

2021年06月16日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

工业部门回落与服务业反弹

——5月经济数据点评

相关报告

《5月贸易数据点评：出口短期尚有支撑，三季度或现拐点》——2021-06-07

《央行上调外汇存款准备金率点评：人民币升值压力有所缓解》——2021-06-06

《5月PMI数据点评：制造业持续回落》——2021-06-01

《4月工业企业利润数据点评：工业利润受大宗商品价格上涨冲击尚不明显》——2021-05-31

《4月财政数据点评：政府性基金预算支出进度落后》——2021-05-24

事件：

6月16日，国家统计局公布5月份主要经济数据。工业增加值同比增长8.8%（前值9.8%），剔除基数效应之后持续下滑，但是餐饮零售和价格方面的数据似乎显示服务业的需求仍有一定恢复性增长。剔除基数效应，我们整体预计二季度的经济增长可能较一季度相当低的水平有所反弹，但是程度有限，难以回到去年四季度的水平。我们继续维持二三季度货币政策大概率没有紧缩空间的判断。

投资要点：

- 剔除基数效应之后，制造业投资和社会消费品零售较4月略有反弹，而基建、地产和出口都有下滑。

从需求端来看，剔除基数效应（通过假定去年同期的同比增速与去年四季度相当，下同），固定资产投资单月同比整体较4月份有所下滑，且显著弱于去年四季度约8%的水平。其中，制造业投资剔除基数持续缓慢改善，维持了轻微的正增长；房地产投资剔除基数同比从此前接近两位数的水平上下滑到6%左右（房地产销售面积剔除基数与4月持平为5%左右，新开工剔除基数持续负增长——显示出政府抑制地产企业融资的政策在持续发挥作用），基建投资同比剔除基数之后也有所回落，处于低个位数增长的水平。

社会消费品零售实际同比增速剔除基数效应之后同比略有反弹，但是增长仍然比较疲弱，明显弱于去年四季度或疫情前的水平。其中，商品零售名义同比剔除基数效应与前月基本持平，餐饮零售名义同比剔除基数有所改善。

前期公布的5月出口剔除基数效应也有所回落，可能部分地受到了疫情冲击广东等一些港口的影响。但是订单向海外重新转移等一些新的苗头也需要密切关注。

- 剔除基数，工业生产有所下滑，服务业则可能出现反弹

从生产端来看，5月工业增加值同比增速剔除基数效应较四月明显下滑，也弱于去年四季度略超7%的水平。5月出口交货值同比剔除基

数也从超过两位数的增长明显下滑到 7-8%。

出口交货值的显著下行对于工业生产可能产生了明显的冲击，除此之外投资的下滑可能也是工业生产下滑的重要原因。

服务业生产指数不考虑基数因素与 4 月份大体持平。然而，历史数据显示服务业生产指数同比与 GDP 第三产业同比存在一定差异，未必能够很好代表和预测服务业的产出状况。从餐饮零售同比剔除基数明显反弹、以及 5 月服务业 CPI 同比上升比较明显等一些迹象来看，5 月服务业的需求和产出可能持续复苏。

■ 失业率有所下滑

中国 5 月份的调查失业率下降 0.1%到 5.0%，虽然不能排除有一定季节性因素的影响，也说明就业状况略有改善。然而，统计局同时披露 16-24 岁人口失业率为 13.8%，较上个月甚至有所反弹，说明年轻人包括大学毕业生的就业形势可能仍然比较严峻。

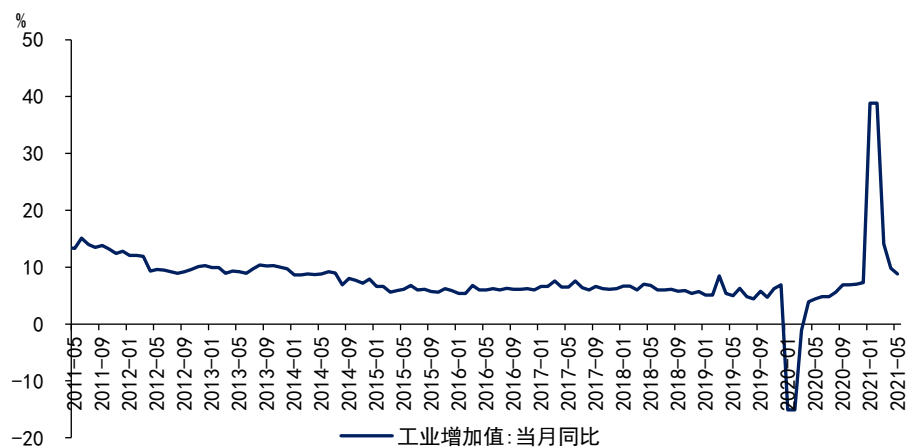
■ 经济与政策的展望

从产出的数据来看，5 月工业生产有所回落而服务业可能产出略有回升。从需求端的数据来看，商品需求因为投资出口的拖累可能有明显的下滑，而服务的需求也大概率略有回升。我们预计二季度经济剔除基数可能从一季度相当低的水平上略有回升，但是程度比较有限，大概率难以回到去年四季度的水平。即使伴随着疫苗注射的大范围扩展，三季度消费和服务业有持续的改善，财政支出开始逐步发力，地产投资和出口方面的下压力也意味着经济反弹的力度仍是比较有限的。结合今年以来社融增速的持续回落，我们继续维持本轮复苏高点已经过去的判断。

6 月以来债券市场的利率略有上行，但是整体相当温和。考虑到近期经济数据整体不及预期，即使 PPI 处于较高的水平且 CPI 也有一定反弹的压力，我们认为二、三季度货币政策可能仍没有收紧的空间。

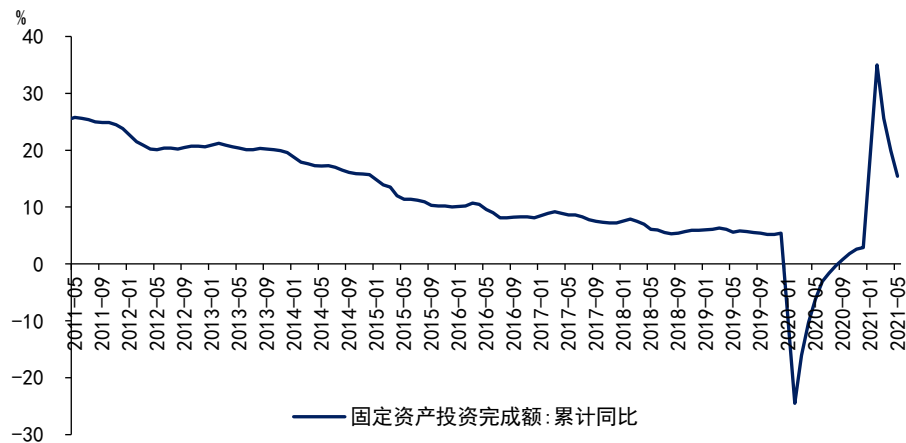
风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

图 1: 工业增加值增速



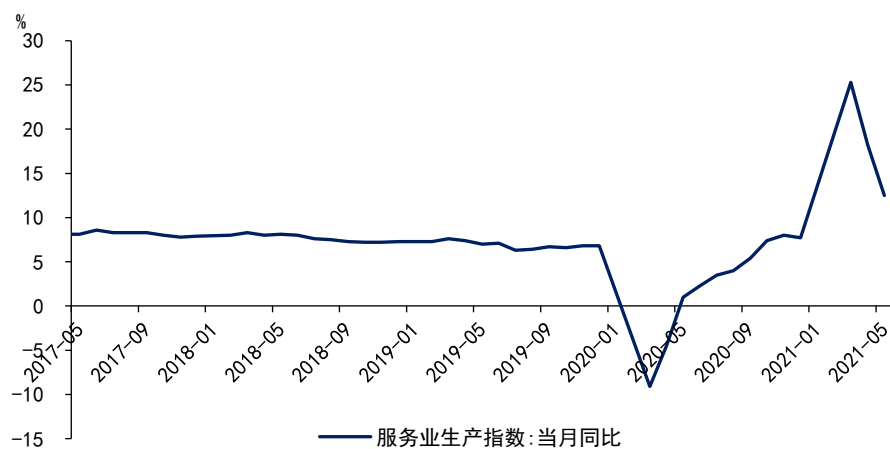
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 固定资产投资增速



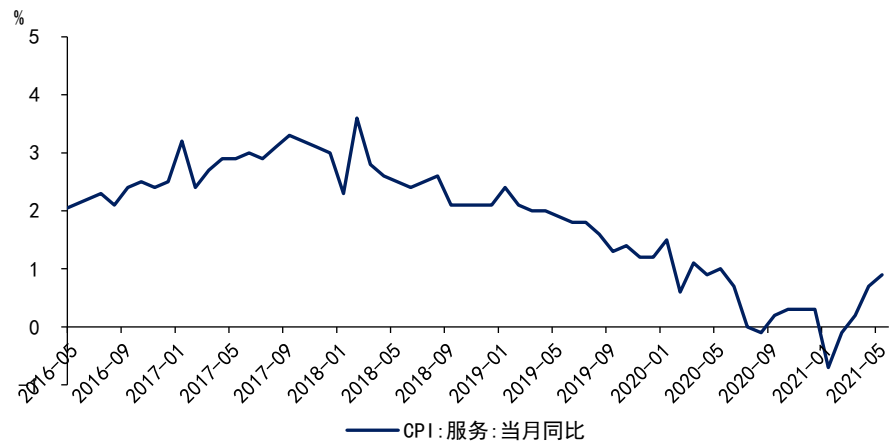
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 服务业生产指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 服务业 CPI



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 城镇调查失业率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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_20191

