

宏观点评报告

2021 年 6 月 17 日

工业和投资仍然稳定，经济走平持续至 3 季度

2021 年 5 月经济数据点评

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **经济增速走平** 5 月份经济增长已经确定走平，后疫情时期高速增长已经结束，经济增长可能在一段时间内保持平稳直至增长动能反转。

从经济运行上来看，2、3 季度经济增长保持平稳，4 季度经济增速可能出现小幅下滑。全球疫情没有结束之前，我国经济增速下滑速度仍然有限。由于 1 季度经济增速较好，我们认为即使下半年经济增速下滑，货币政策宽松的余地仍然较小，社会融资增速和信贷增速下滑可能会持续至 6 月份，之后保持低位平稳。

- **工业生产走平，生产高峰已过** 5 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.52%，工业增加值环比增长已经回到 5 年平均水平，工业增加值增速环比已经回到正常水平，当基数效应消退，工业增加值增速会恢复正常（6%）。工业生产动力仍存，但高增速已过：（1）内需仍然处于修复阶段，但企业去库存速度较慢，带动了内需产业生产增速回落；（2）各国生产恢复下，劳动密集型产业的生产下滑。我国有生产优势的产业仍然较为强势，如电气机械和器材制造；（3）原材料的大幅上行阻碍了企业接单的能力。

- **消费增长回升速度偏缓** 社会零售品消费总额上行幅度减缓，5 月份消费增速低于市场预期，我国消费恢复仍然较为缓慢。5 月份可选消费和必选消费品同时回落。2021 年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，消费的恢复速度偏缓，预计全年在 13.3% 左右，除 1 季度外，消费增速约在 8.8% 左右。

- **投资继续平稳** 2021 年 1-5 月份投资缓步下滑，基建投资不及预期，房地产投资仍然旺盛，制造业投资继续回升，预计 2 季度开始投资保持平稳。

- **房地产投资仍然强势** 房地产投资仍然保持强势，月投资额和投资增速保持高位运行。房地产受到政策打压，但 5 月份开发商自筹资金增速有所上行。房地产销售仍然保持旺盛，但受政策压制影响，房地产开发商拿地速度减缓。现阶段来看，房地产投资增速在逐月下滑，预计 4 季度可能稳定。

- **基础设施投资回落** 基建总额受限，同时地方政府杠杆率被严格控制，基建增速年内可能偏低。但财政资金下半年投放加速，基建 3 季度可能有回升。

- **制造业投资平稳回升** 制造业投资处于持续回升的状态，5 月份制造业投资额 2.2 万亿，投资额较为平稳。最新的数据显示，出口导向性行业利润增速快速下滑，相关制造业投资增速会有所减缓。

一、经济增速走平

5 月份经济增长已经确定走平，后疫情时期高速增长已经结束，经济增长可能在一段时间内保持平稳直至增长动能反转。

5 月份从三驾马车来看，出口持续超预期，固定资产投资保持平稳，社会消费零售总额低于预期。出口 5 月份仍然较为强势，我国出口产品仍然保持可观的增速，并且出口势头保持较好。固定资产投资中，房地产投资表现较好，5 月份单月投资增速在 9.8%；基建投资增速回落，尤其是铁路投资增速下滑较快，全年基建投资可能增幅有限；制造业投资仍然在平稳上行，但要注意到出口企业利润增速已经快速回落，制造业投资增速上行速度可能较慢。社会消费品零售总额温和上行，上行速度不及预期，居民消费增速修复仍然需要时间。

生产方面来看，5 月份生产景气度仍在，生产仍然较为平稳。下半年生产驱动因素仍在，出口仍然较为强势，房地产稳健，同时下半年财政后移基建比上半年上行，但生产的高速增长时期已过。

从经济运行上来看，2、3 季度经济增长保持平稳，4 季度经济增速可能出现小幅下滑。全球疫情没有结束之前，我国经济增速下滑速度仍然有限。由于 1 季度经济增速较好，我们认为即使下半年经济增速下滑，货币政策宽松的余地仍然较小，社会融资增速和信贷增速下滑可能会持续至 6 月份，之后保持低位平稳。

二、工业生产走平，生产高峰已过

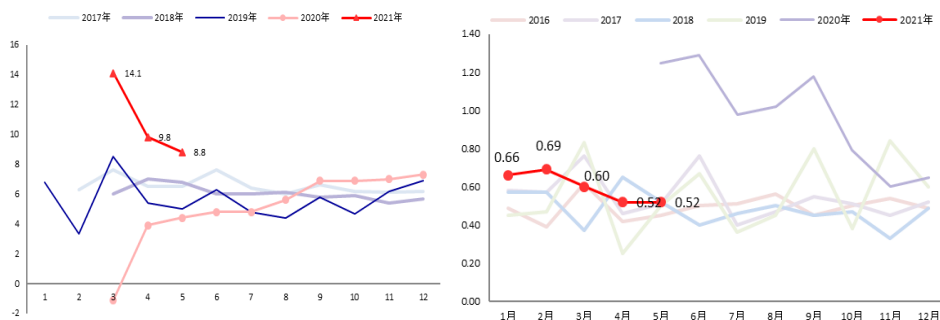
工业增加值增速回落，工业生产渐趋平稳，逐步回归至往年水平。2021 年 4 月份，规模以上工业增加值同比增长 9.8%，比上月下行 4.3 个百分点，低于市场预期 11%。4 月份规模以上工业增加值同比 2019 年上行 14.1%，两年平均增长 6.8%。制造业 PMI 显示 4 月份制造业生产和订单均有所回落，我国生产进入淡季，生产高峰已过，未来生产可能逐步回归正常水平。

5 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.52%，工业增加值环比增长已经回到 5 年平均水平，工业增加值增速环比已经回到正常水平，当基数效应消退，工业增加值增速会恢复正常（6%）。

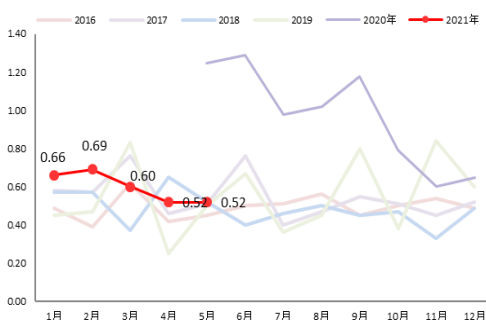
我国工业生产同比继续回落，但环比平稳。工业生产已经恢复至正常水平，由于基数效应工业生产同比继续回落。下半年工业生产以平稳为主：（1）内需仍然处于修复阶段，但企业去库存速度较慢，带动了内需产业生产增速回落；（2）各国生产恢复下，劳动密集型产业的生产下滑。我国有生产优势的产业仍然较为强势，如电气机械和器材制造；（3）原材料的大幅上行阻碍了企业接单的能力。由于黑色系商品价格飙升压低了企业利润，使得企业接单能力下行，同时去年的基数效应逐步下滑，工业生产景气度虽然保持中等偏上，但工业增加值增速会逐步回落。

图 1：工业增加值同比增速下滑（%）

图 2：工业增加值环比增速平稳（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



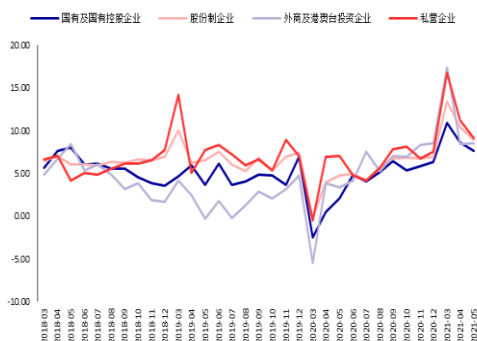
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

制造业增速下滑速度最快,这也与2020年5月份制造业率先修复有关,出口仍然在支持制造业生产。5月份工业出口交货值同比增长16.9%,出口交货值达到11,326亿元,仍然处于较高水平。

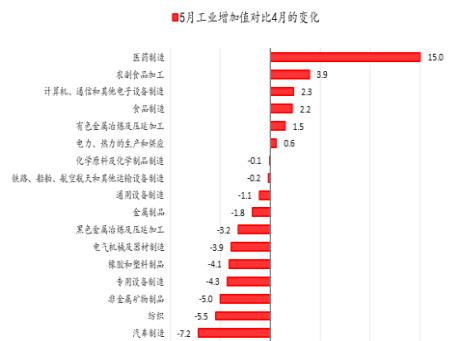
从行业来看,医药制造、农副产品、计算机通信和其他电子设备生产提高速度最快。汽车生产大幅回落,比上个月下行了7.2个百分点,去除基数效应,汽车生产景气度也在下行。纺织和非金属矿物制品业生产下滑,在商品价格不断创新高的过程中,山西等主产区仍然在限产,带来了整个行业生产的回落。出口相关产品生产景气度仍然较高,医药、计算机、通信和其他电子设备制造业生产回升,但电气机械和器材制造业由于基数效应,生产走低。黑色金属冶炼及压延加工业生产回落,生产高峰已过。

图3: 外商投资企业生产趋稳 (%)

图4: 汽车下滑速度最快 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



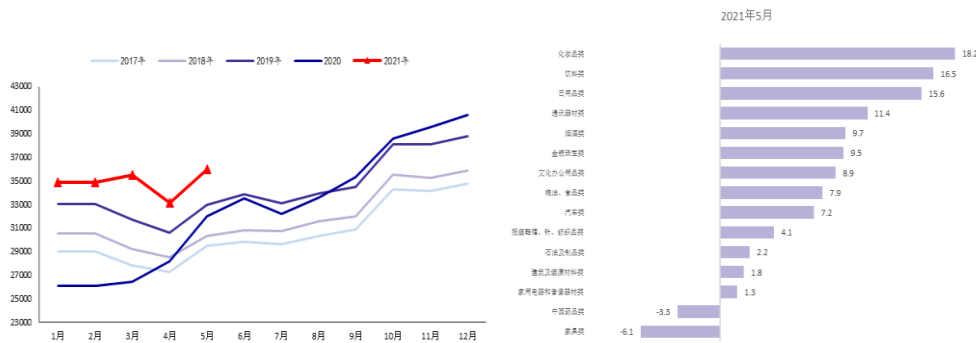
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、消费增长仍然低于市场预期

社会零售品消费总额上行幅度减缓,5月份消费增速低于市场预期,我国消费恢复仍然较为缓慢。5月份社会零售总额35,945亿元,增长速度为12.4%;与2019年相比增长9.3%,两年平均增速为4.5%(4月份为4.2%)。居民消费仍然处于逐步修复阶段,但上行速度已经减缓,我国居民收入没有完全修复,疫情仍然没有结束,居民仍然没有恢复正常的消费增速。

图5: 2021年5月消费额缓步上行 (%)

图6: 两年5月平均消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

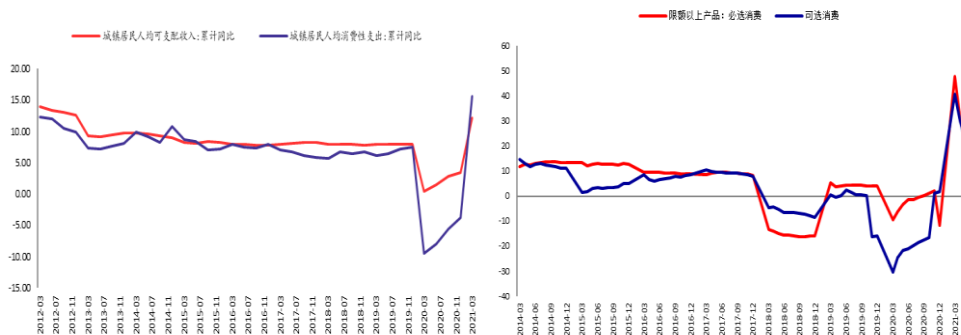
从居民收入和支出来看, 2021 年 1 季度城镇居民收入有所恢复, 但支出仍然偏弱。与 2019 年 1 季度对比, 城镇居民收入增速增长 12.78%, 两年平均增长 6.39%, 城镇居民支出增长 4.67%, 两年平均增长 2.33%。可以看到, 1 季度居民收入增长有所修复, 但支出仍然较弱。

5 月份可选消费和必选消费品增速均有所回落, 两者回落速度相同。现阶段, 居民消费仍然偏保守, 疫情结束后居民消费才会缓慢恢复正常。

从行业来看, 5 月份汽车消费快速下滑, 5 月份汽车消费额 3,688 亿元, 汽车消费额仍然处于高位, 对比去年的消费增速逐步下滑。原油消费 5 月份小幅上行, 原油价格上行带动了消费额的回升, 居民出行仍然保持平稳。从人口增长的角度来看, 年内汽车消费可能消费平稳, 而 2022 年才是汽车消费增长的开始。其他商品消费均有小幅下滑, 我国消费增长仍然偏弱。

图 7: 人均可支配收入和支出 (%)

图 8: 必选消费和可选消费 (%)

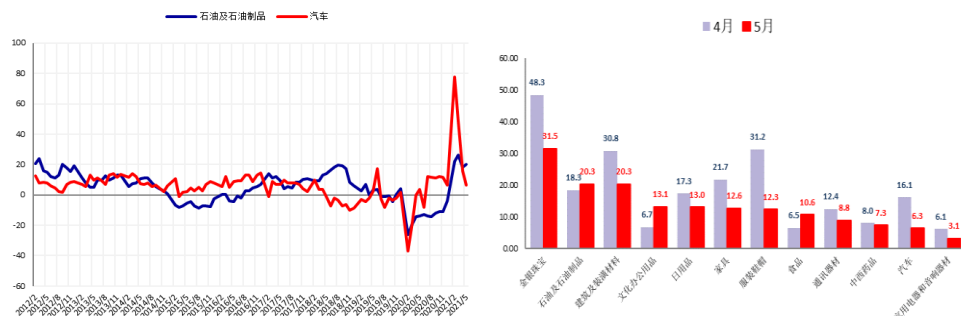


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 汽车消费回落 (%)

图 10: 4 月份商品消费情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2021 年，我国社会消费品零售总额增速仍然处于缓慢恢复的状态，但由于居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，消费的恢复速度偏缓，预计全年在 13.3% 左右，除 1 季度外，消费增速约在 8.8% 左右。

四、房地产制造业承托投资

2021 年 1-5 月份投资缓步下滑，投资额小幅不及预期。基建投资持续低迷，房地产投资仍然旺盛，制造业投资继续小幅回升。基建投资受到政府建设资金减少的影响年内可能仅有小幅增长，房地产投资虽然仍然旺盛但受到政策压制，制造业投资受到利润影响持续恢复，预计 4 季度开始投资保持平稳。

2021 年 1-5 月份，固定资产投资额 193,917 亿元，同比增长 15.4%；比 2019 年同期增长 8.5%，两年平均增长 4.2%（4 月份 3.9%）。1-5 月份，房地产投资依然强势，而基建投资增速继续回落，制造业投资缓慢恢复。

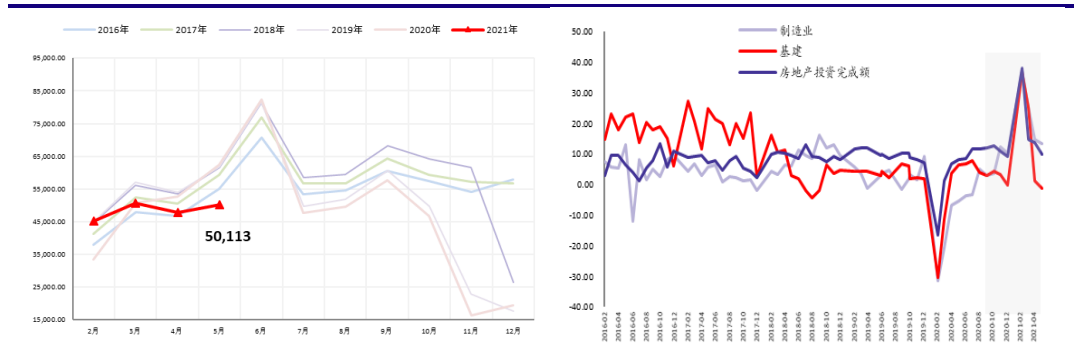
5 月份固定资产投资额小幅上行，但单月增长量低于 2019 年水平。5 月份单月制造业投资额 2.21 万亿，增速 13.5%，高于 2019 和 2020 年水平，继续缓慢回升。5 月份基建投资增加额 1.51 万亿，投资额下滑比去年同期下滑，5 月份基建投资增速负增长，当月投资增速-1.05%。房地产投资保持强势，单月投资额 1.40 万亿，比上个月的 1.26 万亿上行，当月投资增速仍然录得 9.84%，仍然较有活力。5 月份其他产业投资大幅下滑，社会固定资产投资额保持稳定是房地产和制造业推动。

固定资产投资增速逐步回落，5 月份房地产和制造业投资额仍然较为平稳，下游需求仍然在支撑投资。基建投资 5 月份单月仍然下滑，但全年基建投资额可能保持平稳，预计下半年随着地方政府建设资金下放速度加快，基建能有小幅回升。未来房地产投资额稳定，投资增速会在下半年回落，尤其是受到严格政策打压的情况下，下半年的投资增速不容乐观。制造业投资仍然在稳步增长阶段，但鉴于下游需求修复仍然是温和的，全球经济仍然面临不确定性，下游制造业投资可能仍然是偏谨慎的。

5 月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的 36.7%。房地产受到疫情影响最小，占总投资额的 28.0%。基建投资占总投资额的 26.0%，基建仍然没有投资高峰，全年可能平稳运行。其他产业行业投资额只占 9.3%，仍然较为低迷，疫情给各行业带来了负面影响，使得其他行业固定资产投资增速快速下滑。

图 11：固定资产投资额（亿元）

图 12：三大产业单月投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1、房地产投资保持强势

房地产投资仍然保持强势，月投资额和投资增速保持高位运行。房地产受到政策打压，但5月份开发商自筹资金增速有所上行。房地产销售仍然保持旺盛，但受政策压制影响，房地产开发商拿地速度减缓。现阶段来看，房地产投资增速在逐月下滑，预计4季度可能稳定。

5月份房地产投资额14,078亿元，比2019年同期上行了18.72%，两年平均增长9.36%。2021年5月份房地产单月投资增速9.8%，房地产投资单月增速处于较高的水平。月投资额达到1.4万亿说明房地产仍然旺盛，虽然受到资金、政策打压，房地产销售仍然强势，房地产市场景气度犹存。

由于基数效应，我们用两年平均增长率来做简要分析。5月份新屋开工面积年增长率-3.41%，新屋开工比1-4月份稍有回升，施工面积仍然保持较高的增速，竣工面积比1-4月份回升1.26个百分点至1.64%。房地产开工面积下行暂缓，房地产市场有望平稳。施工面积仍然处于高位，竣工面积年增长率小幅回升。从土地流转来看，5月份100大中城市土地成交面积增速下行18.3%，比上月回落6.2个百分点，房地产开发商拿地依然谨慎。

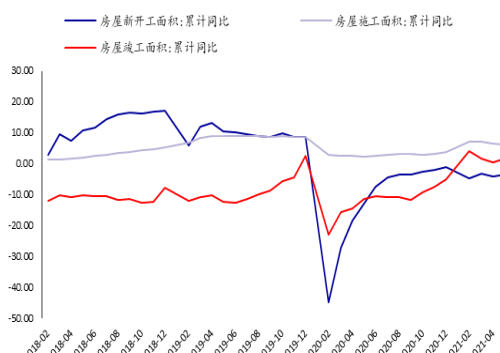
从商品房销售面积和商品房销售额来看，5月份商品房销售面积和销售额保持平稳，增速仍然处于高位，商品房销售仍然较为良好。5月份居民购房平稳，居民长贷资金仍然超过4000亿元，短期内居民的购房热情延续。

图 13: 100 大中城市土地成交 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 新屋开工止跌 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

与房地产高压政策相同，房地产行业到位资金情况仍然较为紧绷。5月份房地产到位资金平均年增长率为11.0%，其中来自国内贷款的资金增速为1.6%，来自定金及预收款资金增长62.9%，来自个人按揭贷款资金增长32.0%。5月份定金预付款占到位资金的38.9%，比例大幅

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_20145

