



2021年6月15日

疫情收敛支撑经济环比弱修复

内容提要

国家统计局发布5月经济数据：1) 5月工业增加值同比0.7% (4月-2.9%)；2) 5月固定资产投资累计同比6.2% (4月6.8%)，其中制造业投资累计同比10.6% (4月12.2%)；基建投资同比6.7% (4月6.5%)；房地产投资同比-4.0% (4月-2.7%)；3) 5月社会消费品零售总额同比-6.7% (4月-11.1%)；4) 5月全国城镇调查失业率5.9% (4月6.1%)。

5月初以来，全国疫情呈现逐步收敛的态势，疫情防控形势继续好转，物流、用工、场景等约束逐渐解除推动经济活动逐渐修复，经济景气度回升。5月投资、消费和生产等各部门同比增速有所回升，工业生产转正，稳增长抓手的基建投资明显加快，制造业持稳。而地产和消费依然是经济分项中表现最弱的部分，居民相关需求仍深度负增长，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，同时地产供需两端仍受冲击，居民预期偏弱下商品房销售仍然疲弱，房企资金来源同比仍陷显著负增长，施压地产投资和房企债务链条。

往后看，上海6月1日全面解封并加快复工复产，实现供应链等循环修复，叠加稳增长政策的持续发力、压实地方责任，支撑经济继续环比改善。但本轮疫情的长尾效应及常态化防控下，市场化主体活力不足，私人部门融资需求仍然偏弱，叠加地产周期下行及私人部门预期转弱，经济动能仍受抑制，本轮经济修复斜率或偏慢，呈现弱复苏效应。

稳增长政策加速落地，基建扩张、地产放松、消费刺激等政策效果仍待观察，保市场主体和稳就业的政策目标下，货币政策更侧重信贷和结构性工具，确保供应链循环畅通。而广义财政仍需积极发力，关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7月政治局会议是重要的关注窗口。

风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

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

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱：yaoxinghang@jinxinqh.com





一、事件

国家统计局发布 5 月经济数据：

1. 5 月工业增加值同比 0.7%（4 月为-2.9%）
2. 5 月固定资产投资累计同比 6.2%（4 月为 6.8%），其中制造业投资累计同比 10.6%（4 月为 12.2%）；基建投资同比 6.7%（4 月为 6.5%）；房地产投资同比-4.0%（4 月-2.7%）；
3. 5 月社会消费品零售总额同比-6.7%（4 月为-11.1%）；
4. 5 月全国城镇调查失业率 5.9%（4 月为 6.1%），其中 16-24 岁和 25-59 岁人口调查失业率分别为 18.4%、5.1%（4 月分别为 18.2%、5.3%）。

二、全国疫情逐步收敛，经济呈现环比修复特征

5 月初以来，全国疫情呈现逐步收敛的态势，疫情防控形势继续好转，物流、用工、场景等约束逐渐解除推动经济活动逐渐修复，经济景气度回升。5 月投资、消费和生产等各部门同比增速有所回升，工业生产转正，稳增长抓手的基建投资明显加快，制造业持稳。而地产和消费依然是经济分项中表现最弱的部分，居民相关需求仍深度负增长，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，同时地产供需两端仍受冲击，居民预期偏弱下商品房销售仍然疲弱，房企资金来源同比仍陷显著负增长，施压地产投资和房企债务链条。

往后看，上海 6 月 1 日全面解封并加快复工复产，实现供应链等循环修复，叠加稳增长政策的持续发力、压实地方责任，支撑经济继续环比改善。但本轮疫情的长尾效应及常态化防控下，市场化主体活力不足，私人部门融资需求仍然偏弱，叠加地产周期下行及私人部门预期转弱，经济动能仍受抑制，本轮经济修复斜率或偏慢，呈现弱复苏效应。

稳增长政策加速落地，基建扩张、地产放松、消费刺激等政策效果仍待观察，保市场主体和稳就业的政策目标下，货币政策更侧重信贷和结构性工具，确保供应链循环畅通。而广义财政仍需积极发力，关注赤字率提升或特别国债发行的可能，7 月政治局会



议是重要的关注窗口。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	
工业增加值	当月同比% (2021为 两年平均)	0.7	-2.9	5.0	7.5	#N/A	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	
固定资产投资		4.6	1.8	6.7	12.2	#N/A	3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	
基建		7.2	3.0	8.8	8.1	#N/A	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	
房地产		-7.8	-10.1	-2.4	3.7	#N/A	-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	
制造业		7.1	6.4	11.9	20.9	#N/A	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	
社消零售		-6.7	-11.1	-3.5	6.7	#N/A	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	
出口金额		16.9	3.9	14.6	6.3	24.1	19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	
进口金额		4.1	0.0	0.0	10.6	24.3	13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	
CPI		当月同比%	2.1	2.1	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8
PPI		当月同比%	6.4	8.0	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5
M1	%	4.6	5.1	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	
M2	%	11.1	10.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	
社融	存量同比%	10.50	10.20	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	
失业率	城镇调查	5.9	6.1	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	

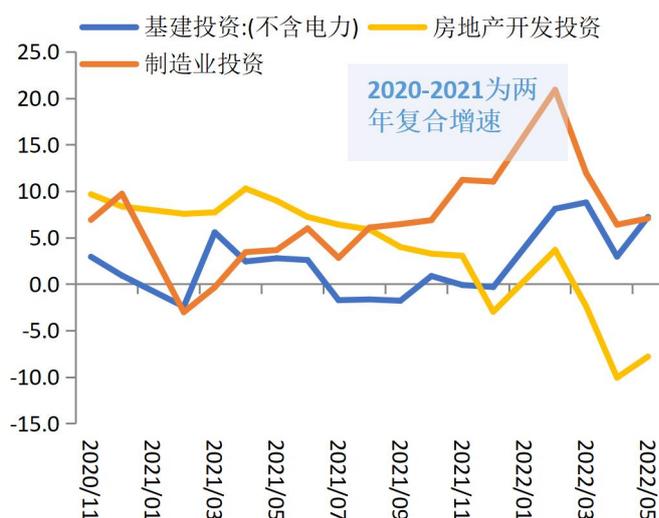
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：经济各分项增速底部修复 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

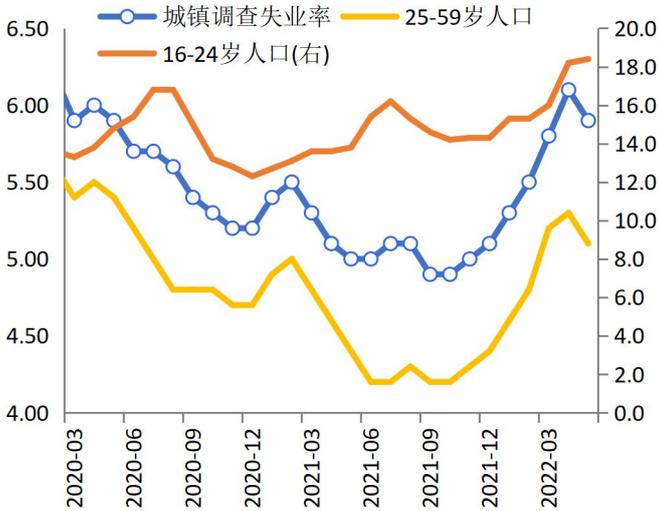
图 3：地产投资仍显著负增长 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

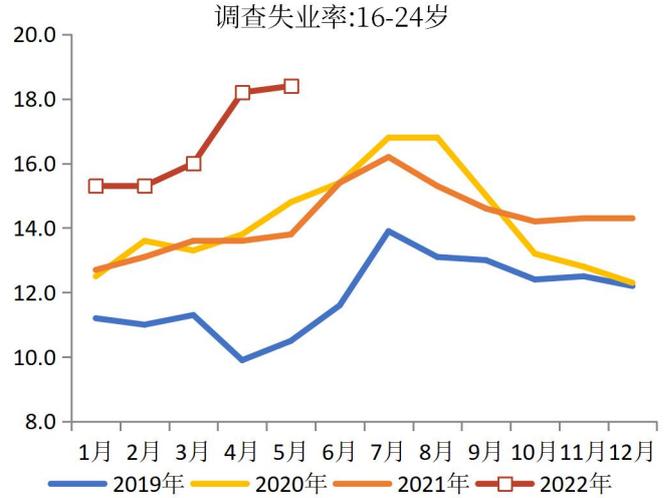


图 4：失业率高位回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：16-24 岁失业率仍高于往年同期（%）



资料来源：Wind，优财研究院

1. 短期复工支撑地产投资底部回升，行业底仍未出现

5月房地产开发投资同比-7.8%，较4月回升2.3个百分点，但仍是经济数据中表现最弱的分项。短期复工支撑地产投资底部回升，但疫情常态化防控背景仍制约地产供需两端，叠加居民预期偏弱下商品房销售仍然疲弱。5月一线城市降幅小幅收窄，但受疫情影响略小的三线城市降幅扩大，反映房价预期偏弱的负反馈仍未打破。同时地产前瞻指标仍未见明显改善，拿地和新开工降幅仍超40%，贷款与自筹资金增速继续下滑下房企融资环境依然偏弱，房企资金来源同比显著负增，施压地产投资和房企债务链条。

往后看，房贷利率下调有助于支撑市场预期和需求的回暖，但居民收入压力及预期恢复缓慢约束销售修复弹性，地产投资短期仍难走出底部。5月以来，地产政策放松进程加快，从此前地方层面的首付比例和限购限售调整、转向全国层面的房贷利率调降，5.15日央行和银保监会对首套房贷款利率下限放宽至LPR-20bp，5.20央行单边下调5年期LPR利率，房贷利率下调有助于支撑市场预期和需求的回暖，叠加疫情改善效应，6月房地产销售有望继续底部修复。



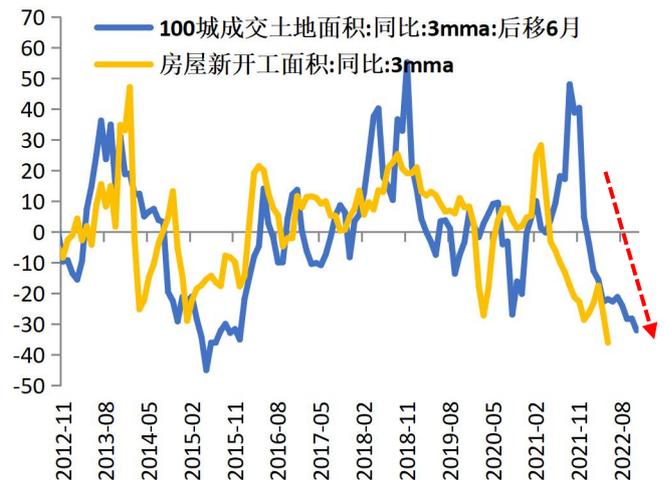
但一方面，疫情长尾效应以及常态化防控下短期扰动呈现长期化特点，另一方面，房住不炒大框架仍制约政策放松力度，叠加居民预期偏弱和收入的长期受损，地产端修复弹性或弱于以往，全年销售较难实现正增长，地产投资短期仍难走出底部。

图 6：地产投资链条底部小幅回升（%）



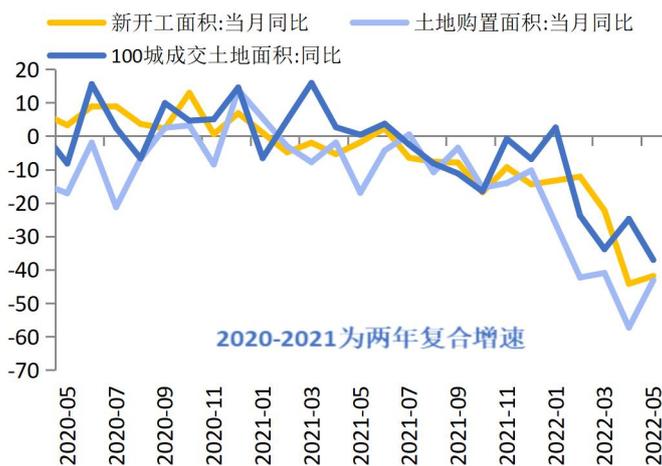
资料来源：Wind，优财研究院

图 7：土地成交仍在走弱（%）



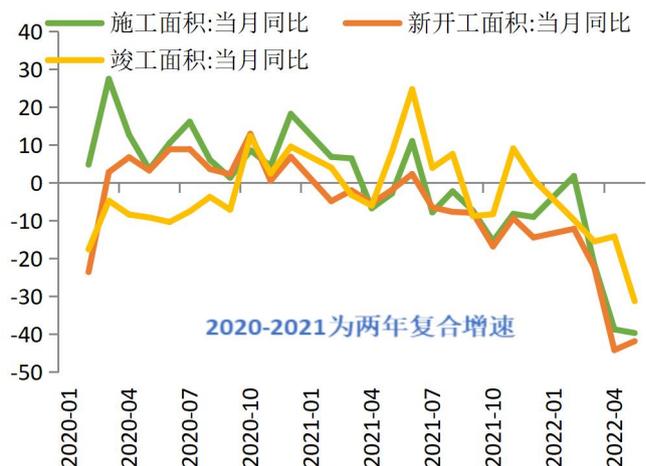
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：前瞻指标仍未见明显改善（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 9：存量施工仍在回落（%）



资料来源：Wind，优财研究院

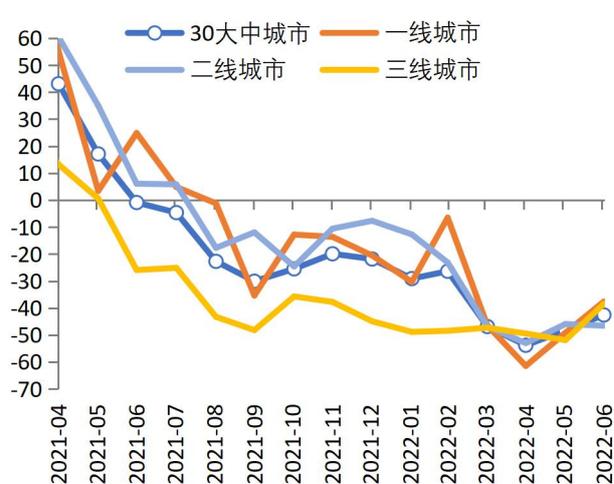


图 10: 房企融资环境依然偏弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 受疫情影响略小的三线城市降幅扩大 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

2. 基建投资仍是稳增长抓手

5月基建投资同比7.2%，较4月回升4.2个百分点，基建投资回升至接近年初高位，受到“适度超前开展基础设施投资”、中央财经委“全面加强基建”的政策支撑、以及专项债发行提速的资金支撑。

往后看，基建投资仍是稳增长的重要抓手，预计在“确保专项债6月底前基本发行完毕、力争8月底前基本使用完毕”、以及“601国常会调增8000亿政策行信贷额度”等政策定调下投资意愿和资金端均有支撑地方稳经济责任压实，基建投资三季度仍有提速空间。但受制于房地产市场持续走弱、土地出让收入大幅下滑的背景，政府性基金收入压力仍大，财政资金仍受约束，基建投资大概率前高后低，特别国债以及PSL是否重启是市场关注重点。

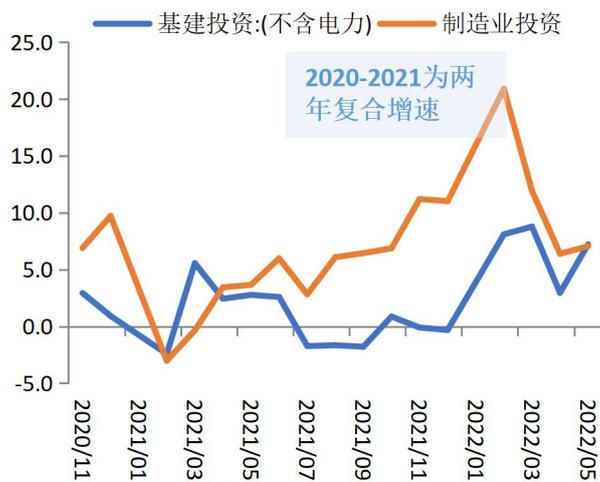
3. 留抵退税和出口韧性支撑制造业投资

5月制造业投资同比7.1%，较4月回升0.7个百分点，留抵退税政策及出口韧性支



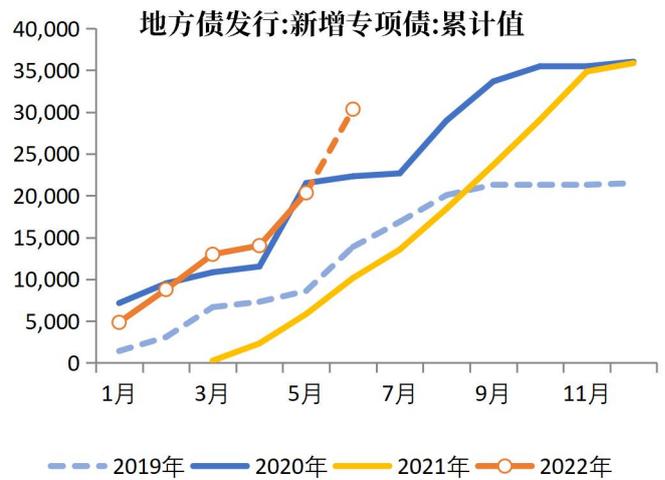
撑制造业投资偏强。往后看，年内制造业投资增速回落压力加大，一方面，成本端压力下企业盈利自去年下半年逐季回落，同时疫情影响企业经营预期，叠加消费地产等部门走弱，需求和盈利对制造业的压力将逐渐显现；另一方面，库存向主动去化周期切换下企业扩产动力不足；另外，下半年外需的回落压力也是隐忧。

图 12：基建制造业投资偏强（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 13：专项债发行提速（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

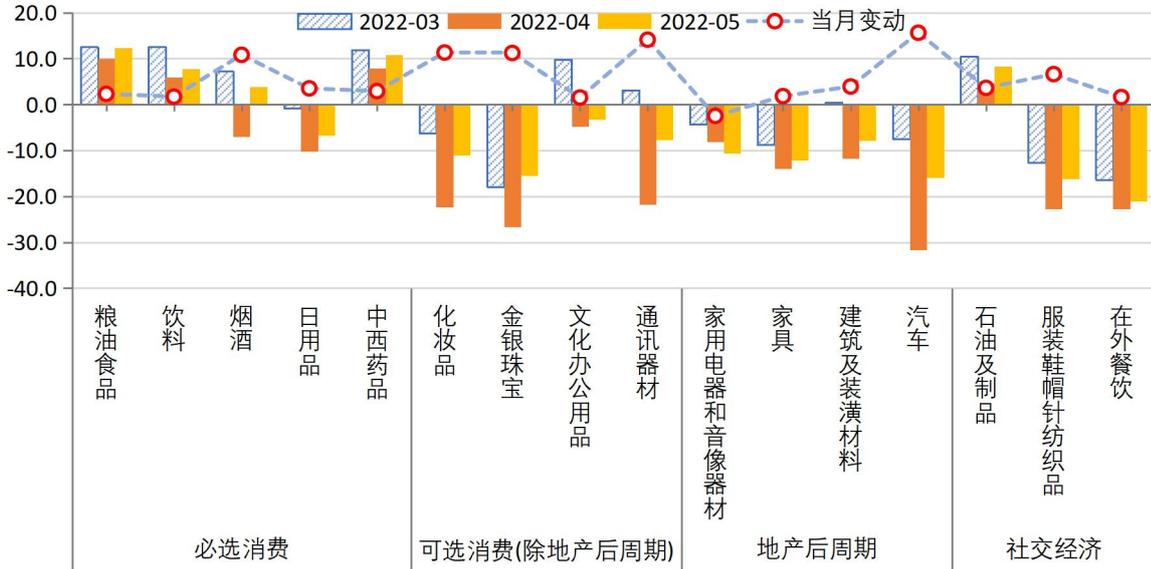
4. 疫情长尾效应下消费仍是经济恢复的慢变量

5月社会消费品零售总额同比-6.7%，较4月回升4.4个百分点，消费底部小幅回升，疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量。从分项来看，社交经济和可选消费降幅收窄，通讯器材、汽车、化妆品、金银珠宝同比回升幅度超10个百分点，不过降幅仍然较为显著，餐饮收入降幅仍超20%；而必选消费则高位提速，疫情催生囤货需求。

往后看，疫情收敛下场景约束减弱叠加收入边际改善，消费有望继续修复，但疫情常态化防控背景下消费仍是经济恢复的慢变量，居民部门收入预期走弱、预防性储蓄攀升仍约束消费端的修复斜率。后续消费回升的幅度仍取决于稳增长力度，短期消费刺激政策或有望出台，必选消费或仍优于可选消费，汽车消费弹性可期待。

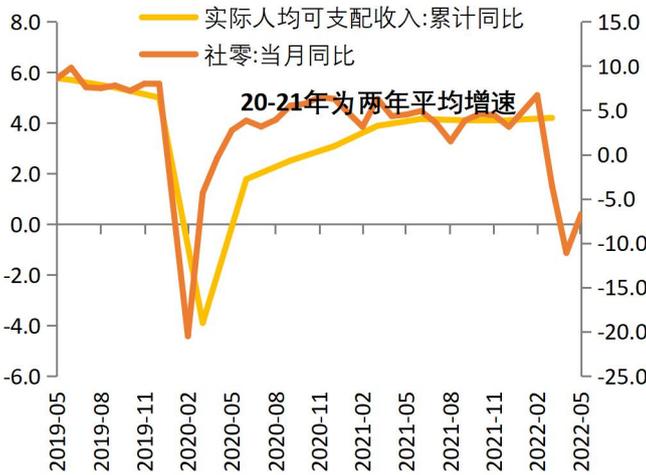


图 14: 消费分项当月同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 消费增速底部小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

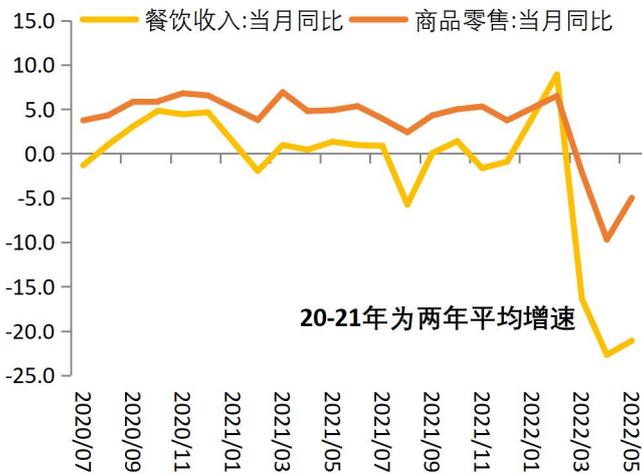
图 16: 失业率仍在高位 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

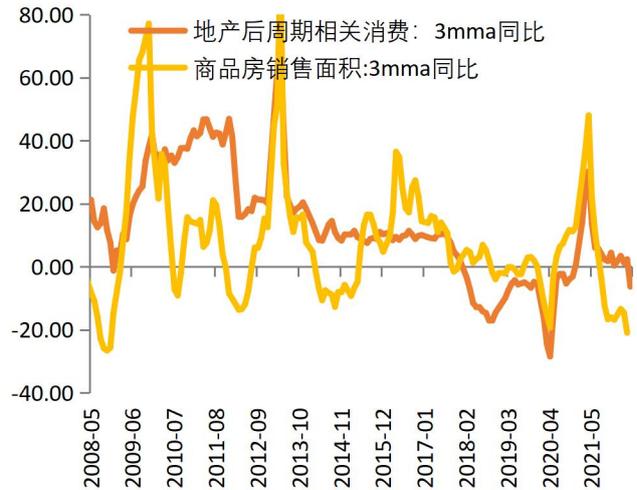


图 17: 餐饮收入仍是消费端拖累 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 收入压力下地产后周期消费仍弱 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期



重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>