

5月经济数据：高技术制造业引领经济修复

核心观点

5月经济稳健复苏，持续向经济合理增长区间靠拢。供给端，复工复产基本达成，工业增加值持续修复。需求端，整体上呈现投资领先消费的特征，投资数据由负转正，地产和基建表现强势，高技术制造业投资亦大幅改善，引领经济修复；消费如期稳健修复，但尚未实现正增长。失业率下行0.1个百分点，主要源于农民工返城一段时间之后摩擦性失业现象陆续减少，同时“六稳六保”政策对于稳定就业形势也起到一定支撑作用，但整体而言就业形势仍面临较大压力。

经济复苏持续，但尚未回到合理增长区间，仍面临就业形势恶化和企业信用违约的次生风险，政策的首要目标仍然是保就业和稳增长，货币宽松环境仍将延续，M2增速显著高于GDP+CPI增速，形成M2冗余，持续利好股票市场；7、8月失业率将面临阶段性上行压力，货币政策仍可能有宽松操作，长端利率在债市供给担忧弱化和货币政策工具释放的基础上，可能形成一个W型的底部，出现一定交易性机会。

□ 工增持续回升，内外需不悲观

5月工业增加值同比4.4%，比我们的预期略低0.6%，如期持续回升的主因在于：内需修复、出口超预期。我们认为，6月工业生产将进一步回暖。在生产端，局部疫情使全国大规模停工的可能性较小。同时，在国内有效投资发力、防疫物资出口及国内供给弥补海外缺口的逻辑支撑下，内需和外需不悲观。

□ 消费如期修复，尚未实现正增

5月社会消费品零售总额名义同比-2.8%，前值-7.5%，与我们预期一致，消费稳健修复但尚未实现同比正增。结构上的分化特征依旧比较明显，“宅经济”的相关消费保持较好表现；汽车与家具、家电、装潢等地产后周期消费增速均转正，常态化疫情防控下，不受社交距离影响的消费逐渐向疫情前的正常水平回归；餐饮收入跌幅仍然较深，疫情对于线下场景的影响依然显著存在。

□ 失业边际改善，压力仍未缓解

5月全国城镇调查失业率5.9%，与我们预期一致，较上月下降0.1个百分点，同比去年4月高0.8个百分点，失业形势边际缓和，但整体压力仍未缓解，尤其是城镇新增就业岗位的创造能力没有明显改善。5月调查失业率的下降主要源于农民工返城一段时间之后摩擦性失业现象陆续减少，同时“六稳六保”政策对于稳定就业形势也起到一定支撑作用，但整体而言就业形势仍面临较大压力，7月进入毕业季之后，将有超过700万高校毕业生将进入劳动力市场，调查失业率大概率二次冲高至6.0%以上。

□ 投资增速转正，高技术投资强

1-5月，全国固定资产投资同比-6.3%，降幅较1-4月收窄4个百分点。基建、制造业、地产投资同比分别下降6.3%、14.8%、0.3%，降幅分别比1-4月份收窄5.5、4.0、3.0个百分点。我们推算当月数值（不考虑统计局调整样本对去年基数的影响的情况下），**地产、基建、制造业当月投资增速分别+8.09%、+8.29%和-5.33%**，而整体固定资产投资当月同比增速由负转正，较4月提高3.13个百分点至+0.91%。经济动能修复和政策效果落地带动基建及地产数据回升，企业盈利前景仍有隐忧，资本开支意愿的修复相比生产数据更为滞后，制造业投资相对低迷，但高技术制造业大幅改善对整体制造业构成强支撑，引领经济修复。

风险提示：逆周期政策落地不及预期；海外疫情防控不及预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

- 1《5月数据预测：社融增速有望继续攀升》2020.05.31
- 2《4月经济数据：经济转正在即》2020.05.15
- 3《4月数据预测：弱复苏进行时》2020.04.30
- 4《上调2021年GDP增速至8.5%——3月经济数据综述》2020.04.17
- 5《一季度GDP增速大概率下行“破0”——3月经济数据预测》2020.04.01

