

# 5月经济数据点评

## 关注国内供给端和经济增长再均衡

经济数据继续下行，固投增速明显低于预期，受基建投资拖累明显；虽然制造业投资仍维持高增长，但原材料价格快速上涨影响企业盈利，是否进而会影响制造业固投，是投资者下一阶段的关注重点。

- 5月工业增加值同比增速8.8%，两年平均增长6.6%。采矿业工业增加值累计同比增速7.4%，制造业累计同比增速19.3%，公用事业累计同比增速13.8%，高技术产业累计同比增速23.8%，增速均继续下行。
- 5月社零同比增速12.4%，两年平均增速为4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长13.2%。
- 1-5月固定资产投资增速为15.4%，两年平均增速为4.2%。制造业投资1-5月累计同比增长20.4%，基建投资累计同比增长11.8%，地产投资累计同比增长18.3%。
- 1-5月房地产投资增速18.3%，比2019年1-5月份增长17.9%，两年平均增长8.6%。土地购置面积和土地成交价款累计同比分别下降7.5%和下降20.5%，对后续房地产固定资产投资增速将构成明显负面影响。1-5月商品房销售面积同比增长36.3%，商品房销售额累计同比增长52.4%。资金流入房地产领域监管持续收紧情况下，国内贷款和个人按揭的占比和增速均明显下降，房地产投资资金来源继续向定金和自筹集中。
- **5月经济数据易引发市场担忧。**5月经济数据从环比看，工业增加值继续向历史均值回落，但考虑到部分行业受供应链负面影响较大，因此生产端复苏向好形势不变，社零受节假日和电商促销正面影响，环比明显高于历史均值，但消费的价格弹性放大的特征没有变，因此预计全年来看依然是波动上行，最低于预期的是固定资产投资，环比增速大幅低于历史均值，从当月同比增速看，基建和房地产投资增速明显回落是导致固投增速低于预期的重要原因。
- **脆弱的复苏过程中，机会和挑战一起出现。**总的来看，截至目前我国经济复苏的形势还是比较好的，表现为供给端接近疫情前的均衡水平，需求端复苏斜率也开始上行。但全球第三波疫情和通胀同时出现，对我国的经济复苏提出了新的挑战：一是第三波疫情造成全球供求进一步失衡，可能抬升全球通胀中枢水平，并通过商品贸易对我国物价产生负面影响，二是大宗商品价格快速上涨已经对我国制造业企业新接订单产生负面影响，如果上游原材料涨价对下游传导不顺畅，可能影响制造业固定资产投资，进而对我国工业转型升级产生负面影响，三是原材料涨价和信贷环境相对宽松的情况下，仍需警惕上游投资增速的变化，四是宏观政策需要平衡外部冲击和国内相关领域改革之间的短期和中期矛盾。我们认为当前市场较为担忧的是制造业固定资产投资，但结合5月企业新增中长期信贷维持高增、工业企业利润增速仍处于较高水平等数据，以及我国的疫情防控和产业链全球比较优势，全球经济复苏带来的需求上行给我国提供了抵御原材料价格快速上涨负面影响的缓冲期。
- **风险提示：全球通胀上行速度和幅度过快；全球流动性回流美债。**

### 相关研究报告

《当经济复苏衔接转型升级：11月经济数据点评》  
2020.12.15

《生产无忧，消费有虑：12月和四季度经济数据点评》 2021.1.18

《环比好才是真的好：1-2月经济数据点评》  
2021.3.15

《复苏的动力向内需切换：3月和一季度经济数据点评》 2021.4.16

《复苏继续，道路曲折：4月经济数据点评》  
2021.5.17

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

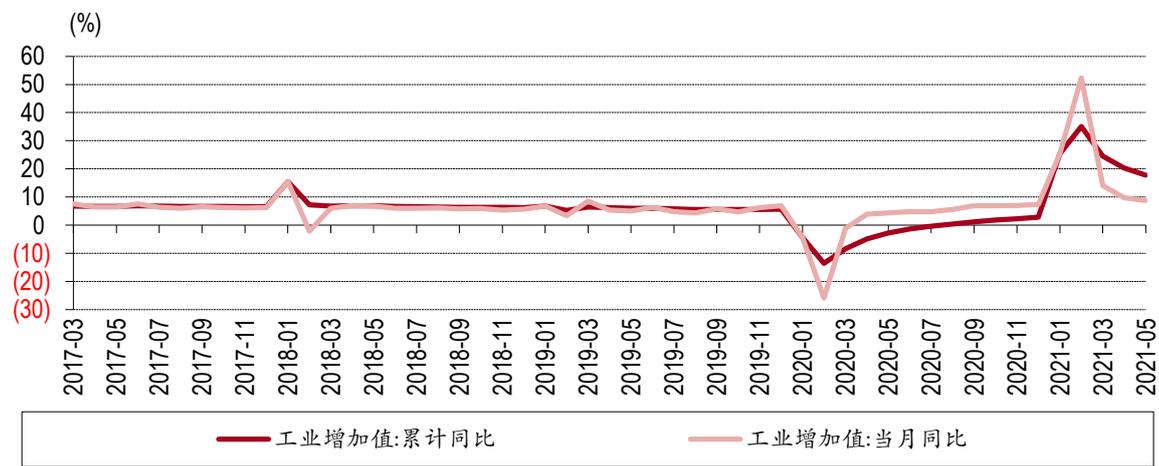
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 工业增加值增速平稳回落

5月工业增加值增速小幅超出市场预期。5月工业增加值同比增长8.8%，小幅高于市场预期的8.6%，两年平均增长6.6%，较4月下降0.2个百分点。工业增加值同比增长继续稳定回落，但考虑到由于芯片短缺汽车行业工业增加值受到较大影响，因此供给端整体表现依然维持了复苏趋势。

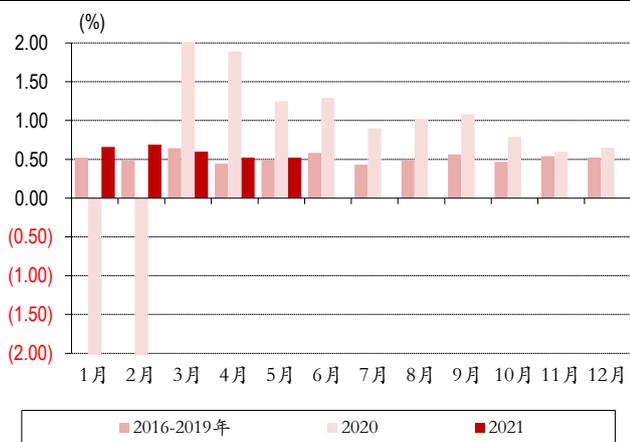
图表 1. 工业增加值同比增长



资料来源: 万得, 中银证券

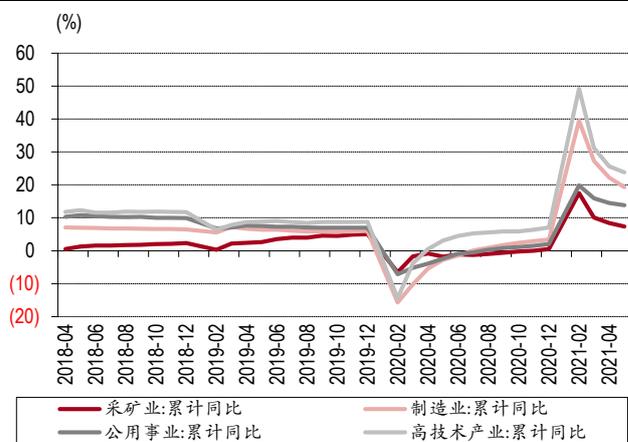
5月环比增速基本持平历史同期平均水平。从环比增速来看, 5月工业增加值环比增长0.52%, 增速持平4月, 小幅超过历史同期平均水平0.5%。从行业分类来看, 1-5月采矿业工业增加值累计同比增长7.4%, 制造业累计同比增长19.3%, 公用事业累计同比增长13.8%, 高技术产业累计同比增长23.8%, 1-5月各行业工业增加值累计同比增长均出现下行, 除了采矿业其他行业仍维持两位数增长。从企业类型来看, 1-5月私企工业增加值同比增长20.4%, 国企工业增加值同比增长13.4%, 股份制企业同比增长17.5%, 外企增长19.7%。5月工业增加值环比增速再次向历史均值回归, 说明国内供给端恢复趋于均衡, 但需要关注的是, 随着海外第三波新冠疫情的发展, 全球供求格局收紧的情况可能间接影响我国供给端再均衡, 虽然需求强劲会持续带动国内生产复苏, 但也可能通过商品贸易推动我国通胀超预期上行。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源: 万得, 中银证券

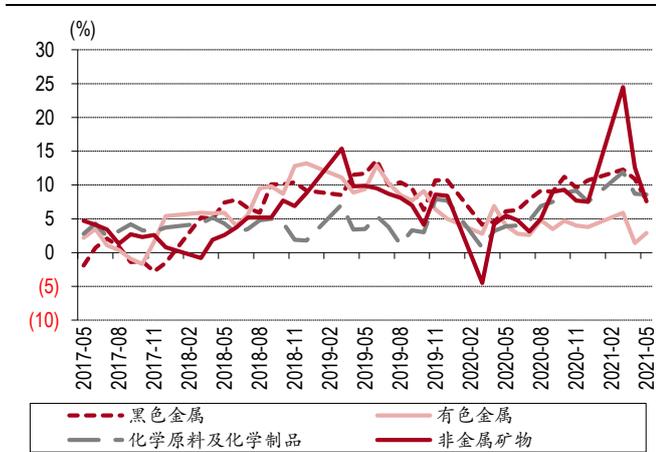
图表 3. 各行业工业增加值累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

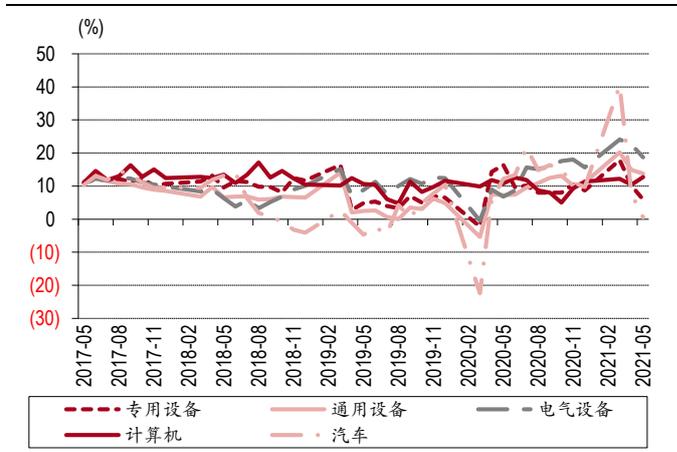
供应链对生产的负面影响开始显现。上游行业方面，化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长 15.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长 21.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 13.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长 9.2%，上游行业工业增加值累计同比增速均继续下行，但从当月增速看，有色金属工业增加值同比增速上升 1.5 个百分点。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长 27.2%，专用设备制造业增加值累计同比增长 22.6%，汽车制造业增加值累计同比增长 29.3%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长 33.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长 21.5%，5 月中大多数行业工业增加值当月同比增速回落，需要注意的是计算机行业当月同比增速上升 2.3 个百分点，汽车行业当月同比增速大幅下滑至 0.5%。下游行业工业增加值累计同比增速继续分化，食品制造业增加值累计同比增长 10.7%，纺织业增加值累计同比增长 10.8%，医药制造业增加值累计同比增长 28.4%，其中医药当月同比增速大幅上行，食品行业当月同比增速也上升 2.2 个百分点。5 月以汽车行业为例，已经出现了受供应链拖累的生产下滑情况。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

## 5 月消费环比如期回升

**5 月社零环比回升。**5 月社零同比增速 12.4%，小幅低于市场预期的 12.8%，比 2019 年 5 月份增长 9.3%，两年平均增速为 4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额增长 13.2%。扣除价格因素，2021 年 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%。5 月受节假日和电商促销影响，社零环比增长 0.81%，远高于 2016-2019 年环比平均水平 0.56%，但预计年内社零环比仍将维持较高的价格弹性和波动性。

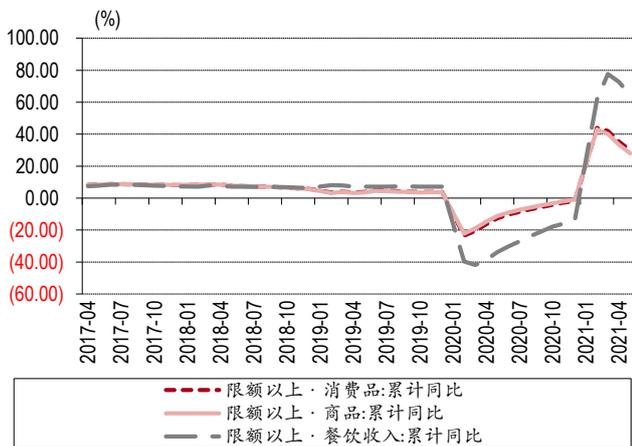
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

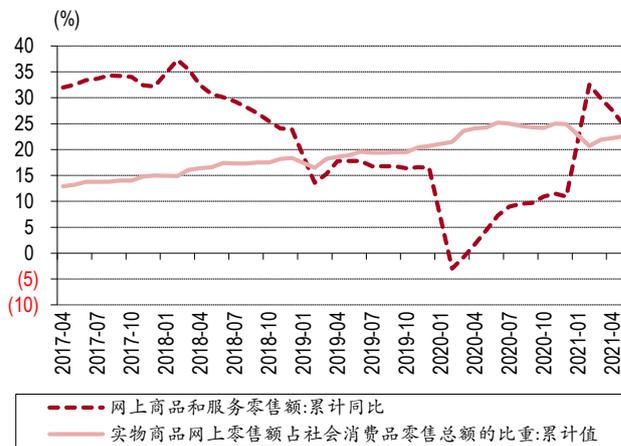
**限额以上消费维持相对高增长。**1-5月限额以上企业消费品零售总额累计同比增速29.9%，其中商品零售总额同比增速为28.1%，餐饮收入总额同比增速64.2%，商品消费继续向限额以上消费集中的趋势。1-5月网上零售额占比为27.7%，较1-4月上升了0.5个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为24.7%，增速较1-4月下行2.9个百分点，低基数影响依然显著。从城乡消费增速来看，5月乡村的消费增速13.2%，较4月下降4.6个百分点，城镇消费同比增速12.3%，较4月下降5.3个百分点。5月餐饮行业收入增速26.6%，较4月下降19.8个百分点，商品销售收入增速10.9%，较4月下降4.2个百分点。维持此前观点，随着国内疫情控制较好，服务消费开始反弹，并且消费整体向限额以上集中的趋势明显。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

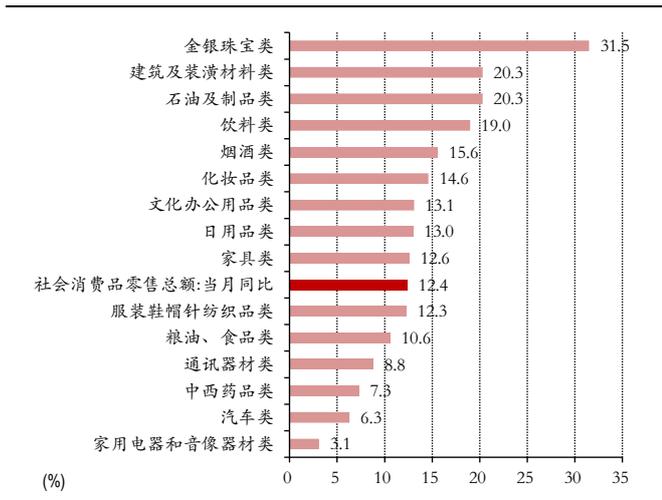
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源：万得，中银证券

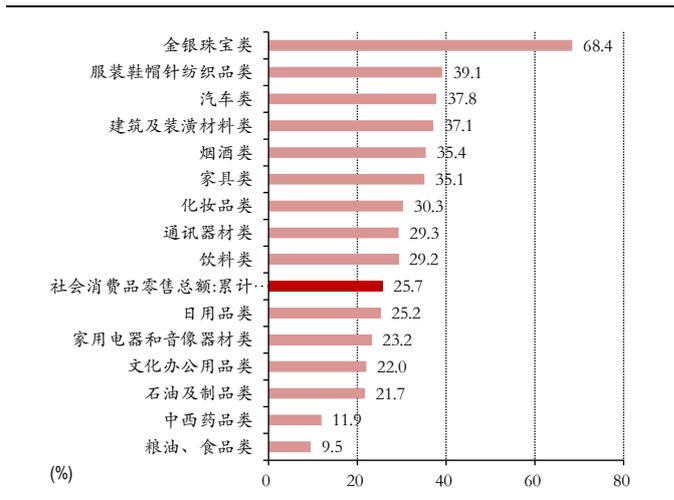
**消费品类增速受价格和供给双重影响。**从同比增速来看，5月限额以上企业商品零售总额同比增速11.1%，同比增速较高的细分行业包括金银珠宝、建筑装潢、石油制品等，增速较低的包括家电、汽车、中西药品等。与4月相比，增速下行较多的消费品包括服装鞋帽、金银珠宝、烟酒、建筑装潢、汽车等，其中不仅有基数效应的影响，还有价格和供给因素的影响。1-5月各品类消费品中增速最高的是金银珠宝、服装鞋帽、汽车，增速较低的包括粮油食品、中西药品和石油类制品，从品类上看，受到房地产销售影响，房地产后周期消费品增速依然整体处于较高水平，但其中家电增速快速下降，主要是受到原材料涨价带动产品价格上涨影响。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

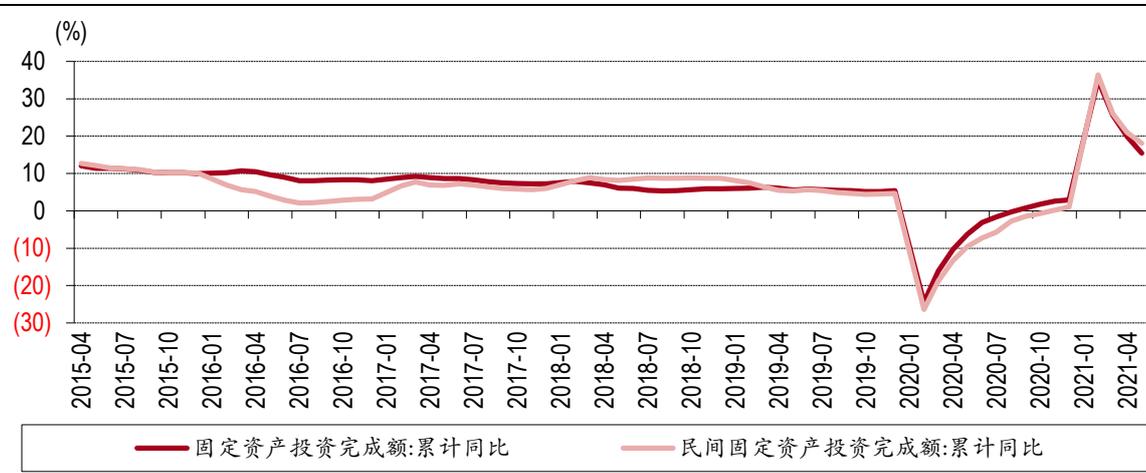


资料来源: 万得, 中银证券

### 固定资产投资受基建拖累明显

固投环比增速大幅走低。1-5月固定资产投资增速为15.4%，比2019年1-5月份增长8.5%，两年平均增速为4.2%，其中1-5月民间固定资产投资增速18.1%。5月固投同比增速低于市场预期1个百分点，从环比增速来看，5月固定资产投资增长0.17%，较2016-2019年同期平均水平0.53%大幅下降，是固投增速走低的主要原因。

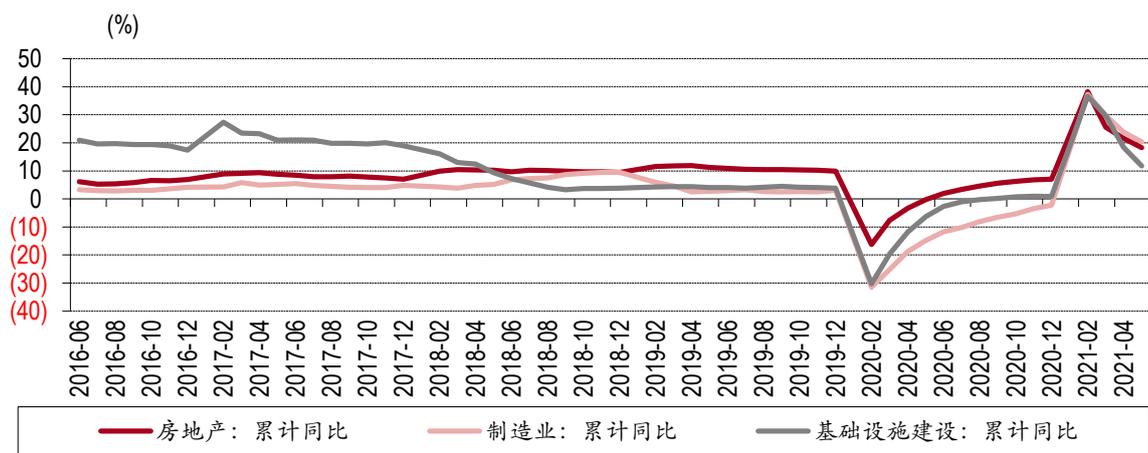
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

基建投资继续大幅回落。分类别看，制造业投资1-5月累计同比增长20.4%，基建投资累计同比增长11.8%，地产投资累计同比增长18.3%。从产业分类来看，第一产业累计同比增长28.7%，第二产业累计同比增长18.1%，第三产业累计同比增长13.8%；从地区来看，东部累计同比增长14.9%，中部增长25.2%，西部增长14.5%，东北增长12%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长15.3%，国企同比增长11.8%，外资企业增长10%。5月基建投资受去年基数偏好以及今年财政支出后置双重影响，当月同比增速落入负增长区间，对固定资产投资增速拖累较大，但预计随着地方政府债发行放量，基建投资增速有望趋稳。制造业固定资产投资依然维持稳步回落，从行业看，固投增速较1-4月下降幅度较小的有汽车、专用设备、食品、农副食品、通用设备、电气设备、金属制品和计算机等。

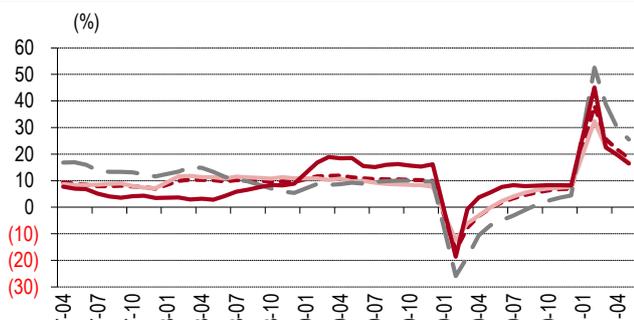
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



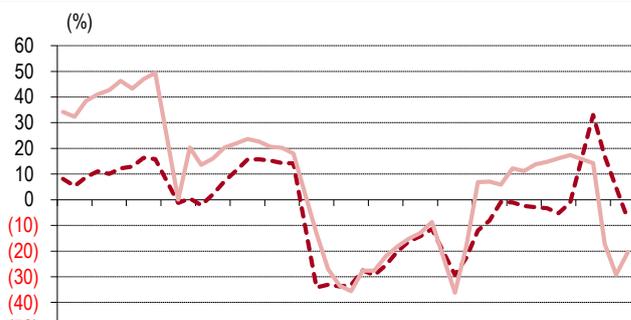
资料来源: 万得, 中银证券

房地产投资当月增速落入个位数区间。1-5月房地产投资增速18.3%，比2019年1-5月份增长17.9%，两年平均增长8.6%。其中东部地区累计同比增长16.8%、中部地区累计同比增长25.5%、西部地区累计同比增长16.4%。从房地产分类来看，住宅投资增速20.7%，办公楼投资增速6.2%，商业地产投资增速6.1%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-5月累计同比分别下降7.5%和下降20.5%，土地购置面积同比增速也落入负增长区间，对后续房地产固定资产投资增速将构成明显负面影响。1-5月房地产新开工面积累计同比增长6.9%，施工面积同比增长10.1%，竣工面积同比增长16.4%。整体来看，当前房地产固定资产投资增速虽然逐月下行，但整体依然维持在较高水平，除了此前我们提醒的热门城市土地出让节奏变化对房地产投资的整体影响外，还需要关注集中购地对房地产企业现金流的影响，可能造成房地产投资对下游产业链的拉动效应减弱等问题。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



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\\_20156](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20156)

