

短期内经济复苏会很强劲

——5月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产有序恢复。5月工业增加值同比增长0.7%，由负转正。5月份上海等城市尚未解封，而工业生产已经提前复苏，再度显示出中国疫后经济“生产强、需求弱”的特征。外需对生产的拉动不可忽视，4月出口大幅下降而5月强力反弹，由此带来的赶工需求刺激了生产的回升。

消费短期乐观长期谨慎。5月消费同比下降6.7%，降幅较4月缩窄4.4个百分点。主要消费品类几乎都有大幅反弹，但是餐饮消费依然较弱，同比下滑21.1%，反映出疫情对于线下消费影响仍然很大。此外家用电器消费额降幅继续扩大，这是商品房销售走弱带来的地产后周期消费下行。随着疫情防控形势的好转和重要城市解封，短期内消费会出现快速复苏甚至一定程度上的报复性反弹，6、7月份的消费预计都会延续强复苏的势头。不过对于全年消费复苏的空间我们持谨慎态度。2020年疫情后居民消费增速下降的幅度远大于可支配收入增速下降的幅度，而社零增速环比与新增病例呈现非常明显的反向关系。所以制约未来消费复苏的最核心因素还是在于疫情防控的影响。既然疫情是影响消费的核心原因，是否意味着疫情转好之后消费复苏会非常强劲呢？我们认为天花板仍然不高。市场可能高估了疫情正在爆发的城市的消费受冲击程度，但可能低估了疫情常态化防控对日常消费的负面影响。我们以北京市为例。4月份北京市几乎没有明显的疫情反弹，防控措施也只在下旬小幅加强。但是4月份北京市社零同比下降幅度达到16.1%。这反映出仅常规疫情防控措施的加强就足以对消费产生巨大的打击。当前疫情防控难度较前两年加大，各地防疫措施也明显加强，在此背景下我们认为从全年的角度来看消费复苏的天花板并不高。

投资超预期反弹。1-5月固定资产投资累计同比6.2%，高于预期，各分项都从4月的低点反弹。基建投资当月增速从3%反弹至7.2%。一方面5月疫情防控严格度降低，部分项目得以重新开工；另一方面随着政府基建资金的到位和项目的落地，基建投资正在持续发力。目前从政府的意愿、到项目的储备、再到资金的到位情况都支持基建投资继续高增长。制造业投资当月增速从6.4%小幅反弹至7.1%，不过全年的角度来看，受疫情防控的不确定性的影响，制造业投资上升的空间可能有限。房地产投资当月同比下降7.8%，降幅较4月缩窄了2.3个百

分点。我们认为这主要是因为疫情防控严格度下降后部分工地建设量增加带来的反弹，尚不能判断房地产投资出现拐点。5月房屋施工面积累计同比下降1%，较4月下降了1个百分点，这意味着房地产投资的反弹并非源自施工面积的增加，所以其反弹的持续性也不足。不过商品房销售可能已经出现反转。

年轻人失业率仍高。5月城镇调查失业率下降0.2个百分点至5.9%，但是16-24岁人群失业率上升了0.2个百分点至18.4%。即年轻人尤其是毕业生的就业困难问题仍然较为严重。依照历史经验规律，到7月毕业季年轻人的失业率很可能会突破20%，这将给社会造成不小的压力。解决年轻人的就业是当前政策的重点，所以经济虽然触底反弹，但政策发力的必要性丝毫没有减少。

短期经济复苏将很强劲，但天花板可能不高。5月经济、PMI、金融、出口等数据全面超预期，互相印证了经济开始触底回升，反弹的动力较为充足。我们认为随着疫情防控力度的放缓和此前各类需求的补偿性释放，短期内中国经济将会出现较为强劲的反弹。所以“复苏交易”应会是接下来短期内的主要线索。不过我们认为从整个下半年的角度来看，政策宽松还是更主要的主线。上文中已经指出，未来消费和制造业投资的反弹高度可能有限，此外出口从大的趋势上也是下行的，所以除非疫情防控政策出现根本性的转折，否则经济复苏的天花板可能不高，下半年市场仍是政策市。

风险提示：国内疫情反弹，美联储超预期加息。

目录

1. 数据	5
2. 工业生产有序恢复	5
3. 消费短期乐观长期谨慎	5
4. 投资超预期反弹	6
5. 年轻人失业率仍高	9
6. 短期经济复苏将很强劲，但天花板可能不高	10

图表目录

图表 1: 工业生产修复较快.....	5
图表 2: 收入不是制约消费的首要原因.....	6
图表 3: 疫情防控是影响消费的核心原因.....	6
图表 4: 固定资产投资超预期反弹.....	7
图表 5: 基建投资强劲反弹.....	7
图表 6: 制造业投资小幅反弹.....	8
图表 7: 疫情对居民购房意愿的边际影响.....	9
图表 8: 年轻人失业率继续上升.....	9

1. 数据

中国 5 月工业增加值同比增长 0.7%，预期下降 0.1%，前值下降 2.9%。

中国 5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，预期下降 7.6%，前值下降 11.1%。

中国 1-5 月固定资产投资累计同比增长 6.2%，预期 6%，前值 6.8%。

中国 5 月城镇失业率为 5.9%，预期 6.1%，前值 6.1%。

2. 工业生产有序恢复

5 月工业增加值同比增长 0.7%，由负转正。5 月份上海等城市尚未解封，而工业生产已经提前复苏，再度显示出中国疫后经济“生产强、需求弱”的特征。外需对生产的拉动不可忽视，4 月出口大幅下降而 5 月强力反弹，由此带来的赶工需求刺激了生产的回升。

图表 1：工业生产修复较快



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

高技术产业增加值同比增长 4.3%，仍然显著高于整体工业增加值。不过与疫情前相比，4、5 月份高技术产业增加值由持续两位数的增速下降至 4% 的水平，降幅大于整体工业增加值增速，可能因为长三角地区是高技术产业重镇，受到疫情影响较为明显。我们认为随着 6 月长三角地区的解封，高技术产业会出现更加强力的反弹。

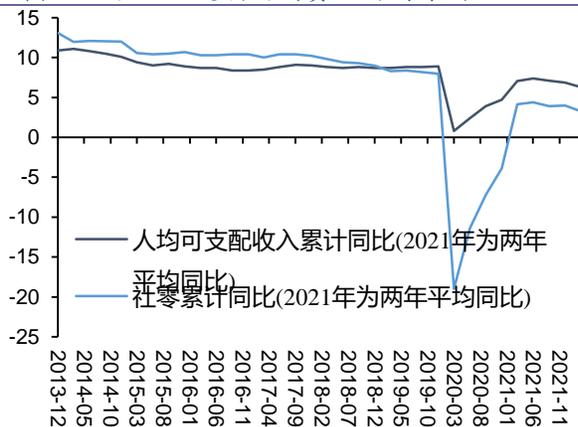
3. 消费短期乐观长期谨慎

5 月消费同比下降 6.7%，降幅较 4 月缩窄 4.4 个百分点。主要消费品类别几乎都有大幅反弹，但是餐饮消费依然较弱，同比下滑 21.1%，反映出疫情对于线下消费影响仍然很大。此外家用电器消费额降幅继续扩大，这是商品房销售走弱带来的地产后周期消费下行。

随着疫情防控形势的好转和重要城市解封，短期内消费会出现快速复苏甚至一定程度上的报复性反弹，6、7月份的消费预计都会延续强复苏的势头。不过对于全年消费复苏的空间我们持谨慎态度。

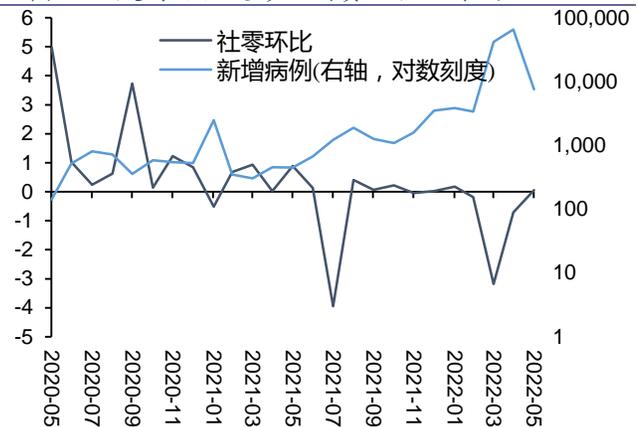
2020年第一轮疫情爆发之后，中国消费复苏始终较为乏力，其可能的原因有两个：一是经济压力传导至居民消费能力；二是疫情防控导致居民消费意愿降低。我们认为第二个原因是主要的。因为从数据上看，疫情后居民消费增速下降的幅度远大于可支配收入增速下降的幅度，而社零增速环比与新增病例呈现非常明显的反向关系。所以制约未来消费复苏的最核心因素还是在于疫情防控的影响。

图表 2：收入不是制约消费的首要原因



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：疫情防控是影响消费的核心原因



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

既然疫情是影响消费的核心原因，是否意味着疫情转好之后消费复苏会非常强劲呢？我们认为天花板仍然不高。市场可能高估了疫情正在爆发的城市的消费受冲击程度，但可能低估了疫情常态化防控对日常消费的负面影响。我们以北京市为例。4月份北京市几乎没有明显的疫情反弹，防控措施也只在下旬小幅加强。但是4月份北京市社零同比下降幅度达到16.1%。这反映出仅常规疫情防控措施的加强就足以对消费产生巨大的打击。当前疫情防控难度较前两年加大，各地防疫措施也明显加强，在此背景下我们认为从全年的角度来看消费复苏的天花板并不高。

4. 投资超预期反弹

1-5月固定资产投资累计同比6.2%，高于预期。单月的角度来看，5月固定资产投资同比增长4.7%。其中基建投资强劲反弹，制造业投资稳步提升，房地产投资虽然同比负增但降幅收窄。整体来看5月各项投资都从4月的低点反弹。

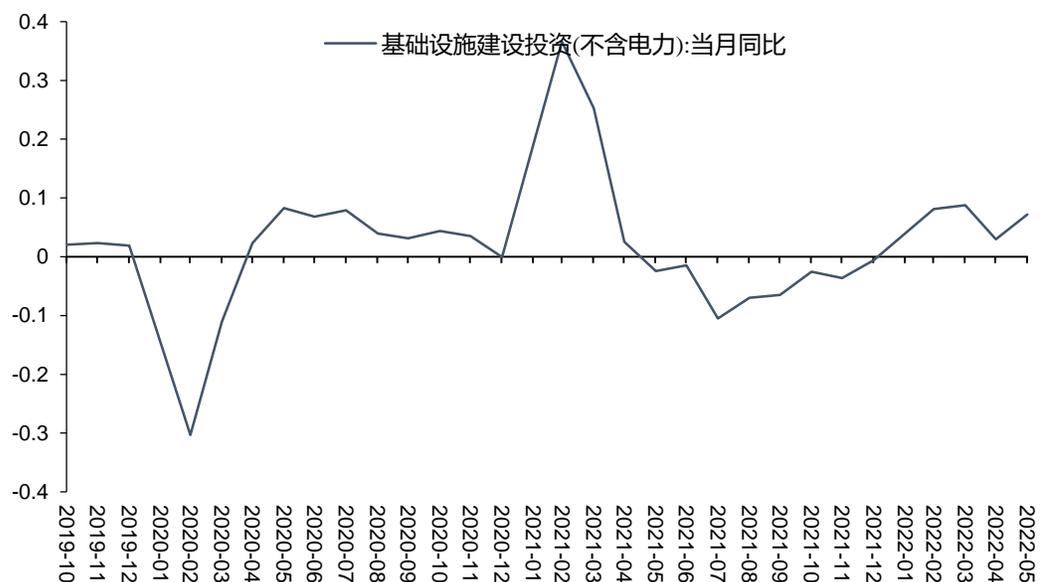
图表 4: 固定资产投资超预期反弹



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

基建投资当月增速从 3% 反弹至 7.2%。一方面 5 月疫情防控严格度降低, 部分项目得以重新开工; 另一方面随着政府基建资金的到位和项目的落地, 基建投资正在持续发力。统计局表示, “从先行指标看, 1—5 月份, 新开工项目个数同比增长 26.1%, 新开工项目计划总投资增长 23.3%, 投资项目(不含房地产开发投资)到位资金增长 18.4%, 有利于投资规模持续扩大。下阶段, 要加快推进重大项目开工建设, 加快发行使用地方政府专项债, 撬动引导社会投资, 积极扩大有效投资, 促进投资平稳增长。”可以看出从政府的意愿、到项目的储备、再到资金的到位情况都支持基建投资继续高增长。我们认为下半年基建投资有望超预期增长。

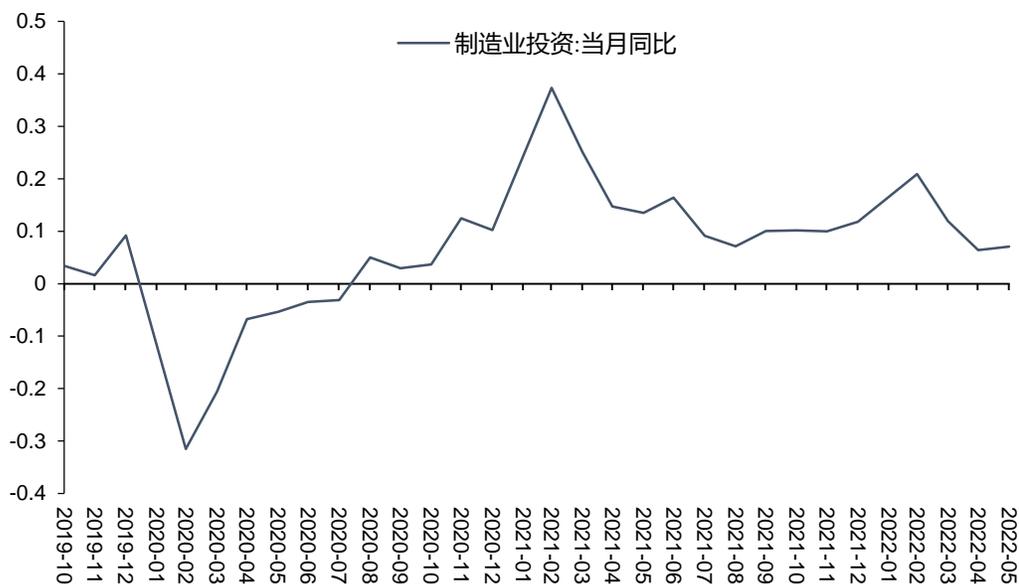
图表 5: 基建投资强劲反弹



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

制造业投资当月增速从 6.4% 小幅反弹至 7.1%，1-5 月累计同比增长 10.6%。其中技改投资是主要拉动力。1-5 月技改投资同比增长 15.7%，其比重占到全部制造业投资的 43.2%，这体现出制造业向高端转型的趋势。不过全年的角度来看，受疫情防控的不确定性的影响，制造业投资上升的空间可能有限。

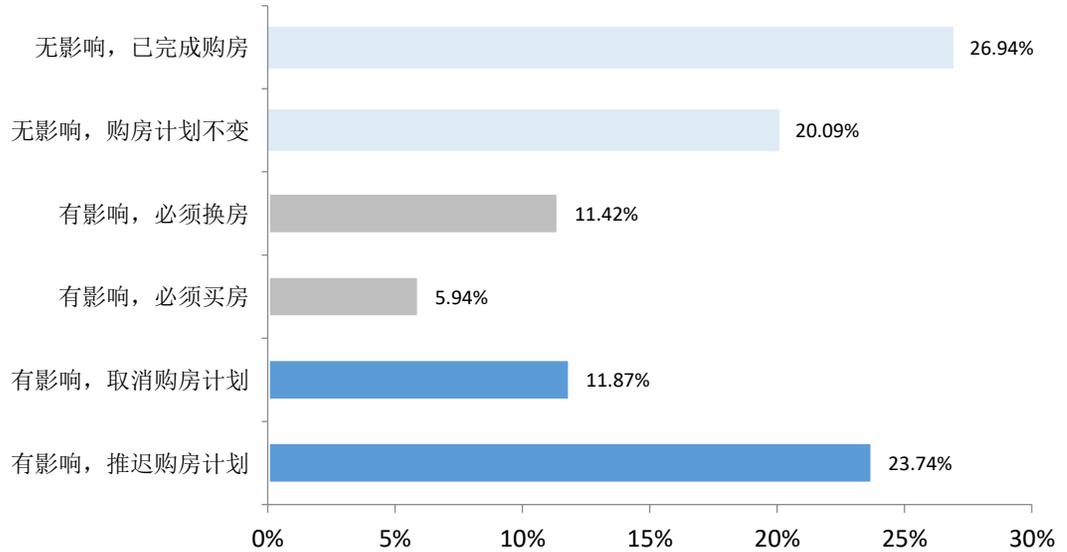
图表 6：制造业投资小幅反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

房地产投资当月同比下降 7.8%，降幅较 4 月缩窄了 2.3 个百分点。我们认为这主要是因为疫情防控严格度下降后部分工地建设量增加带来的反弹，尚不能判断房地产投资出现拐点。5 月房屋施工面积累计同比下降 1%，较 4 月下降了 1 个百分点，这意味着房地产投资的反弹并非源自施工面积的增加，所以其反弹的持续性也不足。不过商品房销售可能已经出现反转。5 月商品房销售面积同比下降 31.8%，降幅较 4 月收窄了 7.2 个百分点。目前各地房地产调控政策仍在继续松绑，房贷利率也在下降。根据克尔瑞的调研，虽然疫情反弹导致一部分居民放弃了购房计划，但是也有相似比例的居民因为疫情反而要购房或换房，而且相比之下更多的人只是因为疫情而推迟了购房计划，并非放弃购房。所以我们认为随着政策的刺激和疫情的解封，商品房销售会出现较为明显的回暖。

图表 7: 疫情对居民购房意愿的边际影响



资料来源: 克尔瑞, 太平洋证券研究院

5. 年轻人失业率仍高

5月城镇调查失业率下降0.2个百分点至5.9%, 但是16-24岁人群失业率上升了0.2个百分点至18.4%。即年轻人尤其是毕业生的就业困难问题仍然较为严重。依照历史经验规律, 到7月毕业季年轻人的失业率很可能会突破20%, 这将给社会造成不小的压力。**解决年轻人的就业是当前政策的重点, 所以经济虽然触底反弹, 但政策发力的必要性丝毫没有减少。**下半年政策对经济和就业的呵护会更强。

图表 8: 年轻人失业率继续上升



资料来源: 克尔瑞, 太平洋证券研究院

6. 短期经济复苏将很强劲，但天花板可能不高

5月经济、PMI、金融、出口等数据全面超预期，互相印证了经济开始触底回升，反弹的动力较为充足。我们认为随着疫情防控力度的放缓和此前各类需求的补偿性释放，短期内中国经济将会出现较为强劲的反弹。所以“复苏交易”应会是接下来短期内的主要线索。

不过我们认为从整个下半年的角度来看，政策宽松还是更主要的主线。上文中已经指出，未来消费和制造业投资的反弹高度可能有限，此外出口从大的趋势上也是下行的，所以除非疫情防控政策出现根本性的转折，否则经济复苏的天花板可能不高，下半年市场仍是政策市。

风险提示：国内疫情反弹，美联储超预期加息。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。