

# 5月经济数据：二季度经济动能高点兑现

## 核心观点

5月经济表现延续较高景气。供给端，工业生产稳中加固，5月工业增加值同比+8.8%，保持较高增速，发电、炼钢数据维持高位。需求端，五一小长假带动线下消费有所回暖，社零两年平均增速小幅改善；投资方面，制造业投资增速大幅改善，两年平均增速由负转正，地产投资仍具韧性。从供需两端数据看，目前我们仍处于稳增长压力较小的时间窗口，金融稳定仍是目前货币政策的首要目标，我们预计信用收缩或延续至三季度末。三季度“稳货币+紧信用”组合下，权益市场仍面临一定估值回调压力；预计利率债震荡，信用债提示关注可能出现优质民企、国企和城投平台违约事件爆发进而形成风险传染。

### □ 用工需求韧性，就业形势较好

5月全国城镇调查失业率为5.0%，较前值继续下降0.1个百分点，就业形势稳中向好。一方面，线下消费恢复较快，五一假期带动餐饮、零售、旅游等行业快速修复，服务业就业岗位不断增多。另一方面，企业生产经营稳中向好，1-4月工业企业利润表现强劲，制造业投资数据也在不断改善，用工需求保持一定韧性。

### □ 工业景气较高，回归趋势不改

5月工业保持较高景气，全国规模以上工业增加值同比增长8.8%，两年平均增长6.6%，高于市场一致预期，基本符合我们预期。5月份工业生产总体延续前期景气态势，但边际放缓迹象已现，部分负面因素的冲击已有所体现（如汽车缺芯）。国内需求方面，消费、高技术制造业投资向好、地产投资有韧性及服务业加快恢复对工业生产有一定支撑。外需在5月仍有一定支撑，但随着海外供给的修复，供需缺口弥合，支撑力度或有所减弱。我们认为，6月工业生产有望保持良好态势，但部分支撑因素的利好强度可能进一步边际放缓及部分负面因素的冲击，读数将进一步回落。

### □ 线下消费复苏，社零小幅改善

5月社会消费品零售总额同比增长12.4%，略低于预期，两年复合增速4.5%，前值4.3%，社零小幅向上改善。“五一”小长假期间数据表现良好，带动线下消费明显改善，消费分化修复的特征有所收敛。汽车消费增速回调，“缺芯”影响逐渐显现。往前看，6月消费可能阶段性受局部疫情复发的影响。

### □ 投资延续回落，制造业修复速度快符合预期

1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长15.4%，较前值回落4.5个百分点，两年平均增长4.2%。其中，房地产开发投资同比增长18.3%，较前值回落3.3个百分点；基础设施投资同比增长11.8%，较前值回落6.6个百分点；制造业投资同比增长20.4%，较前值回落3.4个百分点。从与2019年相比的两年复合增速看，地产、基建、制造业投资两年平均增长8.6%，2.6%和0.6%，仍是地产最为强劲，但制造业投资实现转正。从5月当月同比增速看，制造业投资继续维持最高增速13.5%，高于地产投资的9.8%和基建投资的-2.5%，基建当月投资增速今年以来首次转负。我们此前持续提示3月制造业投资的环比增速高于历史同期，对制造业投资数据不必悲观，并预计今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，目前继续得到验证。

**风险提示：海外疫情超预期恶化；中国经济超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

## 相关报告

- 1 《5月数据预测：PPI加速赶顶，社融继续下行》2021.6.1
- 2 《4月经济数据：工业仍强，经济不弱》2021.5.17
- 3 《4月数据预测：经济正处于稳增长压力较小的窗口期》2021.5.1
- 4 《关注调查失业率回落后货币政策变化》2021.4.16
- 5 《3月数据预测：信用收缩逐渐开启》2021.4.1
- 6 《1-2月经济数据：就业压力不改政策收紧》2021.3.15
- 7 《开年数据预计验证再通胀》2021.2.28

## 正文目录

1. 二季度经济动能高点兑现.....	3
2. 用工需求韧性，就业形势较好.....	3
3. 工业景气较高，回归趋势不改.....	4
4. 线下消费复苏，社零小幅改善.....	5
5. 投资延续回落，制造业修复速度快符合预期.....	7
5.1. 制造业：增速仍有强于季节性的表现.....	7
5.2. 基建：基数效应下降，节奏略有下滑.....	8
5.3. 地产：销售表现积极，投资平稳增长.....	10

## 图表目录

图 1：5 月调查失业率为 5.0%，已达到 2019 年同期水平.....	3
图 2：工业增加值主要门类：5 月同比.....	4
图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比.....	4
图 4：5 月单月票房创历史同期新高.....	5
图 5：“五一”旅游出游人次恢复至疫情前同期的 103.2%.....	5
图 6：社零分化修复有所收敛，餐饮、石油及制品、纺服鞋帽消费增速小幅提振.....	6
图 7：汽车零售端表现优于批发端.....	6
图 8：经销商库存系数位于低位.....	6
图 9：固定资产投资分项走势.....	7
图 10：制造业部分行业投资增速.....	8
图 11：基建投资分行业表现.....	9
图 12：房地产投资平稳增长（%）.....	10
图 13：土地成交价格仍然居高不下（亿元，同比增速位于右轴）.....	10
表 1：2020 年和 2021 年重大项目投资计划概览.....	9

## 1. 二季度经济动能高点兑现

5月经济表现延续较高景气。供给端，工业生产稳中加固，5月工业增加值同比+8.8%，两年平均增长6.6%，保持较高增速，发电、炼钢数据均维持高位。需求端，五一小长假带动线下消费有所回暖，出游人数、餐饮、票房等数据均显示出线下消费正在积极复苏；投资方面，制造业投资增速大幅改善，两年平均增速由负转正，地产投资仍具韧性，基建投资保持平稳。从供需两端数据看，5月经济增长较为强劲，拐点尚未出现。随着信用收缩进程延续和出口数据的渐次回落，下半年经济增长下行压力将逐渐显现。

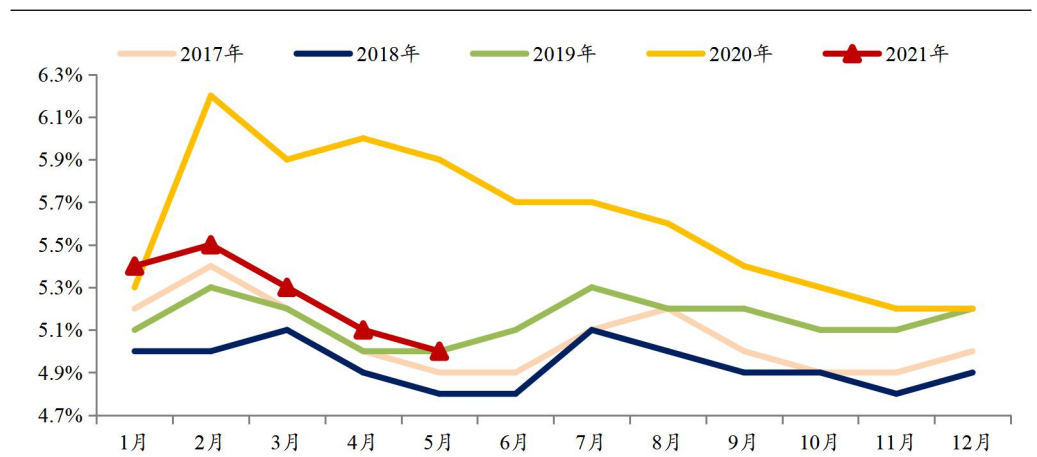
目前我们仍处于稳增长压力较小的时间窗口，经济基本面强、就业状况良好，PPI上涨压力也尚未传递到CPI，国际收支基本平衡，金融稳定仍是目前货币政策的首要目标，我们预计信用收缩或延续至三季度末。三季度“稳货币+紧信用”组合下，权益市场仍面临一定估值回调压力，大的行情仍需等待，可进行结构性配置，建议提前配置金融板块及中游相关行业机会；预计利率债震荡，信用债提示关注可能出现优质民企、国企和城投平台违约事件爆发进而形成风险传染。

## 2. 用工需求韧性，就业形势较好

5月全国城镇调查失业率为5.0%，较前值继续下降0.1个百分点，就业形势稳中向好，春节以来已连续三个月修复。5月城镇新增就业137万人，高于去年同期的106万人，与2019年同期的138万人比较接近。

一方面，线下消费恢复较快，五一假期带动餐饮、零售、旅游等行业快速修复，服务业就业岗位不断增多。另一方面，企业生产经营稳中向好，1-4月工业企业利润保持较快增长，两年复合增速维持在22.3%的高水平，用工需求保持一定韧性。

图 1：5月调查失业率为5.0%，已达到2019年同期水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

往前看，我们认为调查失业率面临阶段性上行压力。一方面，6、7月正值毕业季，2021年高校毕业生达909万人，前值874万，再创历史新高，就业的结构矛盾仍为严峻。随着毕业生大规模进入劳动力市场，失业率可能季节性上探；另一方面，6月以来南方进入主汛期，全国16省共有122条河流发生超警以上洪水，较往年同期偏多三成，短期内会对农业与基建作业造成一定影响，增大调查失业率的上行压力。

### 3. 工业景气较高，回归趋势不改

5月份工业保持较高景气，全国规模以上工业增加值同比增长8.8%，两年平均增长6.6%，高于市场一致预期，基本符合我们预期。5月工业增加值平均增速相比4月放缓0.2个百分点，保持较高景气，但总体来看未来工业生产渐回正轨的趋势不变，生产强劲的惯性或会使二季度工业生产放缓的斜率较为平缓。

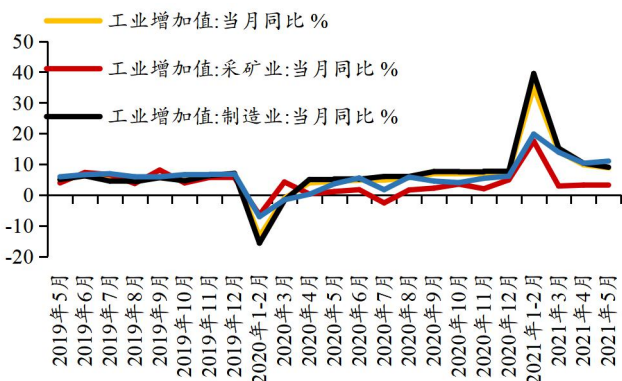
**5月份工业生产总体延续前期景气态势，但边际放缓迹象已现，部分负面因素的冲击已有所体现。**据国家能源局数据，5月份第二产业用电量同比增长11.5%，较2019年5月复合增速7.6%，较4月用电量环比回升。从高频数据上看，5月螺纹钢产量、高炉开工率、汽车半钢胎开工率等数据景气强度较4月份保持平稳，强度已稍弱于2019年同期。汽车缺芯对生产的负面冲击在5月已有所体现，汽车制造业增加值同比仅为+0.5%。

**国内需求对工业生产有一定支撑。**5月下游消费景气延续，30大中城市商品房成交面积较往年同期仍有较好表现，五一小长假及各地消费促进月活动支撑汽车销量向好；第二，投资方面，高技术制造业投资积极，地产投资仍有韧性；第三，服务业加快恢复带动相关制造业产业链生产，随着国内疫苗的加速推进，院线、餐饮、客运等服务业加快恢复。

**外需在5月仍有一定支撑，但随着海外供给的修复，供需缺口弥合，支撑力度或有所减弱。**出口集装箱指数CCFI在5月持续上升屡创新高，外需有较高景气，但据中港协数据，5月上、中、下旬沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比增长11.8%、6.8%、2.4%，增速逐旬放缓。我们认为，随着海外疫苗兑现，海外供给逐步回升，将使海外供需缺口对我国工业生产的支撑强度边际减弱。5月PMI新出口订单48.3，回落至临界点以下，环比4月有较大回落。发达经济体及发展中经济体工业生产端数据改善，例如美国粗钢产量和炼油厂开工率在5月份有所上升，接近疫前水平，美英德韩等国家出口数据改善。

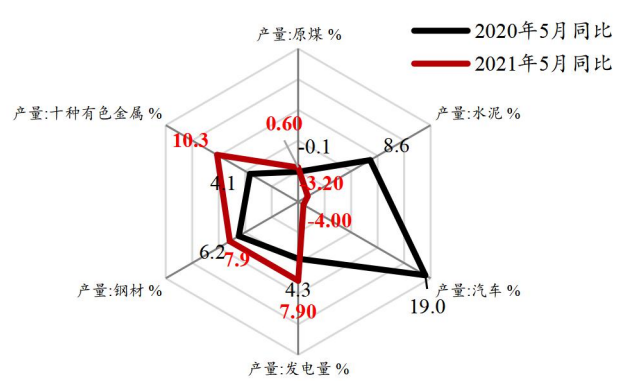
**服务业稳步复苏对相关产业链有促进作用。**5月份，全国服务业生产指数同比增长18.2%，两年平均增长6.6%，较上月加快0.4个百分点，服务业稳步复苏，从第三产业用电量同比增长23.4%可得到印证。随着国内疫苗的普及和气温提升，服务业已恢复至较高水平，据文旅部数据，五一假期间全国国内旅游出游人次按可比口径已恢复至疫前同期的103.2%。我们认为，在未来即使部分地区疫情有所反复也能够得到有效控制，对全国范围内的服务业影响有限，服务业有望稳步恢复。

图 2：工业增加值主要门类：5月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从分项数据上看，采矿业增加值同比增长 3.2%、制造业增长 9.0%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 11.0%，制造业表现强劲。我们主要关注的工业产品原煤（0.6%）、汽车（-4.0%）和水泥（-3.2%）表现较弱；钢材（7.9%）、发电量（7.9%）和十种有色金属（10.3%）同比增速较高。高技术制造业势头强劲，新能源汽车、工业机器人、集成电路同比分别增长 166.3%、50.1%、37.6%，两年平均增速均超过 19%。

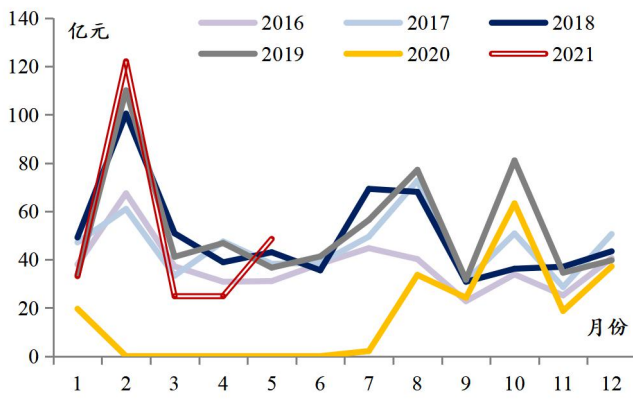
我们认为，6 月工业生产有望保持良好态势，但部分支撑因素的利好强度可能进一步边际放缓及部分负面因素的影响，读数将进一步回落。

#### 4. 线下消费复苏，社零小幅改善

5 月社会消费品零售总额同比增长 12.4%，略低于预期，两年复合增速 4.5%，前值 4.3%，社零小幅向上改善。

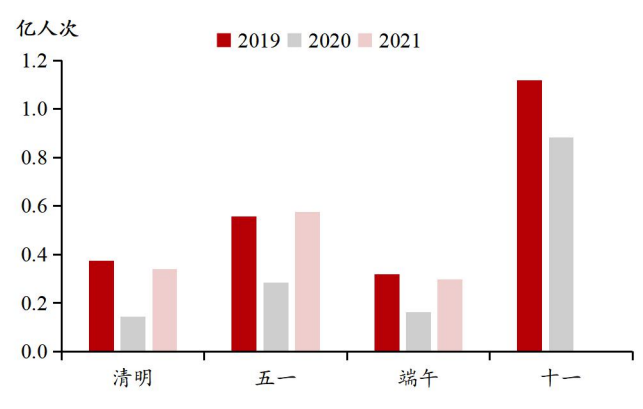
5 月线下消费明显改善，带动社零稳步修复。“五一”小长假期间数据表现良好，全国国内旅游出游人次达 2.3 亿，恢复至疫情前同期的 103.2%。商务部披露，5 月 1 日-5 日，重点零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，呈现加速回升态势。中国饭店协会披露，五一期间百家餐饮企业日均营收较 2019 年同期增长 27.1%。另外，电影票房数据也体现出线下消费的修复力度，5 月单月票房约 49 亿元（2019 年同期为 37 亿元），一扫 3、4 月票房颓势，创 5 月历史新高。

图 4：5 月单月票房创历史同期新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

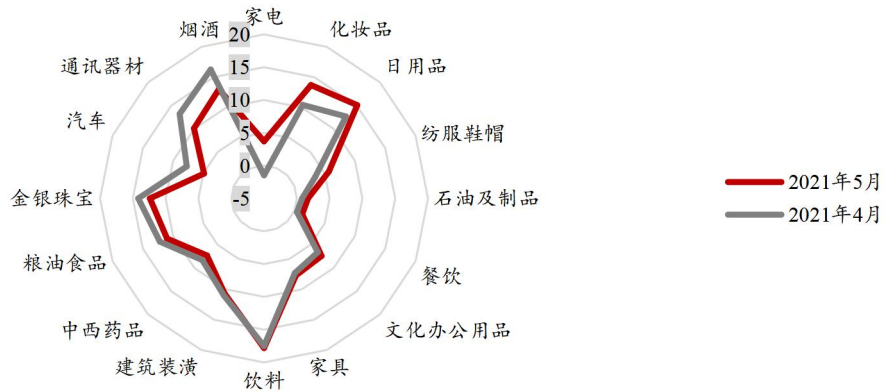
图 5：“五一”旅游出游人次恢复至疫情前同期的 103.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从社零分项数据来看，消费分化修复的特征有所收敛。高社交属性消费小幅提振，其中餐饮两年复合增速为 1.3%（前值 0.4%），石油及制品两年复合增速为 1.7%（前值 0.8%），纺服鞋帽两年复合增速为 5.7%（前值 3.4%）。地产后周期消费保持韧性，建筑装潢、家具、家电两年复合增速分别为 10.7%、7.7%和 3.7%，建筑装潢小幅回落，家电回归正增长。“宅经济”和必需品依然保持高增速，但增速较前值有所回落。

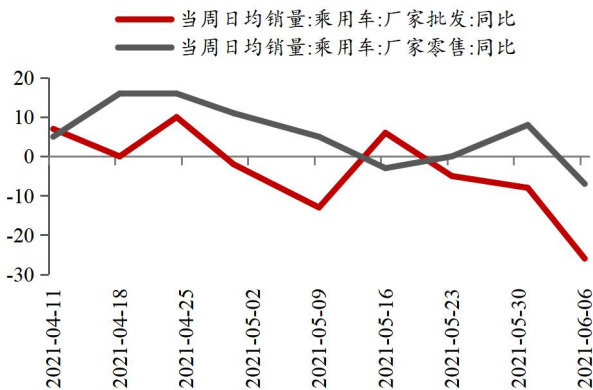
图 6：社零分化修复有所收敛，餐饮、石油及制品、纺服鞋帽消费增速小幅提振



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

汽车消费增速回调，“缺芯”影响逐渐显现。5月汽车类零售额同比+6.3%，较前值回落较快。据乘联会披露，2021年5月狭义乘用车市场零售162.3万辆，同比增长1%，批发160.6万辆，同比下降2.1%，生产157.6万辆，同比下降2.6%，终端销售环节的数据好于制造、批发环节。实际上，4月中下旬以来，汽车零售数据表现优于批发数据已是常态，“缺芯”对于汽车生产的影响已经逐渐体现到零售端。据海外咨询机构AFS测算，截至6月初，由于汽车缺芯影响，全球汽车累计停产数量已达299万辆。不过随着全球生产能力的逐渐修复，“缺芯”问题有望在未来1~2个季度得到逐步缓解。

图 7：汽车零售端表现优于批发端



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：经销商库存系数位于低位



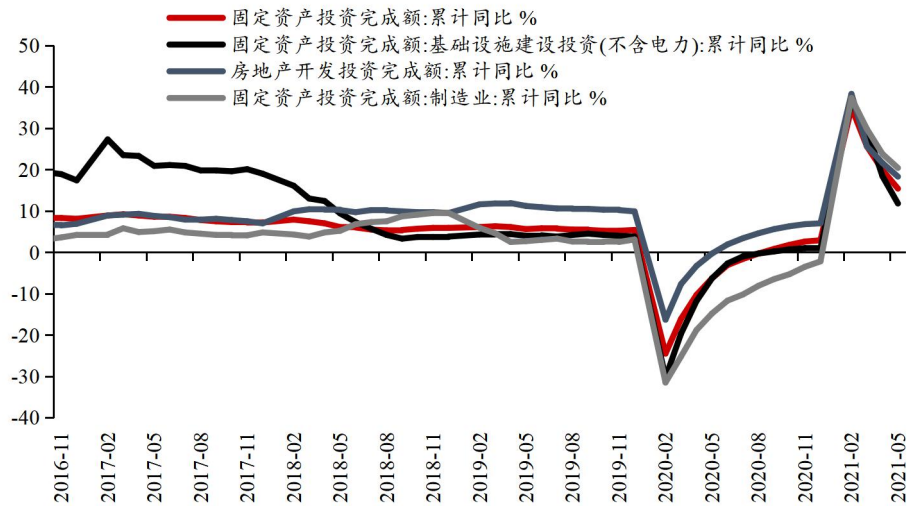
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

往前看，6月消费可能阶段性受到局部疫情复发的影响。由于本地确诊病例出现，广州等地加强了疫情防控力度。广州市文化广电旅游局6月7日晚间发布通知，要求中高风险地区及实施封闭、封控管理区域内的各类公共文化旅游场所全部停业；全市密闭娱乐场所（电影院、剧院、KTV、上网服务场所等）暂停营业。据哗啦啦大数据显示，5月28~30日的周末餐饮数据环比上一周（5月21~23日）下降了将近50%，疫情影响可见一斑。参考去年12月河北和东北疫情影响，我们认为，消费复苏的势头仍在，但6月社零数据的向上修复可能受到疫情阶段性的阻碍。

## 5. 投资延续回落，制造业修复速度快符合预期

2021年1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长15.4%，较前值回落4.5个百分点，两年平均增长4.2%。其中，房地产开发投资同比增长18.3%，较前值回落3.3个百分点；基础设施投资同比增长11.8%，较前值回落6.6个百分点；制造业投资同比增长20.4%，较前值回落3.4个百分点。从与2019年相比的两年复合增速看，地产、基建、制造业投资两年平均增长8.6%，2.6%和0.6%，仍是地产最为强劲，但制造业投资实现转正。从5月当月同比增速看，制造业投资继续维持最高增速13.5%，高于地产投资的9.8%和基建投资的-2.5%，基建当月投资增速今年以来首次转负。我们此前持续提示3月制造业投资的环比增速高于历史同期，对制造业投资数据不必悲观，并预计今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势，目前继续得到验证。

图 9：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 5.1. 制造业：增速仍有强于季节性的表现

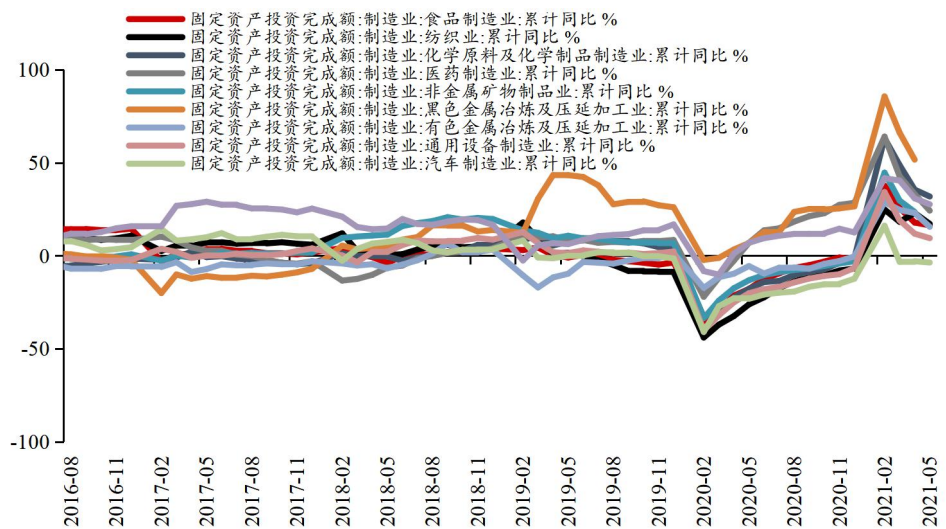
1-5月制造业投资增速较前值回落3.4个百分点至20.4%，两年复合增速由-0.4%实现转正至0.6%。5月当月同比增速13.5%处于较高水平，高于基建、地产投资的当月增速，5月环比增速看同样有强于季节性的表现，我们认为制造业有超预期上行的走势与PPI大幅上行相关，同时充分验证了我们此前“预计今年制造业投资增速仍有望走出相对基建和地产投资更好的趋势”的判断。

制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据及信贷、社融等的资金面数据影响。我们认为工业品价格上行、企业利润的恢复、库存周期的开启将使得企业中长期资本开支意愿进一步提升，在信贷资金支持的情况下，有望对制造业投资提供较强的支撑，后续制造业投资增速下行仍将较为缓慢，当月增速短期内有望保持较高增速，但下半年或面临一定边际回落压力。其中，预计央行仍将通过MPA考核加大制造业融资考核权重，增强对制造业领域的资金支持，制造业企业融资可得性仍将较好。

行业结构方面，高技术制造业投资仍然表现最好，是制造业投资的主要支撑。数据显示，1-5月高技术制造业投资同比增长29.9%，两年平均增长15.5%，其中，计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长48.3%、34.0%，两年平均分别增长28.9%、17.0%，明显高于整体制造业投资。其他传统行业中，受益于前期需求改善较为明显的铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业及价格和盈利向中游传导，如造纸及纸制品制造业表现相对较强。

全年看，行业出清和PPI维持高位均会从数据维度推升制造业名义增速，我们预计全年制造业投资将在库存小周期及行业出清的共同推动下，有相对较强的表现，但下半年需求回落的趋势下，制造业投资增速也较难大幅走高。

图 10：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 5.2. 基建：基数效应下降，节奏略有下滑

2021 年 1-5 月基建投资（不含电力）累计同比增长 11.8%，两年复合累计增速 2.35%，其中 5 月当月同比增速 -2.5%，两年复合当月同比 2.76%。其中，1-5 月道路运输、水利管理、铁路运输和公共设施管理投资增速分别为 10.6%、15.4%、7.1% 和 8.7%，前值分

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\\_20174](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20174)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn