

2018年6月15日

每周点评

点评报告

# 投资消费全面回落，6月工业生产显示出放缓迹象

——每周点评 06.11-06.15

分析师：乔燕      电话：010-58965820      qiaoyan@nanhuafunds.com

## 事件：

中国5月规模以上工业增加值同比增长6.8%，预期7%，前值7%。1-5月份，规模以上工业增加值同比增长6.9%，与1-4月份持平。中国5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，创2003年6月以来新低，预期9.6%，前值为9.4%。1-5月份，社会消费品零售总额149176亿元，同比增长9.5%。中国1-5月固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，续创1999年以来新低，预期7%，1-4月增速为7%，其中，民间固定资产投资同比增长8.1%。

## 观点：

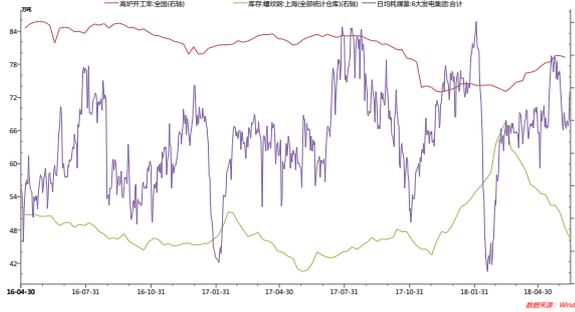
### 1. 6月环保限产力度加大，工业生产显示出放缓迹象

5月规模以上工业增加值同比增长6.8%，较前值回落0.2%；其中，采矿业同比增长3%，由负转正，提升3.2%；制造业同比增长6.6%，有所回落0.8%；公用事业同比增长显著回升3.4%至12.2%，5月进入夏季用电高峰期，5月发电量同比增长9.8%，提升2.9个百分点。剔除掉季节性因素，5月工业增加值环比增速小幅回落至0.58%；1-5月规模以上工业增加值同比增长6.9%，与1-4月持平。而5月工业增加值增速的回落，与高频数据反映的5月工业运行状况强劲不太一致，5月以来，高炉开工率持续走高，发电耗煤量同比增长16.56%，较4月（5.49%）显著回升；5月钢材社会库存环比下降19.8%，和4月（18%）相当。高频数据更多反映的是上游的生产情况，即采矿业、黑色金属冶炼和压延加工业（7.4%，+2.4%）、公用事业等这些行业，而工业增加值还包括代表中下游生产情况的制造业增加值，5月回落0.8%，其中通用设备、专用设备制造业分别回落3.1%、3.6%至6.6%、9.6%，传统制造业如农副食品加工业（3.2%，-2.6%）、纺织业（-1.5%，-3.7%）也有所下滑，对工业增加值影响较大。此外，5月出口交货值同比增速回升2.7%至6.9%，出口对工业生产有一定的提振作用。整体来看，5月供给依然维持较高的水平。

从6月的高频数据来看，随着中央环境保护督察组“回头看”正式启动，环保限产力度加大，工业生产显示出放缓迹象。截止6月8日当周（下同），高炉开工率连续两周下降至71.41%，较上周回落0.41个百分点；6大发电集团日均发电耗煤量为68.32万吨，环比下降10.2%，降幅较前值（-3.3%）显著扩大，同比增长6.52%，较上月回落12.22个百分点。钢材社会库存环比下降3.67%，螺纹钢库存同比增速持续下降至29.30%，较上周增速回落3.92个百分点；在钢材供给收缩，需求回升的背景下，螺纹钢价格较上月末环比上升3.53%，同比上升0.14%。叠加去年高基数效应，预计6月的工业增加值增速会继续回落。

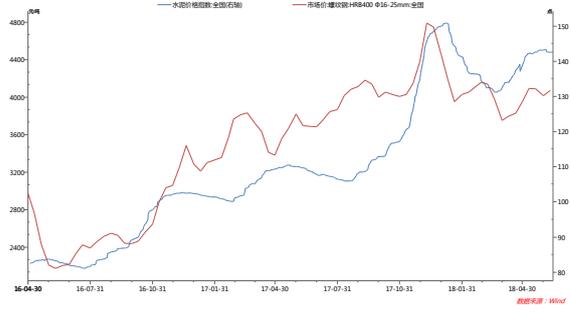
图1：6月环保限产力度加大，工业生产显示出放缓迹象

图2：6月以来螺纹钢、水泥价格环比上升



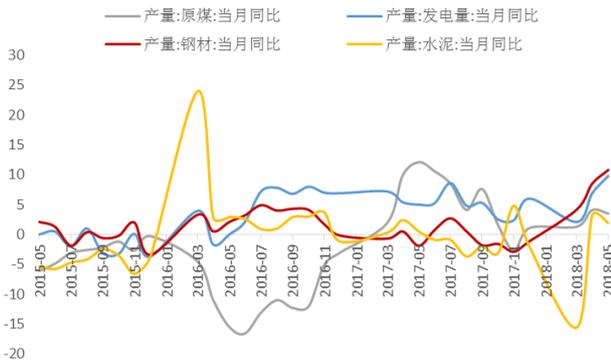
资料来源: wind,南华基金

图 3: 5 月供给依然维持较高的水平



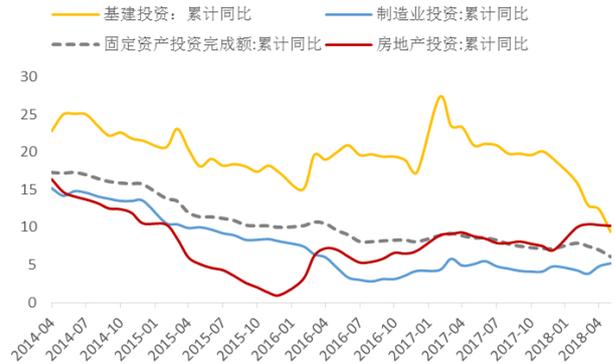
资料来源: wind,南华基金

图 4: 1-5 月固定资产投资同比增速续创 1999 年以来新低



资料来源: wind,南华基金

图 5: 6 月高频数据显示钢材社会库存环比下降 3.67%

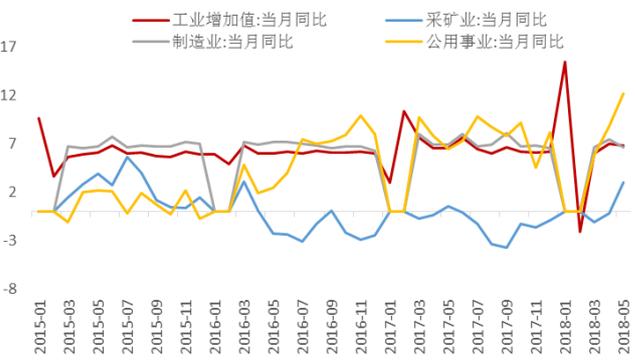


资料来源: wind,南华基金

图 6: 5 月规模以上工业增加值同比增长 6.8%



资料来源: wind,南华基金



资料来源: wind,南华基金

2. 1-5月固定资产投资同比增长6.1%，续创1999年以来新低，未来下半年基建投资增速有望回暖

1-5月固定资产投资同比增长6.1%，续创1999年以来新低，1-4月增速为7%，其中，民间固定资产投资同比增长8.1%，回落0.27个百分点。剔除掉季节性因素，5月固定资产投资环比增长0.47%（-0.02%）。分产业看，第一三产业投资增速均回落1.6%至15.2%、7.7%，第二产业与1-4月持平。其中主要拖累项是基建投资，1-5月同比增长9.4%，回落3个百分点；制造业投资同比增长5.2%，增速提高0.4%；地产投资同比增速小幅回落0.1%至10.2%。

1-5月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长9.4%，增速较1-4月回落3个百分点。基建投资增速的显著回落，主要与1-5月财政支出增速放缓以及上半年地方债新增发行规模偏低有关。1-5月财政支出累计同比增长8.1%，为今年以来最低，5月单月财政支出仅为0.5%；1-5月地方债发行总量仅为8766亿元，新增发行的只有171亿元，大部分都用于置换和再融资。财政部在5月3日发布了《关于加强地方预算执行管理，加快支出进度的通知》，要求进一步加强地方预算执行管理、加快支出进度，预计三季度财政支出增速将有所改善。

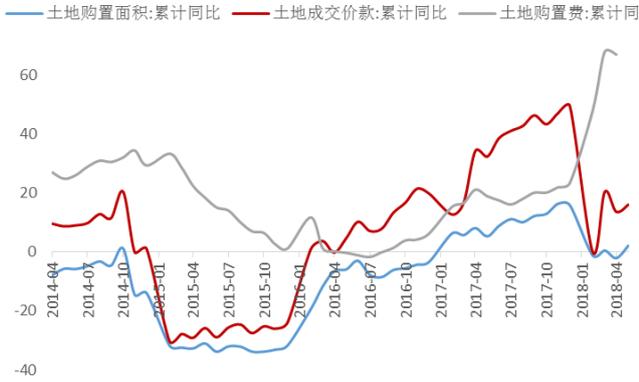
今年以来对地方政府隐性债务风险的监管政策，使得资金面相对收紧，非标、城投债等融资渠道受限拖累基建投资，从广义财政支出方面来看，2018年广义财政支出增速在8%左右，较2017年的14.1%有所回落，PPP融资、政府性基金和地方债或将成为下半年基建投资资金来源的重要补充项。今年财政部给地方政府的债务限额是21万亿，截止到4月债务剩余空间还有4.4万亿，其中一般债务剩余空间2万亿，专项债务剩余空间2.4万亿，还有1.34万亿的存量政府债务需要置换，预计下半年将会新增发行地方债3万亿左右。6月以来地方债的发行已经开始提速，截止到15日已发行4120亿，5-8月一般是地方债发行高峰期，新增地方债规模将较1-4月显著提升，随着地方债供给的逐步加大，基建的资金压力将有所缓解。PPP融资方面，目前的情况是被清理的PPP大多处于发起阶段（新疆暂停的PPP很多都恢复了），落地项目将增加，PPP项目发起到落地需要一年左右的时间，且PPP实际投资额的计算是由目前落地的存量项目和新增项目共同构成，随着前期不合格PPP项目集中清理出库，规范之后的PPP融资项目发行节奏或将加快，对基建投资增速将起到正向拉动作用。综上所述，在地方政府去杠杆的大背景下，未来下半年基建投资增速有望回暖，维持缓中趋稳的态势。

### 3. 土地购置费仍是支撑房地产投资的关键因素，但支撑作用在边际减弱

1-5月房地产开发投资同比增长10.2%，小幅回落0.1%，土地购置费仍是支撑房地产投资的关键因素，但支撑作用在边际减弱。地产投资的领先指标均有所回升，1-5月房屋新开工面积累计同比增速回升至10.8%，1-5月土地购置面积同比增长2.1%，由负转正，提升4.2%；土地成交价款同比增长16%，增速提高2.4个百分点；1-5月商品房销售面积同比增长2.9%，较1-4月有所回升（+1.6%）。从资金来源来看，1-5月房地产开发企业到位资金同比增长5.1%，增速较1-4月提高3%，为今年以来最高，主要来源于自筹资金和定金及预收款。其中，国内贷款同比下降2.8%，自筹资金同比增长8.1%（+3.3%），定金及预收款增长12.7%（+4.4%）。在下半年，由于房企自有资金有限，融资渠道受限，开发商拿地的速度或会逐渐降低，土地购置费增速高位回落，建安工程投资增速回升。

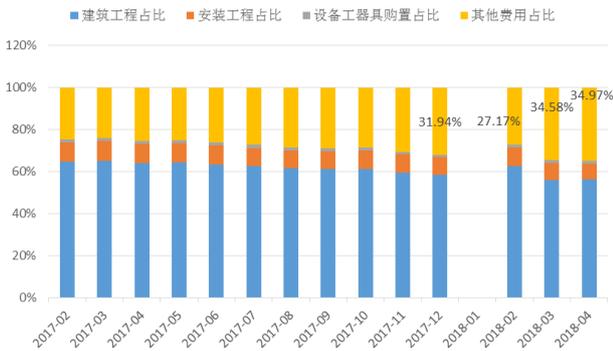
图7：1-5月土地购置面积同比增长2.1%，由负转正

图8：1-5月房屋新开工面积累计同比增速回升至10.8%



资料来源: wind, 南华基金

图 9: 土地购置费用在地产投资中的占比逐月上升



资料来源: wind, 南华基金

图 11: 1-5 月商品房销售面积同比增长 2.9%

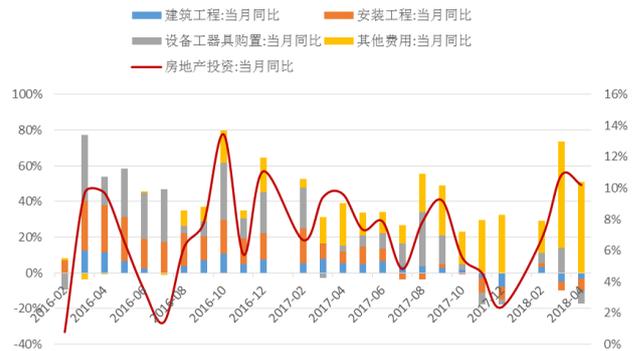


资料来源: wind, 南华基金



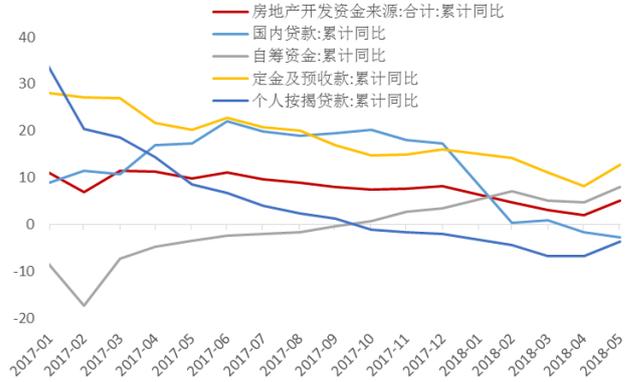
资料来源: wind, 南华基金

图 10: 土地购置费仍是支撑房地产投资的关键因素



资料来源: wind, 南华基金

图 12: 1-5 月房地产开发企业到位资金同比增速回升 3%

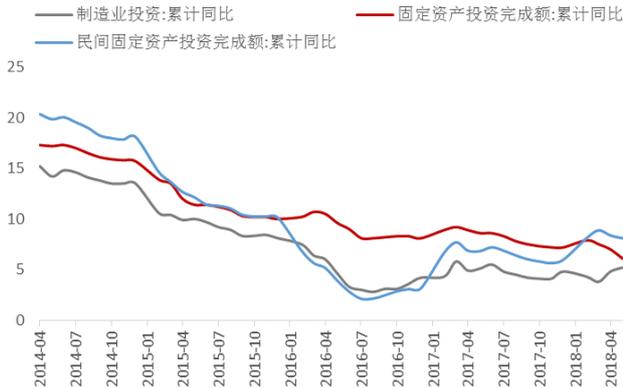


资料来源: wind, 南华基金

4. 制造业生产结构和投资结构不断优化, 高端制造业投资增速继续保持较快增长

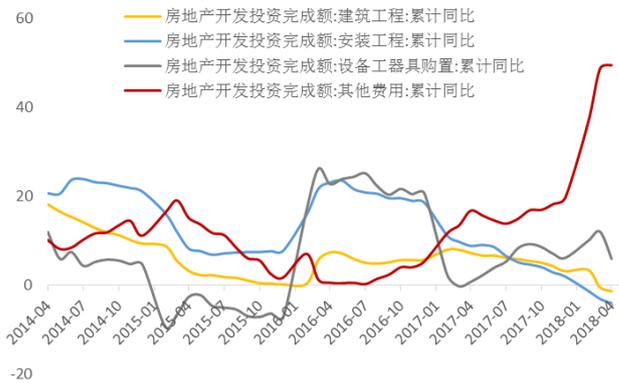
1-5月制造业投资增长5.2%，增速提高0.4个百分点。从结构上看，高技术制造业、装备制造业投资同比分别增长9.7%和8.2%，分别较1-4月加快1.8和0.3个百分点。从行业来看，金属制品业（9.9%），专用设备制造业（10.3%）、汽车制造业（7.4%）、电气机械和器材制造业（7.8%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（14.6%）等行业投资高于整体增速。制造业生产结构和投资结构不断优化，内生动能增强，高端制造业工业增加值继续保持较快增长（高于整体增速），制造业加速向中高端迈进，未来政策面的对冲会对制造业投资产生一定支撑。

图 13：1-5 月制造业投资增长 5.2%，提高 0.4 个百分点



资料来源：wind, 南华基金

图 14：土地购置费对地产投资的支撑作用将边际减弱



资料来源：wind, 南华基金

## 5. 5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，创2003年6月以来新低

5月社会消费品零售总额同比增长8.5%，创2003年6月以来新低，较4月回落0.9%；1-5月社会消费品零售总额同比增长9.5%，5月社零回落主要受到汽车消费和消费品消费影响。具体来看，汽车消费增速大幅回落4.5个百分点至-1%，与进口关税有关，自2018年7月1日起，中国将降低汽车整车及零部件进口关税，汽车整车税率降至15%，汽车零部件税率降至6%，因此引致消费者推迟汽车消费。必需消费品增速全面回落，饮料、烟酒、文化办公用品、日用品类消费同比增速分别下滑3.3%、4.7%、10.2%、1.7%，建筑及装潢材料消费增速回落4.9%至6.5%，家具类、家电音像器材类分别小幅回升至8.6%和7.6%。受5月原油价格上涨的影响，石油制品消费增速扩大0.7%至14%。社零的回落也与5月地产市场回暖有关，1-5月商品房销售面积增速较1-4月回升1.6%，对社零消费有挤出效应。

免责声明：本报告由南华基金管理有限公司研究部撰写，供公司内部做投资决策参考之用。报告所依据的信息以合法渠道取得，以尽可能保证信息来源可靠、准确和完整。但公司对所述信息的准确性或完整性不提供直接或隐含的声明或保证。本材报告并非对相关证券或市场的完整表述或概括，不构成任何投资建议。出具报告人承诺：本人完全知悉内幕信息的性质和影响，承诺在任何因研究工作获取之信息依法公开披露前，承担保密义务，不以任何形式主动或被动泄露相关信息。本报告内容不涉及任何未公开披露信息内容。