

房地产投资高位回落

——5月经济增长数据点评

报告摘要

- 5月政策大体延续了4月19日政治局会议边际收紧的基调，内需不足和中美冲突对企业信心的打击，使得5月中国经济增长再度明显放缓。经济减速是当前发展阶段、国际环境和中美冲突下的必然，逆周期调控政策需保持力度、着眼长期。
- 1) 工业增加值增速创下历史新低，出口产业链产生明显拖累，与当月出口数据呈现背离。注意到今年以来出口增速波动幅度明显大于出口交货值，增速水平的中枢也更高，我们猜测这体现了出口企业对出口前景的信心受挫，因而主要通过消化库存来满足出口订单，这意味着出口企业的投资扩张意愿也会下降，进而施压于内需。
- 2) 基建投资增速小幅回落，与5月企业中长期贷款显著弱于季节性相一致。这或许正是本周推出专项债新政的背景：今年基建发力节奏大幅前移，后续所剩空间下；而目前看来，基建发力的效果仍然受到地方政府融资能力和意愿的约束，我们草根调研发现，地方政府资本金到位慢是限制基建项目落地和推进的重要原因。专项债可有条件地作为资本金后，预计将使重点项目落地加快；此外，新政还明确了在合规前提下隐性债务平滑不再被认定问责，从而隐性债务平滑也有望扩大范围，这些都将重新打开基建增长空间。
- 3) 商品房销售进一步减速，投资资金来源增长也有放缓，房地产投资初现回落。考虑到当前房屋竣工面积仍然保持负增长，倘若后续房地产销售和资金来源情况能够相对稳定，房屋施工需求仍然能够支撑房地产投资保持在高位。我们认为这一可能性是比较大的，但也许谨防房地产销售失速及资金来源收紧过度。看得长一点，当房屋竣工面积显著回升时，也许就是房地产投资显著下滑的开始。
- 4) 制造业投资增长好于预期，但持续性依然堪忧。中美冲突升级之后对企业信心造成更大冲击，制造业投资企稳存在难度。制造业关乎中国长期增长动能，推动制造业高质量发展应当、也很可能成为后续政策的着力点。
- 5) 消费反弹持续性存疑。我们草根调研了解到，尽管国五清库推升了汽车消费，但其进展并不顺利，反映汽车消费需求仍不乐观，下半年或还将拖累社零增长。细项来看，相比于1-3月，1-5月限额以上企业零售增速放缓最多的，依次是建筑装潢、通讯器材、日用品类、家电音响及石油类，从中体现出房地产销售下滑的影响和日常消费意愿的下降。消费也是后续稳增长政策的一大着力点。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

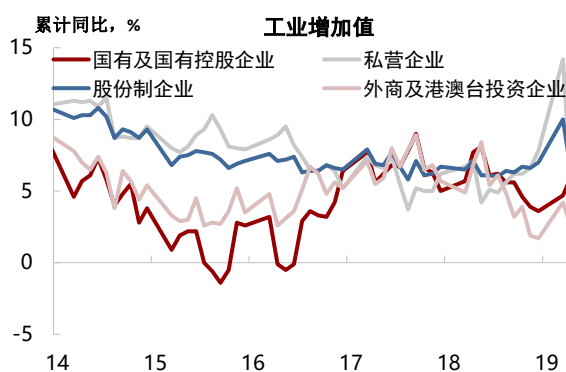


1、工业增加值创历史新低

5月工业增加值增速创下历史新低，出口产业链产生明显拖累，与5月出口数据呈现背离。5月规模以上工业增加值同比进一步降至5%，创下历史新低（剔除1、2月份）；5月发电量同比也从上月的3.8%下滑至0.2%，创2016年6月以来新低；1-5月工业产销率回落至97.9%，同比持平于-0.3%的低位，显示产品需求疲软。分所有制来看，民营企业成为5月工业生产的生力军，或与民企纾困政策改善了民企的现金流有关。1-5月民营企业工业增加值增速较上月有所回升，国企和外资企业增加值增速均显著下挫，尤其是外商投资企业工业增加值增速已转负（图表1）。5月出口交货值同比从7.6%大幅下挫至0.7%，出口产业链对工业生产拖累明显。但5月出口数据无论以人民币还是美元计价都有所反弹，与工业生产数据出现背离。注意到今年以来出口增速波动幅度明显大于出口交货值增速，增速水平的中枢也更高（图表2）。我们猜测这体现了出口企业对出口前景的信心受挫，因而主要通过消化库存来满足出口订单，这意味着出口企业的投资扩张意愿也会下降，进而施压于内需。

图表1：5月民营企业成为工业生产的生力军

图表2：5月出口交货值与出口增速呈现背离



来源：Wind，莫尼塔研究

2、固定资产投资引人担忧

1-5月固定资产投资累计同比增长5.6%，较上月进一步下降0.5个百分点（图表3）。其中：

基建投资增速小幅回落，累计同比放缓至2.6%。

基建增速回落，与5月企业中长期贷款显著弱于季节性相一致。这或许正是本周推出专项债新政的背景：今年基建发力节奏大幅前移，后续所剩空间收窄；目前看来，基建发力的效果仍然受到地方政府融资能力和意愿的约束。我们草根调研发现，地方政府资本金到位慢是限制基建项目落地和推进的重要原因。专项债可有条件地作为资本金后，预计将使重点项目落地加快；此外，新政还明确了在合规前提下隐性债务平滑不再被认定问责，从而隐性债务平滑也有望扩大范围，这些都将是重新打开基建增长空间。

房地产投资高位回落，累计同比降至11.2%。

商品房销售进一步减速，投资资金来源增长也有放缓，导致房地产投资回落。1-5月房地产销售增速从-0.3%再度落至-1.6%（图表4）。从30大中城市房地产销售大体稳定来看，这或主要源于三四线城市房地产销售收缩的压力增大。部分受到销售下滑的影响，1-5月房地产开发投资资金来源增速除国内贷款增速继续回升之外，几乎全线回落（图表5）。5月集合信托投向房地产领域规模同

比提升23.75%，引致6月银保监会发文对违规资金通过信托流向房地产行业开始进行新一轮严查。监管政策收紧或将给后续房地产资金来源带来一定压力。在资金来源放缓情况下，5月房屋施工面积同比持平于8.8%，中止了2018年5月以来持续上升的势头；房屋新开工面积同比从15.5%降至4%，创2018年5月以来新低；房屋竣工面积从-7.9%进一步降至-22.3%；土地购置面积依然处于-31.9%的历史低位（图表6）。

考虑到当前房屋竣工面积仍然保持负增长，而狭义房屋库存水平已经处于不高的位置，倘若后续房地产销售和资金来源能够相对稳定，房屋施工需求仍然能够支撑房地产投资保持在高位。我们认为这一可能性是比较大的，但也应谨防房地产销售失速及资金来源收紧过度。看得长一点，当房屋竣工面积显著回升时，也许就是房地产投资显著下滑的开始。

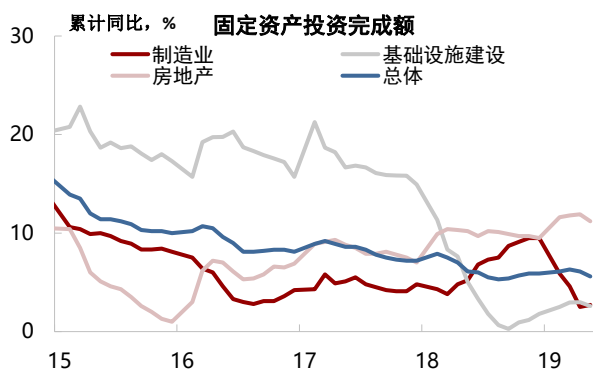
制造业投资低位略微回升，累计同比回升至2.7%。

制造业投资增长好于预期，但持续性依然堪忧。除了前文提到出口产业链的投资需求不振外，5月统计局制造业PMI经营活动预期指数显著下滑、财新制造业PMI未来产出指数创2012年有数据以来新低。而从工业增加值增速创新低来看，5月工业企业利润增长或将再度下挫。中美贸易冲突升级之后，对企业信心造成更大冲击，制造业投资企稳存在难度。制造业关乎中国长期增长动能，推动制造业高质量发展应当、也很可能成为后续政策的着力点。

此外，1-5月第一产业固定资产投资累计同比进一步下挫至-2.7%，而去年全年为12.3%，大幅下滑也应引起关注。

图表3：5月基建与房地产投资均减速

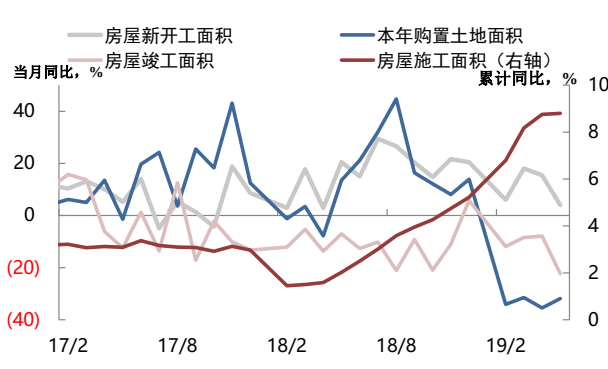
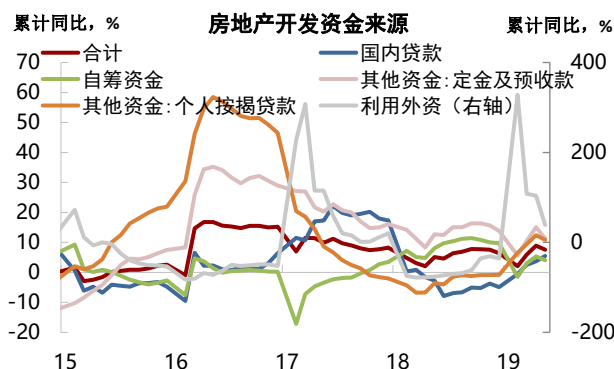
图表4：5月房地产销售再度回落



来源：Wind，莫尼塔研究

图表5：5月房地产开发资金来源几乎全线减速

图表6：5月房屋施工、开工、竣工面积皆下滑



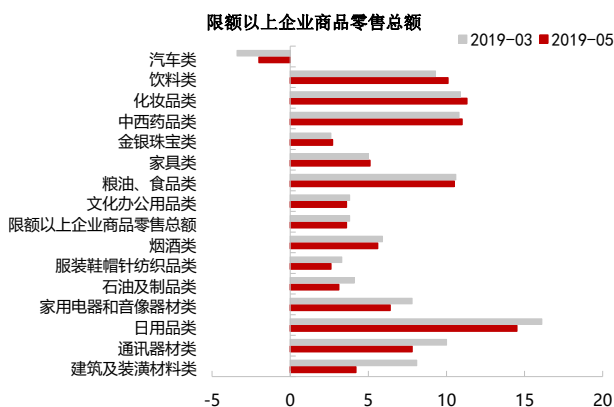
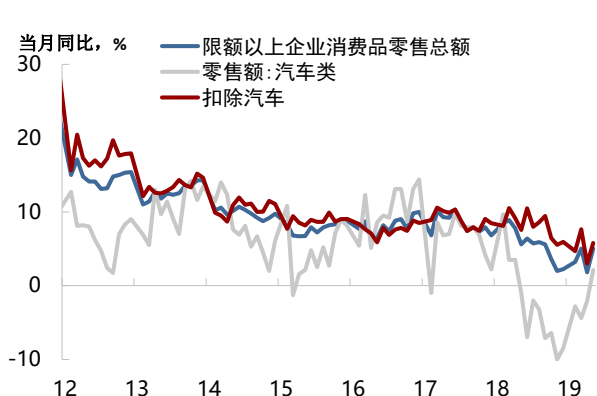
来源：Wind，克而瑞，莫尼塔研究

3、消费反弹持续性存疑

5月社会消费品零售总额同比显著反弹至8.6%，主要受到两方面因素驱动：1）主要是五一假期错位的原因，这一点国家统计局已经做出解释。而这一因素是占据主导的，1-5月社零累计增长8.1%，比1-3月增速进一步下降0.2个百分点；2）汽车销售降幅收窄。主要受到5月乘用车“国五”促销的影响，使得汽车对社零的拖累大为减弱（图表7）。但汽车销售增长并未摆脱低迷态势。我们草根调研了解到，尽管国五清库推升了汽车消费，但其进展并不顺利。这反映汽车消费需求仍不乐观，下半年或还将拖累社零增长。细项来看，相比于1-3月，1-5月限额以上企业零售增速放缓最多的，依次是建筑装潢、通讯器材、日用品类、家电音响及石油类，从中体现出房地产销售下滑的影响和日常消费意愿的下降（图表8）。预计消费也可能是后续稳增长政策的一大着力点。

图表 7：5 月汽车对消费的拖累大为减弱

图表 8：5 月房地产类及日常消费减速较多



来源：Wind，莫尼塔研究

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_11953