报告撰写人：李超

数据支持人：张迪



正文目录

1. 经济复苏持续，投资领先消费	3
2. 工增持续回升，内外需不悲观	3
3. 消费如期修复，尚未实现增长	4
4. 失业边际改善，压力仍未缓解	5
5. 投资增速转正，高技术投资强	6
5.1. 制造业仍负增，结构内有亮点.....	6
5.2. 资金项目匹配，基建继续修复.....	7
5.3. 地产继续修复，销售数据亮眼.....	8

图表目录

图 1：工业增加值主要门类：5月同比较前值持续回升	4
图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比	4
图 3：5月社零名义同比下降 2.8%，尚未实现同比正增	4
图 4：汽车和地产后周期消费增速均转正	4
图 5：5月调查失业率小幅下行 0.1 个百分点	5
图 6：固定资产投资增速继续修复，当月同比增速转正	6
图 7：行业结构中，医药制造业、计算机通信电子设备制造业、黑色金属冶炼压延加工业、非金属矿物制品业投资增速较高	7
图 8：1-5月基建投资累计同比-6.3%，降幅较 1-4 月收窄 5.5 个百分点，延续修复态势	8
图 9：房地产数据热力图	8



1. 经济复苏持续，投资领先消费

5月经济稳健复苏，持续向经济合理增长区间靠拢。供给端，复工复产基本达成，工业增加值持续修复。需求端，整体上呈现投资领先消费的特征，投资数据由负转正，地产和基建表现强势，高技术制造业投资亦大幅改善，引领经济修复；消费如期稳健修复，但尚未实现正增长。失业率下行0.1个百分点，主要源于农民工返城一段时间之后摩擦性失业现象陆续减少，同时“六稳六保”政策对于稳定就业形势也起到一定支撑作用，但整体而言就业形势仍面临较大压力。

经济复苏持续，但尚未回到合理增长区间，仍面临就业形势恶化和企业信用违约的次生风险，政策的首要目标仍然是保就业和稳增长，货币宽松环境仍将延续，M2增速显著高于GDP+CPI增速，形成M2冗余，持续利好股票市场；7、8月失业率将面临阶段性上行压力，货币政策仍可能有宽松操作，长端利率在债市供给担忧弱化和货币政策工具释放的基础上，可能形成一个W型的底部，出现一定交易性机会。

2. 工增持续回升，内外需不悲观

5月工业增加值同比4.4%，如期持续回升，比我们的预期略低0.6%。1-5月工业增加值累计同比下降-2.8%，较前四月降幅收窄2.1个百分点。5月工业增加值增速进一步提升的原因主要来自两方面：其一是内需修复，各地消费券、消费季等促消费政策叠加五一假期使得居民消费需求有所释放，中汽协数据显示，5月汽车产销分别环比增长4%和5.9%，同比分别增长18.2%和14.5%；其二是出口超市场预期，我们继续提示，防疫物资出口及中国供给填补海外供给缺口是对冲外需冲击的两大逻辑，使得我国出口在短期内并不悲观。

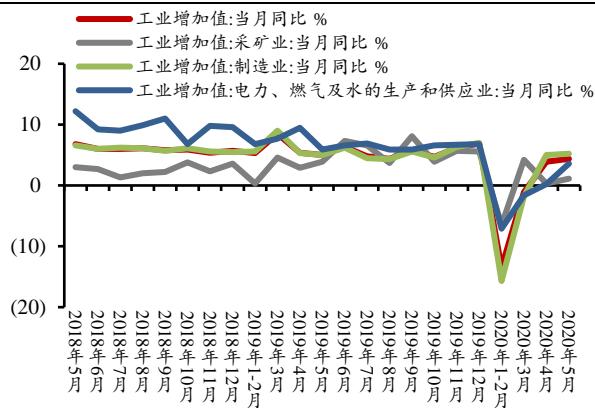
我们认为，6月工业生产将进一步回暖。对规模以上工业企业的抽样调查显示，截至5月27日，67.4%的企业达到正常生产水平八成以上，较4月下旬上升6.6个百分点。虽然国内疫情在短期内难以完全消除，但在全国范围内的大规模爆发可能性较小，局部地区的反复会使得工业生产中的防疫程序常态化，但不会再次使全国大规模停工导致生产能力下降。

同时，在短期内，内需和外需并不悲观。我们认为，在内需方面，当前阶段的有效投资是比居民消费更为关键的动力。由于疫情具有一定的反复性，餐饮、影院等相关服务业领域需求难以得到完全恢复，使得其相关产业链上的生产依然受到一定的负面影响。而服装、家具、文教工美、皮革制鞋等消费品行业略显疲态。随着财政资金直达地方基层的相关政策落地，以及保就业保市场主体的紧迫任务背景下，“两新一重”相关投资项目的推进将进一步提速，带动原材料、装备制造、新兴产品行业的增长。在外需方面，海外疫情依然持续，防疫物资需求在短期内将增加，海外复工复产的推进以及海外供给缺口亟需弥补两大因素对我国贸易依存度较高的行业有一定的正面促进作用。

5月份，采矿业增加值增长1.1%，制造业增长5.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.6%。其中，制造业回升幅度最大，与复工复产进度相符。我们主要关注的工业产品：除原煤略为负值，钢材、汽车、水泥、发电量、十种有色金属5月同比均转正，体现工业生产能力恢复较好。

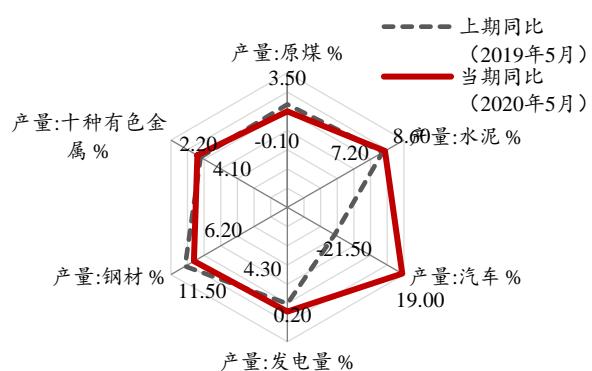


图 1：工业增加值主要门类：5月同比较前值持续回升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：主要工业产品产量增速与去年同期对比

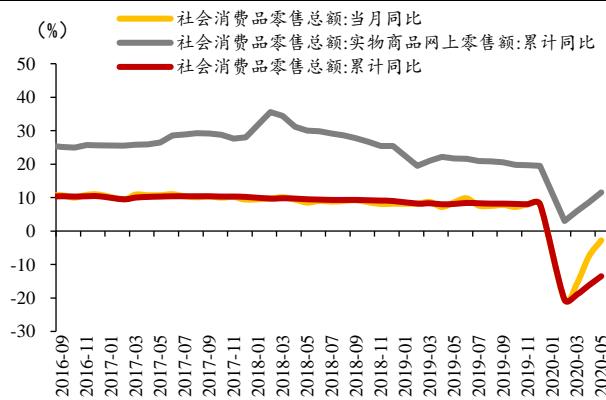


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 消费如期修复，尚未实现增长

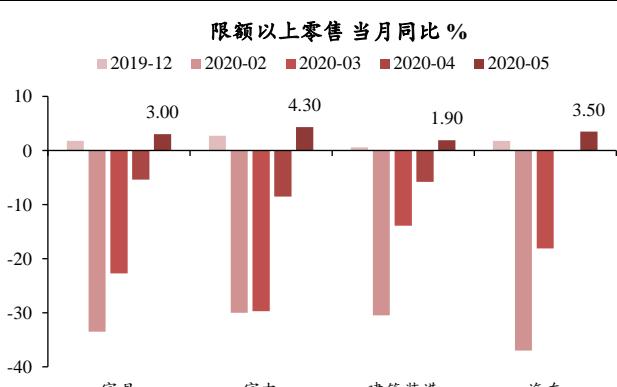
5月社会消费品零售总额名义同比下降-2.8%，前值-7.5%，与我们预期一致，消费稳健修复但尚未实现同比正增。结构上的分化特征依旧比较明显，粮油食品、饮料、通讯器材当月同比+11.4%、+16.7%、+11.4%，“宅经济”的相关消费保持较好表现；汽车与家具、家电、装潢等地产后周期消费增速均转正，常态化疫情防控下，不受社交距离影响的消费逐渐向疫情前的正常水平回归；餐饮收入同比下降-18.9%，前值-31.1%，在外卖等线上餐饮服务起到一定对冲作用的情况下，跌幅仍然较深，证明疫情对于线下场景的影响依然显著存在。

图 3：5月社零名义同比下降 2.8%，尚未实现同比正增



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：汽车和地产后周期消费增速均转正



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

汽车消费持续改善，5月汽车销量同比增长14.5%，其中乘用车增速时隔22个月后由负转正，商用车继续强势表现，增速高达48.0%。汽车同比增幅亮眼主要源于以下方面：其一，汽车消费刺激政策发挥一定作用，疫情期间压制的购车需求持续释放，购车补贴叠加商家优惠亦撬动了一部分有车群体的换车需求；其二，基建投资发力带动商用车需求高涨，重型货车和轻型货车均创下5月份销量新高；其三，去年5月处于国五国六切换期，去年同期基数较低。



5月非制造业PMI表现良好，其中零售业、餐饮业商务活动指数位于55.0%以上，餐饮等线下服务业仍有较大改善空间，但6月北京新发地再现疫情，居民防控意识和部分地区的疫情防控措施将再次加强，体育赛事、电影院的重新开放将再次延后，线下消费的修复节奏可能受到一定拖累。整体而言，消费的进一步修复可期，但未来结构分化的特征仍有延续。

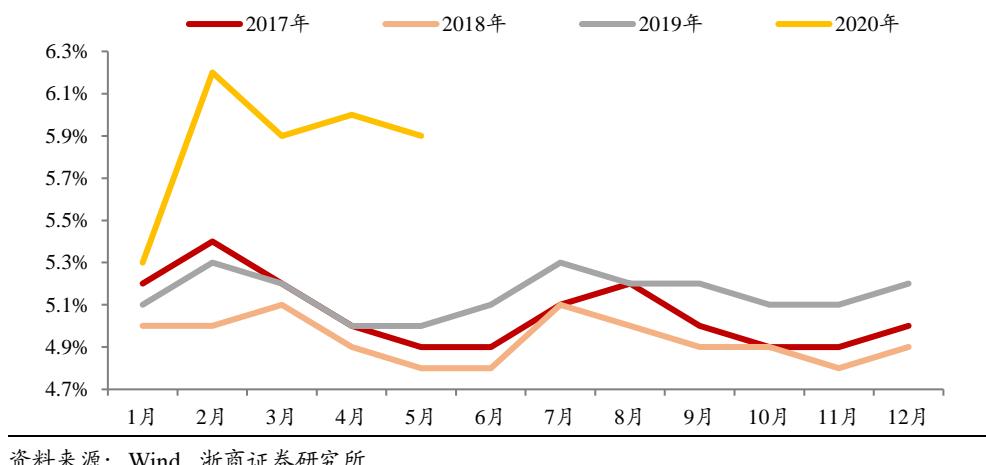
4. 失业边际改善，压力仍未缓解

5月全国城镇调查失业率5.9%，与我们预期一致，较上月下降0.1个百分点，同比去年4月高0.8个百分点；5月新增城镇就业人数106万人，较上月减少19万人，比去年同期的138万减少32万人，失业形势边际缓和，但整体压力仍未缓解，尤其是城镇新增就业岗位的创造能力没有明显改善。

5月调查失业率的下降主要有两点原因：一是季节性原因，往年春节之后的调查失业率会呈现稳步下行的特征，主要源于农民工返城之后摩擦性失业现象陆续减少，今年农民工复岗较晚，季节性特征亦有所后移，因此呈现了4月上升5月回落的特征；二是“六稳六保”政策对于稳定就业形势有一定效果，央行创新直达实体经济的政策工具、“地摊经济”重启等均以“保就业”为直接目标。

未来就业形势需要关注以下变量：其一，线下服务业的复苏较缓，餐饮业缓慢回升、文体娱乐产业仍处于“冷冻”状态，5月服务业PMI从业人员指数在低基数的情况下又回落了0.4个百分点，“地摊经济”可以对冲一部分影响，但疫情复发风险可能二次拖累线下服务业的恢复进度。其二，考虑到美欧经济复苏相对较慢，外贸形势依然不容乐观，外贸链条的劳动力市场可能阶段性承压；其三，7月份进入毕业季之后，超过700万高校毕业生将进入劳动力市场，调查失业率大概率二次冲高至6.0%以上。

图 5：5月调查失业率小幅下行0.1个百分点



资料来源：Wind, 浙商证券研究所



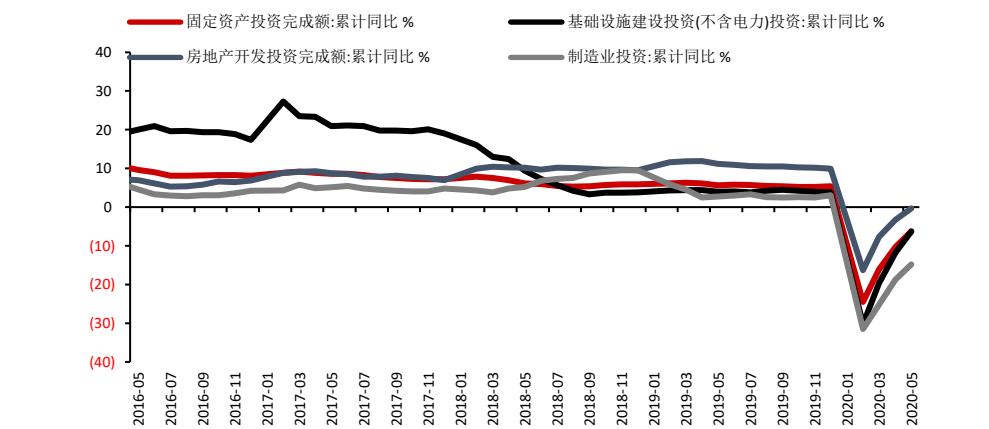
5. 投资增速转正，高技术投资强

5.1. 制造业仍负增，结构内有亮点

1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比-6.3%，降幅较1-4月收窄4个百分点。分领域看，基础设施投资同比下降6.3%，制造业投资下降14.8%，房地产开发投资下降0.3%，降幅分别比1-4月份收窄5.5、4.0、3.0个百分点。经济动能修复和政策效果落地带动基建及地产数据回升，企业盈利前景仍有隐忧，资本开支意愿的修复相比生产数据更为滞后，制造业投资相对低迷，但高技术制造业大幅改善对整体制造业构成强支撑。我们推算当月数值（不考虑统计局调整样本对去年基数的影响的情况下），地产、基建、制造业当月投资增速分别+8.09%、+8.29%和-5.33%，而整体固定资产投资当月同比增速由负转正，较4月提高3.13个百分点至+0.91%。

1-5月制造业投资累计同比下降14.8%，降幅较1-4月收窄4个百分点。制造业投资主要依赖于利润状况，目前PPI仍在回落，在利润及现金流仍然承压的情况下，企业资本开支意愿的修复可能相比生产数据更为滞后，相比基建和地产投资的修复幅度也较弱。但今年高技术制造业投资仍是制造业结构中最大的亮点和最强支撑，1-5月高技术制造业投资增长2.7%，由负转正，较前值-3.6%上行6.3个百分点，高于整体制造业投资，其中，计算机及办公设备制造业、医药制造业分别增长12.0%、6.9%，分别较整体制造业高出26.8和21.7个百分点，另外，电子及通信设备制造业投资增长2.5%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长2.3%。一季度高技术制造业中长期贷款同比增长高达39.2%，较整体制造业高近23个百分点，政策支持力度不减，使得高技术制造业在疫情冲击下仍具有较强韧性，对整体制造业投资构成支撑。医药制造业关系国计民生，肺炎疫情后，国家高度重视试剂、药品等研发应用和医疗物资保障工作，在较短时间内实现了产能扩大和产量增加，使得医药制造业投资增速明显高于其他制造业，目前防疫物资内需、外需仍然强劲，尤其是出口需求大增，未来医药制造业投资增速将继续稳步提高。后续在去年基数趋稳及基建、地产带动上下游制造业需求的情况下，预计制造业投资增速将继续缓慢修复，修复幅度取决于未来盈利水平、融资能力及企业对经济走势的信心，但大概率年内转正难度较大。

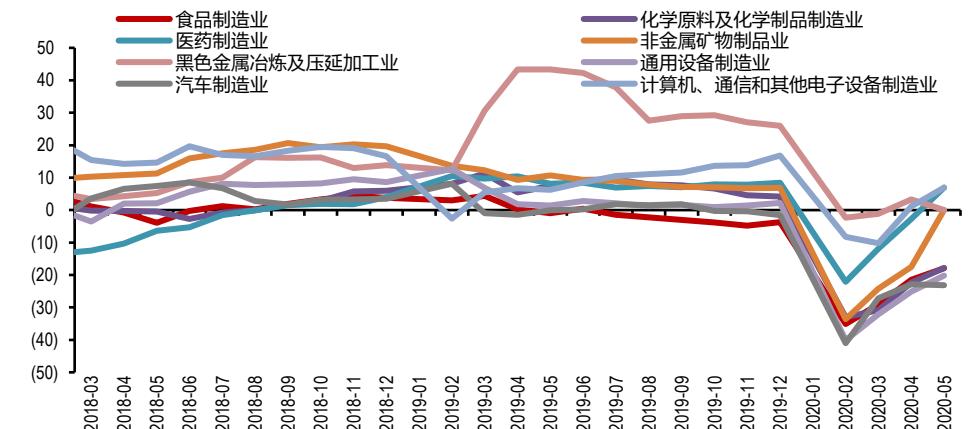
图 6：固定资产投资增速继续修复，当月同比增速转正



资料来源：Wind, 浙商证券研究所



图 7：行业结构中，医药制造业、计算机通信电子设备制造业、黑色金属冶炼压延加工业、非金属矿物制品业投资增速较高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

5.2. 资金项目匹配，基建继续修复

1-5月基建投资累计同比-6.3%，前值-11.8%，降幅较1-4月收窄5.5个百分点，基建延续修复态势。根据我们推算，5月基建投资当月同比增速大概为8.3%。分行业来看，1-5月道路运输业、水利管理业、铁路运输业和公共设施管理业投资增速分别为-2.9%、-2%、-8.8%和-8.3%，降幅分别较1-4月收窄6.5%、4%、7.3%和5.3个百分点。

资金项目匹配，基建继续修复。5月基建继续修复，符合预期，主因在于复工复产有序推进修复经济动能，前期资金逐步落实、匹配到项目带动基建增速回升。首先，逆周期政策兑现。疫情冲击下，为实现“六稳”和“六保”的政策目标，两会及政治局会议等不断强调年内基建逆周期发力的政策基调，5月基建投资增速快速回升，体现逆周期刺激政策兑现。其二，资金项目匹配带动基建回升。此前基建低迷，源于前期人员到位和开工/施工受疾控政策的限制，基建投资受到一定压制，实际上基建的资金端压力不大，5月随着复工复产、项目开工推进已接近去年同期水平，根据5月19日交通运输部部长李小鹏表示，在建项目复工复产率已达到99.7%，我们认为，资金与项目匹配推动有效投资形成，带动基建投资回升。其三，专项债发力效果显现。1-5月共发行地方政府专项债资金22542亿元，2019年同期仅2606亿元，占2019年同期地方专项债用资大增近一倍。

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_4493

