

宏观经济月报

——2020年5月数据详析

2020年6月22日

作者：研究发展部 王青 冯琳 邹李永昊

2020年5月宏观数据		
指标名称	当月值	近期趋势
固定资产投资完成额:累计同比	-6.3	
社会消费品零售总额:当月同比	-2.8	
出口金额:当月同比	-3.3	
进口金额:当月同比	-16.7	
工业增加值:当月同比	4.4	
CPI:当月同比	2.4	
PPI:全部工业品:当月同比	-3.7	
社会融资规模存量:同比	12.5	
M1:同比	6.8	
M2:同比	11.1	
公共财政收入:当月同比	-10.0	
公共财政支出:当月同比	-3.9	

注：固定资产投资为1-5月累计同比，社零、工业增加值、进出口、通胀、财政收支为5月当月同比；M1、M2为5月末同比；进出口金额增速为以美元计价；当年1-2月数据为合并统计值。

数据点评

1、宏观经济：5月车市楼市全面回正，投资引领经济复苏

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。

投资：据测算5月当月固定资产投资同比增速已经连续两个月回正，主要拉动力来自基建

投资，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。制造业投资同比继续保持负增长，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。

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。

贸易：海外疫情影响显现，5月出口转入负增长。

2、物价：CPI 通胀放缓 PPI 通缩加剧，需求不足特征进一步显现

CPI：5月猪肉、蔬菜价格下行加快，CPI 涨幅连续三个月大幅回落进入“2时代”，非食品价格持续低位运行，表明全面复工后市场需求不足现象较为突出。

PPI：主因翘尾因素减弱，前期国际油价剧烈下跌带来的滞后影响，以及终端需求不振拖累生活资料价格涨幅放缓，5月 PPI 同比跌幅进一步加深。

3、金融：宽信用持续推进, 5月信贷及社融增速继续加快

信贷：5月新增人民币贷款环比有所回落，主因票据融资下滑较大，或与近期监管层加大空转套利监管力度有关；信贷同比延续多增，一方面反映各项宽信用政策在持续推进，另一方面也与国内经济渐进修复、信贷需求上升有关，尤其是基建发力支撑企业中长期贷款较快增长。

社融：5月新增社融环比略有多增，但内部结构变化较大，除人民币信贷保持较快增长外，当月专项债发行带动政府债券融资大幅增加，而主要受近期债券市场收益率明显走高影响，5月企业债券融资明显放缓；社融同比则在政府债券和人民币贷款拉动下保持大幅多增势头。

货币：5月 M2 增速保持在逾 3 年以来的高点，主要推动因素是企业存款多增；当月专项债大规模发行导致财政存款增加，M2 增速未能进一步走高。5月 M1 增速明显加快，表明伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，而房地产市场回暖也具有一定的助推作用。

4、财政：5月财政收入低位改善, 财政支出增速再度转负

财政收入：5月国内经济活动进一步恢复，加之去年同期增值税、个人所得税减税效应显现等因素造成低基数，税收收入降幅大幅收窄，但在当月非税收入增速受高基数拖累显著回落背景下，整体财政收入跌幅依然达到两位数。

财政支出：5月地方财政支出力度减弱影响财政支出增速再度转负，除因财政收入延续负增制约支出增长外，5月下旬两会召开，地方政府可能会暂缓支出节奏，等待两会明确下一步财政扩张的空间和发力方向；在全力保障就业、民生等“六保”领域的情况下，一般财政支出对基建投资的支持能力有限，5月基建类支出增速明显低于财政支出总体水平。

展望

- 1、宏观经济：**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，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。
- 2、物价：**6月CPI涨幅有望结束近三个月以来的快速下行局面，同比将保持在2.4%左右。近期供需两端积极因素带动国际油价反弹，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖，预示6月PPI同比降幅有望收窄。
- 3、金融：**在央行推出“直达工具”等宽信用措施推动下，6月新增信贷和社融规模有望继续扩大。近期宽货币暂缓仍有可能继续给企业债券和票据融资带来一些波动，但人民币信贷、政府债券融资的大幅多增将抵消这一影响，6月社融存量和M2增速还有进一步上升空间。
- 4、财政：**6月财政收入增速将延续回升，但仍难以摆脱负增；收入端随经济活动回暖持续改善，专项债放量、特别国债开闸以及特殊转移支付机制的建立，将为后续支出发力打开空间，加之6月为传统支出大月，预计6月财政支出增速将有明显回升。

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层 100600

目 录

宏观经济月报.....	1
数据点评.....	1
展望.....	2
1. 宏观经济：5月车市楼市全面回正，投资引领经济复苏.....	7
1.1 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.....	7
1.2 投资：据测算5月当月固定资产投资同比增速已经连续两个月回正，主要拉动力来自基建投资，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。制造业投资同比继续保持负增长，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。.....	10
1.3 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.....	13
1.4 贸易：海外疫情影响显现，5月出口转入负增长.....	15
1.5 6月各项经济数据将继续改善，二季度GDP有望回归正增长.....	21
2. CPI通胀放缓 PPI通缩加剧，需求不足特征进一步显现.....	22
2.1 CPI：5月猪肉、蔬菜价格下行加快，CPI涨幅连续三个月大幅回落进入“2时代”，非食品价格持续低位运行，表明全面复工后市场需求不足现象较为突出.....	22
2.2 PPI：主因翘尾因素减弱，前期国际油价剧烈下跌带来的滞后影响，以及终端需求不振拖累生活资料价格涨幅放缓，5月PPI同比跌幅进一步加深.....	24
2.3 6月CPI涨幅有望结束近三个月以来的快速下行局面，同比将保持在2.4%左右。PPI方面，近期供需两端积极因素带动国际油价反弹，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖，预示6月PPI同比降幅有望收窄。但市场需求不足意味着短期内工业品通缩局面难以扭转.....	27
3. 金融：宽信用持续推进，5月信贷及社融增速继续加快.....	27
3.1 5月新增人民币贷款环比有所回落，主因票据融资下滑较大，或与近期监管层加大空转套利监管力度有关；信贷同比延续多增，一方面反映各项宽信用政策在持续推进，另一方面也与国内经济渐进修复、信贷需求上升有关，尤其是基建发力支撑企业中长期贷款较快增长.....	27
3.2 5月新增社融环比略有多增，但内部结构变化较大，除人民币信贷保持较快增长外，当月专项债发行带动政府债券融资大幅增加，而主要受近期债券市场收益率明显走高影响，5月企业债券融资明显放缓；社融同比则在政府债券和人民币贷款拉动下保持大幅多增势头.....	30
3.3 5月M2增速保持在逾3年以来的高点，主要推动因素是企业存款多增；当月专项债大规模发行导致财政存款增加，是M2增速未能进一步走高的原因。5月M1增速明显加快，表明伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，而房地产市场回暖也具有一定的助推作用.....	31

3.4 在央行推出“直达工具”等宽信用措施推动下，6月新增信贷和社融规模有望继续扩大。我们判断，近期宽货币暂缓仍有可能继续给企业债券和票据融资带来一些波动，但人民币信贷、政府债券融资的大幅多增将抵消这一影响，6月社融存量和M2增速还有进一步上升空间..... 33

4. 财政：5月财政收入低位改善，财政支出增速再度转负..... 34

4.1 5月国内经济活动进一步恢复，加之去年同期增值税、个人所得税减税效应显现等因素造成低基数，税收收入降幅大幅收窄，但在当月非税收入增速受高基数拖累显著回落背景下，整体财政收入跌幅依然达到两位数..... 34

4.2 5月地方财政支出力度减弱影响财政支出增速再度转负，除因财政收入延续负增制约支出增长外，5月下旬两会召开，地方政府可能会暂缓支出节奏，等待两会明确下一步财政扩张的空间和发力方向；在全力保障就业、民生等“六保”领域的情况下，一般财政支出对基建投资的支持能力有限，5月基建类支出增速明显低于财政支出总体水平..... 35

4.3 5月土地出让金收入增速大幅反弹，带动政府性基金收入增长加速；当月政府性基金支出增速明显回落，除受高基数影响外，或与月内“两会”召开及已经发行的专项债使用节奏有关..... 37

4.4 6月财政收入增速将延续回升，但仍难以摆脱负增；收入端随经济活动回暖持续改善，专项债放量、特别国债开闸以及特殊转移支付机制的建立，将为后续支出发力打开空间，加之6月为传统支出大月，预计6月财政支出增速将有明显回升..... 37

图表目录

图 1 规模以上工业和制造业增速 %.....	7
图 2 三大门类增加值增速 %.....	7
图 3 车市转入正增长，汽车制造业增加值保持高增.....	8
图 4 工业企业出口交货值增速（当月同比，%）.....	9
图 5 固定资产投资及三类主要投资同比名义增速 %.....	10
图 6 基建投资增速 %.....	11
图 7 房地产销售增速 %.....	11
图 8 房地产开发投资增速.....	12
图 9 制造业投资增速.....	13
图 10 社会消费品零售总额同比增速 %.....	13
图 11 限额以上批发零售业零售额当月同比增速 %.....	14
图 12 进出口增速及贸易差额 %.....	15
图 13 4 月以来全球经济景气进入深度收缩状态.....	15
图 14 我国对发达经济体出口金额（美元）增速：同比 %.....	16
图 15 我国对主要新兴经济体出口金额（美元）增速：同比 %.....	16
图 16 国际油价走势.....	17
图 17 大宗商品价格指数 RJ/CRB 走势.....	18
图 18 主要进口商品数量与金额（美元）同比增速 %.....	19
图 19 CPI 增速：当月同比 %.....	22
图 20 食品类分项 CPI 同比变动趋势 %.....	23
图 21 部分商品与服务 CPI 同比增速 %.....	23
图 22 PPI 增速 %.....	24
图 23 国际油价变动向国内 PPI 传导存在一定滞后性.....	25
图 24 生产资料 PPI 同比增速 %.....	25
图 25 生活资料各项 PPI 同比增速 %.....	26
图 26 新增人民币贷款规模及增速.....	28
图 27 企业新增中长期贷款规模与增速.....	28
图 28 企业新增中长期贷款规模与增速.....	29
图 29 新增居民贷款规模及占比.....	29
图 30 社融规模增长情况.....	30
图 31 表外融资增量变化.....	31
图 32 M1、M2 增速 %.....	32
图 33 财政收入同比变化 %.....	34
图 34 主要税种收入增速同比变化率 %.....	35
图 35 财政支出增速当月同比 %.....	35
图 36 主要财政支出分项同比变化 %.....	36
图 37 政府性基金收支当月增速 %.....	37

1. 宏观经济：5月车市楼市全面回正，投资引领经济复苏

1.1 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 规模以上工业和制造业增速 %

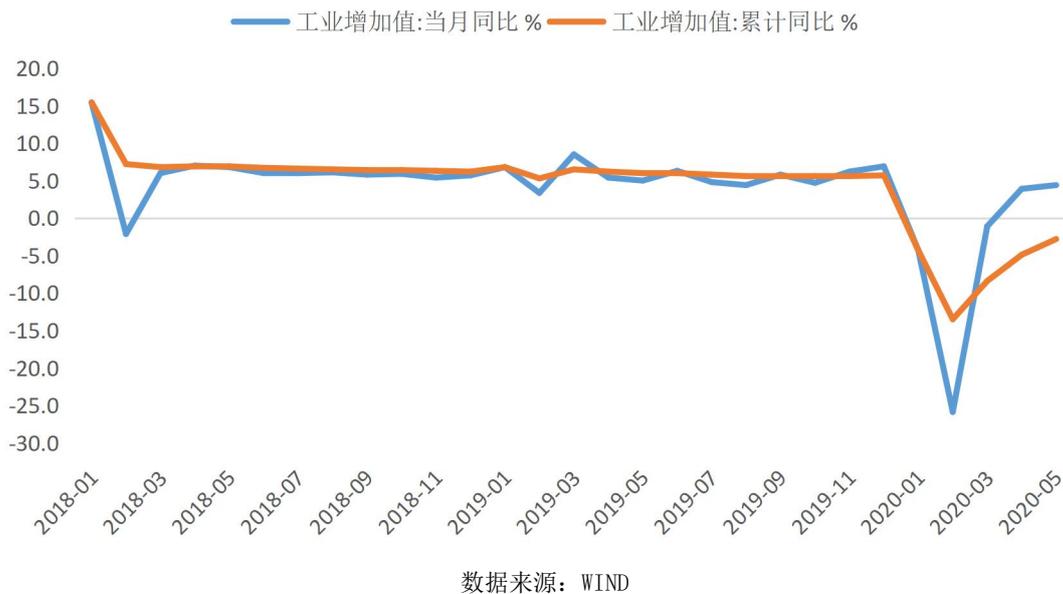
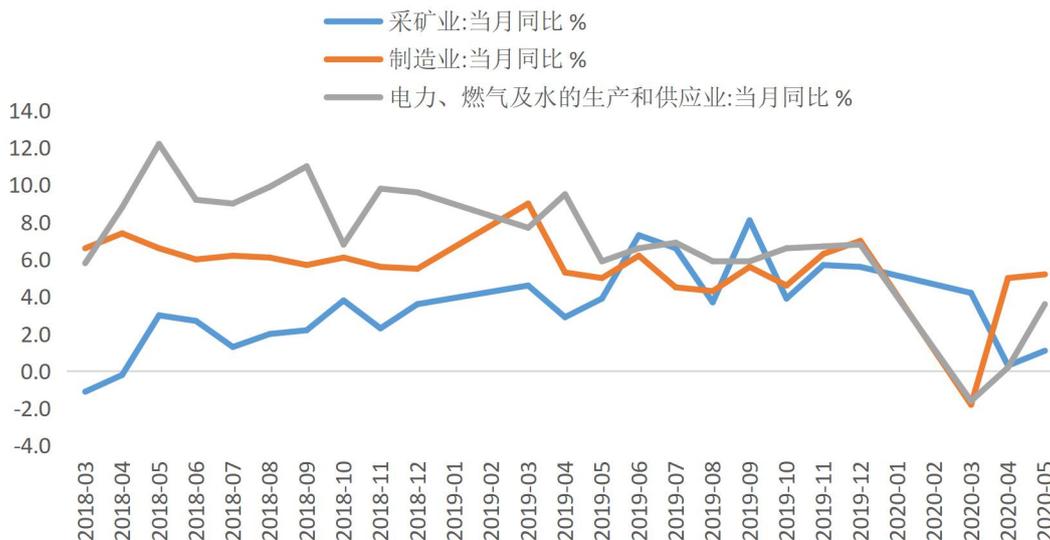


图2 三大门类增加值增速 %

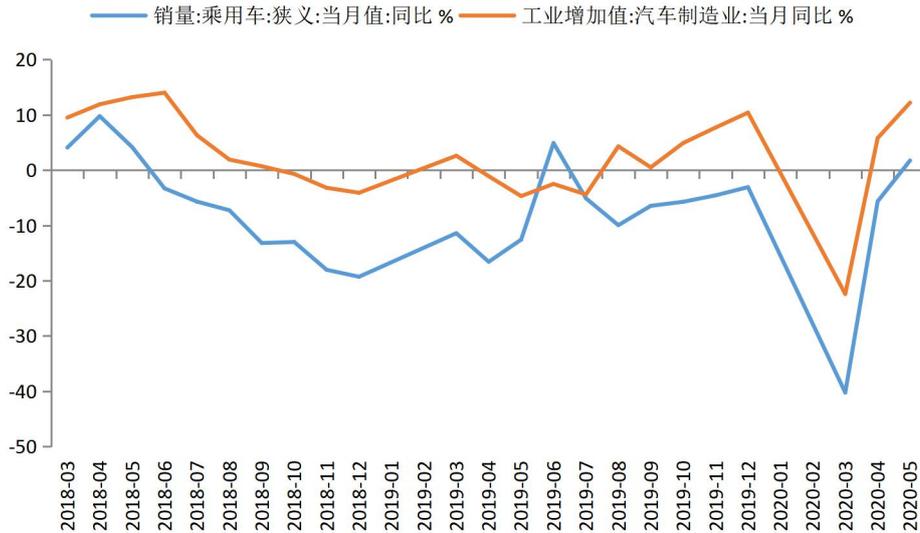


资料来源：WIND，东方金诚；注：2月数据为1-2月累计同比增速。

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。

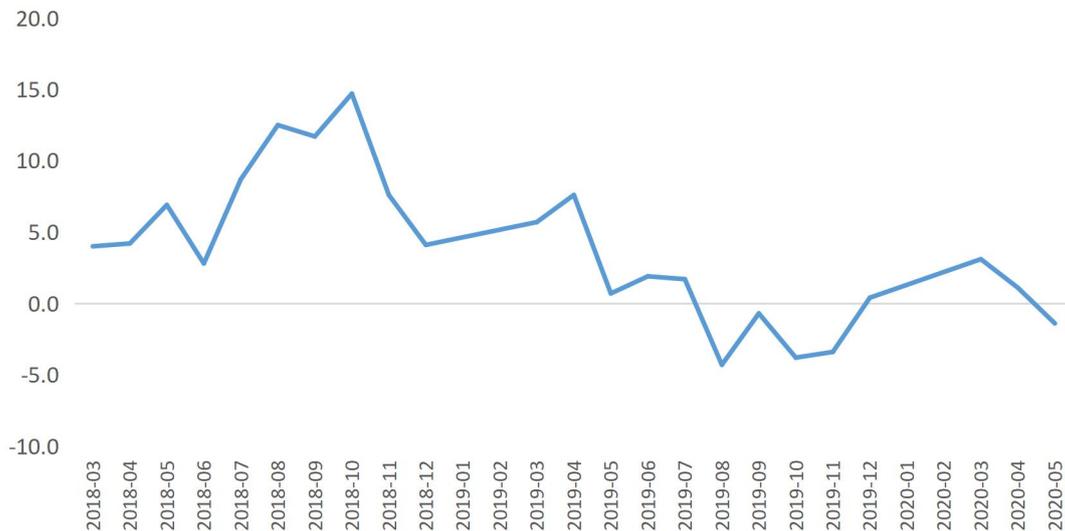
图3 车市转入正增长，汽车制造业增加值保持高增



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，%）

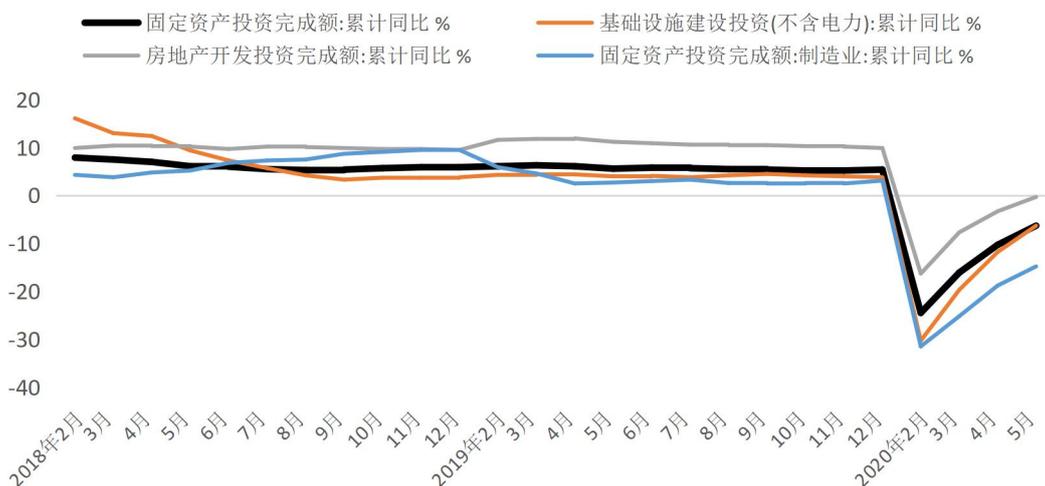


资料来源：WIND，东方金诚

1.2 投资：据测算 5 月当月固定资产投资同比增速已经连续两个月回正，主要拉动力来自基建投资，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。制造业投资同比继续保持负增长，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同比名义增速 %

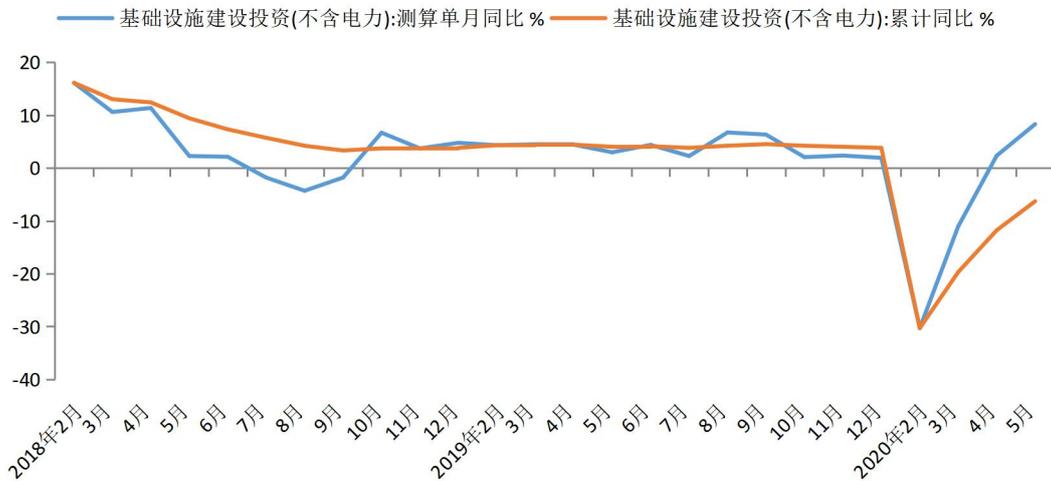


数据来源：WIND

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。

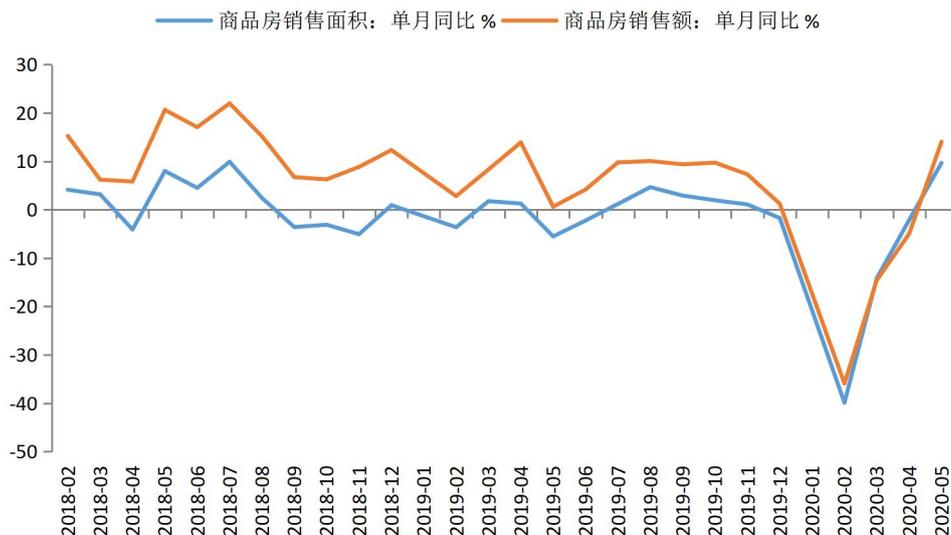
图6 基建投资增速 %



数据来源：WIND

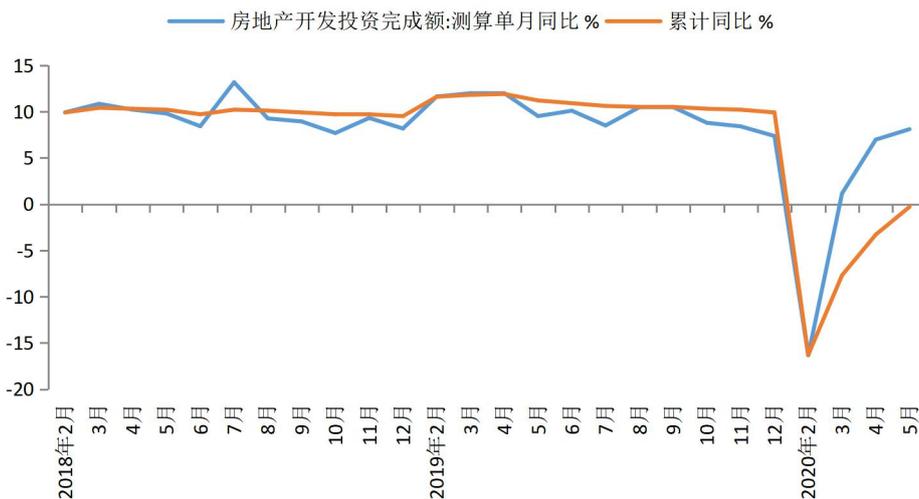
1-5月房地产开发投资同比-0.3%，比1-4月改善3个百分点。据测算，5月当月房地产投资同比增速已连续三个月实现月度正增长，达到8.1%，比上月加快1.1个百分点，正在接近去年全年9.9%的增长水平。5月房地产投资回暖或主要有三个原因：首先，近期受积压需求释放、房贷利率下调推动，房地产市场正在迅速回暖，5月当月房地产销售额、销售面积同比分别增长14.0%和9.7%，是牵动当前房地产投资的最主要力量。其次，通过信贷和债券两个渠道，3月以来房企融资环境也有明显好转。最后，5月进入全面复工阶段，房地产施工进度随之加快，其中当月商品房新开工面积同比已经回正，施工面积则自年初以来一直保持正增长。我们判断，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 房地产销售增速 %



数据来源: WIND

图8 房地产开发投资增速



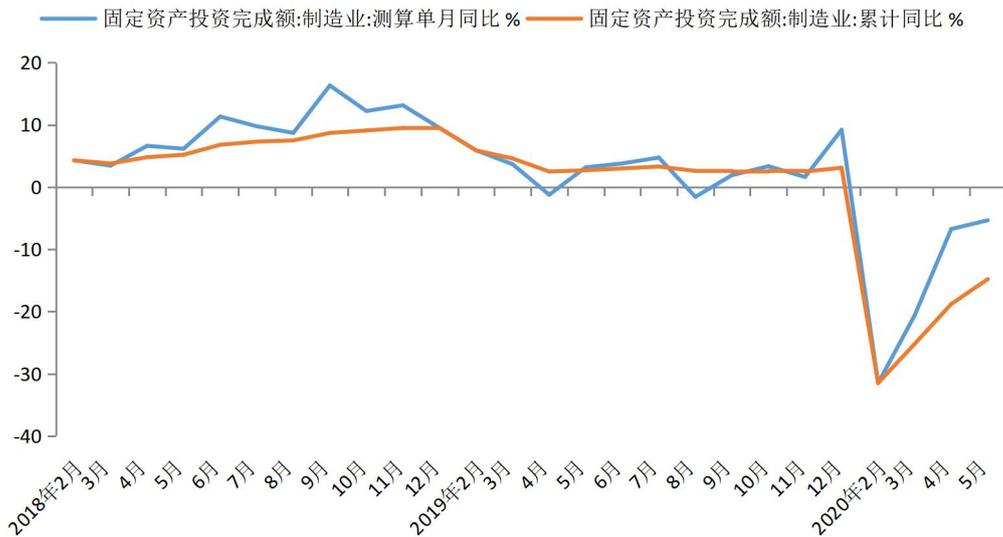
资料来源: WIND, 东方金诚

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

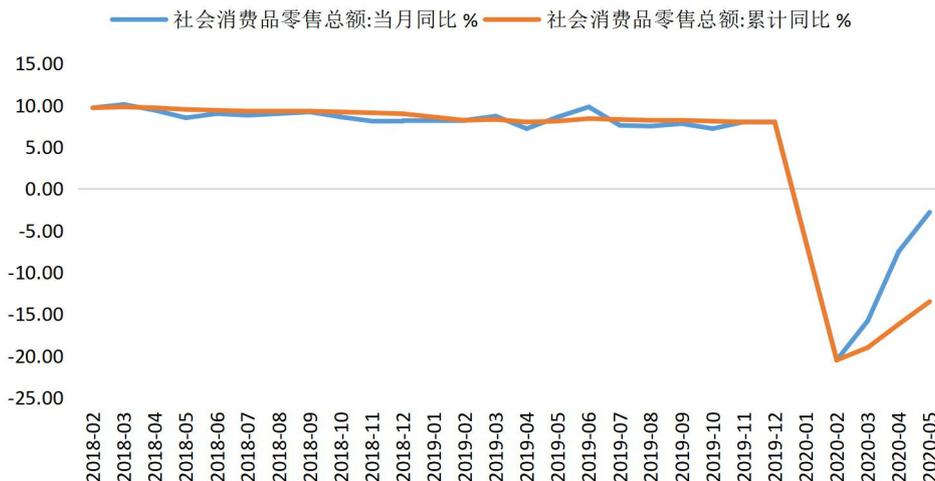


资料来源：WIND，东方金诚

1.3 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，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。

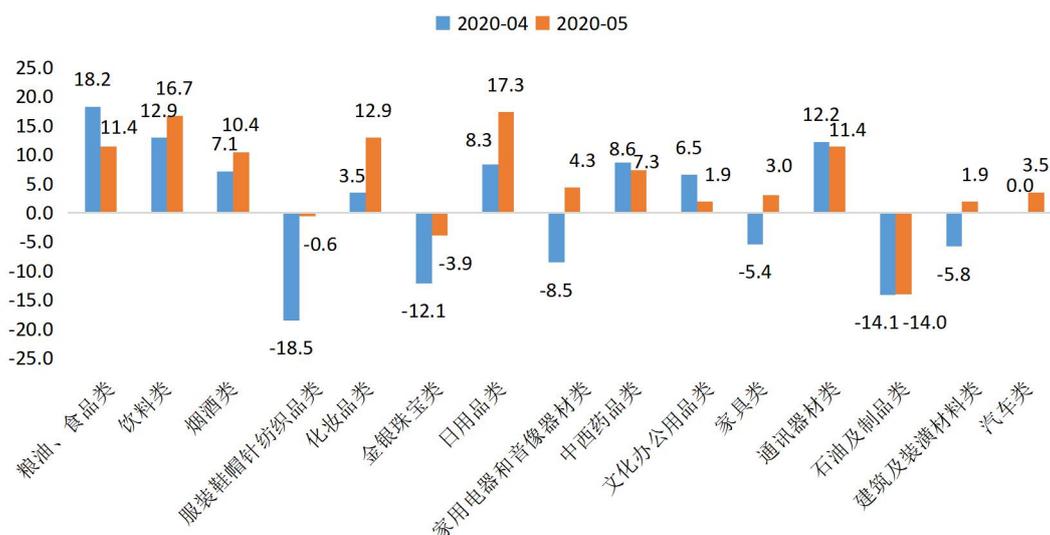
图 10 社会消费品零售总额同比增速 %



数据来源: WIND

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 %

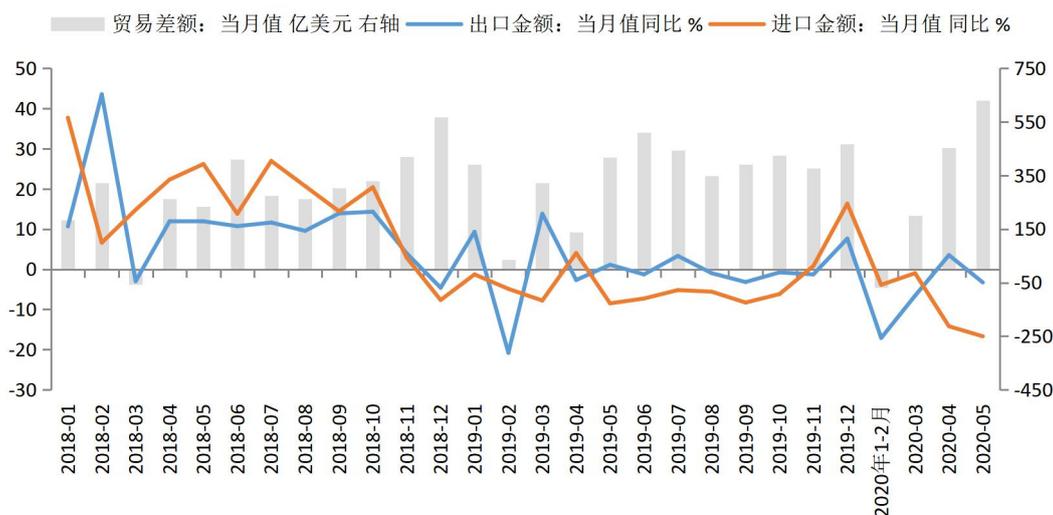


资料来源: WIND

1.4 贸易：海外疫情影响显现，5月出口转入负增长

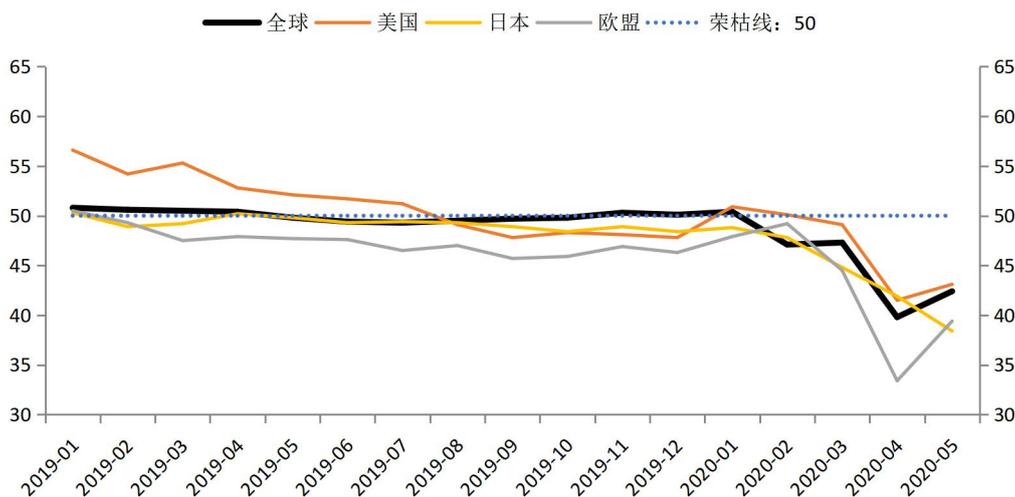
5月出口贸易额同比下降3.3%（以人民币计算同比增长1.4%，差值主要源于人民币汇率较上年同期贬值约5%；对以下进口影响略同），增速较上月下行6.8个百分点。当月出口同比转入负增长，与近期全球经济开始显著恶化的趋势相吻合——图2显示，受海外疫情大幅蔓延冲击，4月以来全球及主要经济体制造业PMI出现剧烈下滑，且已处于深度收缩区间。

图12 进出口增速及贸易差额 %



数据来源：海关总署

图13 4月以来全球经济景气进入深度收缩状态



数据来源：WIND

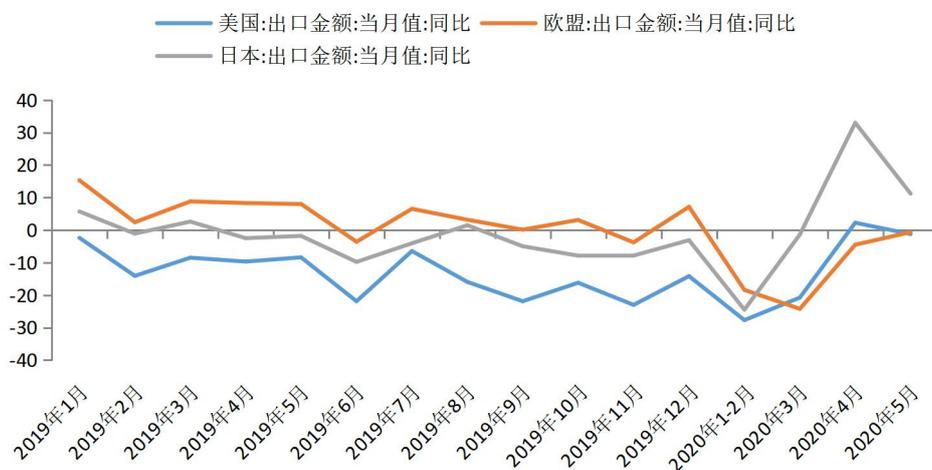
事实上，5月出口转入负增长，也在一定程度上验证了海外订单走势与出口报关数据之间存在的“时间差”效应。从图3可以看到，2月以来我国制造业新出口订单指数总体进入

深度收缩状态,但由于国内企业接到海外订单与实现报关出口之间普遍存在 2-3 个月的时间间隔(疫情发生后,这一时间间隔会进一步延长),因此 2 月以来的新出口订单萎缩开始在 5 月出口数据中有所体现。

