

供需面临回落式收敛

——2021 年 5 月经济数据点评

5 月规模以上工业增加值当月同比 8.8%（市场预期 8.6%）；社会消费品零售总额当月同比 12.4%（市场预期 12.8%）；城镇固定资产投资额累计同比 15.4%（市场预期 16.4%），其中全口径基建投资累计同比 10.4%，房地产投资累计同比 18.3%，制造业投资累计同比 20.4%。

一、生产：工业增势延续，服务业稳中有升

工业生产保持高增长，增速逐渐向近年平均水平回归。5 月份，全国规模以上工业增加值两年平均增长 6.6%，较上月回落 0.2 个百分点。在出口景气延续、房地产投资保持旺盛、制造业投资回升的背景下，制造业生产依旧强劲，同比增长 9.0%，两年平均增长 7.1%。其中，高技术制造业继续领跑，增加值同比增长 17.5%，两年平均增长 13.1%。前瞻地看，工业生产短期仍将保持高增长，不过，随着经济动能趋弱及环保限产制约，未来工业增加值增速将逐渐回落至近年平均水平。

服务业生产稳定增长，复苏前景持续向好。在“五一”假期带动下，5 月全国服务业生产指数同比增长 12.5%，两年平均增长 6.6%，较 4 月份加快 0.4 个百分点。结构上，当前商务服务业等生产性服务修复已进入尾声，经营活动指数自高位逐渐回落；住宿餐饮等生活性服务业仍处于修复之中，未来可能受国内疫情零星爆发影响出现波动。

二、投资：稳步增长，结构分化

全国城镇固定资产投资稳步增长，两年平均增长 4.2%，比 1-4 月提升 0.3 个百分点。5 月固定资产投资同比增长 5.5%，两年平均增长 4.7%。

（1）房地产：投资韧性尤在，政策制约显现

商品房销售面积两年平均增速与上月持平，销售金额小幅下滑。房地产投资保持高增速，1-5 月累计投资两年平均增长 8.6%。在“三条红线”政策约束下，竣工面积大幅增加。受集中供地政策出台影响，土地



成交量短期仍不及往年同期，同时溢价率有所下滑。土地出让收入划转至税务部门的新政，将打击部分地区城投企业非市场化拿地行为，进而平抑土地溢价率。

随着销售景气度边际下滑以及房地产贷款集中度政策逐渐发力，房企融资压力加大，自筹资金依赖度边际上升。个人按揭贷款增速逐月回落，两年平均增速从 2 月 19.7% 下滑至 5 月 9.5%。3 月以来自筹资金增速大幅回升，两年平均增速从 3 月 2.5% 上升至 5 月 9.7%。国内贷款维持低增速，5 月两年平均增速仅为 0.7%。

前瞻地看，房地产投资将在下半年维持韧性，但各项政策的调控效果将逐渐显现。一是“三条红线”政策将继续促使房企加快建安进度和施工竣工，支撑房地产投资；二是住宅供地“两集中”和土地出让收入划转变更政策，或将带来部分地区土地市场降温；三是房地产贷款“集中度”政策，或将逐渐把住房地产资金闸门，形成资金面的有效制约。

（2）基建：高基数下回落

基建投资增速边际回落，两年平均增速为 3.3%，与 1-4 月持平。5 月当月基建投资同比增长-3.6%，两年平均增长 3.4%，增速较 4 月回落 0.4 个百分点。

高基数是本月基建投资增速回落的主要原因。去年 5 月，为缓解疫情对经济的冲击，基建投资大幅增长，当月同比增速达到 10.9%，为全年高点。受此影响，今年 5 月基建投资同比出现负增长，但这并不意味着出现实质性下滑，从两年平均来看，投资增速仍保持稳定。此外，财政后置对基建投资的制约仍然存在。5 月新增专项债发行有所提速，但 1-5 月累计发行额仍低于近 2 年同期水平，导致资金端难以支撑基建投资增速进一步上行。前瞻地看，未来随着专项债发行规模逐渐扩大，基建投资增速有望小幅上行，全年保持稳定增长。

（3）制造业：边际回升延续

制造业投资增速保持回升。1-5 月制造业投资两年平均增速 0.6%，比 1-4 月提升 1 个百分点。5 月当月制造业投资增长 13.5%，两年平均



增速 3.7%，比上月提升 0.3 个百分点。

制造业投资增速上行的主要动力来自高技术产业，5 月高技术制造业同比增长 29.9%，两年平均分别增长 15.5%。而传统产业在疫情风险、消费回升缓慢、环保政策趋严等因素影响下，投资回升相对较慢，目前部分原料加工类、设备类行业，以及医药制造、计算机电子设备制造业投资两年平均增速已经转正，但多数消费品制造业投资仍未达到 2019 年同期水平。

前瞻地看，制造业投资整体有望保持边际回升。高技术制造业投资在产业转型升级的推动下将保持高增长，同时随着经济的不断恢复，传统产业生产经营中面临的不确定性将逐渐下降，投资意愿上升。

四、消费：修复不温不火

消费复苏节奏平稳，在“五一”假期带动下动能边际增强。5 月同比增长 12.4%，两年平均增长 4.5%，环比增长 0.8%，较上月上涨 0.5 个百分点。餐饮消费增长仍然乏力，受假期拉动其两年平均增速上涨至 1.4%，仍低于商品消费 3.5 个百分点，而疫前餐饮消费年均高于商品消费 0.8 个百分点。

消费复苏依旧缓慢：一是居民收入 K 型复苏和预防性储蓄上升，继续压制消费整体增长。二是受常态化疫情防控影响，居民活动半径收缩，接触式消费意愿下滑。三是商品房销售景气和居民高杠杆对消费形成一定挤出，且期房销售占比高于现房，导致商品房销售并未对相关耐用消费品形成强劲拉动。值得一提的是，后疫情时代的消费结构中仍有亮点，体育娱乐用品类、通讯器材类商品和汽车消费保持高增长。

前瞻地看，消费修复或仍将偏缓。居民收入增长分化、杠杆上升及疫情等不利因素仍将拖累消费复苏。其中，近期我国部分区域疫情的零星爆发将再度短暂抑制接触性消费。

四、前瞻：供需回落式收敛

5 月我国经济延续了稳步复苏的态势，运行情况基本符合预期。工业生产保持高增长，增速向近年均值回归；投资整体稳定回升，房地产

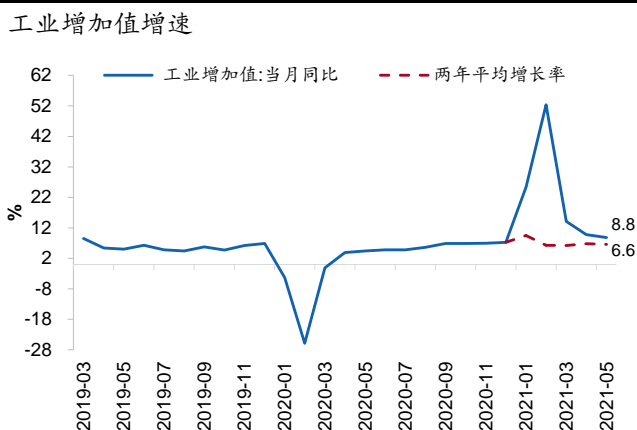
投资维持高增长，制造业投资边际上行，基建投资受高基数影响小幅回落；消费修复仍然偏弱。

前瞻地看，我国经济仍将持续修复，但供需总体上将呈回落式收敛。需求方面，严调控下房地产投资对经济的拉动作用将边际减弱；在专项债资金支持下，基建投资这一逆周期产业对经济修复的贡献或将边际上升；消费和制造业投资增速将进一步恢复，但节奏均较缓慢。生产方面，随着需求修复斜率趋缓，叠加环保限产和原材料成本上升的影响，工业生产和企业利润的增长动能也将趋弱。

(评论员：谭卓 黄翰庭 牛梦琦)

附录：

图 1：工业生产增势延续



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：生产性服务业修复已接近尾声

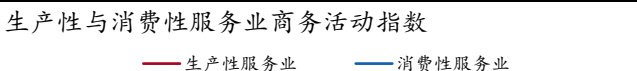
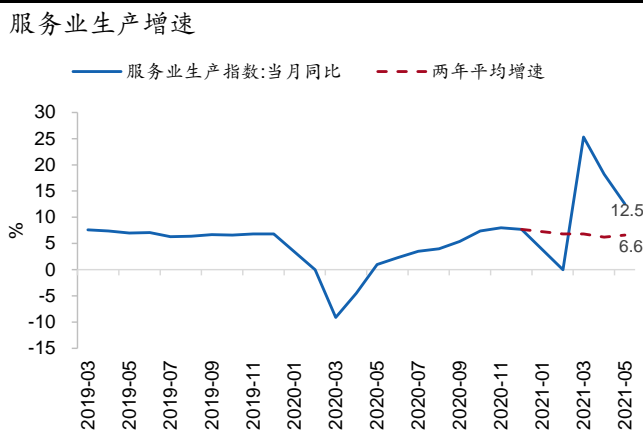
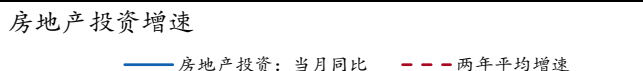


图 2：服务业生产稳中有升



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：房地产投资韧性尤在



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_20262

