

## 生产强消费弱的格局仍未打破

——5月经济数据点评

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

2021年06月16日

5月,固定资产投资累计两年平均增速增长4.2%,较上月提高了0.3%,其中制造业投资两年平均增速转正,基础设施投资增速回落,地产投资高位趋缓。消费边际平缓上行,上行趋势确定但仍旧较弱。5月规模以上工业增加值同比8.8%,前值9.8%。5月社会消费品零售总额同比增长12.4%,前值17.7%。1-5月固定资产投资的两年平均增速为4.2%,同比增长15.4%。

◆ 5月,生产延续恢复态势,高新制造业增速明显加快。结构上,受大宗价格上涨,上游增速放缓。中游整体保持快速增长,电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备增速领先。复合增速较4月环比及2019年同比均有较大回升,整体仍维持在高增长区间,反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。

◆ 1-5月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高,表现亮眼,单就5月来看,房地产销售、竣工仍维持高景气,新开工较弱。整体地产投资高位趋缓。融资端来看,随地产端宏观审慎管理加强5月居民按揭贷款增长速度继续回落,预计地产后续或依然面临压力。

◆ 5月基础设施建设有所回落,专项债发行后移或是原因。基建增速整体有所回落,但信息传输业、生态保护和环境治理业、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。

◆ 5月消费边际平缓上行,其中可选消费需求增速回缓。社零总体上行趋势确定,但仍旧较弱。5月,在节假日消费季消费促进月活动等因素带动下,市场呈现恢复态势,商品零售平稳增长、服务消费逐渐复苏的特征。但考虑疫情对中低收入人群的影响偏大,低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期,乐观预期下,居民收入有望在4季度回归常态,消费将随之恢复,在此之前难见到“补偿性消费”。

5月,PPI同比上涨9.0%,为最近10年高点。其中生产资料涨幅迅猛,国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格继续上升是关键原因。CPI同比涨幅扩大至1.3%,环比降幅收窄,CPI食品项、非食品项共同上拉CPI,交通通信贡献显著。

◆ 5月,PPI同比增长为8.0%,环比增长1.6%,持续上行。其中,生产资料涨幅扩大2.9个百分点,同比上升12.0%(前值为9.1%),增长明显。国际大宗商品价格上涨迅猛是本轮生产资料大幅上行的主要原因。

◆ CPI食品项中,猪肉价格继续回落,但鲜菜等价格上涨。CPI非食品项仍是拉动CPI同比涨幅上升的主要原因,交通和通信上拉显著。

◆ PPI与CPI剪刀差达到最近10年高点,采矿业利润率逐级向上,挤压中下游制造业企业利润空间。

◆ 往后看,5月PPI同比年内高点已现,但后续可能仍是小幅回落,CPI全年中枢仍在2%以内,PPI逐步传导至CPI非食品项,传导幅度有限。以有色代表的海外供需缺口及黑色代表的国内产能受限来看,PPI回落幅度可能有限。并且若有国际油价的超预期上涨,大概率商品价格带动PPI指数还将继续保持上行。以海外通胀及通胀预期持续发酵来看,下半年整体回落中枢可能高于市场预期。CPI在二季度将持续处于上行区间,PPI对CPI非食品项将继续上拉,且持续性或延续至下半年,但猪周期仍将继续拖累,全年中枢

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

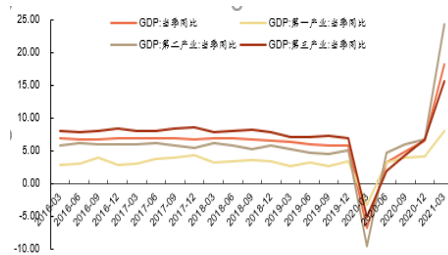
刘雅坤

研究助理

SAC执业证书编号:S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

## GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源: WIND

- 1、《社融回落最快的时候可能已经过去: 5月金融数据点评》2021-06-11
- 2、《四维度下看下半年利率怎么走: ——利率驱动因素分析》2021-06-08
- 3、《出口高增有所放缓 但韧性仍在: 5月出口数据点评》2021-06-08
- 4、《上游价格回落但仍在高位 下游需求放缓: 5月实体经济数据观察》2021-05-31
- 5、《降低对“补偿性”消费的期待: ——经济增长专题报告二》2021-05-31

仍在 2% 以内，物价全面上涨压力依然不大。

**风险提示：**预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

### 2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50
顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 工业稳步增长 消费修复仍慢</b> .....	<b>4</b>
1.1 工业稳步增长 消费修复仍慢 .....	4
1.2 工业延续稳步回升态势 高新制造业增速加快 .....	4
1.3 固定资产投资 制造业继续恢复 地产高位趋缓 .....	5
1.4 消费延续恢复态势 可选消费需求增速回缓 .....	7
<b>1.5 PPI 年内高点已现 CPI 食品非食品共同上拉</b> .....	<b>8</b>

## 图表目录

<b>图 1: 工业稳步回升 (其中 2021 年以来数据为两年平均)</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2: 固定资产投资 (其中 2021 年 2-5 月为两年平均)</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3: 房屋新开工、施工和竣工</b> .....	<b>6</b>
<b>图 4: 原材料上涨带动 PPI 继续高斜率上行</b> .....	错误!未定义书签。
<b>图 5: CPI 继续向上, 核心 CPI 上行走缓</b> .....	错误!未定义书签。
<b>图 6: CPI 交通和通信上拉显著</b> .....	错误!未定义书签。
<b>图 7: PPI 与 CPI 剪刀差扩大, 采矿业利润率持续向上, 制造业利润受到挤压</b> .....	错误!未定义书签。

## 1. 工业稳步增长 消费修复仍慢

### 1.1 工业稳步增长 消费修复仍慢

5月，固定资产投资累计两年平均增速增长4.2%，较上月提高了0.3个百分点，其中制造业投资两年平均增速转正，基础设施投资增速回落，地产投资高位趋缓。

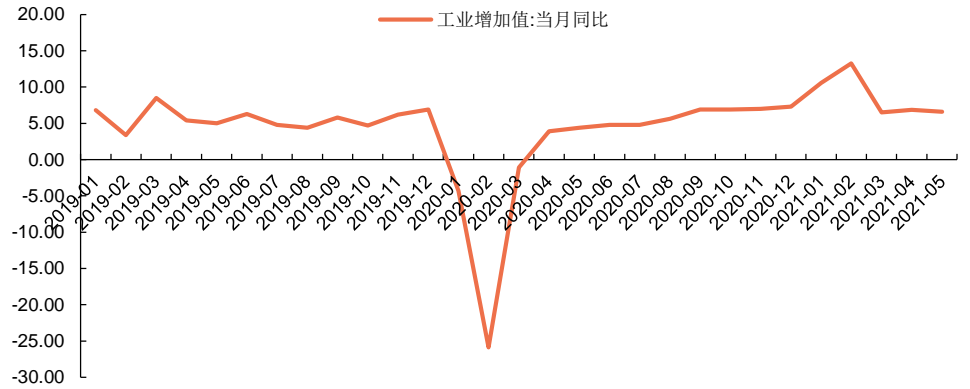
- ◆ 5月，生产延续恢复态势，高新制造业增速明显加快。结构上，受大宗价格上涨，上游增速放缓。中游整体保持快速增长，电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备增速领先。复合增速较4月环比及2019年同比均有较大回升，整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 1-5月以来房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高，表现亮眼，单就5月来看，房地产销售、竣工仍维持高景气，新开工较弱。整体地产投资高位趋缓。融资端来看，随地产端宏观审慎管理加强5月居民按揭贷款增长速度继续回落，预计地产后续或依然面临压力。
- ◆ 5月基础设施建设有所回落，专项债发行后移或是原因。基建增速整体有所回落，但信息传输业、生态保护和环境治理业、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。

5月消费边际平缓上行，其中可选消费需求增速回缓。社零总体上行趋势确定，但仍旧较弱。5月，在节假日消费季消费促进月活动等因素带动下，市场呈现恢复态势，商品零售平稳增长、服务消费逐渐复苏的特征。但考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，乐观预期下，居民收入有望在4季度回归常态，消费将随之恢复，在此之前难见到“补偿性消费”。

### 1.2 工业延续稳步回升态势 高新制造业增速加快

工业生产持续向上，高技术制造业高速增长。1-5月，全国规模以上工业增加值同比增长17.8%，两年平均增长7.0%，与1-4月持平，延续稳定恢复态势。其中，5月规模以上工业增加值同比增长8.8%（前值9.8%），环比增长0.52%（前值0.52%），两年平均增长为6.6%（前值6.8%）。继4月生产产能逐步恢复后，5月工业生产继续稳步增长。5月份制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长9.0%、11%，两年复合增长7.1%、7.2%，贡献明显。其中，高新制造业增加值同比增长17.5%，两年复合增长13.1%，增速较上月分别加快4.8、1.5个百分点。

图1：工业稳步回升（其中2021年以来数据为两年平均）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

结构上,受大宗价格上涨及基数效应影响,上游行业增速放缓。通用设备专用设备核心制造业保持高增带动中游整体继续快速增长,下游增速有所回落但仍维持高位。

- ◆ 上游周期行业增速明显放缓,受大宗商品价格上升以及基数效应影响较大,尤其黑色、有色行业 5 月复合增速较 2019 年同期增速存在大幅回落。
- ◆ 中游制造业,整体保持快速增长,电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备制造业增速领先。复合增速较 4 月环比及 2019 年同比均有较大回升,整体仍维持在高增长区间,反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业,汽车、计算机通信与其他电子设备增速较快,纺织业增速明显下行。5 月,汽车两年复合增长 6.19%,较 4 月值 6.75% 回落。计算机、通信和其他电子设备制造业 11.75% (前值 11.10%),高于 2019 年同期 10.60%。纺织业增速大幅回落至 0.58% (前值 2.25%)。

表1: 上中下游主要行业工业增加值情况 (其中 2021 年以来数据为两年复合增速)

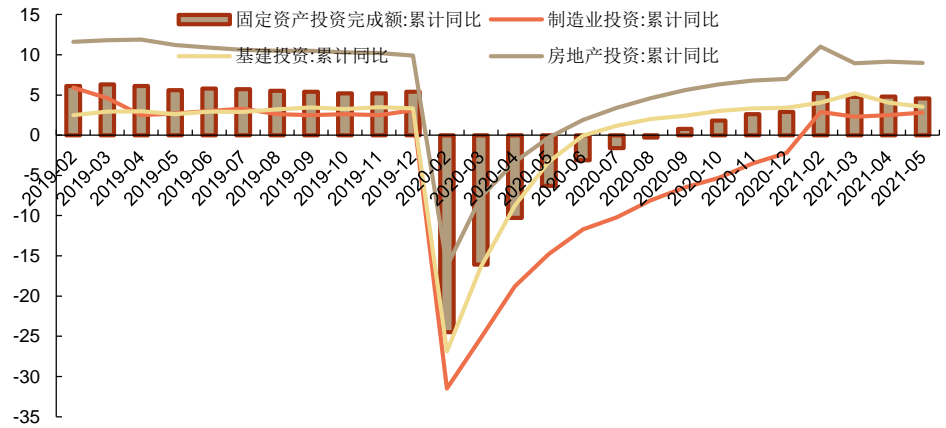
	上游制造业			中游制造业			下游制造业		
	黑色金属冶炼和压延加工业	有色金属冶炼和压延加工业	化学原料和化学制品制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械和器材制造业	汽车制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	纺织业
2021年5月	6.90%	3.45%	6.22%	10.50%	11.03%	12.59%	6.19%	11.75%	0.58%
2021年4月	7.70%	4.11%	5.91%	11.14%	12.23%	15.60%	6.75%	11.10%	2.25%
2021年3月	8.12%	4.34%	6.15%	6.63%	7.38%	11.18%	4.38%	11.04%	0.79%
2021年1-2月	9.16%	5.96%	7.50%	7.98%	9.71%	12.94%	7.96%	13.14%	0.77%
2019年5月	11.70%	9.40%	3.50%	2.50%	4.90%	8.80%	-4.70%	10.60%	0.70%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 1.3 固定资产投资 制造业继续恢复 地产高位趋缓

1-5 月固定资产投资的两年平均增速为 4.2%, 同比增长 15.4%。分项上来看, 1-5 月房地产整体相对制造业和基建投资两年平均增长最高, 表现亮眼, 仍然是拉动固定资产投资的主要动力来源。1-5 月制造业投资同比增长 20.4%, 高于全部投资 5.0 个百分点。1-5 月房地产开发投资及基础设施投资分别同比增长 18.3%、11.8%, 比 1-4 月上升 0.2 个百分点。单就 5 月来看, 基础设施投资、制造业增速回落, 地产投资高位趋缓。

图2：固定资产投资（其中 2021 年 2-5 月为两年平均）



资料来源：Wind，申港证券研究所

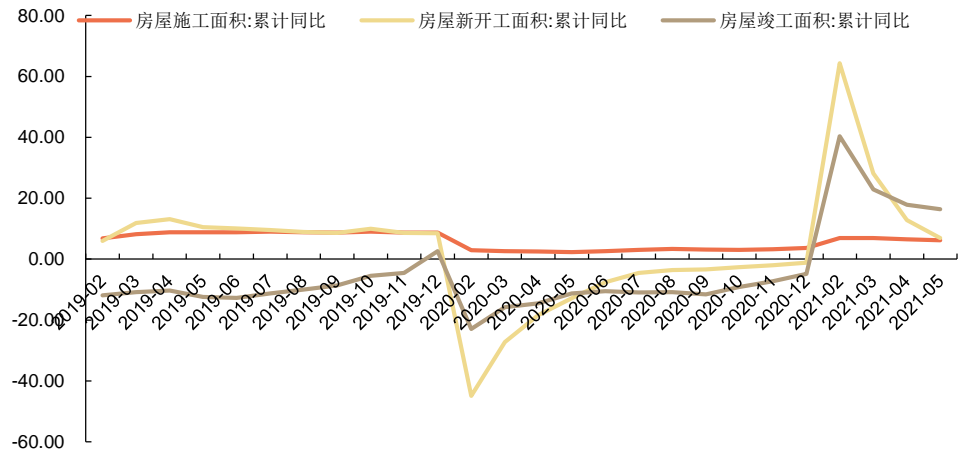
5 月基础设施建设有所回落，专项债发行后移或是原因。基建增速整体有所回落，但信息传输业、生态保护和环境治理业、水利增长显著推动固定资产投资稳步提升。1-5 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 11.8%，两年平均增长 2.6%。分细项来看，信息传输业投资增长 26.4%，生态保护和环境治理业投资增长 20.0%，水利管理投资增长 15.4%，公共设施管理业投资增长 8.7%，道路运输业投资增长 10.6%，铁路运输业投资增长 7.1%。信息传输业、生态保护和环境治理业投资增幅明显上升，水利管理投资、交通运输业投资增速较上月收窄，但对基建投资增长仍具拉动作用，进而推动固定资产稳步提升。

房地产销售、竣工仍维持高景气，新开工较弱。融资端，房企在“三条红线”政策下，拿地将继续受限。

- ◆ 房地产销售仍在高位，需求依然高景气。1-5 月，全国商品房销售面积 66383 万平方米，销售额达 70534 亿元，同比增长分别为 36.3%、52.4%，两年平均增长 9.3%、16.7%，与上期基本持平，反映需求依旧维持高景气区间，为房地产投资的亮眼表现提供支撑。
- ◆ 5 月新开工仍较弱，竣工开始加快。房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长 6.9%，10.1%，16.4%，涨幅较上期有所回落。考虑到政策端的逐步收紧，尤其是“三条红线”及宏观审慎管理下，房地产建设速度开始逐步放缓，后续增长仍需关注。

图3：房屋新开工、施工和竣工





资料来源: Wind, 申港证券研究所

#### 1.4 消费延续恢复态势 可选消费需求增速回缓

5月消费边际平缓上行,其中可选消费需求增速回缓。社零总体上行趋势确定,但仍旧较弱。5月,在节假日消费季消费促进月活动等因素带动下,市场呈现恢复态势,商品零售平稳增长、服务消费逐渐复苏的特征。但考虑疫情对中低收入人群的影响偏大,低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期,乐观预期下,居民收入有望在4季度回归常态,消费将随之恢复,在此之前难见到“补偿性消费”。

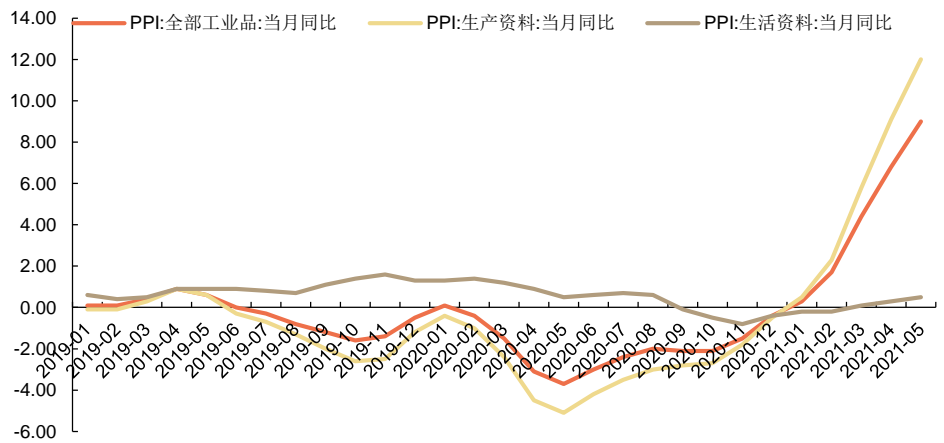
- ◆ **5月消费边际缓慢上行,1-5月社零两年平均增长4.3%,较4月环比增长0.81%。**  
1-5月,社会消费品零售总额174319亿元,同比增长25.7%;两年平均增长4.3%。其中,5月份社会消费品零售总额35945亿元,同比增长12.4%(前值17.7%),两年复合增速较4月份回落1.3个百分点,两年平均增长3.0%,环比增长0.81%。
- ◆ **5月,部分必选类消费品较上月增速明显下行,整体仍维持较好增长态势。**除汽车外的社会消费品零售同比增速为13.2%(前值27.7%),其中服装鞋帽针纺织品类同比增速为12.3%(前值31.2%),饮料类零售同比增速为19%(前值22.3%)。必选类消费品弹性不大,预计后续依然保持此态势。
- ◆ **受益于地产表现亮眼,建筑及装潢材料、家具类同比增长趋势显著,但增速较上月下有所回调。**5月建筑及装潢材料零售同比增速为20.3%(前值30.8%),家具类零售同比增速为12.6%(前值21.7%),与施工竣工加快形成交叉验证。
- ◆ **餐饮仍是主要拖累,五一小长假带动下餐饮收入仍为负,反映居民收入未明显修复下,消费乏力。**1-5月餐饮收入同比增长56.8%,但两年平均增长仍为负(-0.22%),即餐饮仍未恢复到2019年同期水平。
- ◆ **低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期,乐观预期下,居民收入有望在4季度回归常态,消费将随之恢复,在此之前难见到“补偿性消费”。**1-5月,限额以上超市、专卖店等实体店零售额两年平均增速较1-4月基本持平。便利店、专业店和家具建材商店商品零售额两年平均增速较1-4月分别加快0.3、0.6和1.0个百分点。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大,低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期,乐观预期下,居民收入有望在4季度回归常态,消费将随之恢复,在此之前难见到“补偿性消费”。(具体参见《降低对“补偿性”消费的期待》)

## 1.5 PPI 年内高点已现 CPI 食品非食品共同上拉

5月，PPI 同比上涨 9.0%，为最近 10 年高点。其中生产资料涨幅迅猛，国际原油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格继续上升是关键原因。

- ◆ 2021 年 5 月，我国 PPI 同比增长为 9%，环比增长 1.6%，持续上行。其中，生产资料涨幅扩大 2.9 个百分点，同比上升 12.0%（前值为 9.1%），增长明显。生活资料微微上调，同比上升 0.5%，前值为 0.3%。
- ◆ 国际大宗商品上涨迅猛是本轮生产资料大幅上行的主要原因。石油和天然气开采业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、石油、煤炭等行业同比增速大幅上行，均达 30% 以上。国际原油价格持续上行，带动石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料，价格环比上涨分别为 1.7%、4.4%。铁矿石、焦炭价格上涨带动黑色金属冶炼和压延行业价格环比上涨 6.4%。另外，国际上铜、铝等有色金属价格上涨带动有色金属冶炼和压延行业价格环比上涨 4.4%。

图4：材料上涨带动 PPI 继续高斜率上行



资料来源：Wind，申港证券研究所

CPI 同比涨幅扩大至 1.3%，环比降幅收窄，CPI 食品项、非食品项共同上拉 CPI。食品项同比由上月的下降 0.7% 转为上涨 0.3%，主要由于猪肉细项价格下降、淡水白 鳊鱼和合园植物油细项价格上升的共同作用。原油价格上涨显著的背景下，拉

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\\_20182](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20182)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn