

政策定力从哪来？

——5月中国经济数据前瞻

报告摘要

- 根据高频数据及我们草根调研的情况预测，5月中国经济数据多数疲弱，CPI上行压力加大，但出口有好于预期的可能。
- 经济下行压力卷土重来，主要是中美冲突升级对企业和居民信心影响较大，进一步制约了经济内生动能修复：1) 制造业投资进一步下滑，中美贸易局势恶化对企业信心造成冲击，基数上行加剧同比读数下坠；2) 工业增加值和工业企业利润增速进一步下滑，需求不振叠加企业主动去库存；3) 受制于监管依然严格和产业类需求疲软，宽信用依然艰难。
- 目前金融和债务监管依然保持定力，我们认为，当前政策定力主要来源于：1) 债务和风险约束下的不得已而为之。今年一季度中国宏观杠杆率再度显著攀升至历史高位，这凸显出政策刺激并未带来增长效率的改善；包商银行被接管，也凸显出区域性金融风险的严峻形势。在此情况下加码刺激，无异于与虎谋皮，与高质量发展的要求渐行渐远。2) 增长的底线约束下降。今年两会确立的GDP增速目标是6-6.5%，按照2020年收入翻番目标测算，底线目标不到6.2%，服务业占比提升亦能缓冲部分就业压力。3) 仍处经济数据观察期，不排除下半年基建“保存量”取得突破。出口短期仍有韧性，中美冲突对出口的影响有待确认；房地产投资当前韧性充足（但随着竣工提速，下半年面临走弱可能）；本月月底的G20会议上中美关系是否有突破也需观察。结合我们草根调研来看，平滑基金可能成为基建保存量的一个方向，下半年基建有更快发力的可能性。4) 通胀压力较大也掣肘政策空间。今年食品价格受到猪瘟疫情、厄尔尼诺气候、玉米草地贪夜蛾入侵等因素叠加影响，即便在统计上也许可控，但也足以引生政策忌惮。

	指标		5月预测	前值
生产	工业增加值	当月同比	5%	5.4%
	工业企业利润	累计同比	-5%	-3.7%
消费	社零	当月同比	8.6%	7.2%
投资	整体	累计同比	6.1%	6.1%
	房地产	累计同比	11.7%	11.9%
	制造业	累计同比	1.5%	2.5%
	基建	累计同比	3.3%	3.0%
贸易	出口	当月同比	0%	-2.7%
	进口	当月同比	-2%	4%
通胀	CPI	当月同比	2.9%	2.5%
	PPI	当月同比	0.6%	0.9%
金融	社融	当月新增	1.2万亿	1.36万亿
	信贷	当月新增	0.92万亿	1.02万亿
	M2	累计同比	8.4%	8.5%

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。

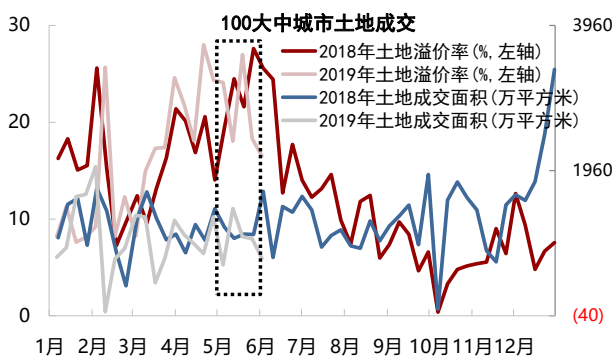
自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

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、固定资产投资增速持平

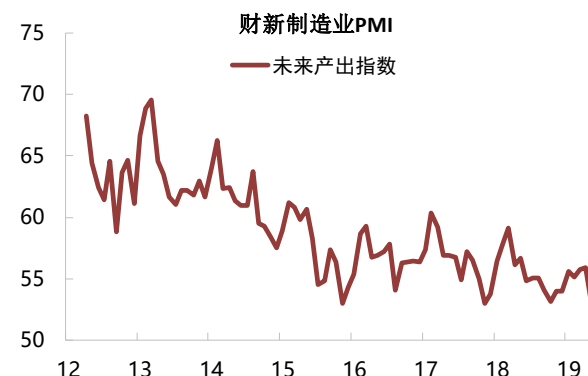
预计5月固定资产投资累计同比持平于上月的6.1%。原因在于：1) 基数低。去年同期固定资产投资基数下降较多，对5月同比读数会形成支撑。其中，主要是基建投资的基数下降，房地产变化不大，制造业基数进一步提升，同比读数或加速下滑。但须注意，基数并不改变数据运行的趋势。2) 房地产投资累计同比预计仍可保持在接近12%。5月房地产销售边际上有所降温，30大中城市商品房成交面积同比从21.4%下降至13.7%。但根据我们草根调研了解的情况，年初以来开发商对房地产销售波动一直持中性态度，认为5月房地产销售边际降温属于正常趋势回归，因而并未影响到其新开工节奏。5月后半月土拍市场热度有所降温，土地成交面积和溢价率皆有下降，预计房地产投资延续建安投资向上、土地购置向下的结构（图表1）。3) 基建投资预计温和上行至3.3%。尽管5月基建基数下降较快，但考虑到统计局PMI中建筑业指数下滑、5月地方债发行较4月仅小幅增加，预计基建投资增长幅度仍较温和。4) 制造业投资预计进一步下滑至1.5%。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（图表2），加之4月工业企业利润负增长，企业呈现主动去库存、去杠杆，都反映制造业投资信心低迷，并在中美冲突升级之后进一步受挫。预计5月制造业投资进一步放缓。

图表 1：5 月后半月土地市场降温



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：5 月财新 PMI 中的未来产出指数创历史新低



资料来源：Wind，莫尼塔研究

2、工业企业利润增速或进一步下探

预计5月工业增加值同比进一步回落至5%。主要基于两点：1) 5月六大发电集团煤耗量同比下挫至-18.9%，反映工业生产景气度下滑；2) 制造业PMI的生产指数及其同比也均明显下滑（图表3）；3) 5月工作日比去年少两天，也会拖累工业增加值。工业生产疲软除了终端需求有限外，也与企业继续主动去库存有关，尤其是在中美冲突升级、企业信心受挫的情况下。

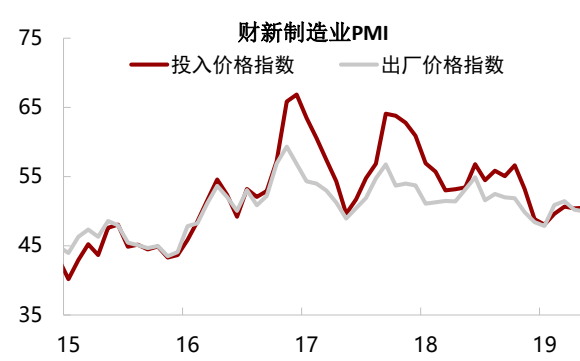
预计5月工业企业利润增速进一步降至-5%。考虑到工业增加值同比进一步回落，以及5月财新制造业PMI的投入价格指数再度略高于出厂价格指数（图表4），意味着利润增长的价格贡献可能有所下降。因此，5月工业企业盈利状况可能面临进一步恶化。

图表 3：5 月发电耗煤量及 PMI 生产指数均下挫



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：5 月财新 PMI 投入价格略高于出厂价格

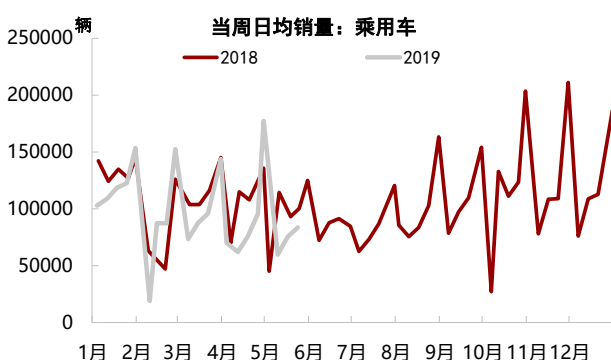


资料来源：Wind，莫尼塔研究

3、社会消费品零售增速显著反弹

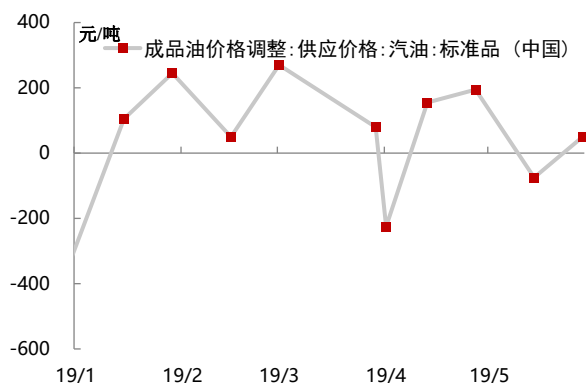
预计5月社会消费品零售总额显著反弹至8.9%。原因在于：1) 五一假期错位。4月社零同比大幅下挫至7.2%，创2003年5月以来最低。国家统计局指出，“社会消费品零售总额增速回落主要受‘五一’假期错月后移影响，如果剔除假日移动因素，4月份增速与3月份基本持平”。基于此，5月社零增速将因五一假期错位而明显反弹。2) 汽车销售降幅收窄。我们草根调研了解到，5月乘用车销量受“国五”促销的影响而降幅收窄，从乘用车日均销量的高频数据也可看到同比降幅收窄（图表5）。此外，房地产销售边际放缓，意味着房地产相关消费表现一般；国际油价下跌，但国内成品油价格平均仍高于上月，对原油类消费并无利好（图表6）。3) CPI上行对消费名义增速也有一定支撑。我们估计的5月CPI同比上升至2.7%。不过，考虑到汽车消费并未出现根本好转（尽管国五清库推升了消费，但其进展并不顺利），中美冲突升级也将影响到居民收入和预期，我们看淡消费回暖的力度。

图表 5：5 月乘用车销量同比降幅收窄



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：5 月国内成品油均价高于上月



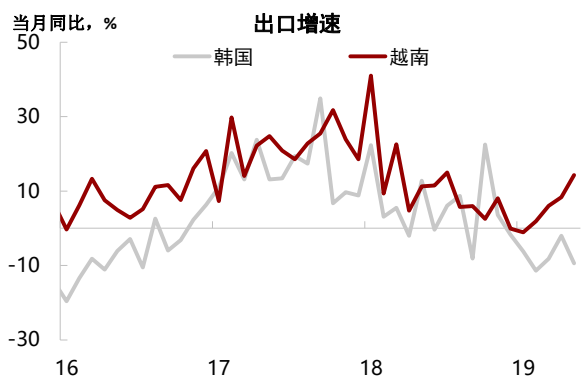
资料来源：Wind，莫尼塔研究

4、出口保持平稳，进口显著回落

预计5月出口同比略升至0%左右，进口同比回落至-2%。一方面，出口增长短期或仍有支撑。主要基于：1) 海外需求存在分歧。5月波罗的海干散货指数继续温和修复，意味着全球贸易需求尚可；但欧美日PMI悉数下降、全球PMI也进一步走低，又展现了全球贸易需求不济的一面。5月与中国出口结构相似的韩国出口减速、而越南出口加速，中美冲突加剧的背景下，存在越南对中国出口

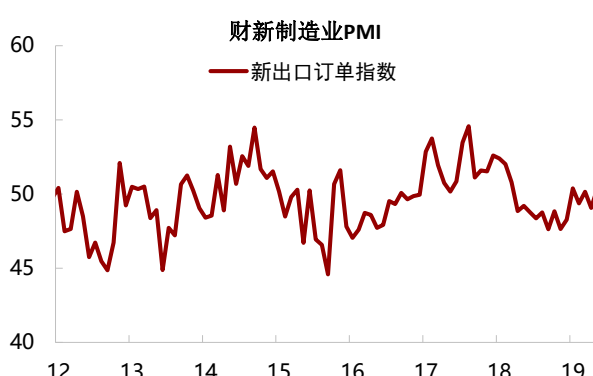
分流的可能性（图表7）。2）我们草根调研了解到，5月对美3000亿美元商品有“抢出口”的现象；对美2000亿美元已征税清单内的高附加值产品受影响暂时较小，当前相当数量美企在中国的全年进口订单已经签订完成，美方企业将权衡关税成本与违约成本；伊斯兰教斋月临近结束（且与去年存在错位），相关国家进口需求季节性上升也支撑出口。3）财新PMI出口订单指数上扬（图表8）。另一方面，进口增长或将显著回落，主要受到内需偏弱（工业生产放缓）及基数上升的影响。

图表 7：5 月越南出口加速、韩国出口减速



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：5 月财新 PMI 出口分项上扬



资料来源：Wind，莫尼塔研究

5、CPI 继续攀升，PPI 小幅回落

预计5月CPI同比进一步上升至2.9%。食品方面，5月农产品批发价格指数同比从11.4%进一步上升至13.3%。按照主要农产品价格月度涨幅估计，预计5月CPI食品分项同比进一步攀升至8.5%，仍然是通胀的主要压力源（图表9）。需要注意的是，此处测算我们考虑了猪肉价格权重下调的因素，若非如此，5月CPI就可能突破3%。非食品方面，5月布伦特油价同比降幅从-8.8%显著扩大至-20%，加之5月非制造业PMI销售价格指数进一步回落，预计5月CPI服务分项环比小幅走低，CPI非食品分项同比进一步降至1.5%。5月PMI原材料购进价格指数继续小幅向下，按照经验规律预测，5月PPI环比下降至0.1%左右，对应PPI同比小幅下降至0.6%（图表10）。

图表 9：预计 CPI 食品分项进一步攀升至高位



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 10：5 月 PPI 环比或回落至 0.1% 左右



资料来源：Wind，莫尼塔研究

6、社融增速持平上月

基于我们草根调研，预计5月新增信贷约为9200亿。调研对象反馈，产业类贷款需求疲弱，银行对满足监管要求且合意的地产开发、基建和普惠金融项目竞争激烈，存在“资产荒”的担忧。目前

银行对房地产开发贷的审批条件依然严格，未有放松；基建信贷投放主要是存量项目接续（未来可能主要通过平滑基金来做），新增项目较少（贷给城投平台的意愿已经不高），并集中在“非公益性”项目，公益或半公益项目依然很难做，监管政策未有实质放松。有调研对象指出，上市公司的股权质押风险并未解决，股市回落后风险依然突出。

考虑到5月企业债券和地方专项债净融资额下降约20%，5月新增社融可能进一步下降至1.2万亿左右。但因去年基数较低，对应的社融存量同比增速仍可保持在10.4%左右。考虑到社融走低及翘尾因素下降，预计5月M2增速小幅回落至8.4%。

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_12186

