

供需两弱，逆周期政策力度或加大

—— 2019年5月经济数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 供需两弱，逆周期政策力度或加大

当前数据反映经济供需两弱，外需放缓叠加贸易摩擦，对外部环境敏感的制造业面临极大的不确定性。居民对未来经济预期不佳可能继续拖累消费增速。自2018年下半年基建补短板以来，基建投资增速未见明显反弹，从根本上来讲，这一轮政策不再像过去一样追求强刺激，专项债新政推出，信号意义大于其本身的意义。未来一段时间，逆周期政策力度可能会加大。

● 工业生产增速创多年同期新低

2019年5月工业增加值同比增长5%，增速较4月下降0.4个百分点，为1991-2018年同期最低，主要原因有：第一，外需疲弱拖累制造业生产增速。第二，高基数拉低热力、燃气及水生产和供应业生产增速。第三，工业品产销衔接能力下降。

● 基建投资增速低迷，房地产投资增速拐点或至

2019年1-5月固定资产投资同比增速从6.1%下降至5.6%，从结构来看，房地产、基建以及其他行业（主要是一部分第三产业）均拖累FAI增速。

制造业投资增速小幅回升0.2个百分点。从已公布行业来看，供改行业投资增速回升较多，主要是因为前期去产能、环保压制了投资，随着去产能、环保力度减弱，企业投资动力又起。而与出口相关的行业投资增速普遍回落。

全口径基建投资增速从2.97%回落至2.6%，原因在于：第一，5月投向基建项目财政支出增速放缓；第二，年初以来，地方专项债放量，但流向基建项目比例不到10%；第三，这一轮资金投入到基建反弹的时滞可能比之前更长。专项债可作为重大项目资本金后，可拉动基建投资增速回升，但由于严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，基建投资增速上行幅度有限，从而进一步促进基建投资增速回升。

5月单月房地产投资增速从12%降至9.5%，可能主要受土地购置费拖累。随着土地购置面积增速的回落，后续土地购置费增速可能加速下滑。施工面积增速仍然坚挺，但如果没有一定的地产销售增速支持，后续施工增速可能会放缓，实际上，3-4月地产小阳春之后，5月地产销售增速明显下滑，6月前两周增速进一步下滑，并且最近两个月部分城市调控政策有所收紧。房地产投资增速拐点或已到来，未来房地产投资增速或下降至中低水平。

● 季节因素叠加低基数影响，社零增速全面回升

2019年5月社零名义和实际增速分别为8.6%、6.4%，均高于前值（7.2%、5.1%），主要受季节因素和低基数影响。单月数据波动不能说明问题，如果拉长时间来看，2019年1-5月社零实际增速仅为6.4%，为2003年以来最低。同时，2019年一季度居民人均可支配收入增速与中位数增速均有提升，但是可能由于居民对未来经济预期不佳，消费更加谨慎，人均消费支出增速回落，居民对未来经济预期不佳可能继续对社零增速产生拖累。与此同时，5月贸易摩擦再度升级，贸易摩擦可以通过收入、供给等渠道影响消费，后续可能通过刺激消费、进一步减税、城镇化与消费升级拉动内需等政策予以对冲。

● 风险提示：贸易摩擦进一步升级

相关报告

宏观报告：数据回归常态，贸易摩擦增添不确定性——2019年4月经济数据点评

2019-5-15

宏观报告：供需两弱，经济未企稳——2019年1-2月经济数据点评

2019-3-14

宏观报告：上游行业进入通缩——2019年1月通胀数据点评

2019-2-15

宏观报告：渐行渐近的通缩风险——2018年通胀数据点评

2019-1-10

目 录

1、 供需两弱，逆周期政策力度或加大.....	3
2、 工业生产增速创多年同期新低.....	3
3、 基建投资增速低迷，房地产投资增速拐点或至.....	6
4、 季节因素叠加低基数影响，社零增速全面回升.....	8

图表目录

图 1: 5 月工业增加值增速为 1991-2018 年同期最低.....	4
图 2: 制造业、热力燃气及水生产和供应业拖累工业增加值增速 (%).....	4
图 3: 部分行业工业生产增速的变化 (%).....	4
图 4: 2018 年 5 月热力、燃气及水生产和供应业生产增速为 2014 年以来最高.....	5
图 5: 出口交货值增速大幅下降 (%).....	5
图 6: 产销率同比下降 0.2 个百分点 (%).....	5
图 7: 各行业对固定资产投资拉动率走势 (%).....	7
图 8: 商品房销售增速同步或领先于新开工增速 (%).....	7
图 9: 土地购置面积连续 4 个月显著负增长 (%).....	7
图 10: 社零增速回升 (%).....	8
图 11: 大部分消费品零售额增速回升 (%).....	8
图 12: 2018 年 5 月社零季调环比增速为 2014 年以来最低 (%).....	9
图 13: 2019 年 1-5 月社零实际增速为 2003 年以来最低 (%).....	9

1、供需两弱，逆周期政策力度或加大

当前数据反映经济供需两弱，外需放缓叠加贸易摩擦，对外部环境敏感的制造业面临极大的不确定性。居民对未来经济预期不佳可能继续拖累消费增速。自2018年下半年基建补短板以来，基建投资增速未见明显反弹，从根本上来讲，这一轮政策不再像过去一样追求强刺激，专项债新政推出，信号意义大于其本身的意义。未来一段时间，逆周期政策力度可能会加大。

区分经济下行的结构性因素和周期性因素固然重要，但是这种“两分法”太机械化，很多时候周期性因素和结构性因素是互相影响的。一些理论对此进行了解释，比如磁滞(hysteresis)假说。这也是政府强调“防止顺周期心理和预期带来的某种收缩效应”的一个原因。逆周期调节的重要性不仅仅在稳就业、稳金融等方面，也会影响经济的结构性因素。

当政府发挥功能财政作用，加杠杆，进行逆周期调节时，企业盈利改善，企业会加大研发、实物资本、人力资本投入，进而提高经济的长期增长能力。同时，居民薪资也会增加，这会带来消费的增加以及劳动参与率的提升。居民消费增加将进一步改善企业盈利。如此形成正向反馈。

对政府债务风险也不必过于担心。第一，我国储蓄率比较高，贸易摩擦背景下，不通过贸易顺差转移储蓄，那只好通过国内经济主体加杠杆，转化为国内投资。第二，中国政府债务主要是内债而非外债，内债化解方式多种多样，内债的风险远远低于外债。

2、工业生产增速创多年同期新低

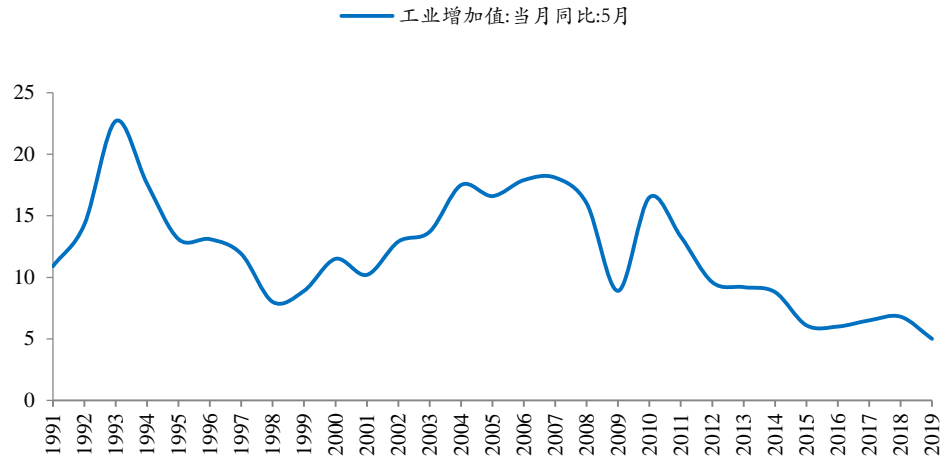
2019年5月工业增加值同比增长5%，增速较4月下降0.4个百分点，为1991-2018年同期最低，主要原因有：

第一，外需疲弱拖累制造业生产增速。5月出口交货值同比增速从7.6%回落至0.7%，对外需敏感且占比最高的制造业生产增速回落0.3个百分点，其中，汽车、医药等制造业生产增速回落较多。

第二，高基数拉低热力、燃气及水生产和供应业生产增速。2018年5月热力、燃气及水生产和供应业生产增速为12.2%，为2014年以来最高，高基数明显偏高。从高频数据亦可看出这点，2019年5月发电耗煤量环比较为正常，同比大幅回落主要因为高基数（2018年5月发电耗煤量均值达到72.17万吨）。

