

终端需求仍待改善 维稳经济还靠财政

——宏观经济周报

分析师：宋亦威

SAC NO: S1150514080001

2019 年 6 月 18 日

证券分析师

宋亦威

SAC NO: S1150514080001

022-23861608

助理分析师

孟凡迪

SAC NO: S1150118110004

相关研究报告

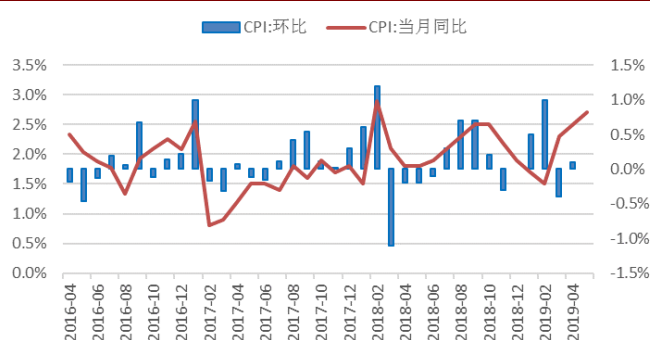
- 5 月 CPI 同比增速回升至 2.7%，食品项环比涨幅强于季节性规律仍是主要拉动力量，鲜菜鲜果鸡蛋表现均超季节性规律；但猪肉价格环比增速却并未延续回升态势。非食品项方面，各分项表现均偏弱，结合核心 CPI 判断，终端需求不足对经济扩张动能的制约依旧存在。展望未来，猪肉价格叠加翘尾因素抬升影响，6 月 CPI 增速或将略有回升。5 月 PPI 同比增速回落至 0.6%，主要是受去年同期高基数影响。从结构看，生产资料方面采掘工业环比增速较高，生活资料方面食品项环比涨幅依旧明显。展望未来，近期国际原油价格和国内成品油价格均有所回落，叠加翘尾因素降幅较大，6 月 PPI 仍将回落。
- 2019 年 5 月生产偏弱；从三驾马车看，净出口受衰退式顺差走扩影响有所回升，消费在节日调休带动下升幅较大，投资则回落偏快。虽然从单月数据来看，净出口与消费增速均回升，但整体来看经济扩张动力依旧不足。其一，抢出口效应透支后，净出口大概率回落；其二，结合 4、5 两月消费增速及核心 CPI 增速判断，我国终端消费需求依旧偏弱；其三，地产销售同比增速有所回落，新开工、施工面积均下滑，或表明地产加速周转已接近尾声，叠加地产行业融资略有收紧判断，地产投资仍有下行压力；其四，减税降费下地方政府财政压力已开始逐步显现。虽然经济数据表现偏弱，但从就业观测，5 月全国城镇调查失业率持平于上月，就业形势表现相对平稳，故而在经济仍运行在合理区间的背景下，国内稳增长压力稍有缓和。
- 尽管受表外融资拖累减弱及减税降费措施逐步落地影响，企业流动性环境有所改善，但企业中长期贷款增长持续低迷，表明在经济预期不佳的情况下，企业投资意愿将依旧疲弱，降低负债水平而不是扩大再生产将继续存在。盈利最大化向负债最小化的转变令货币政策对经济的刺激日渐无效，唯有财政刺激方能通过维稳预期而维稳经济，“货币搭台，财政唱戏”将是政策调控的核心。因此货币政策的调控将更加注重优化结构，总量调节则依旧是“补水”，在此基调下，M2 同比增速和社融增速都将受限，考虑到在“稳”和“进”的协调中财政刺激可能出现滞后或不足，这还将令两者增速面临较大的下行压力。
- 高频数据跟踪表明：
 - 下游方面，地产销售同比增速转负，土地供应增速小幅回暖、成交增速依旧回落。汽车销量增速转负且跌幅明显。整体来看，终端需求依旧偏弱。
 - 中游方面，价格涨跌互现，需求较上周继续转弱。
 - 上游方面，煤炭价格趋稳。有色方面，LME 铜价回升，铝、锌价回落。原油价格低位震荡。BDI 环比回落，BCI 小幅回升。总体而言，上游价格涨跌互现，全球需求较上周基本平稳，但依旧偏弱。
- 风险提示：全球贸易争端和国内经济下行超预期。

一、物价数据符合预期 PPI 仍有回落压力

CPI 方面，5 月 CPI 环比持平于上月，同比增速回升至 2.7%，食品项环比涨幅强于季节性规律仍是主要拉动力量。具体来说，食品项方面，受不良天气引致供给减少影响，鲜菜鲜果价格表现强势，带动食品项价格环比上涨，此外，鸡蛋价格的环比上涨亦提振了 CPI 环比增速；但猪肉价格环比增速却因需求减弱而回落至 -0.3%，并未延续猪肉环比价格回升的态势。非食品项方面，各分项表现均弱于季节性规律，结合核心 CPI 同比增速已连续 2 月回落并跌至 1.6% 判断，终端需求不足对经济扩张动能的制约依旧存在。展望未来，尽管随着夏季应季水果蔬菜供应增加，鲜菜鲜果价格环比增速或将小幅回落，但 6 月猪肉价格有再度环比回升的态势，叠加翘尾因素小幅抬升影响，6 月 CPI 增速或将略有回升。

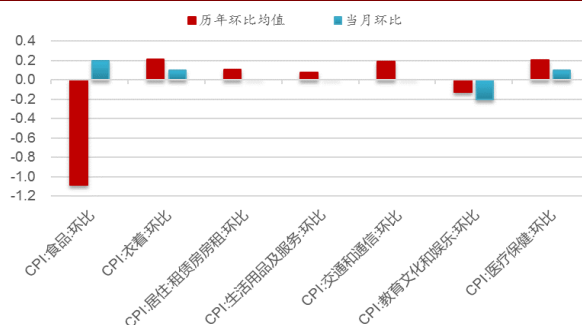
PPI 方面，5 月 PPI 环比增速小幅回落至 0.2%，同比增速回落至 0.6%，主要是受去年同期高基数影响。具体来说，从行业层面观测，虽然石油和天然气开采业以及石油加工、炼焦及核燃料加工业环比增速依然较高，但依然弱于去年同期增速，故而基数偏高是本期 PPI 增速同比降幅较大的主要拖累。从结构看，生产资料方面，采掘工业环比增速回升至 1.9%，原材料与加工工业小幅回落至 0.2% 和 0.0%；生活资料方面，食品项环比涨幅依旧明显。展望未来，近期国际原油价格有所回落，国内成品油价格亦大幅下调，叠加翘尾因素降幅较大，预计 6 月 PPI 仍将再度回落。

图 1：CPI 同比增速小幅回升



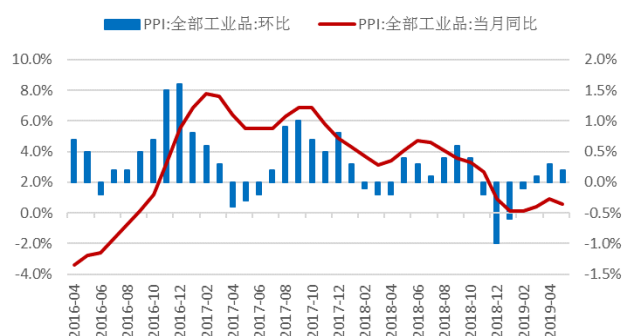
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：食品项表现强于季节性，非食品项各分项均偏弱



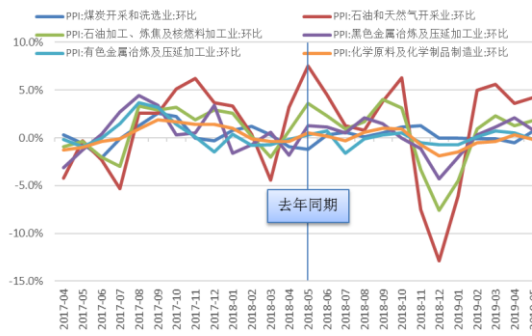
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 3: PPI 同比小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 石油产业链环比增速较快, 但弱于去年同期



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

二、数据相对偏弱 需求仍待改善

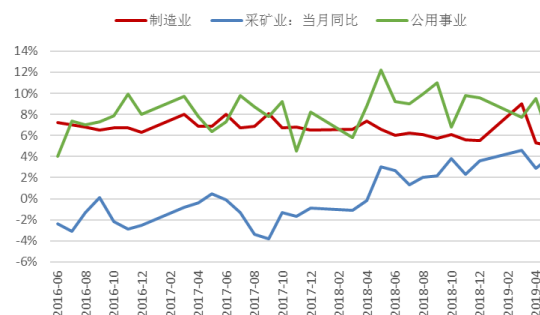
2019 年 5 月生产偏弱; 从三驾马车看, 净出口受衰退式顺差走扩影响有所回升, 消费在节日调休带动下升幅较大, 投资则回落偏快。虽然从单月数据来看, 净出口与消费增速均回升, 但整体来看经济扩张动力依旧不足, 一方面, 抢出口效应透支后, 净出口大概率回落, 另一方面, 结合 4、5 两月消费增速判断, 我国终端消费需求依旧偏弱。虽然经济数据表现偏弱, 但从就业观测, 5 月全国城镇调查失业率持平于上月, 就业形势表现相对平稳, 故而在经济仍运行在合理区间的背景下, 国内稳增长压力稍有缓和。

图 5: 工业生产偏弱



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 公共事业边际降幅明显



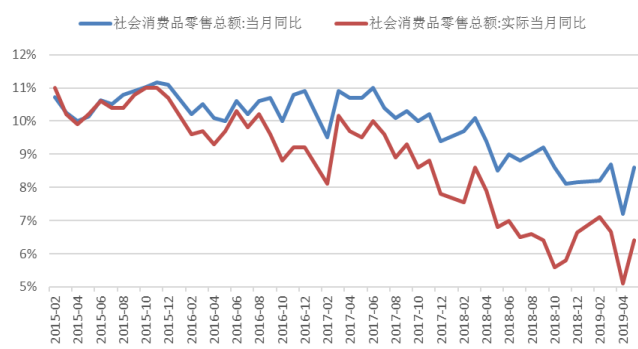
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

从生产端看, 5 月工业增加值同比增长 5%, 较 4 月回落 0.4 个百分点, 主要是受 5 月工作日较去年同期减少一天影响。具体来说, 2018 年 5 月工作日有 22 天, 而受五一假期调休影响, 2019 年 5 月工作日仅有 21 天, 故而工作日较去年同期减少一天导致工业增加值同比增速有所回落。从结构层面看, 仅采矿业同比增速有所回升, 制造业与公共事业均有所回落, 其中公共事业边际降幅较大, 是主要拖累力量。从行业看, 铁路、专用设备、金属制品同比增速有所回升, 而医药、汽车、计算机边际降幅较大。展望未来, 国内经济内生扩张动能依旧偏弱将对生

产端产生不利影响，故而若政策导向不发生边际变化，长期来看工业增加值仍有回落压力，但 6 月考虑到去年同期基数偏低影响，生产增速或将小幅反弹。

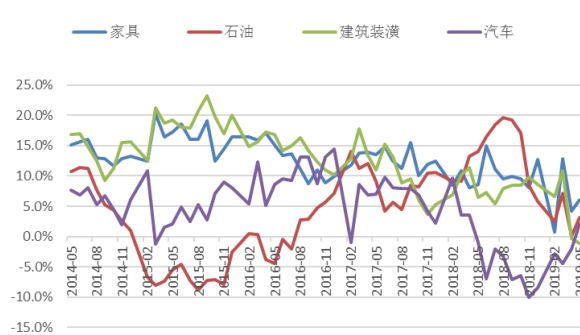
从需求端看，消费方面，5 月社零同比增长 8.6%，较 4 月大幅回升 1.4 个百分点，主要是受五一假期影响，但若以剔除假期错位效应的 4-5 月社零增速来看，其较一季度仍有一定下行幅度，这或表明终端消费需求依旧偏弱。从结构上看，5 月较 4 月大部分分项社零增速均有所回升，但若以 4-5 月社零增速判断，必选消费同比增速纷纷下滑，可选消费则表现分化，其中地产链全线下调，汽车消费则有所回暖。展望未来，尽管物价上涨对社零增速的支撑作用仍在，但考虑到假期错位影响的消退以及终端需求偏弱影响，6 月社零增速将有一定程度的下滑。

图 7：社零增速单月反弹



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 8：汽车增速回暖



资料来源：Wind，渤海证券研究所

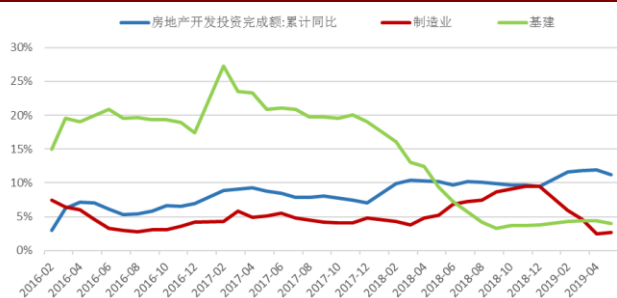
投资方面，1-5 月固定资产投资累计同比增速为 5.6%，较上月回落 0.5 个百分点，主要受地产投资和基建投资拖累影响。从结构看，地产投资增速有所回落但仍处高位，基建投资较上月有所下滑，制造业投资则略有回升。

具体来说，地产投资增速回落 0.7 个百分点至 11.2%。从结构上看，除施工面积同比增速持平于上月外，新开工面积、竣工面积同比增速均有所下滑，结合商品房销售同比增速有所回落判断，地产商加速周转进程或已逐渐步入尾声。此外，在资金来源方面，银保监会近期强调银行、非银领域禁止为房地产项目违规提供融资，地产行业融资有边际收紧的趋势，预计 6 月地产投资仍将有一定下滑压力。

制造业投资方面，本期制造业投资较上月回暖 0.2 个百分点至 2.7%，可能与减税降费政策传导以及缓解中小微企业融资难、融资贵政策效果逐步显现有关。从结构上看，化学原料、有色金属、金属制品业、汽车制造业增速有所回暖，专用设备制造业、医药制造业、计算机同比增速则降幅较大。展望未来，尽管本期制造业投资小幅回暖，但在外部不确定性仍存、高基数以及企业盈利回落影响，制造业投资增速仍有下滑压力。

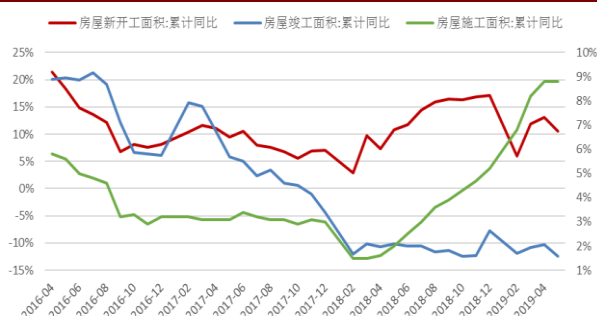
基建投资同比增速 4%，较上月回落 0.4 个百分点，可能与减税降费下地方财政压力逐步显现有关。从财政收支角度看，财政收入同比增速由正转负，而财政支出同比增速则由 15.9% 大幅下降至 2.1%，从各分项数据看，城乡事务、农林水事物增速回落明显，但中央财政支持下交通运输同比增速回升较为明显，这表明地方政府财政缺口相对较大。近期，国务院发文称允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，将在一定程度上缓解地方政府财政压力，或将对未来基建投资增速产生一定边际支撑作用。

图 9：房地产拖累投资增速



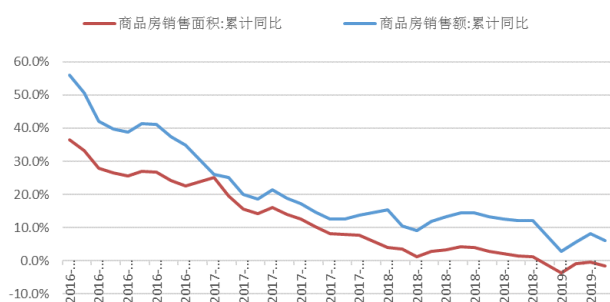
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 10：新开工、竣工增速回落



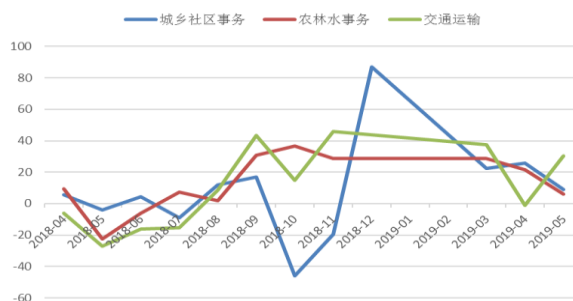
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 11：地产销售增速下滑



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 12：城乡社区事务、农林水事务增速回落



资料来源：Wind，渤海证券研究所

总体来说，5 月生产回落偏快，需求端，虽单月消费、出口有所回升，但整体来看，经济依然偏弱，内生扩张动能依旧不足。从就业角度观测，就业形势基本保持稳定，国内稳增长压力则略有缓和。故而在稳中求进的总基调下，未来政策或将更注重相机抉择，一旦经济滑出运行的合理区间，逆周期政策将发力补位。

三、需求不足制约信贷创造 维稳经济还需财政加力

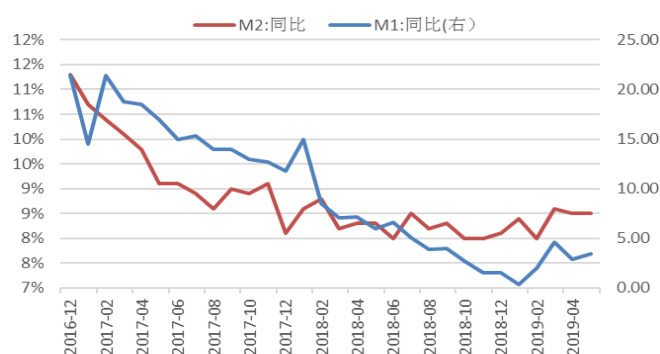
5 月存贷款增速继续小幅下降，而社融增速则出现大幅度回升，主要是受到表外融资拖累减弱影响；表外融资拖累减弱叠加减税降费措施逐步落地影响，虽信贷

同比小幅回落，但企业流动性环境有所改善，M2 同比增速有所回升。从结构上看，贷款结构依然不佳，企业中长期贷款继续少增，表明企业中长期投资意愿依旧低迷，而居民仍是新增贷款特别是中长期贷款的主力，表明在房地产市场依旧坚韧的背景下，居民加杠杆仍是信贷扩张的主要动力。

表外融资虽仍承压，但力度有所缓和。尽管表外融资在 5 月份依旧净减少，但明显小于去年同期水平，成为当月社融多增的重要支撑。直接融资方面，A 股市场的调整令当月股票融资同比回落，而债券融资虽然同比多增，但是考虑到 2018 年同期债市波动的冲击，今年 5 月债券融资水平也并不乐观，同企业中长期贷款增长乏力相印证更加说明企业投资意愿的疲弱。

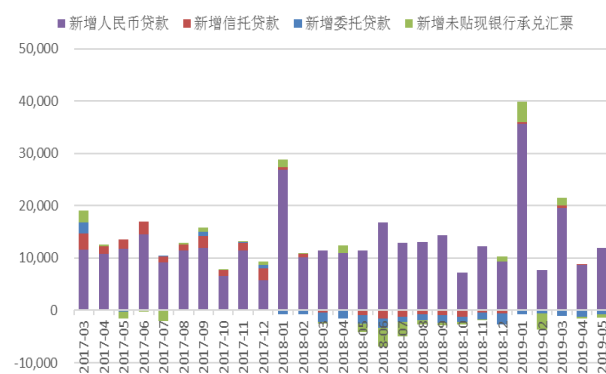
综上所述，尽管企业流动性环境有所改善，但是其中长期贷款增长则持续低迷，这说明即便是企业流动性环境持续改善，在经济预期不佳的情况下，企业投资意愿将维持低迷，降低负债水平而不是扩大再生产将继续存在，盈利最大化向负债最小化的转变令货币政策对经济的刺激日渐无效，唯有财政刺激方能通过维稳预期而维稳经济，“货币搭台，财政唱戏”将继续是政策调控的核心，近日专项债新规发布后 A 股市场的反应就是最好的例证。因此，货币政策的调控将更多地落在优化结构这一层面，而总量调节则依旧是“补水”，在此基调下，M2 同比增速和社融增速都将受限，考虑到在“稳”和“进”的协调中财政刺激可能出现滞后或不足，这还将令两者增速面临较大的下行压力。

图 13: 企业现金流有所改善



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 社融增速回升



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

四、上中下游跟踪

4.1 地产销售同比增速转负，汽车销量依旧承压

6 月第一周地产销售同比增速由正转负。从结构看，单周仅一线城市同比增速回

升，二三线城市同比增速均下滑。移动平均法下，地产销售同比增速亦有所收窄，各线城市同比增速均回落。土地方面，6月第二周土地供应增速小幅回暖、成交增速依旧回落；移动平均法下，土地供应成交增速纷纷回落。汽车方面，6月第一周汽车零售同比增速为-24.1%，前值为5%；批发同比为-48%，汽车销量同比降幅较大，汽车销售依旧承压。整体来看，终端需求依旧偏弱。

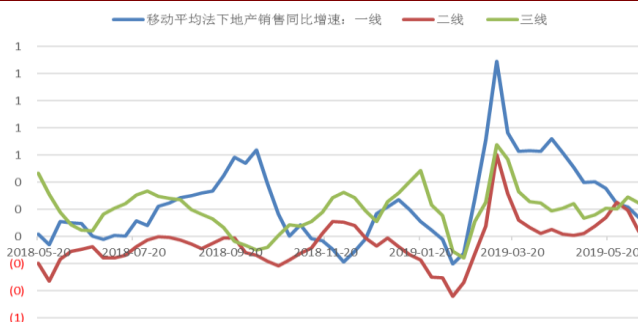
4.2 中游价格涨跌互现，需求较上周继续转弱

钢铁方面，高炉开工率小幅回落，螺纹钢、冷热轧板卷价格延续全线下调。铁矿石价格回升偏快。水泥价格有所回落，西北、华北地区较强。化工方面，PTA价格小幅回升，PTA开工率稍有回落，涤纶POY略有回升。总体而言，中游价格涨跌互现，需求较上周继续转弱。

4.3 上游价格涨跌互现，全球需求较上周基本平稳

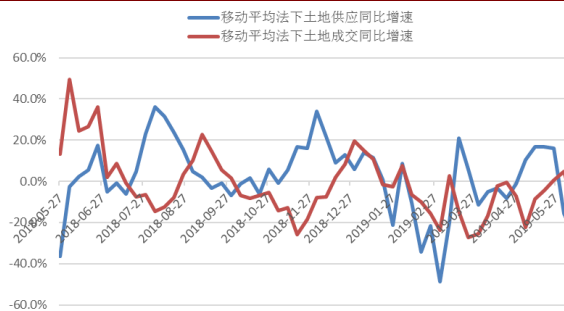
煤炭价格趋稳，六大发电集团日均耗煤量回升偏快，同比略有改善，发电集团煤炭库存小幅回落，秦皇岛港库存延续回落。有色方面，LME铜价回升，铝、锌价回落。原油价格低位震荡。BDI环比回落，BCI小幅回升。总体而言，上游价格涨跌互现，全球需求较上周基本平稳，但依旧偏弱。

图 15: 移动平均法下地产销售各线城市回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 土地供应成交同比增速回落



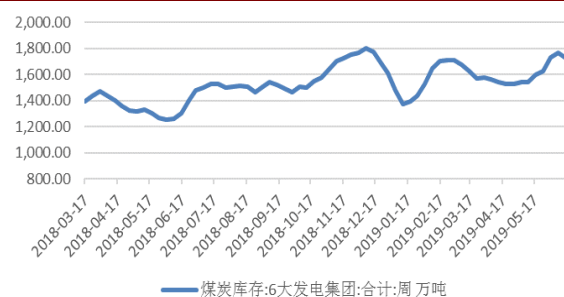
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 17: 发电集团日均耗煤量回升偏快



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 18: 发电企业煤炭库存小幅回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 19: 秦皇岛港库存延续回落



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 20: 煤炭价格趋稳



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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_11926

