

宏观点评

5月经济从分化走向均衡，关注4个结构性变化

事件：5月工业增加值同比8.8%(前值9.8%)；5月社零同比12.4%(前值17.7%)；1-5月固投累计同比15.4%(前值19.9%)，其中：地产投资同比18.3%(前值21.6%)，基建投资同比11.8%(前值18.4%)，制造业投资同比20.4%(前值23.8%)。

1、5月经济数据印证了我们中期报告的判断，即：当前经济整体已基本回到疫情前（潜在增长率附近），但结构上由分化走向均衡：出口、工业生产、地产边际回落，消费、服务业、制造业投资延续复苏。此外，5月数据还有四大关注点：1) **竣工回升：**5月地产竣工逆势回升，家电家具消费也表现较好；2) **服务业加速：**5月服务业供需均加速修复，广东疫情影响暂未显现，关注6月修复节奏是否会受到扰动；3) **出口高位放缓：**出口全年仍乐观，关注出口链的内部分化，电气机械景气回落较多，而电子设备景气仍强；4) **环保约束：**近两月政策对有色、化工等上游行业投资的压制明显，关注后续对价格、利润等的影响。

1、生产端：工业小降但仍保持强势，服务业加速修复。5月工业增加值的两年平均增速小幅回落，整体仍偏强，其中：医药、电子增加值增速提升较多，金属制品、电气机械、基建产业链（运输设备、非金属矿物）回落较多。服务业加速修复，与“五一”假期的带动有关，暂未反映广东疫情影响。往后看，外需可能边际放缓，但内需趋于复苏，预计仍将对工业生产构成支撑。

2、消费端：低位小幅回升，商品消费持续处于“瓶颈期”，三大因素约束消费倾向。5月社零的两年平均增速小幅回升，商品消费维持5%左右的增速水平，持续处于“瓶颈期”。结构看，竣工链（家电、家具）、服务业、线下消费链表现较好。往后看，预计年内可支配收入将随着经济复苏而逐步回归正常，但消费倾向的提升可能更加漫长，疫情输入压力、收入差距扩大、储蓄与投资挤占这三大因素都将对消费倾向构成持续限制，今年年内消费可能难以恢复正常水平。

3、就业端：继续好转，已恢复正常水平。5月调查失业率继续回落至5.0%，已经恢复疫情前的正常水平，新增就业规模也基本追平2019年同期。

4、投资端：地产与基建投资再度回落，制造业延续修复

>地产销售与投资分化，关注竣工回升。5月地产销售小幅反弹，土地成交量跌价涨；地产投资小幅回落，新开工继续偏弱，施工继续放缓，竣工逆势回升，反映了政策收紧的限制和竣工交房的压力。预计后续地产政策持续加码下，地产景气仍趋下行，但斜率较缓；继续提示本轮竣工回升的持续性强，关注竣工链机会。

>制造业投资转正，环保政策对传统重工业压制明显。5月制造业投资延续温和修复，两年平均增速由负转正。分行业看，食品、专用、通用设备、纺织、电子投资增速提升较多；有色提升较少，反映了环保压力下，各省限制传统重工业新增产能的影响明显。延续此前判断，今年制造业投资仍有望延续修复，但受制于疫情、经济节奏、环保政策、利润侵蚀等因素，复苏幅度可能弱于预期。

>城投债净融资转负，基建投资再度放缓。5月基建投资平均当月增速再度放缓，资金端看，5月专项债发行继续加速，但城投债融资收缩明显，应是基建再度回落的主因。维持中期报告观点：下半年财政有望加速发力，后续地方债发行放量可期，这将对基建投资构成支撑。但鉴于当前稳增长压力不大，基建发力的必要性仍低，叠加隐性债务去化加速，全年基建投资虽趋升、但难有高增速。

5、往后看，维持中期报告的判断：基本面，我国经济整体可能已接近疫情前（接近于潜在增长率水平），背后仍是“外需强、内需弱”的经济特征，下半年将从分化逐步走向均衡。节奏上，Q2经济动能仍趋上行、但下半年会弱于上半年，全年节奏表现为GDP同比逐季回落、环比“两头低、中间高”（二季度GDP环比增速较一季度有望回升）。政策面，二季度开始稳增长的必要性有所弱化，会更加强调促改革、调结构、防风险，总体看货币边际趋紧、信用收缩、监管趋严已是大方向，但会比较温和，全局风险难有、只会释放局部风险。继续提示，未来2周很关键，关注4大政策动向：1) 美联储缩减QE（Taper）的动向，紧盯6月17日FOMC会议；2) 6月底央行Q2货币政策例会（可能进一步边际趋紧）；3) 建党100周年可能的“大礼包”；4) 地方债发行节奏（Q3放量可期）。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策收紧等超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《高频与政策半月观—生产分化，土地成交再降，未来两周很关键》2021-06-14
- 2、《下半年出口增速会有多高？——兼评5月贸易数据》2021-06-07
- 3、《分化下的预期差—2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07
- 4、《5月PMI的喜与忧》2021-05-31
- 5、《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》2021-05-25
- 6、《经济恢复到什么程度了？——全面解读4月经济》2021-05-17



内容目录

生产端：工业保持强势，服务业加速修复	3
消费端：当月增速小升，商品消费持续处于“瓶颈期”	4
就业端：继续好转，已恢复正常水平	6
投资端：地产与基建投资再度回落，制造业延续修复	6
地产销售与投资分化，关注竣工回升	6
制造业投资转正，环保政策对传统重工业压制明显	7
城投债净融资转负，基建投资再度放缓	8
风险提示	9

图表目录

图表 1：工业生产仍偏强	3
图表 2：服务业生产小幅加速	3
图表 3：分行业工业增加值增速变动	3
图表 4：社零当月和累计同比增速	4
图表 5：商品消费增速在 5% 左右维持震荡	4
图表 6：分行业消费增速变动	4
图表 7：疫情对消费倾向的冲击大于对收入的冲击	5
图表 8：收入和经济增长的修复停滞	5
图表 9：疫情发生以来，收入差距明显扩大	5
图表 10：储蓄、投资倾向提升	5
图表 11：我国城镇调查失业率情况	6
图表 12：我国新增就业规模	6
图表 13：商品房销售增速	7
图表 14：土地成交增速	7
图表 15：地产投资增速变动	7
图表 16：地产新开工、施工、竣工增速	7
图表 17：制造业投资增速	8
图表 18：企业投资预期变动	8
图表 19：分行业制造业投资增速变动	8
图表 20：基建投资增速变动	9
图表 21：地方政府专项债和城投债融资	9

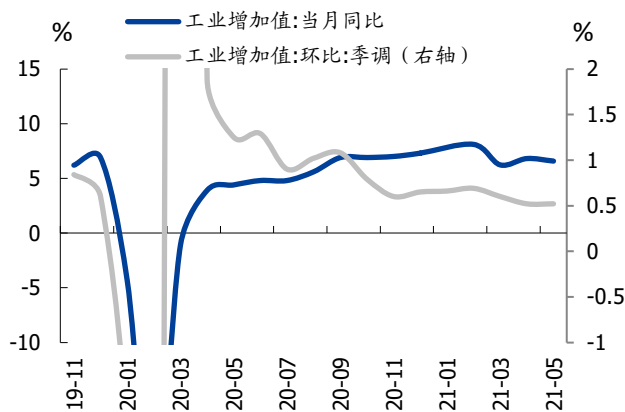
生产端：工业保持强势，服务业加速修复

工业生产保持强势。5月工业增加值当月同比小幅回落1个百分点至8.8%，略高于市场预期，较2019年同期两年平均增速为6.6%，较4月的平均增速6.8%小幅回落；环比角度看，5月工业增加值季调环比为0.52%，较4月持平，仍高于2015-2019年平均环比的0.5%，反映工业生产仍然偏强。

应注意的是，此前5月生产类高频数据（高炉、PTA开工率等）、PMI生产指数均预示工业生产有所加速，但实际5月工业增加值增速基本延续了此前边际放缓的节奏，可能与出口产业链小幅回落有关。（具体请参考前期报告《5月PMI的喜与忧》）

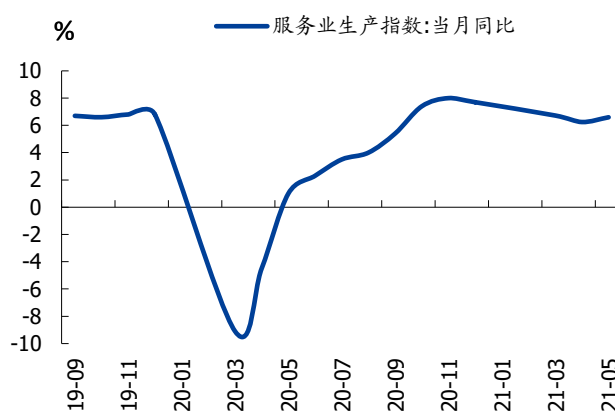
疫情扰动下，服务业仍加速修复。5月服务业生产指数同比回落至12.5%，两年平均增长6.6%，较4月的平均增速6.2%小幅回升，显示虽然存在月底广东疫情的扰动，但“五一”假期的带动下，服务业修复整体仍有所加速。

图表1：工业生产仍偏强



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021年1-5月增速为较2019年同期两年平均增长

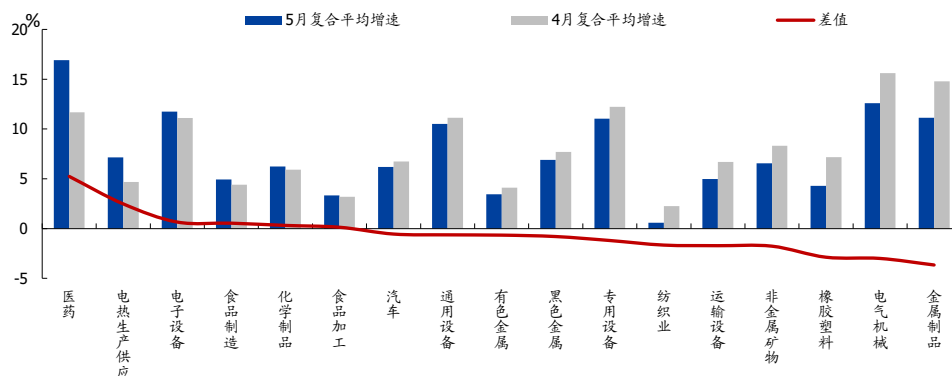
图表2：服务业生产小幅加速



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：2021年1-5月增速为较2019年同期两年平均增长

分行业看，医药、电子设备增加值增速提升较多，金属制品、电气机械、基建产业链（运输设备、非金属矿物）增加值增速回落较多。可能与5月全球经济复苏边际放缓、国内基建增速再度回落有关。

图表3：分行业工业增加值增速变动



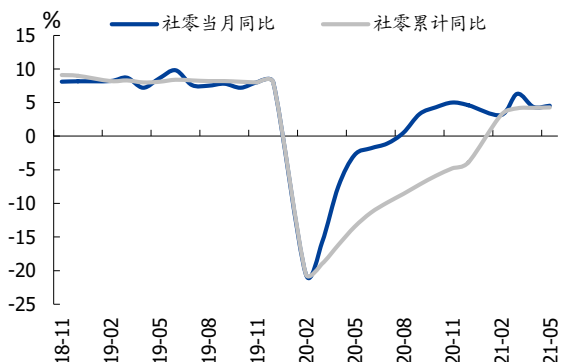
资料来源：Wind，国盛证券研究所

消费端：当月增速小升，商品消费持续处于“瓶颈期”

社零当月增速小幅回升。5月社零当月同比继续回落至12.4%，略低于市场预期；两年平均增速为4.5%，较4月的平均增速4.3%小幅提升；但注意到5月社零环比0.8%，明显高于4月的0.3%和近年均值的0.6%，显示消费仍在继续修复。

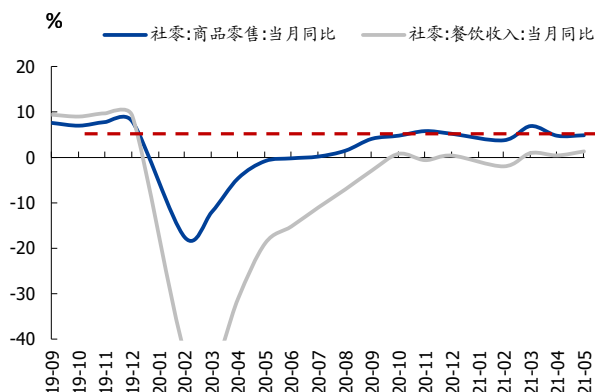
商品消费持续处于“瓶颈期”。5月商品零售消费两年平均复合增速为4.9%，且注意到，2020年10月以来商品零售消费增速基本维持在这一水平震荡，距离疫情前8%的水平仍有3个百分点左右的距离，但迟迟未能修复，反映我国商品消费修复持续处于“瓶颈期”。

图表4：社零当月和累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-5月增速为较2019年同期两年平均增长

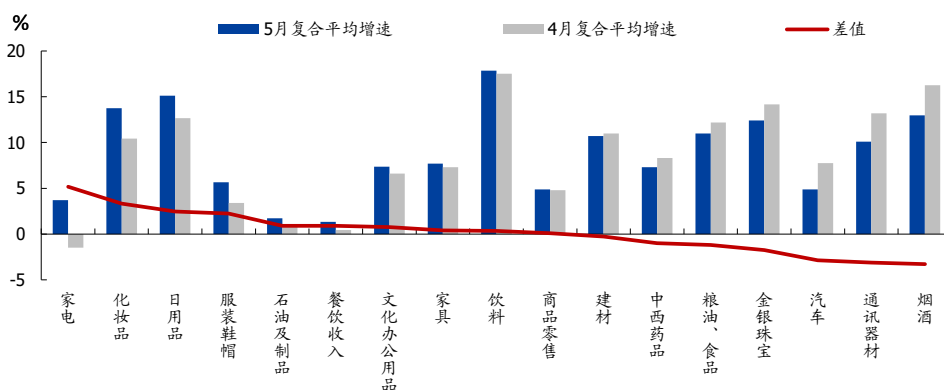
图表5：商品消费增速在5%左右维持震荡



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021年1-5月增速为较2019年同期两年平均增长

结构看，竣工产业链（家电、家具）、服务业、线下消费产业链表现较好。分大类看，5月商品零售两年复合平均增速4.9%，略高于前值；餐饮收入两年复合平均增速1.3%，较4月的0.4%修复较多，结合化妆品、服装鞋帽等消费增速提升，反映服务业和线下消费修复较快。此外，注意到竣工相关的家电和家具消费也表现较好，应与近期竣工增速回升有关，我们延续中期报告观点，看好今年竣工产业链的机会。

图表6：分行业消费增速变动



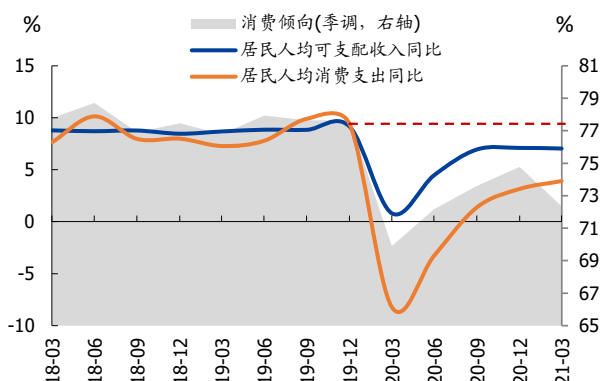
资料来源：Wind，国盛证券研究所

往后看，我们延续中期报告《分化下的预期差—2021年中期宏观经济和资产配置展望》中的观点，即消费有望稳步复苏，但可能难以恢复至正常水平。具体而言：

一方面，收入修复暂时停滞。2020年Q4-2021Q1，居民可支配收入增速稳定在7%，较

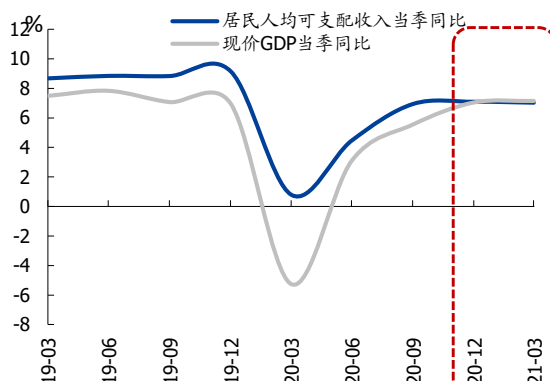
疫情前平均水平仍低 1.8 个百分点左右。居民收入与经济增长长期走势基本一致，近期收入修复停滞，主因我国经济修复节奏明显放缓，其背后因素包括冬季疫情、就地过年、环保限产等因素的扰动，拖累了经济自然复苏的节奏。

图表 7: 疫情对消费倾向的冲击大于对收入的冲击



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-5 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

图表 8: 收入和经济增长的修复停滞



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-5 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

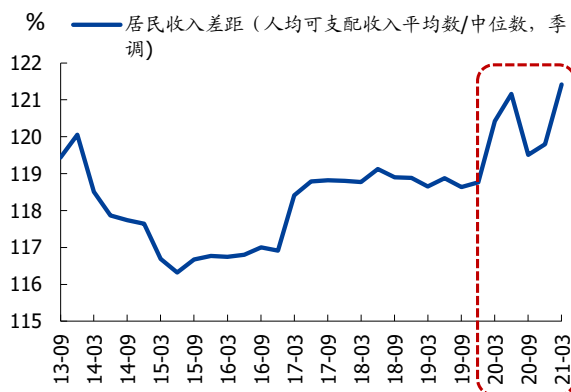
另一方面，消费倾向下降，主因有三：疫情限制、收入差距扩大、储蓄和投资意愿提升。

1) 疫情限制：我国疫情从 2020 年二季度以来就已经基本受控，但由于海外疫情输入压力较大，国内仍然时有散点式疫情爆发，餐饮、旅游等线下服务类行业的复苏一波三折。

2) 收入差距扩大：疫情对高收入群体受影响较小，而小企业、工薪阶层、服务业从业人员、农民工等中低群体受影响更大。可用居民可支配收入的平均数与中位数之比代表收入差距的程度，可发现疫情发生以来，收入差距明显扩大。收入分化带来的是消费分化，高收入群体的消费倾向一般较低，分化加剧不利于消费复苏。

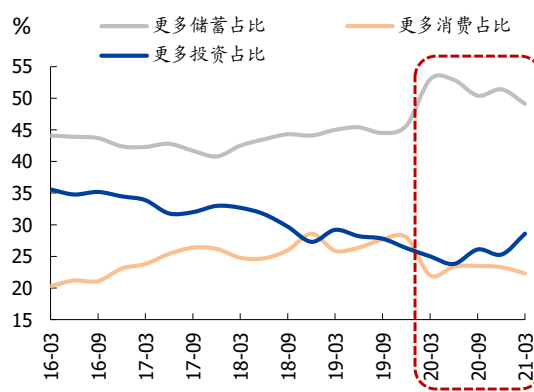
3) 储蓄、投资倾向提升：疫情冲击导致未来不确定性增加，直接导致居民预防性储蓄倾向在 2020 年 Q1 明显提升，随后逐步回落但仍高于疫情前水平。同时自 2020 年 Q2 以来，居民投资意愿也震荡上行，应是与流动性充裕环境下，股市和房价等资产价格上涨有关，二者均对消费构成挤占。

图表 9: 疫情发生以来，收入差距明显扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 储蓄、投资倾向提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综上所述，疫情后消费恢复偏慢，主因可支配收入恢复停滞和消费倾向下降。往后看，预计年内可支配收入将随着经济复苏而逐步回归正常，但消费倾向的提升可能更加漫长，

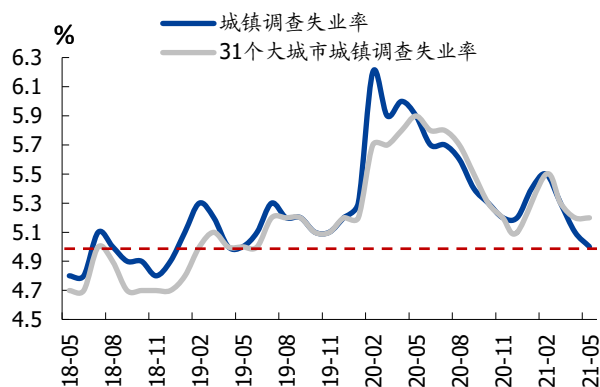
海外疫情持续性的输入压力、收入差距和储蓄、投资倾向提升都将对消费倾向构成限制，今年年内消费可能难以回到正常水平。

就业端：继续好转，已恢复正常水平

5月调查失业率继续回落，持平疫情前水平。2021年5月城镇调查失业率继续下降0.1个百分点至5.1%，31个大城市调查失业率持平于5.2%，已经恢复至2018-2019年平均的正常失业率水平。5月就业主体人群（25—59岁）的调查失业率是4.4%，比4月下降0.2个百分点。

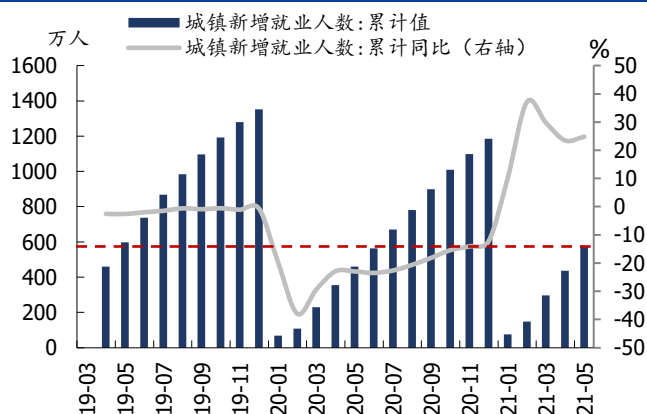
新增就业规模基本追平2019年同期。1-5月城镇累计新增就业规模574万人，基本追平2019年1-5月的597万人，进一步验证我国就业基本恢复正常水平。

图表 11：我国城镇调查失业率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12：我国新增就业规模



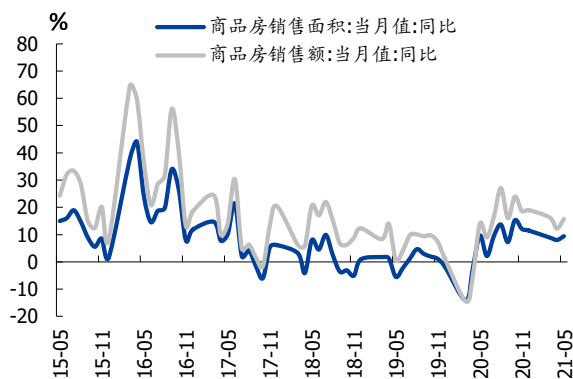
资料来源：Wind，国盛证券研究所

投资端：地产与基建投资再度回落，制造业延续修复

地产销售与投资分化，关注竣工回升

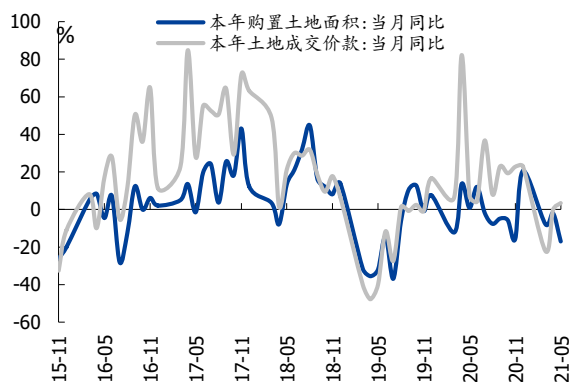
地产销售小幅反弹。5月商品房销售面积、销售金额较2019年同期平均增长9.4%、15.8%，均较4月小幅回升，反映地产政策收紧效果显现。土地成交量跌价涨。5月土地购置面积、土地成交价款较2019年同期分别变动-16.9%、3.5%，土地成交量跌价涨，反映土地供给相对不足。

图表 13: 商品房销售增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-5月增速为较2019年同期两年平均增长

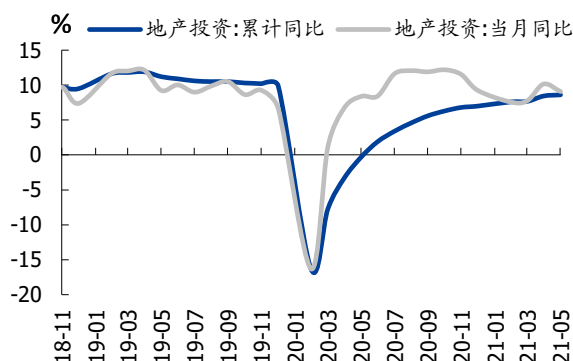
图表 14: 土地成交增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-5月增速为较2019年同期两年平均增长

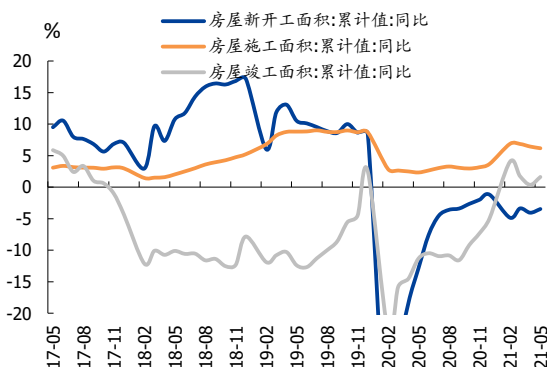
地产投资小幅回落。1-5月地产投资较2019年同期平均累计增速8.6%，较1-4月平均增速8.4%小幅提升，但平均当月增速小幅回落。新开工继续偏弱，施工继续放缓，竣工回升。1-5月房屋新开工、施工、竣工面积累计平均增速分别为-3.5%、6.2%、1.6%，其中新开工和施工延续此前趋势，竣工有所回升，背后反映的是政策收紧的限制和竣工交房的压力。

图表 15: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

图表 16: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021年1-4月增速为较2019年同期两年平均增长

往后看，维持前期观点：地产政策持续加码下，地产景气仍将趋于下行，但回落斜率和幅度应较温和，此外，施工维持高位和土地购置费高增（前期拿地递延计入）也将地产投资构成支撑。尤其是考虑到竣工需求释放空间巨大，房企也有动力加速竣工，预计本

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_20175

