

2020年6月15日

宏观经济



继续在分化中复苏

—— 2020年5月经济数据点评

宏观简报

5月份经济数据表现出的行业分化加剧。投资略好于预期，其中基建和地产投资继续向好，但制造业投资仍偏弱。消费总体回暖，但分化加剧，食品饮料烟酒、日用品、医药、通讯器材等必需品或疫情利好品类继续保持较快增速；非耐用品仍较弱；耐用品中，汽车零售转正，地产链消费小幅转正；餐饮恢复继续滞后。投资、消费、出口分化带来工业生产分化，工业生产中机械、采矿、黑色（基建、地产拉动），高新技术行业（政策推动），汽车制造（低基数），纺织服装（出口超预期）等行业向好，但消费制造恢复较弱。

目前北京出现本地新增疫情，尚未造成大规模扩散，但在消费心理上或产生一定影响，后续疫情导致的行业分化或继续。同时出口赶单目前告一段落，要防范出口下滑的风险。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebsecn.com

黄文静（执业证书编号：S0930516110004）
010-56513039
huangwenjing@ebsecn.com

郭永斌（执业证书编号：S0930518060002）
010-56513153
guoyb@ebsecn.com

联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebsecn.com

1-5月固定资产投资同比下滑6.3%（前值-10.3%），略好于预期。随着复工的推进，基建投资恢复继续加快，符合预期。5月单月广义基建投资同比增长10.8%（前值4.8%），1-5月广义基建投资同比下滑3.3%（前值-8.8%），符合我们预期。分行业来看，1-5月份电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长13.8%（前值7.6%）；水利管理业投资下降2.0%（前值-6.0%）；公共设施管理业投资下降8.3%（前值-13.6%）；道路运输业投资下降2.9%（前值-9.4%）；铁路运输业投资下降8.8%（前值-16.1%）。往前看，1-4月基建项目申报金额同比增长139.9%，明显高于去年同期，其中水利项目同比增长200%。

2020年1-5月城投债累计净融资达到9400亿，相当于2019年城投总体净融资量的77%，城投债净融资量明显加快，对基建投资贡献加快。专项债方面，1-5月专项债发行规模2.2万亿，已经超过去年全年水平，2020年1-5月专项债投向有83%以上投向基础设施项目，我们预判单月基建投资仍会维持在10%以上的增长，全年基建增长在10%左右。

地产投资增长强劲。销售、投资继续恢复，资金充裕，5月房地产开发投资累计同比降幅收窄至-0.3%（前值-3.3%）。1）销售量价齐升，销售面积当月同比从-2.1%和-5%大幅反弹至9.7%和14%，销售均价同比再度回正至4%。2）全国拿地略降温，但一线强劲。拿地增速在经历了4月的大涨后有所放缓，购置面积和成交地价同比涨幅从13.8%和60%收窄至0.9%和6.4%，但一线拿地继续强劲，土地成交总价同比大涨261%。3）复工推进，投资加快。新开工和竣工当月同比均转正至2.5%和6.2%，房地产开发投资当月同比从7.0%进一步反弹至8.1%。4）资金来源充裕，当月同比大幅转正至10%，国内贷款、发债等自筹资金均保持较快增长，定金预收款和个人按揭同比均转正。

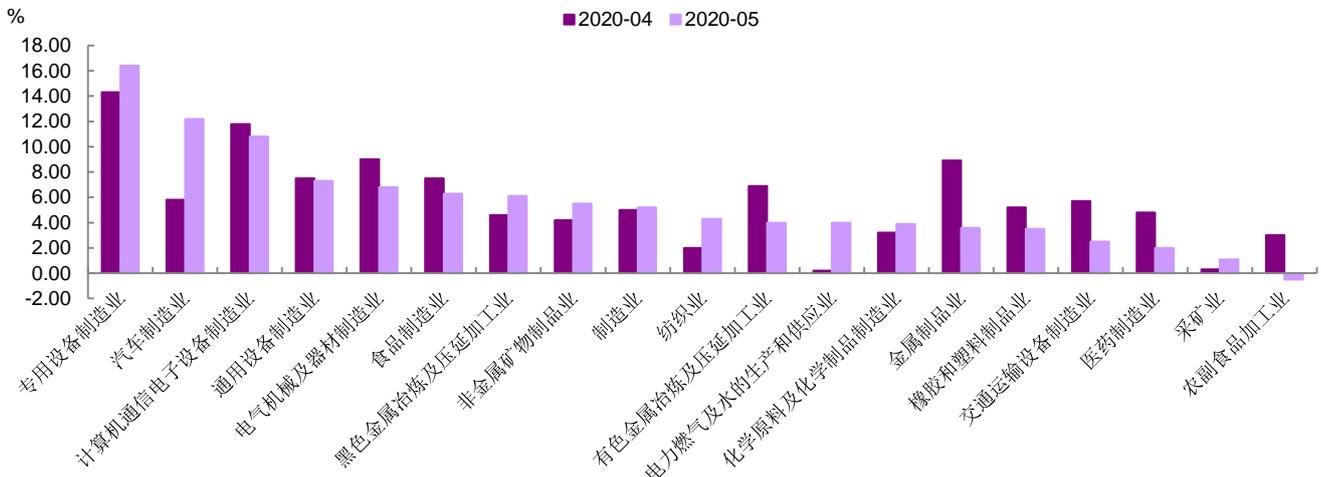
前5月制造业投资增速-14.8%（前值-18.8%），其中医药制造、计算机通信和其他电子制造业回复正增长。估算5月单月投资增速约-5.3%（较前月增速提升1.4pct），制造业投资反弹速度显著放缓，主要原因是企业产能利用率较低、投资动力不强，部分原因为PPI跌幅扩大有关。制造业增加值在5月增速为5.2%（前值5.0%），虽已基本恢复到去年常态水平，但5月生产数据或仍包含前期订单积压因素，后续制造业订单情况有待观察。

工业生产继续恢复，投资类行业恢复加快，但消费类行业恢复较慢。5月份单月工业增加值同比增长4.4%（前值3.9%），市场预期4.9%，略低于与市场预期。**工业生产恢复加快主要原因在于三个方面**，一是复工复产继续推进，统计局数据显示，截至到5月27日，抽样企业已经有67.4%的企业达到了正常生产水平的八成（4月为60.8%）；二是投资继续恢复，其中地产和基建恢复仍然加快，带动装备制造业等基建相关产品增长。三是出口数据超预期带动部分出口行业工业生产向好。

从行业来看，四大类行业工业生产较好，第一，受益于基建、地产投资反弹，专用设备、通用设备工业生产继续加快，采矿业、黑色冶炼和压延、非金属矿物制品等周期类行业生产继续加快；第二，高新技术行业生产继续

恢复，其中计算机通信和电子制造行业继续维持高增长；第三，由于赶工导致的出口加快，纺织服装等出口较多的行业工业生产恢复较好，但后续风险需要关注；第四，汽车制造受益于去年的低基数，工业生产恢复加快。但需要注意，食品等消费类行业恢复仍较弱。

图 1：2020 年 4 月和 2020 年 5 月工业增加值增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

5月社消零售同比降幅从4月的-7.5%缩窄至-2.8%。不同品类分化继续。食品饮料烟酒、日用品、医药、通讯器材等必需品或疫情利好品类继续保持较快增速；非耐用可选品中化妆品表现较好，同比达12.9%，纺服和金银珠宝继续滞后，尽管低位反弹幅度大、但同比仍负增；耐用品中，汽车零售同比从0转正至3.5%，地产链消费（家电、家具、建材）亦小幅转正，增速仍低。餐饮恢复力度继续滞后，同比降幅从-31.1%收窄至-18.9%。

新增就业环比减少，仍需政策扶持。5月全国调查失业率5.9%，环比下降0.1个百分点；而31个大城市城镇调查失业率为5.9%，环比上升0.1个百分点。两者背离或显示部分服务业在受限下复苏仍较为缓慢。5月城镇新增就业106万人（历史均值136万），环比减少19万人（历史均值环比增加6万），就业压力仍然不减。随着高校毕业生就业季的来临，仍需保就业政策进一步扶持。

总体来看，5月份供给端恢复继续加快，尤其是投资端恢复略好于预期，需求端尽管消费继续回暖，但分化加剧，出口因赶工而好于预期，投资、消费、出口的分化导致工业生产分化明显。目前北京出现本地新增疫情，当前尚未产生大规模扩散，但在消费心理上或产生一定影响，后续疫情导致的行业分化或继续。同时出口赶单目前告一段落，要防范出口下滑的风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_4501

