

5月会比4月差吗？

证券研究报告
2019年06月01日

作者

预计5月实体数据相比4月好坏参半,PMI显示后续经济下行压力不小,2季度实体经济表现大概率弱于1季度。PPI连续回落在即,预计2季度实体经济仍处于短周期的轻度衰退阶段。CPI在食品涨价推动下将连续回升,但核心通胀压力尚可。

5月贸易摩擦发酵后逆周期政策再度发力,预计5月新增社融1.3-1.4万亿,增速10.5%-10.6%,较4月小幅回升。社融增速基本平稳,没有断崖下降风险。

当前市场一致预期较强:贸易战愈演愈烈压制风险偏好,通胀制约货币空间,经济基本面也没有1季度看起来那么强。但4月中旬以来,市场在“N字型”的第二笔中已经部分消化了以上利空:货币政策边际收紧(4月中旬-4月下旬)、基本面预期二次修正(4月下旬-5月中旬)、贸易摩擦冲击波(5月上旬)。

在稳就业要求和底线思维下,蓄力后的逆周期政策可能会在相机抉择中再次适度加码。短期来看,市场对内部因素的消化比较充分,主要干扰在于外部因素。市场多数时候是有效的,走势已包含了多数人的预期,一致预期越强,边际因素越重要。当前风险溢价重回历史极值区间,此时需要逆向思维,多观察边际的积极因素。

风险提示:中美摩擦范围进一步扩大;逆周期政策力度不及预期

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号:S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

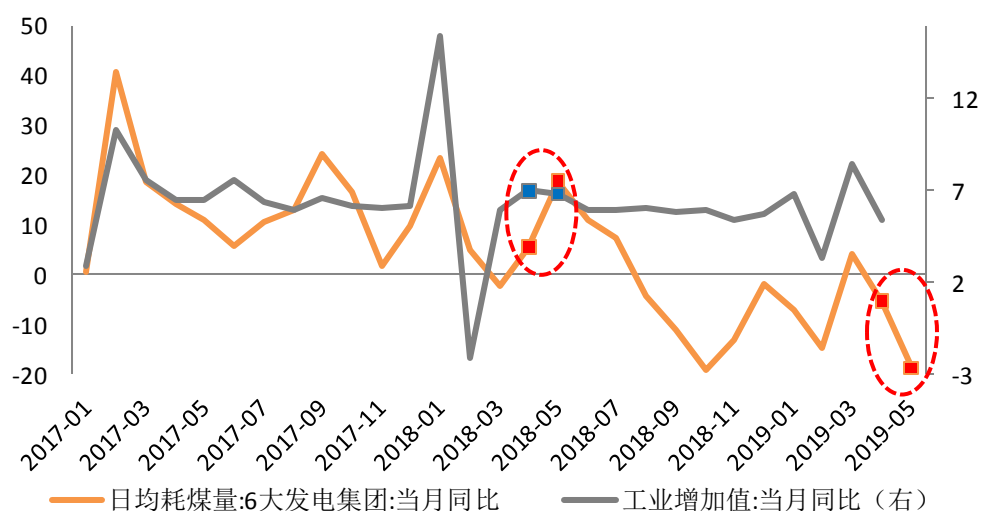
表 1: 5月主要经济金融数据预测

同比增速 %	2018 全年	2019.1-3	2019.4	2019.5(E)
工业增加值 (当月)	6.2	6.5	5.4	5.6
固定资产投资 (累计)	5.9	6.3	6.1	6
制造业	9.5	4.6	2.5	2.2
基建 (全口径)	2	3.8	3.8	4.2
房地产开发投资	9.5	11.8	11.9	11.3
社会消费品零售总额 (当月)	9	8.7	7.2	8
出口 (当月, 美元)	9.9	1.3	-2.7	-2
进口 (当月, 美元)	15.8	-4.7	4	1
CPI (当月)	2.1	1.8	2.5	2.7-2.8
PPI (当月)	3.5	0.2	0.9	0.5
工业企业利润 (累计)	10.3	-3.3	-3.4	-3.5
社会融资规模	9.8	10.7	10.4	10.5-10.6
M2	8.1	8.6	8.5	8.5
M1	1.5	4.6	2.9	3.9

资料来源: WIND, 天风证券研究所

工业生产端: 5月六大电厂日均发电耗煤增长-18.9%, 增速较4月回落13.6%。增速大幅回落有两方面特殊原因: 一是基数效应, 去年5月气温快速升高, 发电耗煤、发电量以及工业用电量同比均较4月大幅回升, 但工业增加值同比增速反而较4月下滑0.2%。排除基数效应后, 5月发电耗煤增速接近4月; 二是水电、风电、核电对部分火电形成替代, 今年3月和4月火电占总发电量比重较去年同期分别下滑3%和2.7%, 5月可能进一步下滑。考虑以上因素, 参考5月PMI生产指数小幅回落0.4%, 预计5月工业增加值同比增速在5.6%左右, 略好于4月, 但弱于今年1季度, 接近去年4季度。

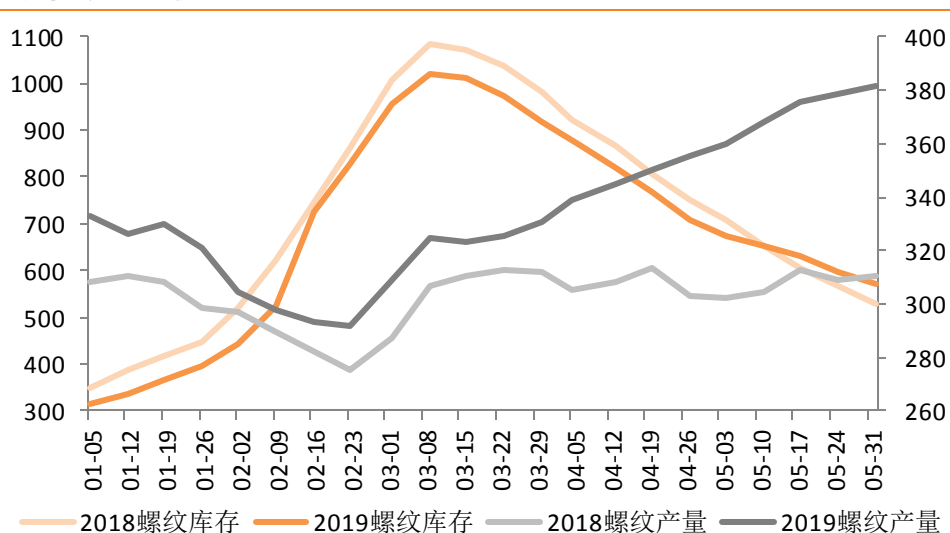
图 1: 今年5月发电耗煤大幅负增, 部分是高基数效应



资料来源: WIND, 天风证券研究所

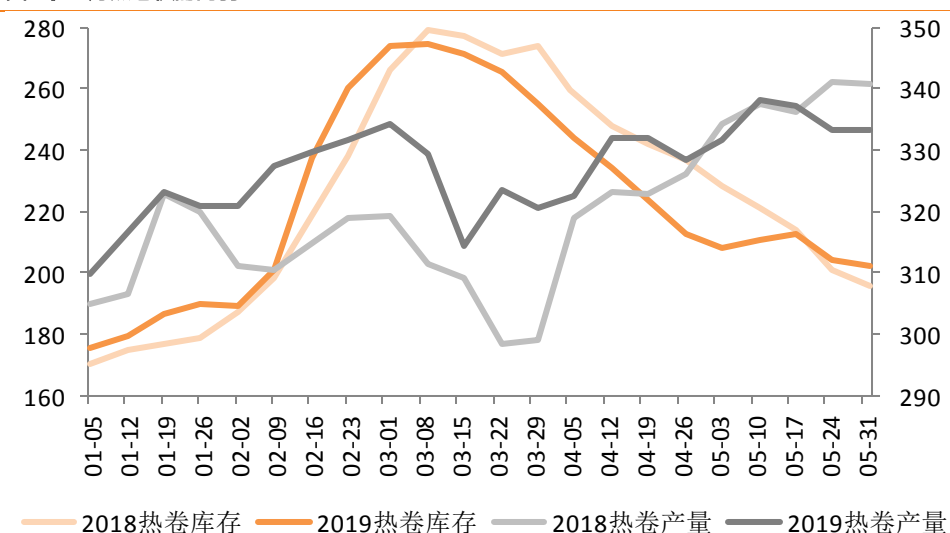
工业需求端: 虽然五一假期之后各主要钢材品种库存去化速度都比去年可比同期更慢, 但不同品种的情况有差异。螺纹钢属于供需两旺, 产量大幅提高但实际消耗量也很大, 说明当前基建和地产的投资和施工仍然不错, 但5月挖掘机销量较差, 可能出现负增长, 预计下半年房屋新开工增速将出现回落。热轧板卷属于供需两弱, 在产量略低于去年的情况下去库变慢, 与下游制造业相关的汽车家电等行业景气度仍未见底有关, 需求偏弱。中美贸易摩擦升级后制造业投资增速可能继续小幅回落。综合以上, 5月固投增速可能略低于4月, 在6%左右。

图 2：5月螺纹钢供需两旺



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：5月热卷供需两弱



资料来源：WIND，天风证券研究所

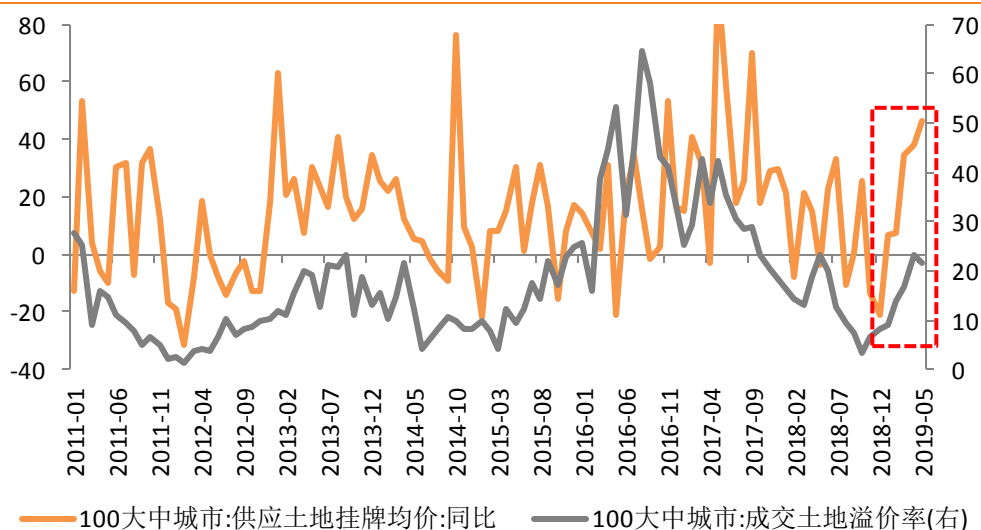
消费方面：5月前三周乘用车销量同比继续负增长，但好于4月，可能与多地国六排放标准生效在即、国五车型销售优惠力度加大有关；国际油价同比下跌，国内成品油价格在月底上调影响不大；热卷去库缓慢暗示家电需求仍然不佳；食品价格上涨或令必需消费同比好转；今年五一假期较长对消费（餐饮酒店旅游休闲）有额外拉动作用。**预计5月社零消费增速略好于4月，在8%左右。**

进出口方面：国内出口集装箱运价指数在加征关税后仍与4月几乎持平，高于去年同期，可能与加征关税扩大前的抢出口有关；工业品价格PPI同比下滑拖累出口价格；5月汇率贬值可能形成适当对冲。整体来看，5月出口增速（美元计价）仍是小幅负增长，在-2%左右。考虑到5月PMI新出口订单指数大幅下滑，2季度整体出口压力较大。5月国内进口干散货船运价指数略好于4月，PMI进口指数也在3-4月连续回升，但4月进口增速（美元计价）明显好于预期，**预计5月进口增速略低于4月，在1%左右。**

房地产市场方面：5月30大中城市商品房成交面积同比增速13.4%，较3、4月回落，**预计5月商品房销售增速保持小幅负增长**，其中一线城市回落、二线城市回升、三线城市回落，与我们在《“小阳春”之后的楼市方向》中的判断一致。**土地市场方面：**年初以来影子银行监管力度放松后，土地价格周期见底迹象明显，5月前4周100大中城市供应土地

挂牌均价同比上涨 46%，楼面均价涨幅达到 92%，土地溢价率 22%。虽然单月成交土地占地面积仍然负增长，但预计土地成交价款增速将明显好转，新一轮土地价格周期可能已经开始复苏。地价是房地产周期的起点，源头是影子银行和货币政策的放松，后续应密切关注土地市场政策变化和监管“回头看”对影子银行和房企融资的影响。

图 4：年初以来土地周期见底迹象明显

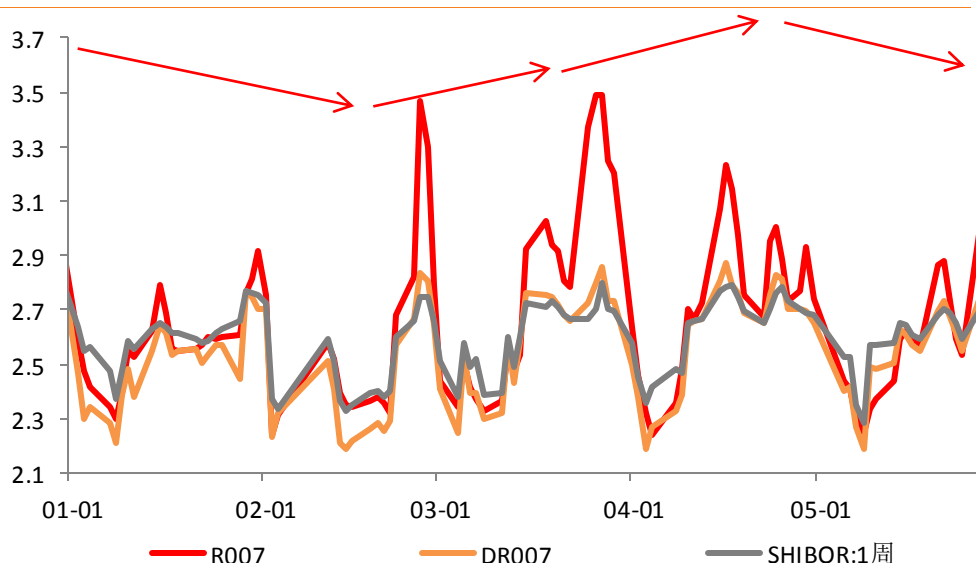


资料来源：WIND，天风证券研究所

总的来说，5月实体数据相比4月好坏参半，5月PMI显示后续经济下行压力仍然不小，2季度实体经济表现大概率弱于1季度。考虑到5月PPI同比可能从4月的0.9%回落到0.5%，且6月大概率进一步回落，预计2季度实体经济仍处于短周期的轻度衰退阶段。由于大多数主要食品项目价格都有明显上涨，5月CPI同比可能升至2.7%-2.8%，6月进一步升至2.9%左右，非食品CPI小幅回落，核心通胀压力尚可。

货币政策方面，1季度经济数据韧性超预期，主要原因是货币财政等逆周期政策明显加力提速。4月货币政策宽松力度明显边际收敛，但5月贸易摩擦发酵后逆周期政策再度发力：5月央行通过连续大额逆回购+MLF超额续作+农商行定向降准，净投放流动性约6600亿，5月资金价格（SHIBOR 1W、DR007、R007）较4月有所回落。信贷政策预计比4月稍有放松；银保监会监管“回头看”对下半月信托贷款可能有负面影响；地方新增专项债约1500亿，非金融企业债券净融资约350亿。预计5月新增社融1.3-1.4万亿，增速10.5%-10.6%，较4月小幅回升，社融增速基本平稳，没有断崖下降风险。

图 5：5月资金价格整体较4月小幅回落



资料来源：WIND，天风证券研究所

当前市场一致预期较强：贸易战愈演愈烈压制风险偏好，通胀制约货币空间，经济基本面也没有1季度看起来那么强。但是4月中旬以来，市场在“N字型”的第二笔中已经部分消化了以上利空：货币政策边际收紧（4月中旬-4月下旬）、基本面预期二次修正（4月下旬-5月中旬）、贸易战冲击波（5月上旬）。在稳就业要求和底线思维下，蓄力后的逆周期政策可能会在相机抉择中再次适度加码。（详见：《政策空间还有多大？》）短期来看，市场对内部因素的消化比较充分，主要干扰在于外部因素。市场多数时候是有效的，走势已包含了多数人的预期，一致预期越强，边际因素越重要。当前风险溢价重回历史极值区间，此时需要逆向思维，多观察边际的积极因素。

图 6：A 股二次探底后风险溢价（A 股股息/信用债债息）重回历史极值区间



资料来源：WIND，天风证券研究所

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_12268

