

# 警惕消费、投资、出口三大需求共振

## ——5月经济数据点评

宏观数据点评

2019年6月17日

### 报告摘要：

- **工业增加值增速再次下滑，贸易摩擦影响应予正视。**

工业生产受需求不足影响继续下滑，与此前公布的 PMI 和高频数据一致。高技术产业和通信电子制造业增加值在贸易摩擦和科技战影响下同时下滑 1.8 个百分点。贸易摩擦持续背景下，工业增加值增速可能进入震荡，难有大幅上升。

- **制造业投资增速反弹系一次性冲击，可持续性存疑。**

5 月 PMI 降至枯荣线以下，制造业增加值增速再次下滑，均不支持制造业投资改善，初步判断 5 月制造业投资增速小幅反弹或与抢出口有关，可持续性存疑。综合考虑基数效应、贸易前景堪忧、企业去库存周期延续、民企和小微融资仍待进一步改善等因素，我们预计短期内制造业投资增速可能继续寻底。

- **关注“贸易摩擦——就业——消费”的传导链条。**

在同期基数低、节假日分布等因素下，社零增速大幅回升至 8.6%，符合市场预期。5 月汽车零售增速自去年 3 月以来首次录得正值，有望在下半年鼓励消费政策实施落地后持续改善。但需关注“贸易摩擦——就业——消费”的传导链条，警惕消费、投资、出口三大需求形成共振冲击。

- **风险提示：**

逆周期调节不及预期，贸易摩擦全面升级。

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：wuyanyan@mszq.com

#### 研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

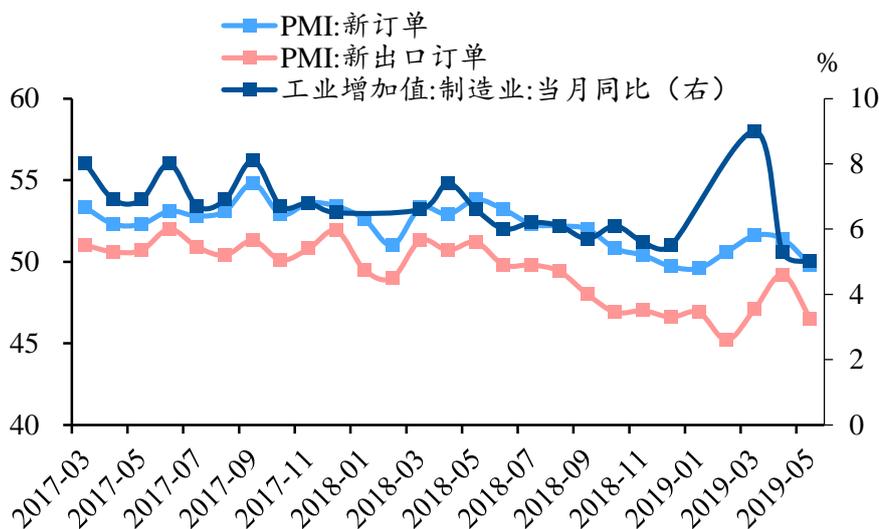
6月14日，国家统计局公布中国5月经济数据：

- (1) 规模以上工业增加值同比 5.0%，预期 5.54%，前值 5.4%；
- (2) 社会消费品零售总额同比 8.6%，预期 8.56%，前值 7.2%；
- (3) 固定资产投资同比 5.6%，预期 6.15%，前值 6.1%；
- (4) 制造业投资累计同比增长 2.7%，比上月回升 0.2 个百分点。

## 一、工业增加值增速再次下滑，贸易摩擦影响应予正视

工业生产受需求不足影响继续下滑，与 PMI 和高频数据一致。5 月工业增加值同比 5%，明显低于市场预期的 5.5%。除采矿业上升外，制造业和高技术产业均出现下滑。制造业连续两个月回落，5 月同比增速为 5%，比上月回落 0.3 个百分点。制造业回落早已有迹象，5 月制造业 PMI 两大需求指数双双走弱，显示制造业生产缺乏需求支撑（图 1），高频数据也显示发电耗煤等多项指标远不及去年同期。贸易摩擦在 5 月从关税战发展到科技战，导致处在风口浪尖的高技术产业和通信电子制造业增加值增速同时下滑 1.8 个百分点。贸易摩擦短期内恐难缓和，导致外需将继续走弱，内需改善需要时间，工业增加值增速可能进入震荡，难有大幅上升。

图 1：5 月制造业生产下滑，PMI 指数内外需求双双走弱

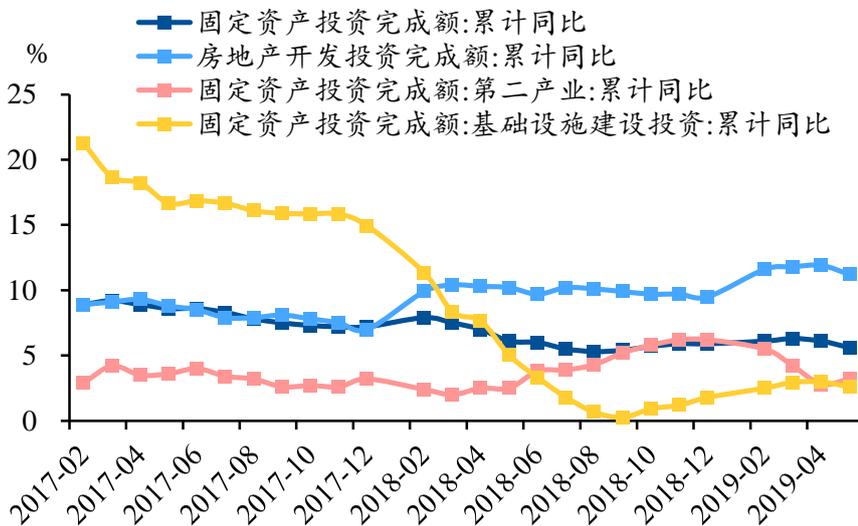


资料来源：Wind，民生证券研究院

固定资产投资各项分类大都下滑，仅第二产业投资略微反弹。5 月固定资产投资累计同比 5.6%，比上月回落 0.5 个百分点，其中第一产业投资降幅扩大 2.2 个百分点，第三产业投资增速下滑 0.8 个百分点，房地产投资增速下滑 0.7 个百分点（图 2）。5 月商品房销

售额增速回落，开发商市场景气值下滑，房地产投资增速出现今年来第一次下滑。基建投资在贷款需求下降和城投债净融资明显缩量下增速回落至 2.6%，与我们 5 月宏观数据预测一致。唯一回升的是第二产业投资增速，比上月回升 0.4 个百分点。

图 2：5 月固定资产投资整体下滑，仅第二产业投资增速回升

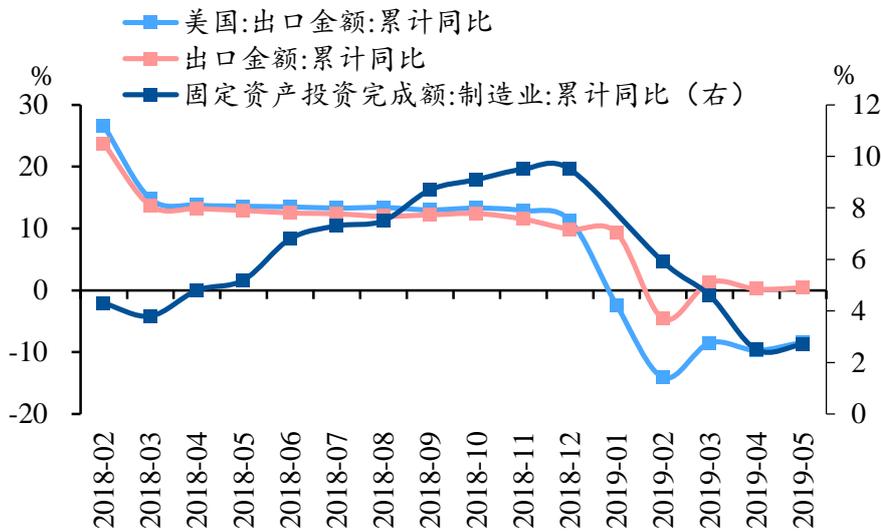


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、制造业投资反弹系一次性冲击，可持续性存疑

**制造业投资反弹恐难持续。**5 月 PMI 值降至枯荣线以下，制造业生产增加值再次下滑，均不支持制造业投资改善，初步判断 5 月制造业投资增速小幅反弹或与抢出口有关，可持续性存疑。贸易摩擦突然升级加上美国推迟关税生效日期至 6 月 15 日，迫使猝不及防的进口商在 5 月大幅增加进口备货。5 月中国出口增速回升，尤其是对美出口，出口 2138.4 亿美元，增长 1.1%，对美出口 376.8 亿美元，环比增长 20.17%，同比增长比 4 月上升 8.93 个百分点（图 3）。相对的，进口增速为-8.5%，进一步验证内需不足，内生增长动力仍需培育。

图 3：5 月出口和对美出口增速回升，制造业投资增速随之回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

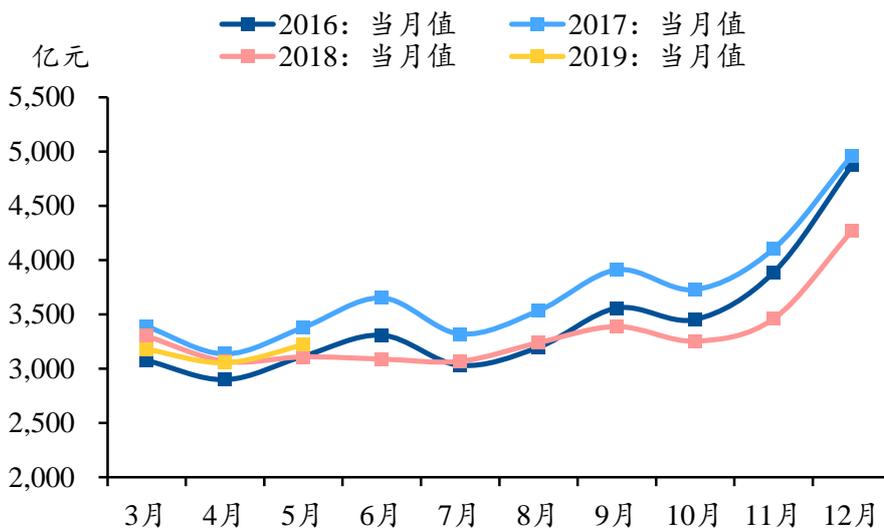
**预计制造业投资增速短期内继续寻底。**2018 年制造业投资曾出现强势回升，主要与四个因素有关：去产能相关行业利润改善、房地产下游行业需求旺盛、环保设备改造升级、贸易摩擦爆发前出口较好的滞后影响等，这四个因素在今年都消失或减弱，短期内制造业投资增速可能继续寻底，不排除年底前落入负区间的可能。若大规模稳增长政策在下半年加码发力，有望对冲贸易战对制造业投资带来的下行压力，帮助制造业投资增速实现止跌企稳。

### 三、警惕消费、投资、出口三大需求共振冲击

**社会消费品零售增速如期反弹，与假日分布有关。**今年五一节假日调休导致 4 月节假日天数同比少两天，导致去年 5 月社零基数相比今年较低。在同期基数低、节假日错位等效应影响下，社零增速成 5 月唯一回升亮点，当月同比 8.6%，比上月增长 1.4 个百分点，符合市场预期。

**汽车零售持续改善需待下半年。**全球汽车市场去年至今都出现消费萎靡的迹象，汽车销售成为热点。2018 年的汽车月销售额大部分都低于 2016 年和 2017 年同期值，5 月汽车销售增速自去年 3 月以来首次录得正值，但 5 月汽车增加值同比下降 3.6 个百分点，生产动力不足，有望在国六标准实施和鼓励汽车消费政策落地后逐渐回升（图 4）。

图 4：5 月汽车销售额高于 2018 年同期，15 个月来首次录得正增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

关注“贸易摩擦——就业——消费”的传导链条，警惕消费、投资、出口三大需求共振冲击。当前，贸易摩擦对就业市场影响可控，城镇调查失业率维持在 5%，新增就业人数累计同比出现轻微下滑。假如贸易摩擦进一步升级或恶化，失业可能会首先从出口导向型企业开始，导致相关就业人群可支配收入下降，从而对消费产生抑制作用。

## 风险提示：

逆周期调节不及预期，贸易摩擦全面升级。

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\\_11992](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11992)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>