

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

经济的“稳中忧”

报告原因：事件点评

——2021 年 5 月经济数据点评

2021 年 6 月 16 日

宏观研究/点评报告

事件

- 6 月 16 日，统计局发布 2021 年 5 月份经济数据。

点评

- 工业增加值同比小幅改善。**5 月工业增加值当月同比 8.8%，前值 9.8%，两年复合同比达到 6.6%，前值 6.8%，工业增加值增速保持稳健。2021 年 5 月较 2019 年 5 月少 2 个工作日，而 2021 年 4 月较 2019 年 4 月工作日天数相同，两年复合同比的下降基本可以用同期工作日天数的减少来解释。从分行业来看，采矿业两年复合同比有所升高，可能与国家稳价要求下采矿业扩大供给相关。另外，已公布的制造业行业中，两年复合同比上升的行业包括农副产品和食品制造、医药制造和电子设备制造。两年复合同比水平较高的行业主要仍未出口带动的设备制造、电气设备制造和电子设备制造，两年复合同比均超过 10%。

- 投资同比继续修复。**固定资产投资 5 月累计同比 15.4%，前值 19.9%，隐含当月同比 4.18%，两年复合同比为 4.02%，前值 5.26%。基建投资成为单月投资同比下降的主要拖累项。

- 房地产投资重新转弱。**房地产投资 5 月隐含当月同比 9.84%，前值 13.68%，两年复合当月同比 8.96%，前值 10.27%。我们曾在上月经济点评中指出，4 月房地产投资转强主要来自土地购置费同比的转强，但持续性存疑。从去年土地成交价款同比的变动来看，5 月和 6 月稍弱，或提示 5-6 月土地购置费同比较 4 月转弱。同时，施工同比持续弱化，与最近两月建设投资同比的走弱相互对应。今年，虽然竣工同比单月波动较大，但累计同比始终高于新开工，或提示今年房地产企业加快赶工，施工同比与建设投资同比将逐渐转弱。5 月，房地产销售两年复合同比重重新升高，说明房地产销售同比当前能够维持在相对稳健的水平，房地产资金来源同比的下限有所保证。

- 基建投资同比转负。**基建投资 5 月隐含当月同比-3.64%，前值 2.83%，两年复合当月同比 3.38%，前值 3.81%。前期地方债发行速度偏慢，并且叠加去年 5 月基建投资基数相对较高，基建当月投资大幅回落。去年 5 月基建投资对应着去年 1 月地方债超高发行，以及复工之后集中建设，所以造成投资同比在去年 5 月出现跳升。不过随着近期地方债发行提速，同时去年 6-7 月份地方债发行为特别国债让路，

山证宏观固收团队

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

在今年三季度后，基建投资同比或重新修复。但总体来看，今年整体经济增速能维持在潜在增速附近，因此基建上行的空间有限。

➤ **制造业投资两年复合同比改善幅度减弱。**制造业投资 5 月隐含当月同比 13.5%，前值 14.7%，两年复合当月同比改善幅度有限，为 3.66%，前值 3.44%。已公布的行业中，5 月投资同比较 4 月改善的行业与工业增加值同比较 4 月改善的行业多有重合，包括农副产品和食品制造、医药制造和电子设备制造，这说明上述行业企业供需两旺。相对而言，今年以来，汽车制造投资同比持续表现不佳，或与最近汽车销售同比的回落相关。

➤ **社零两年复合同比修复依然缓慢。**社零 5 月当月同比 12.4%，前值 17.7%，两年复合当月同比 4.52%，前值 4.34%。各单项商品零售两年复合同比和 4 月相比变化不大，其中可选类消费的服装、日用品、化妆品和家电改善幅度相对较大。从今年整体变化趋势来看，汽车消费有明显弱化的趋势，拖累整体社零。而石油及制品类、家电同比虽然边际改善，但目前水平不高，同样制约社零同比修复。此外，餐饮收入两年复合当月同比从 4 月的 0.4% 上升至 5 月 1.3%，与餐饮收入同属情景类消费的服装今年已经来到了疫情前的水平。新冠疫情影响漫长，使不同品类消费在恢复过程中出现了严重的错位，这使得消费的恢复要比以往周期缓慢得多。

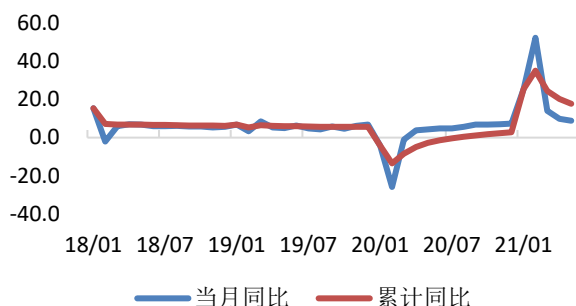
➤ **5 月需求分项变化与 4 月相反，但经济仍处于平衡态。**5 月生产端稳健，需求端则消费稍有改善，投资回落，需求端的变化与 4 月正好相反。但除了基建投资外，其余分项无论是改善还是回落，边际变化的幅度已经远小于疫情冲击和疫情后的恢复时期。同时，多数行业的边际变化也非常有限。这说明经济已经处于平衡态，短期经济总量和分项动能变化都不会太大，经济增速基本确定处在潜在增速附近。

➤ **部分经济中的领先或同步分项已有弱化迹象。**结合近期的数据，后续需警惕部分分项的弱化。首先，地产建设投资或迎来周期拐点，随着施工面积的减少，地产投资同比或逐步下行。其次，出口份额确定下降。随着全球生产动能恢复，我国出口面临部分产业链回流，这将使出口同比难以重现今年一季度的高点。再次，汽车消费或已过高峰。从最近几个月社零数据看，汽车消费有退潮的趋势。尽管如此，这些对后续经济不利的因素在短期或下降斜率有限，或仍能维持相对韧性，或被其他分项所对冲，短期来看不会拖累经济的总体增速，但须警惕这些因素逐步由量变到质变，进而引发经济周期拐点的可能。

➤ **风险提示**

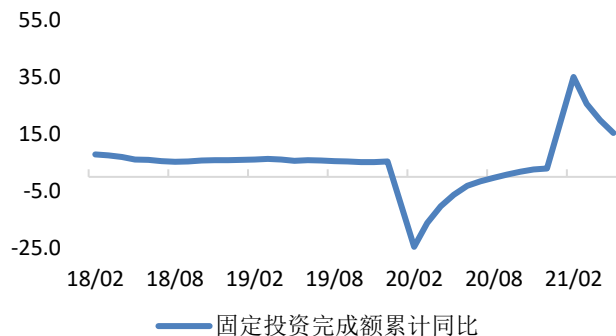
- 1、非标融资收缩对地产投资等影响过大；
- 2、出口份额的回落迅速对外向型行业产生影响；
- 3、可选类消费回暖幅度有限，难以对冲汽车消费的弱化。

图 1：工业增加值同比走势



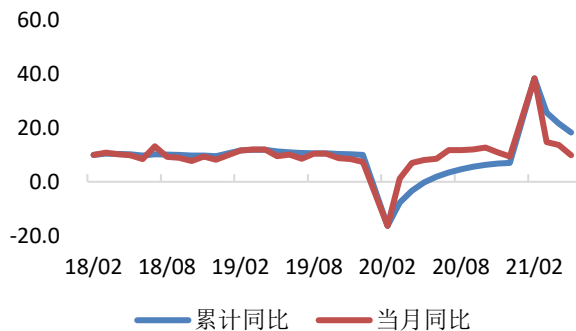
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



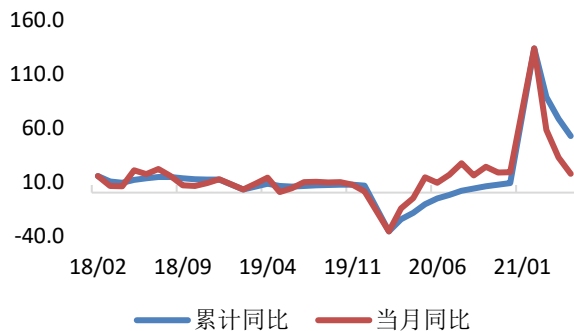
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



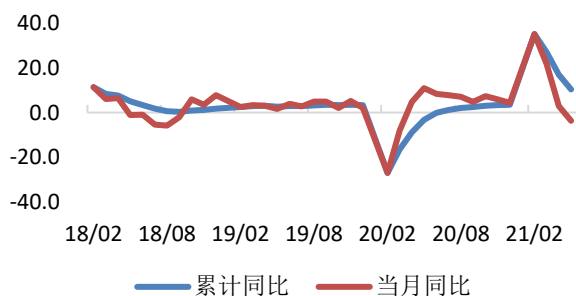
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



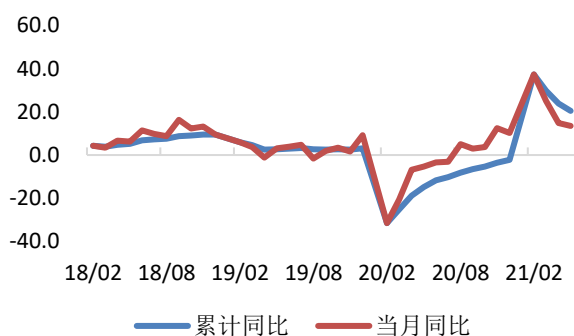
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



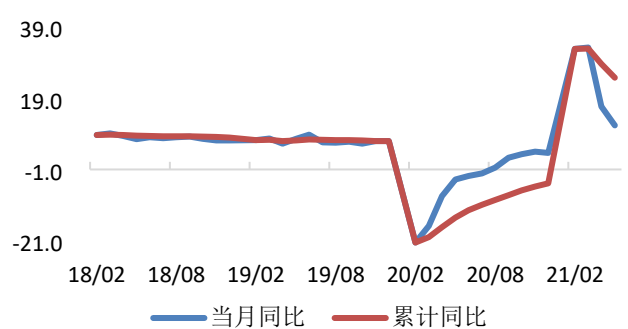
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

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_20172

