

2021年6月17日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457

经济复苏不及预期，但韧性较强

——1-5月经济数据点评

内容提要

1-5月固定资产投资同比 15.4%，预期 17.0%，前值 19.9%；5月社会消费品零售总额同比 12.4%，预期 12.8%，前值 17.7%；5月规模以上工业增加值同比 8.8%，预期 9.2%，前值 9.8%。

1、经济增长不及预期，并且国外生产恢复使我国出口承压，预计 6-7 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，边际收敛而不是快速收紧，基建和房地产投资增速大概率放缓。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

2、5月固定资产投资累计同比不及预期。5月房地产投资累计同比 18.3%，低于前值的 21.6%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 11.8%，低于前值的 18.4%，在经济恢复仍较缓慢的背景下，基建投资和房地产投资维持较高增速对我国经济增长起到压舱石的作用。制造业投资累计同比 20.4%，低于前值的 23.8%，增速高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。

3、5月社零增速大幅下滑。乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。高频数据显示，6月初，商品房成交面积较疲弱，汽车半钢胎开工率大幅下滑，或压制消费增速。

4、5月规模以上工业增加值同比 8.8%，预期 9.2%，前值 9.8%，我国经济复苏较缓慢。工业增加值增长最快的 5 个行业偏中下游，增长最慢的 5 个行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游更快，但中下游行业工业增加值增速下降较多，中下游经济复苏动能不及中上游。

5、虽然 5 月经济数据不及预期，但这主要是受基数扰动影响，就累计值两年平均增速看，固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值均较前值攀升，我国经济复苏的趋势不变。

风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强



请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

2021年6月16日国家统计局发布2021年1-5月中国宏观经济数据：1) 1-5月固定资产投资同比15.4%，预期17.0%，前值19.9%；2) 5月社会消费品零售总额同比12.4%，预期12.8%，前值17.7%，1-5月社会消费品零售总额同比25.7%；3) 5月规模以上工业增加值同比8.8%，预期9.2%，前值9.8%，1-5月规模以上工业增加值同比17.8%。

二、点评

就下半年，我们认为：

1、我国经济增速虽下降，但主要是受基数效应影响，我国制造业和出口较强。

2、我国实体经济杠杆率处于高位，对应系统性风险较大，叠加生产端价格快速上升，输入型通胀持续，将使得我国消费端通胀走高，叠加我国经济增速仍处高位，我国货币政策料将收紧。

3、我国经济趋势复苏，但结构分化明显，消费疲软，中小企业成本端上升很快，叠加海外生产恢复或快于需求，我国出口承压，我国货币政策不会快速收紧，政策将倾向于提振内需，支持中小企业生产经营。

4、由于美元指数大概率走强，经济“美强中稳”，人民币汇率趋势贬值的可能性大，外资净流入的速度或降低甚至转为净流出。

5、房地产：2021年，因房地产政策定调“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，严防消费贷和经营贷违规流入房地产、房地产信托资金受限和房地产市场严监管，房地产投资增速预计缓慢趋平后趋势放缓，对经济的拉动有限。

6、基建：基建投资是逆周期调节的重要手段，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速斜率逐渐由正转负。2021年没有特别国债发行，地方专项债发行规模减少，财政赤字环比2020年或趋平，基建投资增速斜率或走平。

5 月经济增长不及预期，并且国外生产恢复使我国出口承压，预计 6-7 月，我国财政政策和货币政策维持宽松，边际收敛而不是快速收紧，基建和房地产投资增速大概率放缓。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。

虽然 5 月经济数据不及预期，但这主要是受基数扰动影响，就累计值两年平均增速看，固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值均较前值攀升，我国经济复苏的趋势不变。

就 2021 年 2-4 季度经济增速走势看：二季度基数效应转弱，同比增速会较大幅回落，但因全球生产和需求或快速回升，同比大概率维持高位；三、四季度，随全球疫苗较普遍接种（尤其是欧美地区大概率逐步达成群体免疫），疫情对全球经济的负面影响将明显减弱，全球经济复苏大概率偏强，虽然基数效应或使得全球经济同比增速回落，但大概率逐渐触底后进入加速通道，我国经济增速也大概率触底逐步攀升。

1、投资增速不及预期，制造业投资强于房地产和基建

5 月固定资产投资累计同比 15.4%，不及预期的 17.0%，前值为 19.9%，去年 5 月值为-6.3%。固定资产投资累计值，今年 5 月较 2019 年 5 月增长 8.5%，两年平均增长 4.2%，高于今年 4 月相较于 2019 年 4 月的两年平均增速 3.9%，显示我国固定资产投资仍在恢复。

5 月房地产投资累计同比 18.3%，前值下降 3.3 个百分点，去年 5 月值为-0.3%，今年 5 月较 2019 年 5 月增长 17.9%，两年平均增长 8.6%，高于今年 4 月较 2019 年 4 月两年平均增长的 8.4%，显示在经济恢复仍较缓慢的背景下，房地产投资较高增速对我国经济起到了支撑作用。房屋新开工面积累计同比 6.9%，低于前值的 12.8%；房屋竣工面积累计同比 16.4%，低于前值的 17.9%。房地产开发资金来源累计同比 29.9%，低于前值的 35.2%，其中自筹资金累计同比 12.8%，低于前值 15.4%，定金及预收款累计同比 62.9%，低于前值的 74.1%，个人按揭贷款累计同比 32.0%，低于前

值的 41.3%。商品房销售面积累计同比 36.3%，低于前值的 48.1%，今年 5 月较 2019 年 5 月的值增长 19.6%，高于前值的 19.5%。5 月末商品房待售面积 51026 万平方米，比 4 月末减少 410 万平方米，5 月房地产企业购置土地面积累计同比-7.5%，前值为 4.8%。从高频数据看，截止 6 月 16 日，6 月 30 大中城市商品房成交面积月化同比-10.72%，较 5 月月化同比下降 27.68 个百分点。6 月 100 大中城市成交土地面积日均值月化同比-66.15%，较 5 月月化同比跌幅扩大 41.33 个百分点，指向 6 月房地产投资增速承压。在房企“三道红线”和政策边际收紧的背景下，房地产投资增速 2021 年或趋势下降。

5 月基建投资累计同比 10.4%，较前值下降 6.6 个百分点，不含电力的基建投资累计同比 11.8%，较前值下降 6.6 个百分点。基建投资是逆周期调节的重要手段，2021 年不发行特别国债，地方专项债发行规模减少，赤字率较 2020 年下降较多，在经济趋势较快速回升阶段，基建投资增速下降。

5 月制造业投资累计同比 20.4%，较前值下降 3.4 个百分点，去年 5 月制造业投资累计同比在三大投资类别（房地产投资、基建投资和制造业投资）中最低，今年 4-5 月制造业投资累计同比攀升至最高，显示制造业投资韧性较强。制造业 13 个已经出来数据的大类中 13 个大类累计同比增速下降，其中较前值下降最多的是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、医药制造业、有色金属冶炼及压延加工业、纺织业、化学原料及化学制品制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业。随着新冠疫苗接种率不断提高，国外疫情蔓延速度下降，欧美等国家或地区逐渐放松管控措施，全球需求逐步恢复，我国制造业投资增速有支撑，但因全球生产恢复空间大于需求，我国投资恢复速度或不及预期。

5 月民间投资累计同比 18.1%，较前值下降 2.9 个百分点，民间投资增速下降幅度低于制造业，显示民间投资韧性较强，国外需求快速恢复背景下，民间投资增速下降速度短期慢于制造业。5 月农、林、牧、渔业投资累计同比 26.7%，较前值下降 6.6 个百分点，5 月采矿业累计同比 13.9%，较前值上升 0.9 个百分点。

2、零售同比快速下降，餐饮消费和商品销售均大幅走弱

零售同比快速下降。5月社会消费品零售总额同比12.4%，低于预期的12.8%和前值17.7%，较5月社会消费品零售总额较2019年5月增长9.3%，两年平均增速为4.5%，高于4月较2019年4月增长8.8%和两年平均增速为4.3%。5月城镇消费品零售总额同比12.3%，较前值下降5.3个百分点，乡村消费品零售总额同比13.2%，较前值下降4.6个百分点，显示乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑。商品零售同比10.9%，较前值下降4.2个百分点，餐饮收入同比26.6%，较前值下降19.8个百分点，**餐饮消费和商品销售均大幅走弱。**

由于今年2-5月累计同比增速与去年低基数相关，2-5月累计同比的高或低的意义不是非常重要，我们更关注，相对于2019年5月累计值的成长情况。

今年1-5月社会消费品零售总额较2019年1-5月两年平均增速为4.3%，高于1-4月较2019年1-4月两年平均增速的4.2%。扣除价格因素，5月份社会消费品零售总额实际增长10.1%，两年平均增长3.0%。从环比看，5月社会消费品零售总额增长0.81%。1-5月，城镇消费品零售额两年平均增长4.4%，高于1-4月的4.3%，乡村消费品零售额两年平均增长3.7%，高于1-4月的3.4%。1-5月，商品零售两年平均增长4.8%，与1-4月的值持平，餐饮收入两年平均增长-0.3%，较1-4月的-0.7%跌幅收窄。

从具体门类5月零售总额累计同比来看，已经出来数据的15个零售门类中，相对于4月，1个门类增速上升，14个门类增速下降，增速下降幅度最大的6个门类分别为金银珠宝类、汽车类、服装鞋帽、针纺织品类、家具类、家用电器和音像器材类和建筑及装潢材料类。零售总额累计同比较前值攀升的行业是粮油、食品类。

高频数据显示，6月商品房成交面积较疲弱，或压制房地产产业链门类消费，6月初乘用车零售和批发较5月大幅下降且同比下探明显（6月1至6日，同比去年同期分别下跌7%和26%），汽车零售同比或回落，压制消费增速。

因低基数影响，一季度我国居民人均可支配收入回升明显，累计名义同比、累

计实际同比和中位数累计同比分别录得 13.7%、13.7%和 12.7%，较去年四季度分别回升 9.0、11.6 和 8.9 个百分点。受基数效应减弱影响，居民收入同比大概率放缓，但大概率维持高位，我国内需整体回暖的确定性高。

IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.44%，中国消费增速（2020 年累计同比为 -3.9%）有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求在 2021 年将趋势攀升。

3、全球经济回暖，我国 5 月经济复苏不及预期

5 月，工业增加值累计同比 17.8%，低于前值的 20.3%，制造业增加值累计同比 19.3%，较前值下降 2.9 个百分点，采矿业增加值累计同比 7.4%，较前值下降 1.0 个百分点。

5 月规模以上工业增加值同比 8.8%，预期 9.2%，前值 9.8%，我国经济复苏不及预期。工业增加值分项中，5 月制造业增加值同比 9.0%，较前值下降 1.3 个百分点，采矿业增加值同比 3.2%，与前值持平，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比 11.0%，较前值上升 0.7 个百分点，制造业复苏较缓慢。

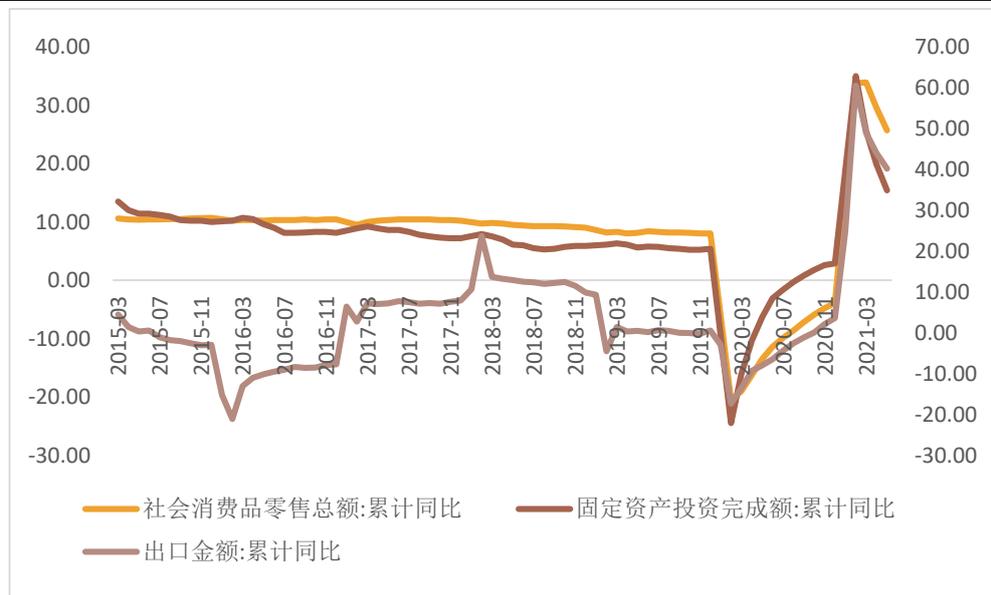
从具体行业看，因基数效应减弱，5 月 17 个已经公布累计同比增速的行业中 16 个行业较 4 月下挫，只有医药制造业工业增加值累计同比较前值攀升，5 月较前值上升 2.5 个百分点。增速下挫幅度最大的五个行业分别是：汽车制造业、专用设备制造业、纺织业、橡胶和塑料制品业和非金属矿物制品业。

5 月增速最快的五个行业分别是：电气机械及器材制造业、金属制品业、汽车制造业、医药制造业和通用设备制造业，这些行业偏中下游；增速最慢的五个行业分别是：有色金属冶炼及压延加工业、食品制造业、纺织业、农副食品加工业和黑色金属冶炼及压延加工业。这些行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游好，但复苏动能不及中上游。

从出口交货值看，我国 5 月工业企业出口交货值同比 16.9%，较前值下降 1.6 个百分点，显示企业出口交货转弱，5 月出口同比 27.9%，低于预期的 31.9%和前值的 32.3%，表明我国 5 月出口型企业生产转弱。5 月全球、美国、欧元区制造业 PMI 均较上升显示全球经济复苏。当前欧美逐步放松疫情管控措施，国外需求趋势回升，短期我国出口增速仍有支撑。

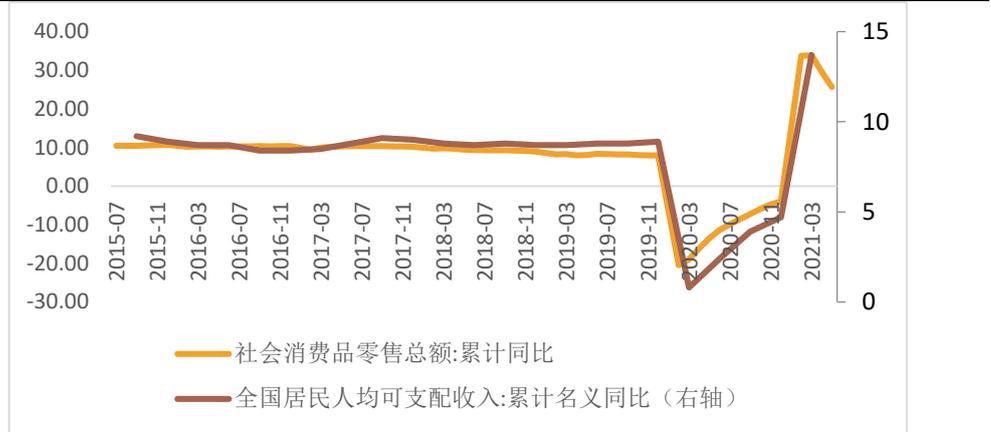
全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从 4 月 29 日的高点 90.3 万下降至近期的 38.8 万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，在疫情接种率较低国家疫情仍可能快速蔓延。就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。据 Citymapper 统计的 36 个全球大城市数据，6 月 12 日全球主要 36 个大城市活动指数均值为 53.4%，较 6 月 6 日的 47.3%，上升 6.1 个百分点，城市活动指数均值攀升，较 6 月 6 日相对于 5 月 30 日的上升 1.9 个百分点，活动指数攀升速度提升。全球经济活跃度上升，攀升动能加强。

图 1：社零、固投和出口累计同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：社零和居民可支配收入累计同比：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

图 3：工业企业出口交货值增速：单位：%



资料来源： Wind，优财研究院

三、 风险提示

疫情在全球超预期蔓延；经济增长不及预期；美元指数大幅走强。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。