

2020年5月宏观经济数据点评

5月车市楼市全面回正 投资引领经济复苏

主要数据：2020年5月，规模以上工业增加值同比实际增长4.4%，前值3.9%，上年同期值5.0%；1-5月固定资产投资累计同比下降6.3%，前值下降10.3%，上年同期累计增长5.6%；5月社会消费品零售总额同比下降2.8%，前值下降7.5%，上年同期增长8.6%。

主要观点：5月宏观经济继续回暖，其中关键的汽车和房地产市场全面转入正增长，对消费、投资的拉动作用明显。当月增速改善最明显的是基建投资，单月同比增速达到8.3%，已远高于上年平均水平，带动投资成为引领经济复苏的重要推动因素。

工业生产方面，5月工业增加值增速在上月转正基础上进一步回升，但与前两个月相比，反弹速度放缓，行业间分化加大，表明随着复工复产基本到位，疫情对产业链、供应链冲击减弱，总需求不足正在制约工业生产反弹力度，尤其是外需下滑对出口导向型行业生产拖累明显。投资方面，据我们测算，5月当月固定资产投资同比达到3.9%，较上月改善3.1个百分点。其中，作为宏观政策逆周期调节的主要发力点，基建投资在5月回升幅度最大，同比增长8.3%；受房地产市场快速回暖拉动，5月房地产投资增速高位上行；近期工业品通缩加剧，出口前景承压，制造业投资反弹势头依然较弱。5月消费需求继续回补，加之各地刺激消费政策频出，居民消费活动进一步恢复，尤其是汽车等耐用品消费明显修复；同时，商品房销售回暖也带动房地产相关消费增速转正，对社零回升产生较大贡献。

展望未来，6月工业生产将继续向5.0%至6.0%的常态增长水平回归，原材料、装备制造等建筑相关行业会维持较高景气；6月消费将继续处于渐进回补过程，同时促消费政策持续发力也有利消费需求回升，预计同比有望结束负增长过程。5月规模性宏观政策推出后，固定资产投资增速还有较大上升空间，并将成为下半年提振经济增长动能的主要发力点。综合4月以来的工业生产及投资、消费和净出口三大需求变化态势，我们预计二季度GDP同比有望实现2.0-3.0%左右的正增长。

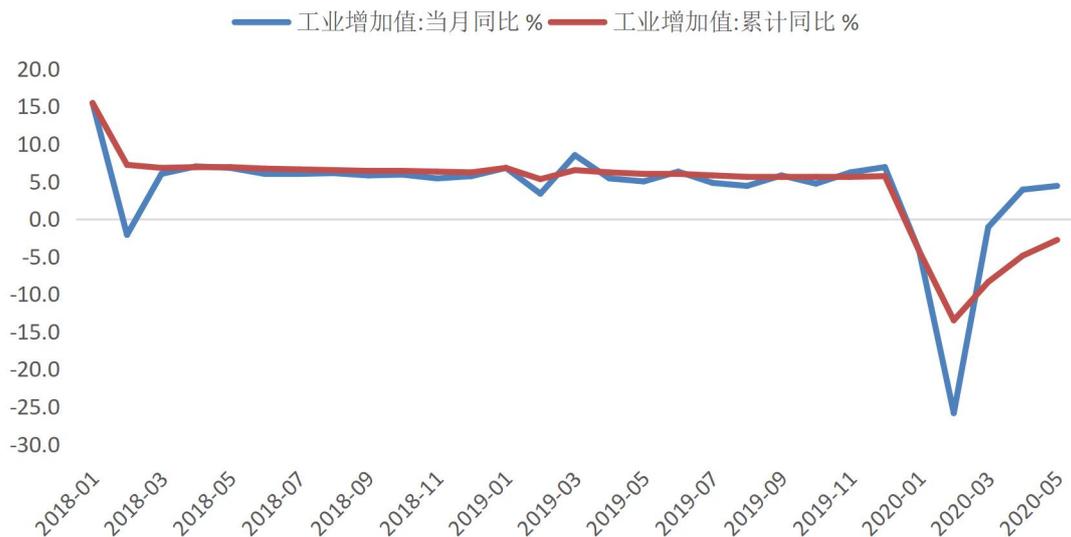
具体分析如下：

一、工业生产：5月工业增加值增速在上月转正基础上进一步回升，与当月高频数据继续拉升的走势相一致；但与前两个月相比，反弹速度放缓，行业间分化加大，表明随着复工复产基本到位，疫情对产业链、供应链冲击减弱，总需求不足正在制约工业生产反弹力

度，尤其是外需下滑对出口导向型行业生产拖累明显。

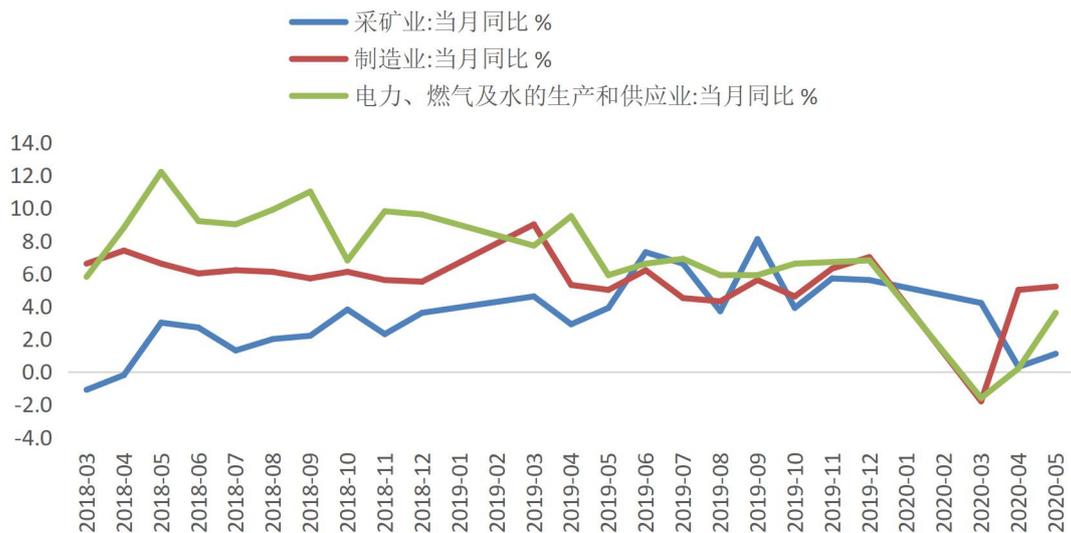
5月工业增加值同比增长4.4%，高于前值3.9%，增速在上月由负转正基础上进一步回升，这也与当月高炉开工率、发电耗煤量等高频数据继续拉升的走势相一致。从三大门类来看，5月采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长1.1%、5.2%和3.6%，增速较前值分别加快0.8、0.2和3.4个百分点。

图1 规模以上工业增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚

图2 三大门类增加值增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

不过，与前两个月相比，5月工业增加值反弹速度明显放缓，且行业和产品回升力度减

弱——当月41个行业中有25个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑。同时，5月工业企业产销率从上月的98%下滑至97.8%。这也表明，随着复工复产基本到位，疫情对产业链、供应链冲击减弱，总需求不足正在制约工业生产反弹力度，尤其是外需下滑对出口导向型行业生产拖累明显。

这一点也体现在当月工业生产表现出的行业分化特征：一方面，5月内需延续渐进式修复，基建、地产相关的建筑链条行业生产发力明显，当月与建筑活动相关度较高的原材料行业、装备制造业增长加快，水泥、钢材、有色金属等建材生产持续向好。同时，国内车市延续回暖——当月乘用车零售同比首次出现1.7%的正增长（乘联会数据），带动5月汽车制造业增加值同比增长12.2%，大幅高于前值5.8%，且创下2018年下半年以来最高。

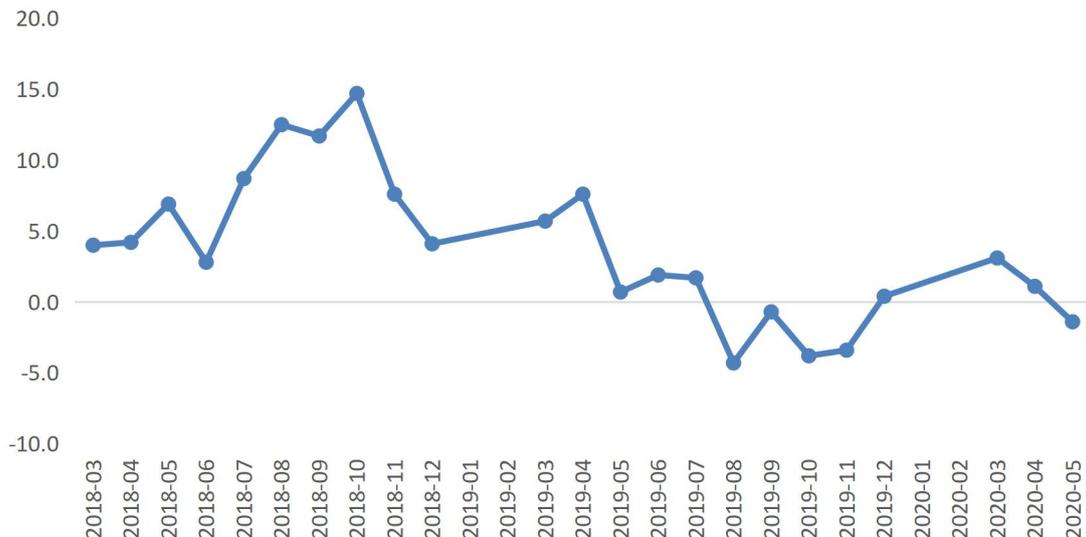
图3 5月车市转入正增长，汽车制造业增加值保持高增



资料来源：WIND，东方金诚

另一方面，海外疫情仍处高发期，印度、巴西等主要新兴经济体出现第三波疫情高峰，欧美等国开始重启经济，但需求恢复尚待时日，外需下行压力明显加大导致企业出口订单下滑，5月工业企业出口交货值同比下降1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降幅度在10%以上。受此影响，5月下游消费品行业增加值同比转为小幅负增，服装、鞋类、家具等行业生产下滑明显。

图4 工业企业出口交货值增速（当月同比，%）

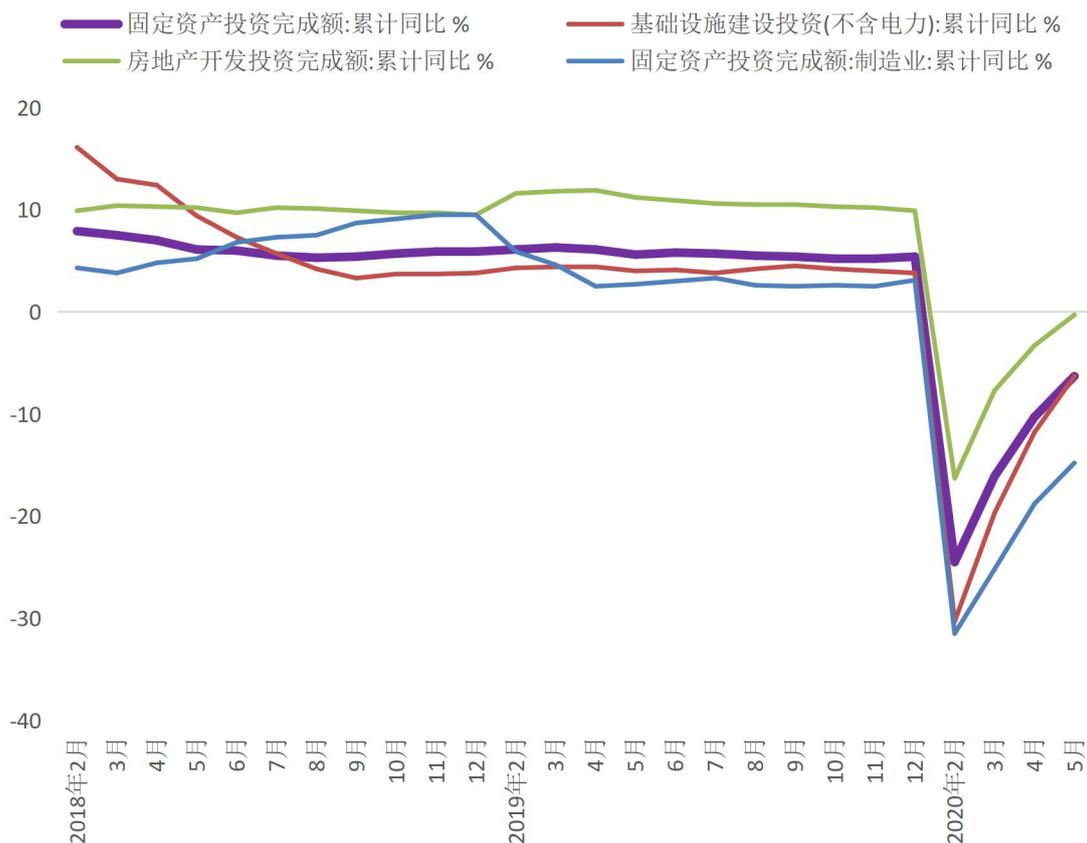


资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

二、投资：据我们测算，5月当月固定资产投资同比增速已达3.9%，比上月加快3.1个百分点，已经连续两个月回正。本月固定资产投资增速上扬的主要拉动力来自基建投资（不含电力），5月同比增速升至8.3%，较上月大幅改善6个百分点，已远高于上年全年3.8%的增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用开始充分显现。房地产投资方面，前期房企融资环境持续改善，5月房地产市场销售端全面转入较大幅度正增长，带动当月房地产投资增速高位上行。5月制造业投资同比仍为-5.3%，不仅继续保持负增长，而且增速仅比上月小幅改善1.4个百分点，主要体现前期PPI通缩和出口前景承压带来的不利影响，制造业投资信心较为低迷。

1-5月固定资产投资同比下降6.3%，降幅较1-4月收窄4个百分点。据我们测算，当月固定资产投资增速同比为3.9%，较上月大幅反弹3.1个百分点，已经连续两个月回正，正在当前的经济复苏过程中发挥引领作用。本月固定资产投资增速加快的主要原因在于，5月国内疫情保持稳定，各类投资项目已处于全面复工阶段；同时，作为投资主体，政府和企业融资规模保持较快上升势头，这有效缓解了此前两年制约投资增长的资金瓶颈问题。

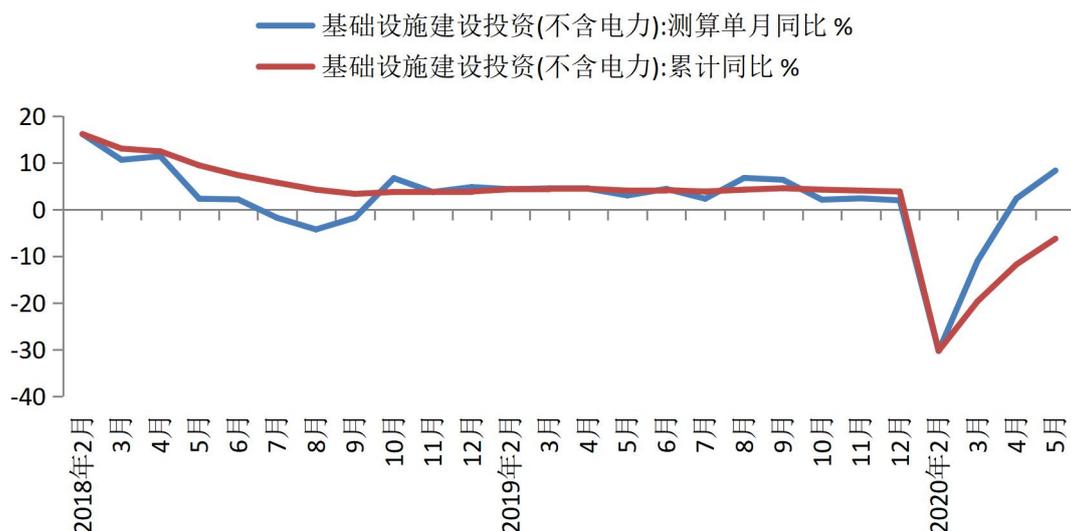
图5 固定资产投资及三类主要投资（累计同比：名义增速）



资料来源：WIND

基建投资：1-5月基建投资（不含电力）同比-6.3%，较1-4月改善5.5个百分点。据我们测算，当月基建投资（不含电力）同比增长8.3%，增速比上月大幅上扬约6个百分点，正处于一个持续加速过程。我们分析，带动5月基建投资回暖的主要因素有三个：首先，基建投资是宏观政策逆周期调节的重要工具，疫情稳定下来后，各地基建项目开工、施工速度明显加快。其次，以地方政府专项债发行量和新增企业中长期贷款（其中包括承担基建任务的城投企业中长期贷款）同比大幅增长为标志，过去两年制约基建投资的资金瓶颈问题得到显著纾解。最后，除传统的“铁公基”项目外，以“5G”等七大领域为代表的新基建受到普遍重视，正在成为当前基建投资的重要增长点。5月单月基建投资增速已远高于上年3.8%的平均增长水平，其作为逆周期调节主要发力点的作用开始充分显现。我们判断，伴随5月规模性宏观政策出台，6月基建投资有望实现两位数增长。

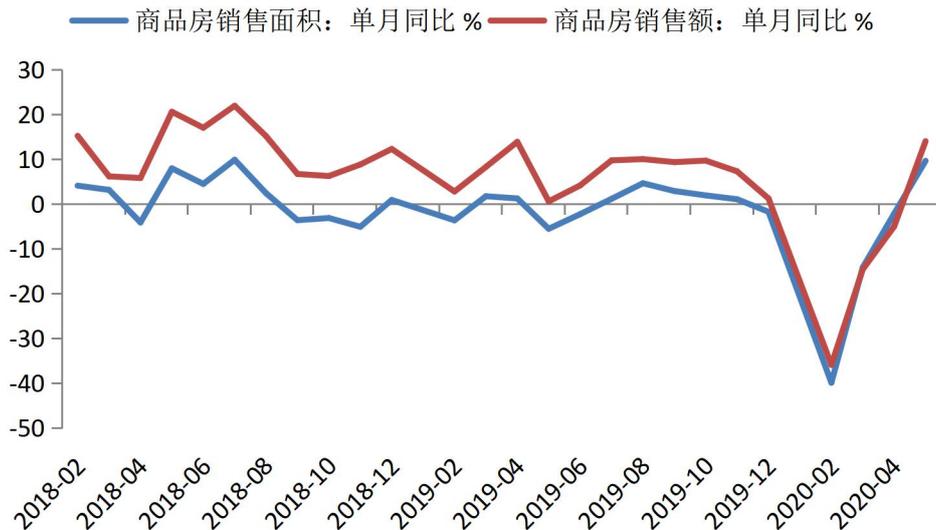
图6 基建投资（不含电力）增速



资料来源: WIND, 东方金诚

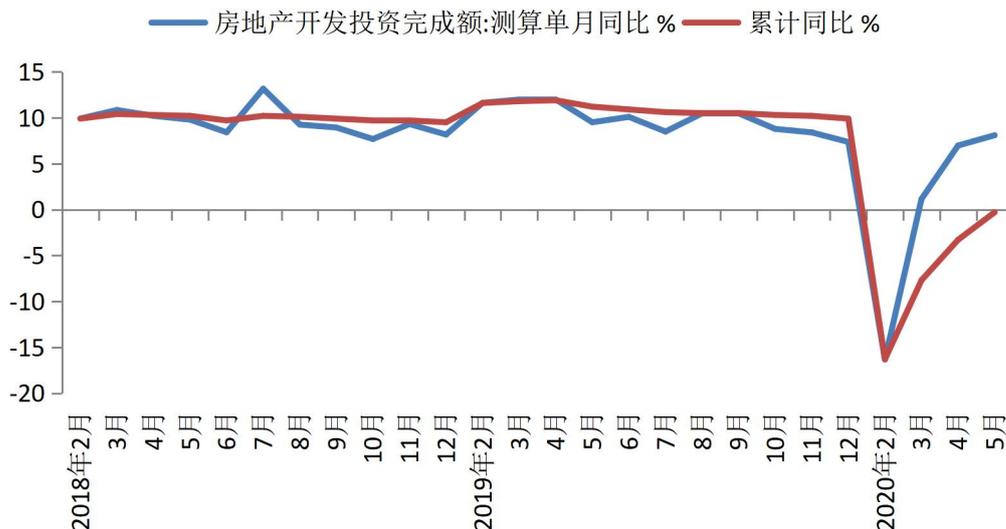
房地产投资: 1-5月房地产开发投资同比-0.3%，比1-4月改善3个百分点。据测算，5月当月房地产投资同比增速已连续三个月实现月度正增长，达到8.1%，比上月加快1.1个百分点，正在接近去年全年9.9%的增长水平。5月房地产投资回暖或主要有三个原因：首先，近期受积压需求释放、房贷利率下调推动，房地产市场正在迅速回暖，5月当月房地产销售额、销售面积同比分别增长14.0%和9.7%，是牵动当前房地产投资的最主要力量。其次，通过信贷和债券两个渠道，3月以来房企融资环境也有明显好转。最后，5月进入全面复工阶段，房地产施工进度随之加快，其中当月商品房新开工面积同比已经回正，施工面积则自年初以来一直保持正增长。我们判断，后期房贷利率仍有小幅下调空间，这会推动房地产销售端持续改善，房企资金压力有望进一步缓解，下半年房地产投资将出现两位数增长，年内整体增速大概率不会低于上年——历史数据显示，在2008以来的三个降息周期中，年度房地产投资增速从未出现过下滑。今年房地产投资有望和基建投资一起，成为拉动内需增长的两个主要发力点。

图7 5月商品房销售面积、销售额同比增速转入较快正增长



资料来源: WIND, 东方金诚

图8 房地产开发投资增速



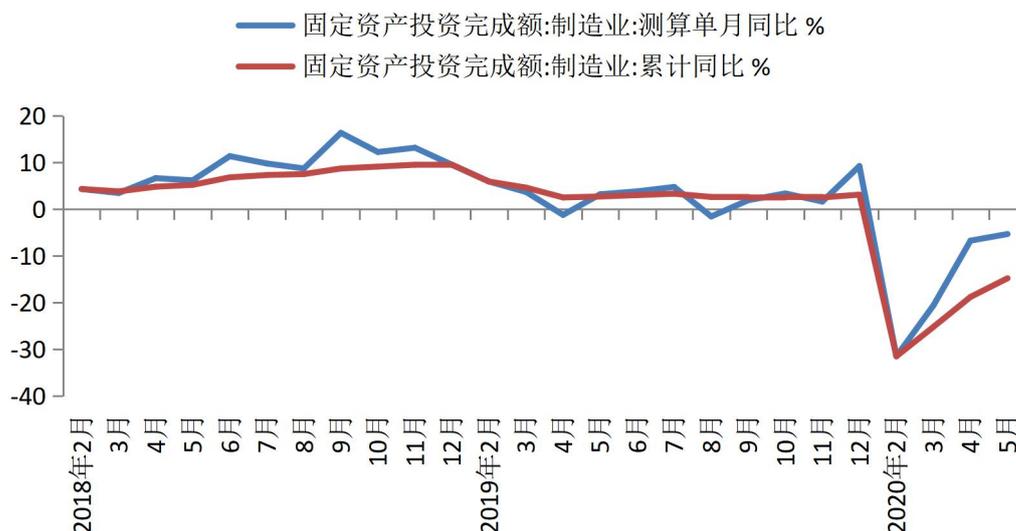
资料来源: WIND, 东方金诚

制造业投资: 1-5月制造业投资同比-14.8%，比1-4月改善4个百分点。据我们测算，当月制造业投资同比降幅为5.3%，是三大投资板块中唯一继续处于负增长的类别，短板特征明显。其背后的主要原因是，制造业以民营企业为主，投资决策受行业利润走势影响较大，而且出口导向特性比较明显。近期因国内终端需求不足，以及国际大宗商品价格波动剧烈，PPI持续处于较深的同比负增状态，已对制造业企业利润形成较大压力。另外，伴随新冠疫情肆虐全球，未来一段时间我国出口会面临更大压力，也对当前企业投资信心带来一定抑制效应。不过数据也显示，疫情并未打断我国制造业转型升级过程：1-5月高技术制造业投资同比增长1.9%，其中，计算机及办公设备制造业投资增长12.0%，医药制造业投资增长6.9%，

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%。

我们预计，短期内制造业投资、特别是民企投资信心仍会处于较低水平，制造业投资增速回到正增长难度较大。不过，若下半年宏观政策对冲力度显著加大，特别是投资出现超预期扩张，制造业投资增速也存在较快反弹的可能。

图 9 制造业投资增速

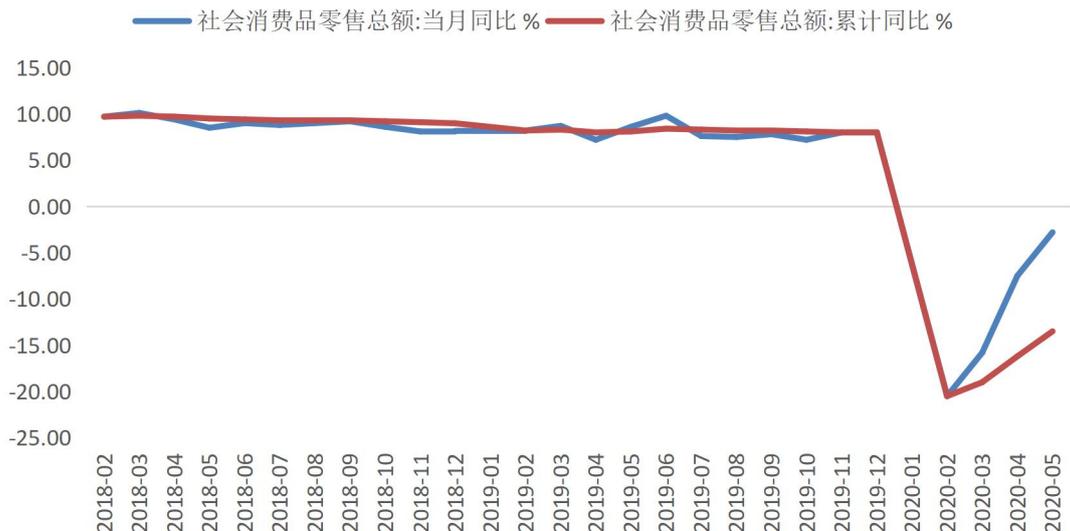


资料来源：WIND

三、消费：5月消费需求继续回补，加之各地刺激消费政策频出，居民消费活动进一步恢复，尤其是汽车等耐用品消费明显修复；同时，商品房销售回暖也带动房地产相关消费增速转正，对社零回升产生较大贡献。

5月消费需求继续回补，加之各地刺激消费政策频出，居民消费活动进一步恢复，尤其是汽车等耐用品消费持续修复。但因疫情阴云并未散尽，加之经济下行压力较大、就业形势严峻、可支配收入下滑抑制居民消费信心和能力的，预想中的“报复性消费”仍未出现，社零同比延续负增——5月社零同比名义下降 2.8%，降幅较上月收窄 4.7 个百分点，扣除价格因素后，实际下降 3.7%，降幅较上月收窄 5.4 个百分点。此外，由于居民线下消费活动仍受一定限制，不少线下商家开始转战线上，1-5月实物网上商品零售额累计同比增长 11.5%，较前值加快 2.9 个百分点，比同期社零累计增速-13.5%高出 25 个百分点。

图 10 社会消费品零售总额同比增速



资料来源: WIND; 注: 2月当月同比为1-2月累计值。

从具体商品类别来看, 5月食品、饮料、日用品、中西药品等必需品零售额增速与上月相比涨跌互现, 但均延续较快增长势头。耐用品方面, 5月车市、楼市回暖, 带动汽车及家具、家电、建筑装潢材料等房地产相关商品零售额同比大幅回升, 且增速均已转负为正。其中, 汽车零售额同比增长3.5%, 增速较上月加快3.5个百分点, 与当月汽车销量回升相印证。同时, 5月化妆品、金银珠宝等其他可选消费品零售额增速也在前期深蹲起跳后延续较快反弹势头, 其中, 化妆品零售额增速大幅反弹至12.9%。另外, 主要受价格因素影响, 5月石油及制品类零售额延续大幅负增, 同比降幅为14.0%, 与上月大致持平, 对整体社零增长产生一定拖累。

图 11 限额以上批发零售业零售额当月同比增速 %



资料来源: WIND

四、6月各项经济数据将继续回升，二季度GDP有望回归正增长

工业生产方面，6月以来高频数据表现不一，高炉开工率小幅上扬，发电耗煤量增速放缓，工业品价格多数回暖。我们判断，6月工业生产有望继续向5.0%至6.0%的常态增长水平回归，原材料、装备制造业等建筑相关行业将维持较高景气。目前，欧美等国经济已开始重启，海外经济最差的时期正在过去，随着政策效果显现和外需回暖，下半年工业增加值增速有望回升至6%左右的增长水平。5月规模性宏观政策推出，固定资产投资的资金来源问题会获得进一步缓解；后期经济复苏过程还将面临较大不确定性，下半年固定资产投资还需进一步发力——近期挖掘机等工程机械产品产销两旺，也预示未来投资增速有较大上升空间。6月消费将继续处于渐进回补过程，同时促销费政策持续发力也有利消费需求回升。但从高频数据来看，车市、楼市虽继续回暖，但随着疫情冲击减退，回升速度已有所放缓。同时，短期内经济和就业形势面临的压力较大，居民对收入前景预期不佳，将会持续制约消费信心和消费能力，上半年难现“报复性消费”局面，预计6月社零增速将在同比持平左右。

最后，综合4月以来的工业生产及投资、消费和净出口三大需求变化态势，我们预计二季度GDP同比有望实现2.0-3.0%左右的正增长。下半年在逆周期政策持续发力推动下，经济增速将继续向6.0%左右的潜在经济增长水平回归。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。