

2021年5月经济增长数据点评

经济进入筑顶阶段

■ 核心摘要

去年5月中国经济处在疫后快速恢复阶段，基数效应使得今年5月主要经济数据的同比读数继续回落。通过比较经济数据累计值的两年复合增速来剔除基数影响，可见1-5月中国经济数据呈现以下特点：

1、受制造业拖累，工业产销都有所转弱。5月工业增加值当月同比的两年复合增速6.6%，和前值相比回落0.2个百分点。三大门类中，采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业两者增加值的两年复合增速均回升，而制造业增加值的两年复合增速从7.6%下滑到7.1%，是主要拖累。制造业增加值转弱，一是因出口的拉动有所弱化，二是上游涨价对中下游制造业企业的生产也有一定压制。前5个月的工业企业产销率累计为97.7%，和前值相比小幅回落0.2个百分点，低于2018年和2019年的同期，主要原因可能也是出口对制造业的拉动转弱。

2、固定资产投资继续修复，基建投资和房地产投资的单月增速回落。1-5月固定资产投资两年复合增速达到4.2%，较前值小幅回升0.3个百分点。从5月当月的两年复合增速看，房地产投资从10.3%下滑到9.0%；基建投资从3.8%下降到3.4%，连续第二个月下滑；制造业投资从3.4%回升到3.7%，成为固定资产投资的托底力量。**1）制造业投资仍有修复空间，但回升幅度和节奏，可能受到出口转弱、大宗商品涨价和节能减排等的压制。**从上市公司资本开支、工业总资产增速等领先指标来看，制造业投资后续大概率将继续修复。但出口转弱、大宗商品价格快速蹿升对中下游企业盈利的压制，以及碳达峰碳中和可能衍生出的政策层层加码问题，使得制造业企业投资信心受挫。**2）5月房地产销售仍然较高景气运行，竣工面积大幅回升。**商品房销售面积两年的单月复合增速从前值8.0%回升到9.4%，房地产开发企业资金来源的两年复合增速，从前值10.1%回升到10.5%。领先指标中，除房屋新开工面积两年复合增速从-5.4%回升到-1.9%（今年以来持续负增长），本年土地购置面积和房屋施工面积的两年复合增速都出现回落，这为后续地产投资的稳定增长增添了一些不确定性。比较值得关注的指标是房屋竣工面积，两年复合增速从-6.0%大幅回升到8.2%，可能和地产高压调控下，开发商加快存量项目的竣工有关。国房景气指数为101.17，连续第三个月回落。**3）基建投资的单月两年复合增速连续3个月回落，从3月的5.8%下降到5月的3.4%。**一方面是因今年完成增长目标压力不大，通过基建托底的必要性减弱。另一方面则是由于缺少好的项目来对接专项债，而公共财政支出向民生领域更多倾斜。从政策积极推出基础设施公募REITs来看，未来的重点可能逐步向盘活存量基础设施转移。

3、消费虽继续恢复，但表现弱势。1-4月社会消费品零售总额两年复合增速相比上月变化不大，仅从4.2%提高到4.3%。其中，餐饮收入的两年复合增速小幅回升0.4个百分点至-0.3%，二季度有可能转正；而商品零售增速持平于4.8%，连续3个月如此，恢复近乎停滞。汽车和通讯器材对社消恢复有明显拖累，家具类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢器材类这三个地产相关的消费偏弱，房地产后产业链仍受到压制。

总的来说，中国经济各增长动能的恢复节奏和反弹空间不一，生产、出口、商品零售等的修复已现乏力，制造业和餐饮收入是下一时期经济新的增长动能，但两者分别内生于企业、居民的投资意愿和消费意愿，恢复节奏预计较慢。随着出口对中国经济的拉动逐渐减弱，而内需无论从基建（地方政府债务严监管）、房地产（对银行、开发商、个人的整体性约束）、消费层面都缺乏有力承接，下半年中国经济的方向将是“见顶巩固”。所谓“巩固”是指经济增长的结构分化收敛：工业生产、出口和房地产投资增速向下，基建和制造业投资、社会消费增速上行，仍然需要政策来“固本培元”。

事件：中国 2021 年 5 月规模以上工业增加值当月同比增长 8.8%；社会消费品零售总额当月同比增长 12.4%；1-5 月固定资产投资(不含农户)同比增长 15.4%，其中，制造业投资同比 20.4%，基建投资同比 10.4%，房地产投资同比 18.3%。

一、经济进入筑顶阶段

去年 5 月中国经济处在疫后快速恢复阶段，主要指标环比增长较快，基数效应使得今年 5 月主要经济数据的同比读数，和前值相比继续回落。通过比较经济数据累计值的两年复合增速，来剔除基数影响，可见 1-5 月中国经济数据呈现以下特点：

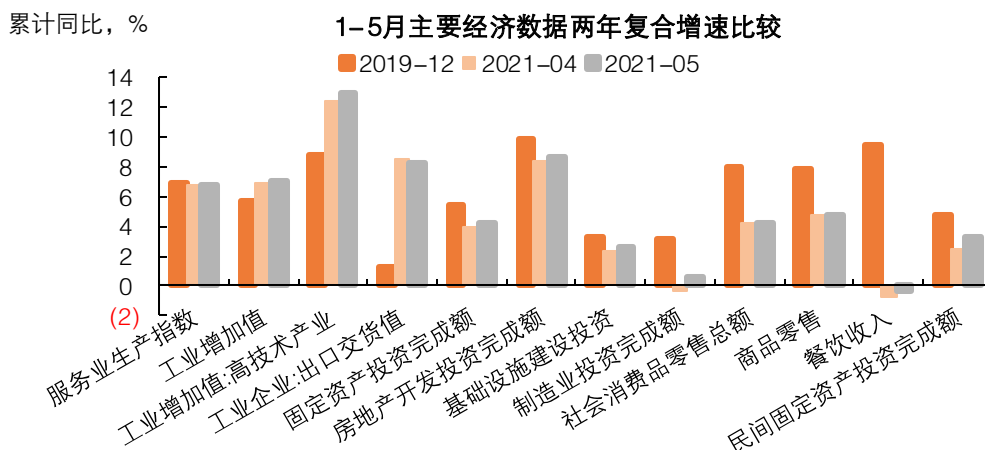
1) 工业生产景气度呈见顶迹象，出口对经济的拉动有所减弱。1-5 月工业增加值的两年复合增速为 7.0%，和前值持平。前 5 个月出口交货值的两年复合增速为 8.2%，较上月下滑了 0.3 个百分点，和 5 月出口增速高位回落相一致。中国工业生产仍受益于全球疫情给中国带来的出口份额转移，但在海外复工复产和上游原材料涨价的双重压力下，中国工业生产可能已到达最景气的位置。

2) 固定资产投资继续修复，民间投资回升幅度较大。1-5 月固定资产投资两年复合增速达到 4.2%，较前值小幅回升 0.3 个百分点。其中，房地产开发投资增速上扬 0.2 个百分点，至 8.6%；基建投资上扬 0.2 个百分点，至 2.6%；制造业投资增速回升 1 个百分点到 0.6%，是三大分项中改善幅度最大的。前 5 个月民间投资两年复合增速较前值回升 0.9 个百分点到 3.3%，和制造业投资回升的趋势一致。

3) 消费虽继续恢复，但表现弱势。1-5 月社会消费品零售总额两年复合增速为 4.3%，而今年 1-3 月、1-4 月的社消两年复合增速分别为 4.1%和 4.2%，消费恢复节奏较慢。按消费类型看，商品零售的两年复合累计增速连续 3 个月为 4.8%，和 2019 年全年的增速 7.9%相比还有较大差距。餐饮收入两年复合增速为-0.3%，前值为-0.7%。1-5 月服务业生产指数的两年复合增速为 6.8%，较前值回升 0.1 个百分点，已接近 2019 年的水平，服务业消费进一步恢复的空间也较为有限。

总的来说，中国经济各增长动能的恢复节奏和反弹空间不一，生产、出口、商品零售等的修复已现乏力，制造业和餐饮收入是下一时期经济新的增长动能，但两者分别内生于企业、居民的投资意愿和消费意愿，恢复节奏预计较慢。下半年中国经济将“见顶巩固”，这需要政策来“固本培元”。

图表1 1-5 月中国经济数据多数回升，但和前值相比回升幅度较小

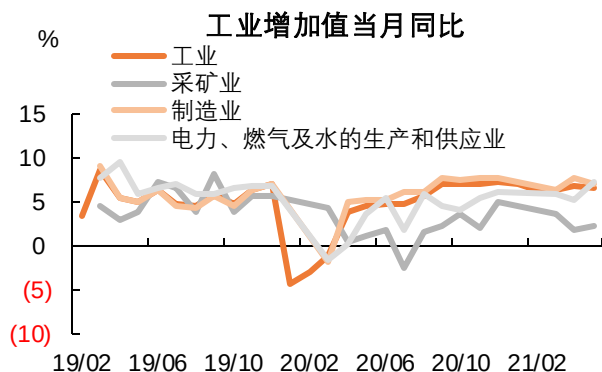


资料来源: wind, 平安证券研究所

二、工业产销有所转弱

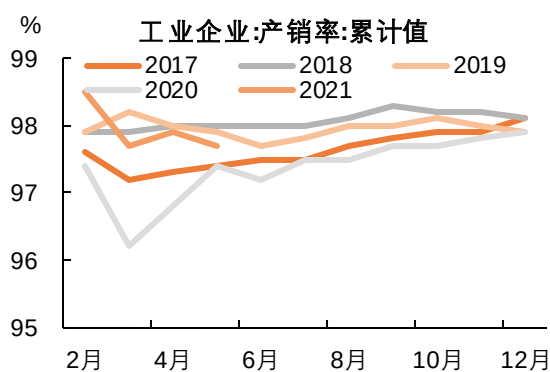
受制造业拖累，工业产销都有所转弱。5月工业增加值当月同比的两年复合增速6.6%，和前值相比回落0.2个百分点。三大门类中，采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业两者增加值的两年复合增速均回升，而制造业增加值的两年复合增速从7.6%下滑到7.1%，是最主要拖累。制造业增加值转弱，一是因出口的拉动有所弱化，二是上游涨价对中下游制造业企业的生产也有一定压制。前5个月的工业企业产销率累计为97.7%，和前值相比小幅回落0.2个百分点，低于2018年和2019年的同期，主要原因可能也是出口对制造业的拉动转弱。

图表2 5月工业增加值增速回落主要受制造业拖累



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图表3 1-5月工业产销率回落



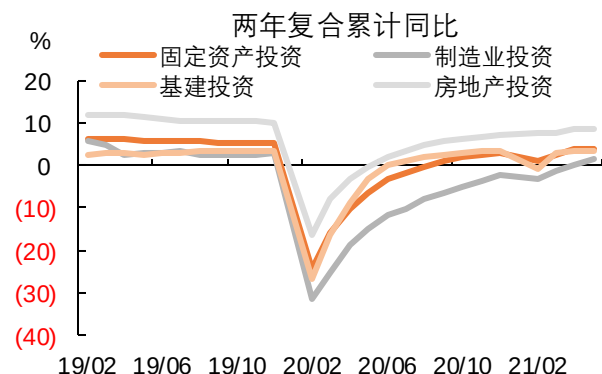
资料来源:wind, 平安证券研究所

三、房地产和基建投资单月增速回落

房地产和基建投资的单月增速回落，制造业投资成为托底力量。1-5月固定资产投资两年复合增速从3.9%提高到4.2%，制造业、房地产和基建投资这三大分项的增速都继续回升。从5月当月的两年复合增速看，房地产投资从10.3%下滑到9.0%；基建投资从3.8%下降到3.4%，连续第二个月下降；制造业投资从3.4%回升到3.7%，成为固定资产投资的托底力量。分产业看，1-5月第一产业固定资产投资的两年复合增速高达15.1%，高于同期二、三产的1.7%和4.9%，较前值8.1%也大幅回升，可能和脱贫攻坚、乡村振兴等的项目逐步落地有关。

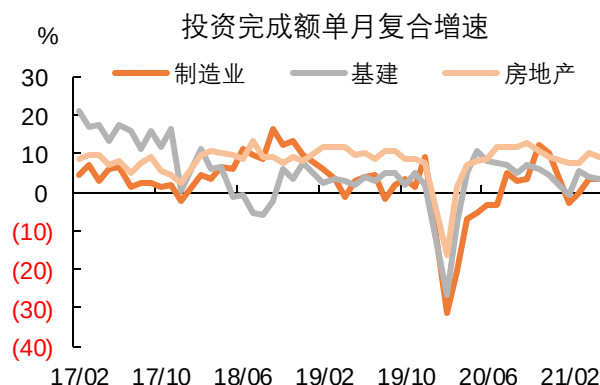
制造业投资仍有修复空间，但回升幅度和节奏，可能受到出口转弱、大宗商品涨价和节能减排等的压制。从上市公司资本开支、工业总资产增速等领先指标来看，制造业投资后续大概率将继续修复。但出口转弱、大宗商品价格快速蹿升对中下游企业盈利的压制，以及碳达峰碳中和可能衍生出的政策层层加码问题，使得制造业企业投资信心受挫。

图表4 房地产仍是拉动固定资产投资的主力



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

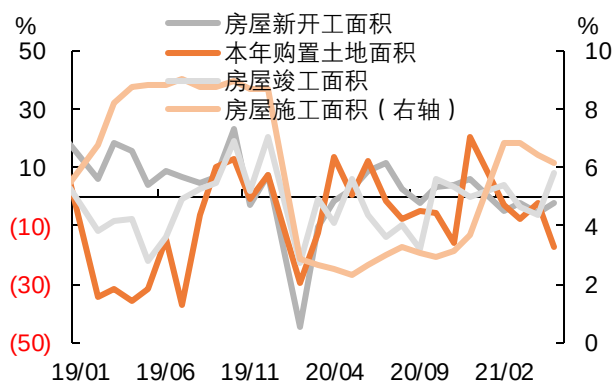
图表5 5月制造业投资成为托底固定资产投资的力量



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

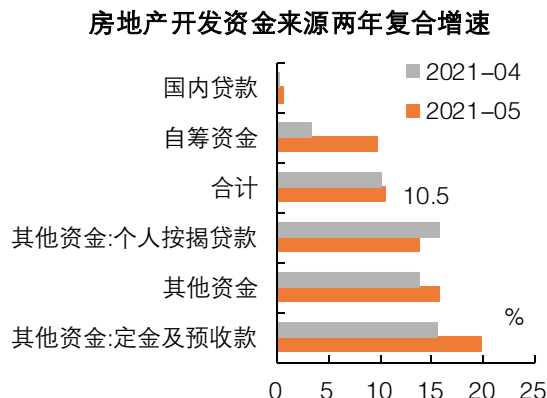
5月房地产销售仍然较高景气运行,竣工面积大幅回升。商品房销售面积两年的单月复合增速,从前值 8.0%回升到 9.4%。房地产开发企业资金来源的两年复合增速,从前值 10.1%回升到 10.5%。分项来看,定金及预收款、其他资金、自筹资金的两年复合增速均较 4 月回升,但个人按揭贷款的两年复合增速从 10.1%回落到 9.5%,可能受到政策因素的影响。领先指标中,除房屋新开工面积两年复合增速从-5.4%回升到-1.9% (今年以来持续负增长),本年土地购置面积和房屋施工面积的两年复合增速都进一步回落,这为后续地产投资的稳定增长增添了一些不确定性。比较值得关注的指标是房屋竣工面积,两年复合增速从-6.0%大幅回升到 8.2%,可能和地产高压调控下,开发商加快存量项目的竣工有关。国房景气指数为 101.17,连续第三个月回落。

图表6 5月房屋竣工面积增速大幅回升



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

图表7 5月房地产开发资金来源继续改善



资料来源:wind, 平安证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

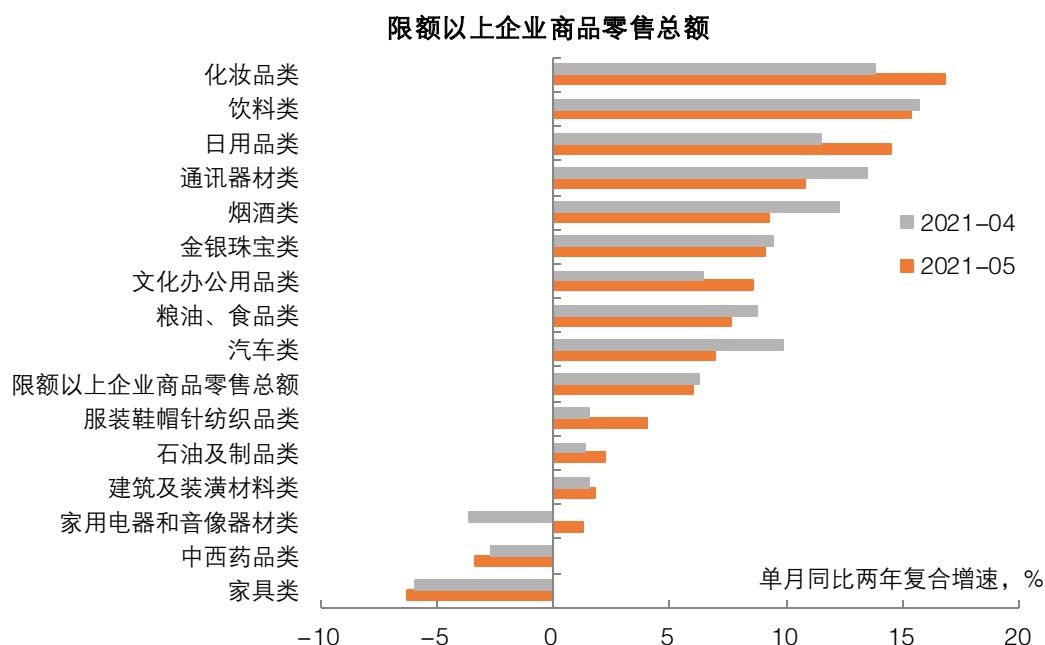
基建投资的单月两年复合增速连续 3 个月回落, 从 3 月的 5.8%下降到 5 月的 3.4%。一方面是因今年完成增长目标压力较小, 通过基建托底的必要性减弱。另一方面则是由于缺少好的项目来对接专项债, 而公共财政支出向民生领域更多倾斜。从政策积极推出基础设施公募 REITs 来看, 未来的重点可能逐步向盘活存量基础设施转移。

四、商品零售恢复近乎停滞

1-4 月社会消费品零售总额两年复合增速相比上月变化不大, 仅从 4.2%提高到 4.3%。其中, 餐饮收入的两年复合增速小幅回升 0.4 个百分点至-0.3%, 二季度有可能转正; 而商品零售增速持平于 4.8%, 连续 3 个月如此, 恢复近乎停滞。

汽车、通讯器材、房地产相关消费及药品对社消恢复有明显拖累。对比 4 月和 5 月的限额以上企业商品零售数据的两年复合增速, 汽车类从 9.8%下滑到 7.0%, 通讯器材类从 13.5%下滑到 10.8%, 降幅相对较大。家具类、家用电器和音像器材类、建筑及装潢器材类这三个地产相关的消费依然偏弱, 房地产后产业链仍受到压制。中西药品类 5 月的两年复合增长率为-3.3%, 跌幅较前值-2.6%进一步扩大, 可能体现疫情对居民就医产生一定影响。化妆品类、日用品类的 5 月两年复合增速较高, 且较 4 月进一步扩大。

图表8 5月 房地产相关消费依然承压



资料来源: wind, 平安证券研究所

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_20183

