

宏观点评 20200530

5 月经济修复如何？

2020 年 05 月 30 日

报告摘要

■ 关于 5 月经济的修复，我们结合高频数据从以下 4 个重点关注的问题来进行刻画：

■ 1、5 月电力耗煤同比实现了两位数的正增长，对生产的指示意义如何？

■ 首先，5 月不仅电力耗煤正增长，且高炉开工率回升至去年同期水平，水泥磨机开工率更是较去年同期高出了 6 个百分点，说明 5 月份工业生产的修复仍然很强劲；但是，高炉开工率和水泥磨机开工率的修复都没有电力耗煤表现得强，说明 5 月份工业生产的回升并没有电力耗煤表现得那么好，三产的修复可能比二产要强，并支撑了用电量的高增。

■ 2、地产和基建是否能在 5 月份延续此前的强修复？

■ 4 月挖掘机销量同比 60% 高增且开机小时数同比转正；5 月水泥磨机开工率较去年同期高出 6 个百分点且价格在 5 月止跌回升；高炉开工率回升至去年同期的水平且库存快速去化。多项高频都指向地产-基建拉动的投资修复在 5 月份表现强劲，且基建的修复在政策支撑下表现更加强势，预计 5 月份基建投资单月增速有望回升至接近双位数的增长（4 月基建投资当月同比 4.8%），这将是 2018 年基建断崖式下跌后的最快增长水平。

■ 3、消费的表现如何？

■ 从可跟踪的汽车零售等数据来看，在经历了 3、4 月份的快速复苏后，5 月份实物消费的修复速度在边际放缓。服务消费缺乏数据追踪，但从飞猪的机票预订、同程艺龙的酒店预订等来看，随着学校复课、31 个省份全部在 5 月初解除一级响应等多因素下，服务消费在 5 月份开始出现加快修复的迹象。

■ 4、出口是否还能维持强劲？

■ 在外需断崖式下跌的背景下，4 月份我国出口保持了正增长，这其次一个原因是防疫物资的出口支撑，我们测算贡献了大约 4 个百分点的增长（人民币计价），而这部分还将对 5 月份形成大概 8 个百分点的支撑。但另一方面，外需的下滑不可忽视，自 2 月份以来新出口订单连续 3 个月处于大幅收缩区间，将开始体现在出口上，2008 年出口数据的下跌大约滞后了新出口订单 4 个月。

■ **风险提示：**高频数据与经济硬数据出现背离

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

010-66573671

taochuan@dwzq.com.cn

证券分析师 王丹

执业证号：S0600520050003

010-66573671

wangdan@dwzq.com.cn

相关研究

1. 生产：如何理解5月电力耗煤的高增？

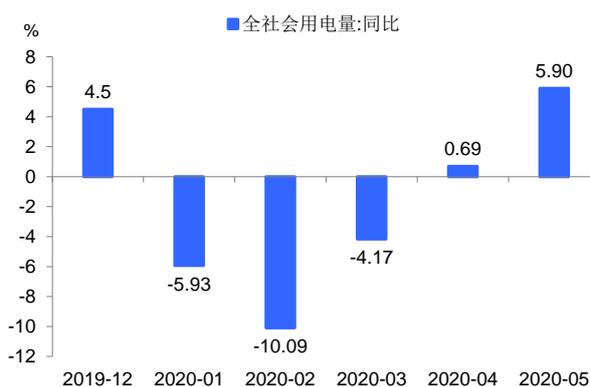
5月日均电力耗煤量63万吨，是2月份以来重新回到60以上的水平（图1），同比时隔4个月转正至13.7%，而3、4月份分别为同比-20%和-13%。更进一步的，5月前11天日均用电量同比增长5.9%（图2），回升到去年全年的增长水平（4.5%）上。

图1：5月电力耗煤明显强于季节性表现



数据来源：Wind，东吴研究所

图2：5月上旬全社会用电量回升到去年水平



数据来源：Wind（5月为1-11日日均同比），东吴研究所

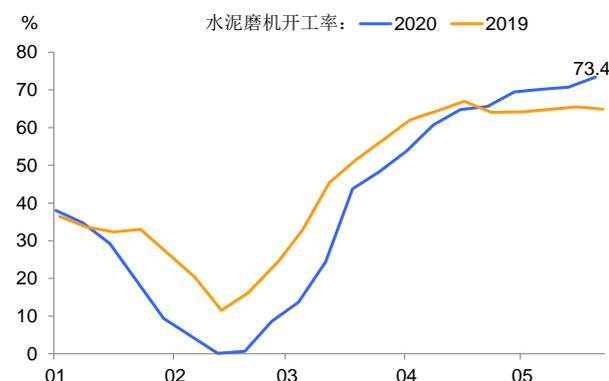
5月高炉开工率和水泥磨机开工率的环比改善依然明显，平均开工率分别较4月回升了1.7个百分点（4月环比回升3.5个百分点，下同）和9.7个百分点（28.7）。同比方面，高炉开工率较去年5月平均水平基本持平，在70%附近；而水泥磨机开工率在5月下旬回升至73.4%，较去年5月平均水平高出6个百分点。

图3：5月高炉开工率基本持平去年同期水平



数据来源：Wind，东吴研究所

图4：水泥磨机开工率在5月回升明显



数据来源：数字水泥网，卓创资讯，东吴研究所

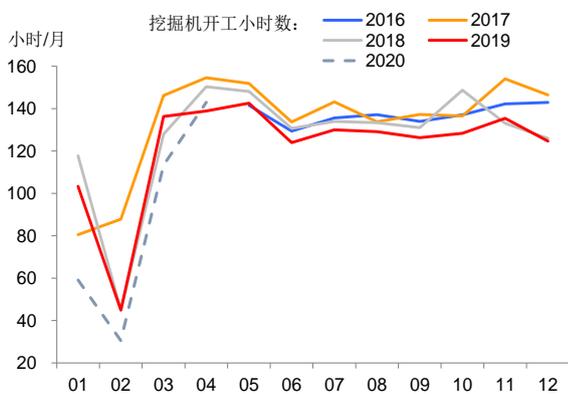
基于5月生产端各项高频数据，我们认为：

- (1) 方向上，5月经济生产的修复仍然强劲；
- (2) 高炉开工率和水泥磨机开工率环比和同比改善幅度都明显弱于电力耗煤量，可能的解释在于5月二产的修复要明显弱于三产的修复，即三产修复对5月电力耗煤量的拉动要强于二产；
- (3) 再加上以地产-基建链条推动的生产修复，对应的钢材、水泥等高耗能行业生产的强劲回升，也将加大耗煤量与工业增加值之间的背离，即工业增加值的改善幅度要明显弱于电力耗煤；
- (4) 预计5月工业增加值继续改善，有望回升至5%左右的水平。

2. 需求：出口还能继续保持强劲吗？

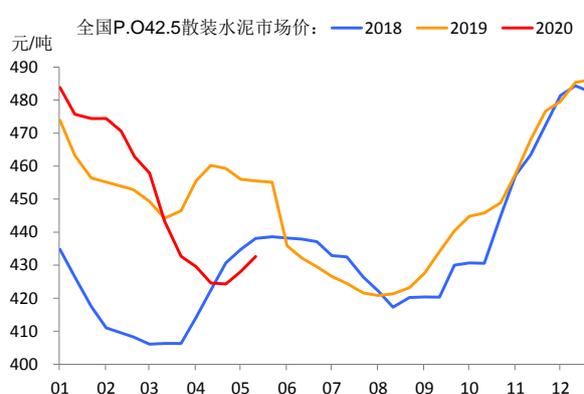
在政策发力支撑下，地产-基建链条驱动的投资需求强劲。4月挖掘机销量同比60%高增且开机小时数同比转正；5月水泥磨机开工率较去年同期高出6个百分点且价格在5月止跌回升；高炉开工率回升至去年同期的水平且库存快速去化。

图5：小松挖机开工小时数在4月同比转正



数据来源：Wind，东吴研究所

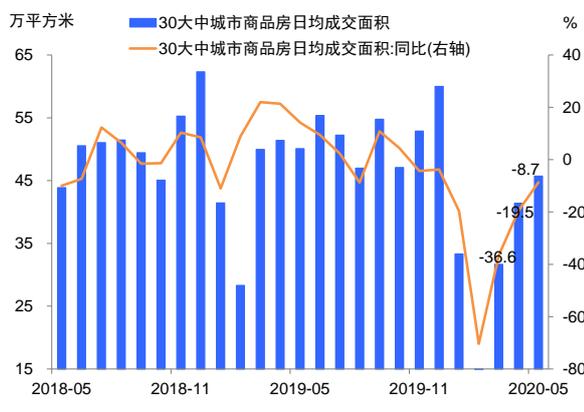
图6：5月水泥价格止跌上涨



数据来源：Wind，东吴研究所

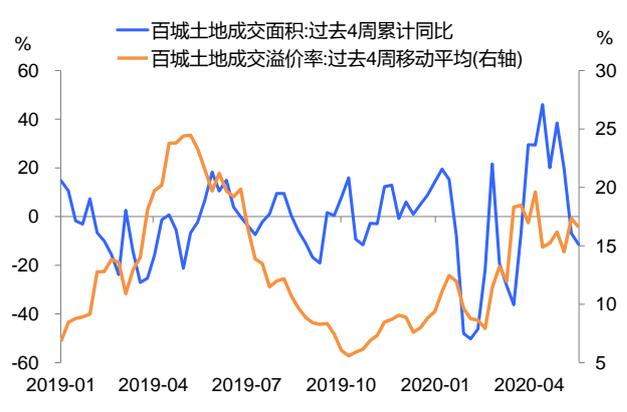
地产销售继续修复但边际放缓。30大中城市5月日均商品房销售面积同比降幅收窄至8.7%，环比回升了10.8个百分点，而4月同比增速较3月回升了17.1个百分点；5月土地成交面积相较于4月而言虽有所下滑，但溢价率并未出现走弱。

图 7:30 大中城市地产销售同比降幅收窄至个位数



数据来源: Wind, 东吴研究所

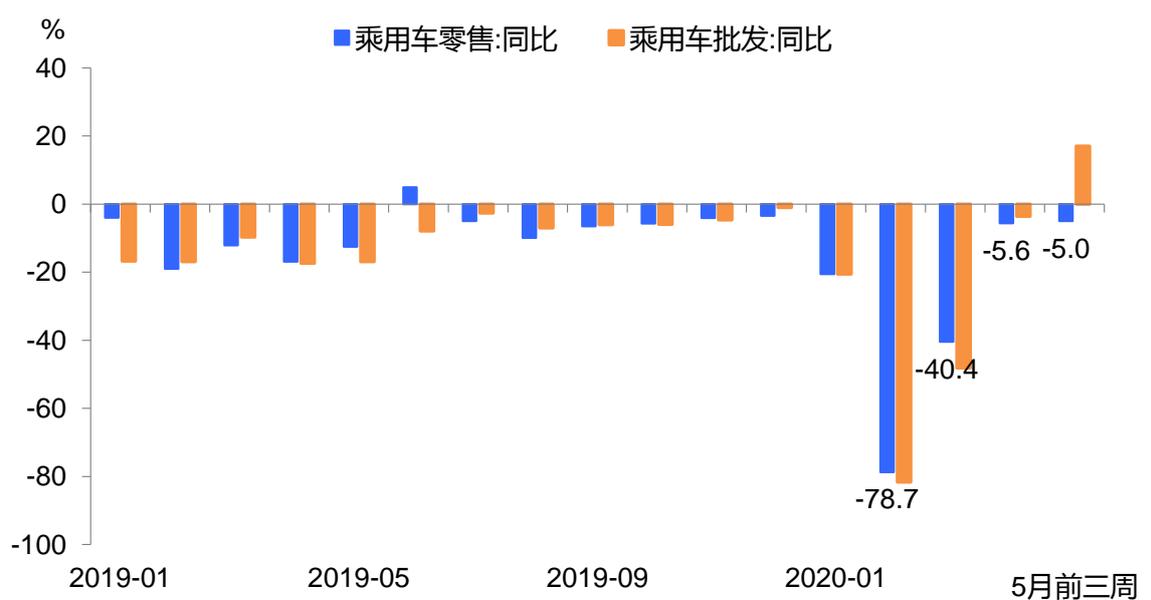
图 8: 5 月土地成交面积下降但溢价率未走弱



数据来源: Wind, 东吴研究所

实物消费修复速度趋缓，而服务消费的修复提速。实物消费经历了 3、4 月份的快速修复之后开始放缓，5 月前三周乘用车零售同比降幅基本持平 4 月份；随着学校复课、31 个省份全部在 5 月初解除一级响应、两会召开多因素的驱动下，5 月服务消费的恢复开始提速。剔除“五一”的影响，飞猪国内机票预定量环比 4 月同期增长超六成，价格环比上升 20%；同程艺龙在 5 月 20 日当天的酒店订单量同比增长 21%，低线城市酒店订单量同比增长 36%，创疫情以来新高。

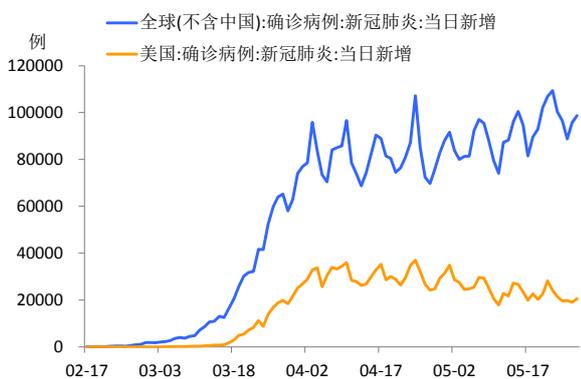
图 9: 乘用车销售修复放缓



数据来源: 乘联会, 东吴研究所

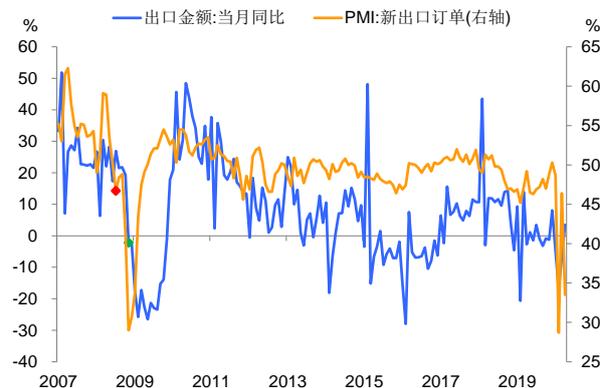
前期订单收缩对出口的滞后影响开始显现，防疫物资出口形成部分对冲。2月开始新出口订单持续进入收缩区间，外需的断崖式下跌尚未反映在前4月出口数据上。参照2008年出口增速的大幅走弱滞后在新出口订单进入收缩区间后的4个月左右，预计外需下滑影响将开始逐步体现在出口数据上。防疫物资出口能够形成部分对冲。海关总署提到“3月1日-5月16日，全国共验放出口防疫物资1344亿元”和“3月1日至4月30日，全国共验放出口主要防疫物资价值712亿元”，假设5月中下旬维持这一日均出口规模，防疫物资出口将拉动5月份人民币计价的出口同比8个百分点左右。

图 10：新兴市场新冠疫情快速蔓延



数据来源：Wind，东吴研究所

图 11：新出口订单持续走弱尚未完全反映在出口上



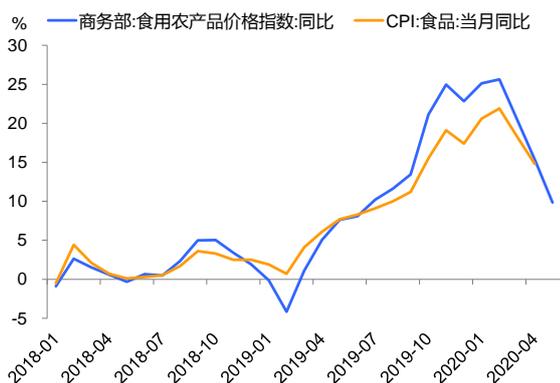
数据来源：Wind，东吴研究所

3. 价格：CPI 重回“2 时代”，PPI 在 5、6 月份触底

5月主要食品价格全线回落，猪肉价格平均水平同比涨幅自4月的120%回落至95%，是去年10月份以来猪价重回两位数的同比涨幅区间。除了猪价回落带动肉类消费价格集体走弱以外，鲜菜、水果同比降幅亦分别达到6.5%和19.8%。疫情冲击内需，核心CPI维持弱势，CPI回落速度比此前市场预期更快，预计将在5月份重回“2时代”。

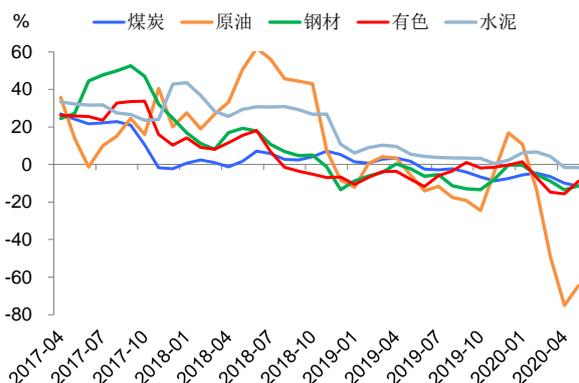
PPI方面，随着政策带动国内需求尤其是地产-基建的施工链条景气度回升，主要大宗价格均环比开始改善，这就带动5月份PPI环比降幅较4月大幅收窄，再结合翘尾因素判断，5月PPI同比还将进一步下挫至-4%左右，但随着政策加力带动大宗价格后续继续改善，预计PPI同比在5、6月份触底而后回升。

图 12: 预计 5 月 CPI 食品项继续快速下行



数据来源: Wind, 东吴研究所

图 13: 主要大宗价格开始触底回升



数据来源: Wind, 东吴研究所

4. 金融: 宽信用节奏略有放缓

经济修复叠加政策支持, 宽信用延续, 预计 5 月新增信贷在 1.4 万亿左右, 相较于去年同期多增 2000 多亿元。实体信贷需求较强, 同时 5 月地方债发行放量支撑社融, 尤其是专项债发行量破万亿, 而去年 5 月发行量不足 1500 亿元; 企业债券净融资环比回落, 5 月净融资量在 2000 亿元左右, 而 3、4 月份均达到 9000 亿元左右的水平, 环比减少了 7000 亿元左右。企业债券拖累社融增量小幅回落至 2.6 万亿左右。

图 14: 新增信贷季节性走势

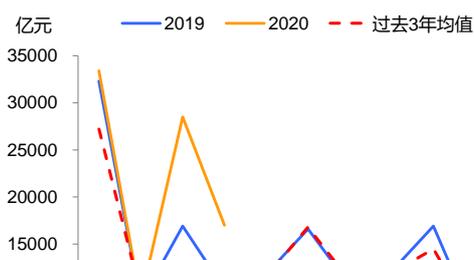
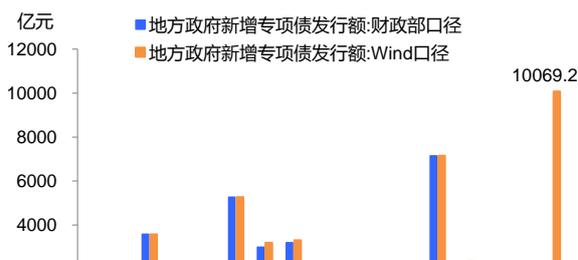


图 15: 5 月专项债发行破万亿支撑社融



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_4812



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn