

## 供需修复速度放缓

——2020年5月经济数据点评

行业点评

### ● 经济修复速度放缓

从方向上来看，5月经济数据延续修复的趋势；但从幅度上来看，5月供给与内需修复速度均出现放缓，原因在于3月以来的经济修复是以补偿式修复为主。短期经济仍然存在修复空间，尤其是基建投资，然而以下两大因素将制约经济修复的速度：（1）海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，受此影响，5月制造业工业生产增速仅回升0.2个百分点，而4月则是从-1.8%上升至5%。（2）前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5月产销率均处于近年同期高位，生产回升速度弱于需求，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，中国经济有望迎来二次加速。

### ● 外需冲击兑现，工业生产修复速度放缓

5月工业增加值同比增长4.4%，较4月回升0.5个百分点，其中，制造业增加值增长5.0%，比4月回升0.2个百分点，回升力度已经较4月明显放缓，主要原因在于外需的冲击开始兑现，5月工业出口交货值由增转降，部分出口占比较高的行业出口交货值下降10%以上，对外需敏感的部分行业生产增速放缓。结构上，各行业分化明显：（1）对外需敏感行业工业生产普遍放缓。（2）基建相关行业表现较好。（3）汽车、服装消费需求回暖带动相关行业生产。

### ● 基建、地产引领投资增速回升

5月固定资产投资降幅收窄至6.3%，三大分项均出现改善，尤其是房地产与基建投资单月增速分别回升至10.9%、8.1%，主要原因是疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币政策极度宽松以及财政政策力度加大，房地产与基建单月增速回到相对正常的水平。由于地产竣工仍然是两位数降幅，交房压力下，房企施工强度会提升，叠加货币宽松下房贷利率稳步下降刺激购房需求，我们预计房地产投资增速会继续修复。随着专项债等资金投入、财政政策支持以及新基建大幅推进，后续基建投资修复仍是相对确定性线索。

### ● 限额以上商品消费基本回归正常

5月社零名义与实际增速分别回升至-2.8%、-3.7%，大部分分项均出现改善。经过最近几个月的修复，虽然整体社零增速离正常值还有10个百分点左右的距离，但当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平，拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售，5月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有-18.9%、-2.4%，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，随着消费者恐慌心理的逐渐退去，未来这两部分消费仍有补偿式修复空间。但整体消费修复速度可能会放缓，主要原因在于，需求的大规模延后释放实际上掩盖了就业与收入承压对消费的影响，5月城镇调查失业率为5.9%，仍然高居不下，企业通过降薪裁员将经营压力转移到居民部门，因此，这一影响可能在后续逐渐体现出来，进而压制消费修复速度。

### ● 风险提示：海外疫情二次扩散；政策落实不及预期

#### 潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

#### 刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

#### 邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

#### 陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

#### 相关报告

宏观报告：经济补偿性恢复不等于复苏——2020年4月经济数据点评

2020-5-15

## 目 录

1、 经济修复速度放缓.....	3
2、 外需冲击兑现，工业生产修复速度放缓.....	4
3、 基建、地产引领投资增速回升.....	5
4、 限额以上商品消费基本回归正常.....	7

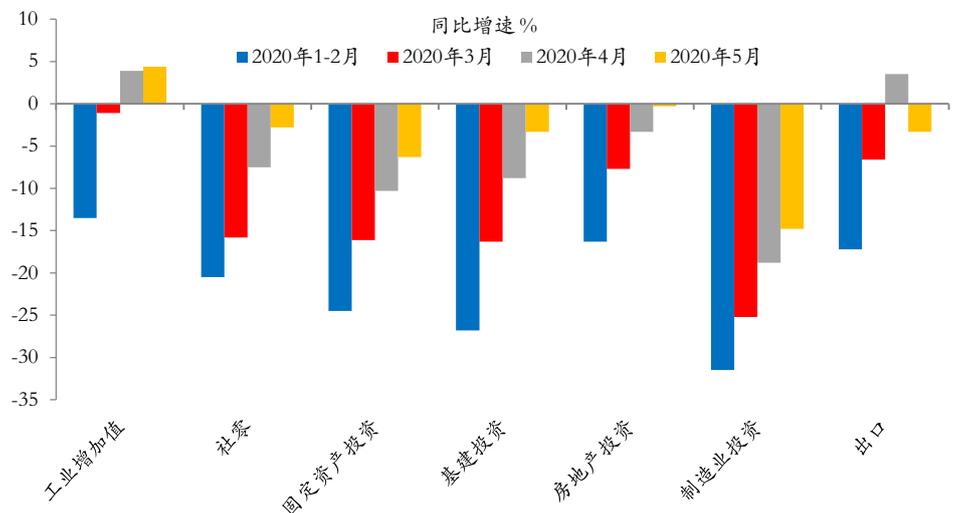
## 图表目录

图 1: 经济数据修复速度放缓.....	3
图 2: 产销率高于季节性，预示着企业在去库存.....	3
图 3: 各行业工业增加值变化.....	4
图 4: 5月工业增加值基数偏低.....	5
图 5: 出口交货值增速回落.....	5
图 6: 基建、地产、制造业投资增速上升.....	6
图 7: 医药制造业投资增速明显改善.....	7
图 8: 社零增速回升.....	8
图 9: 汽车、地产链消费修复.....	8
图 10: 消费者消费意愿、收入与就业仍然相对疲弱.....	9
图 11: 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱.....	9

## 1、经济修复速度放缓

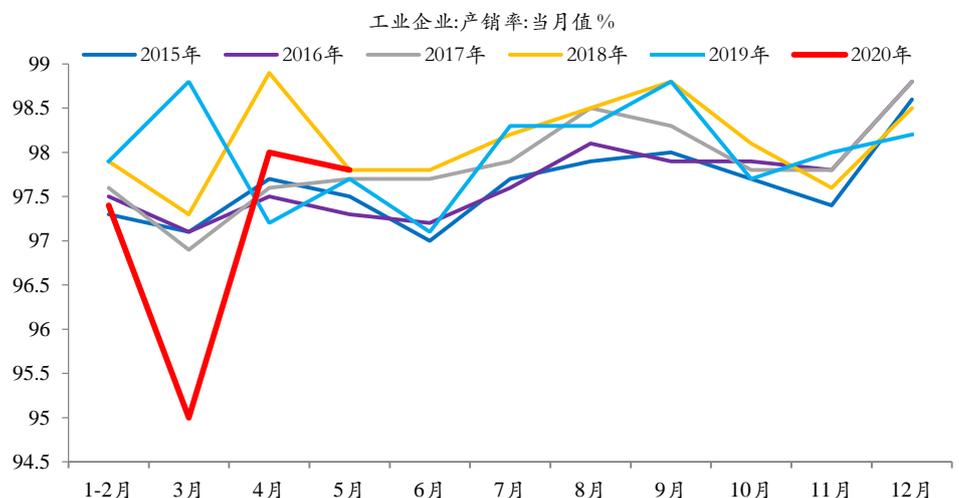
从方向上来看，5月经济数据延续修复的趋势；但从幅度上来看，5月供给与内需修复速度均出现放缓，原因在于3月以来的经济修复是以补偿式修复为主，供给在3月修复速度最快随后速度出现放缓，需求在4月修复速度最快随后速度出现放缓。短期经济仍然存在修复空间，尤其是受全球疫情影响较小、政策刺激力度较大的基建投资，然而以下两大因素将制约经济修复的速度：（1）海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，统计局指出“5月工业出口交货值由增转降，同比下降1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降10%以上”，受此影响，5月制造业工业生产增速仅回升0.2个百分点，而4月则是从-1.8%上升至5%。（2）前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5月产销率均处于近年同期高位，生产回升速度弱于需求，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，中国经济有望迎来二次加速。

图1：经济数据修复速度放缓



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：产销率高于季节性，预示着企业在去库存



资料来源：Wind，新时代证券研究所

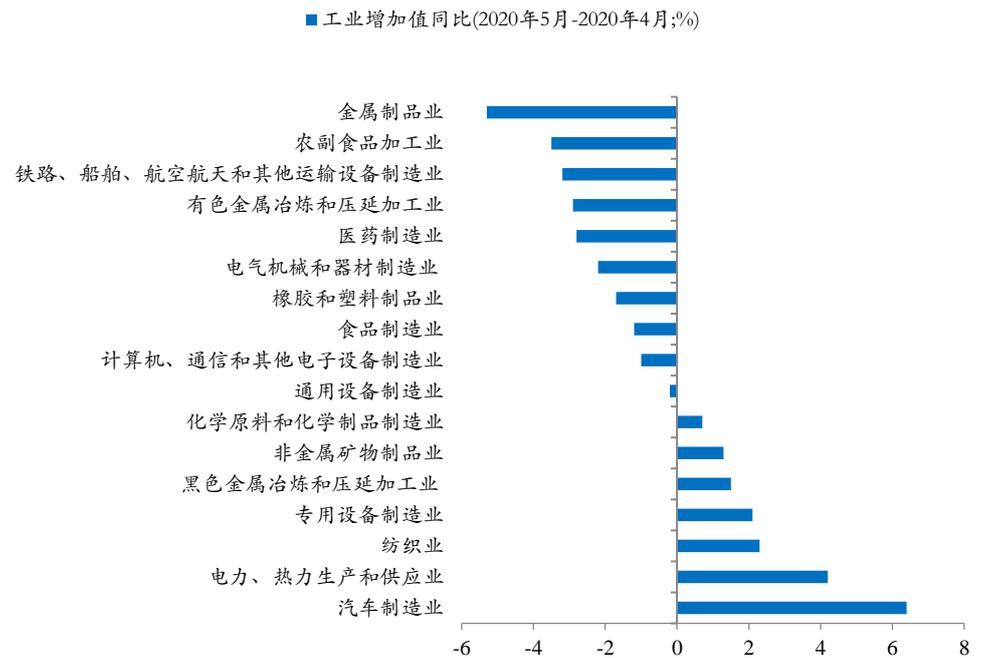
## 2、外需冲击兑现，工业生产修复速度放缓

5月工业增加值同比增长4.4%，较4月回升0.5个百分点，其中，制造业增加值增长5.0%，比4月回升0.2个百分点，回升力度已经较4月明显放缓，主要原因在于外需的冲击开始兑现，5月工业出口交货值由增转降，同比下降1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降10%以上，对外需敏感的计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、金属制品业生产增速分别较4月回落1、2.2、3.2、5.3个百分点。同时，低基数拉升了5月工业生产同比增速，如果剔除基数影响的话，5月工业生产增速可能会出现小幅回落。

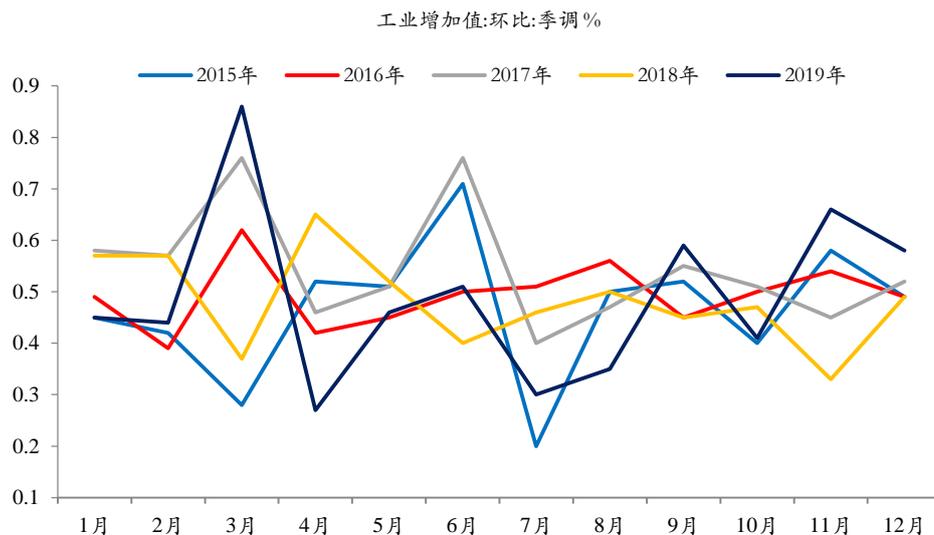
结构上，各行业分化明显：（1）对外需敏感行业工业生产普遍放缓。（2）基建相关行业表现较好，专用设备、通用设备生产增速维持高位，非金属矿物制品业生产增速继续回升1.3个百分点，水泥、钢铁、工程机械等相关产品也出现快速增长。

（3）汽车、服装需求回暖带动相关行业生产，5月汽车、服装类消费增速分别回升17.9、3.5个百分点，带动生产增速分别回升6.4、2.3个百分点。

图3： 各行业工业增加值变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4：5月工业增加值基数偏低**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图5：出口交货值增速回落**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、基建、地产引领投资增速回升

5月固定资产投资降幅从10.3%收窄至6.3%，三大分项均出现改善，尤其是房地产与基建投资单月增速分别回升至10.9%、8.1%，主要原因是疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币政策极度宽松以及财政政策力度加大，房地产与基建单月增速回到相对正常的水平。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，交房压力下，房企施工强度会提升，叠加货币宽松下房贷利率稳步下降刺激购房需求，我们预计房地产投资增速会继续修复。随着专项债等资金投入、财政政策支持以及新基建大幅推进，后续基建投资修复仍是相对确定性线索。具体来看：

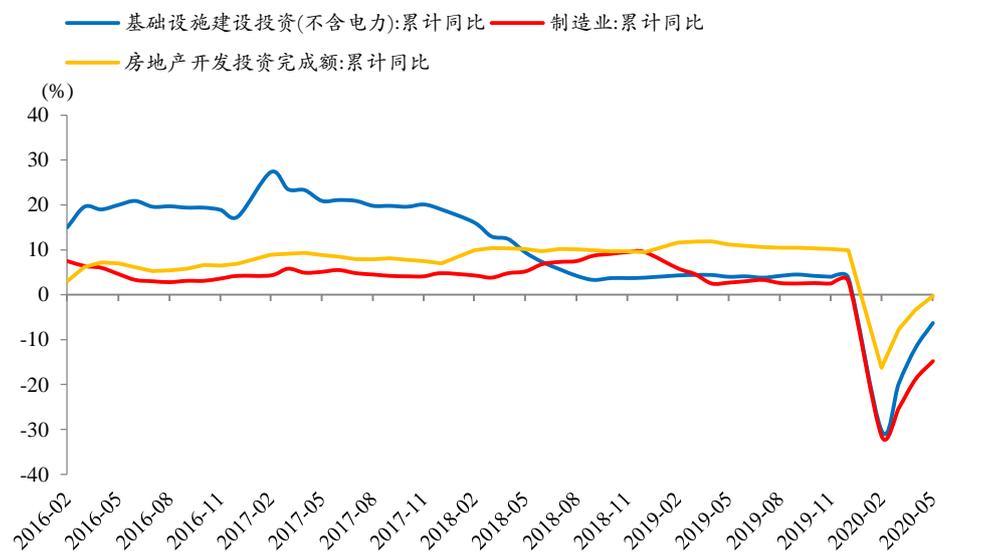
基建投资增速回升一方面是赶工需求，除非国内疫情出现二次大规模爆发，否则赶工需求仍会驱动基建投资增长。另一方面，资金规模与效率提高，2020年1-5

月，地方专项债发行 2.25 万亿元，远高于 2019 年同期的 0.97 万亿元。而 2019 年基建投资不温不火的一个原因是专项债主要用于土储与棚改，用于基建的比例很小，2020 年 1-5 月专项债主要投向基建，此外二季度新下达的专项债额度还增加了城镇老旧小区改造这一资金投向，并鼓励用于新型基础设施、医疗等市政设施项目投资，再加上赤字率的提升，困扰 2019 年基建投资的资金问题会得到改善。

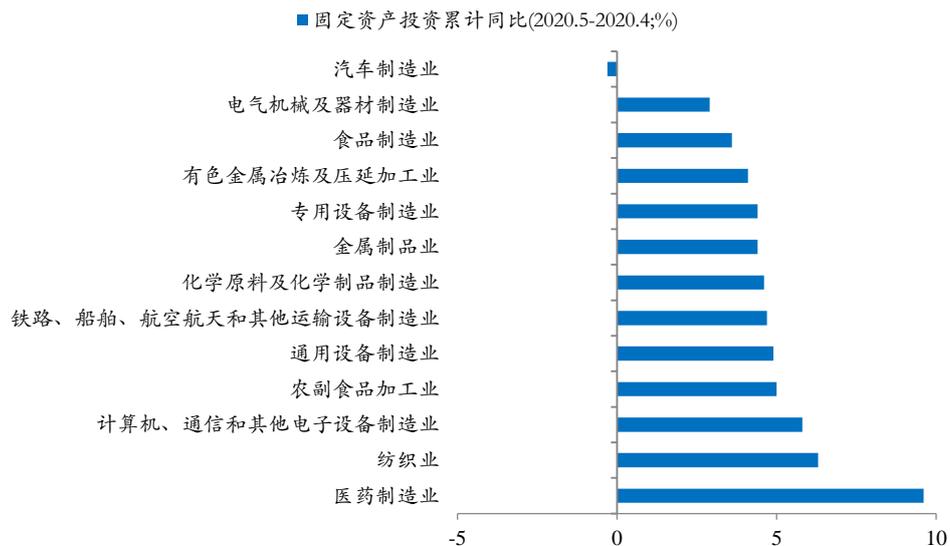
房地产投资增速回升的原因在于：（1）国内疫情好转，赶工需求回升。3-5 月房屋施工面积累计同比增速均出现回落，而房地产投资增速明显上升，表明在交房压力下，房企需要赶工，施工强度上升。（2）货币宽松下加速房地产需求回暖。货币宽松下，首套房贷款利率连续 6 个月出现下降，与复工形成合力，加速了房地产需求回暖，5 月商品房销售面积单月同比增速从 -2.1% 上升至 9.6%。往后看，由于地产竣工仍然是两位数降幅，货币政策宽松的基调没有发生根本改变，我们预计后续地产投资、销量、新开工等数据会延续改善的趋势。

5 月制造业投资单月增速为 -5.3%，降幅较 4 月（-6.7%）仅有小幅收窄，从已公布的分项数据来看，计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业投资增速均达到 6.9%，属于投资增速领跑的两个行业，我们认为这与 4-5 月医疗物资、高新技术产品、机电产品出口维持高增速有关。整体而言，和房地产与基建投资相比，制造业投资仍显得疲弱，这也与 4-5 月建筑业 PMI 强于制造业 PMI 相印证。往后看，制造业投资存在进一步修复空间，但考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

**图6：基建、地产、制造业投资增速上升**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7：医药制造业投资增速明显改善**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

#### 4、限额以上商品消费基本回归正常

5月社零名义与实际增速分别回升至-2.8%、-3.7%，大部分分项均出现改善，从结构来看有以下特点：(1)必选消费向常态回归。粮油食品类消费增速从3-4月20%左右的偏高水平下降至11.4%的正常水平。(2)前期回补较慢的消费品种补涨。5月消费增速回升较多的两个品种是服装鞋帽针纺织品类与餐饮，分别较4月回升17.9、12.2个百分点。(3)汽车与地产链相关消费已经达到疫情前的正常水平。受益于需求滞后回补与各地出台汽车刺激政策，5月汽车消费增速回升至3.5%，为2018年5月以来次高；5月家电、家具、建材消费增速分别为4.3%、3%、1.9%，已经达到疫情前的正常水平，最近几个月地产链相关消费快速修复，与房地产市场需求回暖密切相关，4-5月商品房销售面积单月增速均以超过10个百分点的速度在回升（5月增速达到9.7%，为2019年以来最高）。

消费增速离正常水平还有较大距离，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，存在修复空间但速度可能会放缓。经过最近几个月的修复，虽然整体社零增速离正常值还有10个百分点左右的距离，但当前限额以上商品零售增速基本接近疫

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\\_4503](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4503)

