

2019年6月15日

宏观经济



## 有错位效应，但内需仍偏弱

### ——2019年5月经济数据点评

宏观简报

“五一”错位，FAI和工业生产增速超预期下滑，但带动社消反弹。FAI超预期下滑主要是地产和基建投资放缓所致，这与5月工作日少一天有一定关系，但从基建来看，基建新增项目有限，复工在建项目趋弱导致基建增长放缓有关系，但部分专项债可以做资本金政策将推升基建投资提升三个百分点，全年基建投资不悲观；地产保守策略下土地费拖累加大叠加工作日效应导致地产投资放缓。5月经济数据有扰动因素，但总体来看投资需求减弱，贸易摩擦压制出口，未来依靠松货币支撑宽财政发力。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebcn.com](mailto:huangwenjing@ebcn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebcn.com](mailto:dengqiaofeng@ebcn.com)

#### 联系人

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebcn.com](mailto:zhengyc@ebcn.com)

## FAI 增速超预期下滑

**房地产投资小幅回落。**房企继续从偏激进的拿地和开工回款策略向偏保守的施工加快策略转变，施工累计同比与上月持平于 8.8%，保持较快增长，而新开工小幅放缓，土地购置面积和成交价款降幅仍在 30% 以上。总体开发投资累计同比出现了今年以来的首次回落，至 11.2%（前值 11.9%），除了土地购置费的拖累加大，假期错位对建安投资或有一定影响（竣工增速小幅回落）。

三四线拖累全国商品房销售面积和金额累计同比均有所下滑。房企融资小幅收紧，资金来源增速放缓，利用外资大幅缩水（累计同比从 104% 下降至 39%），定金及预收款和个人按揭贷款均走软，发债小幅收紧影响自筹资金，但国内贷款仍在提速，银行对地产信贷的偏好依旧。往前看，短期施工加快对建安短期仍有支撑，下半年或随着拿地和开工的放缓而有所放缓，房地产开发投资下半年或有所放缓。

**1-5 月狭义基建（含交通运输、水利环境和公共基础投资）投资同比增长 4.0%（前值 4.4%），广义基建投资（含交通运输、水利环境和公共基础投资、电力投资）同比增长 2.6%（前值 3.0%），出现小幅下滑，低于市场预期。**从行业来看，电力、热力、燃气及水的生产投资同比增长 0.8%（前值 0.5%），交通运输投资同比增长 5.0%（前值 6.5%），水利、环境和公共基础设施投资同比增长 1.4%（前值 1.1%）。当前基建投资放缓的主要原因在于，受地方政府隐性债务追责政策影响，新增项目有限（如 3 月份以来新增基建审批项目数据有所下滑），而原有在建项目复工也逐步趋弱，在建项目趋弱，新项目跟不上导致基建投资增速出现放缓，同时 5 月少一天工作日或对基建投资也产生一定影响。

2019 年 6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》明确专项债可以在“路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目”做资本金，我们利用 2019 年 1-5 月发行不同行业专项债所占比例为基准测算全年可能发行的各行业专项债规模估算出可能增加 6300 亿左右的新增基建投资，提升基建投资增速 3% 以上，我们全年预计基建投资在 10% 以上，如果未来贸易摩擦继续升级，对经济造成一定冲击，不排除未来通过增加发行轨交、收费公路、铁路、城市供水等项目专项债撬动资本金提升基建投资。

**制造业投资微升。**前 5 月制造业投资小幅微升至 2.7%（前值 2.5%），其中农副食品、医药、专用设备、计算机通信和其他电子制造业投资增速均下降，汽车制造、金属制品、电气机械及器材制造业增速有所改善，但仍为负增长。**今年以来制造业投资增速更多靠传统行业拉动**，暂未披露 5 月投资增速的行业中，非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延对制造业投资的带动较大，前 4 月分别达 0.81 和 0.86 个百分点。

**受地产投资下滑和基建投资下滑影响，1-5 月总体 FAI 同比增长 5.6%（前值 6.1%），增长超预期放缓。**

## 错位“五一”支撑社消反弹

加长版错位“五一”推动5月社消反弹至8.6%，去年“五一”仅有一天假日落在5月，而今年有四天，有利5月消费，同时也表明4月五一错位加上季末效应消退所导致的社消同比大幅放缓(7.2%)并非常态。前5月社消累计同比8.1%，与首季8.3%相比仍有放缓。“五一”国内旅游接待总人数和旅游收入按可比口径分别增长13.7%和16.1%，大幅高于春节黄金周的7.6%和8.2%。“五一”档票房同比大增51%，亦高于元旦、春节和清明档的-22%~2%。苏宁易购“五一”汽车用品和食品销量同比增长163%和347%。从分项看，食品饮料、纺服、化妆品、金银珠宝、家居、汽车、餐饮零售同比均反弹。减税提振可支配收入，提振消费，但低收入家庭减税多、杠杆亦高，削弱减税影响，下半年社消增速或在8.4%左右。

## 工作日少一天，工业生产放缓

5月工业增加值同比增长5.0%(前值5.4%)，发电量同比增长0.2%(前值3.8%)，工业生产超市市场预期放缓，今年5月工作天数与去年同期相比少一天或成为工业生产放缓原因之一。

分行业来看，采矿业同比增长3.9%(前值2.9%)。制造业同比增长5.0%(前值5.3%)，主要受医药和汽车拖累影响所致，其中医药制造同比增长5.6%(前值9.1%，去年同期10.9%)，去年同期高基数拖累医药行业增长，另外汽车制造业受汽车消费下滑拖累，同比下滑4.7%(前值-1.1%)，达到历年来最低值。电力、燃气及水的生产同比增长5.0%(前值9.1%，去年同期12.4%)，5月工作日比去年同期少一天，同时，去年5月平均气温为17℃，而今年平均气温为16.2℃，与去年同期相比偏低，两因素叠加导致公用事业增速放缓。

往前看，内需偏弱叠加中美贸易摩擦对工业生产的影响，预计未来工业生产仍将继续走弱。

## 就业尚平稳

目前就业短期仍然保持平稳。虽然2000亿美元商品加征15%关税名义上在5月落地，但抢出口现象或重现，关税对相关行业就业的负面冲击或尚未完全显现。5月全国和31个大城市城镇调查失业率均为5.0%，环比均不变；25-59岁年龄人口失业率环比下降0.2个百分点至4.5%。周平均工作时间为46.3小时，同比增加0.5个小时；新增就业人员138万，虽然同比减少4万，但高于历年均值(135万)。根据我们的估算，在3000亿美元清单落地的极端风险情形下，基建投资额外上升16个百分点能在总量上对冲失业，但基建拉动的行业与受关税冲击的行业结构上有一定错位。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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\\_11989](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11989)

