5 月经济数据评论

宏观经济点评

消费稳定、投资走弱，需求拐点显现？

1、5 月固定资产投资累计同比 15.4%，前值 19.9%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 8.5%，两年平均增长 4.2%。其中按照分项来看，三大投资同比涨幅均有所放缓，其中，基建投资放缓较显著，房地产投资增速加速走弱，制造业投资依然保持强劲。

2、工业生产增速累计同比涨幅放缓。5 月工业增加值累计同比 17.8%，前值为 20.3%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。

3、消费整体保持稳定，但增速不及预期。累计同比较 2019 年 5 月份增长 9.3%（前值 8.8%），两年平均增速为 4.5%，其中，地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄，但升级消费中石油及制品类消费同比涨幅有所上升。

4、5 月经济数据表明投资需求整体放缓。首先，房地产投资当月同比涨幅加速收窄。本月房屋销售额和面积累计同比涨幅持续收窄，但建安投资维持高位对整体房地产投资增速起到支撑的作用。往后看，地产投资走弱的趋势将有所延续，三道红线在供给层面上约束了房企拿地的积极性，5 月金融数据中的居民中长期贷款同比由正转负和当前房企资金来源的数据都进一步印证了地产销售走弱和房企融资能力回落。另外，由于下半年房地产销售基数较高，房地产成交面积将面临较大的下行压力，带动房地产投资加速回落。**第二，剔除基数影响下，5 月制造业投资韧性依然较强但增速放缓。**从结构来看，装备制造业、高新技术制造业、通用专业设备、轻工业虽然涨幅较前值放缓，但整体增速依然较可观。当前高新技术相关的产业依然受益于全球产业链疫情后的需求共振，且在政策约束下，上游涨价对于中下游的压力逐步减弱，中下游的企业利润逐步扩张，整体制造业投资韧性仍存。另外，5 月高炉开工率的反弹和 PMI 生产指数回升对本月工业增加值形成支撑。但往后看，制造业投资涨幅也逐步向正常化靠拢。**第三，5 月社零依然不及预期，餐饮收入两年平均下降 0.3%。**从汽车部分来看，乘联会公布的 5 月狭义乘用车 162.6 万辆，同比上行 1.1%，但是较前值的 12.3%出现明显回落，表明汽车销售并不强。芯片短缺对生产形成制约以及基数逐渐回归正常化，导致汽车销售对于 5 月消费的贡献度加速回落。从石油及制成品来看，5 月原油价格进一步上升带动国内成品油价格调高，叠加五一旅游出行旺季带动石油需求走强，对消费形成支撑。从地产链条来看，随着房地产周期的回落，地产相关的后周期产业链的景气程度也将有所走弱。**第四，5 月基建投资表现较弱，当月同比由正转负。**财政部公布数据显示 5 月发行新增地方债券 5701 亿元，发行规模低于市场普遍预期的二季度发行高峰，且前 5 个月发行进度也低于前两年，只完成已下达债务限额的 16.51%，上半年在在地方政府稳增长压力较小的背景下，专项债发行的意愿有所减弱。但 5 月 PMI 中的建筑业商务活动指数回升，意味着专项债的发行速度已经有所加快，预计后续基建投资表现稳中回升。**第五，在需求放缓、信用逐渐趋稳的背景下，货币政策短期维持“按兵不动”。**从 5 月的经济数据显示，需求整体放缓、地产投资加速回落、社零短期难以存在较大的起色，未来主要依靠地方政府专项债发行加快带动基建回升。另外，从信用层面来看，5 月金融数据显示，社融存量增速跌至 11%，意味着信用需求或许已经接近年内低点，随着专项债的发行速度加快，后续广义流动性逐渐趋稳，逐渐从“紧信用”过度至“稳信用”，货币政策短期维持不变。

风险提示：流动性收缩导致短端利率出现较大上升；信用收缩过快、过大导致系统性信用风险爆发；通胀大幅超出预期，导致货币政策被动收紧。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

图表 1：5 月经济数据：消费稳定、投资走弱

国金宏观5月经济数据点评：消费稳定、投资走弱，需求拐点显现？					
经济指标	单月增速（%）		累计增速（%）		数据描述与趋势判断
	4月	5月	1-4月	1-5月	
社零	17.7	12.4	29.6	25.7	**累计额同比较2019年5月份增长9.3%，两年平均增速为4.5%。**具体来看，地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均不同程度收窄；受到能源价格上行影响，当月同比中石油制品涨幅扩大。
投资	9.9	4.2	19.9	15.4	**基数效应渐退叠加政策回归常态，整体增速回落；累计同比较2019年同期增长8.5%，两年平均增长4.2%。**其中按照分项来看，三大投资同比涨幅均有所放缓，其中基建投资放缓较显著。
民间投资	12.9	11.7	21.0	18.1	**民间投资累计同比涨幅回落，但增速高于整体固定资产投资。当月同比依然处于较高的水平。**
基建投资	2.8	(3.6)	16.9	10.4	**基建投资当月同比由正转负。**分项来看，电热燃水生产和供应业当月同比转负（-7.0%），铁路、道路交通运输业投资当月同比转负（-5.4%），水利、环境和公共设施管理业当月同比转负（-1.0%）。
制造业投资	14.7	13.5	23.8	20.4	**基数效应下，当月同比涨幅小幅收窄，但增速在三大投资分项中依然最强。**从结构来看，装备制造业、高新技术制造业、通用专业设备、轻工业虽然涨幅较前值放缓，但整体增速依然较可观。
房地产投资	13.7	9.8	21.6	18.3	**基数效应基本消退背景下，当月同比涨幅收窄幅度较大，表明房地产投资加速回落。**
新开工面积	(9.3)	(6.1)	12.8	6.9	**累计同比涨幅收窄，当月同比跌幅收窄。**
资金来源	19.6	14.0	35.2	29.9	**累计同比涨幅收窄。**其中利用自筹资金、国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款和其他资金累计同比涨幅不同程度收窄，但是利用外资累计同比跌幅收窄。
商品房销售面积	19.2	9.2	48.1	36.3	**商品房销售面积、销售额同比涨幅收窄。**整体来看，三道红线在供给层面上约束了房企拿地的积极性，但整体数据依然处于历史高位。
商品房销售额	32.5	17.5	68.2	52.4	
出口	30.6	27.9	44.0	40.2	**出口略低于预期，但是整体依然维持在高位。**出口结构上，生产性商品出口依然较强，防疫类和生活类产品表现疲软。**进口表现强劲，大宗商品价格贡献强化。**一方面受到大宗商品进口价格贡献强化，另一方面集成电路相关产品进口依然受益于全球产业链疫情后的需求共振。往后看，进口有望高位回落，出口维持趋势性回落。第一，新兴市场疫情虽然有所反复，但是供应链逐步恢复，劳动密集型产品出口替代有所回吐。第二，美国供需错位存修复空间，我国出口高位回落将有所延续。第三，大宗商品价格上涨对于进口的贡献度将有所回落。
进口	38.1	51.1	31.9	35.6	
工业增加值	9.8	8.8	20.3	17.8	**1-5月工业生产累计同比涨幅收窄。**从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。
出口交货值	18.5	16.9	27.3	24.9	**1-5月出口交货值累计同比涨幅收窄，当月同比涨幅收窄。**
发电量	11.0	7.9	16.8	14.9	**1-5月发电量累计同比涨幅收窄。**
粗钢产量	13.4	6.6	15.8	13.9	**1-5月粗钢产量累计同比涨幅收窄，且当月同比涨幅收窄较多，钢厂开工积极性有所回落。**
M1	-	-	6.2	6.1	**信贷仍强于季节性，市场融资需求旺盛。**总量上看，“不急转弯”特征明显。从结构上来看，居民中长期贷款回落，企业中长期贷款相对稳定。**M2同比回升意味着信用供给改善。**从总量上看，M1和M2余额回升，M1同比回落，M2 同比回升。从结构上看，新增企业存款减少、财政存款增加，新增居民存款和新增非银存款增加。**信用供给转向扩张，信用需求低点或已出现。**首先，新增信贷变化依然反映政策“不急转弯”特征。第二，信用供给转向扩张，信用需求低点或已出现。第三，需求和供给缺口收窄，短端利率（DR007）保持较低水平，对应流动性在五月份保持较宽松状态。第四，信用趋于稳定，其对资产估值的影响弱化。
M2	-	-	8.1	8.3	
信贷（万亿）	1.5	1.5	9.1	10.6	
社融（万亿）	1.9	1.9	12.1	14.0	
CPI	0.9	1.3	0.2	0.4	**CPI同比涨幅扩大，环比跌幅收窄。**从食品分项来看，猪肉价格依然为主要拖累。随着生猪产能供给逐渐恢复，叠加生猪的平均重量上行，整体的生猪出栏总量已经基本回到疫情前的水平传统线下服务复苏放缓，导致核心CPI环比表现疲软。从能源分项来看，原油价格上涨影响终端消费中交通通信燃料分项价格，成为CPI上涨的主要推力。**PPI同比涨幅扩大，环比涨幅上行。**5月PPI生产资料大幅回升主要受到工业品价格上涨影响。供给受限预期叠加资金推升期货价格背景下，石油和天然气开采业价格、石油、煤炭及其他燃料加工业价格和有色金属冶炼及压延加工业价格环比均不同程度走高。但5月上游涨价压力并没有在中下游行业中体现。与此相印证的是生产资料对生活资料的拉动效应并不强。其中耐用消费品价格涨幅较上月出现明显回落，表明需求端的复苏虽然趋势仍在，但是终端消费意愿依然不强。
PPI	6.8	9.0	3.3	4.4	
制造业PMI	51.1	51.0	-	-	5月制造业PMI录得51.0%，较前值回落0.1个百分点，虽然仍位于荣枯线以上，但制造业扩张力度减弱。1) 从企业规模来看，中大型企业PMI扩张加速但小型企业PMI进入收缩区间内。2) 5月供给端回升，但是需求端回落。3）新出口订单回落，进口持续回升。4）库存方面持续回落，企业补库存意愿不强。5）原材料价格上涨加速，负面影响进一步体现。从非制造业来看，建筑业PMI回升但是服务业PMI小幅回落。
非制造业PMI	54.9	55.2	-	-	
综合PMI	53.8	54.2	-	-	

来源：国家统计局，财政部，中国人民银行，中国货币网，Wind，国金证券研究所

正文如下：

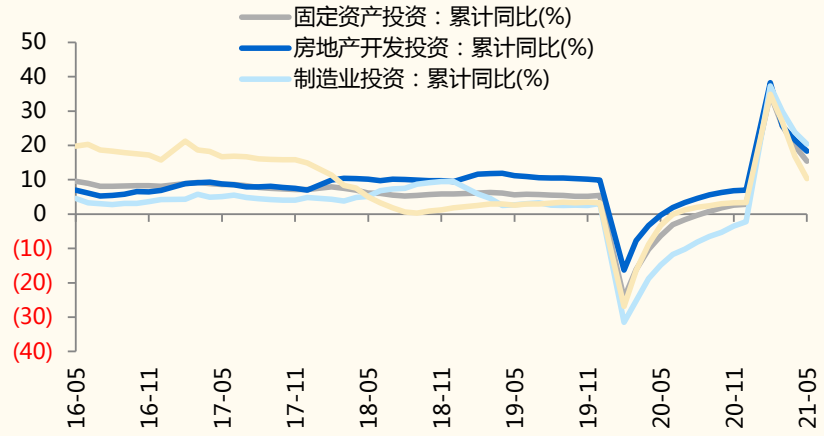
1、固定资产投资受到基数效应渐退叠加政策回归常态，整体增速回落。5 月固定资产投资累计同比 15.4%，前值 19.9%。固定资产投资累计同比较 2019 年同期增长 8.5%，两年平均增长 4.2%。其中按照分项来看，三大投资同比涨幅均有所放缓，其中基建投资放缓较显著，房地产投资增速加速走弱，制造业投资依然保持强劲

（1）1-5 月基建累计同比较前值涨幅回落。分项来看，电热燃水生产和供应业涨幅收窄；铁路、道路交通运输业投资涨幅收窄；水利、环境和公共设施管理业涨幅收窄。具体来看：1）交运行业累计同比为 12.1%（前值 19.8%），其中铁路运输业涨幅收窄至 7.1%（前值 27.5%），道路运输业累计同比涨幅回落至 10.6%（前值 16.8%）；2）水利大环保行业累计同比涨幅收窄至 10.2%（前值 15.6%），其中权重最大的公共设施管理业涨幅收窄至 8.7%（前值 14.1%），水利管理业涨幅收窄至 15.4%（前值 24.9%）。

（2）1-5 月制造业累计同比涨幅较前值放缓。从分项来看，装备制造业和高技术制造业虽然涨幅较前值放缓，但是增速依然较可观。汽车累计同比跌幅继续扩大。具体来看，1）新兴行业中，医药制造业累计涨幅收窄至 24.2%（前值 33.1%），计算机通信行业累计同比涨幅收窄至 27.6%（前值 30.8%）；2）装备制造业中，汽车制造业累计同比跌幅扩大至-3.7%（前值-3.0%），运输设备行业累计同比收窄至 34.2%（前值 44.5%）；3）通用专用设备业中，通用设备累计同比涨幅收窄至 9.4%（前值 11.8%），专用设备累计同比涨幅收窄至 28.9%（前值 30.2%）；4）轻工行业中，农副食品加工业累计同比涨幅收窄至 34.7%（前值 36.7%），食品制造累计同比涨幅收窄至 16.3%（前值 17.8%）；5）传统行业中，有色金属冶炼及压延加工业累计同比涨幅收窄至 15.5%（前值 22.9%）。

（3）1-5 月房地产投资累计同比涨幅收窄。随着政策约束影响，1-5 月新开工面积累计同比涨幅收窄。房地产开发资金累计同比涨幅走弱，商品房销售面积、销售额累计同比涨幅收窄。

图表 2：固定资产投资累计同比涨幅收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

2、工业生产增速累计同比涨幅放缓。5 月工业增加值累计同比 17.8%，前值为 20.3%。从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。

从结构来看，采矿业、制造业和公共事业累计同比涨幅均出现收窄。采矿业累计同比 7.4%（前值 8.4%），制造业累计同比 19.3%（前值 22.2%），公用事业部门累计同比 13.8%（前值 14.5%）。

从制造业内部结构来看，除医药制造业外，主要行业均累计同比涨幅收窄。

1）新兴产业除医药制造业外累计同比涨幅收窄。其中化学原料累计同比 15.6%（前值 17.6%），医药制造业累计同比 28.4%（前值 25.9%），计算机、通信和电子行业累计同比为 21.5%（前值 24.2%）。

2）装备制造业累计同比涨幅收窄。其中汽车累计同比 29.3%（前值 38.8%），金属制品业累计同比 30.5%（前值 33.9%），运输设备业累计同比 17.9%（前值 21.2%），电气机械器材业累计同比 33.5%（前值 37.9%）。

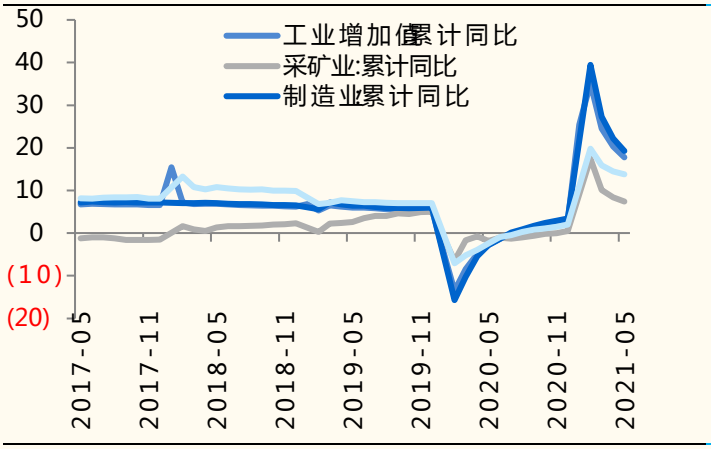
3）通用专用设备制造业同比涨幅收窄。其中通用设备制造业累计同比 27.2%（前值 31.6%），专用设备制造业累计同比 22.6%（前值 28.2%）。

4）轻工业同比涨幅收窄。其中农副食品加工业累计同比涨幅收窄 10.9%（前值 11.8%），食品制造累计同比涨幅收窄至 10.7%（前值 12.7%），纺织业工业累计同比涨幅收窄 10.8%（前值 16.1%）。

5）传统制造业同比涨幅收窄。黑色金属冶炼及压延加工行业增加值累计同比涨幅收窄至 13.4%（前值 14.8%），有色金属冶炼及压延加工业累计同比 9.2%（前值 10.7%），非金属矿物制品业累计同比 21.7%（前值 26.7%）。

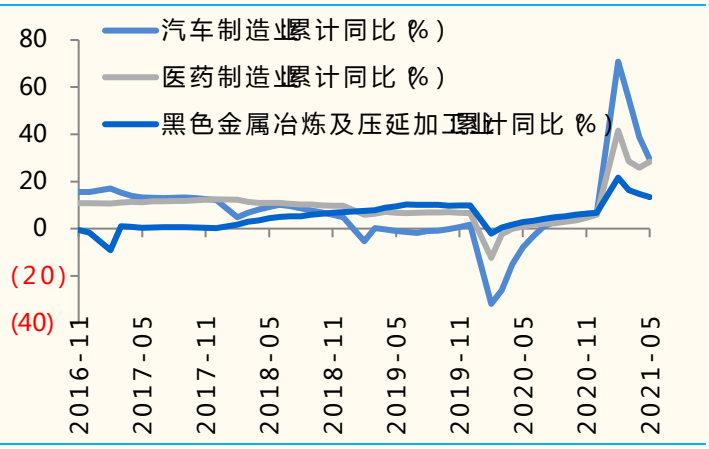
规模以上工业企业出口交货累计同比涨幅收窄。规模以上出口交货值累计同比涨幅收窄至 24.9%（前值 27.3%）。

图表 3：工业增加值累计同比涨幅回落（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：医药制造业累计同比走阔（%）



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

3、消费整体保持稳定，增速不及预期。累计同比较 2019 年 5 月份增长 9.3%（前值 8.8%），两年平均增速为 4.5%，其中地产链条、升级消费、汽车销售累计同比涨幅均收窄，升级消费中石油及制品类消费同比涨幅有所上升。从环比看，5 月份社会消费品零售总额增长 0.81%。

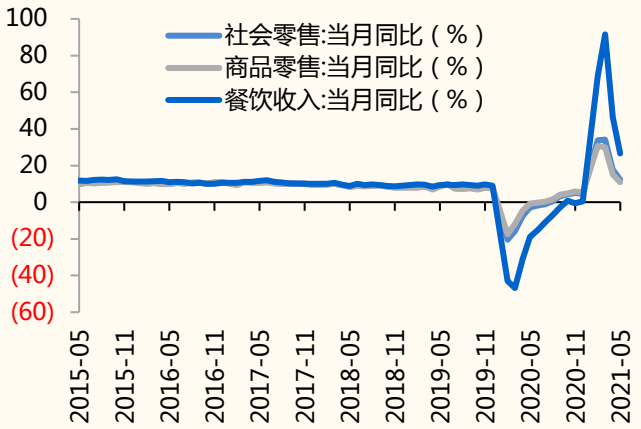
地产链条细分类涨幅均有所收窄。建筑装潢材料当月同比 20.3%（前值

30.8%）；家具当月同比 12.6%（前值 21.7%）；家电当月同比 3.1%（前值 6.1%）。

升级型消费中涨幅收敛。通讯类消费当月同比 8.8%（前值 14.2%）；中西药当月同比涨幅回落至 7.3%（前值 8.0%）；石油及制品类消费当月同比上涨至 20.3%（前值 18.3%）。

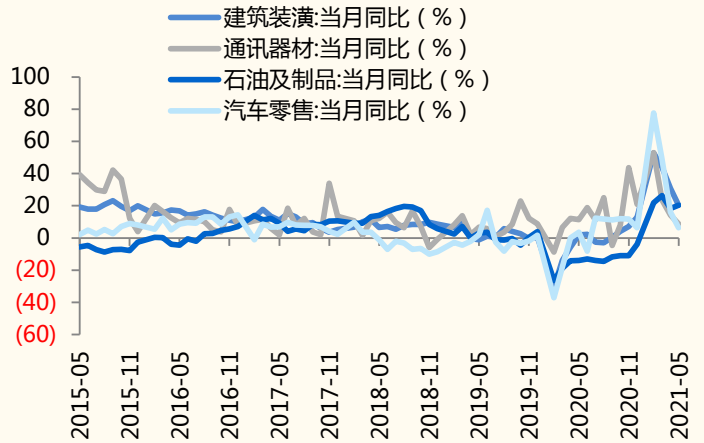
汽车消费大幅回落。汽车消费当月同比 6.3%（前值 16.1%）。

图表 5：消费动能依旧比较疲软



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：石油制品当月同比回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

4、5 月经济数据表明投资需求整体放缓。首先，房地产投资当月同比涨幅加速收窄。本月房屋销售额和面积累计同比涨幅持续收窄，但建安投资维持高位对整体房地产投资增速起到支撑的作用。往后看，地产投资走弱的趋势将有所延续，三道红线在供给层面上约束了房企拿地的积极性，5 月金融数据中的居民中长期贷款同比由正转负和当前房企资金来源的数据都进一步印证了地产销售走弱和房企融资能力回落。另外，由于下半年房地产销售基数较高，房地产成交面积将面临较大的下行压力，带动房地产投资加速回落。**第二，剔除基数影响下，5 月制造业投资韧性依然较强但增速放缓。**从结构来看，装备制造业、高新技术制造业、通用专业设备、轻工业虽然涨幅较前值放缓，但整体增速依然较可观。当前高新技术相关的产业依然受益于全球产业链疫情后的需求共振，且在政策约束下，上游涨价对于中下游的压力逐步减弱，中下游的企业利润逐

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_20185