

5月投资保持强势，消费有所改善，工业生产修复见顶回落

主要数据：2021年5月规模以上工业增加值同比实际增长8.8%，前值9.8%，两年复合增速6.6%，前值6.8%；1-5月固定资产投资累计同比增长15.4%，前值19.9%，两年复合增速4.2%，前值3.9%；5月社会消费品零售总额同比增长12.4%，前值17.7%，两年复合增速4.5%，前值4.3%。

主要观点：受上年同期基数抬高影响，5月工业生产、消费、投资等宏观数据同比增速均不同程度下行，属正常走势，并不代表经济增长动能减弱。总体上看，5月宏观数据显示，经济修复仍在持续推进。与此同时，当前经济修复仍存在一定结构性问题，即外需偏强，内需较弱；内需中的投资偏强，消费较弱。这种结构失衡在5月略有好转，特别是服务业供需两端提速明显，但未来仍存在较大改善空间。预计二季度GDP同比有望达到8.0-8.5%，GDP两年复合增速将在5.8%左右，既与2019年经济增速（6.0%）相差不远，也将基本达到今年潜在经济增长水平。

工业生产：从两年平均增速来看，5月工业生产仍维持扩张，但边际动能放缓。这一方面显示经济修复正逐步进入寻顶过程，另一方面，也受到芯片短缺等供给侧瓶颈，以及上游商品涨价导致中下游企业利润受到侵蚀，抑制中下游企业生产和补库意愿等因素影响。

投资：以两年平均增速衡量，1-5月固定资产投资增速加快，已修复到2019年同期的八成左右。三大类投资中，在政策支持和利润改善双重推动下，制造业投资两年复合增速首度转正，月度房地产投资增速回落至个位数，但仍然显示较强韧性，基建投资累计同比增速大幅回落，修复进度未现加快，源于今年基建投资稳增长需求显著下降。

社零：5月社零增速下滑主要受基数抬升影响，从两年平均增速来看，当月社零向上修复动能略有加速，但仍处偏弱水平，修复进度仅相当于2019年同期的一半略高水平，反映疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。

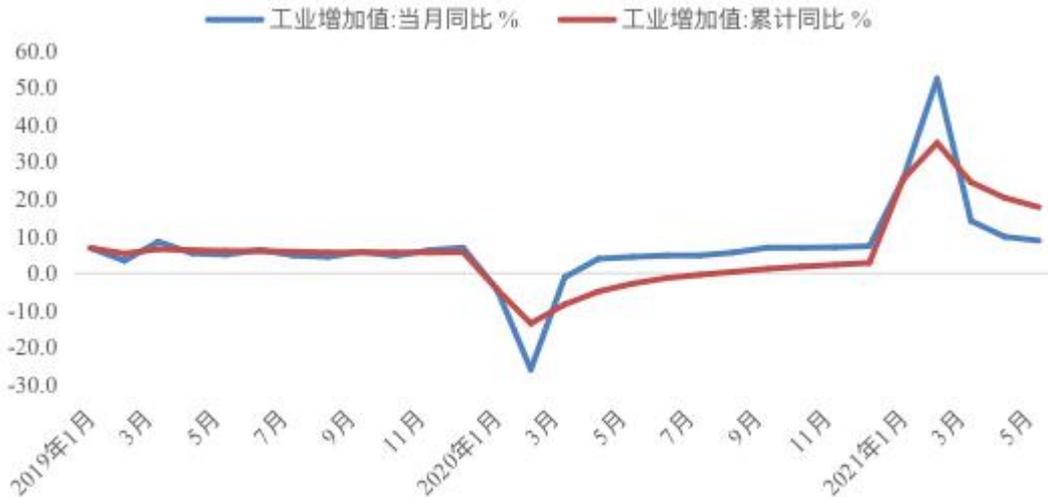
随着去年同期基数抬高，6月各项宏观数据同比增速会进一步回落。以两年复合增速衡量，6月工业生产扩张动能可能继续放慢，但仍有望保持在6.0%以上，6月固定资产投资两年复合增速还有小幅上扬空间，商品消费则将继续处于一个“慢修复”过程。在6月PPI同比读数有望冲高回落背景下，着眼于弥补经济复苏过程中的结构性短板，宏观政策将继续保持定力，出现明显收紧的可能性不大。

具体分析如下：

一、工业生产：5月工业增加值同比增速下滑主因去年同期基数垫高；从两年平均增速和环比来看，5月工业生产仍维持扩张但边际动能放缓，这一方面显示经济修复正逐步进入寻顶过程，另一方面，也受到芯片短缺等供给侧瓶颈，以及上游商品涨价导致中下游企业利润受到侵蚀，抑制中下游企业生产和补库意愿等因素影响。

5月工业增加值同比增长8.8%，增速较上月下滑1.0个百分点，主要原因是去年同期工业生产持续恢复带动基数走高。从撇除基数影响的两年平均增速看，5月为6.6%，仅较上月小幅下滑0.2个百分点，表现依然平稳，当前外需保持强劲仍为重要支撑。不过，两年平均增速下滑也显示工业生产扩张动能正在减弱，这也反映于5月工业增加值环比增长0.52%，虽维持扩张，但与历年同期相比并未强于季节性，与去年2月到今年3月的环比增速相比更是明显放缓。我们认为，随着工业生产增速回升至疫情前水平，增长动能向常态回归属正常现象，这也表明工业生产修复进程已经迈过顶部。

图1 规模以上工业增加值增速



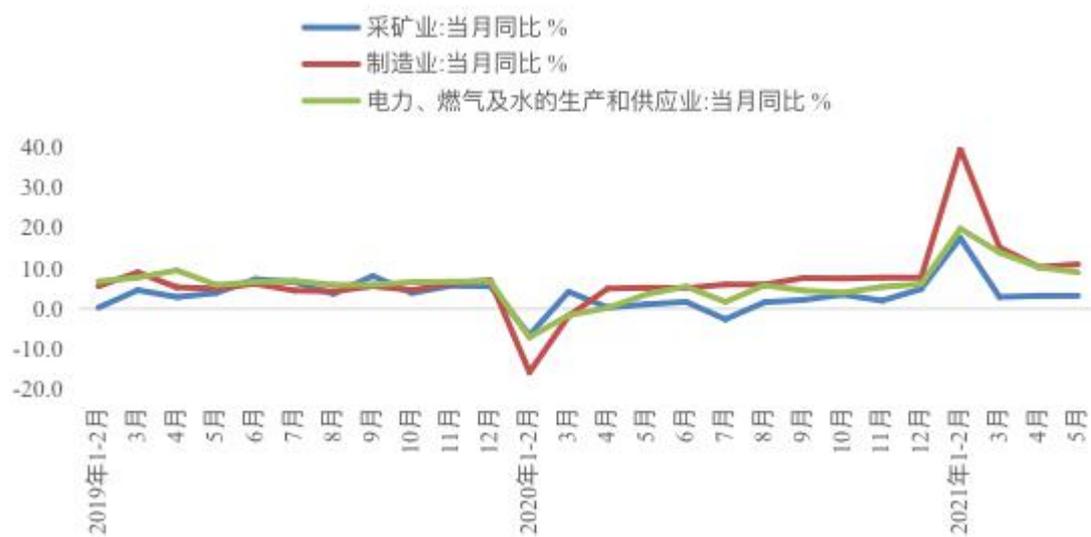
资料来源：WIND，东方金诚

分门类看，尽管基数走高，5月采矿业增加值同比增速仍持平上月于3.2%，或因大宗商品价格上涨、利润改善提振生产；5月电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速较上月加速0.7个百分点至11.0%，与当月发电量增速走势背离，表明当月行业产值扩张应主要由水、热、燃气增长带动。

5月在工业中占比最高的制造业增加值同比增速较上月放缓1.3个百分点至9.0%，除受基数走高以及修复进程接近尾声影响外，当月制造业扩张动能也受到芯片短缺等供给侧瓶颈

抑制。另外，上游商品涨价导致中下游企业利润受到侵蚀，也对中下游企业生产和补库意愿产生负面影响。从细分行业看，5月汽车、纺织、非金属矿物、专用设备、塑料橡胶制品、钢铁等行业增加值同比增速下滑幅度较大，尤其是汽车制造业，受基数走高以及芯片短缺导致部分车企停产、限产影响，当月汽车制造业增加值同比增速较上月大幅下滑7.2个百分点至0.5%；5月医药、电子设备等行业增加值增速则有所加快，通用设备行业增加值增速虽有所放缓但仍处13.8%的较快增长水平，显示外需强劲对出口仍有较强支撑。

图2 三大门类增加值增速



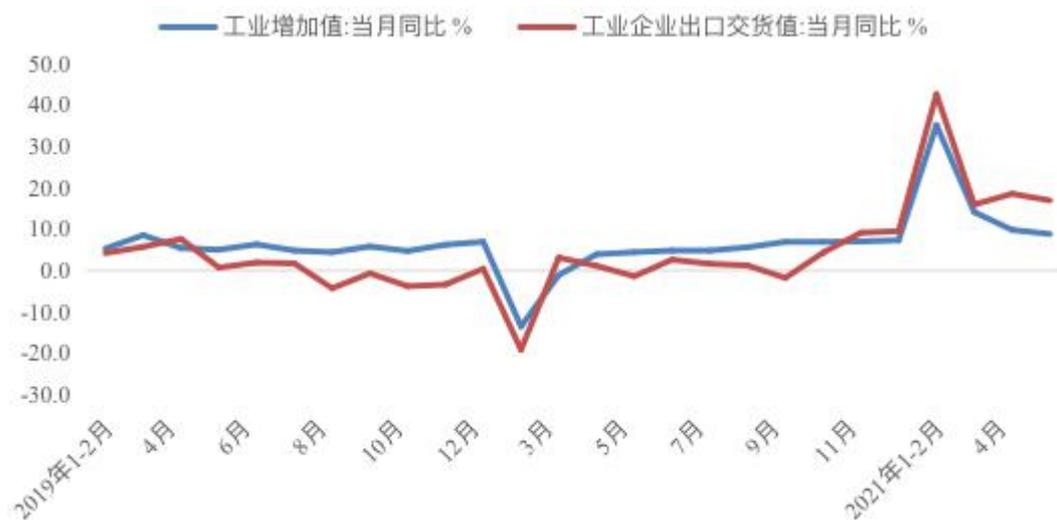
资料来源: WIND, 东方金诚

图3 制造业各细分行业增加值当月同比增速%



资料来源：WIND，东方金诚

图 4 工业企业出口交货值增速



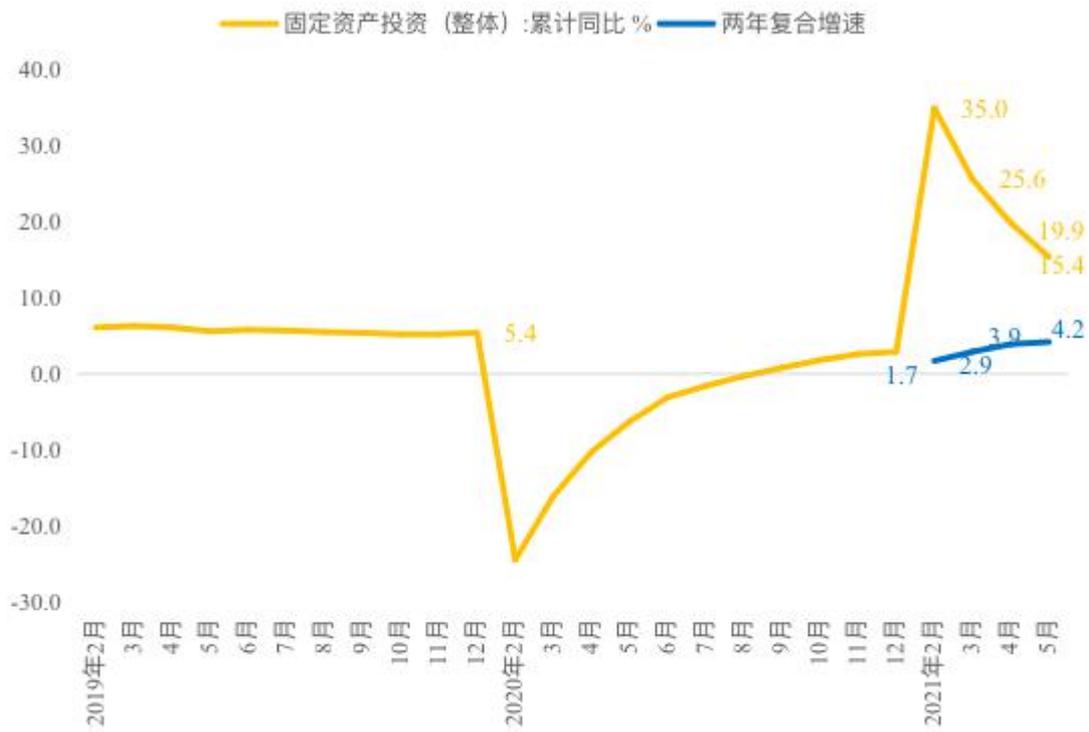
资料来源：WIND，东方金诚

二、投资：以两年平均增速衡量，1-5月固定资产投资增速已修复到2018-19年同期的八成左右，但增速加快势头有所放缓。三大类投资中，制造业投资两年复合增速首度转正；月度房地产投资增速回落至个位数，但仍然显示较强韧性；基建投资累计同比增速大幅回落，修复进度未现加快，源于今年基建投资稳增长需求显著下降。另外，近期PPI同比冲高，也是以名义值计算的固定资产投资两年平均增速上扬的一个原因。

2021年1-5月，固定资产投资同比增长15.4%，受上年基数垫高影响，增速较前值下滑4.5个百分点。以2019年1-5月为基数，两年平均增速达到4.2%，高于1-4月0.3个百分点。

首先，这意味着5月固定资产投资仍在延续去年二季度以来的修复势头。在修复进度方面，1-5月4.2%的两年平均增速约相当于2018-19年正常时期固定资产投资增速的八成左右，修复进度较快，后期该指标还有进一步修复空间。其次，从三大固定资产投资板块来看，制造业投资两年复合增速首度转正，房地产投资增速放慢，基建投资增速平稳，固定资产投资结构有所改善。

图 5 固定资产投资两年平均增速上扬

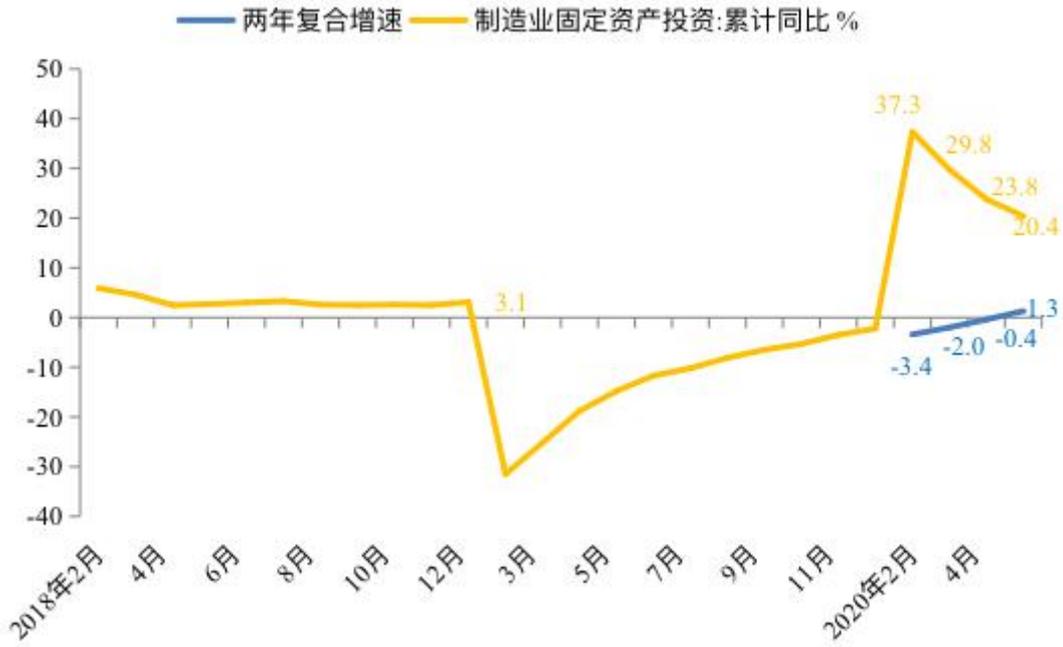


资料来源: WIND, 东方金诚

制造业投资: 1-5月制造业固定资产投资同比增长20.4%，基数垫高导致较前值下滑3.4个百分点，但两年平均增速升至1.3%，较1-3月大幅改善1.7个百分点，为本轮疫情冲击以来首度转正。

首先，当前制造业固定资产投资两年平均增速在三大类投资中仍属最低水平，且修复进度也较为滞后。这主要是由于去年同期制造业投资跌幅巨大，致使修复过程拉长。其次，从最新的增长动能来看，制造业投资增速正在迅速改善，其中5月单月同比增长13.5%，在三大类投资中增速最快。去年下半年以来，工业品价格出现大幅上涨，制造业行业利润迅速改善，对制造业投资的刺激作用逐步显现。此外，近期政策面对制造业投资的融资支持力度仍在持续加大，制造业投资的信贷资金来源正在大幅增长。最后，当前制造业转型升级在投资数据上也有明显体现：1-5月高技术制造业投资同比增长17.5%，两年平均增长13.1%，远高于制造业平均投资增长水平。

图6 制造业投资两年平均增速改善，修复动能增强



资料来源: WIND, 东方金诚

图7 年初以来制造业利润和贷款增速均处于偏高水平



资料来源: WIND

短期内, 利润改善叠加政策支持将继续带动制造业投资较快修复, 我们预计, 全年制造业累计投资增速有望接近两位数, 并成为拉动 2021 年经济增长的重要动力之一。

不过值得注意的是, 近期上游大宗商品价格升幅巨大, 但下游消费相对较缓。在价格向下传导不畅的背景下, 一些中下游制造业的利润可能受到较大侵蚀, 这可能对未来制造业投资造成一定不利影响。我们预计, 接下来财政政策中的减税降费和货币政策中对中下游制造

业投资的定向融资支持力度可能进一步加大。

房地产投资：1-5月房地产投资同比增长18.3%，同样主要受基数垫高影响，增速较1-4月下滑3.3个百分点。其中，5月单月房地产投资增速为9.8%，为今年以来首次降至个位数，较上月下降3.8个百分点。不过，以两年平均增速衡量，1-5月增速达到8.6%，较1-4月加快0.2个百分点。这与同期房地产市场继续保持较高热度直接相关：1-5月商品销售额同比增长52.4%，两年平均增长16.7%；商品房销售面积同比增长36.3%，两年平均增长9.3%。其中两年平均增长数据均远超疫情前水平。背后的主要因素是，2020年政策性降息对房地产市场存在较强的刺激作用，当前因城施策的房地产调控重点指向个别城市房价高涨，但对整体市场并未形成全面压制效应。

图8 房地产投资韧性较强



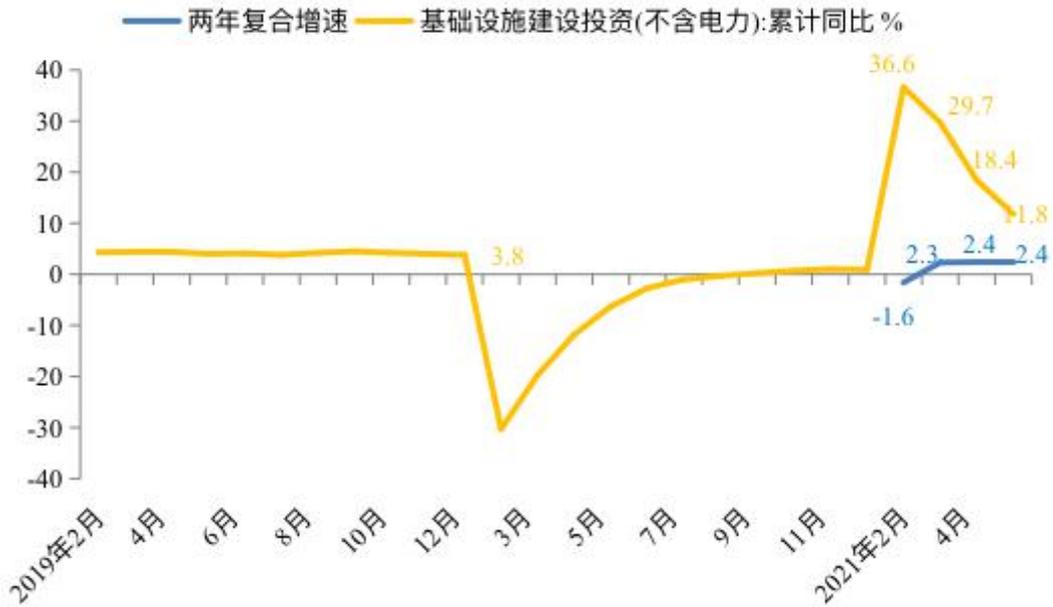
资料来源：WIND，东方金诚

基建投资：1-5月基建投资（不含电力）同比增长11.8%，增速较1-4月大幅下降7.4个百分点，主要源于上年同期基数变化。以2019年同期为基期，两年平均增长2.4%，与前值持平，仍低于2010年同期4.0%的增长水平。

这表明，伴随经济修复持续推进，基建投资稳增长迫切性在下降——今年上半年主要投向基建领域的新增地方政府专项债发行节奏明显延后，也说明了这一点。另外，近期PPI正在快速冲高，也不排除为防止各类工业品需求扎堆碰头，部分基建项目进度有所延迟。展望未来，今年包括政府性基金在内的广义财政收缩力度相对较大，控制地方政府隐性债务

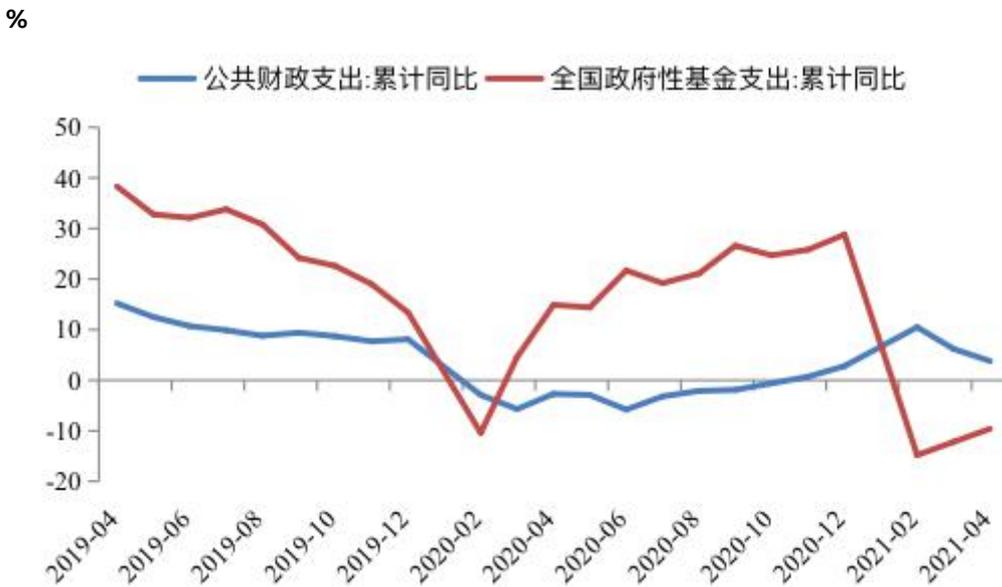
风险政策加码。这可能抵消“十四五”开局之年一批大项目上马对基建投资的推动作用，预计全年基建投资增速可能较去年升幅有限。

图9 基建投资（不含电力）增长动能较为温和



资料来源：WIND，东方金诚

图10 年初以来包括政府性基金在内的广义财政支出进度明显后移



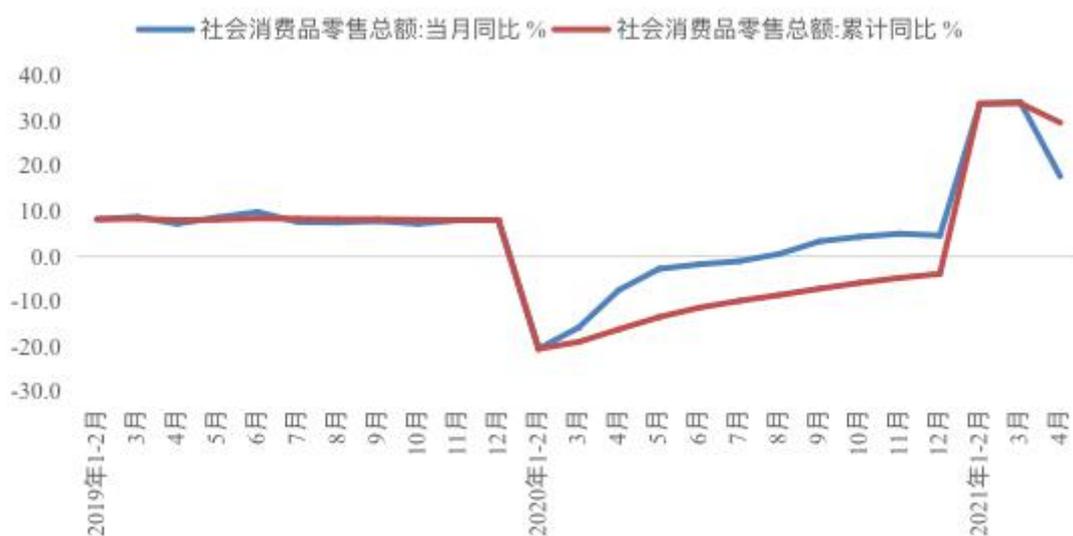
资料来源：WIND，东方金诚

三、消费：5月社零增速下滑主要受基数抬升影响，从两年平均增速来看，当月社零向上修复动能略有加速，但仍处偏弱水平，反映疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的抑制作用仍然存在。

5月社零同比增长12.4%，增速较上月放缓5.3个百分点，主要原因为去年同期基数抬升。从两年平均增速来看，5月为4.5%，小幅高于上月的4.3%，显示社零向上修复动能有所加快，这也反映于当月社零经季调后的环比涨幅为0.81%，强于上月的0.25%。从消费类型看，5月商品零售额同比增长10.9%，增速较上月下滑4.2个百分点，两年平均增速为4.9%，仅略高于上月的4.8%；5月餐饮收入同比增长26.6%，增速较上月下滑19.8个百分点，两年平均增速1.4%，较上月的0.8%有明显提速。

考虑到五一小长假对消费的提振作用，5月社零加速改善符合市场普遍预期。但与疫情前的增长水平相比，当前社零修复仍然偏缓，商品消费两年增速弱于正常年景，餐饮消费两年增速仍未摆脱低增状态。我们认为，这主要反映疫情冲击导致的就业质量下降和居民收入增速下滑对消费的负面影响仍然存在，制约了消费改善动能的持续增强。这也体现于今年五一假期旅游出行数据上，五一假期全国国内旅游出游人次恢复至疫情前同期的103.2%，但旅游收入仅为疫情前同期的77.0%，即可在一定程度上反映居民消费能力的下降。

图 11 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND，东方金诚；注：2月当月同比为1-2月累计值。

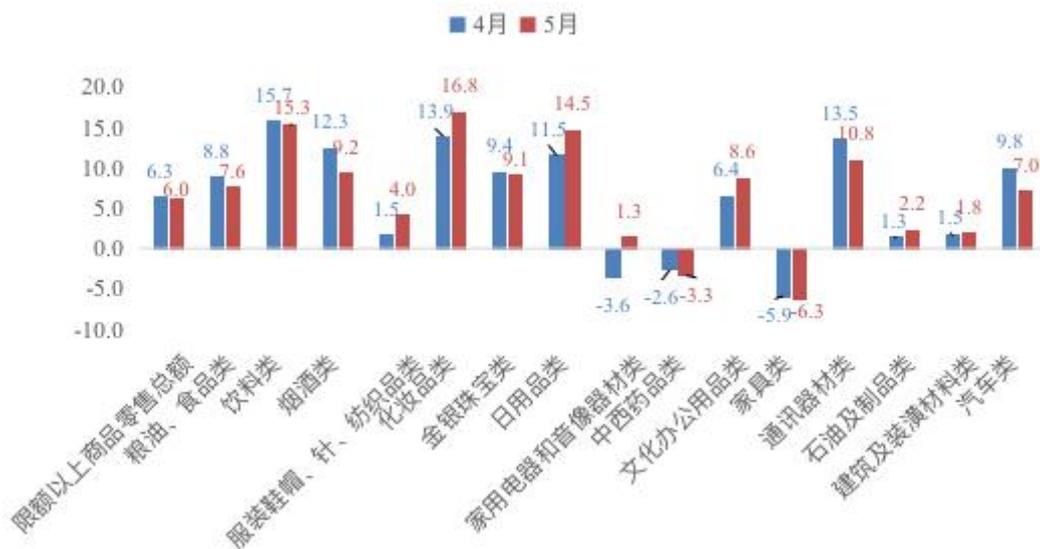
图 12 社零口径商品零售额和餐饮收入同比增速



资料来源: WIND, 东方金诚

从限额以上各类别商品来看,主要受基数抬升影响,5月服装、烟酒、金银珠宝、家电、家具、汽车等可选消费品零售额同比增速下滑幅度较大,均超过社零总体增速降幅。但从撇除基数影响的两年平均增速来看,5月服装、烟酒、家电、化妆品等可选消费品两年平均增速反而有所加快。值得一提的是,5月汽车零售额同比增速较上月下滑9.8个百分点至6.3%,既受基数走高影响,也因缺芯导致车企停产限产,供给收缩抑制需求释放,当月汽车销售额两年平均增速亦放缓2.9个百分点至7.0%,对限额以上商品零售额整体增速拖累相对较大——5月限额以上商品零售额两年平均增速较上月下滑0.3个百分点至6.0%。

图 13 限额以上批发零售业零售额两年平均增速 (%)



资料来源: WIND, 东方金诚

值得注意的是，5月消费增速数据表明，当前不存在需求过热现象。这表明未来PPI高读数向CPI传导效应仍将有限，短期内货币政策因物价因素而大幅收紧的可能性不大。同时，5月城镇调查失业率进一步降至5.0%，也意味着未来放松货币政策的必要性也较小。

最后，5月服务业生产指数同比增长12.5%，两年平均增长6.6%，较前值加快0.4个百分点，已接近2019年同期7.0%的增长水平。由于服务消费在居民消费中占比在一半左右，近期服务消费加快修复，有助于弥补商品消费修复短板。

四、随着去年同期基数抬高，6月各项宏观数据同比增速会进一步回落。以两年复合增速衡量，6月工业生产扩张动能可能继续放慢，但仍有望保持在6.0%以上，6月固定资产投资增速还有小幅上扬空间，商品消费则将继续处于一个“慢修复”过程。在6月PPI同比读数有望冲高回落背景下，着眼于弥补经济复苏过程中的结构性短板，宏观政策将继续保持定力，出现明显收紧的可能性不大。

工业生产：受边际扩张惯性减退，以及供给瓶颈和成本上涨压力影响，6月工业生产扩张动能料将延续放缓，加之基数走高，同比增速将进一步回落。但考虑到投资韧性犹在，尤其是制造业投资迅速改善，出口仍将保持强势，这意味着支撑工业生产较高景气的基础仍存，预计6月工业增加值与2019年同期相比的两年平均增速仍将维持在6.0%以上。

投资：6月固定资产投资两年平均增速还有小幅上升空间，主要动力来自制造业投资将继续改善——预计6月制造业投资两年平均增速将接近2.0%，与2019年同期增速差距有望降至1个百分点左右。近期房地产市场热度未现明显降温，在房企“多卖房、少拿地”模式下，商品竣工速度会有所加快（5月商品竣工面积明显提速），将继续对房地产投资形成支撑。近期新增地方政府专项债仍未大规模发行，财政存款持续同比多增，短期内基建投资增速有可能稳中有降。

消费：我们判断6月消费修复动能难有明显提升，不排除边际小幅放缓的可能性。主要原因在于：一方面，端午假期旅游出行人次和旅游收入均低于2019年同期水平，显示疫情冲击的滞后影响仍存，加之近期广东等地疫情反复，我们判断疫情因素仍会在未来一段时间制约消费向上空间；另一方面，近期中上游涨价正在通过成本压力向下游传导，下游商品跟进涨价也可能对消费需求产生抑制作用。同时考虑到基数抬升的影响，我们预计6月社零增速将降至10%左右。

值得注意的是，伴随经济修复过程延续，5月就业市场状况进一步改善，当月城镇调查失业率为5.0%，较上月下降0.1个百分点。这一数据走势叠加近期通胀抬头，或意味着二

季度宏观政策不会因为短期经济修复波动而出现明显调整，将继续保持定力。我们预计，5月以货币投放减速为代表的“紧信用”过程已接近尾声，市场流动性稳定宽松的局面则有可能转向小幅趋紧。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