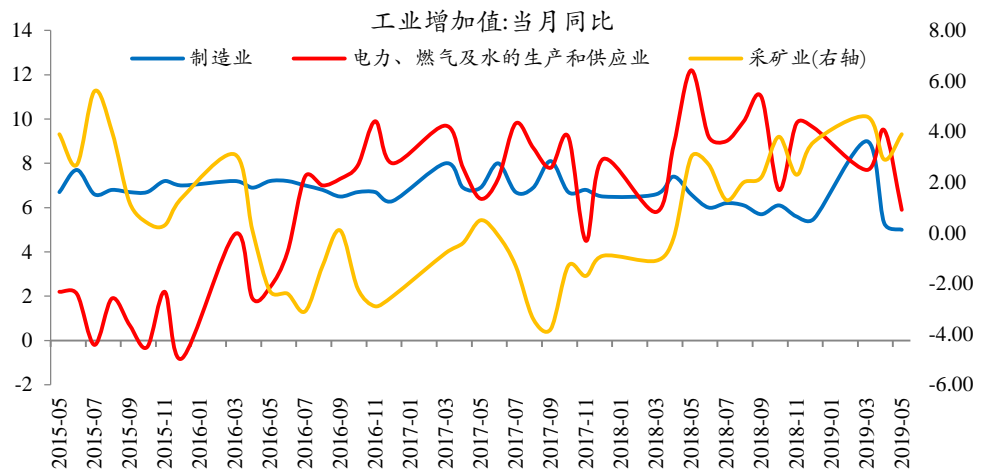
第三，工业品产销衔接能力下降。工业品产销衔接能力下降在4月体现得最为明显，5月数据仍反映这一点，5月工业企业产销率为97.7%，比上年同期下降0.2个百分点，这一因素可能继续拖累工业生产。

图1： 5月工业增加值增速为1991-2018年同期最低



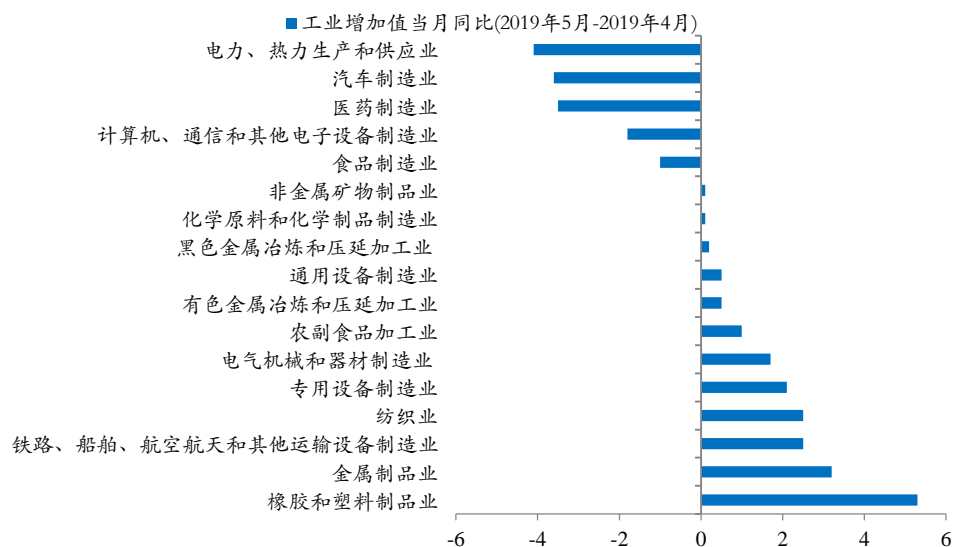
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 制造业、热力燃气及水生产和供应业拖累工业增加值增速 (%)



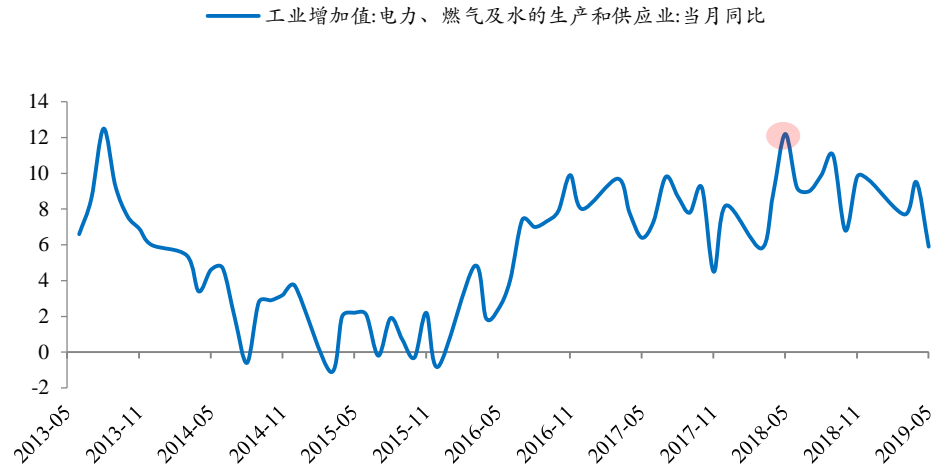
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 部分行业工业生产增速的变化 (%)



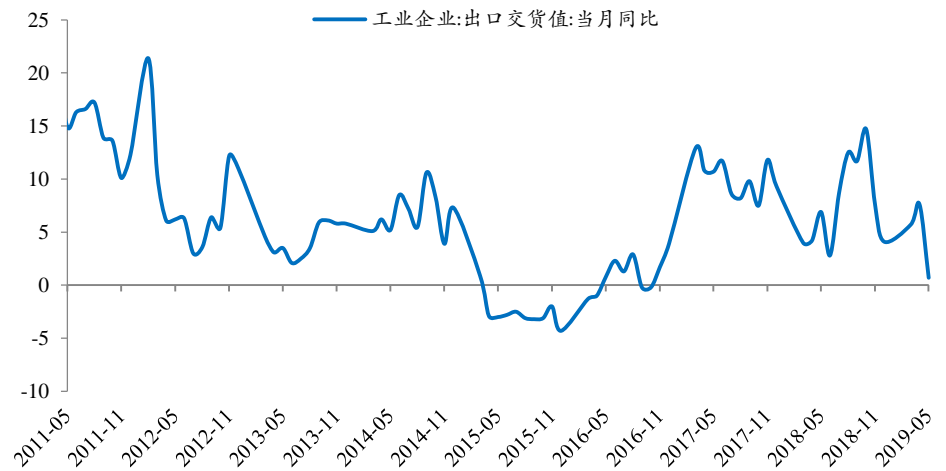
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2018年5月热力、燃气及水生产和供应业生产增速为2014年以来最高



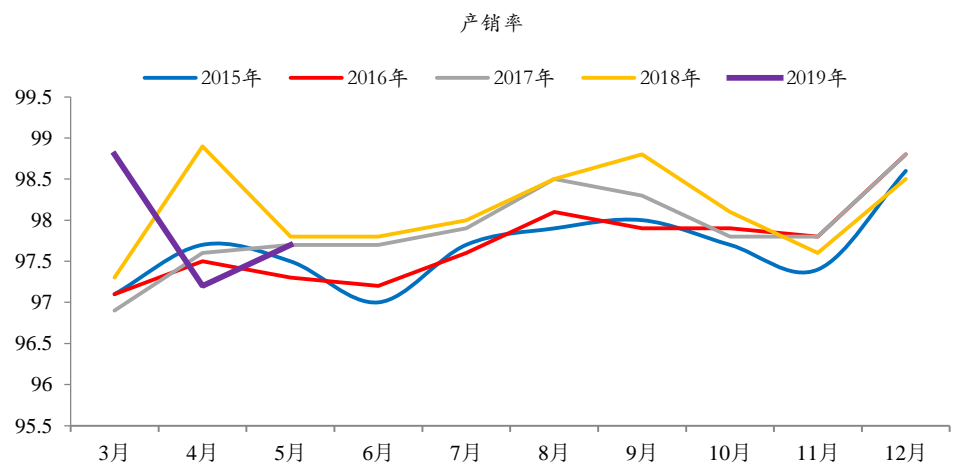
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 出口交货值增速大幅下降 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 产销率同比下降0.2个百分点 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、基建投资增速低迷，房地产投资增速拐点或至

2019年1-5月固定资产投资同比增速从6.1%下降至5.6%，从结构来看，房地产、基建以及其他行业（主要是一部分第三产业）均拖累FAI增速。具体来看：

制造业投资增速小幅回升0.2个百分点。从已公布行业来看，投资增速回升最多的两个行业是有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业等供改行业，这主要是因为前期去产能、环保压制了投资，随着去产能、环保力度减弱，企业投资动力又起。而与出口相关的行业投资增速普遍回落。

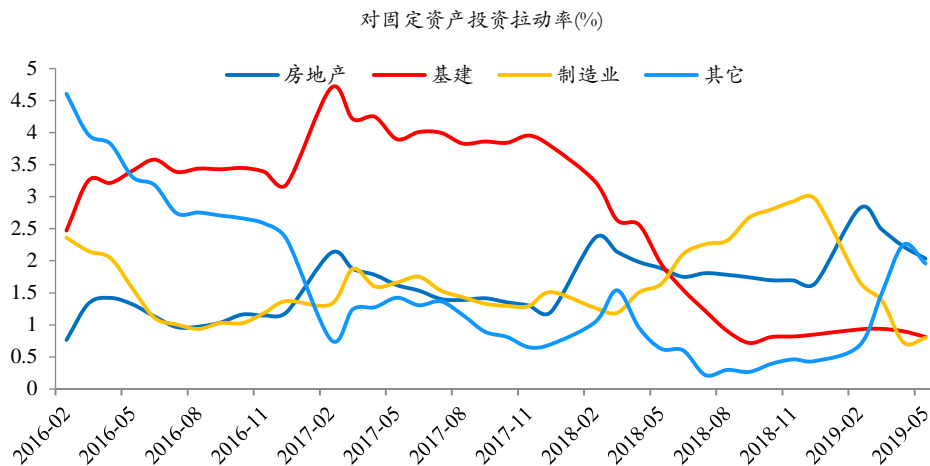
基建投资增速低迷。全口径基建投资增速从2.97%回落至2.6%，原因在于：第一，5月投向基建项目财政支出增速放缓；第二，年初以来，地方专项债放量，但主要流向土储和棚改，流向基建项目比例不到10%；第三，基建投资正式落地前，由于存在项目流程，资金的投入不会形成即时的产出，这一轮资金投入基建反弹的时滞可能比之前更长。

专项债可作为重大项目资本金后，可增加基建项目资金来源、提高地方政府与金融机构积极性、提升基建项目落地效率，可拉动基建投资增速回升2个百分点左右，但由于严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的硬约束还在，基建投资增速上行幅度有限，“专项债+市场化融资”政策的信号意义强于其本身的意义，后续不排除对非标融资进行放松，从而进一步促进基建投资增速回升。

房地产投资增速回落或受土地购置费拖累。5月单月房地产投资增速从12%降至9.5%，由于施工面积累计增速与1-4月持平，因此建安投资增速可能较为稳定，而土地购置面积增速从2018年四季度开始见顶回落，土地购置面积增速领先土地购置费增速半年左右，因此本月房地产投资增速回落可能主要受土地购置费拖累。

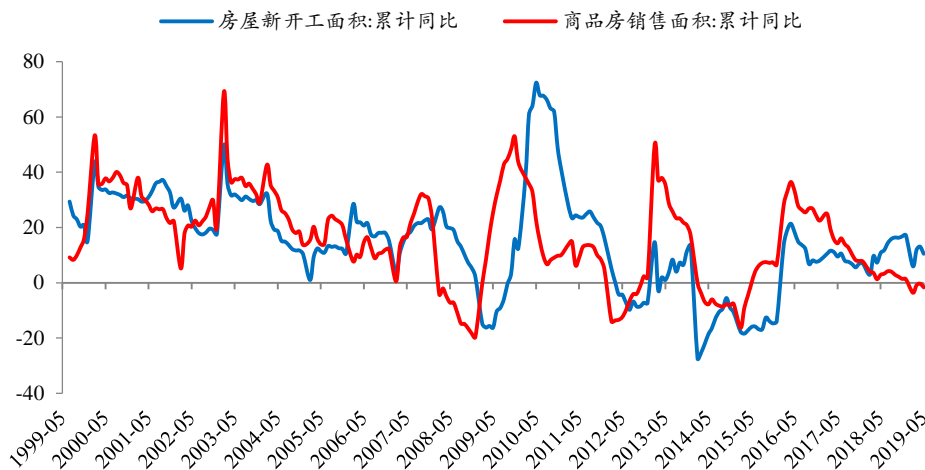
房地产投资增速拐点或已到来。随着土地购置面积增速的回落，后续土地购置费增速可能加速下滑。施工面积增速仍然坚挺，但如果如果没有一定的地产销售增速支持，后续施工增速可能会放缓，实际上，3-4月地产小阳春之后，5月地产销售增速明显下滑，6月前两周增速进一步下滑，并且最近两个月部分城市调控政策有所收紧。从结构上看，2019年棚改开工计划目标大幅减少至285万套，三四线城市投资增速或明显回落，而房贷利率下降以及人才引进政策可能打开部分被抑制已久的需求，2019年地产销售与投资的格局可能是“一二线上行对冲三四线下行”，未来关注各城市房地产调控政策变化以及房贷利率下行对一二线城市房地产市场的刺激力度。综合考虑，未来房地产投资增速或下降至中低水平。

图7： 各行业对固定资产投资拉动率走势 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 商品房销售增速同步或领先于新开工增速 (%)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 土地购置面积连续4个月显著负增长 (%)

土地购置费:累计同比 本年购置土地面积:累计同比

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_11984



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn