

宏观研究/数据综述月报

2019年06月14日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

程强 执业证书编号：S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：经济仍具韧性特征，聚焦供给侧政策》2019.05
- 2《宏观：经济增速持平前值，继续看多人民币资产》2019.04
- 3《宏观：政策基调以稳为主，看多人民币资产》2019.03

基本面不确定性加剧，政策相机抉择

2019年5月经济数据综述

经济基本面不确定性加剧，政策相机抉择

5月末公布PMI回落到荣枯线以下，继续验证我们“政策主线在供给侧”的判断。二季度4月、5月份经济数据持续走弱，经济下行、通胀上行压力均有所加大，叠加贸易摩擦不确定性带来的汇率波动风险，我们认为基本面不确定性加剧、市场风险偏好降低，在当前环境下，资产价格波动性或将有所加大，股市结构方面可关注CPI、PPI剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。我们判断央行未来可能着重供给侧、采取利率市场化降息，利率债或出现短期交易性机会。

5月工业增加值当月同比+5.0%，继续回落

5月工业增加值当月同比+5.0%，低于我们预期0.8个百分点、低于Wind一致预期0.5个百分点。4月、5月当期PMI连续环比回落，对应4月、5月工业增加值同比增速也连续回落。我们认为年内工业增加值的季度节奏将是平缓回落，经济并未出现内生性复苏，中美贸易谈判进程再生波澜，贸易摩擦未来的不确定性对企业生产意愿也可能形成一定负面影响。

5月社会消费品零售总额增速+8.6%，短期回升是修复而非反转

5月社零名义增速8.6%，节假日错位、CPI维持高位、减税降费是数据回升主因。结构方面，5月汽车消费同比增速2.1%，由负转正；地产后周期行业相关部分消费有所修复，家具和家电较上月回升1.9和2.6个百分点。考虑减税降费影响趋弱、节假日所致的消费后移难持续，社零短期回升是修复而非反转；考虑消费意愿无明显提升、顺周期特性及收入增速放缓约束，今年消费大概率维持较低水平，难有强上行动力；就业领导小组聚焦稳就业，若就业没有超预期恶化，消费大幅下跌的风险也较低。

5月全国调查失业率5%，环比持平，就业市场仍然稳健

5月全国城镇调查失业率5%，环比持平，与我们预测完全一致。1-5月份，全国城镇新增就业597万人，已完成全年计划的54%，目前我国就业市场依然稳健。今年“就业优先政策”全面发力，我们认为失业率5.5%左右将是今年重要的政策底线，预计随着政策落实，今年实现全年失业率目标难度不大，但外部环境仍是最大不确定性，我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击，如果在7月叠加毕业季，那么可能使得失业率阶段性超预期上行。

1-5月制造业投资增速小幅反弹、基建投资小幅回落

1-5月制造业投资累计同比+2.7%，较前值提高0.2个百分点；基建投资累计同比+4%，较前值回落0.4个百分点；整体固定资产投资累计同比+5.6%。需求未呈现全面复苏，中小企业融资情况未见根本性好转，贸易摩擦对需求的负面不确定影响仍存，我们认为制造业资本开支可能继续受到制约。6月中旬，国办发文提出允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，我们认为这是利用政策工具应对外部风险的预调微调，精准支持基建补短板的国家战略重点方向，不是放弃结构调整、重回大规模基建刺激的老路。

1-5月地产投资同比增长11.2%

1-5月份，全国房地产开发投资同比增长11.2%，增速比1-4月份降低0.7个百分点。房地产投资增速仍然维持高位，我们认为有两个方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失。二是建安投资相比去年有所回升。但从销售和竣工来看，仍有下行压力，商品房销售面积同比下降1.6%，房屋竣工面积下降12.4%。展望未来，我们维持地产投资增速下行的判断，在一城一策、因城施策下，预计地产政策在限购、限贷等实质性放松上仍会非常审慎。但如果外部不确定加大，不排除放松一二线刚需稳定总需求的可能。

风险提示：受中美贸易摩擦可能对外需产生较大扰动、银行体系流动性向实体经济疏导路径不畅等因素的影响，经济走势可能弱于预期。

经济基本面不确定性加剧，政策相机抉择

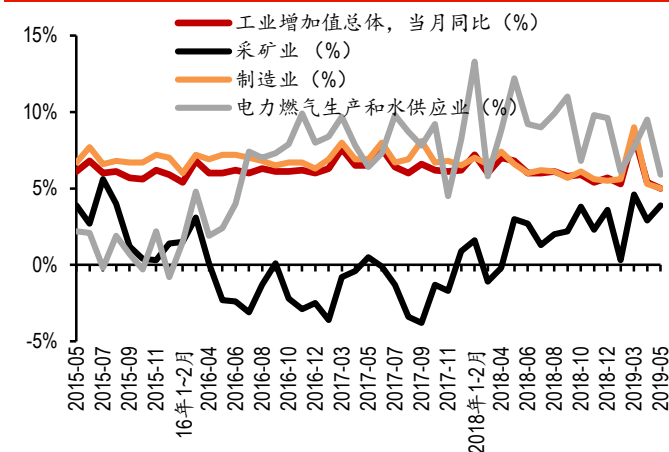
5 月末公布 PMI 回落到荣枯线以下，继续验证我们“政策主线在供给侧”的判断。二季度 4 月、5 月份经济数据持续走弱，经济下行、通胀上行压力均有所加大，叠加贸易摩擦不确定性带来的汇率波动风险，我们认为基本面不确定性加剧、市场风险偏好降低，在当前环境下，资产价格波动性或将有所加大，股市结构方面可关注 CPI、PPI 剪刀差扩大带来的相关消费类行业机会。我们判断央行未来可能着重供给侧、采取利率市场化降息，利率债或出现短期交易性机会。近期海外 10 年期美债收益率连续下行，为国内长端利率下行打开了一定的空间。

5 月工业增加值当月同比+5.0%，继续回落

5 月工业增加值当月同比+5.0%，低于我们预期 0.8 个百分点、低于 Wind 一致预期 0.5 个百分点。4 月末、5 月末公布的当期 PMI 连续环比回落，对应 4 月、5 月工业增加值同比增速也连续回落。2018Q1~2019Q1，工业增加值的季度均值分别为 6.6%、6.6%、6.0%、5.7%、6.5%；今年二季度 4-5 月工业增加值当月同比增速平均为+5.2%。我们认为年内工业增加值的季度节奏将是平缓回落，经济并未出现内生性复苏，中美贸易谈判进程再生波澜，贸易摩擦未来的不确定性对企业生产意愿也可能形成一定负面影响。

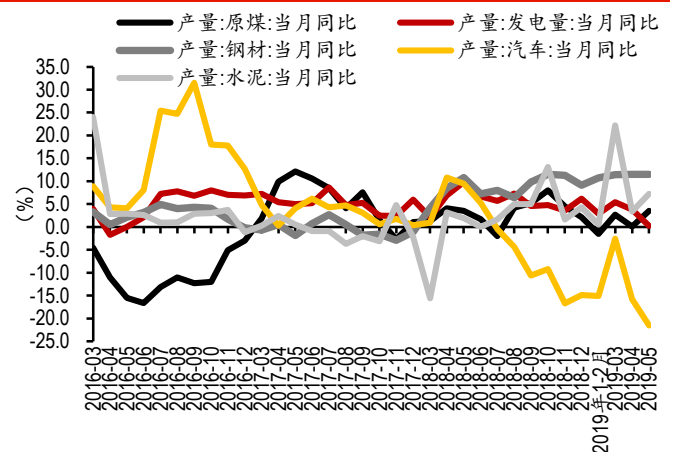
5 月份，采矿业增加值同比增长 3.9%，增速较 4 月份加快 1.0 个百分点；制造业增长 5.0%，回落 0.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.9%，回落 3.6 个百分点。根据统计局表述，5 月份高技术制造业增加值同比增长 9.4%，增速仍然保持在较快区间；新能源汽车产量同比增长 16%，新产品新业态增长态势较为明确。

图表1：工业增加值和三大子门类增加值同比增速 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：部分工业产品产量当月同比 %



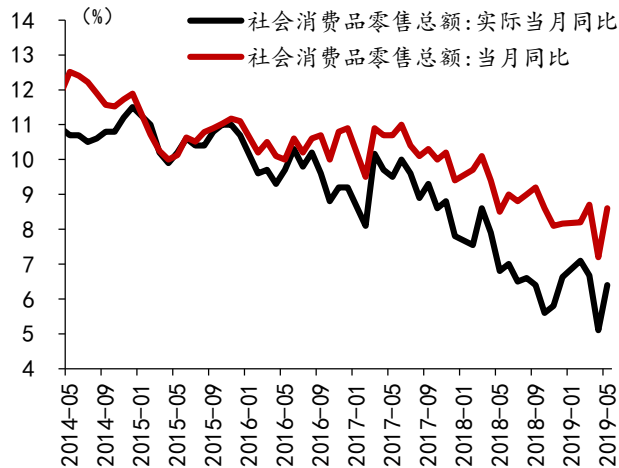
资料来源：Wind，华泰证券研究所

5 月社会消费品零售总额增速 8.6%，如期回升，短期回升是修复而非反转

5 月社会消费品零售总额名义同比增速 8.6%，前值 7.2%，略高于我们预期，实际增速 6.4%，我们认为，节假日错位、CPI 维持高位、减税降费边际利好是支撑数据回升的主要动力，限额以上消费品零售名义增速 5.1%。结构方面，5 月汽车消费同比增速 2.1%，小有回升、由负转正；地产后周期行业相关部分消费有所修复，5 月家具类和家电类消费同比增长为 6.1%和 5.8%，较上月分别回升 1.9 和 2.6 个百分点，建筑装潢类消费同比增速为-1.1%，较上月回落 0.8 个百分点。

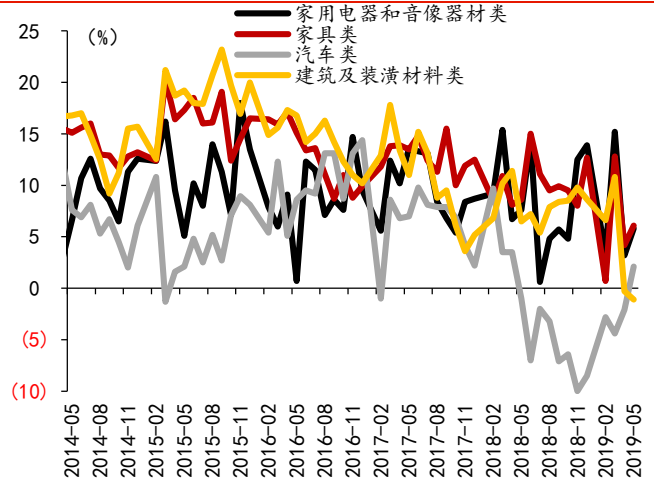
展望后市，短期来看，减税降费改善收入带动消费的边际影响趋弱，节假日错位因素导致的消费后移较难持续，社零增速短期回升是修复而非反转；相对长期来看，考虑居民消费意愿无明显提升、居民收入随经济增长增速放缓的约束及消费的顺周期特性等逻辑，我们坚持认为今年消费大概率维持较低水平，难有强上行动力；同时，国务院成立就业领导小组积极落实稳就业政策，我们认为，就业无超预期恶化情况下，消费数据大幅下跌的风险有限。

图表3：社会消费品零售总额名义与实际同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：5月汽车消费由负转正，家具家电小幅回升，建筑装潢回落

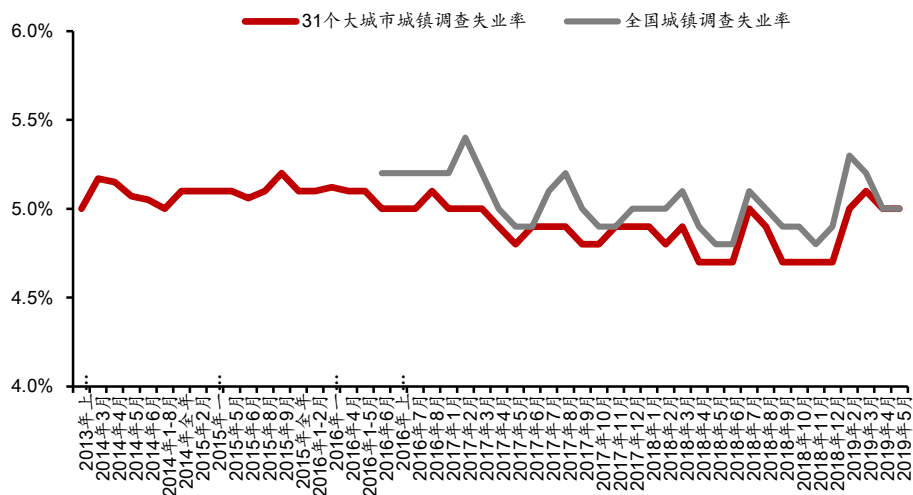


资料来源：Wind，华泰证券研究所

5月全国城镇调查失业率5%，环比持平

5月全国城镇调查失业率5%，环比持平，与我们预测完全一致，31个大城市城镇调查失业率为5.0%，同样与上月持平，目前我国就业市场依然稳健。统计局数据显示，1-5月份，全国城镇新增就业597万人，完成全年计划的54%，进度较快。今年“就业优先政策”全面发力，5月13日召开全国就业创业工作暨普通高等学校毕业生就业创业工作电视电话会议；5月22日国务院办公厅发布关于成立国务院就业工作领导小组的通知，研究解决就业工作重大问题。我们认为失业率5.5%左右将是今年重要的政策底线，未来稳就业政策仍将持续发力，整体来看，随着各项政策措施落地，我们认为今年实现全年失业率目标难度不大，但外部环境仍是最大不确定性，我们提示关注进出口数据下行拖累贸易部门就业可能对失业率构成的冲击，如果在7月叠加毕业季，那么可能使得失业率阶段性超预期上行。

图表5：5月全国城镇调查失业率5%，环比持平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-5月制造业投资增速小幅反弹、基建投资小幅回落

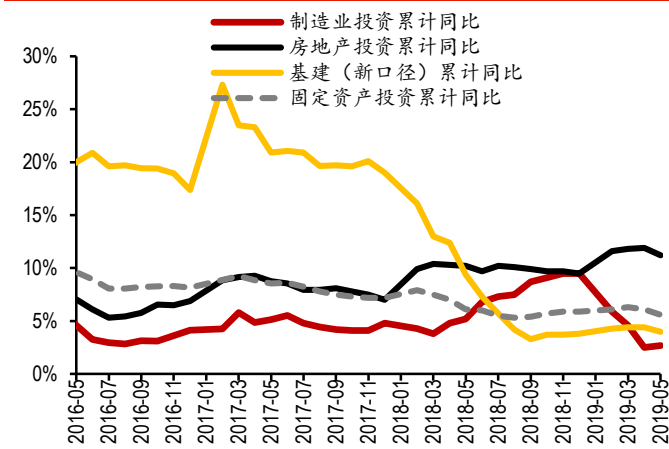
1-5月制造业投资累计同比+2.7%，较前值提高0.2个百分点；基建投资（统计局口径）累计同比+4%，较前值回落0.4个百分点；地产投资累计同比+11.2%，较前值回落0.7个百分点。1-5月整体固定资产投资累计同比+5.6%。

需求未呈现全面复苏，中小企业融资情况未见根本性好转，贸易摩擦对需求的负面不确定影响仍存，我们认为制造业资本开支可能继续受到制约。高技术制造业投资1-5月累计同

比+10.2%，考虑其在制造业投资中的占比约为两成，则除去高技术制造业投资的其他制造业行业，1-5 月累计同比增速只有约+0.8%。未来国家或在高技术制造业方向继续加大投入和财政/信贷/产业政策支持力度，对冲传统制造业的下行压力。工业企业盈利增速有望在今年二三季度触底，但短期来看，盈利数据不足以支撑制造业投资出现回升。

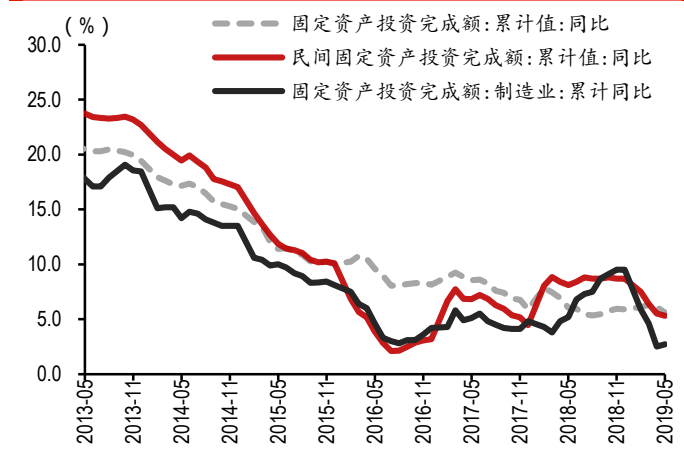
去年底以来，国家发改委批复项目体量同比有较大增长，高铁、机场、轨交等方向基建投资项目储备较为充分，但今年基建投资呈现出结构分化特征，铁路投资较为强劲（1-5 月累计同比+15.1%），我们认为主要源于中央财政支持、重点项目开工建设，而由地方政府投资主导的公共设施管理业投资（主要是市政工程类）1-5 月累计同比增速仅为-0.8%，反映地方政府的自主投资意愿不强。6 月中旬，国办发文明提出允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，我们认为这是利用政策工具应对外部风险的预调微调，精准支持基建补短板的国家战略重点方向，不是放弃结构调整、重回大规模基建刺激的老路。

图表6：固定资产投资和三大子门类累计同比增速 %



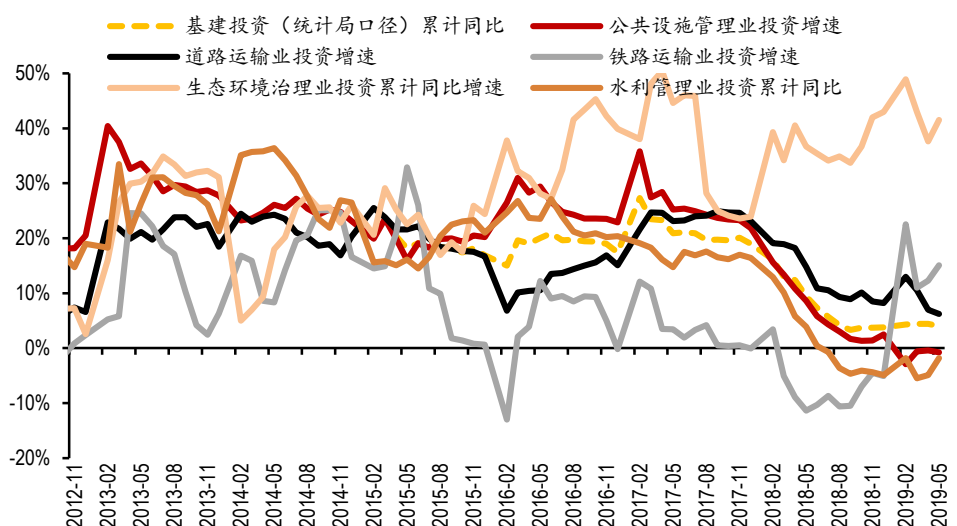
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：制造业投资和民间投资增速的表现 %



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：铁路投资增速持续回升，公共设施管理业投资持续低迷



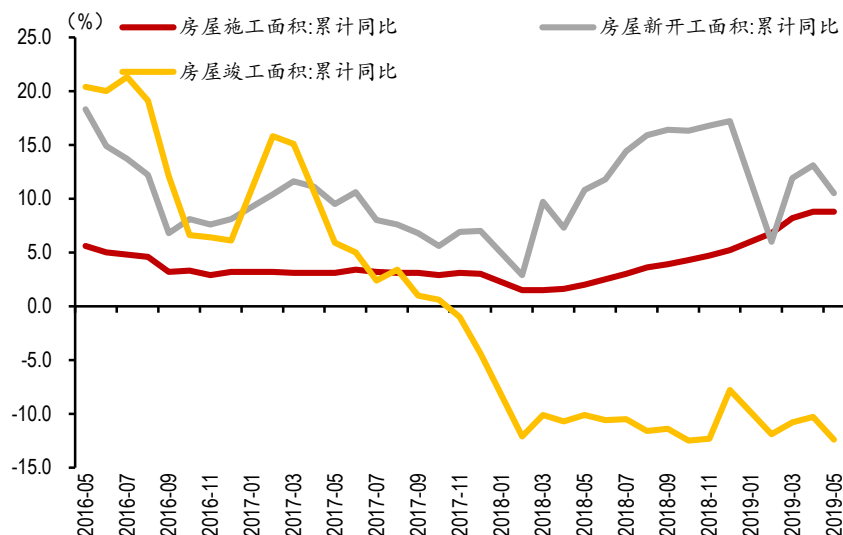
资料来源：Wind，华泰证券研究所

1-5 月地产投资同比增长 11.2%

1-5 月份，全国房地产开发投资同比增长 11.2%，增速比 1-4 月份（11.9%）降低 0.7 个百分点。房地产投资增速仍然维持高位，我们认为有两个方面原因，一是土地购置支出滞后计入房地产投资的因素还未消失，但财政数据端土地出让收入持续为负，预计未来对地产投资产生负向影响。二是建安投资相比去年有所回升，1-5 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比增长 8.8%，增速与 1-4 月份持平，但从销售和竣工来看，仍有下行压力，商

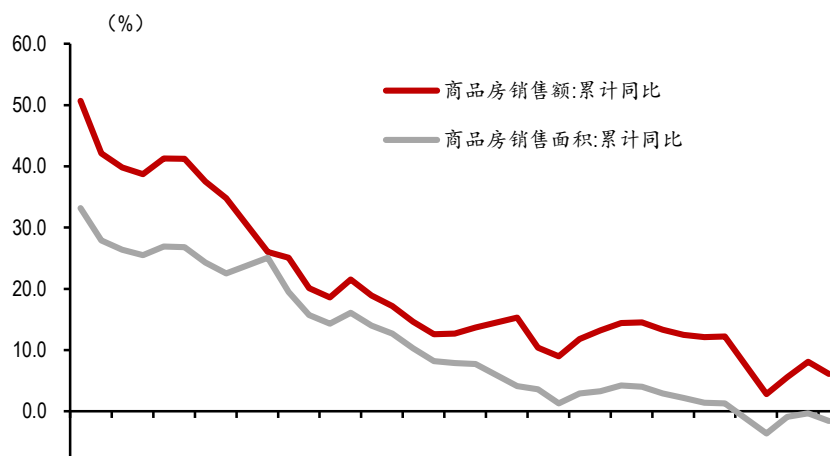
商品房销售面积同比下降 1.6%，降幅比 1-4 月份扩大 1.3 个百分点，房屋竣工面积下降 12.4%，降幅扩大 2.1 个百分点。展望未来，我们维持地产投资增速下行的判断，在一城一策、因城施策下，预计地产政策在限购、限贷等实质性放松上仍会非常审慎。但如果外部不确定加大，不排除放松一二线刚需稳定总需求的可能。

图表9： 房地产施工面积



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 房地产销售面积



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_11980

