



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济下行压力尚存 稳增长亟需基建托底 —5月宏观经济数据点评

2019年6月14日

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

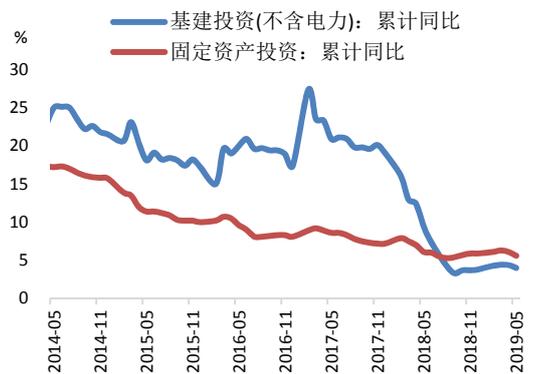
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

工业增加值与发电量



固定资产投资与基建投资



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温温和, 利润分配转移—2019年通胀形势展望》
3. 《经济数据超预期 货币政策收紧—3月及一季度宏观经济数据点评》
4. 《数据逐步回归常态, 政策仍需保持定力—4月宏观经济数据点评》

内容提要:

国家统计局公布的数据显示, 5月工业增加值同比增长5.0%, 前值5.4%, 预期5.5%; 1-5月固定资产投资同比增长5.6%, 前值6.1%, 预期6.2%; 5月社会消费品零售总额同比增长8.6%, 前值8.2%, 预期8.6%。

供给增速回落, 主要受需求偏弱、工作日减少、补限产等因素影响。中观高频数据亦印证供给端疲弱, 6月前半个月, 6大发电集团日均耗煤量同比减少11.2%, 虽然比5月有所收窄, 但前景仍然不乐观。考虑到2018年6-10月基数仍在6%左右的较高水平, 中美贸易争端仍然具有不确定性, 未来2个季度增加值或难有明显反弹。

固定资产投资持续回落, 其中基建投资回落, 房地产投资下行, 制造业投资反弹。若剔除高技术投资, 剩余制造业投资名义增速在1%之下, 扩产意愿较弱。此外, 考虑到PPI在7月后或进入通缩区间, 2018年5-7月工业企业利润基数较高拖累未来几个月表现, 叠加中美贸易争端的不确定性, 制造业反弹的持续性存疑。

消费如期回升, 但在剔除假期与基数因素后的消费增长并不显著。地产销售降温对相关商品销售有所传导, 中观高频数据显示汽车销售并未出现明显起色, 叠加居民加杠杆能力有限, 稳消费仍有压力。

综上, 5月宏观经济数据再度低于预期, 表明虽然信贷、社融总量投放较多, 但向实体传导效应减弱, 同时前期减税降费的效应尚未完全显现。在经历1-4月的节奏变化后, 5月起经济数据逐步回归常态。在未来全球主要国家趋于宽松的大环境下, 虽然外部压力有所减轻, 但仍然要保持定力, 稳就业、稳增长的同时坚持结构性去杠杆。

风险提示: 供给侧改革调整加大, 贸易摩擦升温, 央行超预期调控, 经济下行压力增大, 海外市场黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 6 月 14 日公布的数据显示，5 月工业增加值同比增长 5.0%，前值 5.4%，预期 5.5%；1-5 月固定资产投资同比增长 5.6%，前值 6.1%，预期 6.2%；5 月社会消费品零售总额同比增长 8.6%，前值 8.2%，预期 8.6%。

点评：5 月宏观经济数据再度低于预期，表明虽然信贷、社融总量投放较多，但向实体传导效应减弱，同时前期减税降费的效应尚未完全显现。在经历 1-4 月的节奏变化后，5 月起经济数据逐步回归常态。在未来全球主要国家趋于宽松的大环境下，虽然外部压力有所减轻，但仍然要保持定力，稳就业、稳增长的同时坚持结构性去杠杆。

1、工业生产低于市场预期

供给增速回落，主要受需求偏弱、工作日减少、补限产等因素影响。第一，4-5 月国内需求有所走弱，商品房成交回落，汽车销售（乘联会数据）持续负增长（5 月底有所反弹但 6 月初再度回落），社会消费品零售总额增长乏力，对供给端的影响显现。第二，5 月有 21 个工作日，2018 年同期有 22 个工作日。第三，河北、陕西部分地区 5 月补限产，如五一前唐山市发布《5 月份全市大气污染防治强化管控方案》提到，4 月 30 日前钢铁企业未通过超低排放改造验收、通过超低排放改造验收后污染物排放浓度不能稳定达到超低排放限值的烧结机和球团装备、烧结机机头一氧化碳在线监测设施未按要求向市环保指挥中心上传在线数据的，自 5 月 1 日起，相关烧结机和竖炉实施停产整治。而早在 4 月初，唐山、邯郸、临汾相继公布 2-3 季度错峰生产方案。如山西临汾计划在 4 月 15 日-10 月 31 日对重点企业实施重点管控，要求工业排污量较 2018 年下降 30-50%。第四，中美贸易争端升温引致生产与备货提前的影响还部分存在。

中观高频数据亦印证供给端疲弱，5 月高炉开工率周均值同比下滑 0.7%；6 大发电集团日均耗煤量环比减少 8.5%，同比减少 18.9%，2018 年 8 月至今，仅有 2019 年 3 月同比增速为正，其他 9 个月均为负增长。6 月前半个月，6 大发电集团日均耗煤量同比减少 11.2%，虽然比 5 月有所收窄，但前景仍然不乐观。

从行业看，5 月 41 个大类行业中有 38 个行业增加值保持同比增长，比 4 月增加了 5 个行业。增速较高的几个行业为黑色金属冶炼和压延加工业（增长 11.7%，下同）、非金属矿物制品业（9.9%）、有色金属冶炼和压

延加工业(9.4%),增速较低的为通用设备制造业(2.5%)、纺织业(0.7%)、汽车制造业(-4.7%)等。

综上,维持此前观点,考虑到2018年6-10月基数仍在6%左右的较高水平,中美贸易争端仍然有不确定性,未来2个季度增加值或难有明显反弹。

2、固定资产投资持续回落,其中基建投资回落,房地产投资下行,制造业投资反弹。

基建投资增速意外回落。1-5月基建投资(不含电力)同比增长4.0%,较前值回落0.4个百分点,由于其是在2018年同期基数回落较多的情况下取得,远弱于市场预期。目前来看,近期基建投资增速回升缓慢甚至回落,制约的主要因素或不完全在于后端资金,可能是匹配项目减少,也可能是项目资本金受到地方政府收入下降的影响。也正是如此,中共中央办公厅、国务院办公厅今日印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,推出地方政府专项债券发行和管理的新规。目前看,新规有利于推动重大基建项目加速落地,但考虑到当前仍在持续规范治理地方隐性债务的进程中,新政作用相对有限,至少目前不可过度高估。此外,信贷、社融到基建项目投资传导渠道也并非十分通畅。

制造业投资增速反弹。1-5月制造业投资同比增长2.5%,较1-4月回升0.2个百分点,为近4个月以来首度反弹。高技术制造业和高技术服务业投资同比分别增长10.2%和15.6%,增速分别快于全部投资4.6和10.0个百分点,若剔除高技术投资,剩余制造业投资名义增速在1%之下,扩产意愿较弱。此外,考虑到PPI在7月后或进入通缩区间,2018年5-7月工业企业利润基数较高(同比增速在16-21%)拖累未来几个月表现,叠加中美贸易争端的不确定性,制造业反弹的持续性存疑。

房地产投资增速回落,销售降温。1-5月房地产投资同比增长11.2%,较前值回落0.7个百分点,为年初以来首次回落。5月房地产投资同比增长9.5%,较4月回落2.5个百分点,略低于2018年同期0.3个百分点。1-5月新开工面积同比增速较前值回落2.6个百分点至10.5%;施工面积与前值(8.8%)持平。从土地市场情况看,2019年初以来100个大中城市土地溢价率较2018年下半年有所恢复,地产企业拿地策略转向一、二线城市,5月100个大中城市土地成交总价同比大增59.7%,连续第3个月反弹。不过,全部土地购置面积1-5月同比下降33.2%,跌幅仅较前值略微收窄。此外,销售有所降温,5月地产销售金额同比增长0.6%,

较前值大幅下降 13.3 个百分点；5 月销售面积同比下降 5.5%，为近 18 个月最低。考虑到土地购置费滞后计入房地产投资的因素还未显现、销售降温、目前仍是一城一策总体并未放松地产调控等，地产投资稳中放缓的趋势不改。

4、消费反弹但不显著

消费增速反弹。5 月社会消费品零售总额同比名义增长 8.6%，与市场预期一致；实际增长 6.4%，较 5 月反弹 1.3 个百分点。5 月 RPI 同比上涨 2.1%，为近 6 个月新高。反弹的原因有四：一是五一假期比 2018 年多 1 天，有利于促进消费；二是 2018 年 5 月同期基数走低；三是价格指数上升，提高名义增速；四是汽车销售转正，为近 12 月以来首次，对整体消费增速拖累减轻。

分类来看，地产相关类商品销售增速低位徘徊，建筑及装潢材料类商品销售更是连续 2 个月负增长；统计局口径的汽车销售转正与中汽协公布的汽车销售仍然负增长较多形成一定背离，但其自 2018 年 5 月起连续 12 个月负增长，基数效应有利于提振未来增速。

总体而言，在剔除假期与基数因素后的消费增长并不显著，地产销售降温对相关商品销售有所传导，中观高频数据显示汽车销售并未出现明显起色，叠加居民加杠杆能力有限，稳消费仍有压力。

风险提示：供给侧改革调整加大，央行超预期调控，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

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_11923



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn