

## 经济走弱逼近底线，更有力政策预计将出台

### 摘要

- 5月数据显示经济下行压力进一步加大，供需呈现双缩态势。按4、5月经济状况来看，经济增速开始逼近底线。4、5月工业增加值平均增速为5.2%，而1季度工业增加值平均增速为6.0%，如果6月份工业增加值与4、5月均值持平，则工业就可能拉低GDP增速0.3个百分点。而2020年建成小康社会要求今年和明年GDP平均增速不低于6.14%，我们预计今年单季度GDP增速底线预计在6.2%左右，如果按这个速度，经济可能在2季度就将逼近这个底线。
- 需要更为有力的稳增长政策来稳定经济。从目前政策来看，预算内财政明显前置，下半年财政政策发力空间有限。货币总体呈现宽松态势，经济企稳需要信用的有效扩张推动。因而未来政策会着力疏通信用传导渠道，一方面支撑金融机构资金来源；另一方面减少对信用投放的约束。而从各类需求来看，基建将成为最为有效的抓手。近期对出台了一些通过地方政府债来促进基建投资的政策，未来有望继续加码。
- 风险提示：经济或超预期下行。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
联系人：张伟  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

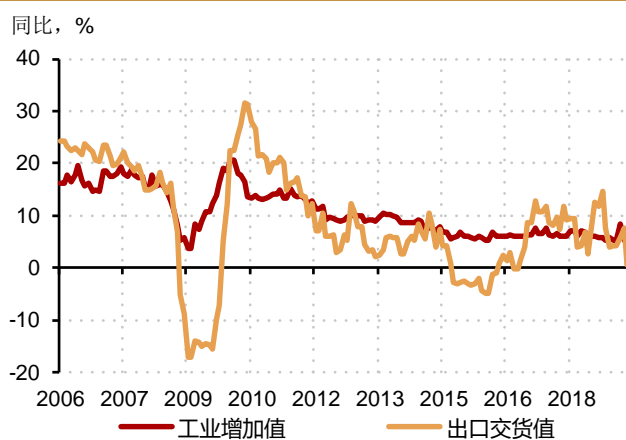
### 相关研究

1. 当前信用扩张有限，需要更有力政策进行保障 (2019-06-13)
2. 通胀回升符合预期，后续压力有限 (2019-06-12)
3. 对专项债补充资本金及央行为存单增信的几点看法 (2019-06-11)
4. 外需弱势内需下行，经济走势继续承压 (2019-06-10)
5. 全球降息潮下如何配置资产 (2019-06-09)
6. 从房价与房租的关系说起 (2019-06-09)
7. 回望近百年前贸易战的启示 (2019-06-04)
8. 哪些园区平台最符合IPO上市条件？——基于144家国家级经开区平台的筛选 (2019-06-03)
9. 供需双缩经济放缓，我国完善反制制度 (2019-06-02)
10. 企业景气度走弱，呼唤更为有效的稳增长政策 (2019-05-31)

## 1 经济下行压力上升

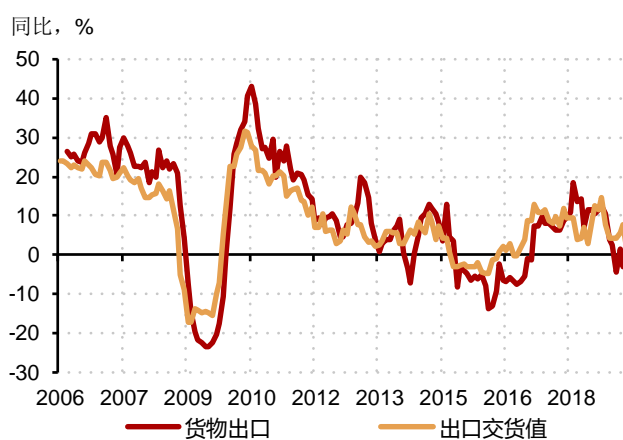
统计局数据显示工业生产放缓,经济下行压力继续上升。5月工业增加值同比增长5.0%,增速较上月下行0.4个百分点,继续放缓(图1),除春节影响的1、2月之外,今年5月工业增加值下降至金融危机以来新低,经济下行压力再度上升。出口交货值明显回落,5月同比增长0.7%,增速较上月下滑6.9个百分点,预示着未来出口增速或将进一步下滑(图2)。而分行业来看,中下游行业产出收缩更为明显,汽车、计算机通信及其它电子设备制造业工业增加值同比增速分别较上月回落3.6和1.8个百分点至-4.7%和10.6%。全球经济放缓和贸易摩擦加剧带来的出口增速回落可能对生产持续产生抑制。

图1: 工业增加值回落, 出口交货值下行明显



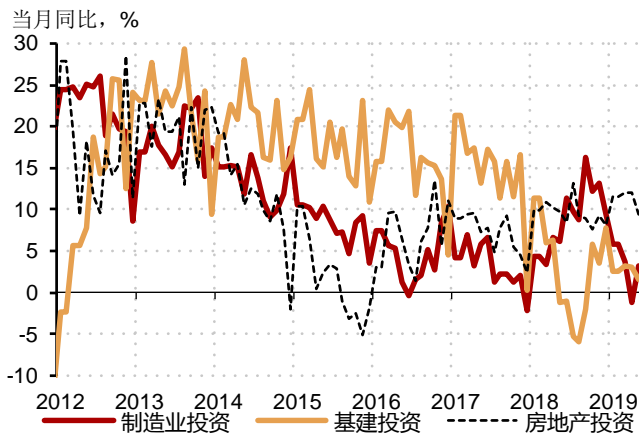
数据来源: Wind, 西南证券整理

图2: 设备制造业增加值下降最为明显

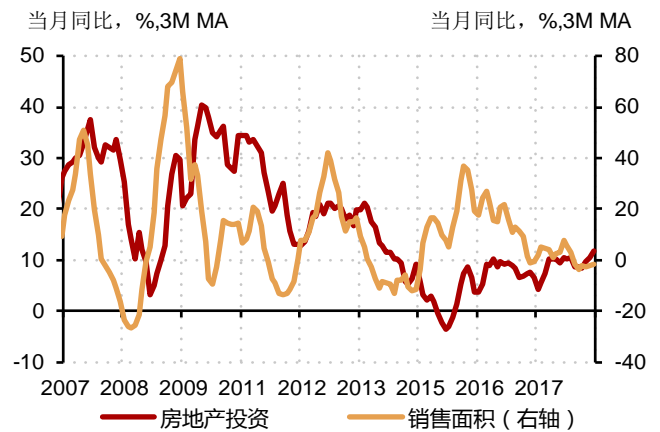


数据来源: Wind, 西南证券整理

**需求继续下行, 房地产市场开始走弱。**投资增速继续下行, 5月当月投资同比增长5.7%增速较上月下滑1.4个百分点。其中房地产投资增速下滑是投资放缓的主要原因。随着信贷社融增速放缓和对房地产市场融资管控加强, 房地产市场开始走弱。5月当月商品房销售面积同比下跌5.5%, 跌幅较上月扩大6.8个百分点。随着销售增速放缓, 新开工和土地购置增速持续回落, 新开工面积同比增速由4月当月的15.5%放缓至4.0%, 而土地购置面积5月同比下得31.9%, 跌幅与上月35.4%的水平基本持平, 继续大幅收缩。新开工面积和土地购置增速放缓带动房地产投资增速下滑, 5月房地产投资增长9.5%, 增速较上月下降2.5个百分点。随着信用扩张放缓和房地产调控强化, 房地产市场可能继续走弱, 这将进一步加剧经济放缓压力。

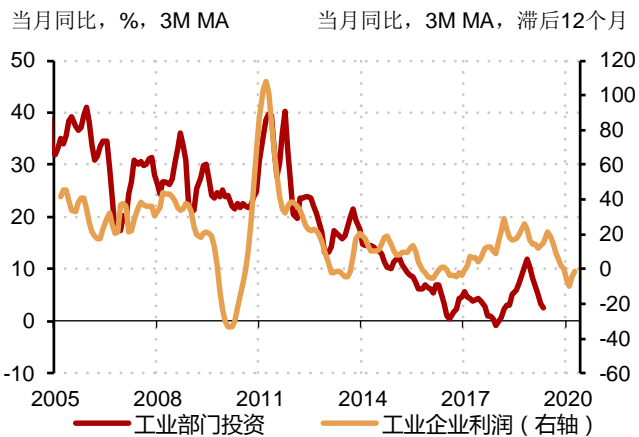
**图 3：投资主要分项同比增速走势**


数据来源: Wind, 西南证券整理

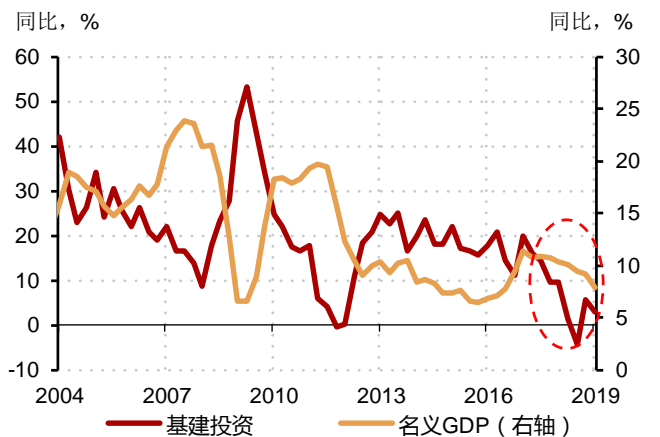
**图 4：销售走弱驱动房地产投资增速放缓**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**基建投资尚未发力，制造业投资继续疲弱。**前期对地方政府债务的管控和地方债发行节奏放缓导致基建投资继续弱势运行，老口径基建投资(含电力)5月当月同比增长1.6%，增速较上月下滑1.4个百分点，显示基建投资尚未发力。而制造业投资5月同比增长3.2%，增速虽然较上月回升4.4个百分点，但依然较低，企业盈利走弱环境下制造业投资较难持续回升(图5)。从投资各分项来看，基建投资是未来投资发力的主要方向，制造业为中间行业，其投资取决于盈利走势，而盈利由出口、房地产和基建投资决定的终端需求主导。出口由全球经济决定，房地产则受制于高房价，投资可能将继续小幅走弱。目前来看，基建投资将是未来投资发力的主要方向，同时，目前基建投资增速较低，仅有2%-3%的增速，远低于16年中之前15%以上的增速，因而基建投资具有较大的回升空间。

**图 5：盈利走弱驱动投资放缓**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6：本轮基建投资并未发挥逆周期调节作用**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**消费增速将延续弱平稳，当月消费回升主要受汽车消费改善驱动。**5月社会消费品零售总额同比增长8.6%，增速较上月提升1.4个百分点。但考虑到增值税调降带来3、4月份消费波动较大，与3、4月消费平均增速8.0%相比，5月相对提升0.6个百分点。其中汽车小幅增速回升明显，是消费增速提升的主要原因。5月汽车消费同比增速较3月和4月均值提升5.4个百分点，推升整体社会消费品零售总额较3月和4月均值提升0.5个百分点。居民收入疲弱格局下，消费将总体延续弱势。

**图 7：汽车消费改善驱动整体消费增速回升**


数据来源：Wind，西南证券整理

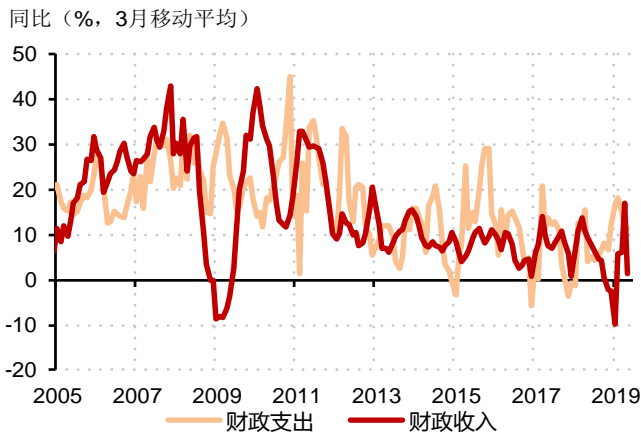
## 2 政策前置，财政空间有限

**减税导致财政收入下降，今年财政支出和赤字明显前置。**随着减税效应体现和经济增速放缓，财政收入增速放缓。5月财政收入同比下跌2.1%，增速较上月下行4.9个百分点。其中5月增值税收入同比大幅下跌20.0%，增速较上月下降37.5个百分点，增值税减税效果明显。而非税收入和国内消费税增速明显回升，分别较4月回升48.9和26.1个百分点至43.5%和24.5%，但在经济弱势环境下，非税收入和消费税收入难以持续回升，因而未来税收收入将继续下滑。财政收入下降抑制财政支出空间，5月财政支出同比增长2.1%，增速较上月下降13.8个百分点。财政支出赤字前置，前5个月累计财政赤字3104亿元，同比多增7059亿元。财政赤字明显前置，这将抑制下半年预算内财政政策空间。

**土地市场趋弱，土地出让收支放缓同样抑制地方政府财力。**随着房地产市场走弱，土地市场延续弱势。5月，土地出让收入累计同比下跌6.0%，跌幅较上月收窄1.6个百分点，但依然延续弱势。随着土地出让收入放缓，土地出让支出随之下行。5月土地出让支出累计同比增长15.8%，增速较4月下降5.5个百分点。土地出让收支放缓同样将抑制地方政府财力。

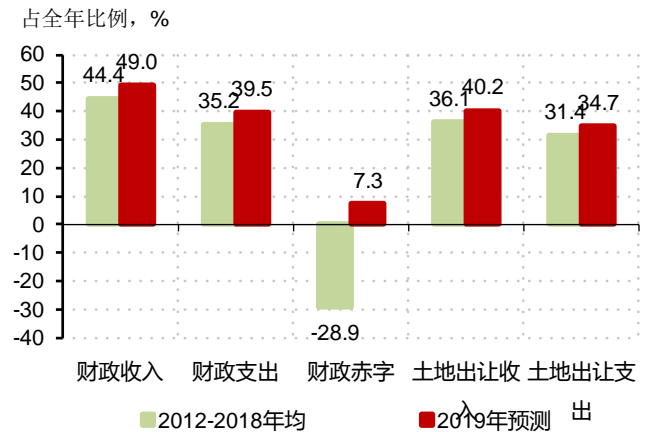
**财政政策前置抑制预算内财政政策发力空间。**今年财政政策存在明显前置情况。按19年财政支出6.5%预测，前5个月财政支出占全年比例为39.5%，较2012-2018年均值高出4.3个百分点。支出前置决定财政赤字也集中在前半年，今年前五个月财政支持占全年比例为7.3%，而2012-2018年前5个月财政平均为盈余，盈余规模占全年财政赤字比例为28.9%，这意味着下半年财政赤字空间有限。同样土地出让收支也存在前置情况，在土地出让收支全年同比下跌20%和10%的情况下，19年土地出让收入和支出占全年比例为40.2%和34.7%，分别较2012-2018年均值高出4.1和3.3个百分点。财政政策明显前置抑制预算内财政政策发力空间，稳增长政策需要更多依赖其它政策发力。

图 8：财政收支同比增速明显放缓



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：财政收支明显前置



数据来源：Wind，西南证券整理。假定 2019 年财政收入同比增长 0%，财政支出同比增长 6.5%，土地出让收入和支出同比增长 -20% 和 -10%。

### 3 稳增长主要依赖信用扩张，基建或是主要方向

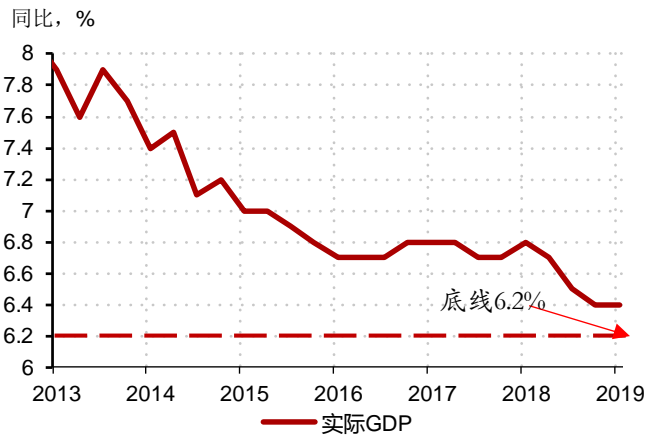
**经济增速逼近底线，期待更有力的稳增长政策出台。**经济增速开始逼近底线，4 月和 5 月工业增加值平均增速为 5.2%，而 1 季度工业增加值平均增速为 6.0%，如果 6 月份工业增加值与 4、5 月均值持平，则工业就可能拉低 GDP 增速 0.3 个百分点。而我们 2020 年建成小康社会经济总量翻一番的目标要求今年和明年 GDP 平均增速不低于 6.14%，因而我们认为今年单季度 GDP 增速底线在 6.2% 左右。今年 1 季度 GDP 同比增速 6.4%，考虑到 2 季度工业增加值显著下滑，经济可能在 2 季度就将逼近底线。需要更为有力的稳增长政策来稳定经济。

**稳增长主要依赖信用扩张。**从具体稳增长政策来看，今年预算内财政支出和赤字明显前置，下半年继续发力空间有限。而货币政策已经较为宽松，短端利率保持低位。目前政策主要约束在于信用扩张不利，特别是宽松的银行间流动性向信用扩张传导不畅。近期中小银行和非银同业融资收紧，这可能减少其资金供给，限制其信用投放。未来需要通过多种政策，来疏通信用传导渠道。一方面，保障各个金融机构资金供给；另一方面，减少对信用投放的行政管控，例如对地方政府等部门的信用投放管控。实体经济信用的扩张是经济企稳的前提，因而社融能否有效回升是实体经济能否企稳的关键指标。

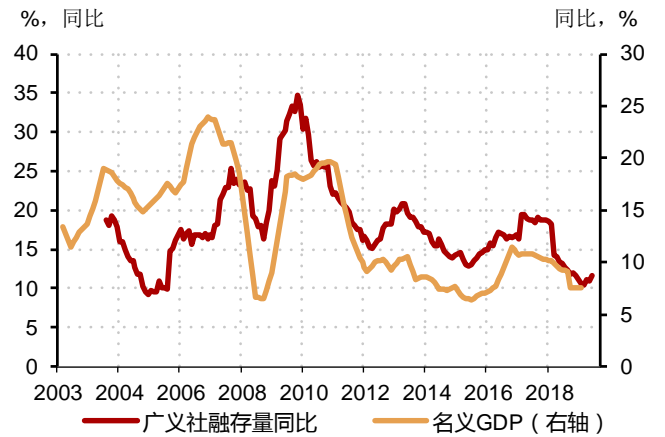
**基建投资或是短期稳增长的主要抓手。**而从各类需求来看，基建将成为最为有效的抓手。全球经济放缓以及中美贸易冲突加剧，外需将总体走弱。而消费是后周期慢变量，短期难以明显回升。经济短期企稳依然依赖投资。而投资中制造业投资由企业盈利增速决定，企业盈利放缓环境下，投资难以回升。而房地产受制于高房价带来的调控政策收紧，将逐步放缓。基建将成为稳增长的主要抓手。同时，当前基建增速偏低，2%-3% 的基建增速显著低于 2016 年中之前 15% 以上的增速，具有较大的回升空间。因而，基建投资具有短期稳定经济增长的能力。

**近期稳增长政策有所发力，未来有待继续加码。**近期专项地方债可以补充资本金、央行通过 CRWM 对城商行同业存单进行增信，这些政策会发挥一定稳增长作用。但这些政策效果尚不足以支撑经济平稳，我们目前按估算结果显示，就专项地方债补充资本金支撑基建回

升幅度来看，尚不足以对冲其它需求下行，因而随着经济放缓，未来依然会有更多稳增长政策出台。降准、减税以及继续增加地方政府融资都将是稳增长政策的选择。而从需求层面来看，基建投资可能更为受益。

**图 10：经济增长逼近底线**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 11：信用扩张是实体经济回升先导变量**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**表 1：我国宏观经济指标实际值及预测**

															西南预测	市场预测	
		2018-4	2018-5	2018-6	2018-7	2018-8	2018-9	2018-10	2018-11	2018-12	2019-1	2019-2	2019-3	2019-4	2019-5	2019-5F	2019-5F
CPI	同比%	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5	2.3	2.5	2.7	2.7	2.7
PPI	同比%	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	0.1	0.4	0.9	0.6	0.7	0.6
工业增加值真实增速	同比%	7.2	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7		5.3	8.5	5.4	5.0	5.3	5.5
固定资产投资积累名义增速	同比%	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9		6.1	6.3	6.1	5.6	5.9	6.2
消费品零售名义增速	同比%	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2		8.2	8.7	7.2	8.6	8.0	8.6
新增人民币贷款	亿人民币	11800	11500	18400	14500	12800	13800	6970	12500	10800	32300	8858	16900	10200	11800	11500	12085
M2增速	同比%	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	8.0	8.6	8.5	8.5	8.7	8.5
一年期定存	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
出口名义增速(美元计价)	同比%	12.7	12.6	11.2	12.2	9.8	14.4	15.6	5.4	-4.4	9.1	-20.7	14.2	-2.7	1.1	-4.0	-3.0
进口名义增速(美元计价)	同比%	21.5	26.0	14.1	27.3	19.9	14.5	21.4	3.0	-7.6	-1.5	-5.2	-7.6	4.0	-8.5	-5.0	-3.1
贸易顺差	亿美元	283.8	249.2	414.7	280.5	278.9	312.8	340.2	447.5	570.6	391.6	41.2	326.5	123.7	416.6	243.6	249.9
人民币兑美元汇率(月末值)	人民币/美元	6.34	6.41	6.62	6.82	6.82	6.88	6.96	6.94	6.87	6.70	6.69	6.72	6.74	6.90	6.90	6.85
存款准备金率	%	16.0	16.0	15.5	15.5	15.5	15.5	14.5	14.5	14.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5

数据来源：CEIC, Wind, 西南证券。注：市场预测为Wind调查的市场预测均值，其中汇率为即期汇率，西南预测汇率为中间价

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\\_11987](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11987)


 云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

 云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>