



联讯证券专题研究

5 月经济数据反映了什么？

2019 年 06 月 14 日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

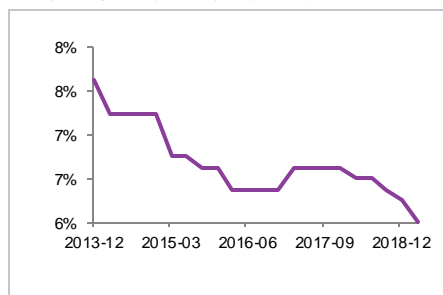
分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

◇ 5 月经济数据反映了什么？

高频指标显示，5 月经济延续了 4 月的趋势，市场对 5 月经济数据继续回落，也有所预期。但今天公布的供需两端数据，再度出现预期差，尤其是工业增加值和房地产投资两者的增速，经济朝着利好避险资产的方向变化。

我们认为经济仍处于主动去库存阶段。从 6 月高频数据看，这一趋势还没有结束。传统的逆周期调控政策效果边际减弱，未来重点应放在收入端宽财政，通过减税降费来稳消费和稳制造业投资。

◇ 风险提示：外部环境恶化，拖累出口

相关研究

《4 月经济数据之惑》2019-05-15

《固定收益投研框架》2019-05-20

《住房市场空间有多大》2019-05-30

《纠结的债市》2019-06-11

《5 月社融数据的亮点与隐忧》
2019-06-12



高频指标显示，5 月经济延续了 4 月的趋势，市场对 5 月经济数据继续回落，也有所预期。但今天公布的供需两端数据，再度出现预期差，尤其是工业增加值和房地产投资两者的增速，经济朝着利好避险资产的方向变化。

下面从生产和需求两个维度，对 5 月经济数据进行分析。

先来看反映生产的工业增加值。继 4 月增速大幅回落到 5.4% 后，5 月增速继续放缓至 5.0%。这和高频指标反映的趋势一致，6 大发电集团日均耗煤量同比，从 4 月的 -5.3% 下跌到 -18.9%。

工业增加值增速在 4 月放缓，和开工旺季错位、制造业增值税税率下调导致部分生产提前到 3 月有关。但这两个因素在 5 月对工业生产的影响，趋于消退。我们认为，5 月工业增加值增速继续回落，主要是以下两个原因：

一是“五一”假期错位。今年“五一”假期 4 天都在 5 月，而去年“五一”假期只有 1 天在 5 月。去年 4 月、5 月的工作日分别是 20 天、22 天，今年 4 月和 5 月的工作日分别是 21 天和 21 天。也就是说，和去年同期相比，今年 4 月工作日多一天，而 5 月工作日少一天，这会对工业增加值增速有负面拖累。

二是终端需求并不强。进出口、固定资产投资和社会消费品零售总额等指标，都反映当前经济内生性企稳的动力并不足。结合制造业 PMI 产成品库存、原材料库存和采购量这几个分类指数看，工业企业主动去库存的周期还没有结束。

工业企业三大门类中，电力、热力、燃气及水生产和供应业是最主要拖累，增速从 9.5% 回落至 5.9%。制造业工业增加值增速也继续回落，从 5.3% 下跌至 5.0%。制造业子行业中，通用设备制造业增加值增速从 2.0% 小幅回升到 2.5%，专用设备制造业增加值增速从 2.8% 小幅回升到 4.9%，和制造业投资回暖的趋势一致。

主要工业品中，市场关注度高的汽车工业增加值增速继续放缓，从 -1.1% 到 -4.7%，汽车产量增速也从 -15.8% 下降到 -21.5%，下跌幅度和跌幅变化程度都要大得多。

再来看需求因素。客观来说，尽管社会消费品零售总额增速从 7.2% 回升到 8.6%，但这基本上是被预期到的。而固定资产投资增速从 6.1% 下跌至 5.6%，则要明显低于 Wind 统计的一致预期 6.2%。结合此前公布的进出口数据，经济总需求为避险资产提供了友好环境。

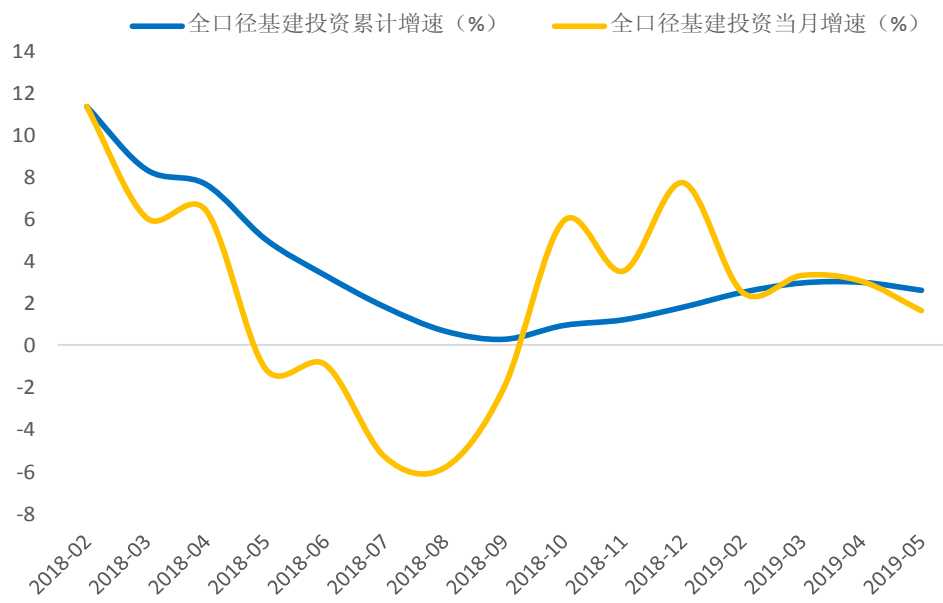
固定资产投资增速在一季度见顶后，连续 2 个月放缓。在整体回落的同时，基建、制造业和房地产三个固投主要分项，增速都出现了预期差。

1-5 月全口径基建投资增速 2.6%，相比于前值 3.0% 有所回落。这是全口径基建投资累计增速在 2018 年 9 月到达底部增速 0.3% 后，缓慢上升以来的首次回落。突显了减税降费、土地出让金增速大幅回落和地方债务高压监管下，基建面临的资金来源约束在继续强化。5 月公共财政支出当月增速从 15.9% 下降至 2.1%，政府性基金支出累计增速从 38.3% 下降至 32.8%，城投债净融资 1541 亿元大幅回落到 111 亿元。

近期发文放松了部分重大基建项目的资本金要求，允许使用地方政府专项债券所募集的资金作为资本金，并鼓励金融机构在合法合规的前提下进行配套融资。我们此前测算过，在最乐观的情形下，这项政策在今年将撬动约 7300 亿的债务性资金投入基建，只占 2018 年全口径基建投资的 4.1%。考虑到基建项目的建设周期很多在一年以上，这项政策对今年基建投资的实际拉动作用会更小。



图表 1:5 月基建投资累计增速和当月增速，都出现回落



资料来源：联讯证券，Wind

展望未来，我们认为基建投资增速可能会回升。但在地方债务监管没有实质性放松前，地方政府撬动债务性资金来为基建加杠杆的积极性并不强。受制于资金压力，基建投资回升的速度很难有大幅度提高。

今年前 5 个月制造业投资累计增速 2.7%，相比于前值 2.5% 小幅回升。但和制造业投资同步性很高的民间固定资产投资增速，从 5.5% 小幅回落至 5.3%。由于民间投资是制造业投资的主体，这种分化意味着，制造业投资能否持续改善，还需要观察。

制造业投资增速暂时企稳，和去年四季度以来围绕缓解民企融资难和减税降费所出台的一系列政策有关。在内生性需求不强、外部环境又面临较大不确定的背景下，制造业投资能否继续改善，取决于减税降费的实际效果。4 月 1 日开始的制造业增值税减税，对采掘、化工、通信等行业利润的改善比较明显，而这些行业属于重资本行业。如果能让企业切实感受到减税降费的明显效果，在需求预期不强的情况下，也会对制造业投资产生正向提振。

和 4 月房地产行业多数数据都出现改善不同，5 月地产数据多在走弱。最受关注的投资增速，从 11.9% 回落到 11.2%。商品房销售金额增速从 8.1% 下降至 6.1%，商品房销售面积增速从 -0.3% 下降至 -1.6%。施工面积增速持平在 8.8%，但领先指标新开工面积增速结束了今年持续回升的趋势，和前值相比下降了 2.6 个百分点。

5 月开发商融资环境再度收紧，到位资金增速从 8.9% 回落至 7.6%。由于销售增速回落，定金及预收款累计增速从 15.1% 下降至 11.3%，个人按揭贷款累计增速从 12.4% 下降至 10.8%。而房企较为依赖的国内贷款累计增速，从 3.7% 继续回升至 5.5%，有一定的低基数效应，也和信用政策整体宽松中房企也参与到分羹有关。

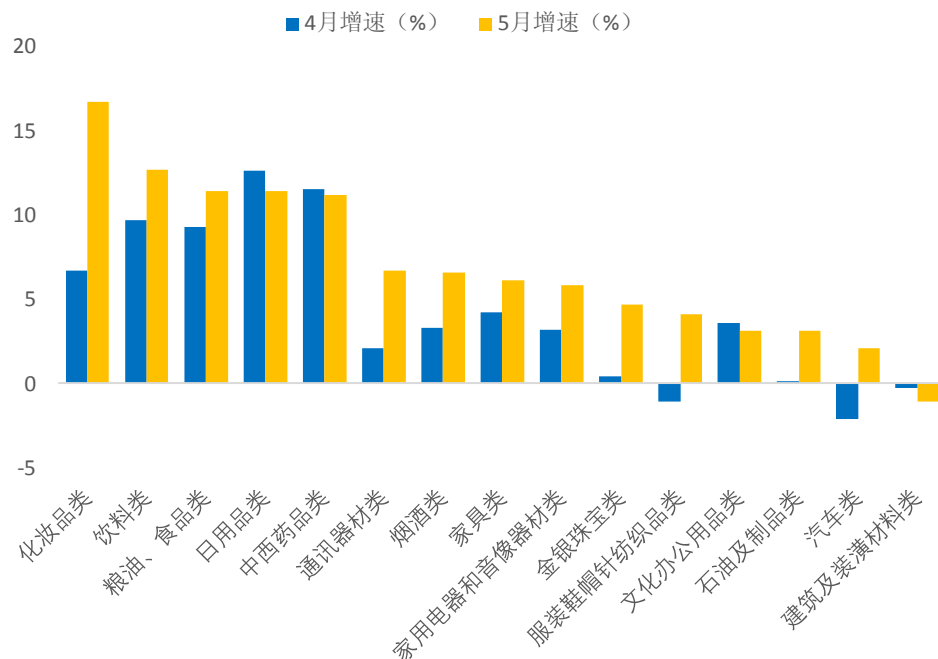
尽管 5 月竣工面积增速跌幅扩大，从 -10.3% 下降到 -12.4%，但我们认为，开发商加快已有项目竣工的策略并没有变。4 月 19 日政治局会议重提“房住不炒”，近期银保监会领导在陆家嘴论坛上，也指出了过度依赖房地产的风险。在这种政策基调下，预计开发商将加快三四线城市地产项目的竣工，而这会对二、三季度的地产投资形成支撑，这段时间地产投资即使回落也将是缓慢的。



最后来看消费。5月社会消费品零售总额名义增速从7.2%回升至8.6%，实际增速从5.1%回升至6.4%。尽管两者增速都有较大幅度提高，但基本符合预期，因为前面提到的“五一”节日错位，对消费有正向的刺激。

公布增速的15个限额以上批零行业中，除日用品、中西药品、文化办公用品、建筑装潢及材料外，其余11个消费品5月增速，都较4月回升。对社会消费品零售总额拖累最大的汽车项，零售额增速在连续12个月为负值后，今年5月开始转正，从前值-2.1%上升至2.1%。但这个趋势和中汽协口径的汽车销售数据继续分化，这一口径的汽车销量当月同比，从-14.6%下跌到-16.4%。

图表 2:4 月和 5 月的限额以上批零行业增速对比，汽车类增速转正



资料来源：联讯证券，Wind

展望未来，我们认为消费增速的中枢，可能会继续下移。一是5月社消增速回升，和“五一”假日错位有关，如果将4月和5月作为整体考虑，社消同比增速为7.9%，较3月增速8.7%是明显放缓的，消费并未企稳。二是外部环境依然有很大不确定性，稳就业是今年宏观政策的重点，就业市场景气度下降，也会通过收入渠道来影响消费。

综合上面的分析，我们认为经济仍处于主动去库存阶段。从6月高频数据看，这一趋势还没有结束。传统的逆周期调控政策效果边际减弱，未来重点应放在收入端宽财政，通过减税降费来稳消费和稳制造业投资。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

张德礼，中央财经大学经济学硕士，2017年3月加入联讯证券，现任高级宏观研究员，证书编号：S0300518110001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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_11986

