

经济下行压力加大，逆周期调节再发力，根本靠改革
开放——全面解读 5 月经济金融数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/6/15

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

✉luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

✉sunwanying@evergrande.com

联系人：华炎雪

✉sunwanying@evergrande.com

事件：中国 5 月规模以上工业增加值同比增 5.0%，前值增 5.4%。1-5 月固定资产投资同比 5.6%，1-4 月同比为 6.1%。5 月社会消费品零售总额同比 8.6%，前值 7.2%。5 月社会融资规模增量为 14000 亿元，预期为 14100 亿元，前值为 13592 亿元。中国 5 月货币供应量 M2 同比 8.5%，预期为 8.6%，前值为 8.5%。

目录

1 核心观点：库存周期偏弱，经济下行压力较大，逆周期调节或再发力	4
2 信贷社融整体延续企稳回升，但企业中长期贷款占比下降	7
3 生产继续走弱，受需求回落及工作日天数减少的影响	9
4 固定资产投资连续两个月下滑，房地产和基建投资均放缓，制造业投资略有回升.....	10
5 地产销售回落，投资拐点已至，融资环境受限	11
6 制造业投资略有回升但仍处于低位，高技术投资相对较快	12
7 财政发力减弱，基建投资放缓，专项债新规将拉动基建增速回升，但受地方财政收入紧张及赤字前移制约而上升幅度有限	14
8 假期错位推升当月消费，未来将受益于个税减税、稳定汽车消费政策等，但受杠杆率上升较快、收入预期下行、股市财富效应较弱影响而难以大幅回升.....	16
9 抢出口导致出口短期回升，未来受贸易摩擦影响出口下行压力大，全年可能负增长.....	17
10 鲜果短期推高 CPI，但核心 CPI 下行，猪周期仍是下半年主线， PPI 有通缩压力	21
11 PMI 跌破荣枯线，受贸易摩擦和全球经济下行影响，外需疲弱	23

图表目录

图表 1: 我国实体经济部门杠杆率偏高, 加杠杆的空间有限.....	错误!未定义书签。
图表 2: 2019 年 5 月新增社融及分项	8
图表 3: 2019 年 5 月金融机构新增信贷结构	8
图表 4: 2019 年 5 月 M1 及 M2 增速	9
图表 5: 5 月工业增加值小幅回落	10
图表 6: 一产、三产投资下滑, 二产投资回升	11
图表 7: 房地产、基建下滑, 制造业投资略回升	11
图表 8: 5 月 M2、社融同比企稳, 投资小幅下行	11
图表 9: 地产投资、销售下滑	12
图表 10: 土地购置面积仍为负增长	12
图表 11: 汽车、有色投资回升	13
图表 12: 高技术制造业保持高增长	13
图表 13: PPI 通缩风险上升, 企业盈利承压.....	13
图表 14: 财政发力边际放缓, 基建投资增速下滑.....	15
图表 15: 5 月地方债净融资额同比回落	15
图表 16: 符合“专项债作为资本金”的项目占比有限	16
图表 17: 5 社零消费因假期天数及汽车增加拉动上升.....	17
图表 18: 我国居民杠杆率持续攀升, 挤压消费.....	17
图表 19: 5 月出口短暂改善, 进口持续下滑.....	19
图表 20: 贸易摩擦影响中国对美出口	19
图表 21: 美国对华加征关税进程分析	20
图表 22: 美国对华加征关税影响的情景分析.....	20
图表 23: 发达经济体制造业 PMI 下滑	21
图表 24: CPI 和 PPI 走势分化	22
图表 25: 能繁母猪、生猪存栏同比大幅下行.....	22
图表 26: 猪肉价格在 CPI 中的权重调整	23
图表 27: 5 月制造业 PMI 指数分项一览	24
图表 28: 5 月制造业跌破荣枯线	25

1 核心观点：库存周期偏弱，经济下行压力较大， 逆周期调节再发力，根本靠改革开放

1-5 月份的经济金融数据表明：当前经济内生动力不强，下行压力加大，主要体现在外需回落出口压力大、内需房地产投资拐点已至。经济下行既有潜在增长率下行的因素，又有偏弱的库存周期受到金融周期下半场压制的因素。

当前库存周期仍处于主动去库存刚转入被动去库存的周期复苏早期，由于需求偏弱、价格回落，主动补库存动力不足，库存反复震荡，周期被拉长，补库存可能发生在四季度或者明年初。2008 年以来有四轮库存周期反弹，分别在 2009、2012、2016、2019 前后，但是不断减弱，主要是因为过去十年在国企、地方政府、居民部门分别加杠杆后，宏观杠杆率较高，经济再度加杠杆的空间有限。

面对中美贸易摩擦升级、宏观杠杆率较高、经济下行压力加大，新旧动能转换尚需时日等内外部复杂严峻形势，既要强化逆周期调节通过财政、货币政策稳经济，也要保持战略定力，防止大水漫灌，化压力为动力，坚定不移推动改革开放。具体看，第一，积极的财政政策应继续推进落实减税降费，越是企业盈利压力较大时越应该“放水养鱼”；第二，货币政策应继续疏通宽货币到宽信用的传导机制，加大金融供给侧结构性改革，当前内部经济压力大、外部全球央行降息潮来临的形势下可考虑降准降息，但要避免大水漫灌；第三，最根本的是扩大改革开放，放开市场准入，恢复企业家信心，激发新经济、服务业等新的增长点。

具体看，当前宏观经济的八大特点和趋势：

一、5 月社融增速延续一季度以来的企稳趋势，但企业中长期贷款同比少增，对民企和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5 月新增社会融资规模 1.4 万亿元，同比多增 4466 亿元，存量社融同比增速 10.6%，较 4 月提升 0.2 个百分点。5 月金融机构新增人民币贷款 1.18 万亿，同比多增 313 亿元，1-5 月合计新增 8.01 万亿元，比去年同期多增 8165 亿元。但结构有隐忧，企业中长期贷款同比少增，占比减少，企业短期贷款和票据融资占比仍然较高，对民营和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5 月新增企业中长期贷款 2525 亿元，同比减少 1507 亿元，占比 21.4%，环比减少 6.3 个百分点；新增短期贷款和票据融资 4289 亿元，同比多增 1207 亿元。短期贷款及票据融资占比仍然较高，银行对民营企业和小微企业中长期投资的支持力度有限，构建多层次、有差异银行体系的金融供给侧结构性改革有待深化。包商银行因严重信用风险被接管，标志银行业金融机构正式打破刚兑，未来仍需持续关注中小银行治理问题。短期来看，中小银行和低评级同业存单发行受阻，流动性受冲击，中小银行贷款业务也会受其影响。长期来看，虽然打破刚兑在一定程度上影响中小银行信用扩张，但将加速银行业回归本源，更好服务实体经济。

二、固定资产投资下滑，其中房地产和基建均下滑，制造业投资略回升。1-5 月固定资产投资同比增长 5.6%，较 1-4 月回落 0.5 个百分点。5 月当月固定资产投资增速 4.4%，较 4 月增速下滑 1.4 个百分点，与财政支出前移导致的 5 月财政支出和地方债净融资下降、房地产融资受限制、贸易摩擦导致的产业转移等因素有关。同时，民间固定资产投资增速继续下滑，1-5 月同比 5.3%，较 1-4 月下滑 0.2 个百分点。经济内生动能不足，企业投资意愿不强，传统动能仍是经济的主要支撑。经济仍处于主动去库

存刚转入被动去库存的复苏早期，需求偏弱导致 PPI 通缩风险上升，企业盈利再次承压，投资仍有下行压力。6 月 10 日中办、国办发布专项债新规，提出“强化逆周期调节”“稳定总需求”“确保经济运行在合理区间”，释放新的稳增长信号，后续逆周期调节将再发力，财政货币政策组合拳将支持固定资产投资企稳，主要侧重于基建补短板、高端制造等，基建回升对冲房地产下行。

三、地产销售回落，融资环境受限，投资拐点已至。419 政治局会议重申“房住不炒”，5 月房地产销售增速大幅回落，当月增速为-5.5%，较上月下滑 6.8 个百分点，其中一线城市当月销售增速为 14.5%，较上月下降 41.5 个百分点，降温明显。销售下滑的主要原因：一是政策导向并未实质性放松，房地产回暖是前期刚需的释放；二是基数效应。**5 月房企到位资金下滑，来自居民的预收款仍是支撑，来自银行端的国内贷款上升，但是银保监会整治资金违规流入房地产、指出房地产过度金融化，房企到位资金后续将回落。**1-5 月房地产到位资金累计同比 7.6%，较 1-4 月下滑 1.3 个百分点，此前连续 2 个月上升。其中，国内贷款同比 5.5%，较上月上升 1.8 个百分点；定金及预收款同比 11.3%，下滑 3.8 个百分点；个人按揭贷款同比 10.8%，较 1-4 月下滑 1.6 个百分点。5 月房企到位资金当月同比 3.0%，较上月大幅下滑 15.4 个百分点。5 月 17 日，银保监会发布 23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，严查表内外资金直接或变相用于土地出让金金融化、个人综合消费贷款经营性贷款和信用卡透支等资金挪用于购房、资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场等；6 月 13 日，陆家嘴论坛上金融监管部门释放的信号等表明，房企融资将受限。**销售、新开工增速下行，土地购置面积负增长，房企融资受约束，房地产投资拐点已至，后续将缓慢回落，但在补库存、因城施策的支撑下仍将保持相对较高增速，成为稳增长的重要力量。**

四、制造业投资略有回升但仍处于低位，高技术投资相对较快。5 月制造业投资当月同比 3.2%，较 4 月回升 4.4 个百分点；1-5 月累计同比 2.7%，较 1-4 月回升 0.2 个百分点。分行业看，化学原料、汽车制造、有色金属投资回暖，高技术投资延续高增长。落实减税降费、降低融资成本、放松管制等将激发民间投资活力，使制造业投资逐步企稳回升；但是全球经济下行致使外需疲软，贸易摩擦下产业加快转移，PPI 通缩风险上升导致企业利润承压，制造业投资回升幅度不大。

五、社零消费因假期错位和低基数而反弹，未来将受益于个税减税、稳定汽车消费政策等，但受居民杠杆率上升较快、收入预期下行、股市财富效应较弱影响而仍受压制。5 月社零消费回升，主要与当月节假日天数较多、低基数有关，但是将 4-5 月结合看，平均增速 7.9%，仍弱于 3 月的 8.7%和 1 季度的 8.3%。从消费品类看，1) 升级类消费品增长上升，化妆品、通讯器材类和金银珠宝类商品同比增速分别为 16.7%、6.7%和 4.7%，较 4 月上升 10、4.6 和 4.3 个百分点。汽车消费金额同比增速 2.1%，较 4 月上升 4.2 个百分点，结束此前连续 12 个月的负增长，主要是因为国六标准将于 7 月 1 日在部分城市实施，车企降价销售国五标准汽车，促进汽车消费增速上升，但该因素消退后汽车消费仍将低迷。2) 必需品消费在食品类价格上行的带动下增速较高，粮油食品及饮料增速分别为 11.4%和 12.7%，分别较上月上升 2.1 和 3 个百分点。3) 地产相关行业除建筑装潢外消费小幅回升，家具、家电音像器材同比增速分别为 6.1%和 5.8%，分别较 4 月上升 1.9 和 2.6 个百分点；建筑装潢材料同比增速-1.1%，较 4 月下滑 0.8 个百分点，与销售增速下行一致。**随着“稳定汽车消费”等政策出台，叠加 6 月假期同样同比多增 1 天，消费在 6 月将继续反弹，但整体上受居民杠杆率上升较快、收入预期下行、股市财富效应较弱影响而难以大幅回升。**

六、CPI 与核心 CPI、CPI 与 PPI 分化，猪周期仍是下半年主线，CPI 权重的月度调整导致真实物价波动或被低估，PPI 有通缩风险企业盈利压力大。短期因素鲜果库存不足推高 CPI，剔除食品、能源的核心 CPI 同比增速下降，下半年 CPI 的主线仍是猪周期，CPI 将保持高位但可控，不会制约货币政策。5 月 CPI 同比上涨 2.7%，较上月上升 0.2 个百分点，主要是食品价格的快速上涨，食品和非食品分项同比分别为 7.7% 和 1.6%，二者差值创三年新高。其中，鲜果价格环比上涨 10.1%，带动 CPI 环比上涨约 0.2 个百分点，主要原因是去年苹果和梨受不利天气影响减产，今年库存不足，随着七八月水果上市该短期因素消除。下半年 CPI 上涨的逻辑主线仍是猪周期，当前生猪和能繁母猪存栏量大幅下滑，同比为历史新低，后续猪肉价格仍将持续上行，尤其需要注意 9 月中秋节猪肉消费旺季的猪价上涨。本轮猪周期（2018 年 5 月开始）的上行周期可能持续到 2020 年上半年。5 月 PPI 同比 0.6%，较上月回落 0.3 个百分点，环比 0.2%，较上月回落 0.1 个百分点，企业盈利压力大。CRB 大宗商品指数下滑、国际油价回调、需求偏弱、去年三季度的 PPI 高基数，均压制 PPI，下半年工业品可能面临通缩风险，企业盈利压力大，亟需减税降费 and 降低融资成本予以对冲。CPI 与核心 CPI、CPI 与 PPI 分化，上一次是在 2014 年下半年-2015 年上半年，当时 CPI 在上一轮猪周期带动下整体上行，但 PPI 则因为钢铁、煤炭等行业产能过剩处在而持续通缩。

七、制造业 PMI 跌破荣枯线，新出口订单大幅回落，外需压力正逐步传导至就业，企业信心下降，中小企业新订单跌破荣枯线，亟需解决外需下滑对小企业冲击严重的问题。5 月制造业 PMI 为 49.4%，较上月下滑 0.7 个百分点，跌破荣枯线，为 2019 年的低点。外需大幅下滑，新出口订单指数为 46.5%，较上月下滑 2.7 个百分点。外需压力将逐步传导至制造业部门投资和就业，5 月制造业 PMI 从业人员指数创十年新低，虽然城镇调查失业率与上月持平，但农民工等隐性失业问题值得高度关注。经营预期和采购量指数回落，主要是因为需求回落及逆周期调节边际放缓。大中小型企业景气度均下滑，小企业的生产、新订单和经营预期指数下滑幅度较大。

八、5 月出口受 2000 亿美元商品加征关税落地前的抢出口影响短暂回升，进口受高基数、需求偏弱影响大幅下滑，在贸易摩擦持续发酵、全球经济放缓的背景下，下半年出口增速下行压力较大，全年可能负增长。我们根据美国进口商品分行业 Armington 弹性测算，美对华维持 2500 亿美元加征关税的乐观情形下，中国对美出口将下降约 11.8 个百分点；美对华 5500 亿美元加征关税的情形下，中国对美出口将下降 25 个百分点，中国整体出口增速将负增长。如果考虑贸易摩擦带动全球经济放缓，导致外需继续减弱，中国出口形势将更加严峻。5 月出口增速 1.1%，较上月回升 3.8 个百分点，主要是因为抢出口，其中 2000 亿清单中占比较大的机电类、家具类产品分别回升 4.2 和 0.48 个百分点；1-5 月美国下降为中国的第二大出口市场和第三大贸易伙伴。短期看，美方对 3000 亿美元商品加征关税在 6 月 17 日召开听证会，最快可能在 7 月 22 日落地，6、7 月 3000 亿美元清单中的商品抢出口仍将持续，未来两个月出口增速仍有支撑。但是不排除如果 G20 峰会中双方未能达成共识，特朗普迅速落地实施加征关税。

中美贸易摩擦的本质是霸权国家对新兴大国的战略遏制，最好的应对的是扩大改革开放。中美贸易摩擦已逐步升级至投资限制、技术封锁、人才交流中断、孤立中国等方面，6 月 28 日 G20 峰会中美两国元首可能会见，我们对此持谨慎态度，一旦未能达成共识，特朗普极可能迅速对 3000 亿美元商品加征关税。对此，我们要有两手准备。贸易战本质是改革战。从长远考虑，中国应以调整地方政府激励机制、国企改革、放活服务业、降低微观主体成本、防范化解金融风险、住房长效机制六大改革为突破口，

提振企业和居民信心，开启高质量发展新时代，为中长期中国发展提供续航能力。

2 信贷社融整体延续企稳回升，但企业中长期贷款占比下降

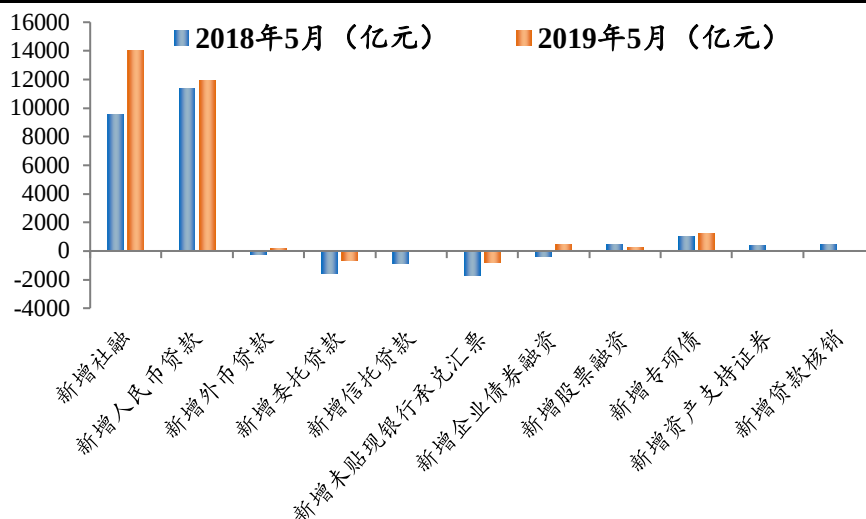
5月社融增速延续一季度以来的企稳趋势，实体经济融资环境继续改善。5月新增社会融资规模1.4万亿元，同比多增4466亿元，存量社融同比增速10.6%，较4月提升0.2个百分点。1-5月合计新增社融10.9万亿元，比2018年同期多增2.36万亿元，延续今年以来反弹态势，实体经济融资环境持续改善。

宽信用逐步生效，信贷传导渠道逐步疏通，新增信贷规模改善，但企业中长期贷款同比少增，对民企和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5月金融机构新增人民币贷款1.18万亿，同比多增313亿元，1-5月合计新增8.01万亿元，比去年同期多增8165亿元。但是结构有隐忧：企业中长期贷款少增，短期贷款和票据融资占比仍然较高，对民营和小微企业中长期投资的支持力度有待加强。5月新增企业中长期贷款2525亿元，同比减少1507亿元，占比21.4%，环比减少6.3个百分点；新增短期贷款和票据融资4289亿元，同比多增1207亿元。短期贷款及票据融资占比仍然较高，银行对民营企业和小微企业中长期投资的支持力度有限，金融供给侧结构改革仍然有待进一步深化。

货币投放趋稳，5月M2同比增速与4月持平，M1增速延续回升态势，企业交易需求增强。5月M2同比增速8.5%，较4月持平，M2结构中单位活期存款环比增加近5000亿元，反映企业增长动力有所增强。一方面，信贷回暖为货币派生提供了支持；另一方面，5月央行货币投放力度加大，公开市场操作净投放达5300亿元，MLF净投放达440亿元，央行全口径货币投放量创2019年以来新高。5月M1同比增速3.4%，环比提高0.5个百分点，进一步延续2019年以来的回升态势。信贷渠道逐渐疏通，叠加2018年同期的低基数效应，M1增速持续回升，且企业活期存款增加，整体交易需求增强。

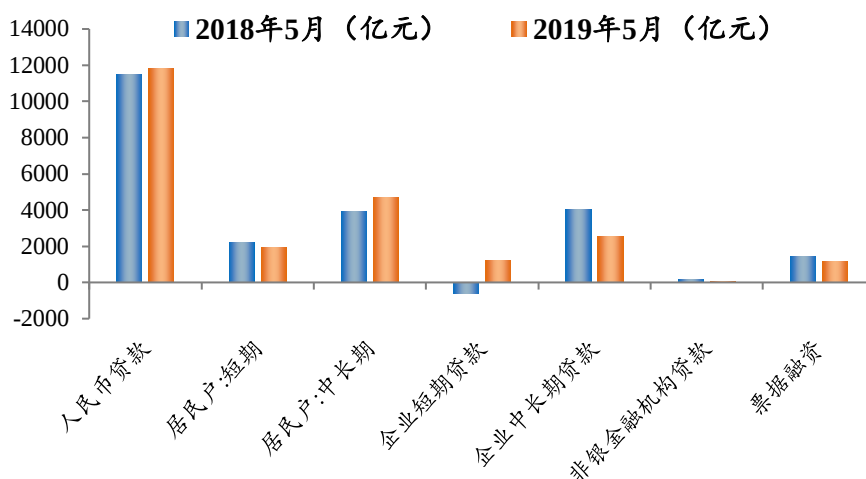
金融供给侧改革实质性推进，未来仍需持续关注中小银行治理问题，切实增强金融业金融机构对民企和小微企业的融资支持。5月24日包商银行因严重信用风险被央行和银保监会全面接管，标志银行业金融机构正式打破刚兑，短期来看对中小银行流动性有所冲击，中小银行贷款业务受其影响，长期来看有助银行回归服务实体经济。包商银行被接管意味着金融供给侧改革实质性推进，未来将进一步促进供给对需求的精准匹配，构建多层次、有差异的银行体系。当前实体经济结构性问题依然突出。一是前期持续加杠杆的国企、地方政府融资平台、房地产行业杠杆依然偏高，需要去杠杆，“做减法”；二是有加杠杆需求的企业部门，主要是民营、小微企业融资不足，出现融资难融资贵的问题，需要“做加法”。5月央行明确了“三档两优”的存款准备金率框架，并针对县域农商行定向降准，意在引导金融机构回归本源，构建多层次有差异的银行体系。

图表1：2019年5月新增社融及分项



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：2019年5月金融机构新增信贷结构



资料来源：Wind，恒大研究院

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_11949