从主要出口目的地来看,5 月我国几乎对所有主要出口目的地都出现了出口增速下滑现象。其中,5 月对美国出口同比下降 1.3%,增速比上月下滑 3.5 个百分点;对欧盟出口同比下降 0.7%,增速比上月改善 3.9 个百分点;对日本出口同比增长 11.2%,增速比上月大幅下滑 21.8 个百分点。在新兴市场方面,作为我国第一大出口市场,5 月我国对东盟出口同比下降 5.7%,对俄罗斯出口同比增长 0.3%,对印度出口同比下降 51.3%,增速分别比上月恶化 10.0、11.3 和 6.8 个百分点。

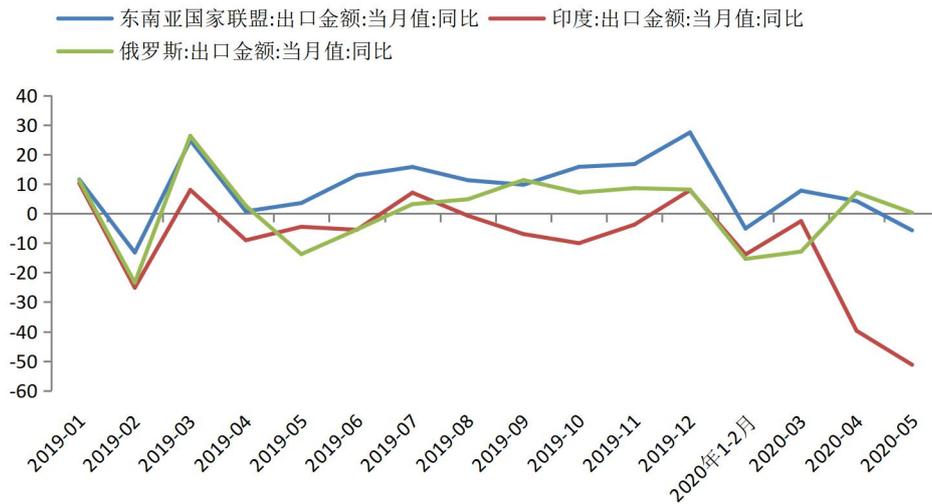
不过,5 月出口降幅仍高于此前市场的普遍预期,我们认为这主要与近期防疫物出口大幅增长有关。根据海关总署数据,继 4 月口罩等防疫物资出口大增之后,5 月 1 日至 16 日防疫物出口额达到 632 亿元——几乎相当于 4 月的全部出口额,若下半月出口额与之相当,则当月防疫物资出口对整体出口的拉动率可达到约 9 个百分点。

图 14 我国对发达经济体出口金额(美元)增速:同比 %



数据来源: WIND

图 15 我国对主要新兴经济体出口金额(美元)增速:同比 %



数据来源: WIND

进口方面, 5月进口额同比下降16.7%, 降幅较上月扩大2.5个百分点, 低于普遍预期。这一方面仍体现价格因素影响——尽管4月原油价格回升带动国际大宗商品价格整体上扬, 当月RJ-CRB商品价格指数均值同比下跌30.2%, 跌幅较上月收敛5.7个百分点, 但运输时滞使得5月进口数据仍在一定程度上反映前期大宗商品价格暴跌的影响。这在原油进口方面体现的比较明显。另一方面, 海外疫情防控导致各国生产活动放缓, 或从供给端制约了国内进口增长, 可以看到, 4月以来, 我国自美欧日等发达经济体, 以及东盟、巴西、俄罗斯、印度等主要新兴经济体进口额均呈现较大幅度负增。此外, 5月我国对铁矿石、煤炭等商品进口量和进口额增速大幅下滑, 前者主要受海外矿区疫情升级导致供给受限影响, 后者则与国内煤炭进口政策收紧, 进口额度不足有关。

不过我们也注意到, 在内需渐进改善, 尤其是建筑链条景气回升背景下, 5月钢材、铜材、成品油等商品进口增速加快。同时, 尽管5月我国自美进口额受疫情导致贸易环境不佳影响, 同比下降13.5% (前值-11.1%), 但当月我国大豆进口量和进口额增速大幅转正, 显示我国正在积极兑现中美第一阶段贸易协议承诺。

图 16 国际油价走势



数据来源：WIND 资讯

图 17 大宗商品价格指数 RJ/CRB 走势

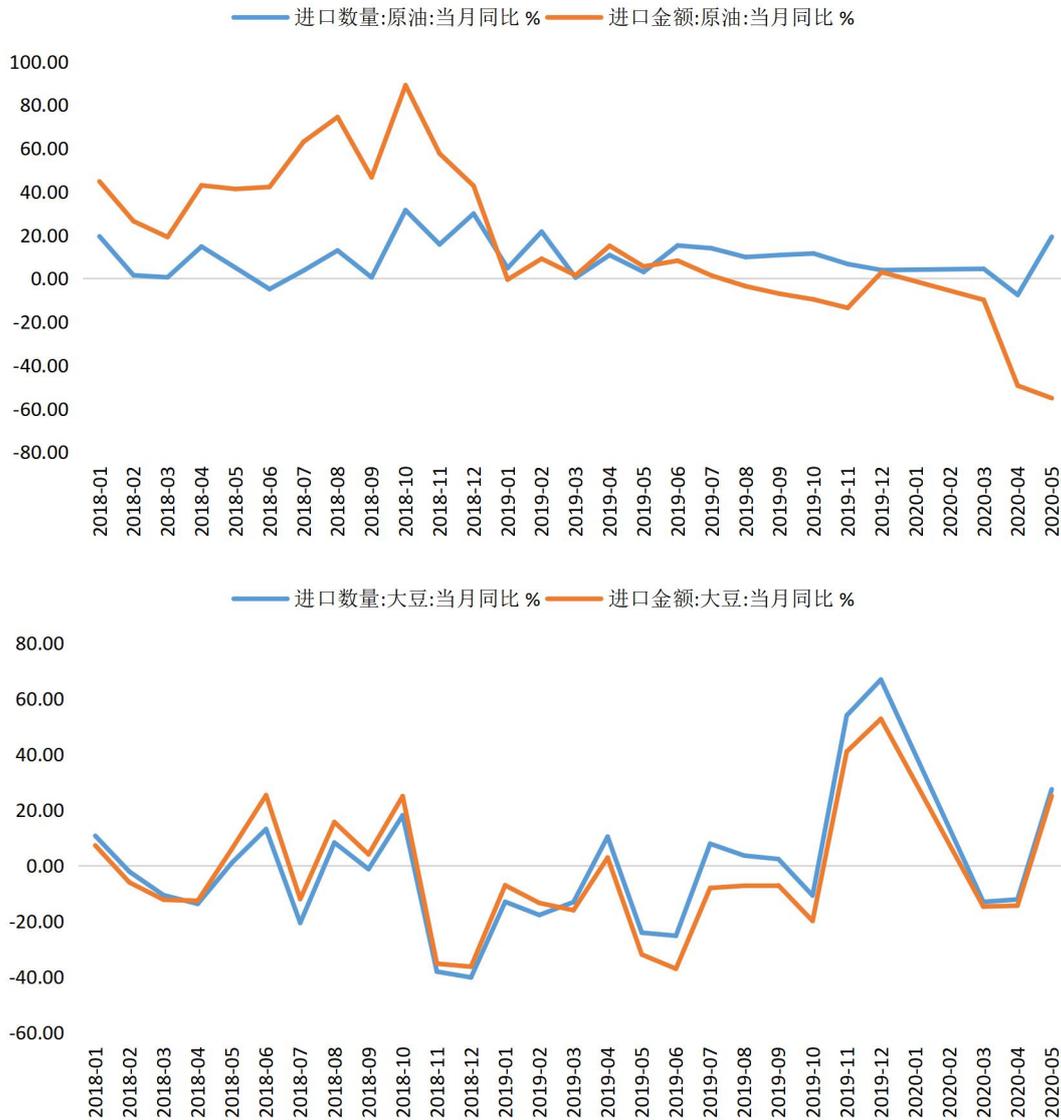


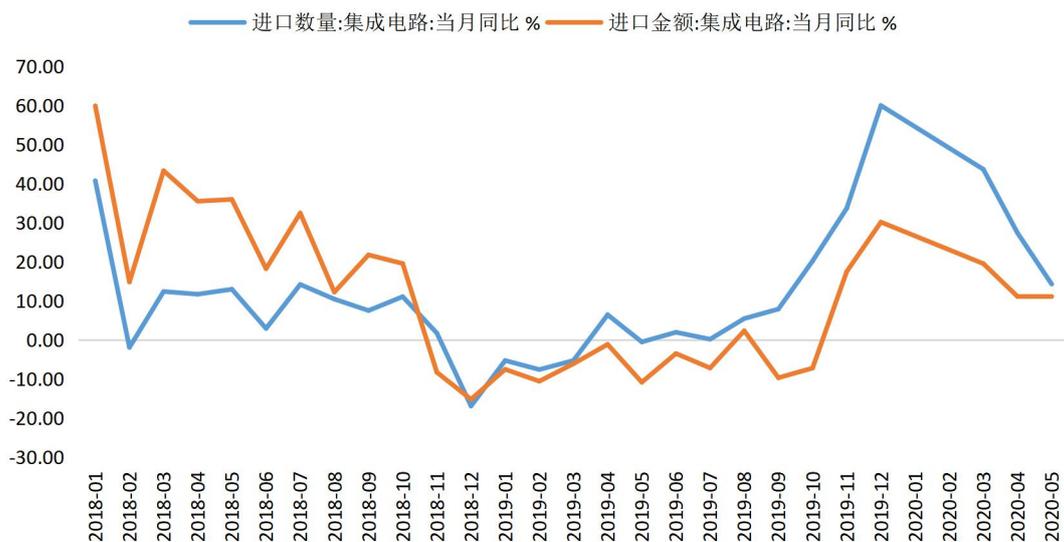
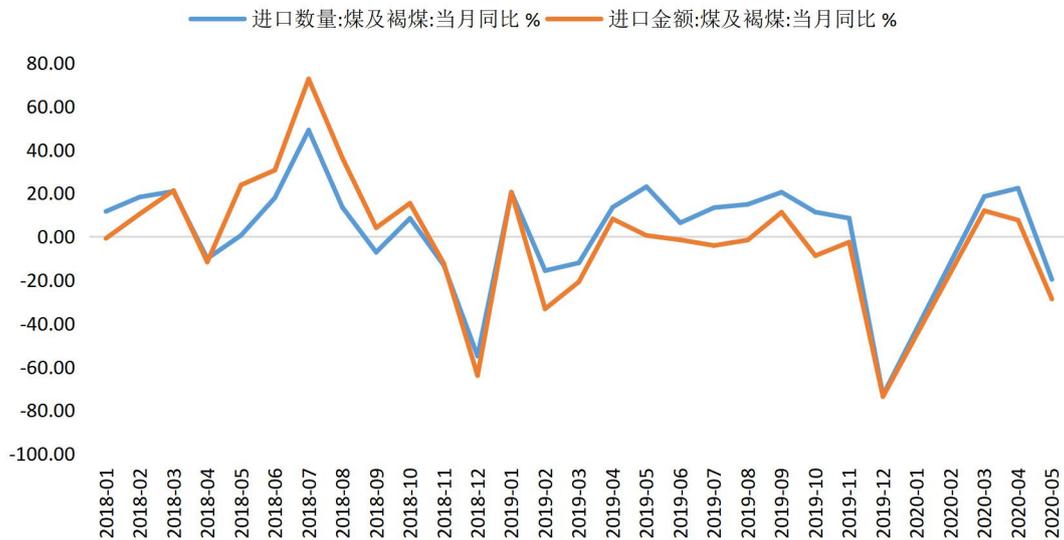
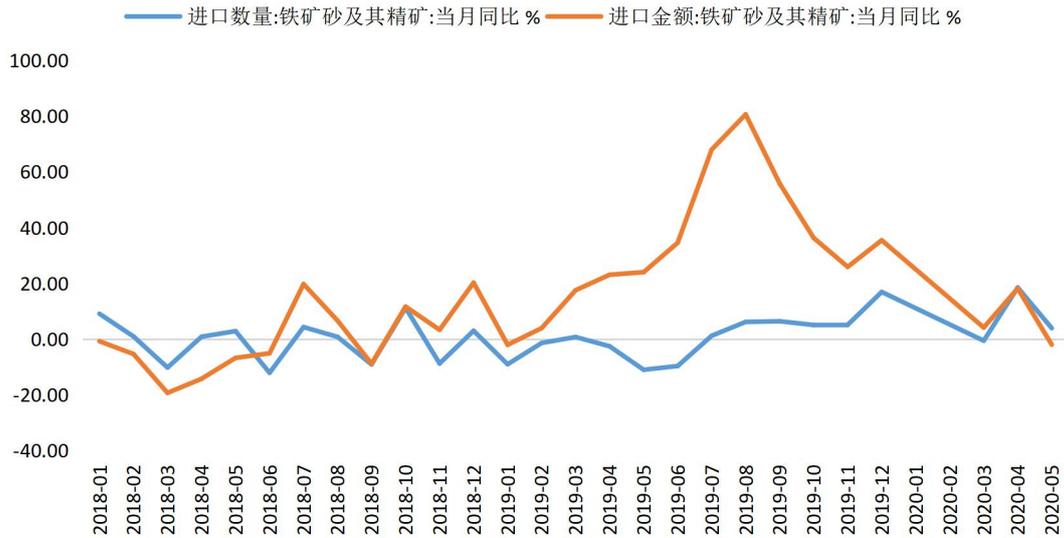
数据来源：WIND 资讯

从主要进口商品来看，5月我国对原油进口量同比增长19.2%，上月为下降7.6%，但进口额延续大幅负增，且降幅从上月的49.3%扩大至55.1%；对大豆进口量和进口额同比增长27.4%和25.0%，上月为下降12.1%和14.4%；对铁矿石进口量同比增长3.9%，增速较上月下滑14.6个百分点，进口额增速则较上月下滑20.2个百分点至-2.0%；对煤及褐煤进口量和进口额同比分别下降19.7%和28.7%，上月则为增长22.3%和7.6%；对集成电路进口量同比增长14.3%，增速较上月放缓13.1个百分点，但因进口价格回升，进口额同比增长11.1%，与前值持平。此外，5月我国对成品油、钢材、铜材进口量同比增长53.4%、30.6%和21.1%，均大幅高于前值，而受价格因

素影响，进口额同比下降 28.0%、2.2%和 0.4%，降幅与上月相比则均有所收敛。

图 18 主要进口商品数量与金额（美元）同比增速 %





数据来源: WIND 资讯

1.5 6月各项经济数据将继续改善，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。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。

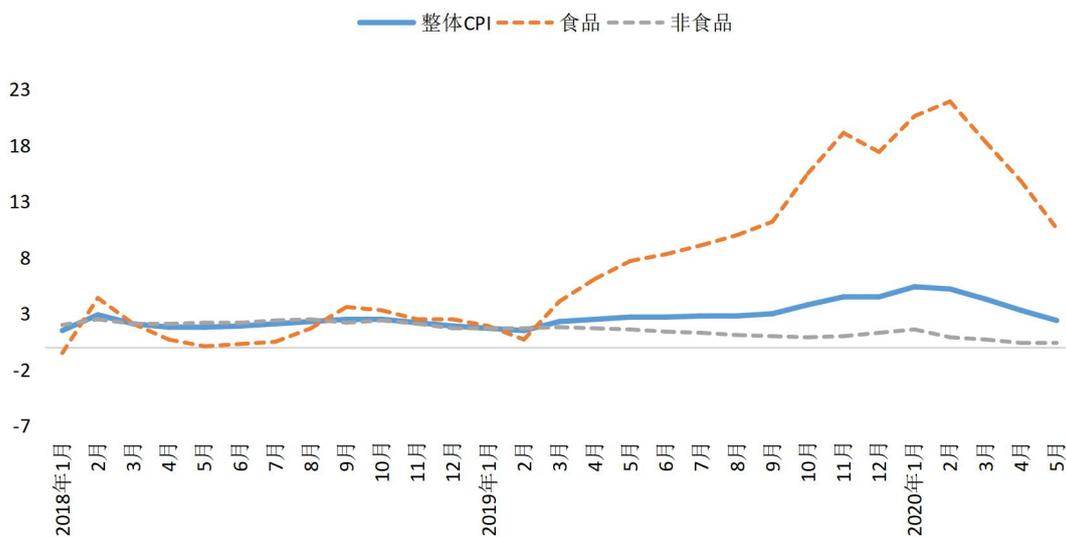
进出口方面，5月以来欧美各国纷纷尝试出台放松封锁措施，经济逐步转入重启阶段。但考虑到自5月下旬之后，全球每日新增病例已稳定处于10万+水平，意味着海外疫情蔓延势头还在加剧，其中美国新增病例数量“高烧不退”，而以巴西、俄罗斯和印度等人口大国为中心，全球疫情第三波正在形成。这样来看，短期内海外需求对我国出口的拉动作用还有减弱趋势。另外，近几个月我国制造业新出口订单指数仍持续处于深度收缩区间，这也将未来出口数据中得到体现。由此我们判断，短期内我国出口有可能持续处于负增长状态，其中6月同比降幅甚至有可能进一步扩大。这意味着下一步在稳外贸政策加码的同时，为对冲外需下滑的影响，国内投资、消费需要及时顶上来。进口方面，伴随5月以来大宗商品价格回暖以及各国开始重启经济，制约4-5月进口增速回升的价格和供给因素有望缓解。同时，国内基建发力明显、地产投资恢复，建筑业景气回升将持续带动相关工业品进口需求回暖，预计6月进口降幅将有所收窄。

2. CPI 通胀放缓 PPI 通缩加剧，需求不足特征进一步显现

2.1 CPI：5月猪肉、蔬菜价格下行加快，CPI 涨幅连续三个月大幅回落进入“2时代”，非食品价格持续低位运行，表明全面复工后市场需求不足现象较为突出

5月CPI同比上涨2.4%，涨幅较上月大幅回落0.9个百分点，为连续三个月大幅下行，且已显著低于今年两会确定的3.5%的控制目标。从结构上来看，5月食品价格同比上涨10.6%，虽然仍是CPI上涨的主要拉动因素，但涨幅较上月下行4.2个百分点，延续近三个月快速回落态势。5月非食品价格同比仅上涨0.4%，与上月持平，表明食品之外的CPI涨幅很低，意味着在前期复工基本完成之后，终端消费需求偏弱现象较为突出。

图19 CPI增速：当月同比 %



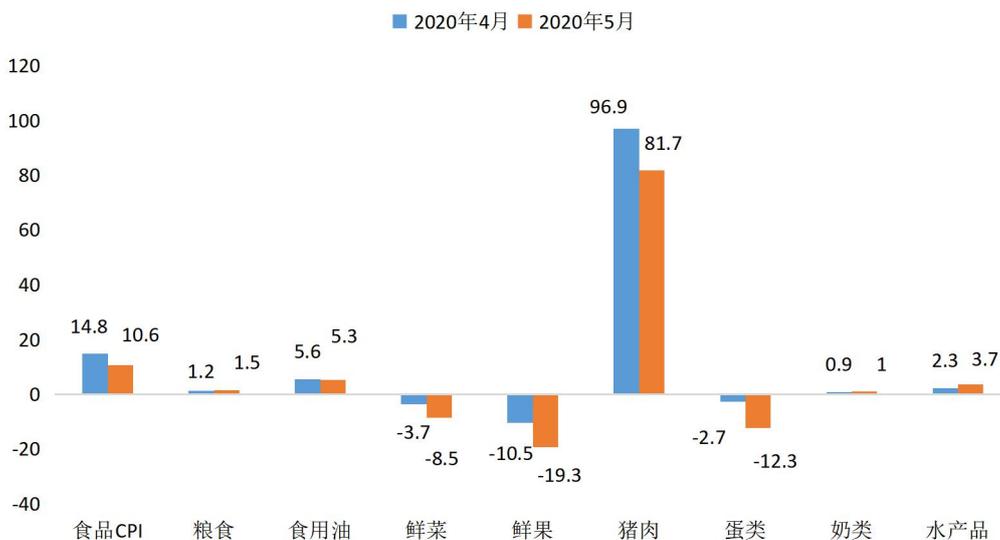
数据来源：Wind

食品价格方面，5月在CPI中权重较大的猪肉、蔬菜价格下行加快，加上去年同期价格基数小幅抬高，带动本月食品价格涨幅快速回落。猪肉和蔬菜价格是当前食品CPI中权重最高、波动最大的两个品种。数据显示，近期生猪存栏环比正在显著改善，加上高利润引导出栏增速加快，当月猪肉价格环比下降8.1%，降幅比上月加快0.5个百分点——这也意味着5月复工复产尚未对猪肉供需平衡带来显著影响。此外，上年同期猪肉价格曾出现跳升，基数垫高也推动今年5月猪肉价格同比涨幅大幅回落15.2个百分点。当月蔬菜价格比上月下降12.5%，主要原因是鲜菜供应量上升，这也带动菜价同比下降8.5%，降幅较上月明显扩大。此外，受供应充足及需求增长有限影响，5月鸡蛋和水果价格比上月均有所下降，同比降幅

则分别显著扩大至-12.3%和-19.3%。当月水产品价格价格在休渔期来临带动下，价格环比和同比涨幅有所扩大。值得一提的是，5月粮食价格环比上涨0.3%，同比涨幅也扩大至1.5%，均属近年来的较高水平，后期粮价走势需要进一步关注。

整体上看，5月食品价格环比下降3.5%，降幅较上月扩大0.5个百分点，加之上年价格基数抬高，同比涨幅回落至10.6%，延续了近三个月快速下行势头，是本月CPI同比进入“2时代”的主要原因。

图 20 食品类分项 CPI 同比变动趋势 %

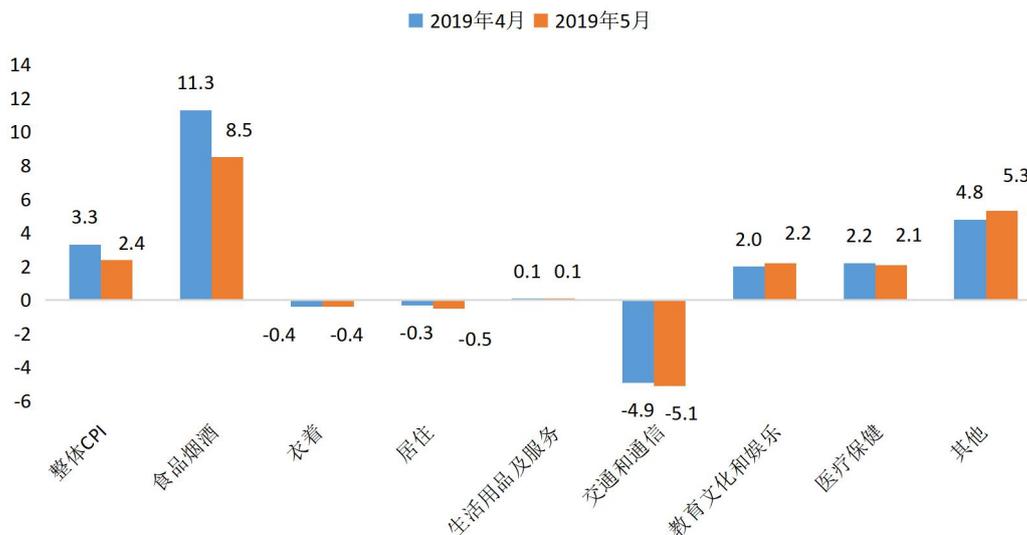


数据来源：国家统计局

非食品价格方面，5月国际油价上扬，前期带动国内交通通信价格较快下滑的因素消退，当月非食品价格环比与上月持平，同比涨幅则延续0.4%的低位。5月国际油价上涨约36%。受此影响，前期国内汽油、柴油和液化石油气价格大幅下跌的势头得到明显缓和，当月交通和通信价格仅比上月下降0.2%，同比降幅也仅加大0.2个百分点。这是本月非食品价格变化不大的主要原因。其他商品和服务价格方面，疫情冲击下居民收入增速下滑较快，市场需求总体受到一定抑制，除服装外多数商品和服务价格均比上月有所回落。

5月，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.1%，涨幅与上月持平，继续处于偏低水平。这表明当前缺乏物价普遍上涨的基础，未来需求不足可能引发通缩的风险值得关注。

图 21 部分商品与服务 CPI 同比增速 %



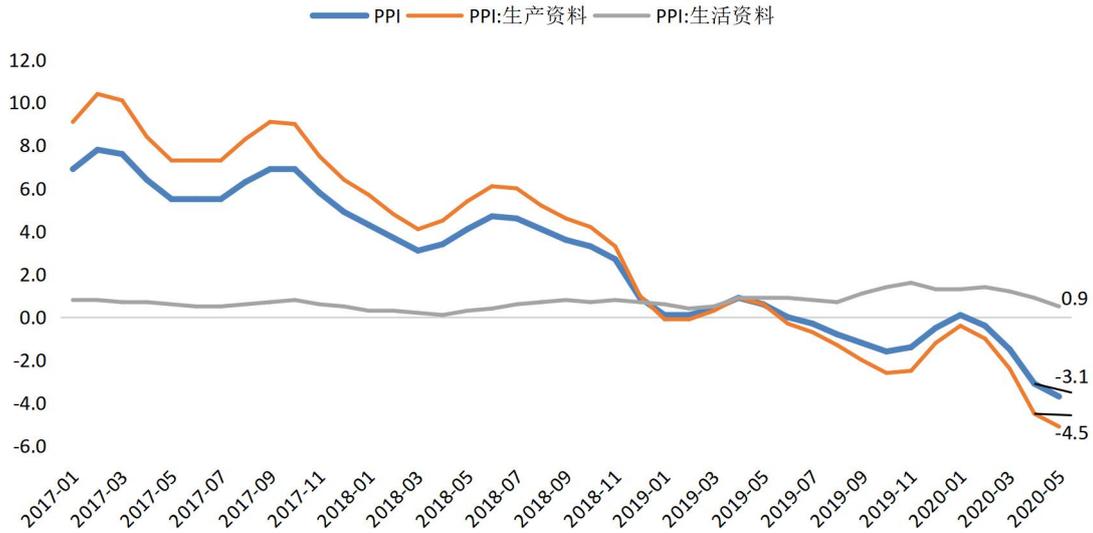
数据来源：WIND

2.2 PPI：主因翘尾因素减弱，前期国际油价剧烈下跌带来的滞后影响，以及终端需求不振拖累生活资料价格涨幅放缓，5月PPI同比跌幅进一步加深

5月以来，供需两端积极因素带动国际原油价格反弹，供给端OPEC+执行减产且力度加码、美国页岩油产量收缩，需求端中国内需渐进修复、欧美陆续开始重启经济，需求前景有所改善；同时，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖。由此，PPI边际下行趋势放缓，当月PPI环比下跌0.4%，跌幅较上月收窄0.9个百分点。但在国际油价大幅回升，国内工业品价格整体修复的情况下，5月PPI环比延续下跌，同比跌幅超预期加深——当月PPI同比下跌3.7%，跌幅较上月扩大0.6个百分点，低于市场普遍预期，除受翘尾因素减弱影响外，主要原因有二：

一是我国原油进口依赖度较高，受运输时滞影响，国际油价变动传导至国内PPI存在一定时间差，因此，前期国际油价剧烈下跌对5月PPI造成滞后影响，这体现于当月石油相关行业PPI同比跌幅的普遍扩大；二是5月生活资料PPI环比加速下跌，同比涨势放缓，这在一定程度上反映了中上游价格走低正在向下游传导，但更为重要的是，国内经济自3月重启后，生产端恢复速度快于需求端，社零等消费指标显示终端需求依然偏弱，这对PPI产生抑制作用。

图 22 PPI 增速 %



数据来源：Wind 资讯

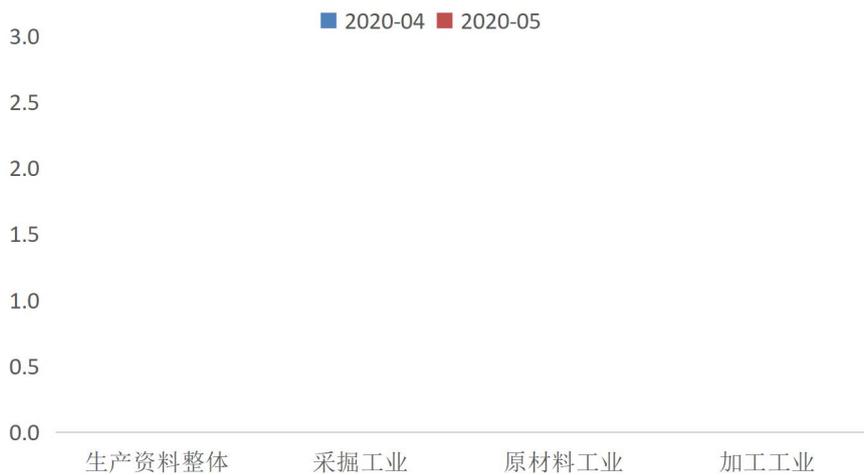
图 23 国际油价变动向国内 PPI 传导存在一定滞后性



数据来源：Wind 资讯

分大类看，5 月生产资料 PPI 环比下跌 0.5%，跌幅较上月收窄 1.3 个百分点，同比跌幅则较上月扩大 0.6 个百分点至-5.1%，与 PPI 整体走势一致。各分项中，采掘工业、原材料工业和加工工业 PPI 环比分别下跌 1.7%、1.1%和 0.2%，跌幅较上月分别收窄 5.5、2.2 和 0.5 个百分点；同比分别下跌 14.8%、9.9%和 2.4%，跌幅较上月分别扩大 3.2、1.1 和 0.2 个百分点。可见，5 月采掘工业 PPI 在各分项中下滑幅度最大，前期原油价格暴跌影响显著。

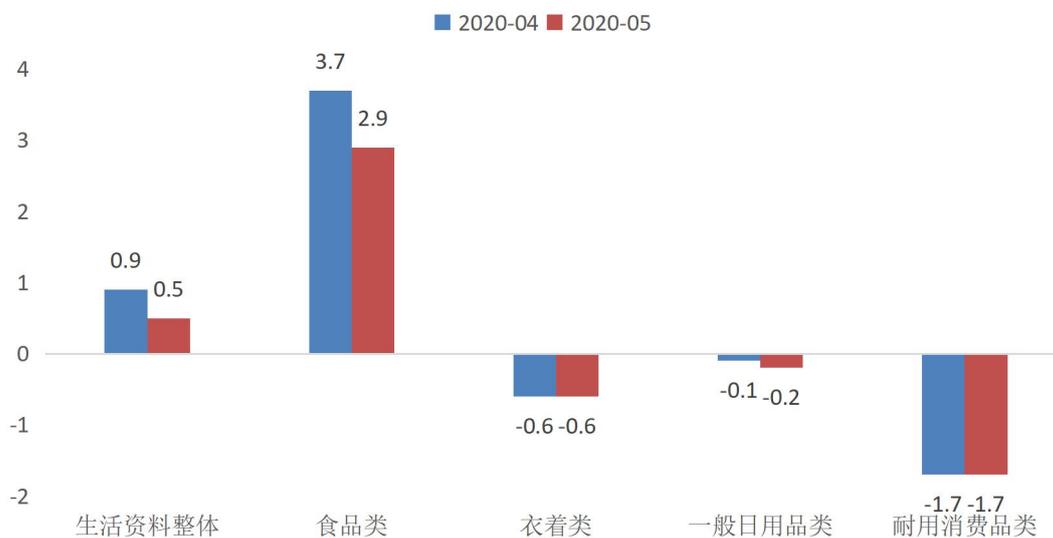
图 24 生产资料 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND 资讯

5月生活资料PPI环比下跌0.3%，跌幅较上月扩大0.2个百分点。在上游价格下跌向下游传导以及终端需求偏弱影响下，当月生活资料各分项价格环比均为负增，其中食品和耐用消费品PPI环比跌幅扩大。同比来看，5月生活资料PPI同比涨幅较上月下滑0.4个百分点至0.5%，已为连续第三个月放缓；各分项中，食品类PPI同比涨幅较上月下滑0.8个百分点至2.9%，其他分项同比则均为负增。

图 25 生活资料各项 PPI 同比增速 %



数据来源：WIND

从细分行业来看，除煤炭开采业，农副食品加工业，计算机、通信和其他电子设备制造业等少数行业PPI环比跌幅扩大外，多数行业PPI环比涨幅/跌幅或与上月持平，或有所加快/收敛。其中，石油和天然气开采业PPI环比下跌9.1%，跌幅较上月收窄26.6个百分点。同比来看，5月石油、煤炭等相关行业PPI同比跌幅扩大明显，其中，煤炭开采业PPI同比

下跌 8.8%（前值为-5.4%），石油和天然气开采业 PPI 同比下跌 51.4%（前值为-21.7%），石油、煤炭和其他燃料加工业 PPI 同比下跌 19.8%（前值为-10.6%）。

2.3 6 月 CPI 涨幅有望结束近三个月以来的快速下行局面，同比将保持在 2.4%左右。
PPI 方面，近期供需两端积极因素带动国际油价反弹，国内基建、地产等相关建筑链条景气度回升支撑工业品价格回暖，预示 6 月 PPI 同比降幅有望收窄。但市场需求不足意味着短期内工业品通缩局面难以扭转

6 月餐饮业将进入全面恢复阶段，市场对猪肉、鲜菜、鸡蛋等的需求有望显著增加，食品价格快速下行的势头将阶段性缓解。不过，就整体消费市场而言，终端需求不足问题仍会比较突出，物价缺乏全面回升基础，6 月 CPI 将大概率维持在 2.4%左右。综合未来物价走势及上年基数变化，预计 CPI 有可能在 8 月之后再度出现较快下行势头。PPI 方面，伴随国际油价反弹向国内传导，以及工业品需求回升、库存开始逐步去化，6 月 PPI 同比跌幅有望收窄。不过，当前需求端整体依然偏弱，国际油价的持续回升也面临需求萎缩的制约，短期内 PPI 仍将延续通缩状态。

3. 金融：宽信用持续推进, 5 月信贷及社融增速继续加快

3.1 5 月新增人民币贷款环比有所回落，主因票据融资下滑较大，或与近期监管层加大空转套利监管力度有关；信贷同比延续多增，一方面反映各项宽信用政策在持续推进，另一方面也与国内经济渐进修复、信贷需求上升有关，尤其是基建发力支撑企业中长期贷款较快增长

5 月新增人民币贷款 1.48 万亿，环比少增 2200 亿。从分项来看，主要原因是新增票据融资和非银贷款两项较上月有明显缩量，其中，或因近期央行加大对资金空转套利的监管力度，5 月票据融资环比少增 2324 亿。此外，5 月企业中长期贷款环比亦小幅少增 242 亿，属于季节性现象。同比来看，5 月新增人民币贷款比去年同期多出 3000 亿，显示当月贷款增量继续维持在较高水平，这主要受企业中长期贷款同比多增 2781 亿拉动。由此，5 月末人民币贷款余额同比增长 13.2%，较上月末进一步加快 0.1 个百分点，较上年末已加快 0.9 个百分点。

我们认为，5 月央行宽货币暂缓，市场流动性有所收紧，但各项宽信用政策的推进，继

续为实体经济提供较为宽松的信贷环境。这主要包括 3000 亿专项再贷款、1.5 万亿再贷款再贴现额度（其中较早推出的 5000 亿额度要求在 6 月底前发放完毕）、临时性延期还本付息等政策的同步推进，以及 4 月公布的第二阶段定向降准在 5 月落地，释放长期资金约 2000 亿。同时，5 月国内经济延续渐进修复，对信贷需求也产生支撑。尤其是随着基建发力，项目加快开工，基建领域对中长期贷款产生较强需求，再加上银行为满足 MPA 考核要求，有意愿加大对制造业企业的中长期贷款力度，5 月企业中长期贷款同比实现较大幅度多增。

图 26 新增人民币贷款规模及增速



数据来源：WIND

图 27 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND

居民贷款方面，5月居民短贷环比多增101亿，同比多增433亿，反映居民消费活动逐步恢复，继续提振消费贷需求；同时，5月房地产市场延续回暖，当月居民中长期贷款环比多增273亿，同比少增15亿。总体上看，在房地产政策基调依然以稳为主的背景下，与企业贷款相比，居民贷款增长较为温和。

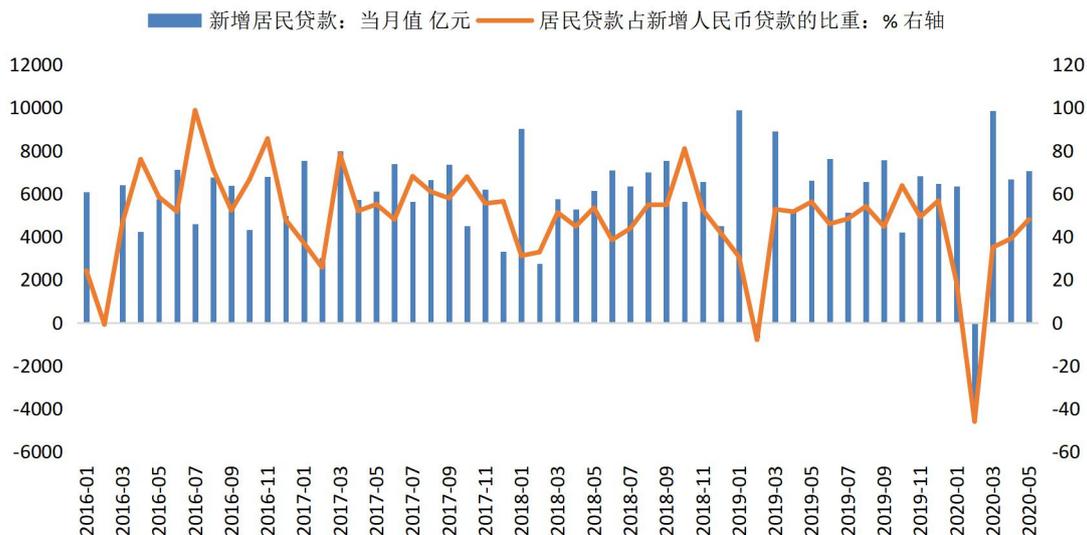
图 28 企业新增中长期贷款规模与增速



数据来源：WIND

居民贷款方面，4月居民短贷环比少增2864亿，同比多增1187亿，反映居民消费活动逐步恢复，尤其是车市回暖，对消费贷需求的提振；同时，4月房地产市场也有所好转，支撑按揭贷款需求，当月居民中长期贷款环比少增349亿，同比多增224亿。总体上看，在房地产政策基调依然以稳为主的背景下，与企业贷款相比，新增居民贷款同比增速较为温和。

图 29 新增居民贷款规模及占比

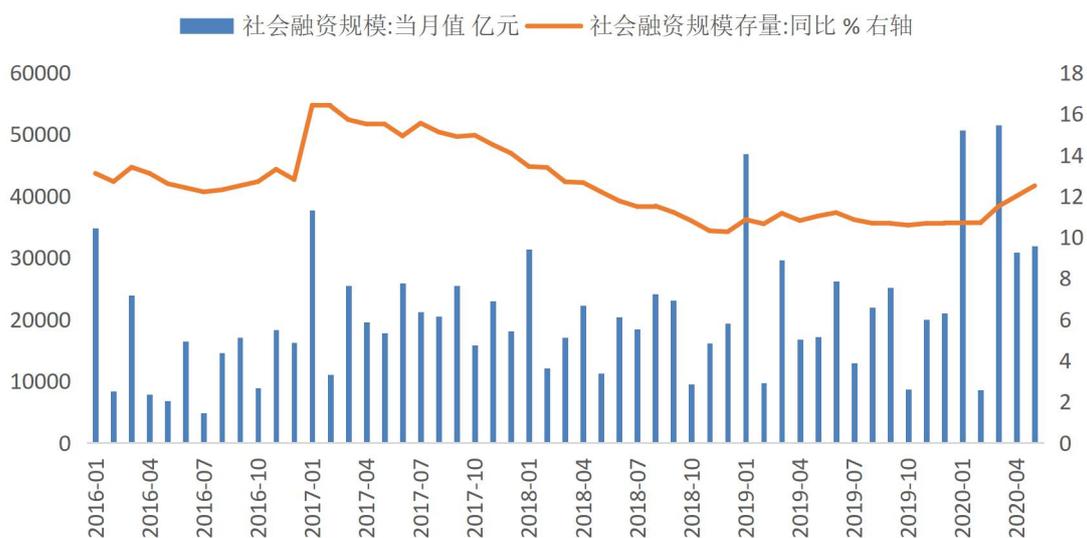


数据来源: WIND, 东方金诚整理

3.2 5月新增社融环比略有多增, 但内部结构变化较大, 除人民币信贷保持较快增长外, 当月专项债发行带动政府债券融资大幅增加, 而主要受近期债券市场收益率明显走高影响, 5月企业债券融资明显放缓; 社融同比则在政府债券和人民币贷款拉动下保持大幅多增势头

5月新增社融规模为3.19万亿, 环比多增959亿, 同比多增1.48万亿。月末社融存量同比增速较上月末加快0.5个百分点至12.5%, 为2018年5月以来最高。

图30 社融规模增长情况



数据来源: WIND

5月社融同比大幅多增，主要受政府债券、人民币贷款拉动。其中，当月除人民币贷款同比多增约3600亿外，4月底下发的1万亿新增专项债额度要求在5月发行完毕，带动当月专项债发行大幅放量，叠加国债发行量和净融资规模也有所走高，5月政府债券环比多增8043亿，同比多增7543亿，是当月新增社融环比、同比增量的主要来源。5月企业债券融资同比多增1938亿，但环比少增6044亿，反映出政府债券大规模发行、而央行流动性注入较为克制，导致资金面趋紧，债券市场收益率大幅走高，对企业债券发行产生挤出效应。

此外，5月三项表外融资合计新增226亿元，环比多增205亿，同比多增1677亿，对社融走势影响较为有限。5月表外融资新增部分仍主要来自于表外票据融资，当月新增836亿，环比多增259亿，同比多增1604亿。

图 31 表外融资增量变化



数据来源：WIND

3.3 5月M2增速保持在逾3年以来的高点，主要推动因素是企业存款多增；当月专项债大规模发行导致财政存款增加，M2增速未能进一步走高。5月M1增速明显加快，表明伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，而房地产市场回暖也具有一定的助推作用。

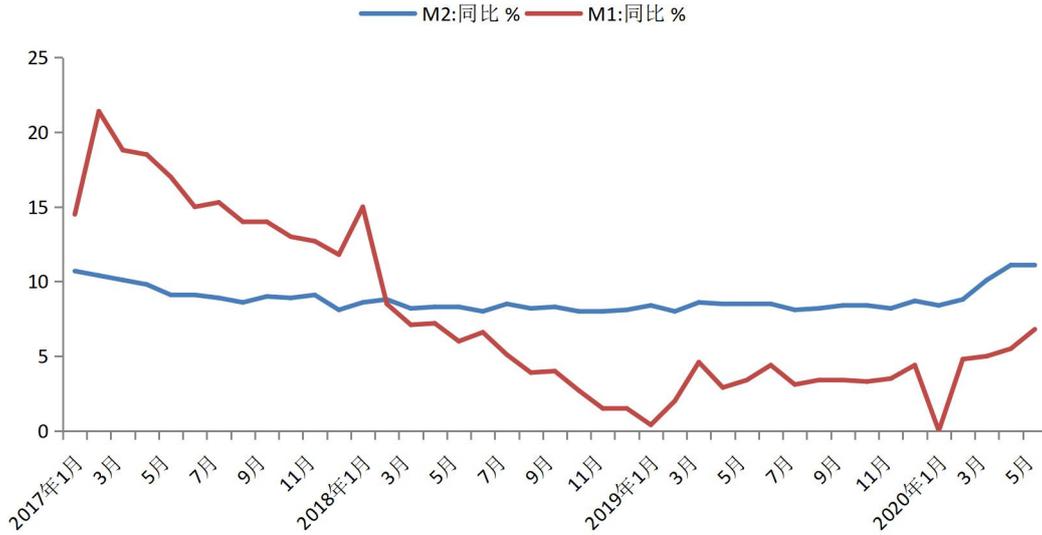
5月末M2同比增长11.1%，增速与上月末持平，比上期同期加快2.6个百分点。在近期融资条件明显改善带动下，本月企业存款较上年同期大幅多增近7000亿，是M2继续保持高速增长的主要原因。而5月M2增速未能进一步上行，主要源于当月地方专项债大规模发行，

财政存款同比多增逾 8000 亿——财政在央行的存款增加会阶段性导致商业银行体系存款的减少，从而下拉 M2 增速，反之亦然。总体上看，本月 M2 继续保持逾 3 年以来的最高增长水平，表明在央行一系列宽信用措施带动下，货币供应量增速已较上年明显加快，也预示着下半年经济增长动能会有显著增强。

针对 3 月以来 M2 增速明显加快，我们认为其背后有两类因素在发挥作用：首先，基础货币数量和货币乘数变化决定 M2 走势（ $M2 = \text{基础货币量} \times \text{货币乘数}$ ）。年初以来，央行通过 3 批专项再贷款再贴现政策、增量开展 MLF 等方式，加大基础货币发行量，4 月末基础货币规模同比增长 4.32%，增速较上年同期加快约 7 个百分点，比上年末加快 6.4 个百分点。在货币乘数方面，近期央行连续实施全面降准和定向降准，直接扩大了货币乘数上升空间；而疫情发生后，央行鼓励商业银行通过信贷、债券投资等渠道，加大对实体经济的支持力度，实际货币乘数快速走高（从上年末的 6.13 倍升至今年 4 月的 6.72 倍）。其次，金融严监管效应减弱，也为 M2 增速阶段性走高创造了条件。数据显示，自今年 1 月起，银行股权及其他投资科目摆脱了之前的连续收缩过程，近四个月整体呈现较快扩张势头。而在 2017-19 年，正是这一指标的持续收缩，构成了当期 M2 增速下行的主要原因。

5 月 M1 同比增速较上月加快 1.3 个百分点，达到 6.8%，与上年同期相比也加快 3.4 个百分点，为近 25 个月以来的最高增速。我们认为，5 月 M1 增速加快上行，直接原因是伴随复工复产进程全面展开，包括服务业在内的各类市场主体业务活动增强，活期存款多增。此外，从当前可以得到的数据来看，包括 30 个大中城市在内的全国房地产市场持续回暖，当月房企等相关企业活期存款增速加快——历史数据显示，M1 增速与房地产市场活跃程度相关性较强。

图 32 M1、M2 增速 %



数据来源: WIND

3.4 在央行推出“直达工具”等宽信用措施推动下，6月新增信贷和社融规模有望继续扩大。我们判断，近期宽货币暂缓仍有可能继续给企业债券和票据融资带来一些波动，但人民币信贷、政府债券融资的大幅多增将抵消这一影响，6月社融存量和M2增速还有进一步上升空间

6月1日，央行推出了中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款支持计划这两项新的货币信贷政策工具，并发布了进一步做好中小微企业金融服务的政策指引。这表明，下一步针对国民经济薄弱环节的宽信用力度会进一步加大，实体经济融资环境将持续改善。这将对未来新增信贷和社融规模起到直接推动作用。我们注意到，5月以来监管层加大针对各类金融空转套利的防范力度，市场资金面有所收紧，债券收益率上行幅度较大。这会在一段时间内对企业债券融资以及表内票据融资带来一定影响。但伴随经济复苏态势强化、企业一般贷款利率下行，以及政府债券发行仍处高峰期，6月信贷和社融增长势头不会受到明显影响，社融存量和M2增速都有进一步上升空间。

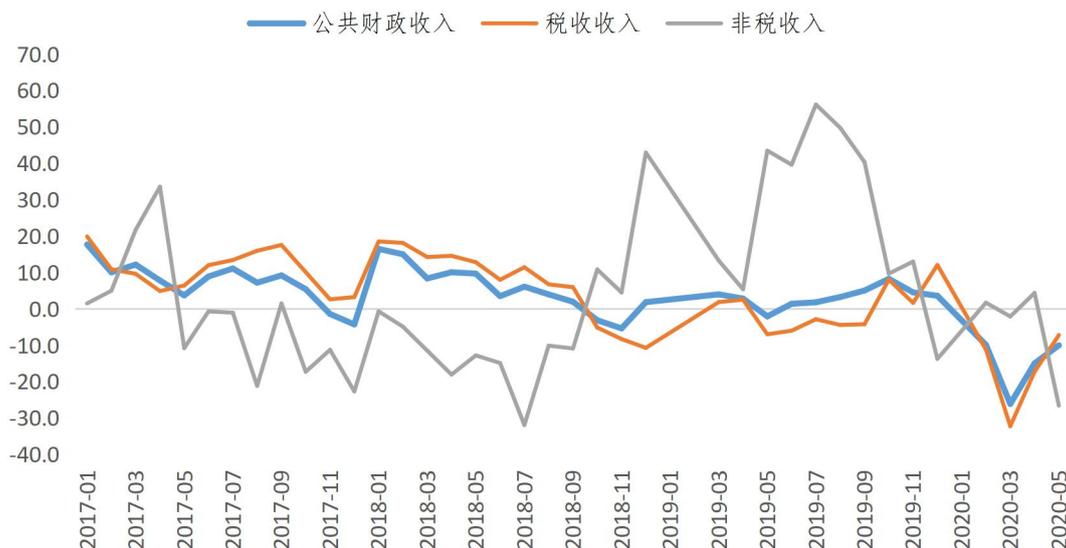
初步估计，在M2增速达到16.0%之前，本轮货币扩张引发高通胀的风险将处于可控状态。不过，当前监管层仍对宏观杠杆率上升等金融风险保持高度关注，由此我们判断，下半年M2和社融存量增速的高点可能分别在14.0%和16.0%附近。

4. 财政：5月财政收入低位改善，财政支出增速再度转负

4.1 5月国内经济活动进一步恢复，加之去年同期增值税、个人所得税减税效应显现等因素造成低基数，税收收入降幅大幅收窄，但在当月非税收入增速受高基数拖累显著回落背景下，整体财政收入跌幅依然达到两位数

5月财政收入同比下降10.0%，降幅较上月收窄5.0个百分点，延续上月以来的“坑底”爬升趋势。其中，税收收入同比下降7.2%，与上月降幅17.3%相比明显收窄；非税收入同比下降26.6%，增速较上月大幅下滑31.0个百分点，主要原因是去年为弥补税收下降带来的收入缺口，中央和地方政府通过特定金融机构和国企上缴利润，以及多渠道盘活国有资源资产等方式增加非税收入，造成较高的基数（去年5月非税收入同比增长43.5%）。

图 33 财政收入同比变化 %



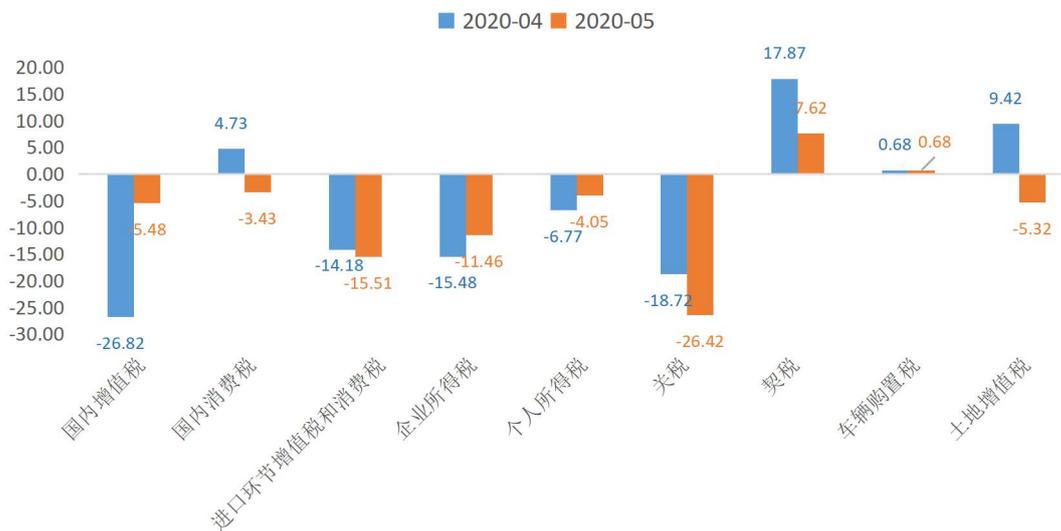
数据来源：WIND 资讯

分税种看，5月各主要税种中，增值税、企业所得税和个人所得税收入降幅均有所收敛，尤其是第一大税种增值税收入同比降幅从上月的26.8%大幅收窄至5.5%，上拉整体税收收入增速。究其原因，一方面，5月国内宏观经济继续回暖，利好税基改善；另一方面，去年5月增值税、个人所得税减税效应显现，去年低基数也带动今年5月相关税种同比降幅收敛。此外，5月企业所得税收入环比扩张，同比也有所改善，一定程度上反映企业盈利的边际好转。但需说明的是，5月是企业所得税汇算清缴月份，环比通常会有所上升，属于季节性现象，而汇算清缴主要是反应上年税收情况，与近期企业经营的关系并不大。

其他主要税种中，受高基数影响，5月国内消费税收入同比增速再度转负；进口环节增值税和消费税、关税收入降幅有所扩大，这与当月进口金额降幅走阔相一致；此外，5月契

税、土地增值税等涉房税收增速明显下滑，这与房地产市场持续回暖的态势不符，我们注意到，相关税收增速一直以来波动较大，短期背离可能与基数或税收节奏等非基本面因素有关。

图 34 主要税种收入增速同比变化率 %

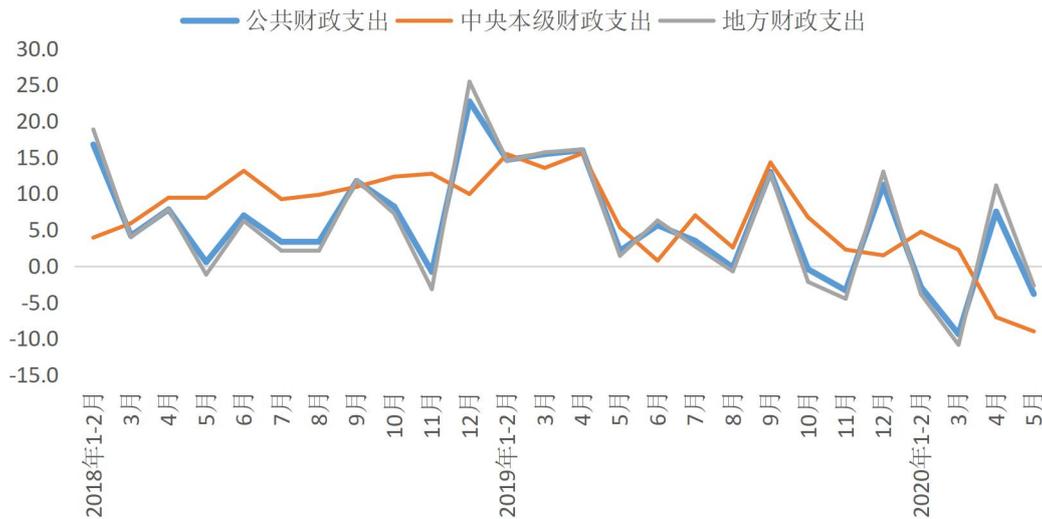


数据来源：WIND

4.2 5月地方财政支出力度减弱影响财政支出增速再度转负，除因财政收入延续负增制约支出增长外，5月下旬两会召开，地方政府可能会暂缓支出节奏，等待两会明确下一步财政扩张的空间和发力方向；在全力保障就业、民生等“六保”领域的情况下，一般财政支出对基建投资的支持能力有限，5月基建类支出增速明显低于财政支出总体水平

5月财政支出同比下降3.9%，增速较上月下滑11.4个百分点。从央地支出角度来看，主要原因是地方财政支出力度明显减弱——当月地方财政支出同比下降2.7%，增速较上月下滑13.8个百分点。除因财政收入延续负增制约支出增长外，5月下旬两会召开，地方政府可能会暂缓支出节奏，等待两会明确下一步财政扩张的空间和发力方向。

图 35 财政支出增速当月同比 %



数据来源：WIND 资讯

从分项来看，5 月各主要分项支出同比增速普遍放缓。民生类支出中，社保支出增速保持在 20.4% 的高位（前值 24.0%）；基建类支出中，农林水事务支出增速较上月加快 6.2 个百分点至 12.1%，但城乡社区事务支出增速大幅转负至 -25.9%（前值为正增 9.6%），交通运输支出降幅进一步扩大至 19.2%（前值 -14.9%）。整体上看，5 月基建类支出同比下降 10.5%，较上月放缓 11.7 个百分点，明显低于财政支出总体增速，反映在一般财政全力保障就业、民生等“六保”领域的情况下，对基建投资的支持能力提升有限，专项债等一般公共预算以外的支出将在拉动基建投资方面发挥主要作用。

图 36 主要财政支出分项同比变化 %



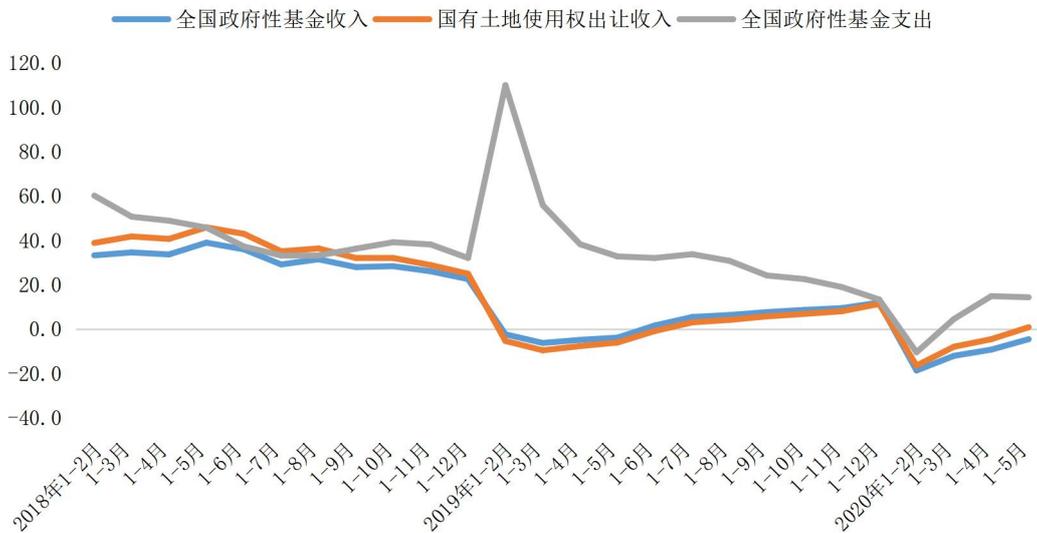
数据来源：WIND 资讯

4.3 5月土地出让金收入增速大幅反弹，带动政府性基金收入增长加速；当月政府性基金支出增速明显回落，除受高基数影响外，或与月内“两会”召开及已经发行的专项债使用节奏有关

1-5月政府性基金收入同比下降4.5%，降幅较1-4月收窄4.7个百分点。5月当月政府性基金收入同比增长13.7%，较前值-2.1%大幅回升。其中，地方政府性基金收入同比增长16.0%，较上月加快16.3个百分点。主要原因是近期房地产市场持续回暖、融资环境好转，带动房企拿地热情，5月土地出让金收入同比增速较上月加快20.4个百分点至22.3%。

不过，5月政府性基金支出减速。1-5月政府性基金支出同比增长14.4%，增速较上月小幅放缓0.5个百分点。根据我们的测算，5月当月政府性基金支出同比增长12.0%，增速较上月大幅回落57.9个百分点。我们判断，除受去年同期基数走高影响外，另一个可能的原因是此前发行的专项债多数已在前两个月使用，而5月虽为专项债发行高峰，但当月发行集中在下旬，且月内“两会”召开，地方政府或暂缓支出节奏，因此当月发行的专项债暂未大规模落地使用，这也预示后期政府性基金支出增速仍将回升。

图 37 政府性基金收支当月增速 %



数据来源：WIND

4.4 6月财政收入增速将延续回升，但仍难以摆脱负增；收入端随经济活动回暖持续改善，专项债放量、特别国债开闸以及特殊转移支付机制的建立，将为后续支出发力打开空间，加之6月为传统支出大月，预计6月财政支出增速将有明显回升

今年积极财政政策会显著加大对冲力度，无论是减税降费规模还是政府投资水平，都会

高于上年。6月国内经济活动延续渐进修复，将带动财政收入增速进一步回升，但基本面整体偏弱，通缩压力犹存，加之减税降费力度加大，意味着6月财政收入增速仍较难摆脱负增状态。支出方面，收入端的改善使得收支缺口对财政支出的约束正在减弱；同时，5月专项债发行大幅放量，6月特别国债发行开闸，加之“两会”明确建立特殊转移支付机制，确保今年2万亿新增财政资金（1万亿新增赤字规模+1万亿特别国债）直达市县，将为后续财政支出发力打开空间。此外，6月为传统财政支出大月，综合来看，预计6月支出增速将有明显回升。

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。