

## 供需两端继续改善，二季度经济有望转正

——2020年1-5月宏观数据点评

宏观点评

### 核心观点：

在国内复工复产复商复市扎实推进下，国内生产和需求均呈环比改善趋势，两会后“六保”“六稳”政策密集出台落地，国内经济边际改善趋势将延续。预计二季度GDP增速大概率转正，全年呈“V”型走势。

### 摘要：

- **工业增加值：**受益宏观刺激政策发力，工业生产增速与结构继续改善，但需求尤其是外需疲弱将继续拖累工业生产。1-5月份规模以上工业增加值同比下降2.8%，降幅较1-4月份收窄2.1个百分点。其中，受财政加大基建投资、央行加大中小微企业金融扶持力度影响，制造业增加值降幅较1-4月收窄2.6个百分点，是工业生产恢复的主要贡献因素；但国内需求恢复慢于生产、出口订单不足，5月外资企业增加值增速较上月降低0.5个百分点，表明需求尤其是外需不足将对生产形成制约。此外，从制造业结构变化看，高技术制造业生产恢复依旧更快，其1-5月增速要高于同期制造业5.9个百分点。
- **国内生产总值（GDP）：**预计呈环比改善态势，二季度增长2%左右，全年GDP增长3%左右。一是居民收入下降叠加疫情反复风险增加，消费回补力度不宜高估，后续消费恢复依赖于“六保”和“六稳”政策的落地效率；二是预计基建地产将推动投资增速继续回升，即基建投资增速将加快回升，房地产将继续反弹提高，制造业投资降幅将缓慢收窄但大幅改善空间受限。三是全球疫情二次爆发风险较大，且前期出口赶单已告一段落，出口下行压力仍较大，贸易顺差料收窄，净出口对经济的拉动减弱。
- **消费：**餐饮与可选品回暖助推5月社零改善，后续消费恢复或仍偏弱。5月份国内社零增速同比下降2.8%，降幅较上月收窄4.7个百分点。其中，抗疫封锁的放松和生产经营恢复，餐饮收入降幅较上月收窄12.2个百分点，是社零改善的主因之一；此外，在消费刺激政策发力和楼市回暖的共同影响下，5月份汽车、房地产相关的家电等可选消费加快回升，带动商品零售规模已接近去年同期水平，也是重要贡献因素。展望未来数月，居民收入下降、就业面临压力，叠加国内外疫情反复风险增加，预计消费修复力度整体仍偏弱。后续消费恢复，特别是汽车等占比高的消费回升，还需依赖更多强刺激政策出台。
- **投资：**基建地产将推动投资增速回升。一是在企业盈利恶化和海外需求下降拖累下，制造业投资恢复滞后于其他投资，预计上述制约因素年内仍将继续存在，在中小微企业帮扶政策的持续推进下，制造业投资降幅将缓慢收窄，但改善空间有限。二是1-5月专项债发行规模已超去年全年，且前期项目储备较多，基建投资增速将加快回升；在政策支持和技术需求释放下，新基建也将迎来快速发展，助力基建投资增速回升和经济结构转型。三是二季度以来房地产市场明显回暖，销售面积和土地购置面积增速降幅持续收窄，加上货币环境整体宽松，

### 伍超明

财信国际经济研究院 副院长  
财信证券 首席经济学家

### 胡文艳

宏观经济研究中心 资深研究员  
电话：010-68086480  
邮箱：huwy21@126.com

### 李沫

宏观经济研究中心 高级研究员  
电话：010-68080380  
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

预计下月投资增速将由负转正，下半年房地产投资增速将继续反弹提高，但全年增速不及去年。

- **政策展望：**如果没有全球疫情的第二波冲击，预计年内政策最宽松期已过，进入政策平稳期和落地生效期。货币政策方面，流动性最宽松期或已过，但国内外疫情仍具有较大不确定性，预计未来货币政策仍将保持灵活性，政策重点将集中在如何拓宽银行资金直达实体经济的“沟渠”，打通“血脉”，再贷款再贴现、监管容忍、公司信用类债券融资、产业链应收账款融资等政策将继续加强力度，精准落地实体企业。为配合财政政策落地，不排除降准降息和定向降准降息的可能。财政政策方面，主要是用好抗疫特别国债、专项债券和财政赤字等资金，做好“六保”和“六稳”，同时助力经济结构转型。

## 目 录

一、工业增加值：增速与结构继续改善，但需求拖累或持续显现 .....	4
二、国内生产总值（GDP）：预计二季度增长 2% 左右，下半年增速逐季提高 ..	5
三、消费：可选品与餐饮回暖助推社零改善，后续消费恢复或仍偏弱 .....	7
（一）餐饮和可选品消费明显回暖，本月社零增速降幅大幅收窄 .....	7
（二）居民收入下降和疫情反复风险增加，消费修复或仍偏弱 .....	8
四、投资：基建地产将推动投资增速回升 .....	9
（一）制造业内部结构优化提速，但短期改善空间有限 .....	9
（二）基建稳增长作用凸显，将迎来新一轮上涨周期 .....	11
（三）疫后房地产投资增速有望继续提高 .....	12

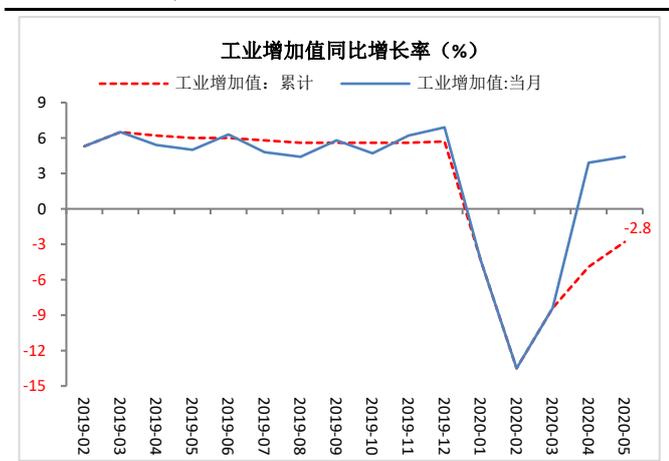
正文:

一、工业增加值：增速与结构继续改善，但需求拖累或持续显现

1-5 月份规模以上工业增加值同比下降 2.8%（见图 1），降幅较 1-4 月份收窄 2.1 个百分点，较去年同期降低 8.8 个百分点。其中，5 月当月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较 4 月提高 0.5 个百分点，连续两个月正增长。

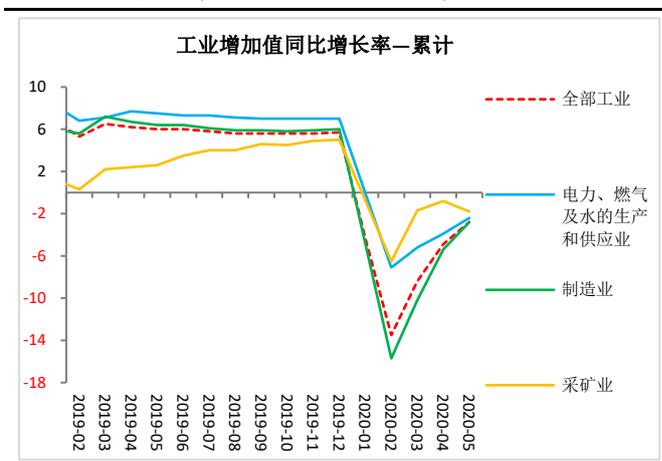
随着国内疫情防控向好形势持续巩固，企业复工复产深入推进，特别是在财政加快专项债券发行节奏、央行加大对重点行业 and 重点企业金融支持力度等政策促进下，基建产业链生产明显加快、高技术类行业继续保持较快增长，带动工业产出整体继续改善。但国内需求恢复慢于生产、出口订单不足，部分行业生产复苏势头有所减弱，或拖累工业生产仅维持渐进修复。

