

宏观研究/数据预测月报

2020年06月03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《宏观: 经济活动基本恢复正常,消费加速修复》2020.06

2《宏观: 工业、基建修复快于消费》2020.05

3《宏观: 数据环比改善, 同比仍处低位》2020.04

经济活动基本恢复,消费加速修复 (更正)

5月宏观经济数据预测

(更正: 原报告摘要第四段标题由“5月出口同比-2.3%”更正为“5月出口同比-14.3%”, 第五段标题由“4月PPI同比-3.1%”更正为“5月PPI同比-3.1%”)

核心观点

4月份经济活动的几大趋势是: 生产修复快于消费、可选消费修复速度>必选消费, 高科技附加值产业修复快于传统产业。我们认为, 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。工业生产通过一系列可观测的中高频数据基本确认向好, 线下零售和餐饮可能加速回升, 预计基建投资继续维持较快加码。从生产法角度看, 我们认为二季度GDP增速大概率回到正增长。对国内经济而言, 内需未来的复苏速度可能快于生产, 然而外需担忧并未消除。

预计5月工业增加值同比上行, 基建加速修复, 制造业/地产投资增幅有限
全国两会的胜利召开、北京疫情影响机制下调, 我们认为5月工业增加值同比有望较4月进一步上行, 预计当月同比+4.5%。4月产成品库存同比开始回落, 反映社零消费、基建等方面的需求开始加速恢复, 库存周期重新回到被动去化阶段。预计1-5月整体固定资产投资增速在-7%左右, 制造业投资累计同比-14.5%, 地产投资累计同比-1%, 基建投资累计同比-7%。制造业投资相比基建、地产修复速度较慢, 外需下行+库存积压+盈利下行多方面压力仍存。

预计5月社会消费品零售总额当月同比增速-2.3%, 累计同比增速-13.9%
结合汽车、非汽车商品零售、餐饮三方面的判断, 我们预计5月社会零售消费总额当月同比或在-2.3%附近; 累计同比增速预计为-13.9%。我们认为5月或是消费加速修复、恢复正常的关键时点, 6-7月社零消费当月同比增速有望转正。但在企业外需承压、失业率仍处高位的情况下, 居民收入预期放缓仍然是制约消费意愿的最大掣肘。在较长时间内, 社零累计同比增速可能都在负增长区间。

美元计价, 预计5月出口同比-14.3%、进口同比-16.4%

我们认为全球外需下行压力切实存在, 美元计价, 预计5月份出口同比-14.3%, 进口同比-16.4%; 仍将继续维持贸易顺差局面, 预计当月贸易顺差为388亿美元。今年五一假期时间较长、去年5月出口基数较高, 可能对5月出口数据有所影响; 5月份国际油价大涨, 可能对我国进口数据有一定正面影响。未来应对外需下行压力仍是经济工作重要议题。

预计5月CPI同比2.7%, 5月PPI同比-3.1%

我们预计5月CPI环比-0.6%, 同比2.7%。预计今年CPI同比逐季走低, 有效需求不足仍是主要矛盾, 且食品(猪肉、水果)价格同比向下的牵引力度较大。预计5月PPI环比0.2%, 同比-3.1%。5月份工业品物价整体止跌转涨, 能源、黑色金属环比涨幅较大。5月海外经济初步重启, 同时国内生产活动趋于活跃、基建项目加速落地和地产赶工持续提振工业品需求, 而巴西等新兴市场国家疫情恶化, 给上游原材料供应带来一定压力。

预计5月份社融新增2.8万亿, 信贷新增1.4万亿元

我们预计5月份信贷投放量环比略有回落、同比仍显著多增。从当月商品房销售、建筑业活动等高频指标来看, 我们认为居民按揭贷款、基建配套贷款有较高增量。预计政府债券是当月社融同比的主要增量。由于货币政策放慢宽松步伐, 利率债大量供给导致银行间流动性边际收紧, 或对当月企业债发行形成一定挤出。

风险提示: 疫情冲击中小企业现金流, 企业资本开支意愿受压制; 疫情在全球范围内扩散, 外贸受限, 外需下行, 影响国内相关产业链。

经济活动基本恢复正常，预计消费加速修复

图表1： 5 月份经济数据预测表

指标	单位	2020					2019			
		5月(预测)	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月
GDP	单季同比, %	-	-	-6.8	-	-	6.0	-	-	6.0
规模以上工业增加值	当期同比, %	4.5 ↑	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	6.2	4.7	5.8
城镇调查失业率	当期值, %	5.9 ↓	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2	5.1	5.1	5.2
城镇固定资产投资	累计同比, %	-7.0 ↑	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2	5.2	5.4
制造业投资	累计同比, %	-14.5 ↑	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1	2.5	2.6	2.5
房地产开发投资	累计同比, %	-1.0 ↑	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9	10.2	10.3	10.5
基建(不含电力)投资	累计同比, %	-7.0 ↑	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8	4.0	4.2	4.5
社会消费品零售总额	当期同比, %	-2.3 ↑	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0	7.2	7.8
出口(美元计价)	当期同比, %	-14.3 ↓	3.5	-6.6	-17.1	-	8.1	-1.3	-0.8	-3.2
进口(美元计价)	当期同比, %	-16.4 ↓	-14.2	-0.9	-3.9	-	16.6	1.0	-6.1	-8.2
贸易差额(美元计价)	当期值, 亿美元	388.2 ↓	453.3	198.8	-69.5	-	473.1	371.8	423.4	390.7
CPI	当期同比, %	2.7 ↓	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0
PPI	当期同比, %	-3.1 -	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2
新增人民币贷款	当期值, 亿元	14,000 ↓	17,000	28,500	9,057	33,400	11,400	13,900	6,613	16,900
人民币贷款(存量)	当期同比, %	13.2 ↑	13.1	12.7	12.1	12.1	12.3	12.4	12.4	12.5
社会融资规模	当期值, 亿元	28,000 ↓	30,941	51,622	8,578	50,722	21,030	19,937	8,680	25,142
社会融资规模(存量)	当期同比, %	12.4 ↑	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7	10.7	10.6	10.7
M2	当期同比, %	11.3 ↑	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

4 月份经济活动的几大趋势是：生产修复快于消费、可选消费修复速度>必选消费，高科技附加值产业修复快于传统产业。我们认为，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。工业生产通过一系列可观测的中高频数据基本确认向好，线下零售和餐饮可能加速回升，基建投资预计继续维持较快加码。从生产法角度看，我们认为二季度 GDP 增速大概率回到正增长。

内需未来的复苏速度可能快于生产，然而外需担忧并未消除。对国内经济而言，目前增长端的主要风险因素仍来自全球经济增长的不确定性，以及外需收缩对国内的负向影响。从部分已公布数据来看，一季度发达国家经济增长、失业等数字受冲击幅度普遍较大，若疫情持续时间超预期，今年、甚至更长时间内，全球经济活动可能受到持续冲击。中美大国博弈局势近期再度成为一大关注点，在科技、经贸、政治各领域，仍需做好应对准备，谨防风险事件对国内经济增长和资本市场带来超预期冲击。

对于 5 月份宏观数据、以及 6 月份经济展望，我们认为宏观存在以下关注点：

- 1) 主要城市疫情影响机制下调，能否促进线下消费加速修复？
- 2) 外需下行压力“虽迟然至”，出口产业链冲击何时到来？幅度多大？
- 3) “失业率-消费-生产-库存”的链条与反馈会否出现？库存周期是否确定重新转回到去库存阶段？
- 4) 5 月份的工业价格上涨是昙花一现吗？PPI 何时走出通缩趋势？
- 5) 土地溢价走高、人民币贬值压力、企业融资套利行为、宏观杠杆率攀升等会否引起货币政策边际调整？
- 6) 财政赤字货币化讨论的背后是财政政策的力度、投向和政策协调如何开展？
- 7) 经济数据的边际向好、货币市场流动性近期的趋紧，是否对债市产生进一步的利率上行压力？

