

总量研究

基建致投资环比下降较快，服务业带来消费修复提速

——2021年5月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：

2021年6月16日，国家统计局公布2021年5月经济数据：1) 5月份规模以上工业增加值同比增长8.8%（前值为9.8%），两年平均增长6.6%；2) 1-5月全国固定资产投资同比增长15.4%（前值为19.9%），两年平均增长是4.2%（前值为3.9%）；3) 5月社会消费品零售总额同比增长12.4%（前值为17.7%），两年平均增速为4.5%（前值为4.3%）。

点评：

工业生产环比稍低但趋稳，同比增速高主要是由基数带来，制造业生产增速回落较快。5月规模以上工业增加值同比增长8.8%，环比增长0.52%（前值为0.52%），两年平均增长6.6%。目前工业生产同比增速维持在较高水平主要是基数效应带来，环比增速已低于疫情前水平但有逐步趋稳态势。从门类来看，制造业生产增速回落较快，上游价格过快增长制约了制造业的生产。

固定资产投资中制造业尚处于恢复进程中但环比下降较快，地产投资仍具韧性，制造业继续提升，基建明显下降。2021年1-5月固定资产投资两年平均增长4.2%，连续3个月上升，仍处在提升中。5月固定资产投资环比增长0.17%，比4月下降0.76个百分点，下降速度较快，且已经低于疫情前0.3-0.4%左右的环比增速，说明5月固定资产投资出现了较快的下降。从分项来看，从两年平均增速来看，地产投资仍具韧性，制造业投资有所提升，但基建投资出现了明显下降，基建投资是拖累本月固定资产投资增速环比快速下降的重要原因。

消费仍处于修复过程中，恢复速度加快主要来自服务类消费的提升。5月社消同比增速为12.4%，两年平均增速为4.5%（比4月上升了0.2个百分点）。相较于2018、2019年的全年9.7%、8.2%（名义）的增速，社消两年平均增速仍然较低。另外，5月环比增速0.81%（比4月提升了0.56个百分点），高于2019年同期环比增速（为0.48%），也高于2019年的平均环比增速（0.71%），印证消费仍处于修复过程中，修复的速度有所加快，推测是“五一”小长假带来的影响。从数据表现来看，必选消费和可选消费目前整体恢复到疫情前水平，服务业恢复情况一般。2019年餐饮消费增速为9%左右，今年5月两年平均增速有1.4%（比4月提升1个百分点），说明5月消费恢复提速主要来自服务消费，而后续消费恢复的情况也主要取决于服务类消费的恢复情况。

债市观点

5月中下旬以来，随着政府债券尤其是地方政府债券发行提速，市场流动性收敛，长短端利率均有一定程度上升。后续，随着政府债券继续发行，银行体系对于央行资金的需求再度升温。但我们不认为利率债市场有多大的风险，输入型通胀也很难使得政策收紧，央行会继续对流动性进行精准调节，熨平短期扰动因素，引导市场利率围绕央行政策利率波动，有效发挥政策利率的中枢作用。我们预计，未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%, 3.3%]之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-58452065
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-58452047
fangyuhuan@ebsecn.com

相关研报

指标内部的分化继续呈现——2021年4月经济数据点评兼债市观点（2021-05-17）

结构性分化致经济恢复有所放缓——2021年3月及一季度经济数据点评兼债市观点（2021-04-16）

供给强劲，需求内外有别——2021年1-2月经济数据点评兼债市观点（2021-03-15）

全球再通胀如何影响我国通胀环境——通胀研究系列之四（2021-02-26）

抓住经济结构和杠杆率两条主线看后续基本面走势——2020年12月经济数据点评兼债市观点（2021-01-18）

1、事件

2021年6月16日，国家统计局公布2021年5月经济数据：

- 1) 5月份规模以上工业增加值同比增长8.8%（前值为9.8%），两年平均增长6.6%；
- 2) 1-5月全国固定资产投资同比增长15.4%（前值为19.9%），两年平均增长是4.2%（前值为3.9%）；
- 3) 5月社会消费品零售总额同比增长12.4%（前值为17.7%），两年平均增速为4.5%（前值为4.3%）。

2、点评

2.1、工业生产环比稍低但趋稳，同比增速高主要是由基数带来，制造业生产增速回落较快

5月规模以上工业增加值同比增长8.8%（前值为9.8%），环比增长0.52%（前值为0.52%），比2019年同期增长13.6%，两年平均增长6.6%（前值为6.8%）。从数据表现来看，5月工业生产有以下特点：

1) 目前工业生产同比增速维持在较高水平主要是基数效应带来，环比增速已低于疫情前水平但有逐步趋稳态势。

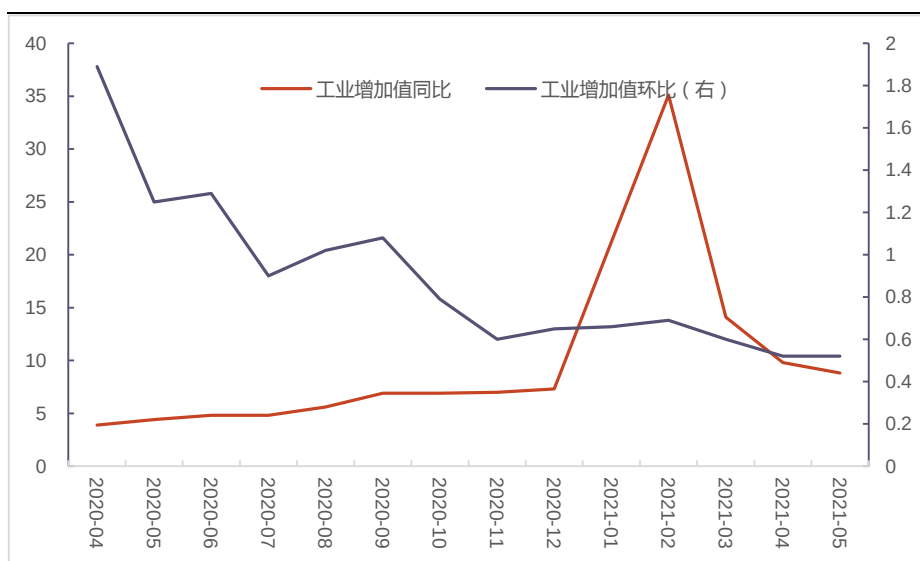
5月规模以上工业增加值同比增长8.8%，仍维持在较高水平，但这主要是由于2020年同期工业生产仍处于恢复进程中，同比增速只有4.4%，低于疫情前水平不少。以2019年5月为基期，今年5月规模以上工业增加值两年平均增速为6.6%（比4月低0.2个百分点），比2019年四季度平均增速（5.9%）稍高，但稍低于2019年12月（疫情发生前一月）当月增速（6.9%）。环比增速方面，从前四个月数据来看，工业增加值环比增速处于持续下降通道，但5月稍有企稳，环比增速与4月持平。2018、2019年规模以上工业增加值环比增速分别为0.48%、0.54%，5月环比增速处于这两个数值之间。2019年4季度，经济有企稳回升迹象，当年11、12月环比增速分别达到0.77%、0.61%。整体来看，与疫情前水平相比，目前工业生产呈现同比高但环比稍低而稳的组合，同比基数高主要是去年同期基数低带来。

2) 从门类来看，制造业生产增速回落较快，上游价格过快增长制约了制造业的生产。

分三大门类看，工业生产目前相对较高的增速水平主要由制造业生产带来。尽管从当月增速来看，5月采矿业增加值同比增长3.2%（与4月持平），制造业同比增长9%（比4月回落1.3个百分点），电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长11%（比4月上升0.7个百分点），制造业生产增速回落较快。但与2019年同期比较，两年平均增速方面，则分别为2.1%（比3月上升0.4个百分点）、7.1%（比4月下降0.5个百分点）和7.2%（比4月上升1.9个百分点），从两年平均增速来看，制造业生产增速回落较快。我们认为，目前虽然出口仍然强劲，但是由于上游价格增长过快，制约了制造业生产，带来了目前制造业生产的快速回落。

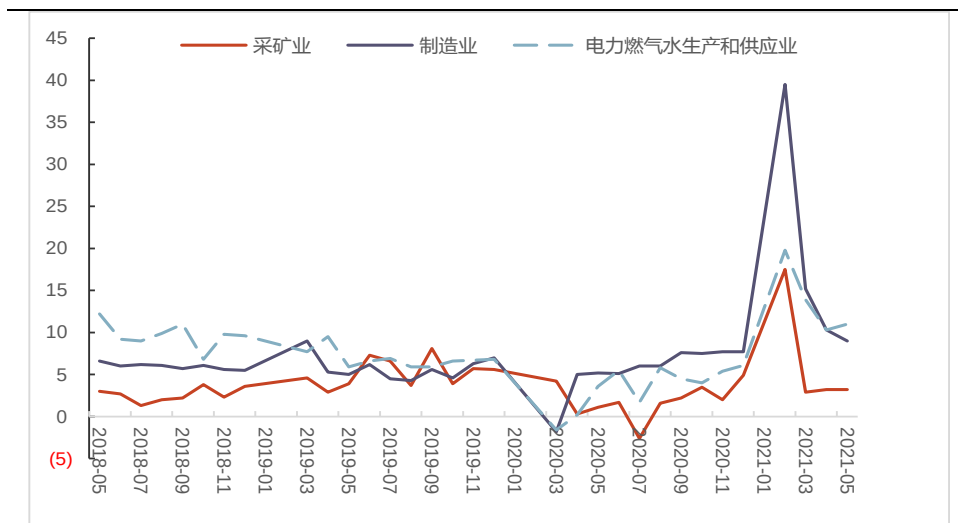
展望后续，目前外需虽仍然强劲，制造业生产有较强支撑，但上游价格过快增长也制约了制造业生产的进一步提升，这一背景下，工业生产预计难有进一步提升的空间。

图表 1：目前工业增加值环比增速已低于疫情前水平但有逐步趋稳态势



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：5 月制造业生产同比增速回落较快



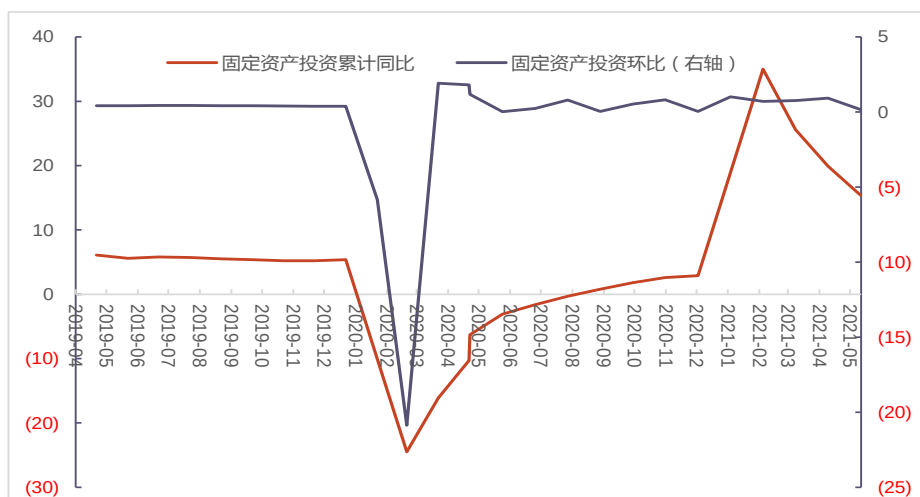
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 固定资产投资中制造业尚处于恢复进程中但环比下降较快，地产投资仍具韧性，制造业继续提升，基建明显下降

1-5 月全国固定资产投资 19.4 万亿元，同比增长 15.4%，基数效应带来的高速增长数值仍较为明显。从两年平均增速情况来看，2021 年 1-5 月固定资产投资比 2019 年 1-5 月份增长 8.5%（比 1-4 月提升 0.5 个百分点），两年平均增长是 4.2%，连续 3 个月上升（1-2 月为 1.7%，1-3 月为 2.9%，1-4 月为 3.9%）。

另外，疫情前的 2018、2019 年，这两年固定资产投资增速分别为 5.9%、5.4%，2018、2019 年 1-5 月固定资产投资累计增速分别是 6.1%、5.6%，也验证固定资产投资仍处于恢复过程，但恢复速度稍有减慢。从环比来看，5 月固定资产投资环比增长 0.17%，比 4 月下降 0.76 个百分点，下降速度较快，且已经低于疫情前 0.3-0.4%左右的增速，说明 5 月固定资产投资出现了较快的下降，而主要是由于基建投资增速下降过快导致。

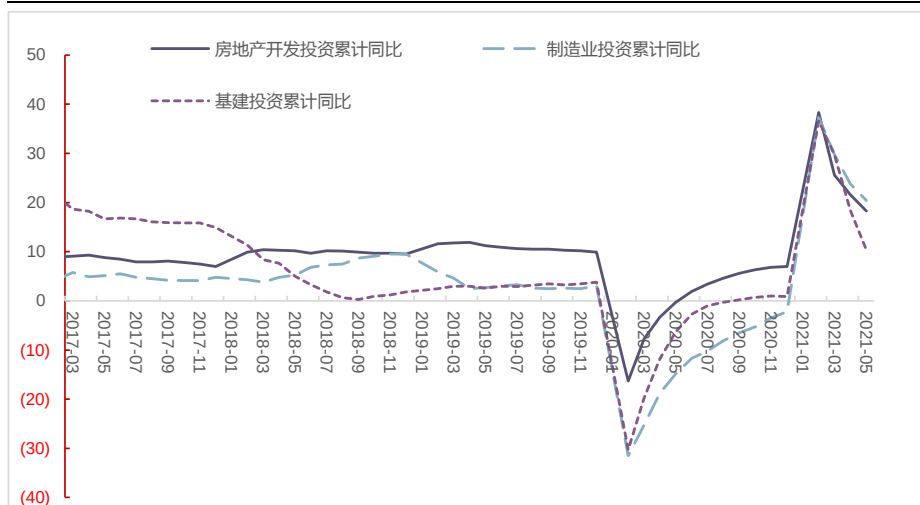
图表 3：5 月固定资产投资环比增速快速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

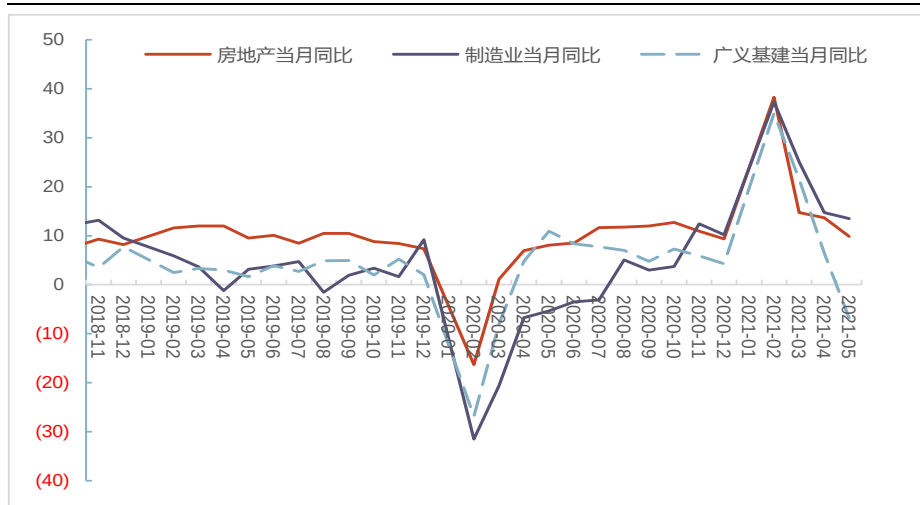
从分项来看，从两年平均增速来看，地产投资仍具韧性，制造业投资有所提升，但基建投资出现了明显下降。仍以两年平均增速来观察固定资产投资三大类的增长情况。初步测算，2021 年 5 月当月地产、制造业、基建投资比 2019 年 5 月分别增长了 18.7%、7.4%、3.3%，两年平均增速分别为 9.0%、3.7%和 1.7%（前值为 10.3%、3.4%、5.6%）。从排序来看，地产投资仍具韧性，制造业投资继续提升，但基建投资出现了明显下降。从当月同比增速来看，2021 年 5 月当月地产、制造业、基建投资比 2020 年 5 月分别增长了 9.8%、13.5%、-6.8%，基建投资增速出现了较快的下降，基建投资是拖累本月固定资产投资增速环比快速下降的重要原因。

图表 4：固定资产投资三大项累计增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 5：固定资产投资三大项当月增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

展望后续，地产投资在严监管背景下，尽管整体仍有韧性，但全年大概率难有太好表现，地产投资增速后续仍将延续增速下台阶状况；基建投资项目储备不足的问题短期内快速显现，后续应稍有改观但预计也难有太高表现。制造业投资在整个固定资产投资中占比较高（30-40%），且是经济修复的内生动力，因此制造业修复速度很大程度上影响固定资产投资的增速。当前制造业呈现需求尤其是外需旺盛，供给强劲，但投资不强的状况。2020年1、2季度，非金融企业杠杆率提升明显，目前企业仍处于杠杆修复阶段（2020Q4、2021Q1 杠杆率分别下降2.3、0.9个百分点），尽管5月制造业投资有所改善，但上游价格压制投资投资，且在杠杆修复阶段，制造业投资难言有太好表现。

2.3、消费仍处于修复过程中，恢复速度加快主要来自服务类消费的提升

1-5月，社会消费品零售总额17.4万亿元，同比增长25.7%；与2019年1-5月相比，两年平均增速为4.3%（1-4月为4.2%）。

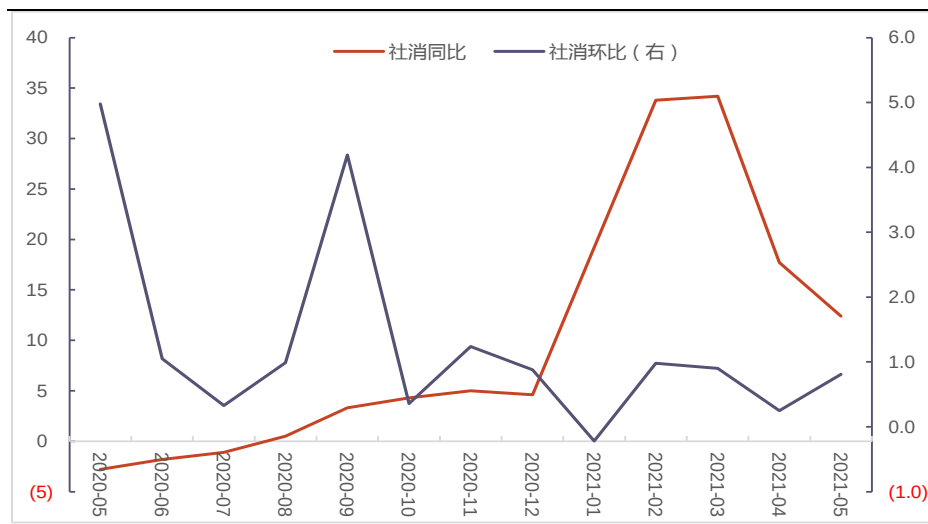
5月社消同比增速为12.4%，比2019年5月份增长9.3%，两年平均增速为4.5%（比4月上升了0.2个百分点）。相较于2018、2019年的全年9.7%、8.2%（名义）的增速，社消两年平均增速仍然较低。另外，5月环比增速0.81%（比4月提升了0.56个百分点），高于2019年同期环比增速（为0.48%），也高于2019年的平均增速（0.71%），印证消费仍处于修复过程中，修复的速度有所加快，推测是“五一”小长假带来的影响。

我们在3月经济数据点评中指出，不同消费品种受疫情的影响程度不同，收入的变化对其影响也不同。我们将消费品区分为必选消费、可选消费以及服务类消费，并分别以粮油、食品类来指示必选消费，以汽车、金银珠宝类、通讯器材类和家电类来指示可选消费，以餐饮类来指示服务。

我们测算了各行业的2年平均增速，5月全部消费，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业增速分别为4.5%、11%、4.9%、12.4%、10.1%、3.7%和1.3%，全部消费、家电、餐饮业分别比4月提升0.18、5.17、0.9个百分点，其他分项的增速均有一定程度的下降，且汽车、通讯器材类消费两年平均增速下降较快。从数据表现来看，必选消费和可选消费目前整体恢复到

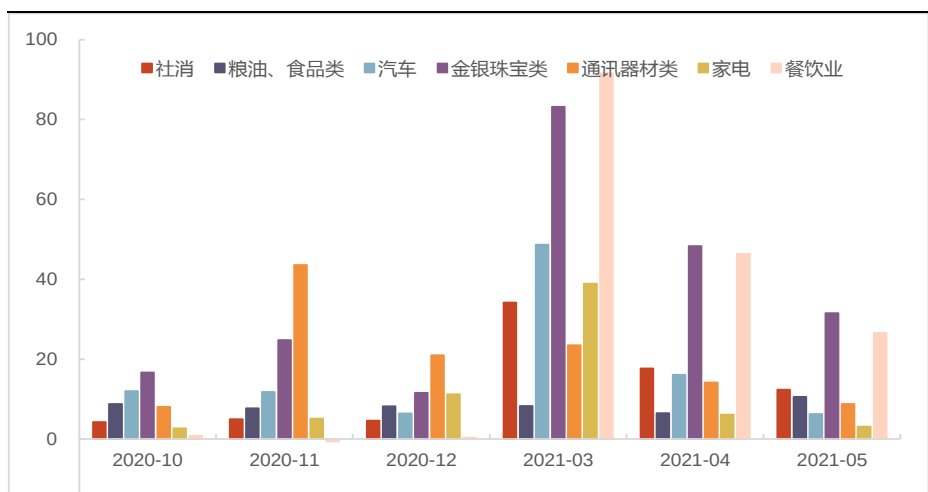
疫情前水平，服务业目前恢复情况一般。2019 年餐饮消费为增速为 9% 左右，今年 5 月两年平均增速虽有 1.4%（比 4 月提升 1 个百分点），说明 5 月消费恢复提速主要来自服务消费，而后续消费恢复的情况也主要取决于服务类消费的恢复情况。

图表 6：消费仍处于修复过程中，5 月由于假期效应，恢复有所加快



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 7：主要消费品同比增长情况



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_20167

