

## 经济指标小幅下滑，刺激比预期更为谨慎

### 5月经济数据点评

#### 核心内容：

##### 1、生产需求缓慢下滑，刺激可能比预期要慢

生产再显弱势，居民需求震荡，房地产下行，基建小幅回落。经济指标仍然小幅下滑，但信贷并未有大幅起色。

中美贸易摩擦下，生产已经受到影响，对经济的冲击仍在缓慢显现。但整体来看，经济指标并未出现过快下滑，尤其是房地产投资仍然在高位，虽然房地产先行指标显示下半年投资并不理想，但基建并未有大幅起色。在经济指标小幅下滑的过程中，债务仍然是制约投资的主要指标，刺激政策可能比预期要更为缓慢。

##### 2、工业生产继续下行，外资企业生产跌入负值

5月工业增加值继续回落，工业生产景气度下行，下游需求仍显弱势。外资企业生产跌入负值，贸易摩擦和外需走弱影响生产。房地产、工程项目带来的订单仍然利好黑色产业，但利好作用减弱，居民消费拉动生产仍然不足。工业生产年内可能保持低位运行。

##### 3、刺激政策小幅见效，年内消费震荡

5月份消费回升，消费进入平稳期。可支配收入平稳，受到房地产挤压消费型支出难有作为。居民基础生活消费平稳，消费升级减缓，首饰、服装消费小幅回升，汽车消费意外回正，刺激政策小幅起作用。减税的效果见效较为缓慢，汽车和家电的消费刺激受到期盼。石油消费与价格密切相关，预计6月份下行，预计全年消费保持在7.5%左右。

从结构上来看，5月份我国社会消费品零售出现分化：（1）第一大消费品行业汽车消费回到正增长，汽车消费5月份达到3223亿元，各大厂家推出汽车优惠，同时部分城市对汽车限购略有放开，但中国乘用车消费增速仍然在下行，汽车消费不容乐观；（2）石油消费小幅回升，价格上行是石油消费起落的关键；（3）房地产相关消费仍然较为低迷，5月份消费回升，但回升幅度不大，可能与房地产竣工面积延迟有关。家具和建筑装饰材料5月份消费分别是151亿和158亿元，仍然处于低位，家用电器消费额上行，白色家电在夏季消费增速上行。（4）居民生活消费基本平稳。5月份生活消费小幅回升属于正常波动，中西药品消费下滑，但服装鞋帽、金银珠宝消费上行。在投资稳定的情况下，消费很难大幅增长，19年1~5月份居民非必要消费起色不大，房地产消费相对低迷，汽车消费反而上行，但持续性待观察，我国进入了消费平稳期，预计2019年全年消费水平在7.5%左右。

##### 4、房地产基建投资回落，固定资产投资下半年下台阶

固定资产投资小幅回落，制造业单月投资回升，但前景并不明朗，房地产和基建单月投资回落。今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年可能不会出现大幅上行。房地产投资在上半年都能有较好的增长，但土地购置并不热情，100城土地出售已经下滑，房地产下半年面临下行。制造业投资仍然在底部震荡，预计3、4季度可能稳定。预计固定资产投资随房地产投资下行，下半年回落至4%~5%左右。

从结构上来看，1~5月份，三产的投资增速回落，二产稍有稳定。二产投资稍显稳定，但并未走出低谷，原因有三：（1）制造业投资跌入低位，下滑速度减弱，过程中不乏反弹；（2）制造业固定资产投资计税可加速折旧，其他费用增加；（3）中美贸易摩擦的影响仍在扩散，制造业难以企稳，仍在下滑途中。

三产投资出现回落：（1）基建投资稍有回落，仍然托底了整个投资增速；（2）房地产行业增速稍有回落，但投资增速增长仍然较快。房地产行业单月投资增速回落至9.51%，结束了连续11个月的超过11%的增速，100城出售土地面积已经回落，房地产投资未来面对下行。基建的单月增速5月份回落至3.07%，基建的投资增速并没有快速增长。在没有融资平台和银行信托的配合，地方政府投资难以启动，基建中铁路和道路增速较高，但公共设施和水利投资仍然负增长，基建投资增速年内可能就是位数增长，而房地产投资增速可能在下半年拉低整个投资增速。

基建的投资今年可能起到稳定器的作用，大幅增长的可能性在降低，年内预计基建增速保持在6%左右。房地产先行指标已经走低，下半年预计房地产增速下滑。全年预计固定

#### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

资产投资下滑至 4%~5%

## 一、生产弱势，外资企业生产跌入负值

5 月工业增加值回落超出预期，工业生产景气度下行，上游高产量并未辐射至中下游，需求仍显弱势。民营企业生产回落最快，东部的企业更为谨慎，外需走弱一定程度影响生产。房地产、工程项目带来的订单仍然利好黑色产业，但是居民消费拉动生产仍然不足。工业生产年内可能保持低位运行。

5 月份，工业增加值继续回落，同比增长 5.0%，比 4 月份 5.4% 回落 0.4 个百分点。5 月份工业增加值继续回落，国企生产下滑，外资企业生产跌入负值。

从行业来看，电力、汽车制造、医药制造和计算机通讯制造下滑速度最快，生产出现较大下滑，季节性因素并不能解释生产的下滑。塑料制品行业生产上行，金属制品行业上行。

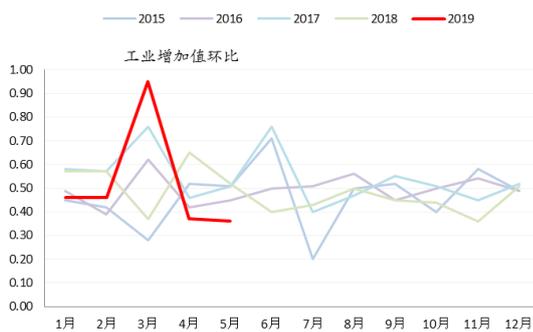
5 月份的生产仍然不理想，需求仍然属于弱势，建筑业需求仍然较好，其他民用需求较弱。贸易摩擦以及全球经济不景气影响外部需求，内外交织导致了生产的回落。

图 1：工业增加值同比回落（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

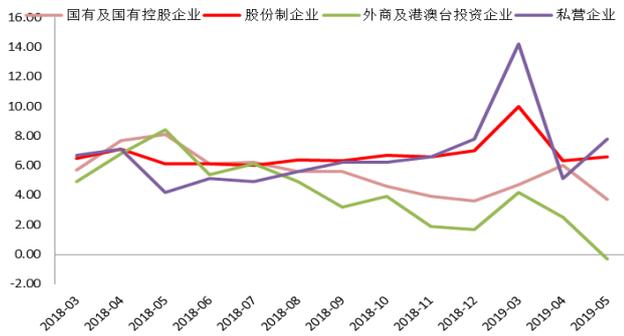
图 2：工业增加值环比处于低位（%）



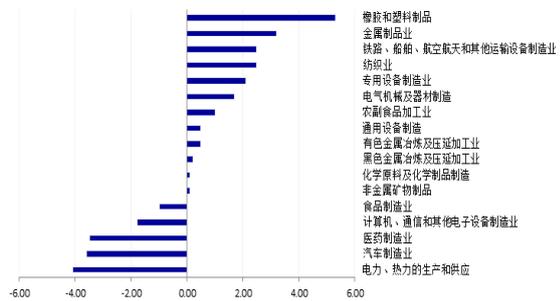
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 3：外商企业生产跌入负值（%）

图 4：5 月份比 4 月份回落幅度（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

表 1：各年度工业增加值比较

累计同比%	5月	2018年	2017年	2016年	2015年
非金属矿物制品	10.70	4.60	3.70	6.50	6.50
有色金属冶炼及压延加工业	9.70	7.80	1.50	6.20	11.30
电气机械及器材制造业	9.70	7.30	10.60	8.50	7.30
黑色金属冶炼及压延加工业	9.50	7.00	0.30	-1.70	5.40
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.50	5.30	6.20	3.20	6.80
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.40	13.10	13.80	10.00	10.50
专用设备制造业	9.00	10.90	11.80	6.70	3.40
金属制品业	8.40	3.80	6.60	8.20	7.40
电力、热力的生产和供应	6.80	9.60	7.80	4.80	0.50
医药制造业	6.70	9.70	12.40	10.80	9.90
通用设备制造业	5.70	7.20	10.50	5.90	2.90
食品制造业	5.20	6.70	9.10	8.80	7.50
农副食品加工业	5.10	5.90	6.80	6.10	5.50
橡胶和塑料制品	4.70	3.20	6.30	7.60	7.90
化学原料及化学制品制造业	4.60	3.60	3.80	7.70	9.50
纺织业	1.90	1.00	4.00	5.50	7.00
汽车制造业	-1.00	4.90	12.20	15.50	6.70

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

## 二、刺激政策小幅见效，全年消费增速震荡

5月份消费回升，消费进入平稳期。可支配收入平稳，受到房地产挤压消费型支出难有作为。居民基础生活消费平稳，消费升级减缓，首饰、服装消费小幅回升，汽车消费意外回正，刺激政策小幅起作用。减税的效果见效较为缓慢，汽车和家电的消费刺激受到期盼。石油消费与价格密切相关，预计6月份下行，预计全年消费保持在7.5%左右。

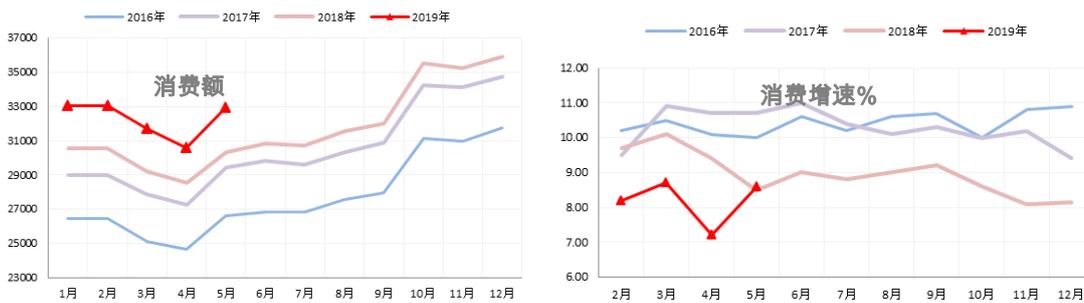
2019年5月份社会消费总额32,956亿元，同比增长8.6%。1~5月份社会消费品零售总额161332亿元，同比增长8.1%。消费增速5月份回升，预计之后消费增速保持震荡。从实际消费来看，5月RPI同比从2.0%上行至2.1%，物价平稳，实际消费增速上行至6.4%，回升1.30个百分点。名义消费和实际消费增速自上个月低位回升，但未来持续上行概率不大，可能全年保持震荡。2019年1月起个人所得税改革，社会消费品零售并未发生显著变化，减税的效应可能会以很缓慢的速度影响居民消费。

城镇居民人均可支配收入和消费性支出之间差距自 2017 年以后加大,我们认为对房地产的加速消费使得收入和消费型支出之间的差距加大。人均消费性支出持续走低,1 季度 6.1%, 低于去年 4 季度, 社会消费与支出之间的关联度更大。

从结构上来看,5 月份我国社会消费品零售出现分化:(1) 第一大消费品行业汽车消费回到正增长,汽车消费 5 月份达到 3223 亿元,各大厂家推出汽车优惠,同时部分城市对汽车限购略有放开,但中国乘用车消费增速仍然在下滑,汽车消费不容乐观;(2) 石油消费小幅回升,价格上行是石油消费起落的关键;(3) 房地产相关消费仍然较为低迷,5 月份略有回升,但回升幅度不大,可能与房地产竣工面积延迟有关。家具和建筑装潢材料 5 月份消费分别是 151 亿和 158 亿元,仍然处于低位,家用电器消费额上行,白色家电在夏季消费增速上行。(4) 居民生活消费基本平稳。5 月份生活消费小幅回升属于正常波动,中西药品消费下滑,但服装鞋帽、金银珠宝消费上行。

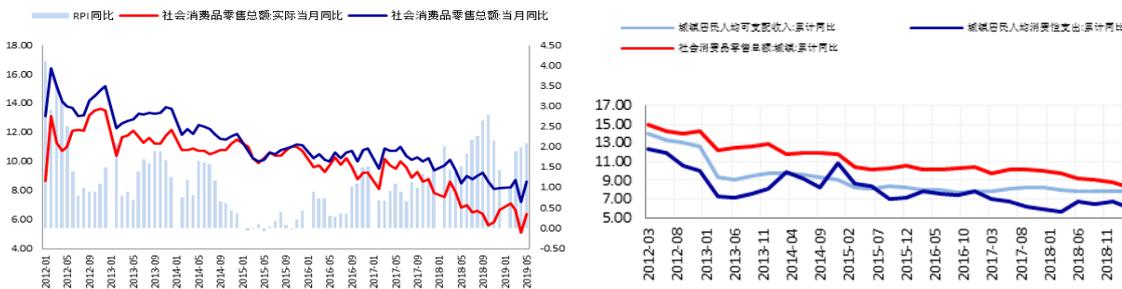
在投资稳定的情况下,消费很难大幅增长,19 年 1~5 月份居民非必要性消费起色不大,房地产消费相对低迷,汽车消费反而上行,但持续性待观察,我国进入了消费平稳期,预计 2019 年全年消费水平在 7.5%左右。

图 5 : 各年度全社会消费额和消费增速变化 (单位:亿元,%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 6 : 社会消费品零售总额名义和实际增速走势 (%) 图 7 : 城镇居民人均收入增速下行 (%)

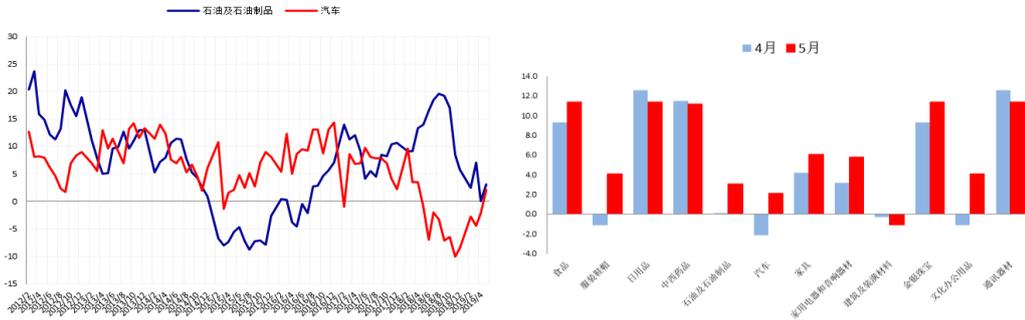


数据来源: WIND 中国银河证券研究院

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 8 : 汽车消费回正 (%)

图 9 : 5 月份各行业消费回撤 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

数据来源：WIND 中国银河证券研究院

### 三、房地产基建投资回落，投资下半年再下台阶

固定资产投资小幅回落，制造业单月投资回升，但前景并不明朗，房地产和基建单月投资回落。今年固定资产投资稳定是托底的基建和韧性较强的房地产带动。基建投资保持稳定器作用，但在地方政府债务暂时没有化解的情况下，今年可能不会出现大幅上行。房地产投资在上半年都能有较好的增长，但土地购置并不热情，100 城土地出售已经下滑，房地产下半年面临下行。制造业投资仍然在底部震荡，预计 3、4 季度可能稳定。预计固定资产投资随房地产投资下行，下半年回落至 4%~5% 左右。

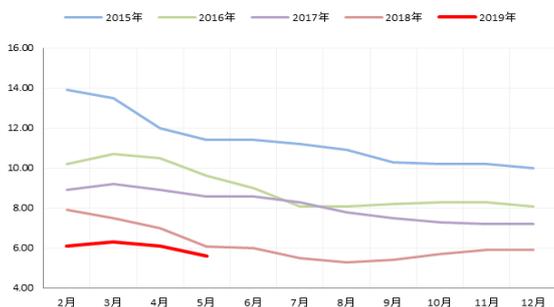
2019 年 1~5 月份，固定资产投资增速 5.6%，比 1~4 月份回落 0.5 个百分点。从历史数据可看到，固定资产投资额是有季节特征，但固定资产投资增速并无季节变化，自 2015 年起，固定资产投资增速均处于前高后低的走势。制造业仍然萎缩，房地产投资本月回落，基建投资并未大幅上行。由于 2018 年 12 月统计局调整了固定资产投资额度，所以单月投资额计算失真。

从结构上来看，1~5 月份，三产的投资增速回落，二产稍有稳定。二产投资稍显稳定，但并未走出低谷，原因有三：(1) 制造业投资跌入低位，下滑速度减弱，过程中不乏反弹；(2) 制造业固定资产投资可加速折旧，其他费用增加；(3) 中美贸易摩擦的影响仍在扩散，制造业难以企稳，仍在下滑途中。

三产投资出现回落：(1) 基建投资稍有回落，仍然托底了整个投资增速；(2) 房地产行业增速稍有回落，但投资增速增长仍然较快。房地产行业单月投资增速回落至 9.51%，结束了连续 11 个月的超过 11% 的增速，100 城出售土地面积已经回落，房地产投资未来面对下行。基建的单月增速 5 月份回落至 3.07%，基建的投资增速并没有快速增长。在没有融资平台和银行信托的配合，地方政府投资难以启动，基建中铁路和道路增速较高，但公共设施和水利投资仍然负增长，基建投资增速年内可能就是位数增长，而房地产投资增速可能在下半年拉低整个投资增速。

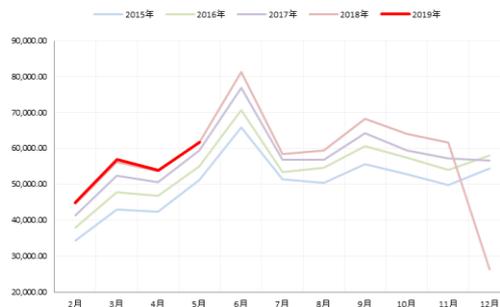
基建的投资今年可能起到稳定器的作用，大幅增长的可能性在降低，年内预计基建增速保持在 6% 左右。房地产先行指标已经走低，下半年预计房地产增速下滑。全年预计固定资产投资下滑至 4%~5%。

图 10：固定资产投资增速小幅回落（%）



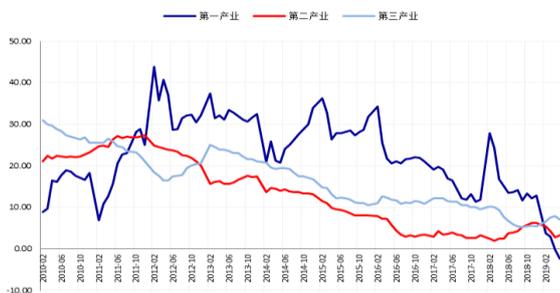
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 11：月度固定资产投资额平稳（亿）



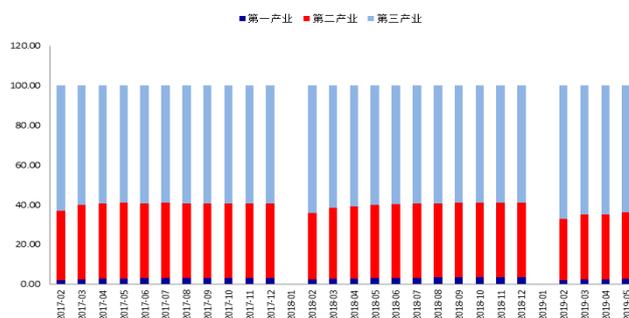
数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 12：第三产业增速下行（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

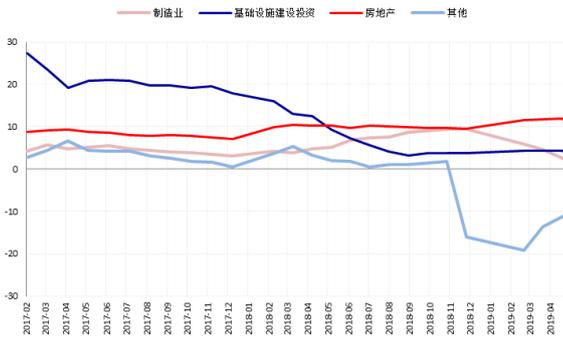
图 13：三产占总投资比重变化（%）



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

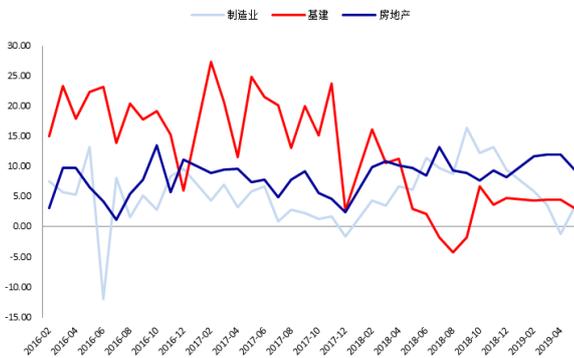
图 14：房地产投资增速回落（%）

图 15：四部门占总投资比重变化（%）

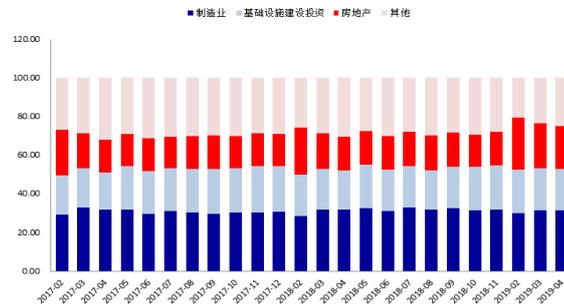


数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 16：房地产和基建单月投资回落 (%)

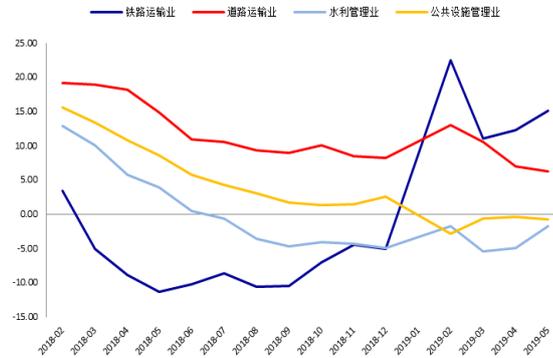


数据来源：WIND 中国银河证券研究院



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 17：铁路投资继续上行 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

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\\_11942](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11942)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>