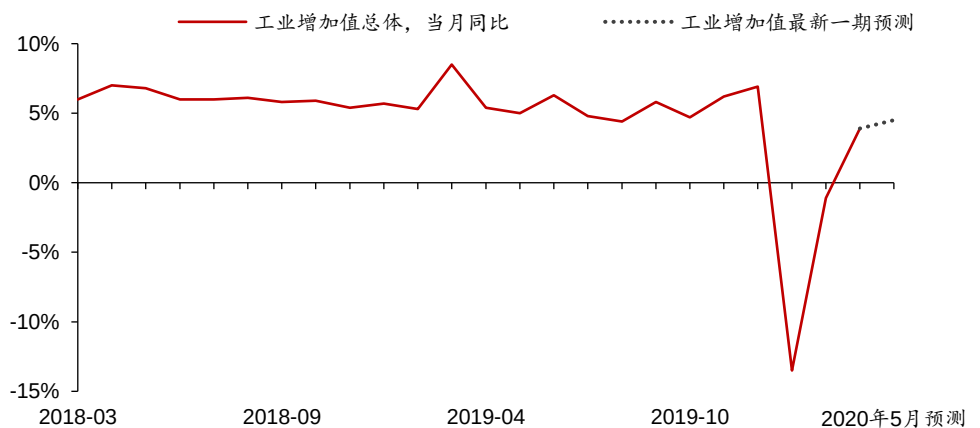
预计 5 月份工业增加值同比较 4 月继续上行

高频数据显示，5 月份全月，6 大发电集团周度耗煤量均超过 2019 年同期；5 月份第二/三周，主要钢厂螺纹钢产量均超过 2019 年同期；从 4 月第一周开始至今，炼油厂开工率（产量/产能）即持续超过 2019 年同期；汽车半钢胎开工率也逐步接近去年同期。这些指标预示着 5 月份工业生产端继续回暖、发电和建材需求持续回升。政府工作报告未设定全年经济增长数字目标，但全面建成小康社会、完成脱贫攻坚和稳就业等目标，仍需一定的经济增长“基本盘”，我们预计 5-6 月工业增加值同比有望基本恢复到去年同期水平；预计 5 月工业增加值同比有望较 4 月进一步上行，预计当月同比+4.5%。

3 月份，此前受疫情影响停工的企业陆续复工复产，生产端复苏速度快于需求；4-5 月份，消费、基建等方面需求逐渐回暖，内需的恢复速度逐渐赶上生产。从 4 月份企业盈利数据来看，盈利改善的主线一是科技附加值较高的行业，二是基建相关行业，三是可选消费行业，均可与此前公布的消费、投资数据相印证。今年 2-3 月，工业品产成品库存同比持续走高，我们认为反映了产品被动积压（生产>需求）；4 月份，产成品库存同比开始回落，反映社零消费、基建等方面的需求开始加速恢复，库存周期重新回到被动去化阶段。

全国两会的胜利召开、北京疫情响应机制下调，全年经济工作定调，5 月份有望成为工业生产和社会消费进一步恢复正常的重要时间节点。重大项目施工强度的提升可能带动工业原料、机械设备等需求扩张。我们仍然判断未来工业生产主要的不确定性来自外需，包括汽车零配件、纺织、电子加工贸易等方面。

图表2： 预计 5 月份工业增加值同比较 4 月继续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

土地成交带动地产，加快施工助推基建

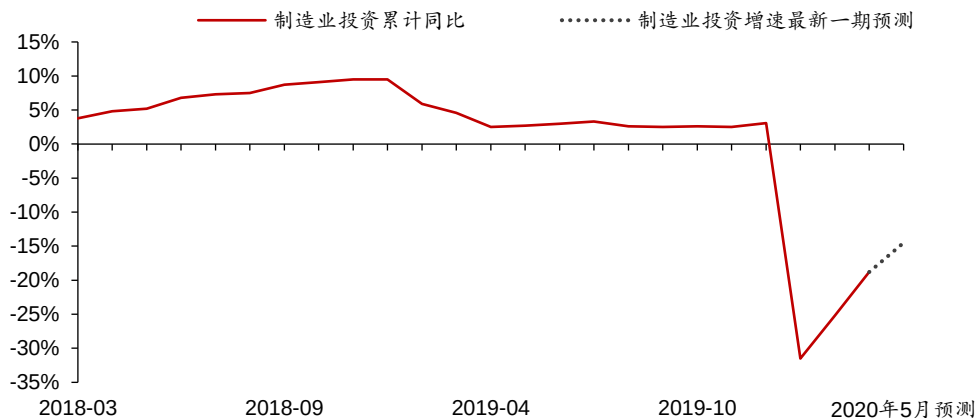
我们预计 1-5 月整体固定资产投资增速在-7%左右；预计制造业投资累计同比-14.5%，地产投资累计同比-1%，基建投资累计同比-7%。

1-4 月制造业投资仍是三项投资中累计降幅最大的一项。我们推算 4 月份制造业投资当月同比-6.8%，当月同比较上月回升 13.9 个百分点；制造业投资数据同样呈现边际修复，但相比基建、地产，修复速度较慢，外需下行+库存积压+盈利下行多方面压力仍存。我们预计 5 月份制造业投资当月同比-5%左右，降幅较 4 月小幅收窄，但仍在负增长区间；对应 1-5 月制造业投资累计同比为-14.5%。

2019 年 4-12 月制造业投资增速基本在 2.5%-3% 区间窄幅震荡，而 2019 年 1-3 月制造业投资累计同比为+4.6%。我们认为今年 4 月制造业投资数据的好转，一定程度上也是受 2019 年 4 月基数走低的影响，未来一段时间投资降幅的收窄速率可能有所放缓。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。

行业结构上，当前对制造业的关注重点仍在于产能利用率的回升，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。预计高科技制造业投资增速仍将高于整体。

图表3： 预计 1-5 月制造业投资累计同比延续修复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

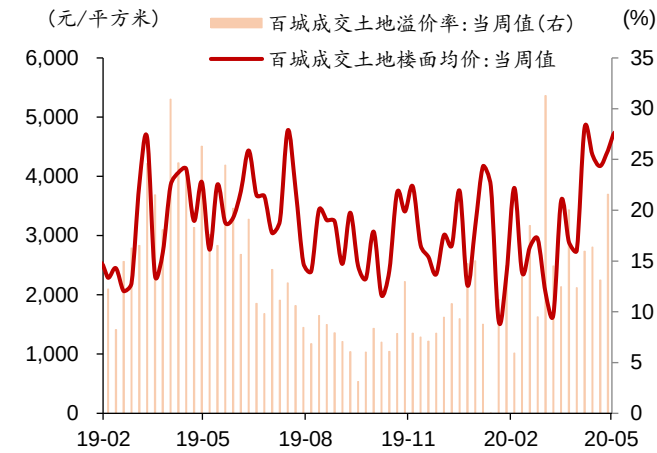
我们预计 1-5 月房地产开发投资累计同比-1%左右（1-4 月为同比-3.3%）。从高频数据来看，5 月份土地成交依然火热，土地购置费的拉动作用可能较为显著。并且 4 月新开工的修复一定程度缓解了施工投资骤然下行的压力。整体上，受益于流动性宽松环境、优质地块供给、建筑业复工赶工等因素，我们认为短期地产投资还处在提速阶段。

我们认为下半年房地产投资走势还要取决于政策变化、销售状况。

政策方面，我们认为近期地价走热，或使得房地产调控放松的可能性下降。两会政府工作报告再次明确“房住不炒和因城施策”。根据一季度货币政策执行报告，房地产信贷政策大框架也并没改变。由于地价升温与房住不炒的总基调相悖，后续热点城市落实差别化信贷调控，有可能在房地产领域边际收紧（约束个人按揭贷款投放等）。

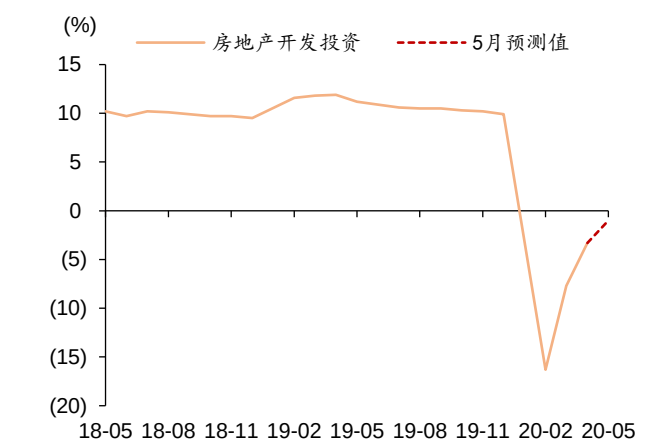
销售方面，根据以往经验看，销售增速高于投资增速，是驱动投资持续提速的关键因素。但我们看到截至 4 月份商品房销售额累计（-18.6%）与当月同比（-5%）仍是负增长，明显落后于投资增速。更重要的是，支撑销售恢复的主要是个人按揭贷款投放，而定金与预收款增长乏力。考虑到失业率居高、收入增速放缓等因素，我们认为按揭贷款风险在加大，后续银行投放可能会偏谨慎、再加上政策可能边际收紧，我们预计全年销售额可能难以恢复至正增长，因此房地产投资超预期走高的可能性较低。

图表4：近期土地价格升温



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：预计1-5月房地产开发投资累计同比收窄至-1%左右



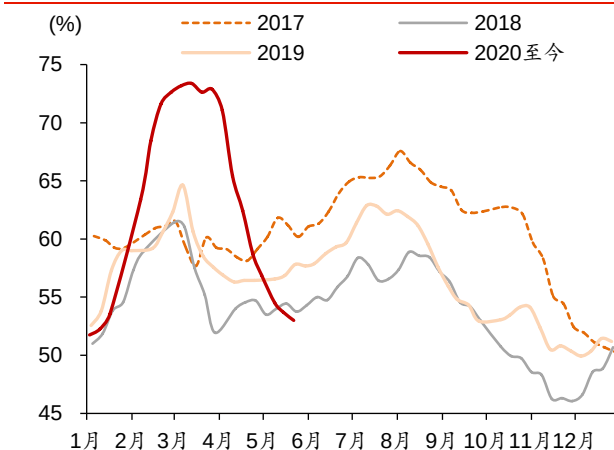
资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计1-5月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-7%左右（1-4月为同比-11.8%）。基建投资主要看三方面：项目、资金、施工进度。我们认为，上半年施工进度是投资的短板，即由于用工不足导致了建筑业复工达产情况不佳，而项目储备与资金到位都相对充裕。具体而言，（1）项目端，今年3-4月基建行业申报规模达9.6万亿元，同比144%；（2）资金端，今年1-4月发行新增专项债1.15万亿元，同比多增0.42万亿元，两会召开之前新下达的1万亿额度也在5月份密集发行；（3）施工端，据统计局，截至4月25日左右，有资质的建筑业达产率过半的企业接近60%，也意味着还有约四成建筑企业达产率未过半，我们认为主要是用工不足约束。

我们认为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达了国内疫情基本控制的重要信号，恐慌情绪减弱、建筑工人返岗意愿在增强，有助于基建投资继续提速修复。据交通运输部，5月份铁路客运量日同比较4月显著回升，5月建筑业PMI从业人员也大幅扩张至58.8%。此外，5月份建材需求情况也反映当月基建投资较强。

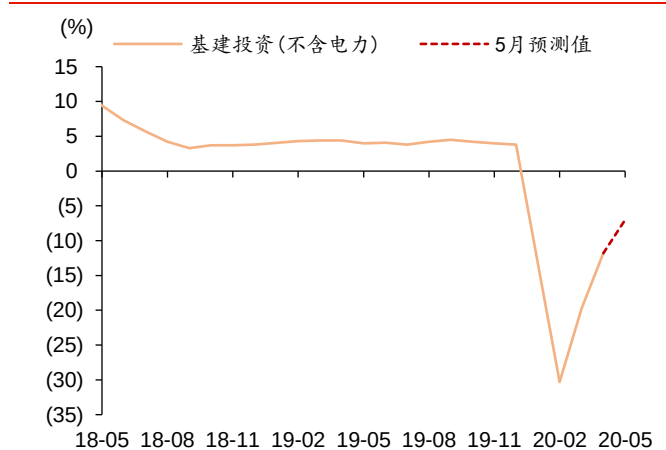
2020年5月24日，发改委副主任宁吉喆在国新办新闻发布会上提及，“投资方面，要用好6000亿预算内投资，3.75万亿地方政府专项债券，几千亿抗疫特别国债，以及更多的金融资金和社会资本，加快补短板、强弱项，促进传统投资和新型投资双双发力”。我们认为疫情环境下，有效需求不足是主要矛盾，基于交易行为的减税措施能够减缓压力、但难以触及企业痛点，而财政扩大投资直接形成有效需求，更有助于修复企业与居民部门资产负债表。从财政工具规模来看，基建投资提速空间仍较大。

图表6：4、5月水泥库存比加速回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：预计1-5月基建投资（不含电力）累计同比收窄至-7%左右



资料来源：Wind，华泰证券研究所

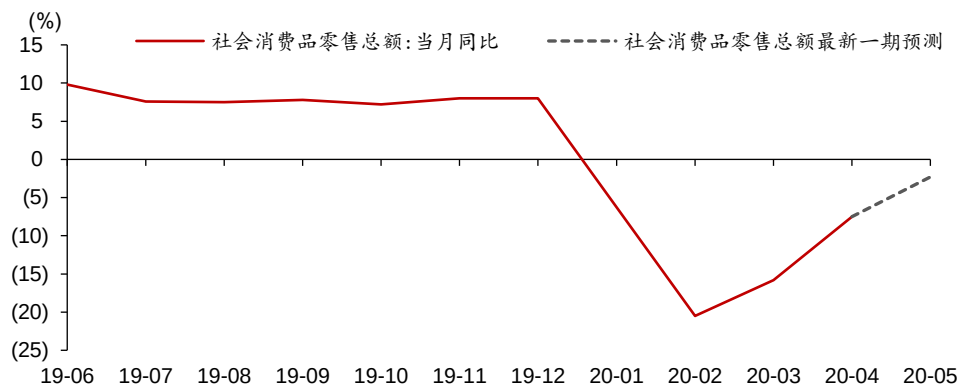
预计 5 月社会消费品零售总额同比增速-2.3%

4 月社会消费品零售总额当月同比-7.5%，降幅较 3 月收窄 8.3 个百分点。5 月份，国内疫情防控的工作成果得到进一步巩固，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，线下零售、餐饮消费预计将较 4 月有较大幅度的修复，我们认为 5 月份是消费加速修复、恢复正常的关键节点。我们预计 5-8 月消费增速可能以更快的速度进行修复，预计 5 月社会消费品零售总额同比增速-2.3%；6-7 月社零消费当月同比增速有望转正。但在企业外需承压、失业率仍处高位的情况下，居民收入预期放缓仍然是制约消费意愿的最大掣肘。在较长时间内，社零累计同比增速可能都在负增长区间。

汽车项目消费在 4 月份同比零增长（前值-18.1%），当月表现明显好于整体消费。从中汽协公布的汽车零售数据来看，4 月下旬汽车销售快速回升；4 月份，汽车零售在社会零售消费总额中占比为 11%，高于 2019 年同期。5 月份，截至 5 月 29 日中汽协公布数据显示，重点汽车企业销量环比较 4 月回落、但仍明显高于 3 月。

4 月份，餐饮的环比明显回升，只是受之前“挖坑”太深的影响（2-3 月疫情期间线下餐饮几乎停摆），同比暂时仍有较大负增长。我们认为 5 月份餐饮业销售的环比涨幅有望继续超过 4 月份。房地产销售目前温和回升，我们预计家电、家具等房地产相关消费门类也有望延续回升，但国家目前审慎对待地产销售调控的边际放松，地产相关消费可能不会出现销售大幅放松情形下的超预期上行。结合汽车、非汽车商品零售、餐饮三方面的判断，我们预计 5 月社会零售消费总额当月同比或在-2.3%附近；累计同比增速预计为-13.9%。

图表8： 预计 2020 年 5 月消费增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

美元计价，预计 5 月出口同比-14.3%、进口同比-16.4%

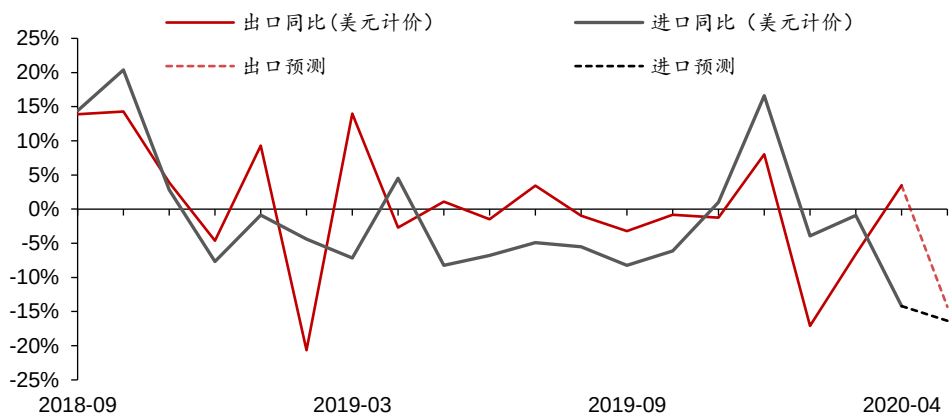
3 月、4 月连续两期出口数据好于预期，市场观点给出的逻辑包括 1) 医疗物资出口拉动；2) 国内企业复工情况较好，目前仍在执行疫情全面爆发前签订的订单等。以上可以在一定程度上解释 4 月出口数据的较好表现，但仍有第三条逻辑，尚未被广泛认知：国内疫情防控狙击战取得重大战略成果，企业复工复产进度加快，为出口订单提供了足够的生产力；在当前背景下，外贸端同时面临着“需求整体衰退”和“供给（生产能力）短期整体下行”的冲击，因为中国境内疫情较早得到控制、国内企业较快复工复产，因而一部分全球贸易需求对应的生产订单，可能从其他经济体转移到中国来完成。这使得外需下行对国内的冲击，短期体现的没有预想中明显。

不过，就中期来看，我们认为各发达经济体制造业 PMI、以及我国的出口订单 PMI，通常仍是对我国出口数据有较强领先性的指标；在疫情冲击下，至少在未来一两个季度，主要经济体增长下行压力较大是客观事实，大概率仍会在我国出口数据上有所反映。

我们通过韩国出口金额、以及全球主要经济体 PMI，综合分析外需的下行压力。韩国是出口导向型国家的典型代表，同时其国内疫情控制也相对较好；此外，由于韩国出口的产品结构以及主要出口国家与中国的情况相似，两国的出口额同比变化在历史上较为一致。韩国出口金额 4 月同比-24.3%（前值-0.7%），下滑严重，今年 3-4 月两国出口同比走势的背离，或因：1）疫情导致中国生产此前停滞 1-2 个月，2）中国大量出口医疗器械等抗疫产品因素导致。韩国出口的大幅下滑反映全球外需下行压力切实存在。

我们预计，5 月份出口（美元计价）可能在-14.3%，进口可能在-16.4%；出口可能较 4 月有较明显的下行，但仍将继续维持贸易顺差局面，预计当月贸易顺差为 388.2 亿美元。今年五一假期时间较长、去年 5 月出口基数较高，可能对 5 月出口数据有所影响。5 月份国际油价大涨，可能对我国进口数据有一定正面影响。进出口数据受季节性、当月工作天数、基数等影响较大，与其关注单月波动，我们认为更需关注中期趋势。未来一到两个季度，应对外需下行压力仍是经济工作重要议题之一。

图表9： 预计 2020 年 5 月进出口增速（美元计价）



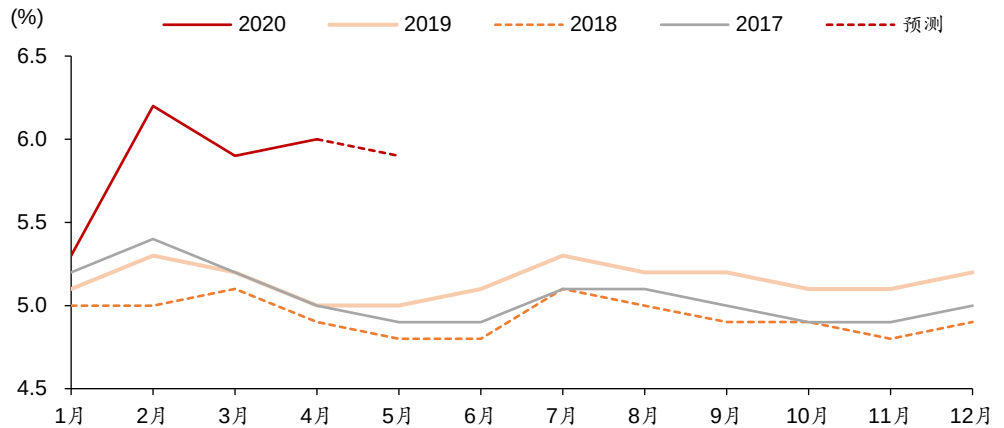
资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计 5 月全国调查失业率 5.9%，较 4 月下行 0.1 个百分点

我们预计 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，同比上升 0.9 个百分点。我们认为 5 月就业市场供求关系有所改善，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，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。

目前结构性失业压力依然突出，背后是需求分化的映射，即内需好于外需、建筑业好于制造业与服务业。从 5 月 PMI 从业人员数据看，制造业与服务业都较上个月边际回落，复工复产对于就业的边际带动作用是在减弱的，年中可能基本消化完毕，但出口订单收缩与消费需求不足，决定了相关行业企业吸纳就业的能力是在变弱的。而 5 月建筑业人员指数较 4 月走高 1.7 个百分点至 58.8%，无论是绝对水平还是攀升幅度而言，都说明建筑业用工需求处在扩张状态。行业景气度的显著分化，难免带来结构性失业问题，我们认为稳经济和保就业本身是一体两面，但前者可以“头痛医脚”（三驾马车对于拉动经济没有高下之分），后者更有必要“补阙拾遗”（制造业与建筑业就业之间很难快速转换），因此扩大内需政策还有必要向消费适当倾斜。

今年政府工作报告不设 GDP 目标，而把就业放在预期目标的开篇位置上，凸显其重要性。4 月份失业率已经处在临界点，考虑到接下来出口产业链的严峻形势、毕业季也即将到来，三季度就业数据还存在恶化风险。我们认为今年宏观调控可能以失业率为目标锚，若调查失业率维持甚至突破 6%，储备投资项目与政策也可能加快落地。

图表10： 预计 5 月全国调查失业率 5.9%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计 5 月 CPI 同比 2.7%，PPI 同比-3.1%

我们预计 5 月 CPI 环比-0.6%，同比 2.7%。5 月份，食品端通胀压力持续缓解。农产品批发价格指数环比-6.9%，同比 0.5%，较上月回落 6 个百分点。我们重点监测的农业部口径猪肉、蔬菜、水果价格环比分别为-10.3%、-12.9%、4.2%。当月食品价格延续跌势，其中菜价猪价跌幅扩大。现实层面，猪肉大量进口、冻猪肉持续投放，推动价格走低，预期层面，生猪恢复势头良好，非洲猪瘟也未再次扩散，压制涨价预期。据农业部，从去年 10 月至今年 4 月，能繁母猪存栏量已连续 7 个月增长，生猪存栏连续 3 个月增长。而蔬菜价格仍处在季节性下行通道。伴随需求改善，非食品价格环比可能缓慢朝季节性水平修复。

我们预计今年 CPI 同比逐季走低，有效需求不足仍是主要矛盾，并且食品价格同比向下的牵引力度较大。非食品方面，国内复工形势较好，然而居民失业率居高、收入增长放缓可能抑制消费潜力释放，出口压力更为严峻。需求修复的力度可能弱于供给，意味着短期物价仍是向下的压力为主。食品方面，猪价和果价是年内两个显著影响 CPI 的变量。由于生猪产能恢复势头较好，叠加基数因素，今年下半年猪价同比将会较快回落。同样，年中水果价格同比也可能较快走低，助推 CPI 回落。

图表11： CPI 预测

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_4758

