

投资和生产走弱，经济依然处于下行通道中

数据：5月规模以上工业增加值当月同比 5.0%（前值 5.4%），累计同比 6.0%（前值 6.2%）；5月社会消费品零售总额当月同比 8.6%（前值 7.2%），累计同比 8.1%（前值 8.0%）；5月固定资产投资当月同比 4.3%（前值 5.7%），累计同比 5.6%（前值 6.1%）。

投资：制造业投资和基建投资拖累固定资产投资增速下滑。固定资产投资当月同比为今年以来的最低水平。其中，地产投资虽然下行但增速高于整体固定资产投资增速；基建投资增速下行拖累明显；制造业投资虽然回升但增速依然低于整体固定资产投资增速，也形成拖累。具体来看，5月财政支出增速明显下行，新增地方政府专项债发行较1季度明显收缩，财政支撑力度减弱，基建投资当月同比走低。在化学原料行业带动下，制造业投资当月同比有所回升。但是从绝对值来看，制造业投资累计同比依然偏低，制造业企业利润下行依然制约着制造业投资增速。房地产投资当月同比下行至今年以来的最低水平，建安投资增速稳定的背景下，土地购置费的下拉效应开始显现。

消费：节假日因素带动5月社零增速明显上行，结合4月和5月均值来看，社零增速依然偏低。“五一”4天假期全部集中于5月份，对社零带来明显的提振作用。与此相印证的是，食品烟酒、纺织服装、化妆品等与节假日相关的消费增速明显上升。此外，家具家电和升级型消费也出现一定程度的上升。

工业增加值：工业生产当月同比继续走低，部分原因在于工作日比去年同期少一天。从绝对来看，工业增加值当月同比和累计同比都处于非常低的水平，表明工业生产是比较弱的。5月工作日比去年同期少一天，可能是工业增加值当月同比走低的一个重要原因。从结构来看，采矿业增速上行，制造业和公用事业增速下行。

5月工业和服务业生产走弱，经济增速依然处于下行通道中。5月工业增加值和服务业生产指数当月同比不仅下行，而且均达到历史较低水平。从数值来看，4-5月工业增加值当月同比均值为 5.2%，服务业生产指数当月同比为 7.2%，分别比1季度低 1.3 和 0.2 个百分点。我国 GDP 以生产法进行核算，工业增加值和服务业生产指数当月同比均值下行，意味着经济增速依然处在下行通道中。**在积极政策支撑下，经济不会失速。**面对经济下行压力，我国也在采取政策积极地加以应对。专项债新规出台，允许专项债资金用作铁路、公路、供电、供气等重大项目资本金，就是较好的例证。专项债新规不仅可以对基建投资带来提振作用，而且释放出一个信号，即如果经济继续下滑，仍将采取较为宽松政策加以应对，达到稳定预期的作用。此外，6月中旬各省份全年新增专项债额度将会逐渐下放，意味着此后新增专项债的发行将会提速，对基建投资形成支撑。其实，本周新增专项债的发行量已经开始增加。我们判断，在积极政策支撑下，经济不会失速。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

图表 1：国金宏观 5 月经济数据点评

经济指标	单月增速 (%)		累计增速 (%)		数据描述与趋势判断
	4月	5月	1-4月	1-5月	
社零	7.2	8.6	8.0	8.1	节假日因素带动5月社零增速明显上行，结合4月和5月均值来看，社零增速依然偏低。“五一”4天假期全部集中于5月份，对社零带来明显的提振作用。与此相印证的是，食品烟酒、纺织服装、化妆品等与节假日相关的消费增速明显上升。此外，家具家电和升级型消费也出现一定程度的上升。
投资	5.7	4.3	6.1	5.6	制造业投资和基建投资依然拖累固定资产投资增速下滑。固定资产投资当月同比为今年以来的最低水平。其中，地产投资虽然下行但增速高于整体 FAI；基建投资增速下行拖累明显；制造业投资虽然回升但增速依然低于整体 FAI，也形成拖累。
民间投资	3.8	4.8	5.5	5.3	民间投资意愿依然偏弱。制造业投资增速回升，带动民间投资当月同比有所上行。但是，增速依然偏低，累计同比继续下行。
基建投资	3.0	1.6	3.0	2.6	财政支撑力度减弱，基建投资增速走低。5月财政支出增速明显下行，地方政府专项债发行也明显收缩，财政支撑力度明显减弱，基建投资当月同比明显走低。
制造业投资	(1.2)	3.2	2.5	2.7	制造业投资增速依然偏低。在化学原料行业带动下，制造业投资当月同比有所回升。但是从绝对值来看，制造业投资累计同比依然偏低，制造业企业利润下行依然制约着制造业投资增速。
房地产投资	12.1	9.2	11.9	11.2	房地产投资当月同比明显下行，可能与土地购置费下行较多有关。房地产投资当月同比下行至今年以来的最低水平，建安投资增速稳定的背景下，土地购置费的下拉效应开始显现。
新开工面积	15.5	4.0	13.1	10.5	受商品房销售面积下滑影响，新开工面积当月同比回落。
资金来源	18.4	3.0	8.9	7.6	商品房销售下滑，定金和按揭贷款增速下行，房地产资金来源趋紧。
商品房销售面积	1.3	(5.5)	(0.3)	(1.6)	商品房销售面积增速下滑带动销售额增速明显下行。5月30大中城市商品房销售面积增速下滑，表明部分城市房地产政策再度收紧以后，一线、部分二三线城市销售走弱，叠加棚改货币化安置力度减弱，商品房销售面积增速下滑，并带动销售额增速明显下行。
商品房销售额	13.9	0.6	8.1	6.1	
出口	(2.7)	1.1	0.2	0.4	进出口分化，“衰退型”顺差再现。5月出口同比小幅转正，主要原因在于中美贸易摩擦导致“抢出口”以及欧日整体需求较为稳定。5月进口当月同比转负，主要原因在于国内需求走弱以及大宗商品价格下跌。
进口	4.0	(8.5)	(2.4)	(3.7)	
工业增加值	5.4	5.0	6.2	6.0	工业生产当月同比继续走低，部分原因在于工作日比去年同期少一天。从绝对来看，工业增加值当月同比和累计同比都处于非常低的水平，表明工业生产是比较弱的。5月工作日比去年同期少一天，可能是工业增加值当月同比走低的一个重要原因。从结构来看，采矿业增速上行，制造业和公用事业增速下行。
出口交货值	7.6	0.7	5.6	4.4	出口交货值当月同比明显下行，可能预示着6月出口将会走低。
发电量	3.8	0.2	4.1	3.3	发电量累计同比下行，与工业增加值增速下行相印证。
粗钢产量	12.7	10.0	10.1	10.2	粗钢生产依然较好，原因在于需求和利润相对稳定。
人民币汇率 (贬值-)	(0.2)	(2.5)	1.9	(0.5)	5月人民币兑美元贬值较多。5月中美贸易摩擦升级，市场风险偏好降低，人民币兑美元贬值。
M1	-	-	2.9	3.4	社融增速回升，但融资需求走弱。信贷：信贷总量平稳，结构上企业中长期贷款偏弱。社融：信贷相对稳定，非标降幅延续收窄，企业债融资减少，地方专项债稳定。M2：信用派生稳，居民存款、企业存款多增，财政存款多增，M1回升、M2持平。
M2	-	-	8.5	8.5	
信贷 (万亿)	1.0	1.2	6.8	8.0	
社融 (万亿)	1.4	1.4	9.6	11.0	
CPI	2.5	2.7	2.0	2.2	通胀分化格局显现，货币宽松空间仍存。5月CPI当月同比继续回升，主要原因在于猪价维持高位，水果价格涨幅超季节性，且去年基数较低。5月PPI当月同比开始下滑，主要原因在于煤炭、原油、钢铁、有色等大部分工业品价格均由涨转跌，且去年基数较高。
PPI	0.9	0.6	0.3	0.4	
制造业PMI	50.1	49.4	-	-	制造业PMI反季节性下行。5月制造业PMI下滑，重回收缩区间，生产和需求均明显下行，价格涨势趋缓，制造业景气度继续减弱。5月非制造业商务活动稳定，服务业景气度有所上升，但建筑业下行幅度超过季节性，表明投资有所走弱。
非制造业PMI	54.3	54.3	-	-	
综合PMI	53.4	53.3	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

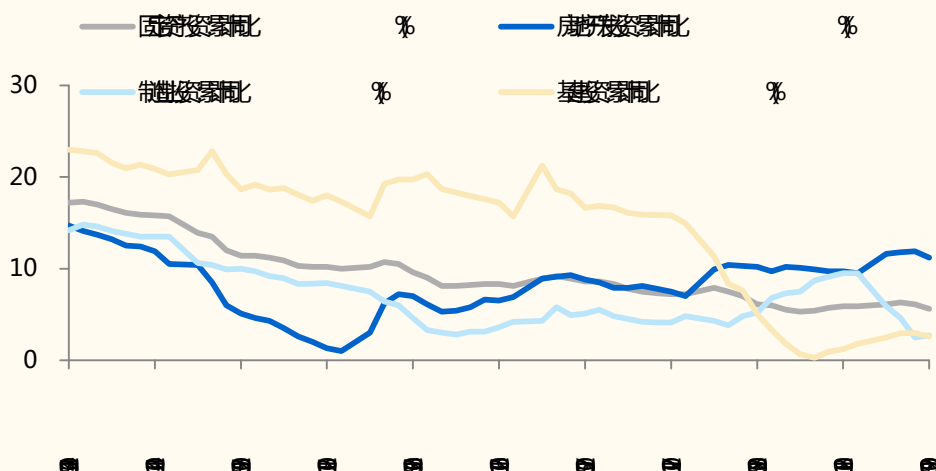
1、制造业投资和基建投资拖累固定资产投资增速下滑。固定资产投资当月同比为今年以来的最低水平。其中，地产投资虽然下行但增速高于整体 FAI；基建投资增速下行拖累明显；制造业投资虽然回升但增速依然低于整体 FAI，也形成拖累。

(1) 财政支撑力度减弱，基建投资增速走低。5 月财政支出增速明显下行，地方政府专项债发行也明显收缩，财政支撑力度明显减弱，基建投资当月同比明显走低。具体来看，1) 交运行业累计同比下行至 5.0% (前值 6.5%)，其中铁路运输业上升至 15.1% (前值 12.3%)，而道路运输业增速下降为 6.2% (前值 7.0%); 2) 水利大环保行业累计同比涨幅扩大至 1.4% (前值 1.1%)，其中权重最大的公共设施管理业增速跌幅扩大至-0.8% (前值-0.4%)，水利管理业跌幅收窄至-1.8% (前值-4.9%)。

(2) 制造业投资增速依然偏低。在化学原料行业带动下，制造业投资当月同比有所回升。但是从绝对值来看，制造业投资累计同比依然偏低，制造业企业利润下行依然制约着制造业投资增速。具体来看，1) 新兴行业中，医药制造业累计同比下行至 8.1% (前值 10.4%)，计算机通信行业累计同比涨幅收窄至 6.2% (前值 6.7%); 2) 装备制造业中政策支持的汽车制造业累计同比跌幅收窄至-0.1% (前值-1.4%)，铁路船舶行业累计同比跌幅扩大至-8.6% (前值-8.2%); 3) 轻工行业中，农副食品加工业累计同比跌幅扩大至-7.4% (前值-6.3%)，食品制造累计同比转跌至-1.0% (前值 0.2%); 4) 传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比跌幅收窄至-9.7% (前值-11.7%)。

(3) 房地产投资当月同比明显下行，可能与土地购置费下行较多有关。房地产投资当月同比下行至今年以来的最低水平，建安投资增速稳定的背景下，土地购置费的下拉效应开始显现。

图表 2：固定资产投资累计同比下降



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业生产当月同比继续走低，部分原因在于工作日比去年同期少一天。从绝对来看，工业增加值当月同比和累计同比都处于非常低的水平，表明工业生产是比较弱的。5 月工作日比去年同期少一天，可能是工业增加值当月同比走低的一个重要原因。

(1) 从结构上看，采矿业增速上行，制造业和公用事业增速下行。采矿业当月同比涨幅扩大至 3.9% (前值 2.9%)，制造业当月同比下降至 5.0% (前值 5.3%)，公用事业部门当月同比上升至 5.9% (前值 9.5%)。

(2) 从制造业内部结构上看，受益于建安投资回升，传统制造业生产依然维持高位。

1) 新兴产业整体下行。其中医药制造业当月同比下行至 5.6% (前值 9.1%)，

计算机、通信和电子行业当月同比下行至 10.6%（前值 12.4%）。

2) 装备制造业涨跌互现。其中汽车当月同比跌幅扩大至-4.7%（前值-1.1%），金属制品业当月同比上升至 6.5%（前值 3.3%），运输设备业当月同比上升至 8.3%（前值 5.8%）。

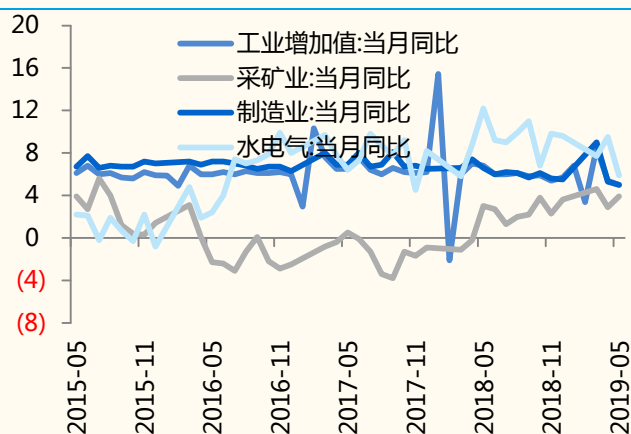
3) 通用专用设备制造整体上行。其中通用设备制造业当月同比上升至 2.5%（前值 2.0%），专用设备制造业当月同比上升至 4.9%（前值 2.8%）。

4) 轻工业分化。其中农副食品加工业当月同比上升至 4.4%（前值 3.4%），食品制造当月同比下行至 4.6%（前值 5.6%），纺织业工业当月同比上升至 0.7%（前值-1.8%）。

5) 传统制造业上行。黑色金属冶炼及压延加工业增加值当月同比上升至 11.7%（前值 11.5%），有色金属冶炼及压延加工业当月同比上升至 9.4%（前值 8.9%），非金属矿物制品业当月同比上升至 9.9%（前值 9.8%）。

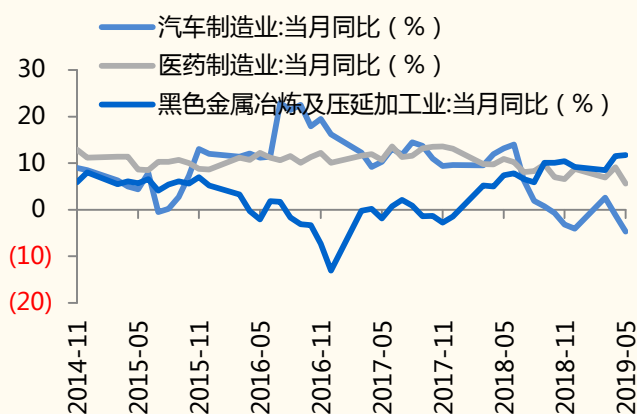
(3) 规模以上工业企业出口交货当月同比明显下降。规模以上出口交货值当月同比上升至 0.7%（前值 7.6%）。

图表 3：工业增加值当月同比下滑



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：黑色金属当月同比上升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

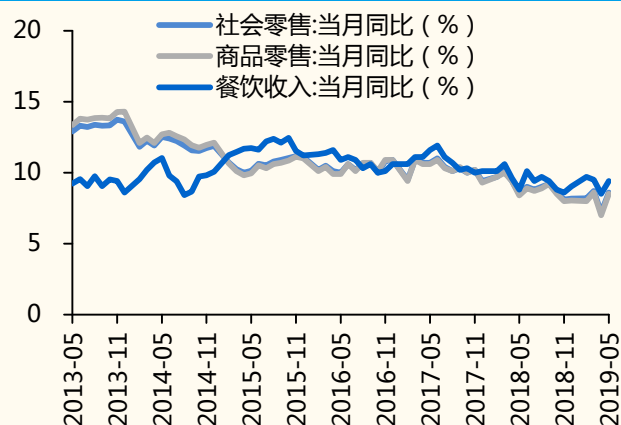
3、节假日因素带动 5 月社零增速明显上行，结合 4 月和 5 月均值来看，社零增速依然偏低。“五一”4 天假期全部集中于 5 月份，对社零带来明显的提振作用。与此相印证的是，食品烟酒、纺织服装、化妆品等与节假日相关的消费增速明显上升。此外，家具家电和升级型消费也出现一定程度的上升。

(1) 地产链条整体上行。建筑装饰材料当月同比跌幅扩大至-1.1%（前值-0.3%）；家具当月同比上升至 6.1%（前值 4.2%）；家电当月同比上升至 5.8%（前值 3.2%）。

(2) 升级型消费有所上升。通讯类消费同比上升至 6.7%（前值 2.1%）；中药同比下行至 11.2%（前值 11.5%）；石油及制品类消费上行至 3.1%（前值 0.1%）。

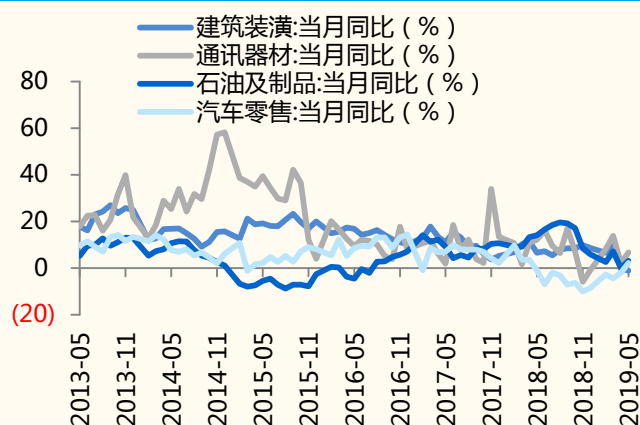
(3) 汽车消费由跌转涨。汽车消费当月同比由跌转涨至 2.1%（前值-2.1%）。

图表 5：消费当月同比明显上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：地产类链条、升级型消费整体上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；美联储如果加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

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_11979

