

供需双双转弱

——实体经济观察2019年第18期
2019年5月16日

宏观首席分析师

姜超 S0850513010002

电话: 021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

宏观高级分析师

于博 S0850516080005

电话: 021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

联系人

陈兴

电话: 021-23154504

Email: cx12025@htsec.com

结论：供需双双转弱

价格：4月70城房价增速保持稳定，上周国内生资价格普遍回落，原油价格下滑。

4月工业生产如期回落，需求端三驾马车全线下滑。而从5月中观高频数据来看，供需双弱格局仍在延续，短期经济依旧偏弱：一方面，需求仍在筑底，前半月地产销量增速下滑，第一周乘用车批、零增速双双下滑；另一方面，工业生产压力不减，前半月发电耗煤降幅扩大，汽车、钢铁等主要行业开工率更是全面走低。

4月和5月年内两大减税降费措施落地，财政政策明显发力，但由于减税作用于经济的时滞相对较长，目前政策效果还较为有限。而随着经济再度减速、社融增速回落，加上贸易摩擦升温的影响，货币政策也重回宽松。因此，虽然短期经济存在减速压力，但是在财政、货币政策双双发力的背景之下，下行风险相对可控。

需求：下游地产、乘用车、家电、纺服均走弱。中游钢铁、水泥、化工走弱。上游煤炭分化、有色走弱。交运分化。

库存：下游地产去化，乘用车回补。中游钢铁去化，水泥、化工回补。上游煤炭去化、有色分化。



下游行业

地产: 4月全国地产销售走弱, 5月以来38城销量增速下滑。
乘用车: 4月乘用车产销增速仍在筑底, 经销商库存依然偏高。
家电: 4月限额以上家电零售增速回落, 地产偏弱+假期错位。
纺织服装: 4月限额以上纺服零售增速转负, 出口同步转弱。
商贸零售: 4月社消零售增速小幅回落, 汽车回暖独木难支。

中游行业

钢铁: 4月粗钢产销增速上升, 上周钢价回落, 社库继续去化。
水泥: 上周全国水泥均价小幅回落, 库容比较节前有所上升。
化工: 上周PTA产业链价格较节前涨少跌多, 库存再度回补。
机械: 4月挖掘机销量增速再降, 基数抬升叠加生产走弱。
电力: 4月发电量增速回落, 5月以来发电耗煤同比跌幅扩大。

上游行业和交通运输

煤炭: 上周煤炭价格涨跌平互现, 电厂煤炭库存回落仍高。
有色: 上周LME铜、铝价格均降, 铜库存降、铝库存升。
大宗商品: 上周原油价格回落, CRB指数下行, 美元指数下滑。
交通运输: 上周BDI升、CCFI较节前回落, 公路物流运价指数降。

指标	数据表现	解读
需求	4月全国商品房销量同比增速略降至1.3%，5月前15天38城地产销量同比增速回落至10%。	在去年同期基数较低背景下，4月全国地产销量增速仍较3月回落。而5月前14天38城销量增速较4月大幅下滑，均指向地产需求仍弱，且各线城市销售同步转弱。4月70城房价走势分化，一二线稳中略升，三线走弱。终端需求疲弱、地价高企背景下，4月土地市场也较冷清，全国土地购置面积降幅扩大。而5月以来略有好转，上周百城土地成交面积回升，增速也由负转正。
土地成交	4月全国土地购置面积同比增速降至-35.5%，上周百城土地成交面积回升，同比由负转正。	
价格	4月70城房价同比微升至11.4%，环比0.6%。	
库存	上周十大城市商品房库销比略降至40.7周。	

图 38城商品房月度销量同比增速：分线级 (%)

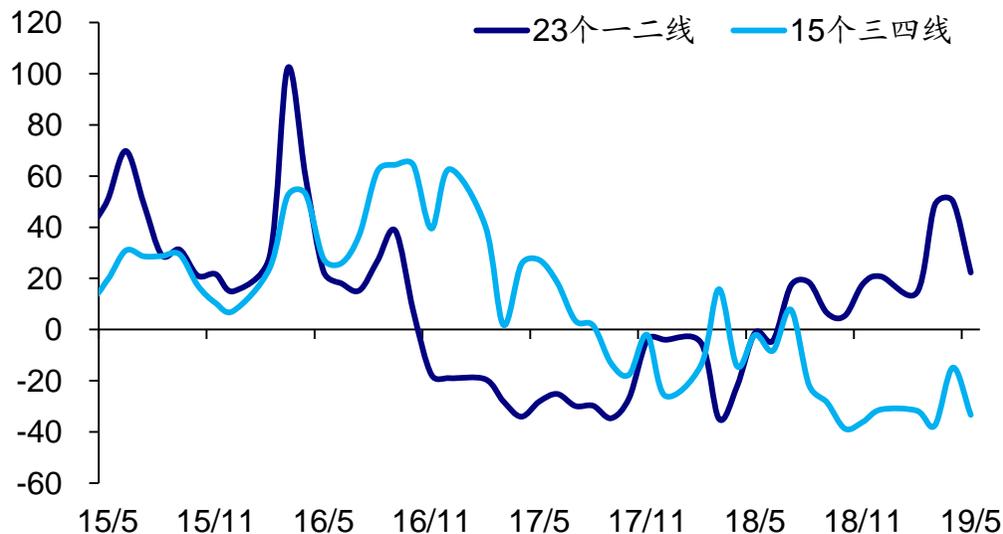
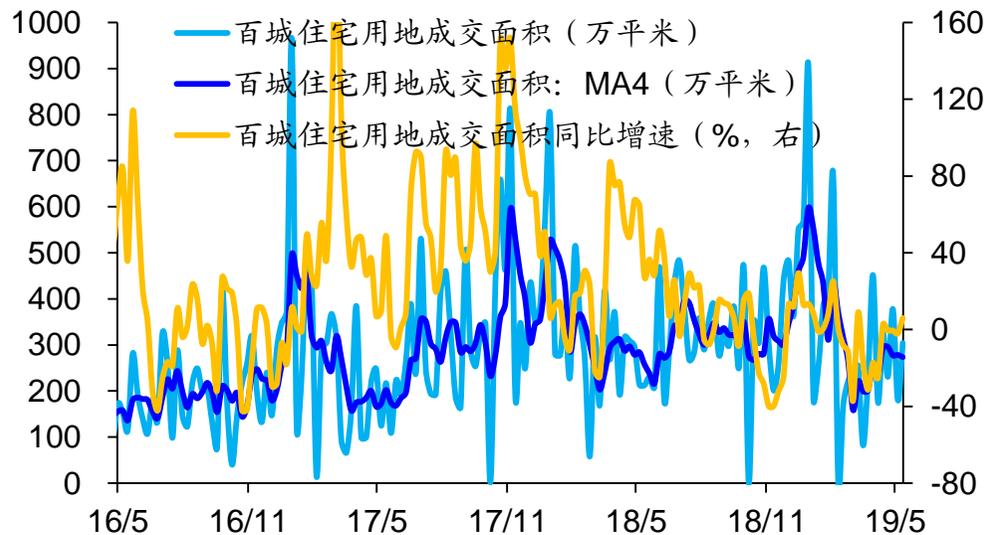


图 周度百城住宅用地成交面积及同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所
注：历年1-2月均为累计同比，19年5月为前15天日均销量同比

下游乘用车：4月乘用车产销增速仍在筑底，经销商库存依然偏高



指标	数据表现	解读
----	------	----

需求、生产 4月全国汽车产量增速降至-15.8%，限额以上汽车类零售增速升至-2.1%，乘联会、中汽协乘用车销量增速降至-16.8%、-17.7%。

5月第1周乘用车批、零增速降至-44%、-24%。
上周半钢胎开工率降至68.2%。

库存 4月汽车经销商库存系数升至2.0，创14年以来同期新高。

4月统计局口径下汽车零售回暖，但中汽协、乘联会口径下乘用车销售再度走弱，差异主要缘于前者口径为限额以上，且包含价格，包括商用车。三大口径下产量增速同步下滑。4月经销商库存依然高企，5月第一周乘用车批零增速仍在下滑，表征生产的半钢胎开工率也同步放缓，均指向需求、生产仍未见底。

图 中汽协、乘联会乘用车月度销量同比增速 (%)

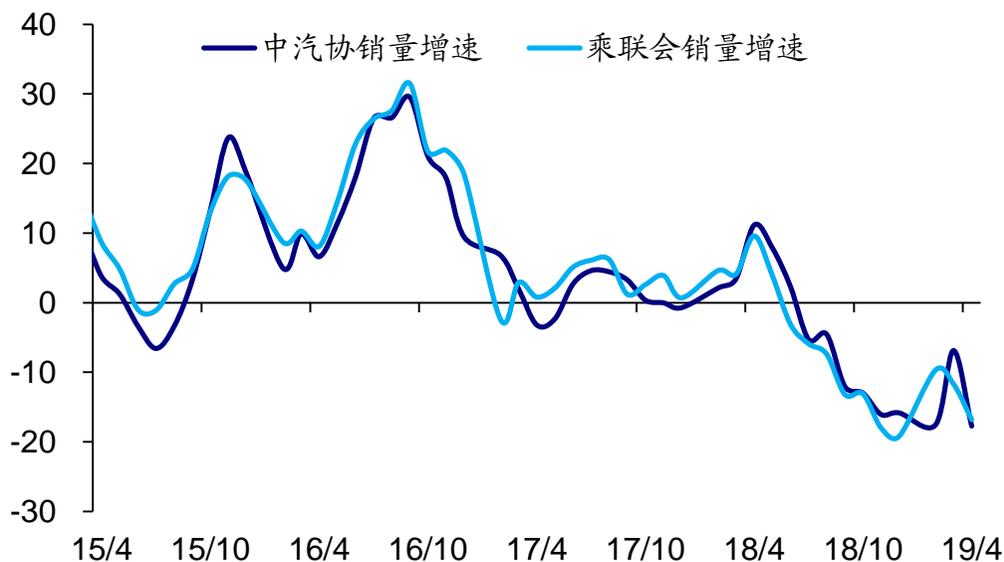
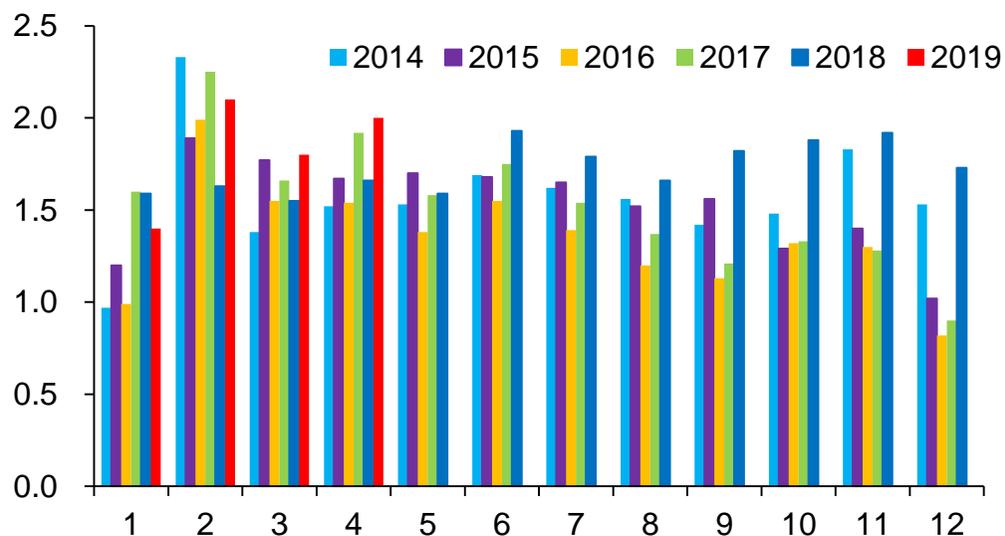


图 汽车经销商库存系数



资料来源：WIND，海通证券研究所

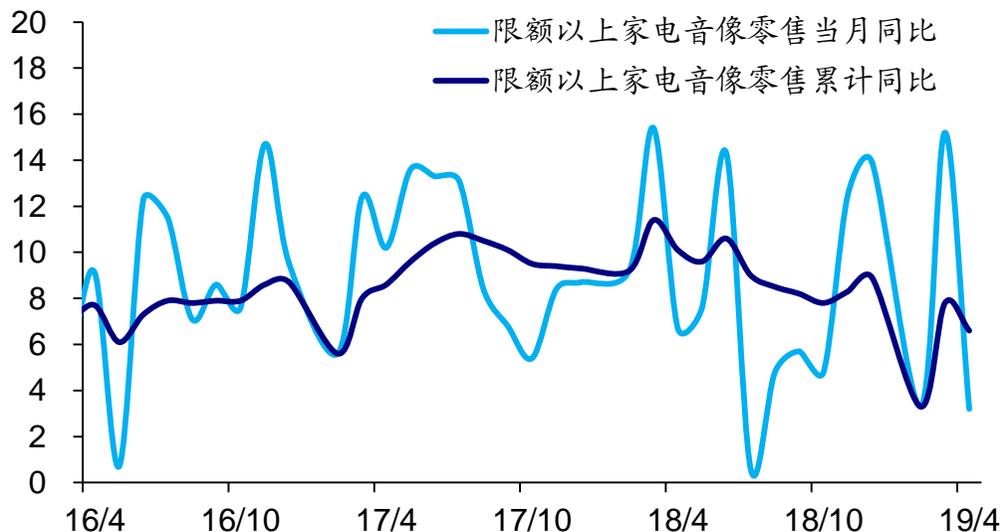
指标	数据表现	解读
----	------	----

需求

4月限额以上家电音像类零售额
同比增速降至3.2%。

在去年同期基数有所走低的背景下，4月限额以上家电音像类零售增速大幅下滑，指向行业景气程度有所下行。一方面，节假日天数同比减少以及增值税减税可能均对其形成拖累；另一方面，前期地产销售持续走弱，也带动家电销售从高位回落。

图 限额以上家电音像类零售同比增速 (%)



指标	数据表现	解读
----	------	----

价格

上周柯桥纺织价格指数略升，
328级棉花价格指数回落。

需求

4月限额以上服装鞋帽类零售额同比增速
转负至-1.1%，针织纱线、服装和鞋类出口
增速分别降至-6.7%、-11.3%和4.2%。

4月限额以上服装鞋帽类零售增速下滑转负，创下04年以来新低。一方面，“抢出口”令去年同期基数偏高；另一方面，节假日天数同比减少、减税政策落地，均对纺服消费形成抑制。而受去年同期高基数影响，4月纺织服装各子行业出口增速全线下滑。整体看，行业内外需同步走弱，景气转差。

图 限额以上服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速 (%)

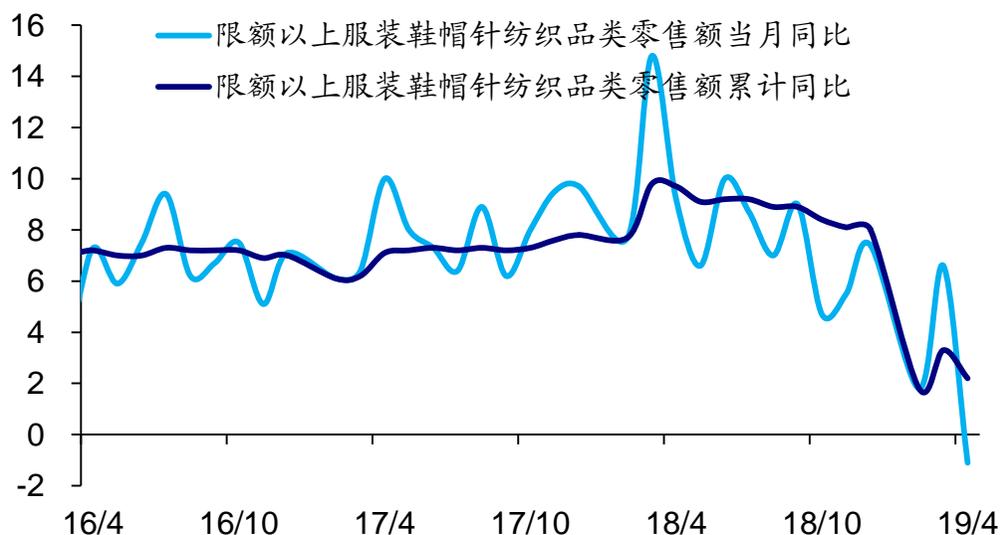
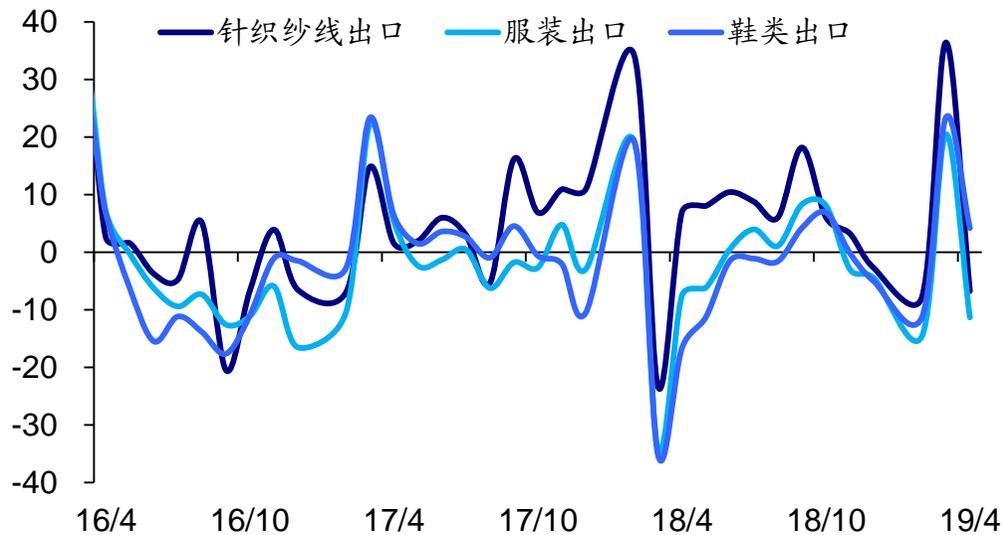


图 纺织服装子行业出口同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

需求

4月社消零售总额同比增速降至7.2%，
 限额以上批零增速降至2%，
 剔除石油、建材、汽车后同比增速降至4.5%，
 实物商品网上零售增速继续回升至22.2%。

4月消费增速小幅回落，社零名义、实际增速和限额以上零售增速均较3月下滑，但剔除节假日因素后，社零增速较3月持平。分品类看，必需消费普遍下滑，尤其食品、服装下滑均较显著；可选消费涨少跌多，汽车降幅收窄，但石油及制品大跌，而地产后周期的家电、家具、建材也全线下滑，是主要拖累。

图 社消零售总额和限额以上批零同比增速 (%)

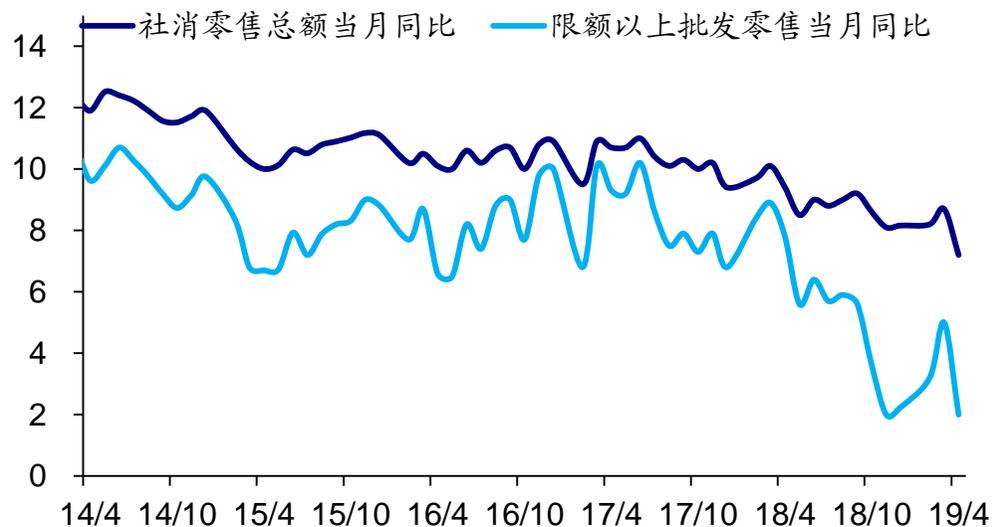
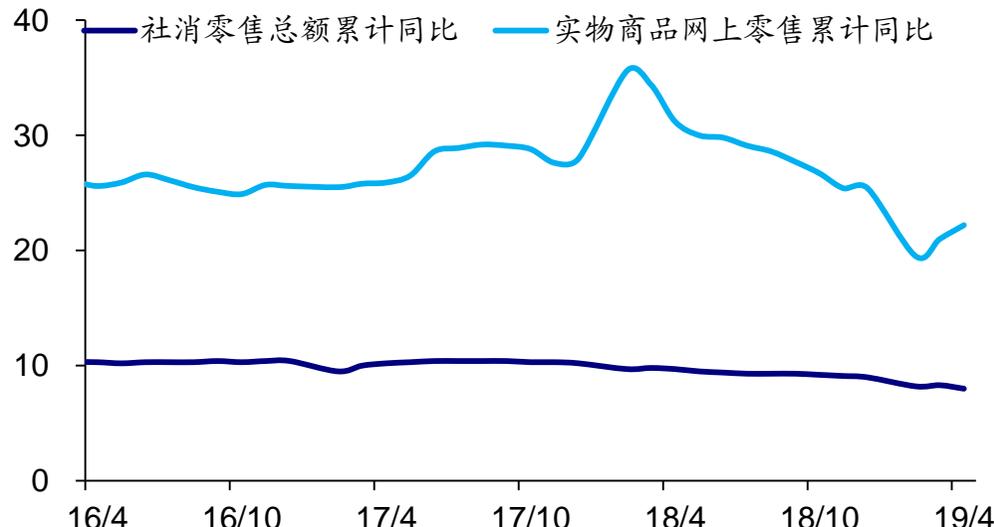


图 社消零售总额和网上零售累计同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格、吨钢毛利	上周钢价螺纹、热板均降，吨钢毛利螺纹降而热板升。	4月全国粗钢产量和表观消费量增速双双上行，指向需求、生产均较稳健。这不仅带动4月钢价上行，也令库存明显去化。上周钢价螺纹、热板双双回落。一方面，上周钢材社会库存继续去化，指向需求依然向好。另一方面，前期生产较旺，令供需格局有所转弱。上周高炉开工率回落，同比也由正转负，意味着未来短期供需格局有望改善。
生产、需求	4月全国粗钢产量增速升至12.7%，表观消费量增速升至11.9%。	
库存、开工率	4月中旬重点钢企库存增速降幅缩窄至12%，上周高炉开工率降至68.8%，同比由正转负，上周钢材社会库存继续去化。	

图 螺纹钢、热轧板卷价格（元/吨）

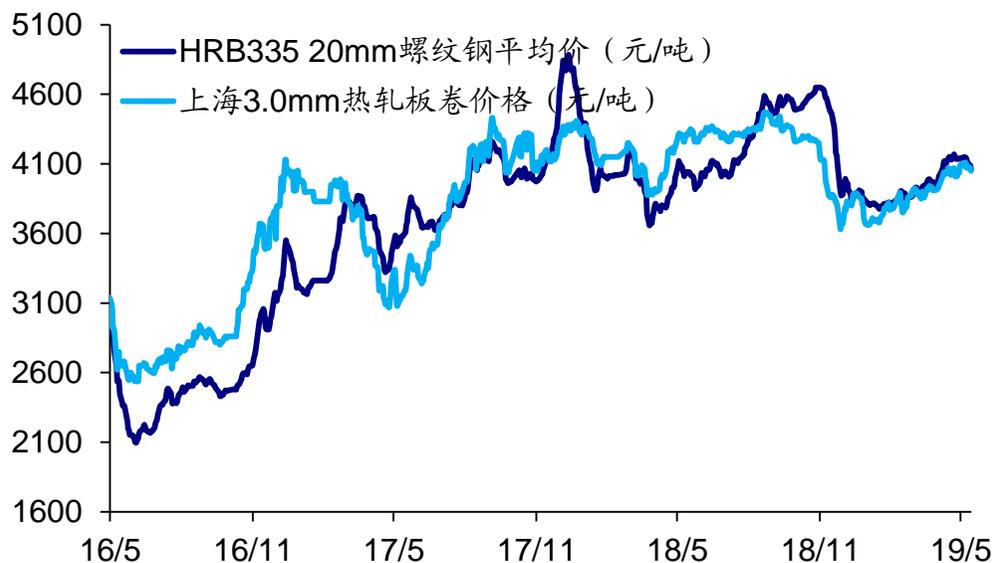
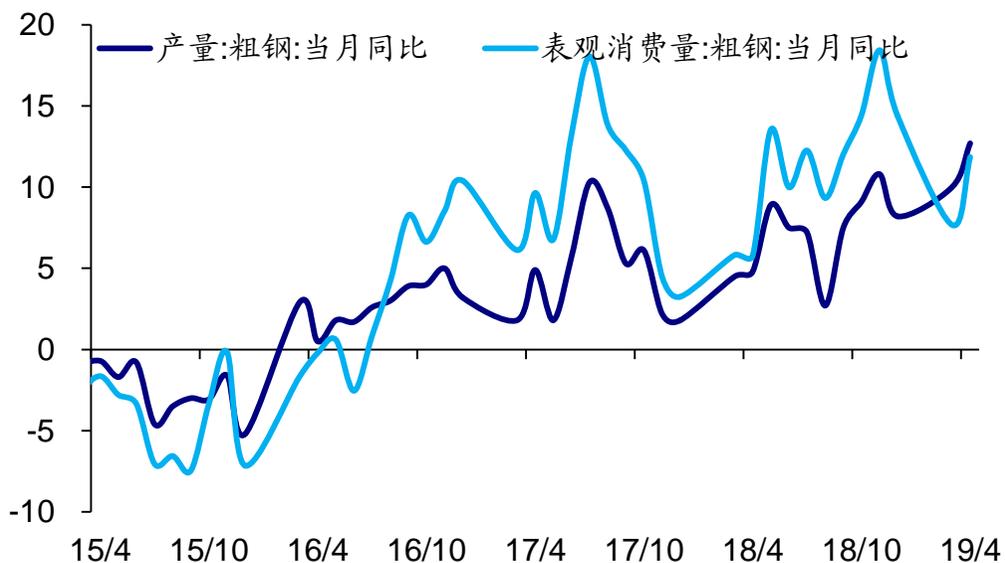


图 全国粗钢产量、表观消费量同比增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

中游水泥：上周全国水泥均价小幅回落，库容比较节前有所上升



指标	数据表现	解读
价格	上周全国水泥均价小幅回落，环比增速转负至-0.2%。	上周全国水泥均价小幅回落，环比增速由正转负，而库容比较节前略有上升。5月上旬，受五一小长假以及降雨天气增加影响，国内水泥市场需求略有减弱，从企业出货量情况看，除长三角和京津冀以外，其他地区较前期相比均有不同程度的下滑。分区域来看，华北、东北地区水泥价格以稳为主，华东地区小幅上调，中南、西南地区出现下调，西北地区大稳小动。
生产	4月全国水泥产量同比增速降至3.4%。	
库存	上周全国水泥企业库容比较节前回升至56.6%，仍处历年同期偏低水平。	

图 全国水泥平均价格 (P.O42.5) (元/吨)

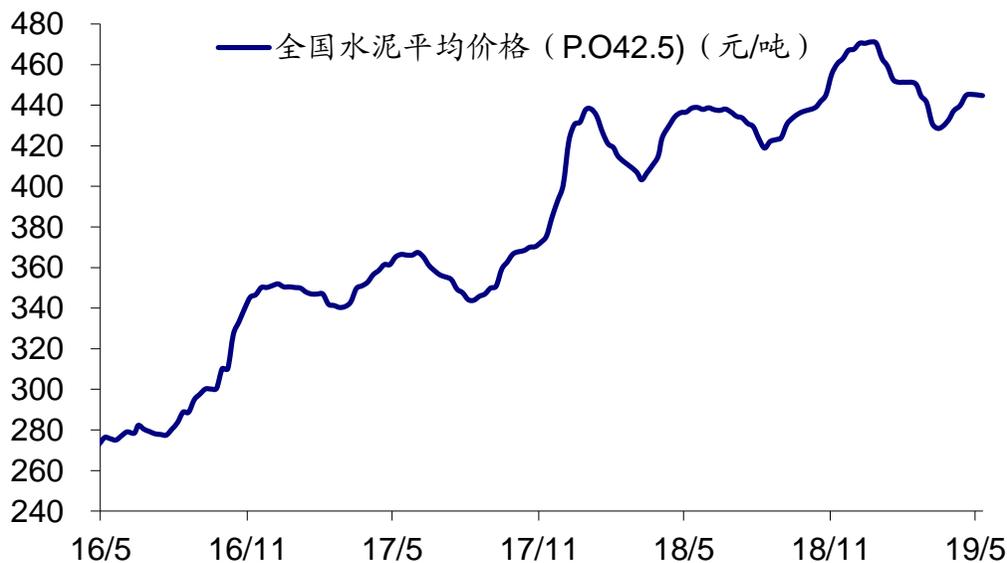
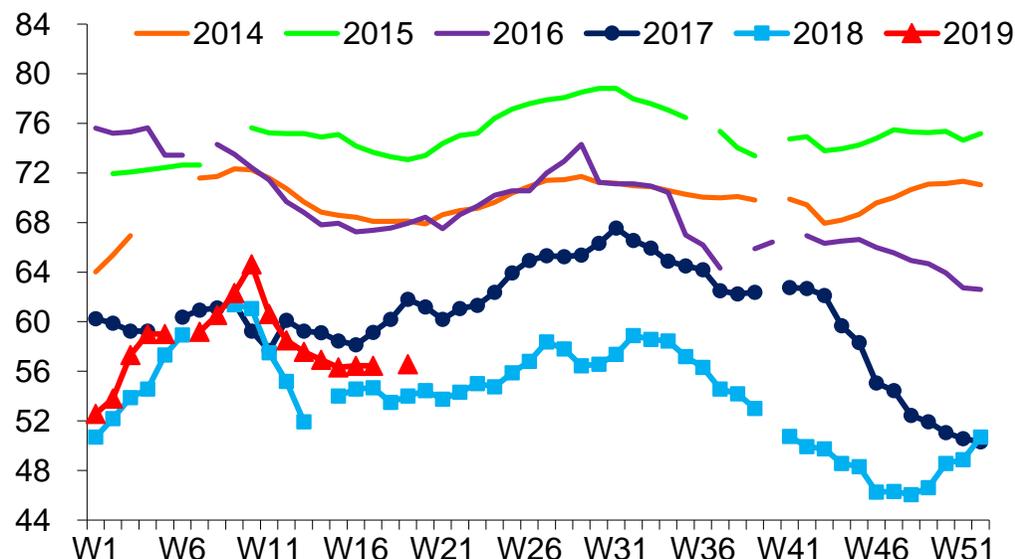


图 全国水泥企业库容比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
价格	上周PTA产业链产品价格较节前涨少跌多，涤纶POY、聚酯切片价格降，PTA价格涨。	受下游织造需求放缓，以及上游油价高位回调影响，上周PTA产业链产品价格较节前涨少跌多。需求转弱带动库存回补，上周涤纶POY库存天数再度上行，升至历年同期高位。生产端随需求放缓而同步走弱，上周PTA产业链负荷率普遍回落。
生产	4月乙烯产量增速回升，化纤产量增速略降。	
库存、开工率	上周涤纶POY库存天数升至16天； 上周PTA产业链负荷率普遍回落，PTA工厂、聚酯工厂、江浙织机均降。	

图 化纤产业链产品价格（元/吨）

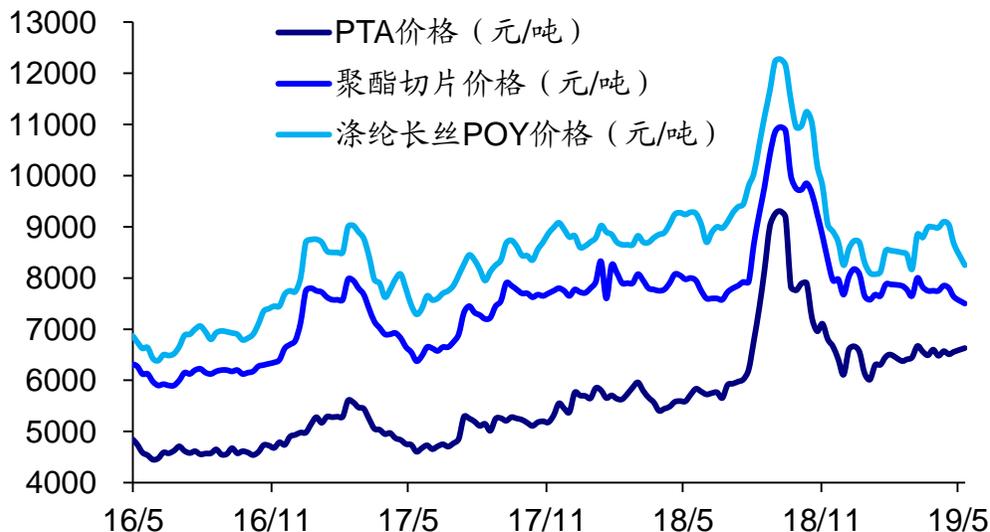
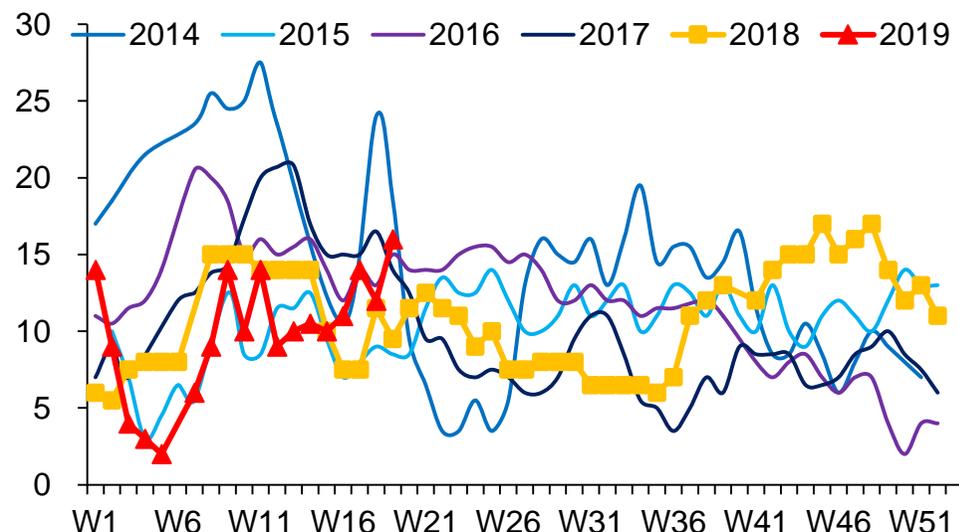


图 历年各周涤纶POY库存天数（天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
----	------	----

需求 4月挖掘机销量2.84万台，同比增速7%，较3月增速明显回落，其中大、中、小型挖掘机销量增速分别降至0.3%、7.5%和5.4%。

4月挖掘机销量增速再度回落，同比增速降至个位数，其中大中小挖销量增速同步下行，但中小挖情况仍好于大挖。一方面，去年同期基数有所抬升，对4月销量增速形成拖累；另一方面，4月工业增加值增速较3月明显回落，生产走弱也带动工程机械需求有所放缓。

图 挖掘机销量同比增速 (%)

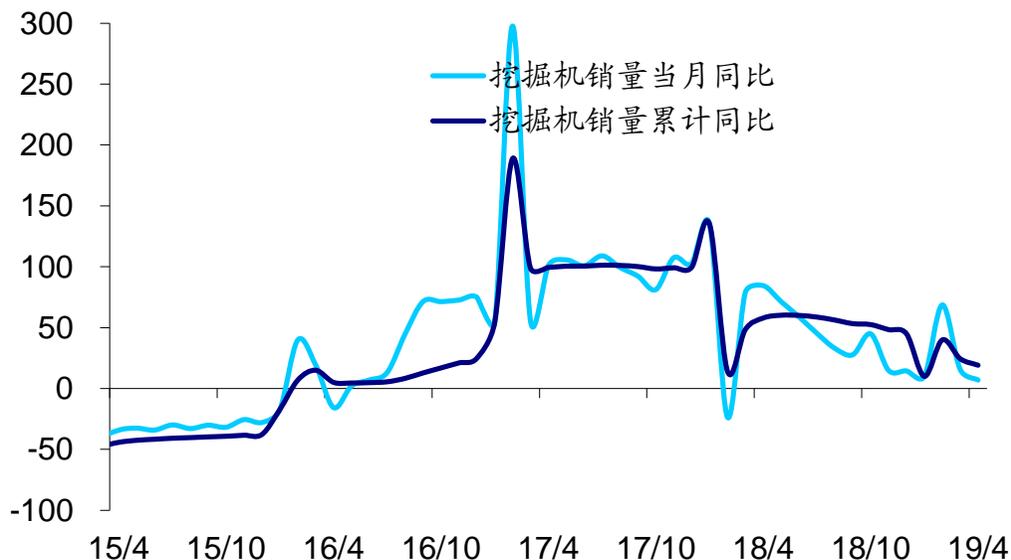
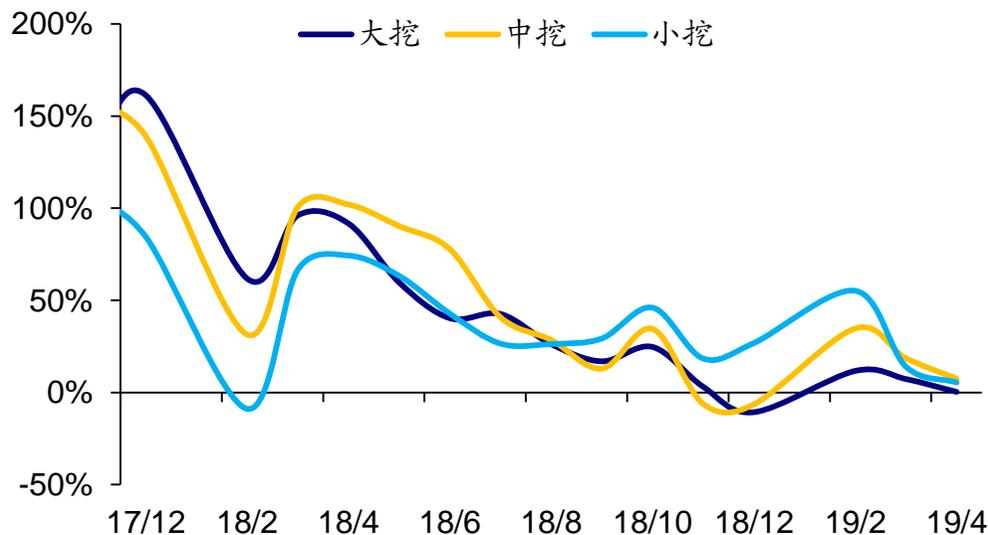


图 大中小挖销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

指标

数据表现

解读

生产

4月发电量同比增速降至3.8%，
5月前16天六大集团发电耗煤
同比增速降幅扩大至-16.8%。

4月发电量同比增速较3月继续回落，与发电耗煤增速走势一致，也印证了工业增加值增速的下行。5月前16天六大集团发电耗煤同比增速降幅继续扩大，一方面，去年同期基数有所走高；另一方面，汽车、钢铁和化工等主要行业开工率的下降，也指向工业生产短期依然偏弱。

图 月度六大发电集团日均耗煤同比增速 (%)

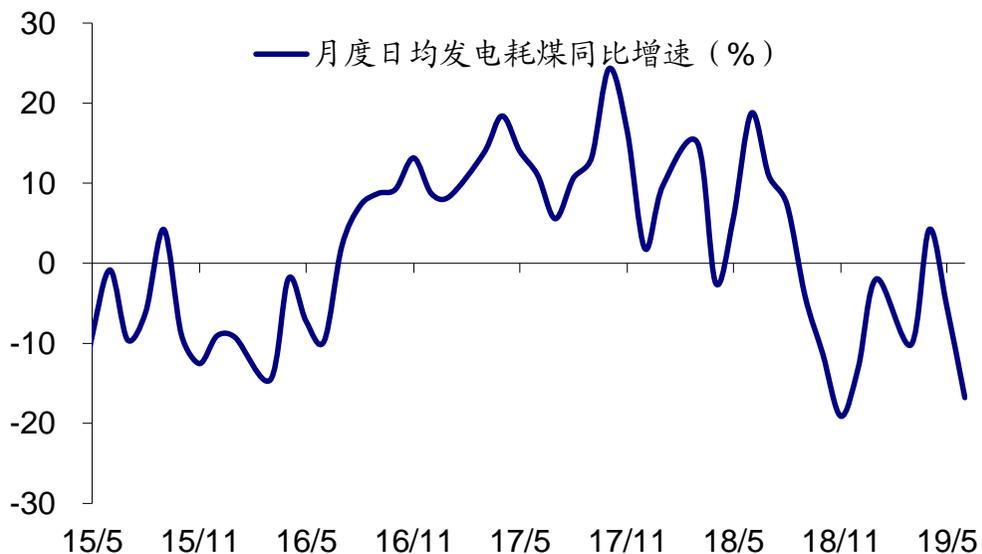
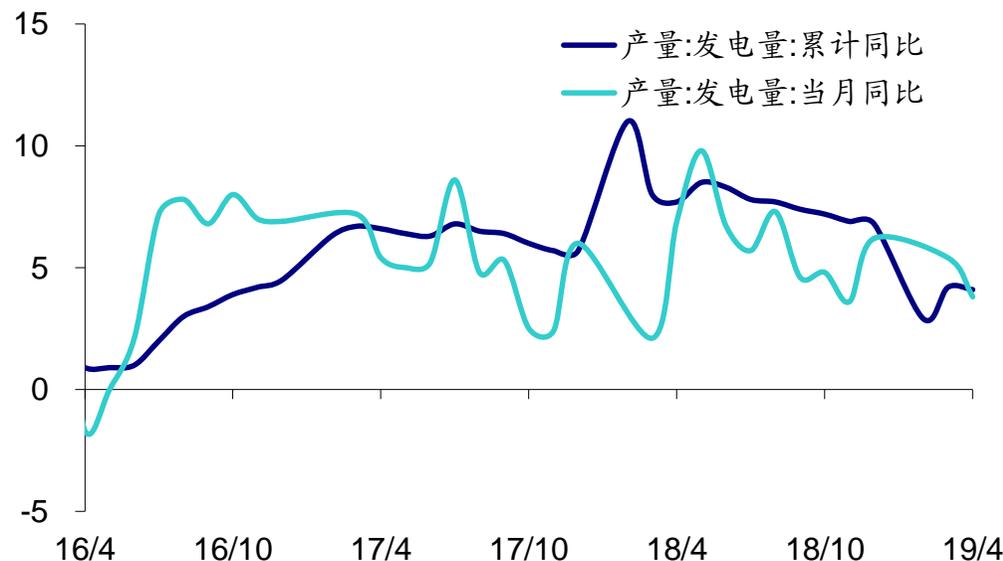


图 发电量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

注：历年1-2月均为累计同比，19年5月为前16天日均耗煤同比

指标	数据表现	解读
价格	上周秦皇岛港煤价格略降。与节前相比，动力煤、焦煤价格涨，无烟煤价格走平。	4月原煤产量增速受基数走高影响有所回落。上周煤炭价格涨跌平互现，其中秦皇岛港煤价格略有回落。5月前15天六大集团发电耗煤同比增速降幅继续扩大，上周电厂煤炭库存天数虽有下降，但仍在历年同期新高。上周秦皇岛港口煤炭库存回升。
生产	4月原煤产量增速降至0.1%。	
库存	上周秦皇岛港口煤炭库存回升，电厂煤炭库存天数降至26.8天。	

图 秦皇岛港煤价格（元/吨）

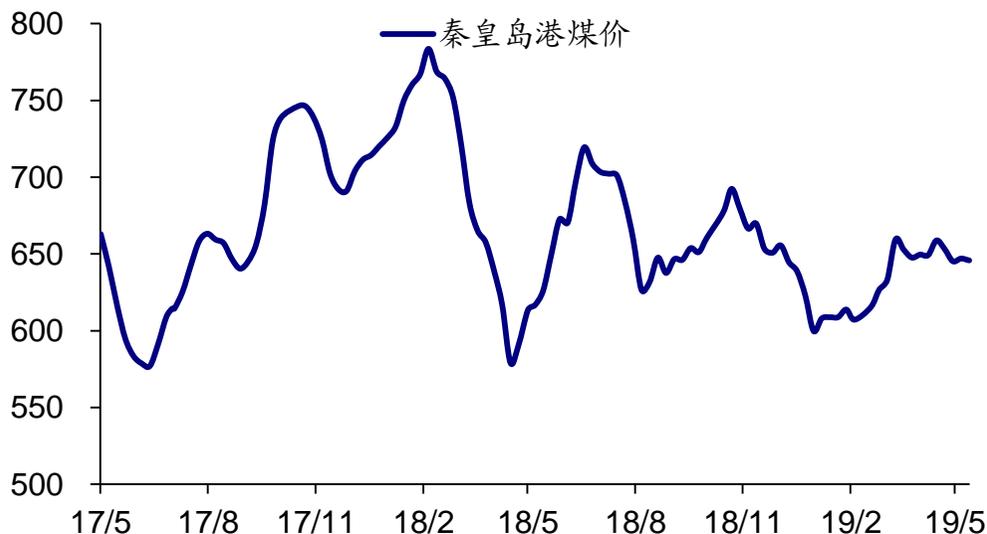
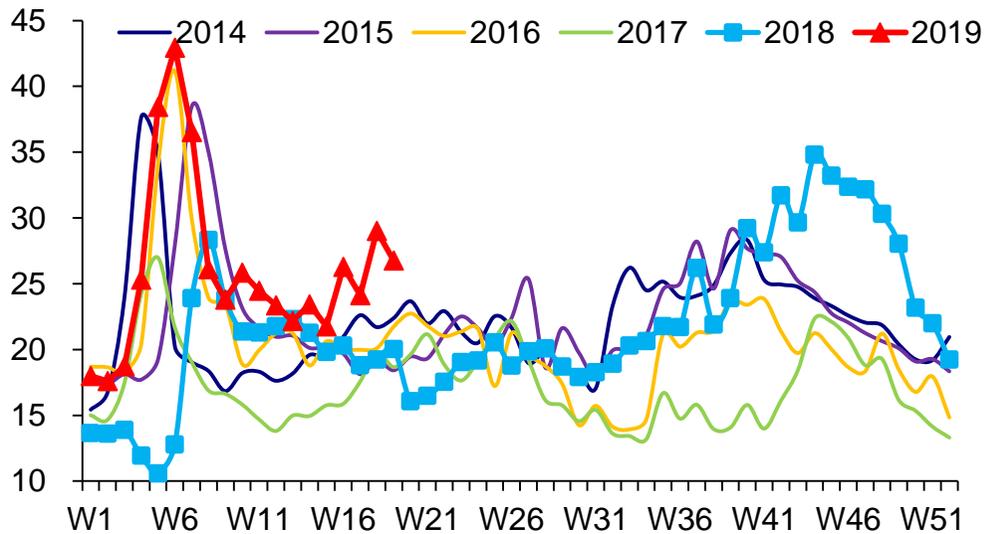


图 历年各周六大发电集团煤炭库存可用天数（天）



指标	数据表现	解读
价格	上周LME铜、铝均价回落。	上周基本金属价格普遍回落。中美贸易争端重启以及中国工业经济走弱带来需求压力，全球最大铜生产商智利国家铜业公司已提前启动Chuquicamata矿的地下开采，上周铜价均值下行。阿鲁法矿业公司计划对几内亚铝土矿项目进行扩建，上周铝价也有所回落。
生产	4月十种有色金属产量增速降至4.9%。	
库存	上周LME铜库存、COMEX铜库存均降，整体回落，LME铝库存回升。	

图 LME铜和铝现货价格（美元/吨）

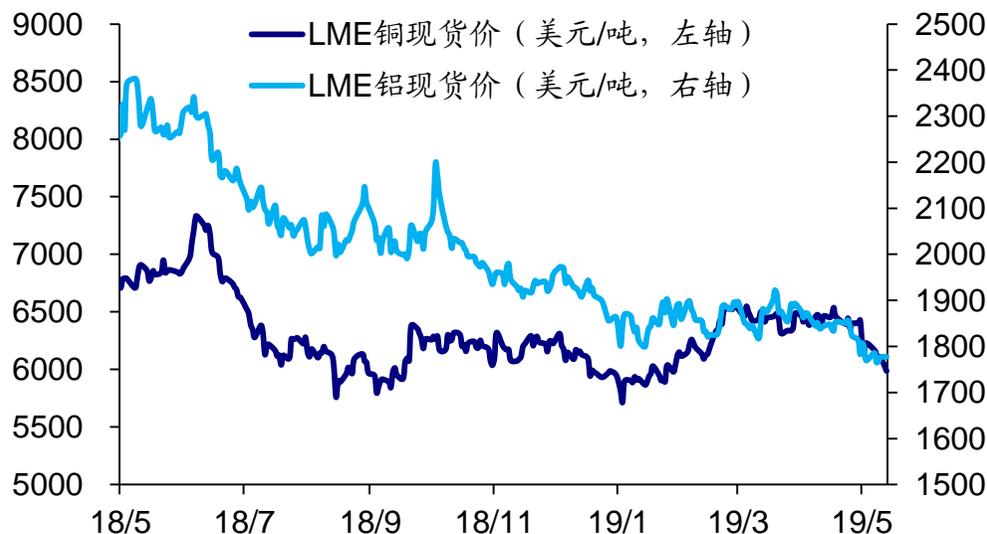
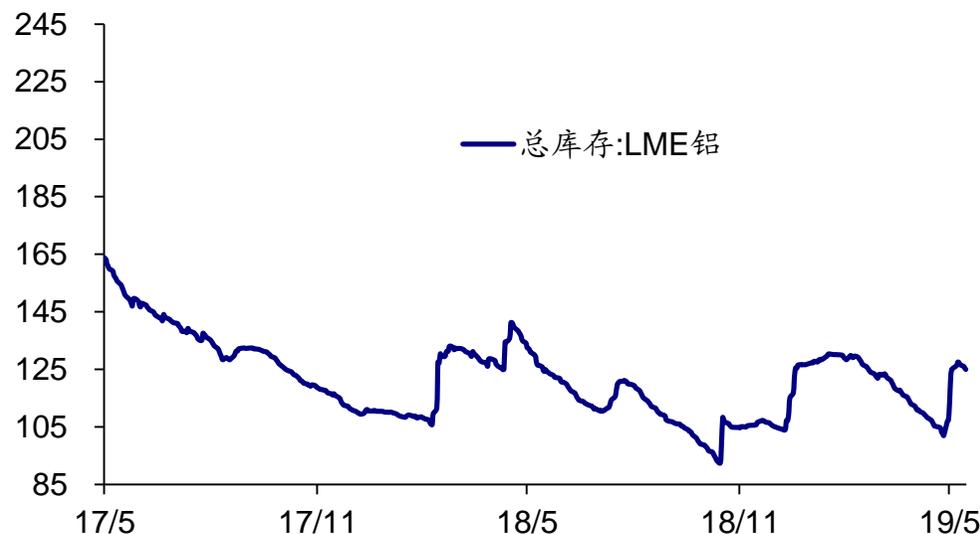


图 LME铝库存（万吨）



指标	数据表现	解读
原油	上周Brent、WTI原油均价回落。	上周原油价格均值回落，此前美国结束制裁豁免向伊朗施压，中国石化与中国石油集团暂停购买5月装运的伊朗石油，EIA下调了2019年全球原油需求增速。上周CRB指数均值下行。中美贸易摩擦风波再起，美国3月出口额创16年以来新低，上周美元指数均值回落，但仍在高位。
CRB指数	上周CRB指数均值下行。	
美元指数	上周美元指数均值回落。	

图 布伦特和WTI原油期货价格（美元/桶）

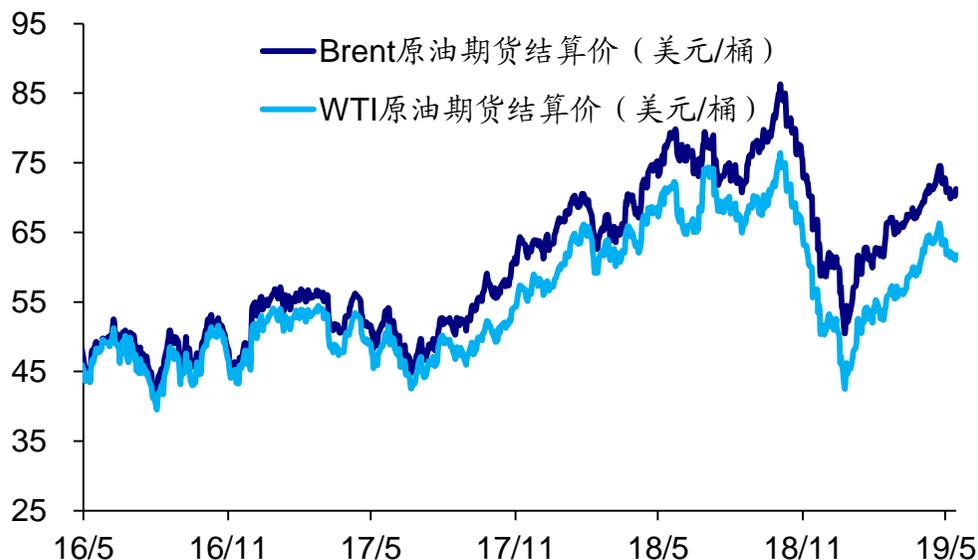
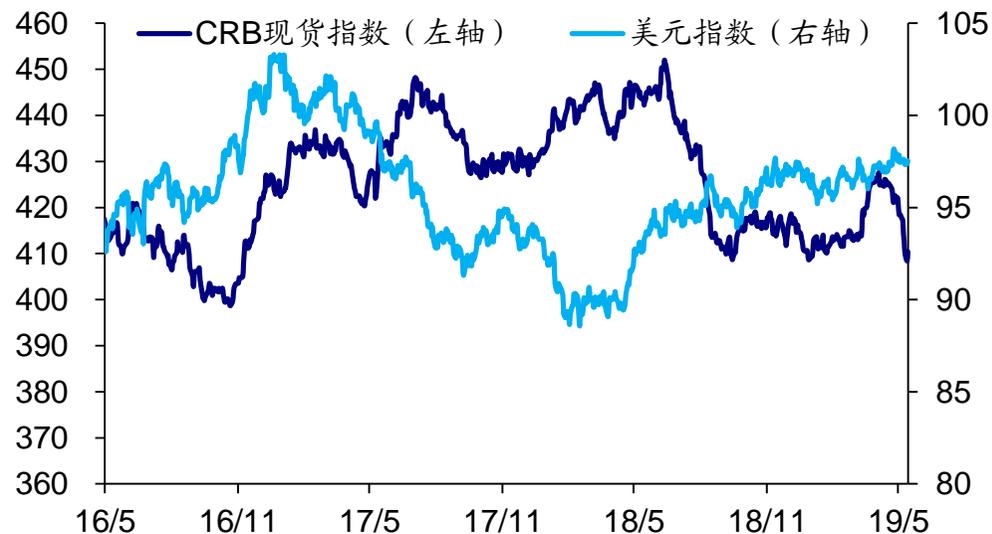


图 美元指数与CRB现货价格指数



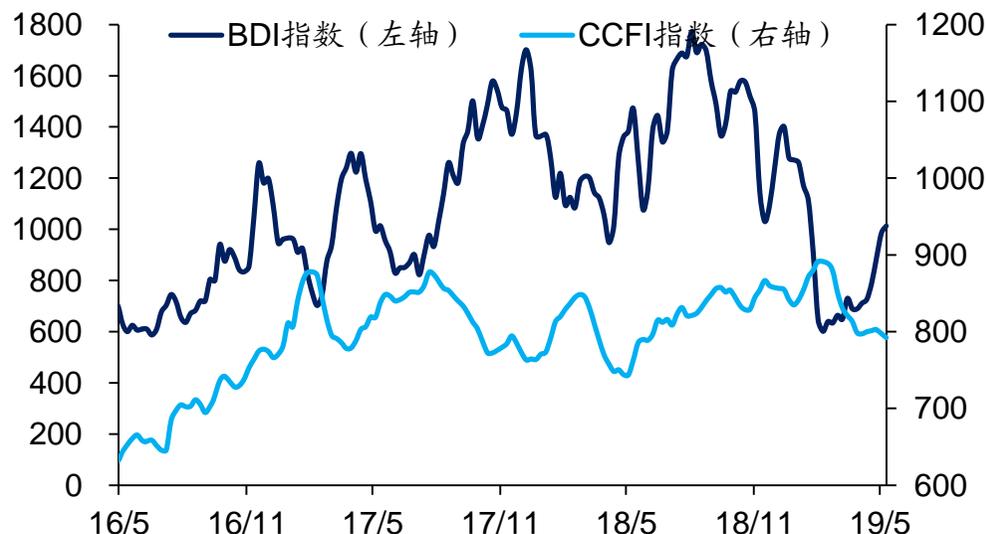
资料来源：WIND，海通证券研究所

指标	数据表现	解读
海运	上周BDI指数回升，CCFI指数较节前回落。	上周散运表现优于集运，BDI指数回升而CCFI指数有所回落。海岬型船舶平均租金环比下降7.1%，巴拿马型船舶平均租金环比上行0.3%，超灵便型船舶平均租金环比上升0.9%。上周公路物流运价指数略降。
物流	上周公路物流运价指数微降。	

图 公路物流运价指数



图 BDI与CCFI指数



附注

宏观部《实体经济观察》，立足于宏观和中观相互印证，跟踪主要行业的需求、价格和库存变量，与宏观指标对照分析判断实体经济趋势。

策略部《行业比较数据月报及解读》（Excel & PDF版），从股价驱动力出发跟踪分析行业量价等盈利及估值指标变化，以便行业横向比较，形成行业配置结论。

分析师声明

姜超、于博：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姜超

SAC执业证书编号：S0850513010002

电话：021-23212042

Email: jc9001@htsec.com

于博

SAC执业证书编号：S0850516080005

电话：021-23219820

Email: yb9744@htsec.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	无评级	
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。