

宏观观点评

经济再下，政策组合拳有哪些？——5月经济数据点评

事件：中国5月规模以上工业增加值同比5.0%（预期5.5%，前值5.4%）；5月社会消费品零售总额同比8.6%（预期8.6%，前值7.2%）；1-5月固定资产投资同比5.6%（预期6.2%，前值6.1%），其中：房地产投资累计同比11.2%，前值11.9%；制造业投资累计同比2.7%，前值2.5%；基建投资累计同比4.0%，前值4.4%。

核心结论：

1、工业生产继续下滑，主因假期错位和贸易摩擦升级，总体指向疲软。5月工业增加值全面走低，生产连续2个月回落，下游制成品（汽车制造、医药制造等）是主拖累。就原因看，一方面，“五一”假期错位，导致工作日较少对生产形成了扰动；另一方面，5月出口金额和出口交货值增速背离反映贸易摩擦虽带来部分抢出口，但着实拖累出口企业生产，打压企业信心。

2、投资续降，稳增长尚需房地产和基建

- **地产投资年内首降，预计全年降至6-8%。**5月地产投资累计同比增长11.2%，增速较1-4月份回落0.7个百分点，是固定资产投资增速回落主因。一方面，5月房地产开发已现降温，预计随着土地购置面积增速的下滑、房地产销售未明显回暖以及当局重提“房住不炒”，房地产投资增速后续将趋于回落。另一方面，建安投资对房地产投资的贡献率大幅提高，预计对地产产业链上下游的刺激带动作用走强。
- **基建投资弱于预期，专项债新规落地有望提升基建的托底作用。**1-5月狭义和广义基建投资增速双双回落，交通运输分项是主拖累。往后看，专项债新规落地，有望提振基建投资，6-9月将月均新增地方政府专项债2900亿元，结合新规规定，经测算预计撬动基建投资2700-5600亿元，预计年内基建增速有望回升至6%-10%。
- **制造业投资小幅回升，但工业企业盈利和PPI仍将继续向下施压制造业投资。**1-5月制造业投资虽小升，但民间投资续降，制造业投资中85%为民间投资，整体说明制造业投资压力仍存。往后看，在企业盈利尚未企稳和PPI面临通缩的双重制约下，制造业投资意愿预计较为低迷，这也可以侧面佐证企业中长期贷款难以反弹。此外，下半年高基数效应逐步显现，叠加贸易摩擦扰动，下半年制造业投资增速将继续承压。

3、消费名升实降，关注“促消费”政策的带动效应。5月名义消费大幅反弹，主因“五一”假期错位和物价上涨，但扣除物价后的实际消费累计增速继续下滑。往后看，二季度以来陆续出台的刺激消费政策，例如推动汽车、家电等产品更新升级等，将一定程度对冲消费的下行。

4、往后看，经济下，政策怎么上？一方面，经济尚未企稳，全年经济将先下后平，Q2、Q3、Q4有可能连续三个季度走平至6.2-6.3%（Q1为6.4%）。另一方面，稳增长仍是硬要求，政策将凸显逆周期调节思维，国家会继续“做好自己的事情”，主基调是“对内改革+对外开放”，核心还是靠中央加杠杆，更多政策组合拳可期，其中：地方政府积极性有望回升，“宽财政+松货币+促产业+改制度+稳就业”将共同发力（正文附具体的可能举措）。政策节奏上，二三季度继续偏友好，四季度可能需谨慎。

风险提示：中美贸易冲突升级，政策执行力度不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究：

- 1、《关注两座“大山”，降准降息升温——5月金融数据点评》2019-06-13
- 2、《专项债新规有何信号？还有什么政策可期待？》2019-06-11
- 3、《关注出口链条的三大潜在变化——5月贸易数据点评》2019-06-10
- 4、《美联储要降息了，中国呢？大类资产怎么走？》2019-06-05
- 5、《宏观专题：利率“两轨并一轨”怎么并？》2019-06-02
- 6、《继续关注四大超预期——2019年中期宏观展望》2019-05-14



