

经济动能不断接力

——5月经济数据点评

行业点评

经济动能不断接力。疫情之后的经济复苏，各种经济动能不断接力，避免了所有经济动能一起发力一起衰竭，导致的经济忽冷忽热。疫情后，生产率先恢复，需求随后，基建、房地产投资托底经济。2020年二、三季度，经济复苏趋势已定，基建、房地产投资逐渐退出，消费接力经济增长，与此同时，出口增速则是一直较高。考虑到自然情况下2021年经济动能前高后低，专项债不知是有意还是无意地滞后发行，避免了下半年经济动能快速衰竭，这样保证了全年的经济稳定。我们对下半年经济仍比较乐观。第一，随着疫苗接种率上升，供给约束将逐步缓解。第二，专项债加快发行，基建投资增速可能止跌回升。第三，消费增速还有很大上升空间。（1）消费场景限制逐渐消除；（2）收入增速一般滞后于经济增速，收入增速还会上升；（3）预防性储蓄短期抑制消费，长期会消失；（4）疫情前居民支出占收入的比重约为65%，目前仍低于60%，消费具有资金支持。第四，全球经济依次复苏，中国出口动力绵绵不断。

工业生产维持高景气。5月工业生产仍维持在较高增速，供给约束对生产产生了负面影响。从制造业细分行业来看，和出口相关的行业生产增速较高。相反，由于缺少芯片，汽车制造业生产增速下滑较快。或许受原材料上涨影响，纺织业、非金属矿物制品业、专用设备制造业、橡胶和塑料制品业生产增速也出现较大幅度下滑。

服务业生产加速。第一，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业一直维持高增速。第二，在“五一”假期拉动下，铁路运输、航空运输、住宿等行业商务活动指数连续两个月高于65.0%。第三，居民消费密切相关的零售、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于4月。

基建投资增速或将企稳。1-5月投资两年平均增速是4.2%，高于4月的3.9%。不过，我们测算的单5月投资两年平均增速从5.9%下降到4.8%。下半年企业盈利增速或许会下降，但仍将保持在高位，制造业投资增速仍有上升空间，但是由于2022年经济下行压力重来，制造业开启新一轮大的资本开支的可能性不是很大。基建投资两年平均增速有所下滑，从3.8%降至3.4%。后续专项债加快发行，基建投资增速可能会稳定下来，甚至反弹回升。房地产调控下，房屋新开工面积增速、施工面积增速、土地成交款增速均在下行，未来房地产投资增速还会进一步下降，但是由于按揭贷款规模仍比较高，商品房销售回款增速保持在高位，房地产投资的资金没有快速萎缩，这会支撑房地产投资，投资增速下滑不会太快。

消费仍有很大修复空间。5月社会消费品零售两年平均增速是4.5%，高于4月的4.4%，消费增速修复进程过半，还有很大空间。5月，房地产后周期时代，家用电器和音像器材两年平均消费增长较快；和日常生活相关的化妆品、日用品、服装鞋帽针纺织品两年平均消费增速也有较大幅度上升；然而，受芯片短缺、广东疫情影响，通讯器材、汽车两年平均消费增速下降幅度较大。另外，从绝对增速水平来看，饮料、日用品、化妆品、烟酒两年消费增速较高，均在12%以上。

● **风险提示：地方债发行节奏超预期；出口变化超预期**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

行业点评：信用收缩速度放缓

2021-06-13

目 录

| | |
|---------------------------|---|
| 1、 经济动能不断接力..... | 3 |
| 2、 工业生产维持高景气，服务业生产加速..... | 3 |
| 3、 基建投资增速或将企稳..... | 5 |
| 4、 消费仍有很大修复空间..... | 6 |

图表目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1: 供给需求各项增速..... | 3 |
| 图 2: 三大产业生产增速..... | 4 |
| 图 3: 各行业生产增速变化..... | 5 |
| 图 4: 服务业景气度较高..... | 5 |
| 图 5: 三大行业两年平均投资增速..... | 6 |
| 图 6: 各行业生产增速变化..... | 7 |
| 图 7: 收入增速之后经济增速..... | 7 |
| 图 8: 居民支出占收入比重低于常态..... | 8 |

事件：2021年5月，规模以上工业增加值同比实际增长8.8%，比2019年同期增长13.6%，两年平均增长6.6%；全国服务业生产指数同比增长12.5%，两年平均增长6.6%；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长15.4%；比2019年1—5月份增长8.5%，两年平均增长4.2%；社会消费品零售总额同比增长12.4%，比2019年5月份增长9.3%，两年平均增速为4.5%。

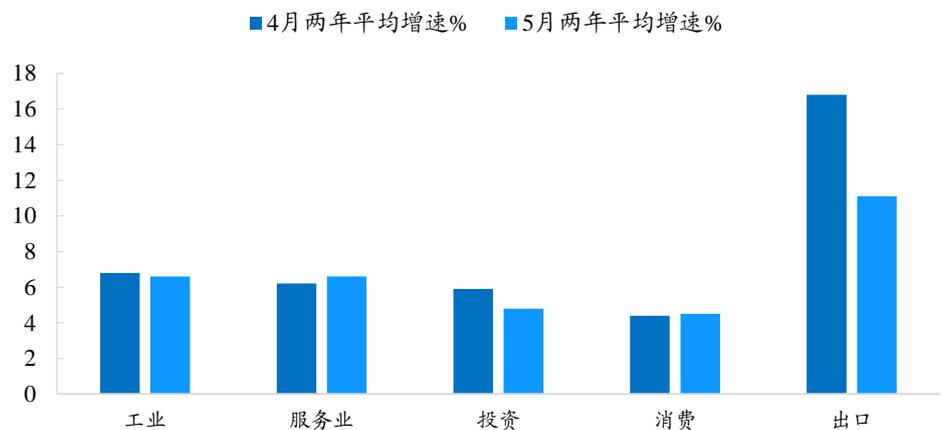
1、经济动能不断接力

疫情之后的经济复苏，各种经济动能不断接力，避免了所有经济动能一起发力一起衰竭，导致的经济忽冷忽热。

疫情后，生产率先恢复，需求随后，基建、房地产投资托底经济。2020年二、三季度，经济复苏趋势已定，基建、房地产投资逐渐退出，消费接力经济增长，与此同时，出口增速则是一直较高。考虑到自然情况下2021年经济动能前高后低，专项债不知是有意还是无意地滞后发行，避免了下半年经济动能快速衰竭，这样保证了全年的经济稳定。

我们对下半年经济仍比较乐观。第一，随着疫苗接种率上升，供给约束将逐步缓解。第二，专项债加快发行，基建投资增速可能止跌回升。第三，消费增速还有很大上升空间。（1）消费场景限制逐渐消除；（2）收入增速一般滞后于经济增速，收入增速还会上升；（3）预防性储蓄短期抑制消费，长期会消失；（4）疫情前居民支出占收入的比重约为65%，目前仍低于60%，消费具有资金支持。第四，全球经济依次复苏，中国出口动力绵绵不断。

图1：供给需求各项增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、工业生产维持高景气，服务业生产加速

5月工业生产实际同比增长8.8%，比2019年同期增长13.6%，两年平均增长6.6%，两年平均增速略低于4月的6.8%。从环比看，5月工业生产实际环比增长0.52%，增速和上月持平。5月工业生产仍维持在较高增速，供给约束对生产产生了负面影响。不过，由于前期工业生产增速较高，即使小幅下降也是合理的。

三大行业中，5月制造业生产增速较4月下降1.3个百分点，是工业生产的拖

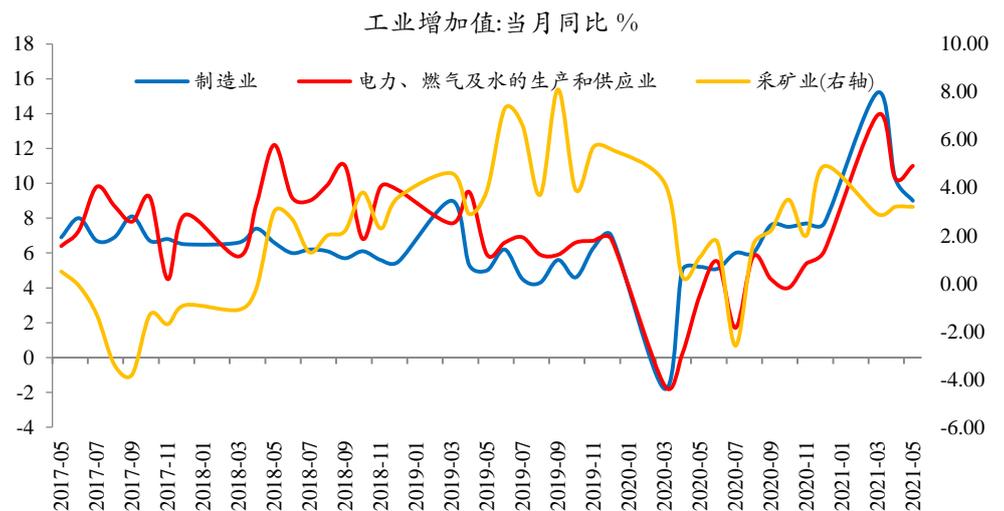
累因素；采矿业生产增速和上月持平，均为 3.2%；公用事业生产增速则是从 10.3% 上升到 11%。

从制造业细分行业来看，和出口相关的行业生产增速较高，疫苗加快接种、周边地区疫情恶化，医药制造业生产增速大幅上升，计算机等设备制造业增速也长期维持较高增速。相反，由于缺少芯片，汽车制造业生产增速下滑较快。或许受原材料上涨影响，纺织业、非金属矿物制品业、专用设备制造业、橡胶和塑料制品业生产增速也出现较大幅度下滑。

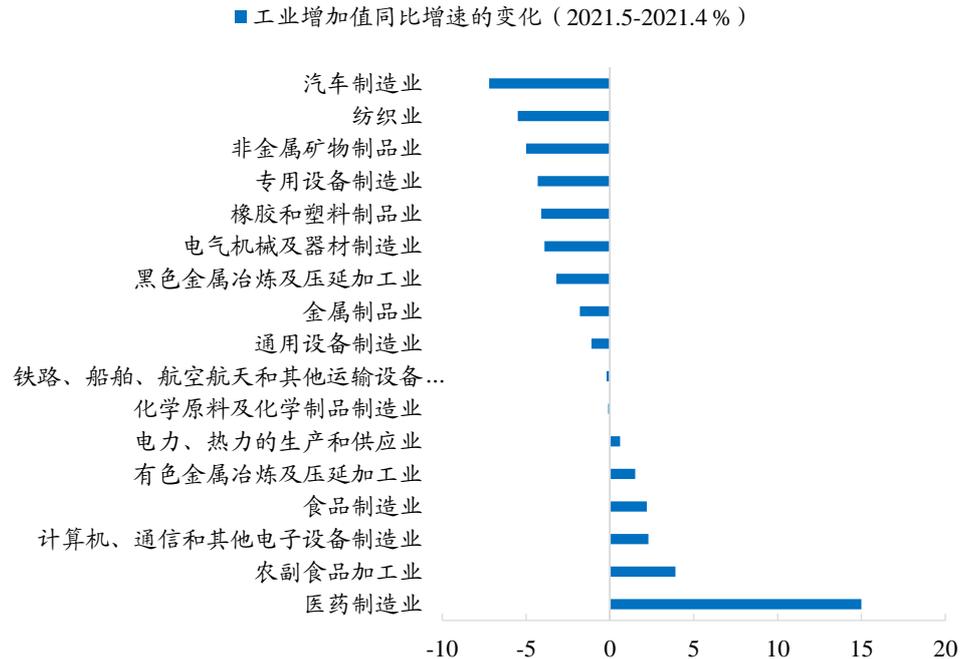
工业生产增速维持高位的同时，服务业生产加速，整体的产出缺口仍为正，经济周期仍处于繁荣阶段。5 月服务业生产指数两年平均增速为 6.6%，较 4 月上升 0.4 个百分点。服务业业务活动预期指数为 62.4%，未来服务业仍将保持高景气。

从结构上看，第一，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究和技术服务业一直维持高增速。第二，在“五一”假期拉动下，铁路运输、航空运输、住宿等行业商务活动指数连续两个月高于 65.0%。第三，居民消费密切相关的零售、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于 4 月。

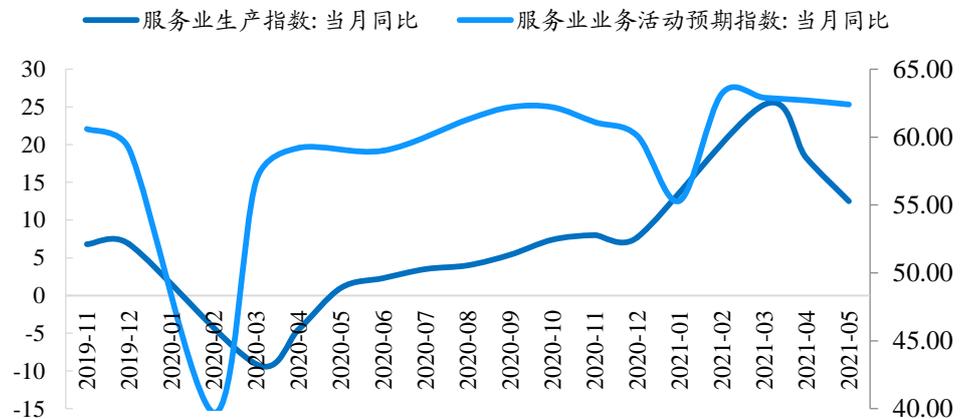
图2： 三大产业生产增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3: 各行业生产增速变化

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 服务业景气度较高

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、基建投资增速或将企稳

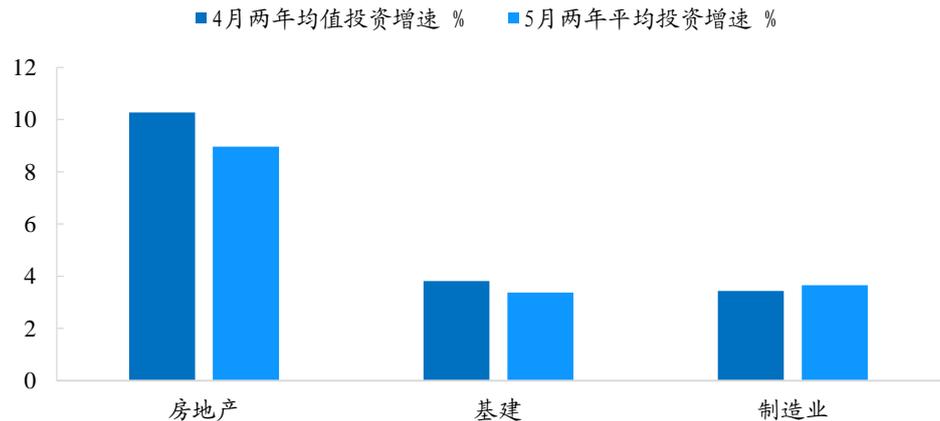
1-5月投资两年平均增速是4.2%，高于4月的3.9%。不过，我们测算的单5月投资两年平均增速从5.9%下降到4.8%。

就单5月而言，企业盈利改善下，制造业投资两年平均增速从3.4%上升至3.7%。下半年企业盈利增速或许会下降，但仍将保持在高位，制造业投资增速仍有上升空间，但是由于2022年经济下行压力重来，制造业开启新一轮大的资本开支的可能性不是很大。基建投资两年平均增速有所下滑，从3.8%降至3.4%。后续专项债加

快发行，基建投资增速可能会稳定下来，甚至反弹回升。

房地产调控下，5月房地产投资两年平均增速为8.9%，低于上月的10.3%。这轮房地产周期从2020年10月开始进入向下阶段，当前房屋新开工面积增速、施工面积增速、土地成交款增速均在下滑，未来房地产投资增速还会进一步下降，但是由于按揭贷款规模仍比较高，商品房销售回款增速保持在高位，房地产投资的资金没有快速萎缩，这会支撑房地产投资，投资增速下滑不会太快。

图5：三大行业两年平均投资增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、消费仍有很大修复空间

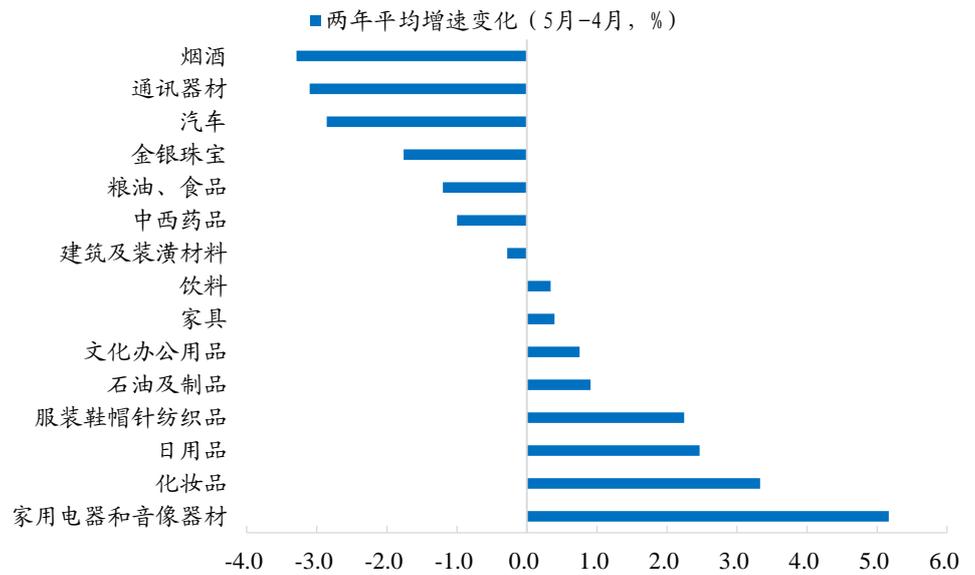
5月社会消费品零售两年平均增速是4.5%，高于4月的4.4%，消费增速修复进程过半，还有很大空间。

按消费类型分，5月，服务业消费继续改善，餐饮消费两年平均增速为1.3%，比上月高0.9个百分点；而商品消费两年平均增速为4.9%，较上月下降0.1个百分点，这主要是汽车消费的拖累，除汽车以外的消费增速为4.5%，较上月上升0.5个百分点。

具体商品类型来看，5月，房地产后周期时代，家用电器和音像器材两年平均消费增长较快；和日常生活相关的化妆品、日用品、服装鞋帽针纺织品两年平均消费增速也有较大幅度上升；然而，受芯片短缺、广东疫情影响，通讯器材、汽车两年平均消费增速下降幅度较大。另外，从绝对增速水平来看，饮料、日用品、化妆品、烟酒两年消费增速较高，均在12%以上。

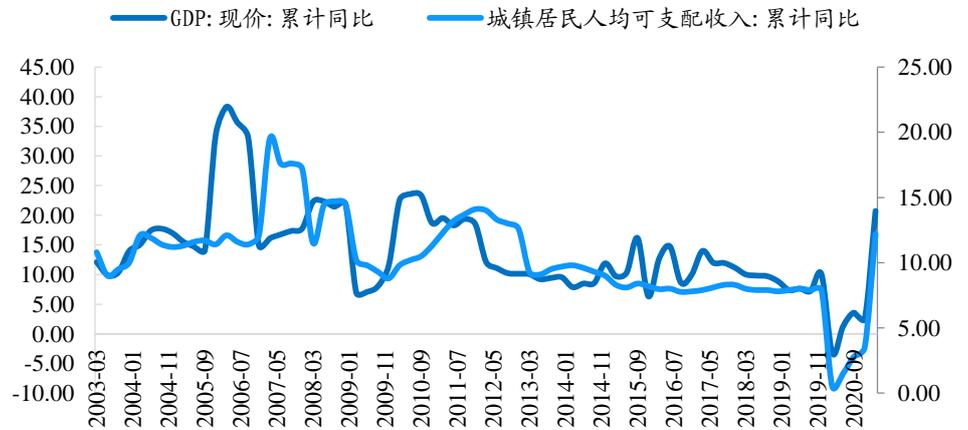
未来消费增速还有很大修复空间。第一，收入增速一般滞后于经济增速，收入增速还会继续回升。即使经济增速下滑，但只要高于潜在经济增速，失业率就会继续下滑，工人薪资议价能力增强，收入增速仍会上升。第二，预防性储蓄短期会抑制消费，但是随着经济预期的好转，长期会消除。第三，长期来看，居民收入增速和消费增速相匹配，疫情前居民支出占收入的比重约为65%，目前仍低于60%，所以消费增长仍有空间。

图6: 各行业生产增速变化



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 收入增速之后经济增速



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_20250



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn