

2021年06月17日

固定收益研究

研究所

证券分析师：  
021-68930187  
联系人：

靳毅 S0350517100001  
jiny01@ghzq.com.cn  
周子凡 S0350121010075  
zhouzf@ghzq.com.cn

## 经济动能将见顶，基建投资来对冲

### ——2021年5月经济数据点评

#### 投资要点：

##### 相关报告

- 《5月金融数据点评：社融增速下滑换挡》——2021-06-10
- 《5月价格数据点评：站在“剪刀差”拐点上》——2021-06-10
- 《2021年4月经济数据点评：消费不及预期，工业生产有韧性》——2021-05-18
- 《4月金融数据点评：增速回落与结构韧性共存》——2021-05-13
- 《4月价格数据点评：价格传导不畅，“剪刀差”加剧》——2021-05-12

#### ■ 事件

6月16日，国家统计局公布了我国5月份经济数据。1-5月份固定资产投资累计同比增加15.4%，两年复合增速为4.2%；规模以上工业增加值同比增长8.8%，两年复合增速为6.6%；5月份社消同比名义增长12.4%，两年复合增速为4.5%。

#### ■ 点评

制造业投资方面，1-5月份制造业投资继续改善，两年复合增速斜率开始放缓。其中，以医药制造、计算机通信设备为代表的高新制造业投资保持高增速，与此同时，受国际大宗商品涨价影响，化工及有色金属制造加工投资依然有韧性。展望未来，虽然短期内制造业投资受疫情影响以及大宗商品涨价因素影响，仍有一定支撑，但是，下半年海外需求“退潮”使得制造业投资存在一定的压力。

基建投资方面，1-5月份基建投资两年复合增速继续上行，但斜率同样趋缓。在整体信用环境偏紧，开工进展趋缓的背景下，基建短期内仍将继续承压。展望未来，我们预计今年三季度将是专项债的发债高峰，按照专项债落地转导至基建投资需2个月的时滞来看，今年四季度基建投资将得到一定支撑。

房地产投资方面，5月份房地产投资依旧强劲，增速维持在高位，整体表现不弱。今年房企受“三道红线”融资端限制及新开工下滑的影响，随着地产销售的逐渐趋缓，未来地产投资逐渐转向后周期，我们认为，地产投资增速在三季度将逐渐回落，四季度下行压力开始显现。

5月份工业增加值当月同比两年复合增速略有下滑。展望未来，我们认为生产或许面临下行风险，原因有二：（1）原材料价格上涨抑制工业生产。（2）海外需求正逐渐退潮。

5月份社会消费品零售总额同比增长略低于预期，整体呈缓步改善。5月份商品零售和餐饮收入两年复合增速均有所改善，其中餐饮收入受“五一”小长假带动，改善显著；可选消费品两年复合增速改善

显著；展望未来，下半年 CPI 将缓步上行，届时下游消费或将承压。

- 风险提示：疫情超预期，政策支持力度不及预期。

## 1、点评

6月16日，国家统计局公布了我国5月份经济数据。1-5月份固定资产投资累计同比增加15.4%，两年复合增速为4.2%；规模以上工业增加值同比增长8.8%，两年复合增速为6.6%；5月份社消同比名义增长12.4%，两年复合增速为4.5%。

**制造业投资方面，1-5月份制造业投资继续改善，两年复合增速斜率开始放缓。**其中，以医药制造、计算机通信设备为代表的高新制造业投资保持高增速，与此同时，受国际大宗商品涨价影响，化工及有色金属制造加工投资依然有韧性。**展望未来，虽然短期内制造业投资受疫情影响以及大宗商品涨价因素影响，仍有一定支撑，但是，下半年海外需求“退潮”使得制造业投资存在一定的压力。**

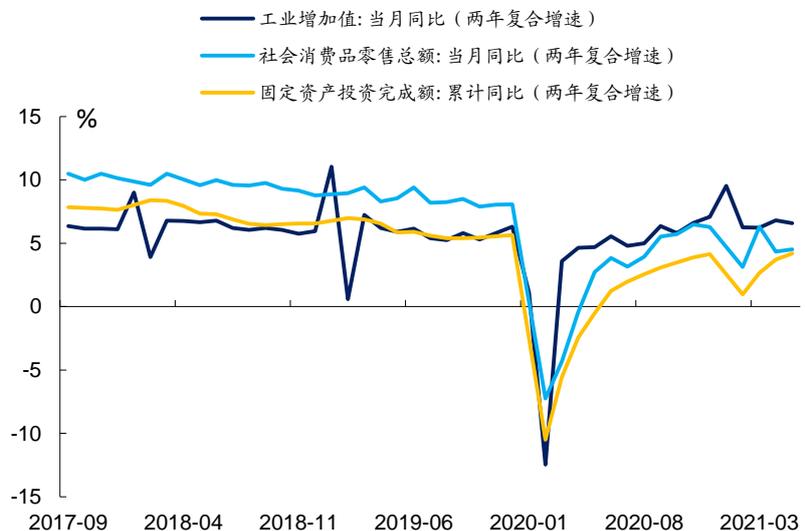
**基建投资方面，1-5月份基建投资两年复合增速继续上行，但斜率同样趋缓。**在整体信用环境偏紧，开工进展趋缓的背景下，基建短期内仍将继续承压。**展望未来，我们预计今年三季度将是专项债的发债高峰，按照专项债落地转导至基建投资需2个月的时滞来看，今年四季度基建投资将得到一定支撑。**

**房地产投资方面，5月份房地产投资依旧强劲，增速维持在高位，整体表现不弱。**今年房企受“三道红线”融资端限制及新开工下滑的影响，随着地产销售的逐渐趋缓，未来地产投资逐渐转向后周期，我们认为，地产投资增速在三季度将逐渐回落，四季度下行压力开始显现。

**5月份工业增加值当月同比略有下滑。**展望未来，我们认为生产或许面临下行风险，原因有二：（1）原材料价格上涨抑制工业生产。（2）海外需求正逐渐退潮。

**5月份社会消费品零售总额同比增长略低于预期，整体呈缓步改善。**按消费类型来看，5月份商品零售和餐饮收入两年复合增速均有所改善，其中餐饮收入受“五一”小长假带动，改善显著；可选消费品两年复合增速改善显著；**展望未来，下半年CPI将缓步上行，届时下游消费或将承压。**

图 1：5 月份经济数据两年复合增速情况

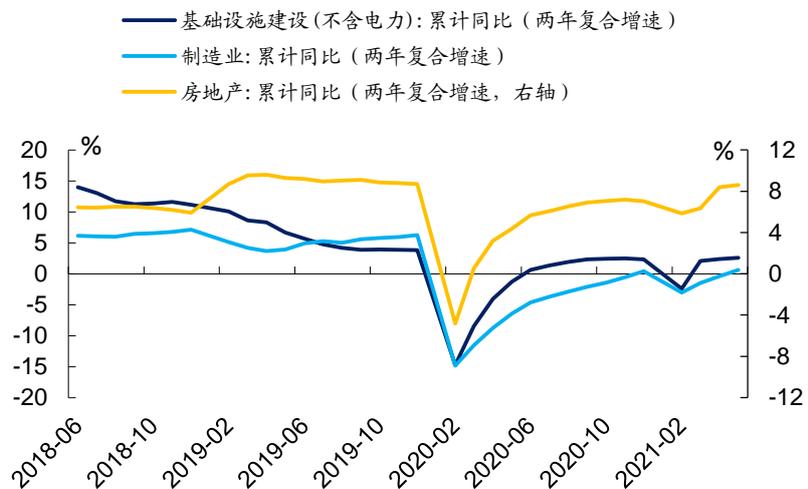


资料来源: Wind、国海证券研究所

## 1.1、固定资产投资短期内仍有韧性

1-5 月份, 固定资产投资三大项中, 制造业投资同比增长 20.4%, 两年复合增长 0.6%, 复合增速较上月提高 1.0 个百分点; 基建(不含电力)投资同比增长 11.8%, 两年复合增长 2.6%, 复合增速较上月提高 0.2 个百分点; 房地产投资同比增长 18.3%, 两年复合增长 8.6%, 复合增速较上月提高 0.2 个百分点;

图 2: 固定资产投资表现有韧性



资料来源: Wind、国海证券研究所

制造业投资方面, 1-5 月份制造业投资继续改善, 两年复合增速由负转正。从具体品类来看:

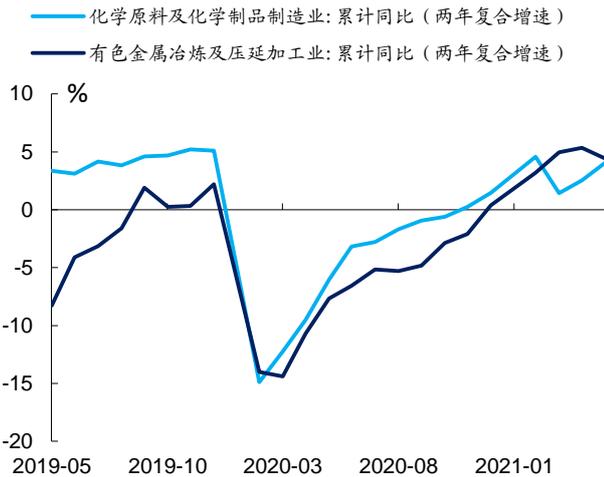
**高新制造业投资保持高增速**, 其中, 受国际“缺芯”影响, “产能为王”下, 1-5 月份计算机通信设备投资两年复合增速为 16.79%, 较上月增加 1.80 个百分点; 4 月份以来, 东南亚疫情的再度爆发, 对医疗设备及医药出口产生支撑, 1-5 月份医药制造业投资两年复合增速为 15.23%, 较上月增加 1.42 个百分点。

**化工及有色金属制造加工投资依然有韧性**。4 月份以来, 海外需求持续旺盛, 国际大宗商品再次开启了一轮上涨行情, 虽然 5 月份, 大宗商品价格涨势趋缓, 但是化工及有色金属等原材料加工制造投资表现依然有韧性。1-5 月份化工制造及有色金属冶炼加工两年复合增速分别为 4.09%和 4.02%。

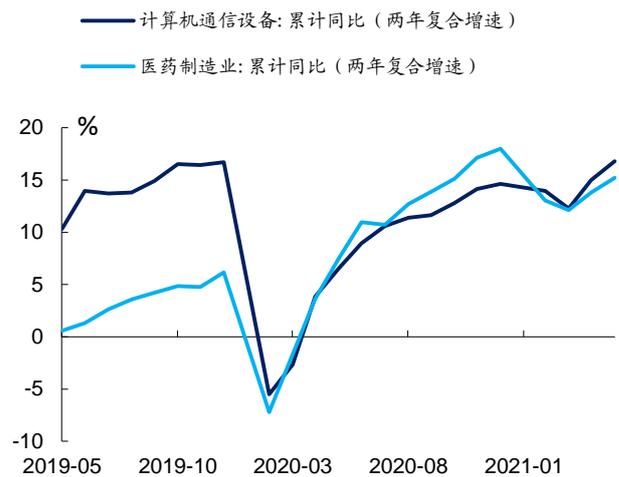
展望未来, 虽然短期内制造业投资受疫情影响以及大宗商品涨价因素影响, 仍有一定支撑, 但是, 下半年海外需求“退潮”使得制造业投资存在一定的压力。

图 3: 化工及有色金属制造加工投资有韧性

图 4: 高新制造产业投资保持高增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

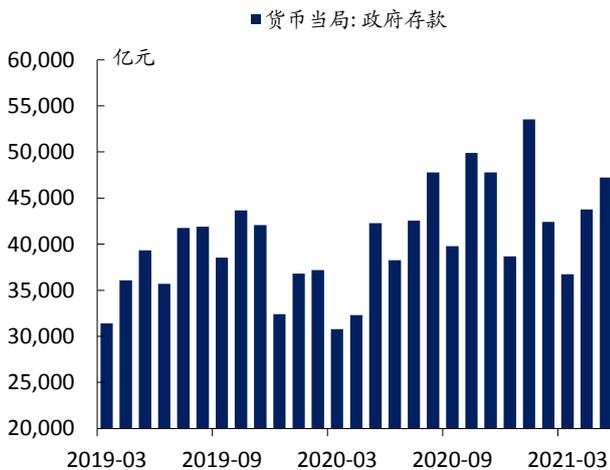


资料来源: Wind、国海证券研究所

**1-5月份基建投资复合增速增速斜率趋缓**，两年复合增速为2.6%，较上月增加0.2个百分点。从政府存款上来看，整个5月份，政府存款不降反升，今年整体信用环境偏紧，上半年专项债发行整体弱于2019、2020年同期，基建项目开展较慢。开工率数据，对这点也有所印证，4、5月份的石油沥青装置开工率以及高炉开工率水平均弱于去年四季度。在整体信用环境偏紧，开工进展趋缓的背景下，基建短期内仍将继续承压。

展望未来，参考2017、2018年，其专项债发行节奏在一季度发行偏弱，我们预计今年三季度将是专项债的发债高峰，按照专项债落地转导至基建投资需2个月的时滞来看，今年四季度基建投资将得到一定支撑。

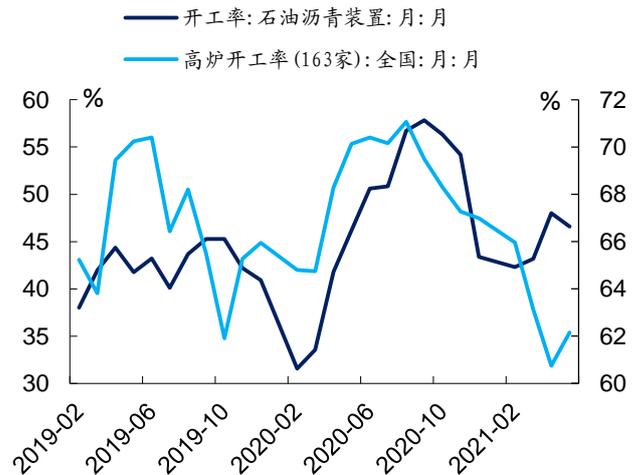
图 5: 政府存款不降反升



资料来源: Wind、国海证券研究所

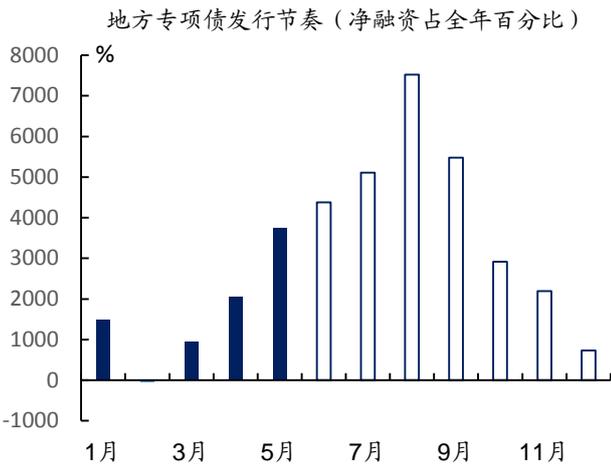
图 7: 预计全年专项债净融资

图 6: 5月份开工率数据涨跌不一

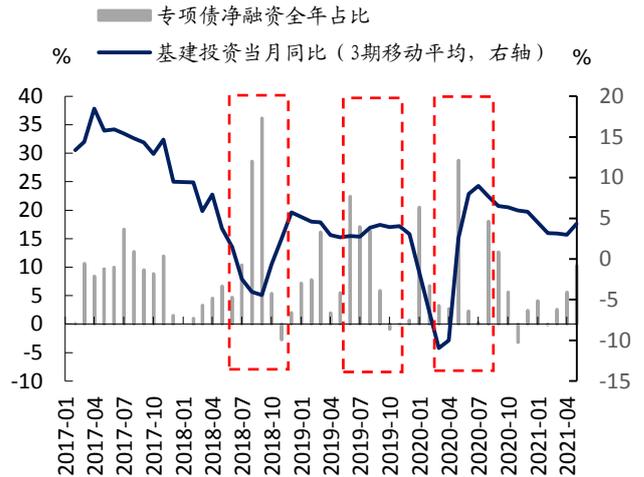


资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8: 专项债发行 2 个月传导至基建投资



资料来源: Wind、国海证券研究所

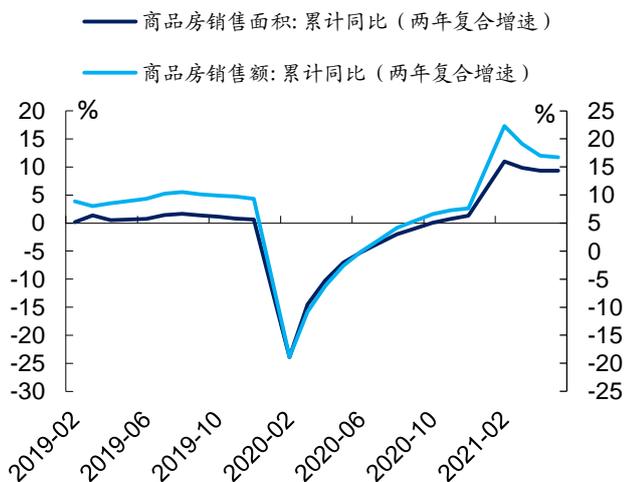


资料来源: Wind、国海证券研究所

**5 月份房地产投资依旧强劲，增速维持在高位。**从销售数据上看，1-5 月份商品房销售面积和销售额两年复合增速分别为 9.35%和 16.72%，较上月分别增加 0.02、降低 0.31 个百分点，整体表现不弱。

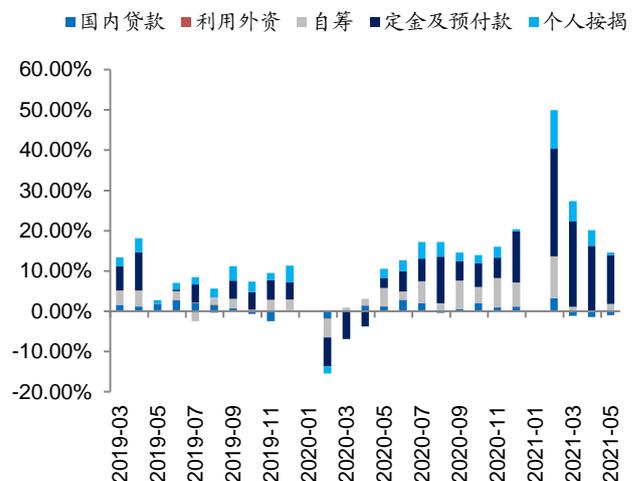
然而，从资金来源来看，2 月份以来，房企资金来源依旧靠定金及预付款拉动，并且拉动作用边际减弱。目前自筹资金项目受政策管控影响，受到了比较明显的制约，符合我们前期的判断，房企受“三道红线”融资端限制及新开工下滑的影响，随着地产销售的逐渐趋缓，未来地产投资逐渐转向后周期，我们认为，地产投资增速在三季度将逐渐回落，四季度下行压力开始显现，根据模型预测，三季度地产投资同比增长 13%，而四季度将回落至 7%水平处。

图 9: 商品房销售有所放缓



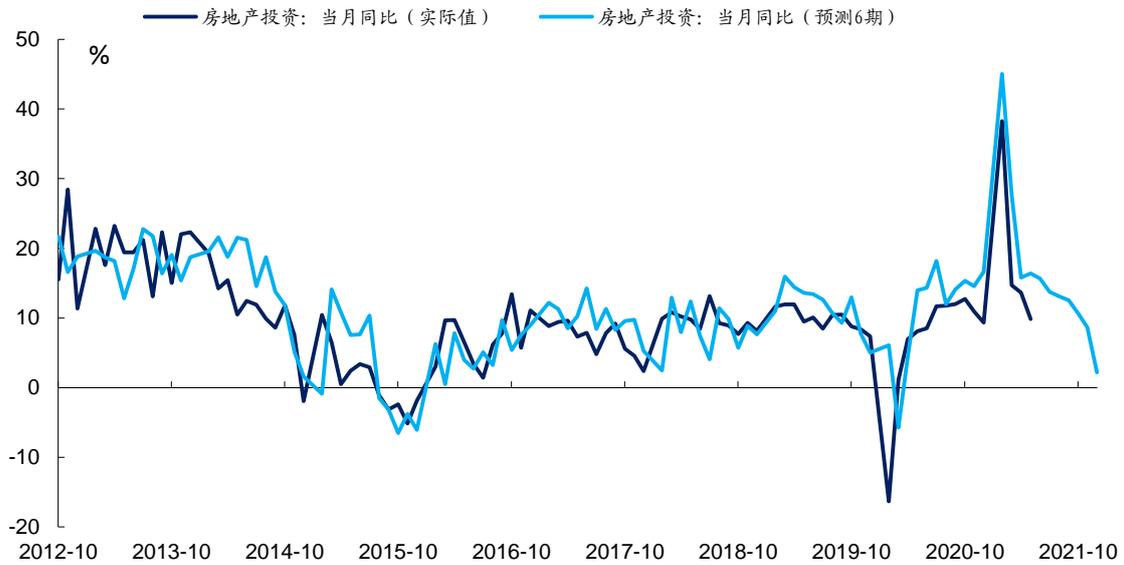
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 10: 资金来源中销售回款拉动作用边际减弱



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 11: 房地产投资增速预测



资料来源: Wind、国海证券研究所

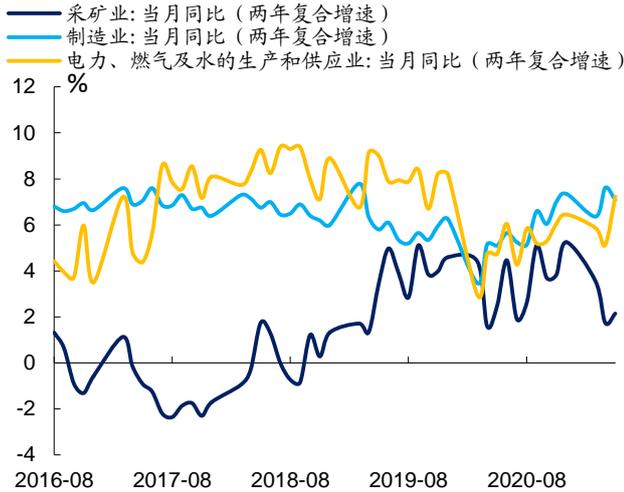
## 1.2、生产下行风险逐渐显现

5 月份工业增加值当月同比略有下滑，两年复合增速为 6.57%，较上月下降 0.23 个百分点。按三大项来看，5 月份工业增加值下滑主要由制造业增速放缓所致，除医药、电力生产外，各行业板块均有不同程度下滑。展望未来，我们认为生产或许面临下行风险，原因有二：

- (1) **原材料价格上涨抑制工业生产。** 今年以来大宗商品价格持续上行，截止 5 月份，国内 PPI 与 CPI “剪刀差”达 7.70%，为历史之最。历史上看，“剪刀差”与工业企业利润累计同比高度相关。根据模型预测显示，未来“剪刀差”将开始回落，工业企业利润将进一步承压，进而抑制生产。
- (2) **海外需求正逐渐退潮。** 下半年，随着美国失业补助发放的停止，叠加服务业的逐渐复苏，消费结构逐渐偏向服务消费，实体商品需求存在下行风险。5 月份出口交货值两年复合增速边际下滑，或许意味着海外需求开始“退潮”，未来工业生产存在一定下滑空间。

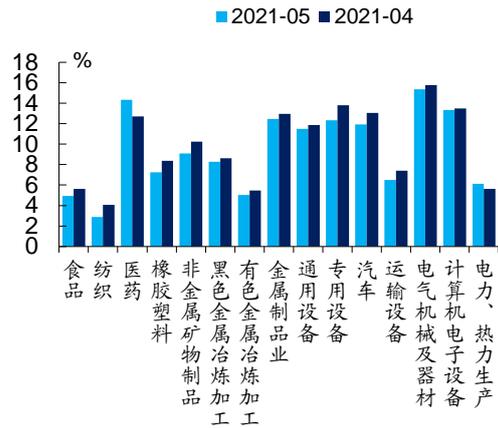
图 12: 工业增加值下滑主要由制造业拖累

图 13: 各行业生产均有下滑



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 14: “剪刀差”抑制工业生产



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 数据为两年复合增速

图 15: 海外需求存在“退潮”风险



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

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\\_20157](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20157)