内容目录

工业生产继续下滑，主要受假期错位和贸易摩擦升级影响	3
投资续降，稳增长尚需地产和基建	3
地产投资年内首降，全年预计 6-8%	3
基建投资弱于预期，关注专项债新规的刺激作用，全年预计 6-10%	4
制造业投资小幅回升，但工业企业盈利仍是拖累	5
消费名升实降，后续跟踪“促消费”政策的带动效应	6
经济仍将先下后平，政策上将继续“做好自己的事情”	6
风险提示	9

图表目录

图表 1: 工业生产全面放缓	3
图表 2: 出口金额和出口交货值走势分化	3
图表 3: 地产新开工有所降温	4
图表 4: 地产投资量降质升	4
图表 5: 二季度轨道交通未有新项目过审	5
图表 6: 专项债新规将提振基建	5
图表 7: 5 月民间投资续降	5
图表 8: 盈利增速将继续制约制造业投资	5
图表 9: 五一假期促进休闲购物类消费提升	6
图表 10: 年初以来实际消费降幅更大	6
图表 11: 去年下半年以来激发地方政府积极性的相关会议或政策文件	7
图表 12: 近年来我国实际赤字率高于预算赤字率，预计 2019 年实际赤字率将再创新高至 4.5% 以上	8

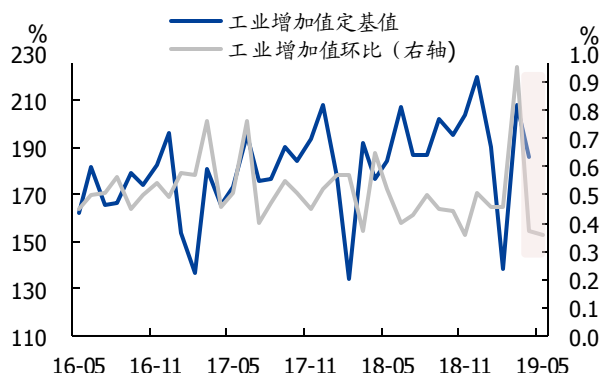
工业生产继续下滑，主要受假期错位和贸易摩擦升级影响

工业增加值全面走低，生产连续2个月回落。5月工业增加值同比增长5%，单月增速连续2个月下滑，较上月下滑0.4个百分点，低于市场预期，环比增速亦回落0.01个百分点至0.36%。合并看，1-5月工业生产累计增速为6%，仍然较1-4月下滑0.2个百分点，连续2个月下滑。当月同比和累计同比均创近3年同期最低。由此可见，5月工业生产可谓全面回落。

分析原因，我们认为主要在于“五一”假期错位和贸易摩擦扰动。其一，2018年“五一”假期有1天落到5月，而2019年“五一”有4天落在5月，导致工作日减少。其二，5月10日起，美国对华2000亿美元商品的关税税率由10%提升至25%；5月13日，美国公布了对华3000亿美元商品的关税清单；同时中国宣布将于6月1日起上调美国600亿美元商品的关税税率。由于出口金额主要反映的是外贸企业的出口环节，出口交货值主要衡量工业企业的生产环节，从5月出口金额同比和出口交货值的分化可以看出，尽管5月中国大概率对后续3000亿美元商品抢出口，但出口工业生产确实放缓，这也与5月PMI新出口订单、生产经营活动分项指标走弱相印证。

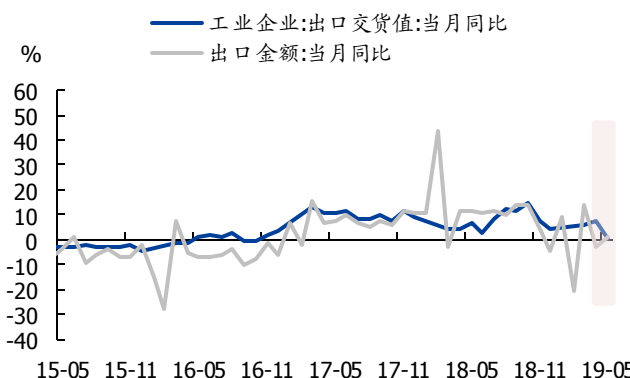
分行业看，下游制成品行业是主拖累，其中汽车制造、医药制造当月同比增速分别较上月下滑3.6个百分点、3.5个百分点至-4.7%和5.6%。

图表 1: 工业生产全面放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 出口金额和出口交货值走势分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资续降，稳增长尚需地产和基建

地产投资年内首降，全年预计6-8%

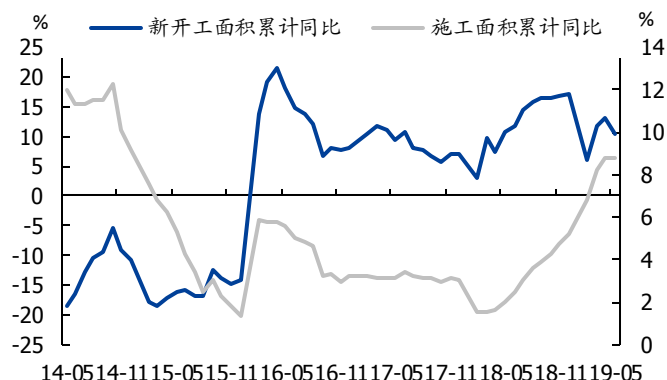
5月地产投资累计同比增长11.2%，增速较1-4月份回落0.7个百分点，是固定资产投资增速回落主因。1-4月房地产超预期韧性主因前期较高的土地购置费随着项目的陆续竣工，被滞后计入地产投资，叠加地产施工的提速，房地产投资高位增长。

房地产仍是主支撑。一方面，5月新开工面积增速下滑、施工面积增速持平，两者分化表明房地产商略显保守，房地产开发市场已现降温；同时到位资金方面，个人按揭贷款同比增长10.8%，也环比回落1.6个百分点。我们预计，随着土地购置面积增速的下滑、

房地产销售未明显回暖以及当局重提“房住不炒”，房地产投资增速后续将趋于回落。另一方面，比起总量增速，更重要的是房地产投资的质量，即对 GDP 的拉动效果。值得注意的是，相比于 2018 年，2019 年前 4 个月建安投资对房地产投资的贡献率大幅提高，土地购置费对地产投资的贡献边际下降。今年 1-4 月，建筑工程累计同比增速为 9.1%，为 2015 年以来次高，房地产投资对地产产业链上下游的刺激带动作用走强。

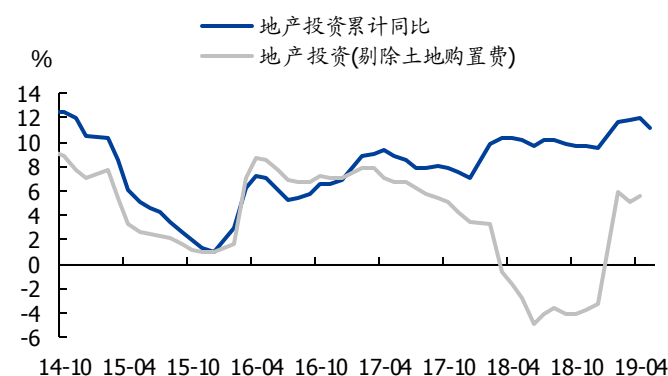
综合看，考虑到中美贸易摩擦升级将拖累我国经济，以及降税降费大幅降低地方政府税收收入情况下，地方补充资金仍然需要依靠土地出让收入。房地产投资回落速度预计不会太快，至 2019 年底有望缓慢回落至 6%-8%。

图表 3: 地产新开工有所降温



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 地产投资量降质升



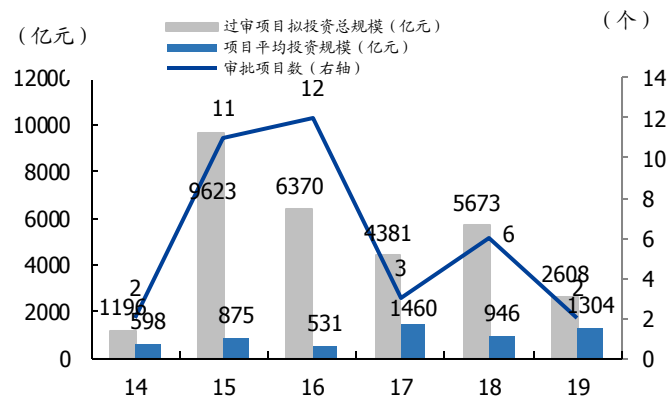
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基建投资弱于预期，关注专项债新规的刺激作用，全年预计 6-10%

交通运输是拖累广义基建的主因，二季度发改委审批铁路和轨交项目节奏放缓。1-5 月狭义基建投资累计同比增长 4.0%，较 1-4 月回落 0.4 个百分点；广义基建累计同比增长 2.6%，较前值回落 0.37 个百分点。其实，自去年底新增专项债提前下达部分限额以及今年初两会宣布提升全年限额至 2.15 万亿之后，市场对基建回升预期强烈，但 1-5 月数据却屡屡不达预期。分项看，5 月水利、环境和公共设施投资，电热燃气及水的生产和供应投资累计同比有所好转，但交通运输分项仍不尽人意，连续 3 个月持平或走弱。另外，从发改委审批的铁路和轨交项目来看，二季度确有放缓，基建投资力度不及预期。

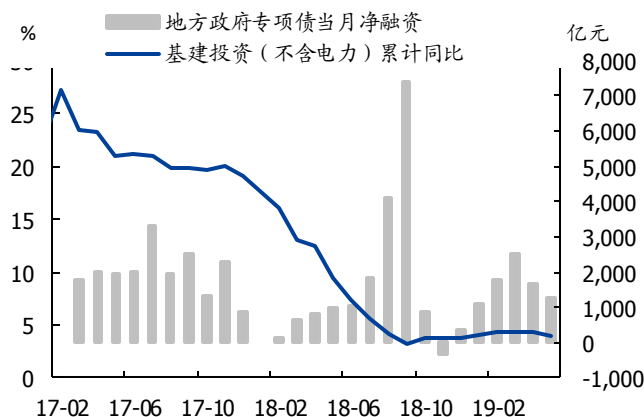
专项债新规落地预计提振基建投资。6 月 10 日，中办国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称《通知》），明确规定“允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金”，并同时明确指出要建立正向激励机制、依法依规予以免责。根据我们测算，我们预计 6-9 月新增地方债月均发行规模约为 3646 亿元，其中专项债月均发行 2900 亿元，假设其中的 30%-60%用来作项目资本金，且资本金比例为 25%，按照 1-4 月专项债中 20%用于基础设施建设，那么累计将撬动基建投资 2700 亿元-5600 亿元，基建投资增速将加速回升至 6%-10%。

图表 5: 二季度轨道交通未有新项目过审



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 专项债新规将提振基建



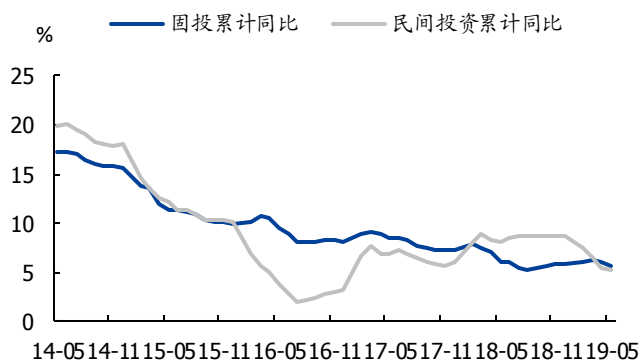
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

制造业投资小幅回升, 但工业企业盈利仍是拖累

制造业投资小升, 民间投资续降。1-5月固定资产投资同比增长5.6%, 增速较1-4月和2018年1-5月均回落0.5个百分点。与此同时, 1-5月民间投资累计同比增速为5.3%, 较1-4月增速下滑0.2个百分点, 较2018年1-5月增速下滑2.8个百分点, 为连续第4个月增速下滑。与民间投资意愿下滑向佐证的是年初以来制造业投资的低迷, 我们此前提到过, 制造业投资中85%是民间投资, 数据显示1-5月制造业投资累计同比为2.7%, 虽较1-4月小幅回升0.2个百分点, 但此前已经连续4个月持平或走低, 本次回升幅度也较小。

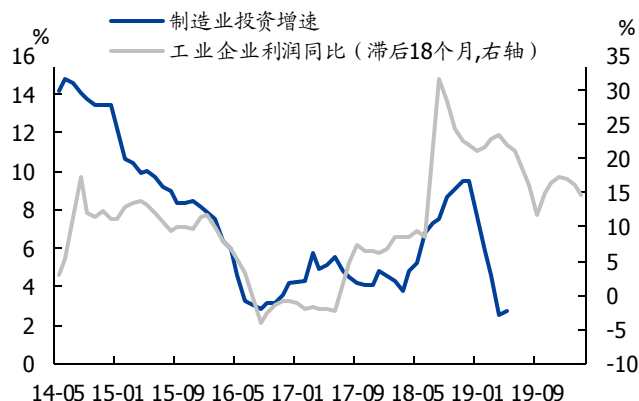
往后看, 制造业投资仍将承压。在企业盈利尚未企稳和PPI面临通缩的双重制约下, 制造业投资意愿预计较为低迷, 这也可以在5月金融数据中得到印证, 即: 信贷增量主要依靠居民中长贷(房地产)和企业短贷(风险偏好低), 与制造业投资最为相关的企业中长贷仍较低迷。展望下半年, 高基数效应逐步显现, 再叠加中美贸易摩擦扰动下制造业企业可能考虑向东南亚国家转移生产线, 这些因素都将制约制造业投资增速。

图表 7: 5月民间投资续降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 盈利增速将继续制约制造业投资



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

消费名升实降，后续跟踪“促消费”政策的带动效应

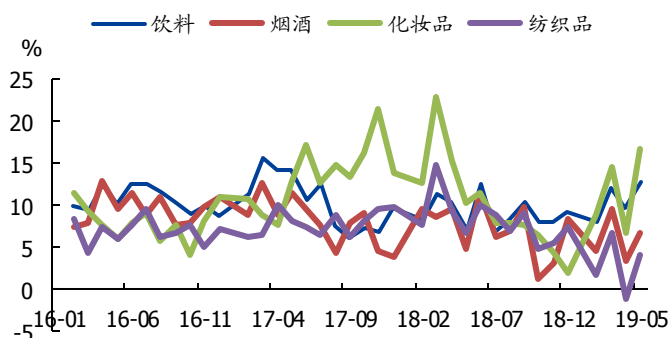
5月消费增速大幅回升，“五一”假期错位和物价上涨是主因。1-5月社零名义累计同比增长8.1%，较1-4月回升0.1个百分点；5月社零当月同比为8.6%，较4月大幅回升1.4个百分点。不论是累计值还是当月值，社零增速均有所加快，我们认为，消费增速回升主因有二：

一是“五一”假期错位且时间延长，有利于刺激消费。如前所述，今年“五一”假期有4天落在5月，去年只有1天，有力地刺激了居民消费。分项看，与休闲、购物等较为相关的饮料、烟酒、化妆品、纺织品、金银珠宝等行业消费较4月增幅最为明显。

二是年初以来名义消费增速保持稳定，而实际消费增速趋势更快下移，可能源于物价上涨。年初至今，名义社零累计同比韧性明显高于实际社零增速，其中存在物价扰动因素，即1-5月，名义消费增速累计同比自8.2%回落至8.1%，而实际消费增速则自7.1%回落至6.4%，降幅明显，同期CPI也从1.7%升至2.7%。因此，5月消费走好不应过分解读，仍要警惕实际消费的回落。

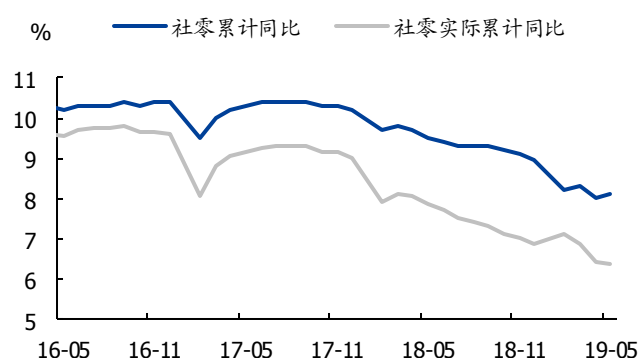
往后看，6月6日，发改委等三部委联合印发《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案（2019—2020年）》（以下简称《实施方案》），旨在推动汽车、家电、消费电子等产品更新升级，将一定程度上对冲消费下行。

图表 9：五一假期促进休闲购物类消费提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 10：年初以来实际消费降幅更大



资料来源：Wind，国盛证券研究所

经济仍将先下后平，政策上将继续“做好自己的事情”

全年经济仍将先下后平，1季度GDP增长6.4%，Q2、Q3、Q4有可能连续三个季度走平至6.2-6.3%。当前中美贸易摩擦再生扰动，经济下行压力再次凸显。据测算，加征25%关税、再扩大至3250亿美元，将分别拖累我国GDP增速0.5-0.8个百分点和1.1-1.6个百分点。换言之，如果不出台对冲政策，我国GDP增速将跌落至5-6%。

维持此前判断，稳增长仍是硬要求，将凸显逆周期调节思维，国家会继续“做好自己的事情”，主基调是“对内改革+对外开放”，核心还是靠中央加杠杆，更多政策组合拳可期，其中：地方政府积极性有望回升，“宽财政+松货币+促产业+改制度+稳就业”将共同发力。

一方面，内外压力之下，地方政府积极性有望回升。近年来，地方政府和金融机构受制于终身追责、环保等约束，积极性一直没能起来。具体到当下，在外部压力“倒逼”和内部保稳定的多重影响下，随着尽职免责政策细则的出台（比如 6 月 10 日中办、国办颁布的专项债新规就明确指出，要建立正向激励机制、依法合规予以免责，即：明确政策界限，允许合法合规融资行为，避免各方因担心被问责而不作为。），我们预计，地方政府和金融机构的积极性将大概率被激发。换言之，去年底以来已制定的各项宽松政策将会被更好地执行（比如减税降费等）。

图表 11: 去年下半年以来激发地方政府积极性的相关会议或政策文件

时间	颁发部门	会议或政策名称	主要内容
2018 年 10 月 21 日	国务院金融稳定发展委员会	防范化解金融风险第十次专题会议	健全尽职免责和容错纠错机制，对已尽职但出现风险的项目，可免除责任。
2018 年 11 月 1 日	习近平：在民营企业座谈会上的讲话	习近平：在民营企业座谈会上的讲话	要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制，把银行业绩考核同支持民营经济发展挂钩，解决不敢贷、不愿贷的问题。
2018 年 11 月 26 日	中央政治局	中共中央政治局就中国历史上的吏治举行第十次集体学习	要激发干部积极性；要控制各级开展监督检查，索要材料报表的总量和频次。
2018 年 12 月 13 日	中央政治局	中共中央政治局召开会议，分析研究 2019 年经济工作	激励干部担当作为
2018 年 12 月 21 日	中央经济工作会议	中央经济工作会议	激励干部担当作为，鼓励创造性贯彻落实
2019 年 1 月 1 日	习主席新年贺词	习主席新年贺词	要倾听基层干部心声，让敢担当有作为的干部有干劲、有奔头
2019 年 3 月 5 日	政府工作报告	政府工作报告	健全激励约束机制和尽职免责机制，营造干部愿干事、敢干事、能干成事的环境。更好发挥中央和地方两个积极性。
2019 年 6 月 10 日	中央办公厅、国务院办公厅	专项债新规	允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，同时明确指出要建立正向激励机制、依法合规予以免责。

资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

另一方面，“宽财政+松货币+促产业+改制度+稳就业”有望共同发力。

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_11959

