

2021年06月16日

趋势已定

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟 (分析师)

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

杨飞 (分析师)

yangfei1@kysec.cn

证书编号: S0790520070004

陆晨威 (联系人)

luchenwei@kysec.cn

证书编号: S0790121060025

近几个月数据变化,与我们前期预判一致。重申观点:经济下行趋势已确认,供需指标多见顶回落、但下行过程中结构分化明显,财政“后置”或难改年内趋势。

● **工业生产回落,偏中上游生产边际放缓、偏中下游修复,服务业恢复有所加快**

工业生产回落,原材料和外贸链生产边际放缓、中下游有所修复。5月,工业增加值同比8.8%、低于市场预期的9.2%,两年复合增速6.6%、较上月回落0.2个百分点。制造业拖累明显,两年复合增速7.1%、较上月回落0.5个百分点,其中,黑色冶炼、有色冶炼、非金属等原材料相关,及电气机械、通用设备、橡胶塑料等外贸链相关生产边际放缓;医药制造、计算机电子、食品制造等生产回升。

服务业生产指数近5个月来首次回升,部分线下活动恢复有所加快。5月,服务业生产指数同比增长12.5%,两年复合增速6.6%、高于上月的6.2%,2020年底以来首次回升;服务业商务活动指数54.3%、较上月小幅回落0.1个百分点。“五一”假期带动下,与长途出行相关的住宿、铁路和航空运输等行业商务活动指数连续2个月高于65%,与居民消费相关的餐饮、文娱等商业活动指数高于上月。

● **投资回落、结构分化,房地产和基建回落,制造业缓步回升、中下游较为低迷**

房地产和基建拖累总体投资回落,房地产新开工弱、竣工较强。5月,固定资产投资两年复合增速4.7%,较上月回落1个百分点。其中,房地产投资两年复合增速9%、较上月回落1.3个百分点,主要来自在建项目支持、新开工依然偏弱;商品房销售增速小幅回升,但新增居民中长贷同比少增。5月,基建投资增速较上月回落0.4个百分点至3.4%,交运仓储和电燃水回落,而水利环境小幅回升。**制造业投资缓步回升、结构明显分化,原材料涨价对部分中下游行业的“挤出效应”有所显现。**5月,制造业投资两年复合增速3.7%、较上月回升0.3个百分点,仍处于历史较低水平。其中,计算机电子、医药、专用设备偏中游行业投资增长较快;而运输设备、汽车、纺织、电气机械等行业投资增速回落,或与原材料成本上升较快、需求偏弱下,利润受到明显挤压、投资意愿下降等因素有关。

● **消费缓慢修复,仍明显低于正常水平,商品消费低位平稳、餐饮修复有所加快**

消费缓慢修复,仍明显低于正常水平,餐饮修复快于商品消费。5月,社会消费品零售总额两年复合增速4.5%、较上月回升0.2个百分点,仍低于正常8%左右的增速;其中,商品零售总额和餐饮收入两年复合增速分别为4.9%和1.4%,分别较上月回升0.1个百分点和0.5个百分点。线下活动加快正常化,但消费迟迟未恢复正常增长水平,或与居民收入修复偏慢、结构分化及消费意愿偏弱等有关。**重申观点:经济下行趋势已确认,下行速度或相对缓和、结构分化明显。前期修复较快的投资、出口等需求端指标,在2020年底已先后见顶;上游涨价对中下游利润挤压、债务压制加速显性化等,或使本轮制造业投资的弹性和空间弱于传统周期;中低收入群体受疫情影响较大,拖累消费修复的“进度”与“弹性”。**

● **风险提示:** 全球疫情反复,国内外政策变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-10Y 美债利率下破1.5%的真实原因》-2021.6.13

《宏观经济点评-信用“收缩”新变化》-2021.6.10

《宏观经济点评-“潜在”的通胀风险》-2021.6.9

目 录

1、 工业生产回落，原材料和外贸链边际放缓、中下游低迷.....	3
2、 房地产和基建拖累总体投资，制造业缓步回升、结构分化.....	4
3、 居民消费缓慢修复，餐饮收入修复快于商品消费	5
4、 风险提示	6

图表目录

图 1: 工业生产见顶回落	3
图 2: 中上游生产相对较好，下游生产较为低迷	3
图 3: 服务业生产指数回升，而商务活动指数回落	3
图 4: “五一”假期出行加快恢复，但端午出行回落	3
图 5: 房地产和基建投资拖累总体投资	4
图 6: 房地产施工较好，而新开工持续低迷	4
图 7: 2021 年 5 月居民中长贷低于 2020 年同期	4
图 8: 交运仓储和电燃水投资回落，水利环境小幅抬升	4
图 9: 制造业投资缓慢修复	5
图 10: 中下游制造业投资较为低迷	5
图 11: 居民消费缓慢修复	5
图 12: 居民人均收入与支出修复放缓	5
图 13: 主要假期数据显示，消费修复慢于人流	6
图 14: “五一”假期一度带动外出就餐增多	6

1、工业生产回落，原材料和外贸链边际放缓、中下游低迷

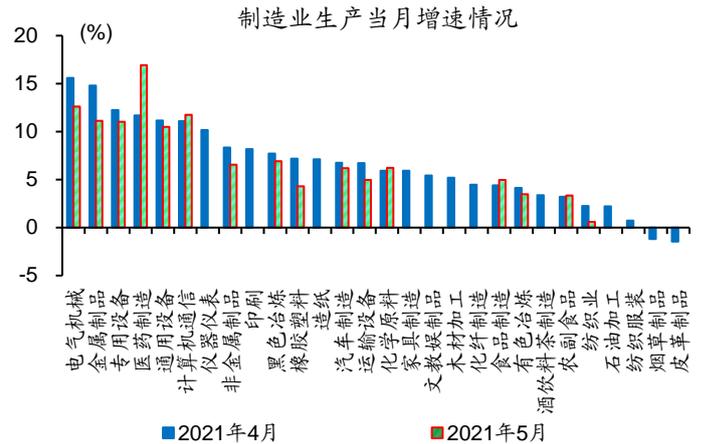
工业生产回落，原材料和外贸链生产边际放缓、中下游有所修复。5月，工业增加值同比8.8%、低于市场预期的9.2%，两年复合增速6.6%、较上月回落0.2个百分点。制造业拖累明显，两年复合增速7.1%、较上月回落0.5个百分点，其中，黑色冶炼、有色冶炼、非金属等原材料相关，及电气机械、通用设备、橡胶塑料等外贸链相关生产边际放缓；医药制造、计算机电子、食品制造等生产回升。

图1：工业生产见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

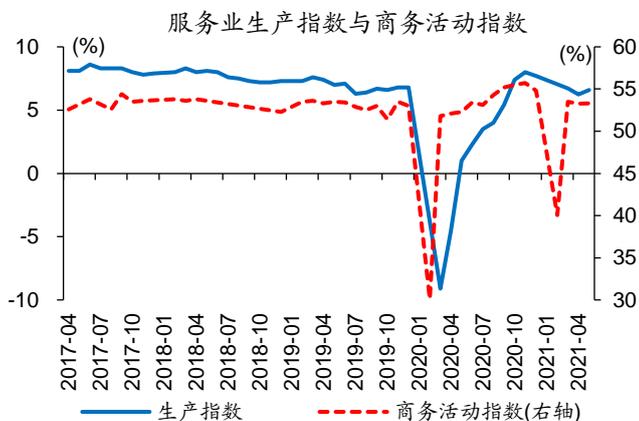
图2：中上游生产相对较好，下游生产较为低迷



数据来源：Wind、开源证券研究所

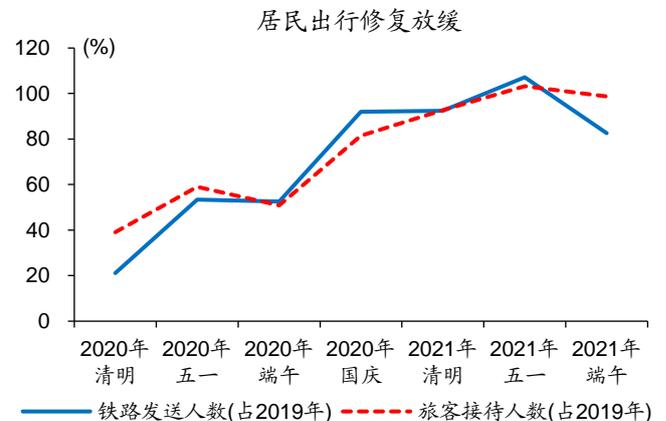
服务业生产指数近5个月来首次回升，部分线下活动恢复有所加快。5月，服务业生产指数同比增长12.5%，两年复合增速6.6%、高于上月的6.2%，2020年底以来首次回升；服务业商务活动指数54.3%、较上月小幅回落0.1个百分点。“五一”假期带动下，与长途出行相关的住宿、铁路和航空运输等行业商务活动指数连续2个月高于65%，与居民消费相关的餐饮、文娱等商业活动指数高于上月（详情参见《五一假期，消费透视》）。

图3：服务业生产指数回升，而商务活动指数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：“五一”假期出行加快恢复，但端午出行回落

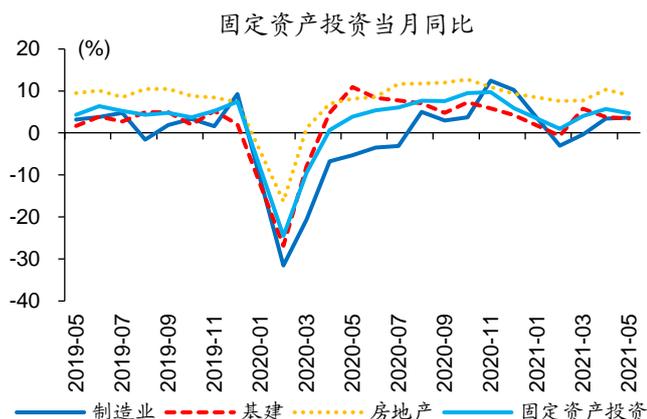


数据来源：交通运输部、文旅部、开源证券研究所

2、房地产和基建拖累总体投资，制造业缓步回升、结构分化

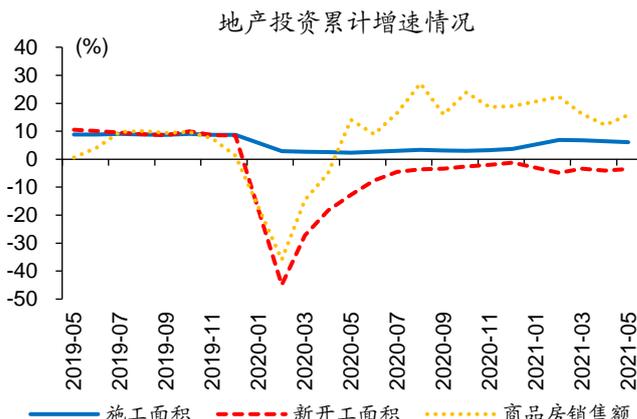
房地产和基建拖累总体投资回落，房地产新开工弱、竣工较强。5月，固定资产投资两年复合增速4.7%，较上月回落1个百分点。其中，房地产投资两年复合增速9%、较上月回落1.3个百分点，主要来自在建项目支持、新开工依然偏弱；商品房销售增速小幅回升，但新增居民中长贷同比少增。5月，基建投资增速较上月回落0.4个百分点至3.4%，交运仓储和电燃水回落，而水利环境小幅回升。

图5：房地产和基建投资拖累总体投资



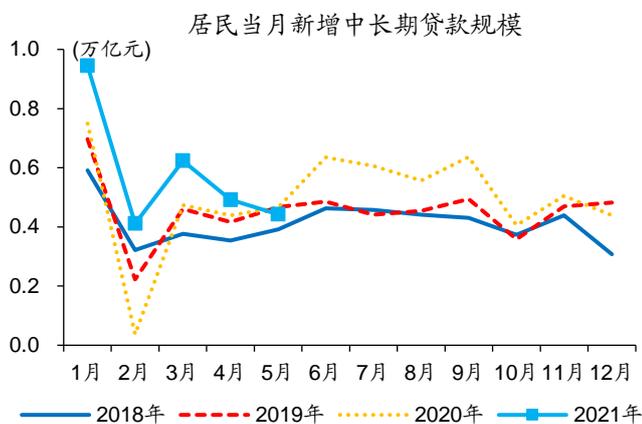
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：房地产施工较好，而新开工持续低迷



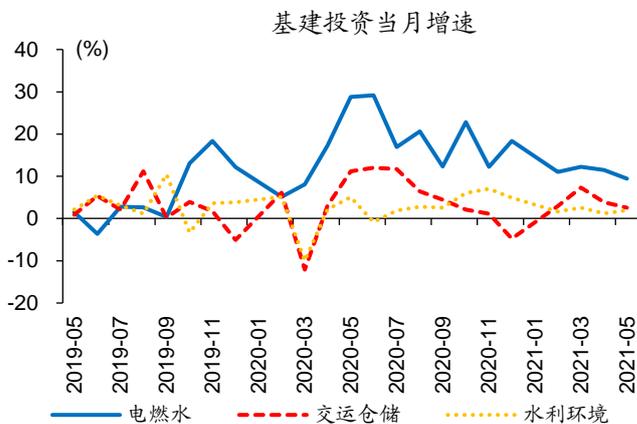
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021年5月居民中长贷低于2020年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

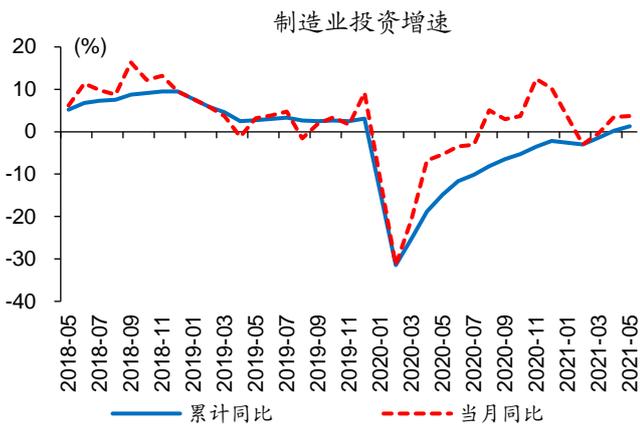
图8：交运仓储和电燃水投资回落，水利环境小幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

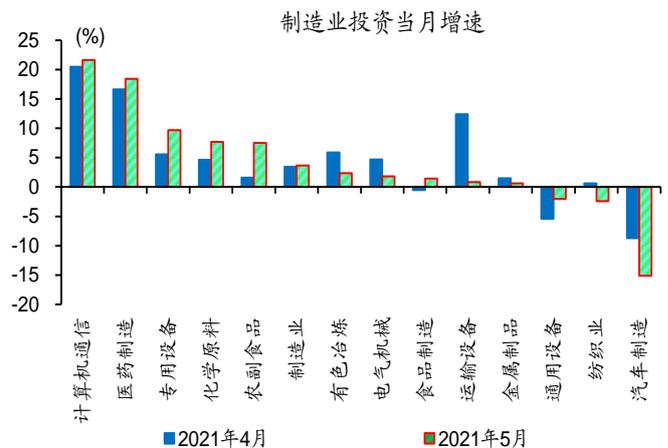
制造业投资缓步回升、结构明显分化，原材料涨价对部分中下游行业的“挤出效应”有所显现。5月，制造业投资两年复合增速3.7%、较上月回升0.3个百分点，仍处于历史较低水平。其中，计算机电子、医药、专用设备偏中游行业投资增长较快；而运输设备、汽车、纺织、电气机械等行业投资增速回落，或与原材料成本上升较快、需求偏弱下，利润受到明显挤压、投资意愿下降等因素有关。

图9: 制造业投资缓慢修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 中下游制造业投资较为低迷

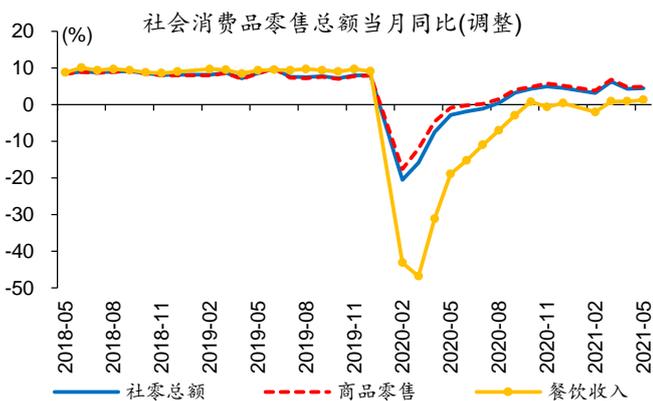


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、居民消费缓慢修复，餐饮收入修复快于商品消费

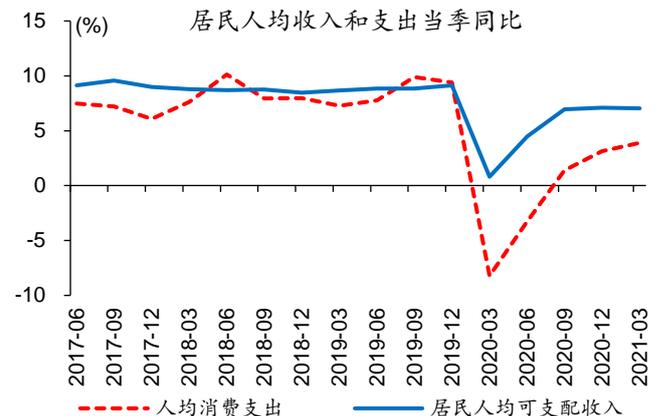
消费缓慢修复、仍明显低于正常水平，餐饮修复快于商品消费。5月，社会消费品零售总额两年复合增速4.5%、较上月回升0.2个百分点，仍低于正常8%左右的增速；其中，商品零售总额和餐饮收入两年复合增速分别为4.9%和1.4%，分别较上月回升0.1个百分点和0.5个百分点。线下活动加快正常化，但消费迟迟未恢复正常增长水平，或与居民收入修复偏慢、结构分化及消费意愿偏弱等有关（详情参见《消费的弹性》）。

图11: 居民消费缓慢修复



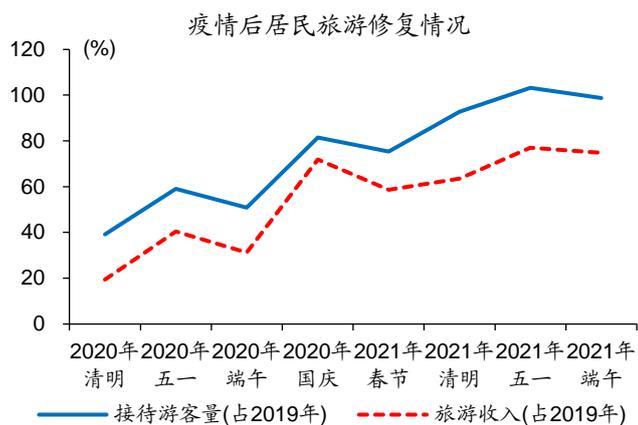
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 居民人均收入与支出修复放缓



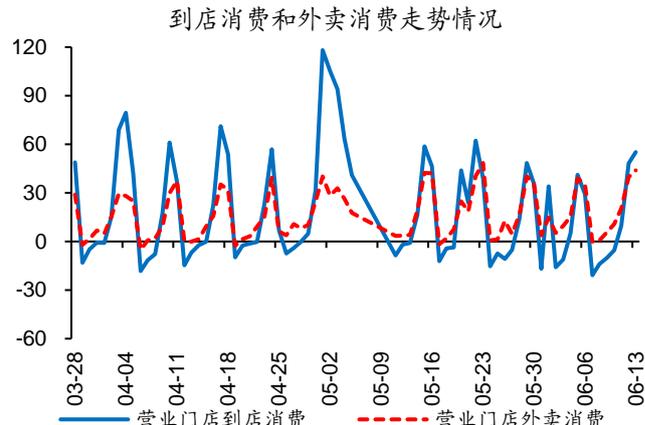
数据来源: 文旅部、开源证券研究所

图13: 主要假期数据显示, 消费修复慢于人流



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: “五一”假期一度带动外出就餐增多



数据来源: Wind、开源证券研究所

重申观点: 经济下行趋势已确认, 下行速度或相对缓和、结构分化明显。前期修复较快的投资、出口等需求端指标, 在 2020 年底已先后见顶; 上游涨价对中下游利润挤压、债务压制加速显性化等, 或使本轮制造业投资的弹性和空间弱于传统周期; 中低收入群体受疫情影响较大, 拖累消费修复的“进度”与“弹性”(详情参见《经济趋势再确认》)。

4、风险提示

全球疫情反复, 国内外政策变化。

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_20091



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn