加速修复的关键节点。从全国维度看，我们预计餐饮业、线下零售等领域环比回升幅度将持续强于历史季节性表现，叠加“618”购物节等刺激拉动，6-7 月社零消费当月同比增速有望转正。

同比来看，社零数据当月表现依次为汽车>地产相关消费>服装/化妆品/珠宝>餐饮；但环比来看，当月表现依次为餐饮>除汽车以外的商品零售>汽车。线下消费业态快速恢复，是5月份消费数据的主要拉动因素。5月份餐饮消费如期环比大幅回升，当月环比30.6%（5月份历史均值为10.9%）；企业差旅活动逐渐恢复正常，对其产生较大的正向拉动。餐饮消费同比跌幅仍较大，主要是1-2月“挖坑”太深，预计三季度同比跌幅或将快速收窄。

在企业外需承压、失业率仍处高位的情况下，居民收入预期的放缓，仍然是制约消费意愿的最大掣肘。我们预计，社零累计同比增速转正可能要到今年四季度。

图表7：限额以上商品零售额：几个主要类别的当月同比增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

五一是一是就业市场供求关系改善的关键节点，关注毕业季就业压力

5月全国城镇调查失业率为5.9%，较4月下降0.1个百分点。1-5月城镇新增就业460万人，完成全年目标51.1%。5月份就业市场供求都存在边际改善，我们认为，一方面是五一为节点，线下门店加快复工复产“备战”劳动节消费需求回补，服务业用工需求增长；另一方面是国内疫情封锁措施逐步解除、高铁等运输工具恢复常态化运营、居民恐疫心理弱化，进而找工作的意愿和积极性增强。

然而，近期国内疫情局部反复可能对部分城市就业产生二次冲击。并且毕业季将至，吸纳大学生新增就业压力较大，7月失业率存在冲高风险。我们认为今年宏观调控可能以失业率为目标锚，若调查失业率向上突破6%，储备政策可能加快落地。

图表8：5月调查失业率走低0.1个百分点至5.9%

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_4478