图 1：工业生产继续加快



资料来源: WIND, 财信研究院

图 2：制造业生产加快是推动工业生产恢复的主因



资料来源: WIND, 财信研究院

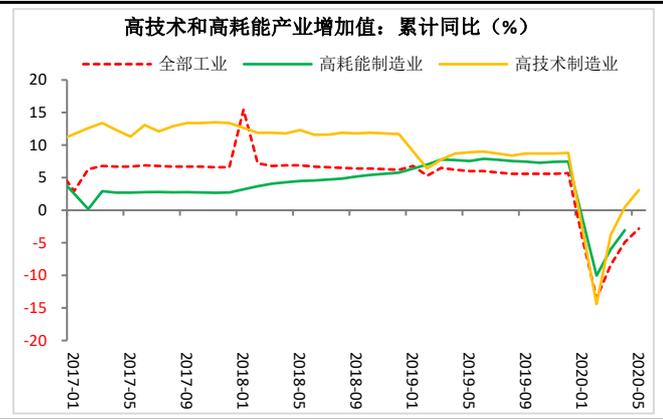
从三大门类看，制造业生产加快是推动工业生产提速的主因。在工业企业营业总收入中，制造业营收的比重在 90% 左右，所以制造业增加值增速决定了整体工业增加值的走势变化。5 月份制造业增长 5.2%，增速较 4 月份提高 0.2 个百分点（见图 2），继续维持边际改善态势，且在三大门类中其增长最快。同期，电力燃气及水的生产与供应业、采矿业增加值分别增长 3.6% 和 1.1%，增速较 4 月份分别提高 3.4 和 0.8 个百分点，也处于持续恢复的过程中。

从制造业结构变化看，高技术制造业恢复更快，新旧动能转换继续加快。1-5 月份高技术制造业增加值同比增长 3.1%（见图 3），较 1-4 月份提高 2.6 个百分点，高出同期制造业增加值增速 5.9 个百分点，表明在国家加大对高技术产业金融支持力度的政策推动下，高技术制造业生产恢复明显更快。如根据央行数据，2020 年 4 月末，国内高技术制造业中长期贷款余额同比增长 39.9%，高出同期全部贷款余额增速 25 个百分点以上。

与此同时，本月高耗能制造业增加值增速也大概率有所回升（1-5 月份整体数据暂未公布），但其改善力度仍低于高技术制造业。如 1-5 月份非金属矿物制品业、化学原料及化学制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等部分高耗

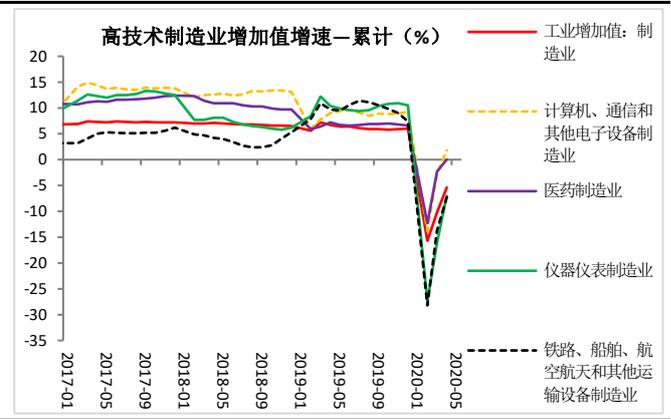
能制造业增加值增速，分别较 1-4 月提高 3.5、1.8、1.1 和 1.1 个百分点，后三者的改善幅度均不及同期高技术制造业（见图 5）。但当前高技术制造业利润占制造业总利润的比重仍不足两成，为对冲疫情影响，仅依靠“新基建”的作用有限，传统基建补短板、稳增长的重要性凸显，预计未来数月高耗能制造业生产还会继续加快。

图 3: 高技术与高耗能制造业增加值增速



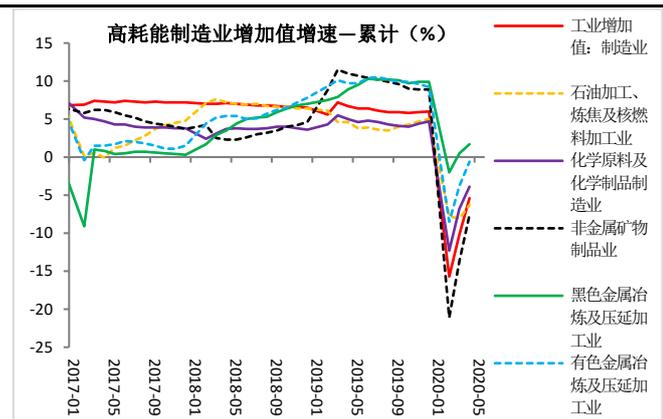
资料来源: WIND, 财信研究院

图 4: 高技术制造业生产均加快恢复



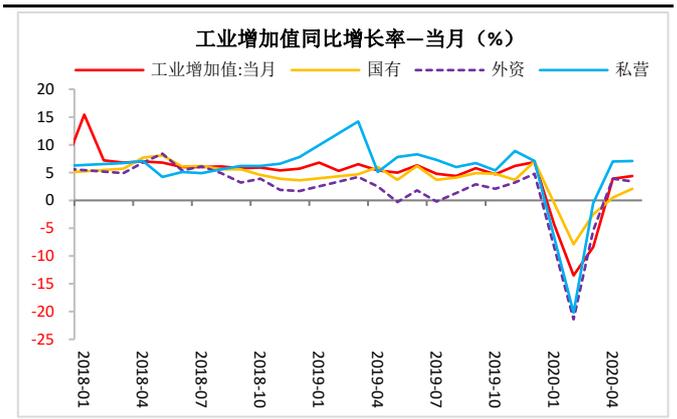
资料来源: WIND, 财信研究院

图 5: 高耗能制造业增速也小幅改善



资料来源: WIND, 财信研究院

图 6: 国企、外资和私营企业增加值增速



资料来源: WIND, 财信研究院

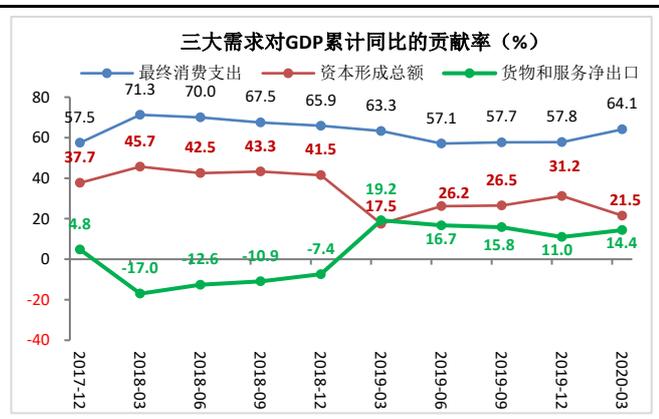
从企业登记注册类型看，受外部需求拖累影响，外企增加值增速较上月出现回落。5 月份国有、私营和外资工业企业增加值分别同比增长 2.1%、7.1%和 3.4%，分别较 4 月份提高 1.6、提高 0.1 和降低 0.5 个百分点（见图 6）。其中，受益宽货币持续加码、政府债券发行提速，国内重大基建项目加快落地，国企生产持续恢复；同时央行加大中小微企业金融扶持力度，中小微企业占比在 90%以上的私营企业受益明显，私企增加值增速在上月 7%高位的基础上，本月继续有所提高。相比之下，海外疫情形势依旧不容乐观，叠加全球贸易冲突有所升温，外企面临供应链受阻和需求下降双重压力，生产恢复动力不足、困难突出，本月增加值增速较上月反而出现回落，1-5 月累计增速下降 5.3%。上述数据表明，当前国内工业经济的运行，尤其是外企生产，仍面临不少困难和较多的不确定性。

## 二、国内生产总值（GDP）：预计二季度增长 2%左右，下半年增速

## 逐季提高

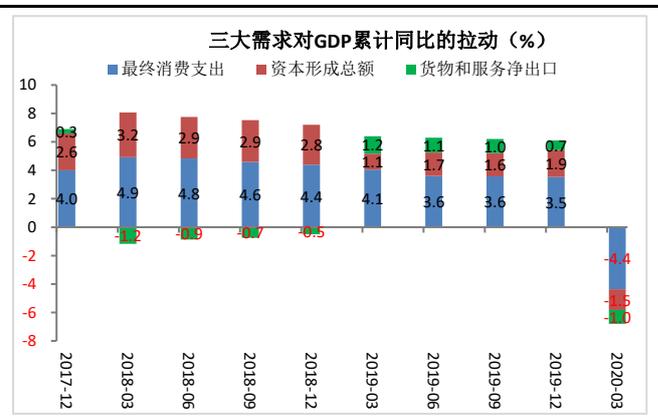
2020年一季度，国内GDP同比下降6.8%，较2019年四季度降低12.8个百分点，增速创近50年的历史新低。在国内外疫情的叠加冲击下，国内生产和需求都出现大幅下降，但三大需求中消费拖累最大，表明当前有效需求不足是经济面临的巨大挑战。如从三大需求的贡献率看，一季度最终消费、资本形成和净出口贡献率分别为64.1%、21.5%和14.4%，分别较2019年末提高6.3、降低9.7和提高3.4个百分点（见图7），考虑到一季度GDP为负增长，意味着贡献率提升最多的最终消费，实际上是拖累GDP下降的主因。从三大需求的拉动作用看，一季度最终消费、资本形成和净出口分别拉动GDP降低4.4、1.5和1.0个百分点（见图8），最终消费也是最大拖累因素。预计在疫情影响短期难以消退的背景下，国内消费将持续承压，且海外疫情不容乐观，外需堪忧，或进一步加大出口下行压力，未来稳增长对投资的倚重明显增加。

图7：三大需求对GDP累计同比的贡献率（%）



资料来源：WIND，财信研究院

图8：三大需求对GDP累计同比的拉动（%）

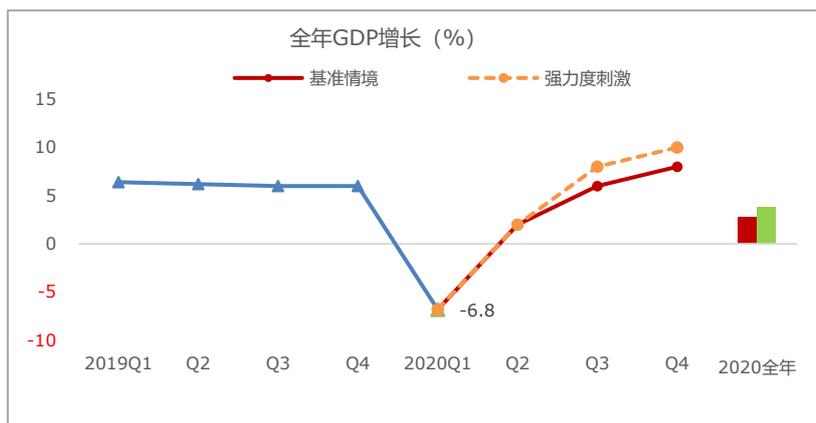


资料来源：WIND，财信研究院

展望未来几个季度，我们预计国内GDP呈环比改善态势，二季度增长2%左右，下半年增速将进一步提高：一是国内外疫情对经济的冲击持续显现，居民收入下降、就业面临压力，叠加国内外疫情反复风险增加，预计消费修复力度整体仍偏弱，后续消费恢复依赖于“六稳”和“六保”政策的显效；二是预计基建和房地产投资将拉动投资增速继续回升。其中基建投资增速在专项债放量和储备项目充足的情况下有望加快回升，全年有望实现二位数增长；制造业投资增速将持续受企业盈利恶化和海外需求萎缩的制约，但政策帮扶下其降幅有望缓慢收窄；房地产投资在疫后生产销售快速恢复、宽松货币政策环境叠加影响下，增速将继续反弹提高，但全年增速或不及去年。三是当前欧美等国在加速重启经济，但疫情二次爆发风险较大，且出口赶单目前告一段落，出口下行压力仍较大，贸易顺差料收窄，净出口对经济的拉动将有所减弱。

综上，在当前已出台政策的基准情境下，2020年GDP增长3%左右；如果后期加大政策力度强力刺激，且海外疫情没有爆发第二波，那么GDP增速有望达到4%左右（见图9）。

图 9：2020 年 GDP 增速将呈“前低后高”走势



资料来源：WIND，财信研究院

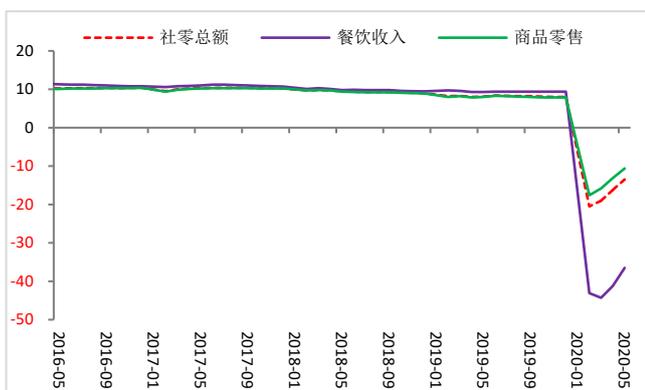
### 三、消费：可选品与餐饮回暖助推社零改善，后续消费恢复或仍偏弱

#### (一) 餐饮和可选品消费明显回暖，本月社零增速降幅大幅收窄

1-5 月份社会消费品零售总额(简称社零,下同)为 138730 亿元,同比下降 13.5%,降幅较 1-4 月份收窄 2.7 个百分点,较去年同期降低 21.6 个百分点(见图 10)。其中,5 月当月社零消费同比下降 2.8%,降幅较 4 月收窄 4.7 个百分点,居民消费持续改善。

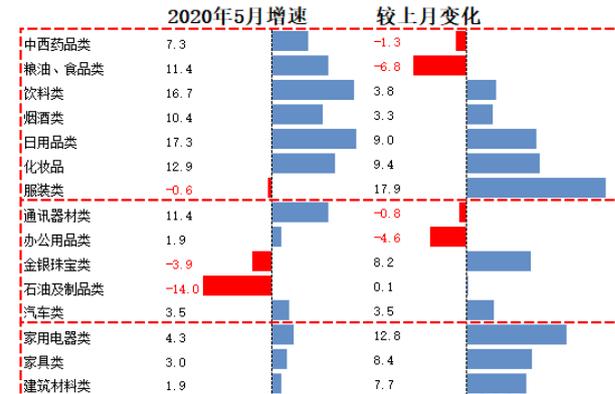
抗疫封锁放松和生产经营恢复,餐饮收入降幅明显收窄,是社零改善的主因之一。5 月份餐饮收入同比下降 18.9%,降幅较 4 月份继续大幅收窄 12.2 个百分点,高于同期社零增速环比改善幅度 7.5 个百分点。在社零总额中,餐饮收入的比重约 10%左右,年内受疫情因素影响,其波动幅度明显加大,成为影响社零变动的主要因素之一。本月餐饮收入降幅收窄,主要源于国内抗疫封锁措施的逐步放松,社会生产经营活动渐进恢复,带动居民外出就餐意愿回升和外卖等餐饮服务业出现快速增长。

图 10：社会消费品零售总额及其两大分项增速



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：5 月份限额以上商品零售细项增速及变化



资料来源：WIND，财信研究院

消费刺激政策发力叠加楼市回暖,汽车、家电等可选消费加快回升,5 月商品零售规模已接近去年同期水平。如 5 月份商品零售额仅同比下降 0.8%,降幅较 4 月份收窄

3.8 个百分点。从商品零售分项看(见图 11)，首先，汽车消费回暖是商品零售回升的主要贡献力量。如受益近期全国各地加快推出汽车消费刺激政策，5 月份汽车类消费同比增长 3.5%，较上月提高 3.5 个百分点，考虑到汽车消费在社零中的比重约三成，无疑贡献力量最大。其次，房地产相关下游消费也明显回暖。如房地产销售明显加速，叠加家电更新消费刺激政策发力，5 月份家用电器、家具、建筑及装潢材料商品零售额分别同比增长 4.3%、3.0% 和 1.9%，分别较上月提高 12.8、8.4 和 7.7 个百分点。此外，在各地政府大量发放消费券和网络主播带货新业态快速发展的共同影响下，本月日用品、粮油食品、饮料、化妆品等必需消费品增速均保持在 10% 以上，对社零的贡献亦不容小觑。

## (二) 居民收入下降和疫情反复风险增加，消费修复或仍偏弱

展望未来数月，预计国内消费继续渐进修复，但回补力度整体有限，消费企稳仍依赖政策刺激与支持。理由有四：

一是居民收入承压对消费持续形成制约。受国内经济增速回落、部分居民就业困难影响，2020 年一季度城镇和农村居民实际人均可支配收入分别下降 3.9% 和 4.7%，分别较 2019 年降低 8.9 和 10.9 个百分点(见图 12)，对消费形成明显制约。其中，新冠肺炎疫情冲击下，国内中小微企业受损尤为严重，3 月份数据显示居民经营净收入下降 7.3%，是拖累居民收入增长主要原因之一(见图 13)。往后看，历史数据显示，工业企业利润增速约领先城镇居民人均可支配收入增速 3 个季度左右，自 2018 年三季度以来国内工业企业利润持续回落，至今已连续 16 个月维持负增长，预示未来居民收入大概率还有下降压力。

图 12: GDP 增速与人均可支配收入增速

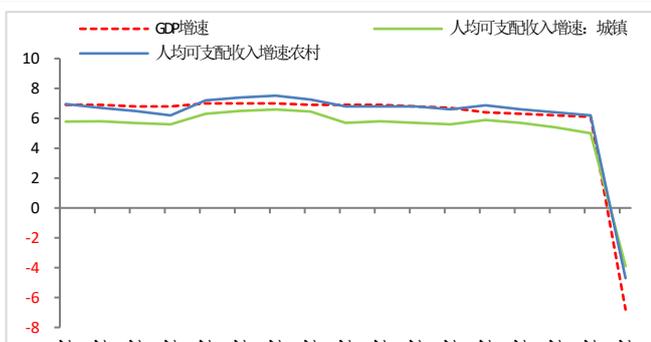
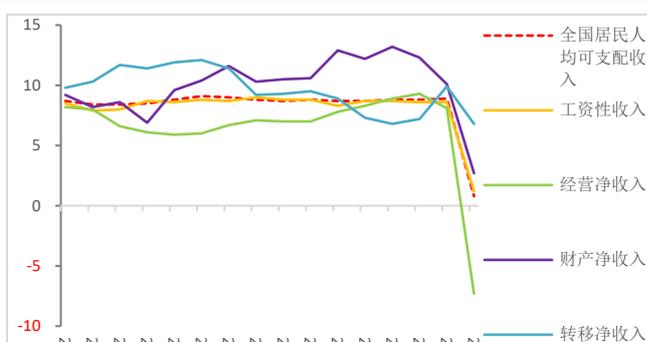


图 13: 全国居民收入构成增速



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\\_4479](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4479)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn