

5月数据预测：PPI加速赶顶，社融继续下行

核心观点

5月经济延续较高景气。供给端，工业生产稳中加固，需求端，消费积极修复、投资仍具韧性，出口保持较高增速。二季度经济基本面较强、就业形势稳定，PPI上涨压力也尚未传递到CPI，国际收支基本平衡，目前我们正处于稳增长压力较小的窗口期，因此金融稳定仍是目前货币政策的首要目标，信用收缩进程延续，预计5月社融增速回落0.6个百分点至11.1%。

□ 工业稳中加固，回归趋势不改

5月工业生产稳中加固，总体延续景气态势，我们预计5月的工业增加值同比增速为8.9%，相比2019年近两年复合增速为6.6%。但未来部分支撑因素的强度边际放缓（如海外供需缺口收敛），以及部分细分行业受负面因素冲击（例如“缺芯”、双碳目标环保限产），工业生产逐步回归的趋势不会改变。

□ 预计5月固定资产投资累计同比增速回落至17%

预计5月整体固定资产投资累计同比增速在17%左右，较前值回落2.9个百分点。其中，预计制造业投资、地产投资、基建投资累计同比分别为19.2%、18.7%和12%，三者的当月同比增速分别为9.9%、11.2%和-1.8%，基建投资当月增速转负；与2019年相比的两年复合增速看，三者分别为0.8%、8.8%和2.4%，制造业相对较弱，地产最为强劲。我们认为从今年整体固定资产投资看，预计地产保持韧性、制造业投资增速仍有改善空间，与库存周期上半年回升相匹配。

□ 线下消费复苏，社零向上改善

预计5月社会消费品零售总额同比12.9%，2019-2021两年复合增速4.8%，较前值提升0.5%，社零小幅向上改善。一方面，“五一”小长假释放线下消费活力，居民消费意愿显著回升；另一方面，线下消费场景也在不断丰富，疫情期间受限的文体娱消费正在重新恢复活力。供需同向扩张的逻辑下，未来消费仍有复苏空间。

□ 经济景气延续，就业形势稳定

预计5月全国城镇调查失业率为5.1%，维持在和4月相同水平，就业压力总体不大。其一，线下消费恢复较快，服务业就业岗位不断增多；其二，工业企业利润保持较快增长，用工需求保持一定韧性；其三，疫情期间的结构性货币政策和财政政策得以延续，对小微企业的吸纳就业能力有所支撑。

□ CPI有所回升，PPI高点形成

预计5月CPI环比-0.2%，同比+1.5%，前值+0.9%，翘尾因素带动下CPI同比有所回升。猪价继续大幅回落，拖累CPI食品项；五一假期带动线下消费，服务价格持续回暖。预计5月PPI环比+1.4%，同比+8.7%，PPI仍将超市场预期，但5月下旬以来，以螺纹钢为代表的大宗商品价格回落或预示着PPI同比高点已形成。

□ 进口积极，出口不弱

预计2021年5月以人民币计价当月出口同比增速为24%，随着外供修复，决定我国进口的主逻辑将从“外供修复”向“内需拉动”切换，预计2021年5月人民币计价当月进口同比增速34%，贸易顺差预计为700亿美元。

□ 预计5月信贷新增1.4万亿，社融新增1.93万亿，增速分别为12.2%和11.1%

预计5月人民币信贷新增量1.4万亿，较去年1.48万亿同比少增约800亿，对应增速为12.2%，较前值微降0.1个百分点，5月信贷投放可能较为稳定。预计5月社融新增量1.93万亿，较去年3.1万亿同比少增约1.26万亿，增速较前值回落0.6个百分点至11.1%，社融增速下行仍是较快的，主要受企业债券和政府债券拖累，我们提示市场关注该预期差。5月信贷投放趋稳有利于支撑M2增速，但受政府债券发行加速、财政支出力度转弱及5月企业所得税清缴等因素影响，预计M2增速仍无大的上行动力，受去年基数处于高位的影响，预计M2增速小幅回落至8%，前值8.1%。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情再次超预期蔓延。

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：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《4月经济数据：工业仍强，经济不弱》2021.5.17
- 2 《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
- 3 《关注调查失业率回落货币政策变化》2021.4.16
- 4 《3月数据预测：信用收缩逐渐开启》2021.4.1
- 5 《1-2月经济数据：就业压力不改政策收紧》2021.3.15
- 6 《开年数据预计验证再通胀》2021.2.28
- 7 《1月数据预测：信贷有望再创历史新高》2021.2.1

正文目录

1. 经济维持较高景气度，信用收缩进程延续.....	3
2. 工业稳中加固，回归趋势不改	3
3. 预计 5 月固定资产投资累计同比增速回落至 17%.....	4
3.1. 预计 5 月制造业投资累计同比增速回落至 19.2%.....	4
3.2. 基建平稳增长.....	5
3.3. 地产投资维持高增.....	6
4. 线下消费复苏，社零向上改善	8
5. 用工需求提振，就业压力不大	8
6. CPI 有所回升，PPI 高点形成	9
6.1. 猪肉蔬菜继续下跌，服务价格形成对冲	9
6.2. 黑金、有色冲高回落，PPI 同比高点形成	10
7. 进口积极，出口仍强.....	10
8. 预计 5 月信贷新增 1.4 万亿，社融新增 1.93 万亿，增速分别为 12.2%和 11.1%	11

图表目录

图 1: 固定资产投资分项走势	4
图 2: 制造业部分行业投资增速	5
图 3: 房地产投资维持韧性	7
图 4: 房地产土地成交总价	7
图 5: 时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 5 月 31 日）	7
图 6: 地产销售稳定向好（截至 5 月 31 日）	7
图 7: 旅游人数回暖.....	8
图 8: 5 月票房收入创历史新高	8
图 9: 预计 5 月调查失业率为 5.1%.....	9
表 1: 2021 年和 2020 年重大项目投资计划概览	5
表 2: 5 月宏观经济数据预测	13

1. 经济维持较高景气度，信用收缩进程延续

5月经济延续较高景气。供给端，工业生产稳中加固，海外供需缺口仍在，国内需求对工业生产有支撑，预计5月工业增加值同比+8.9%。需求端，五一小长假带动线下消费显著回暖，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，地产投资仍具韧性，基建投资平稳增长，制造业增速仍有改善空间；出口方面，港口吞吐量和CCFI运价指数等高频数据均显示5月出口仍将保持在较高水平。

从货币政策多目标制的考虑出发，二季度经济基本面较强、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，目前我们正处于稳增长压力较小的窗口期，**因此金融稳定仍是目前货币政策的首要目标，信用收缩进程延续，未来信贷、社融等实体部门负债端数据将进一步压降。**预计5月人民币信贷新增量1.4万亿，较去年1.48万亿同比少增约800亿，对应增速为12.2%，较前值微降0.1个百分点。预计5月社融新增量1.93万亿，较去年3.1万亿同比少增约1.26万亿，增速较前值回落0.6个百分点至11.1%

2. 工业稳中加固，回归趋势不改

5月工业生产稳中加固，总体延续景气态势，我们预计5月的工业增加值同比增速为8.9%，相比2019年近两年复合增速为6.6%。但未来随着部分支撑因素的强度边际放缓，以及部分细分行业受负面因素冲击，工业生产逐步回归的趋势不会改变。

5月份工业生产总体延续景气态势。从发电量相关情况来看工业生产仍有较好表现，5月南方八省发电耗煤高于历史同期。据广东省能源局，因经济复苏加速和持续高温，广东用电需求不断攀升，截至21日全省统调最高负荷需求已超过去年全年最高负荷。从高频数据上看，5月份黑色系、化工等相关工业品产量数据保持景气，但已逐步向前年同期水平回归，相关开工率数据稳中有升，工业生产将逐步回归正轨。

海外供需缺口仍在，5月印度等国家疫情反复对海外供给恢复有一定不利影响，外需对我国工业生产仍有一定支撑。据中港协数据，5月上、中旬沿海主要枢纽港口外贸货物吞吐量同比增长11.8%、6.8%，出口集装箱指数CCFI在5月持续上升屡创新高。**但随着海外疫苗兑现，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5月有较大回落。

国内需求保持景气对工业生产有支撑。第一，5月下游消费景气延续，30大中城市商品房成交面积、乘用车零售数据虽季节性回落，但较往年同期仍有较好表现；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、客运等服务业有望加快恢复。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%。商务部披露，五一期间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。

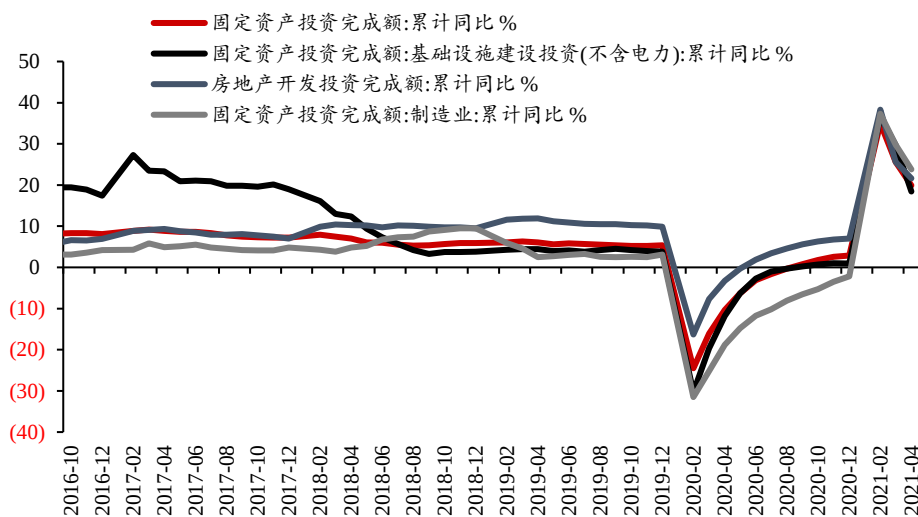
部分细分行业面临负面因素冲击。第一，“缺芯”冲击汽车制造，据中汽协数据，5月上中旬国内11家重点企业汽车生产同比下降10.7%，相较4月降幅有所扩大；第二，碳达峰碳中和目标下对高耗能行业负面影响或将逐步显现，例如钢铁行业的限产导致钢铁产业链相关开工率弱于前两年同期水平，螺纹钢产量自5月中旬起低于前两年同期水平。第三，再通胀过程中，若上中游产品的价格快速上涨未能充分向终端消费传导，将使

得处于下游的制造企业面临一定的生产压力，例如部分纸厂、铜加工企业为规避涨价成本减产。

3. 预计 5 月固定资产投资累计同比增速回落至 17%

预计 5 月整体固定资产投资累计同比增速在 17% 左右，较前值回落 2.9 个百分点。其中，预计制造业投资累计同比 19.2%，地产投资累计同比 18.7%，基建投资累计同比 12%，三者的当月同比增速分别为 9.9%、11.2% 和 -1.8%，基建投资当月增速转负；与 2019 年相比的两年复合增速看，三者分别为 0.8%、8.8% 和 2.4%，虽然制造业数据转正，但仍然相对较弱，而地产保持最为强劲。我们认为从今年整体固定资产投资看，预计地产保持韧性、制造业投资增速仍有改善空间，与库存周期上半年回升相匹配。

图 1：固定资产投资分项走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 预计 5 月制造业投资累计同比增速回落至 19.2%

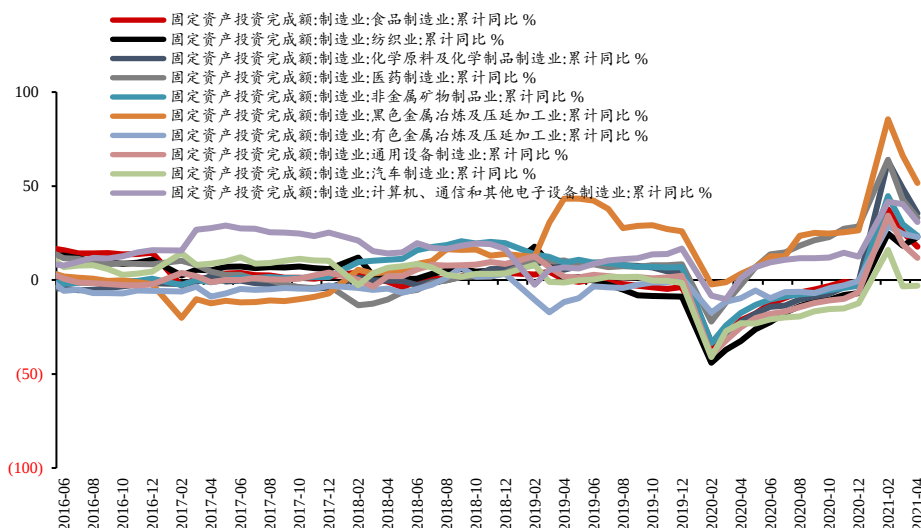
预计 5 月制造业投资增速回落至 19.2%，较 1-4 月回落 4.6 个百分点，当月增速 9.9%，较前值回落 4.9 个百分点边际走弱，但数据仍然较具韧性。制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本数据及信贷、社融等的资金面数据影响。我们认为工业品价格上行、企业利润的恢复、库存周期的开启将使得企业中长期资本开支意愿进一步提升，在信贷资金支持的情况下，有望对制造业投资提供较强的支撑，后续制造业投资增速下行仍将较为缓慢，当月增速仍有改善空间。其中，预计央行仍将通过 MPA 考核加大制造业融资考核权重，增强对制造业领域的资金支持，制造业企业融资可得性仍将较好。

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，1-4 月高技术制造业投资同比增长 34.2%，两年平均增长 13.7%，其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、医药制造业投资同比分别增长 40.3%、33.1%，两年平均分别增长 13.4%、13.8%，明显高于整体制造业投资。其他传统行业中两个行业环比回升值得关注，其一是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 1-4 月增速 44.5%，较前值回升 2.7 个百分点；价格和盈利向中游传导，1-4 月纺织业投资增速 22.9%，较前值回升 4.7 个百分点。

全年看，行业出清预计有望从数据统计的维度使得制造业投资略超预期更高，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，维持全年回落至 5% 左右的判断。

图 2：制造业部分行业投资增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 基建平稳增长

预计 2021 年 1-5 月基建（统计局口径）同比增长 12% 左右。低基数效应逐步下降，基建复合增速“稳中求进”。2020 年，在有效防疫基础上，中国经济从 4 月起开始显著修复，工业生产、投资、出口等表现积极，2021 年 5 月起基数效应的作用逐步下降，基建增速逐渐回落、保持平稳增长。预计 2021 年 1-5 月基建（统计局口径）同比增长 12%，两年平均增长 2.4%。

重大项目持续推进助力基建投资。截止 5 月 12 日，除东北三省、湖北、山西、西藏以外，共有 25 个省份（包括直辖市，下同）印发了重大项目名单。其中，有 20 个省份公布了总投资额共计 51.40 万亿，有 24 个省份公布了 2021 年计划投资完成额共计 11.89 万亿。根据 2020 年和 2021 年的可比口径，2021 年重大项目投资总额同比增长 8.40%，当年计划完成额同比增长 15.53%，比 2020 年同比增长值 7% 高了 8 个百分点。

表 1：2021 年和 2020 年重大项目投资计划概览

区域	省份	重大项目数		计划投资总额		当年计划完成额		实际完成额 2020
		2020	2021	2020	2021	2020	2021	
华北	北京	300	300	13000	>13000	2523	2780	2665
	天津	346	430	10025	10598.39	2105	2098.09	未公布
	河北	536	682	18833.4	11896.5	2410.23	2810.6	未公布
	山西	215	512	未公布	未公布	843.2	未公布	1159.4
	内蒙古	2426	2426	12,238	12237.6	2,290	1015.1	未公布
东北	辽宁	100	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布

	吉林	未公布	1900	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	黑龙江	300	未公布	8856	未公布	2000	未公布	2601.3
	山东	321	500	18000	18000	未公布	未公布	未公布
	江苏	240	240	未公布	未公布	5410	5530	未公布
华东	上海	253	213	未公布	未公布	1500	1730	1708
	浙江	712	245	未公布	78529.8	8155	10851.64	10030.65
	安徽	6878	11678	未公布	71484.36	13054.6	14862	17697.5
	福建	1567	1620	38400	40100	5005	5700	未公布
	江西	398	461	12,915	15397	2559.51	3371	3698.93
华南	广东	1230	1395	59000	70500	7021	8000	9268
	广西	1132	1922	19620	36695.8	1675	3319.3	未公布
	海南	105	129	3772	3810	677	782	786
华中	河南	980	1371	33000	44000	8372	11000	10540
	湖南	177	301	10000	18900	3050	4194	未公布
	湖北	410	未公布	13,291	未公布	2,263	未公布	2,879
西南	四川	773	700	44,443	未公布	6,185	6095	8361.8
	重庆	924	894	27,200	28000	3,445	3532	4134
	贵州	3,357	4071	未公布	未公布	7,262	7400.7	未公布
	云南	525	805	50,000	48000	4,400	5778.2	4200
	西藏	188	未公布	未公布	未公布	1881.1	未公布	未公布
西北	宁夏	80	90	2,268	2034.9258	514	531.5365	537
	青海	628	628	12662.47	12662.47	1214.51	1907.19	未公布
	陕西	600	542	34,000	21900	5047	4295	5513
	新疆	390	350	16794	16493	2604	2423	未公布
	甘肃	158	208	9,958	11208	1,779	1878	1753.63

资料来源：各地方发改委网站，浙商证券研究所

5月专项债发行明显提速，但支撑有限。专项债为基建提供财力保障，进入5月发行明显提速，本月共发行3408.2亿元，较上月环比增2293.1亿元；但是整体发行进度较慢，目前仅达今年专项债发行进度的26%，而去年同期进度已达72%。后续专项债发行压力较大，未来6-9月将迎来发行高峰。但我们提示投向基建领域资金比例有所下滑，截止5月21日，年内已发行的专项债投向基建领域比例达52.9%，不及疫情期间对基建支撑力度，叠加自2020年以来影响基建投资的核心掣肘是项目质量和压实责任的防风险态度，而非资金。因此我们预计全年基建维持平稳增长趋势，全年增速为3%左右。

3.3. 地产投资维持高增

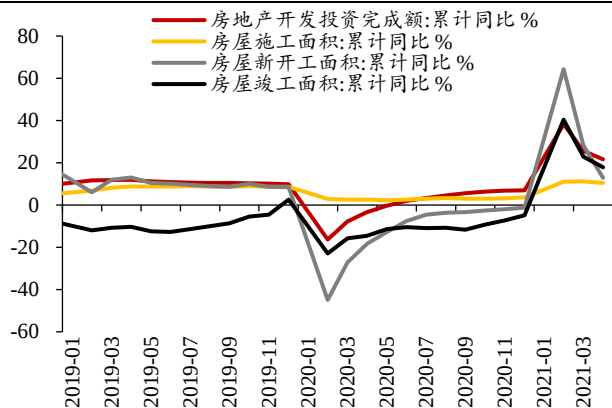
预计2021年1-5月房地产开发投资增速为18.7%。低基数带动地产高增长，1-4月房地产开发投资累计同比增21.6%，两年复合增长8.4%，与2020年全年增长较为接近。我们维持前期观点，关注销售的滞后作用和被动再投资链条，地产投资将维持平稳增长。

坚持房住不炒，落实长效机制。疫情冲击经济阶段，我国也坚持房住不炒的政策基调，体现了政策定力，从2020年Q3起以来，房地产长效机制持续发挥作用，“三道红线”、“房贷集中度新规”及近期“核心城市土地集中供给”三大政策有重要意义，体现“稳地价、稳房价和稳预期”的政策思路，4月30日中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价”。5月先后在广州、沈阳召开保障性住房工作会谈，再次明确要解决好大城市住房突出问题，多措并举推进保障房及租赁住房的落地。

短期调控是因城施策下地方维稳楼市的体现。今年以来部分地区楼市表现出一定“0过热”迹象，上海、杭州、深圳等地区出台了一系列措施为楼市降温。我们认为，短期政策调控符合地产政策调控的长期思路，在大国大城的新型城镇化时代，扩大供给是解决

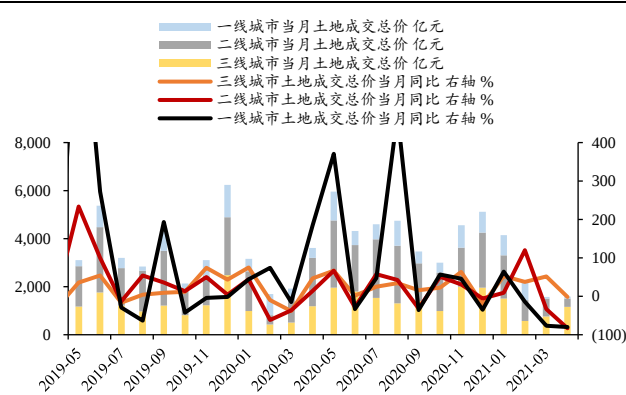
一二线核心城市过热的关键，“四限”政策并不会导致需求灭失，只是延后，不应过度解读，认为楼市出现系统性转向。

图 3：房地产投资维持韧性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：房地产土地成交总价

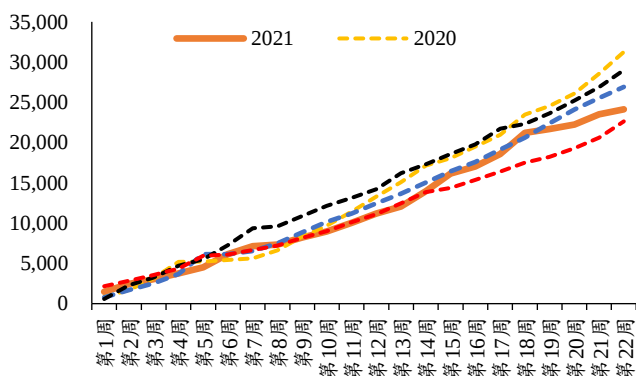


资料来源：Wind，浙商证券研究所

关注销售的滞后作用和被动再投资链条，地产投资平稳增长。一方面得益于房企冲量、加速推盘积极性较高，疫情后部分城市形成一定涨价预期，居民对房价和促销相对敏感，带动地产销售数据的持续高增，销售数据改善通过滞后作用有助于支撑后续投资走势，特别是被动再投资链条。在房地产长效机制引导下，在降负债、透明化经营等短期监管政策的要求下，三道红线、房贷新规等政策对房企土地前融和主动再投资产生扰动，房企有加速销售尾款回收的压力和意愿，预售待竣工库存有望去化，被动再投资链条将对建安投资形成支撑。目前来看，1-4月数据地产投资、销售、竣工等数据已经有所体现。

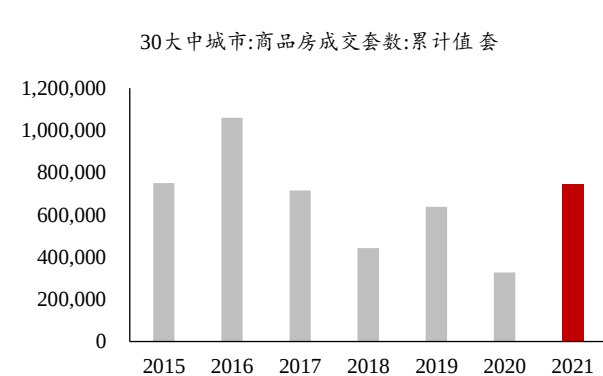
地产销售需求仍强，土地供给速度趋缓。房地产销售数据自2020年下半年以来表现强势，维持高速增长，部分地区楼市甚至出现一定过热特征导致政策趋紧。截至5月31日，30大中城市商品房成交套数已达74.5万套，高于2019年、2020年同期水平。供地方面依旧表现较弱，速度趋缓。截至5月31日100大中城市供地达24135.17万平方米。综合来看，销售需求的相对旺盛对建安投资有较强支撑，土地供给的平稳也反映出地产投资的韧性。

图 5：时序进度看，2021 年供地相对较慢（截至 5 月 31 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：地产销售稳定向好（截至 5 月 31 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 线下消费复苏，社零向上改善

预计5月社会消费品零售总额同比12.9%，2019~2021两年复合增速4.8%，较前值提升0.5%，社零小幅向上改善。一方面居民消费意愿显著回升，另一方面线下消费场景也在不断丰富，供需同向扩张的逻辑下，未来消费仍有复苏空间。

一方面，“五一”小长假释放线下消费活力，居民消费意愿显著回升。据文旅部测算，“五一”期间，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，基于全国百家餐饮企业的调查数据显示，五一期间餐饮日均营收较2019年相比同比增长27.1%。5月1日至3日海口海关共监管离岛免税购物金额4.85亿元，购物人次6.54万人次，同比分别增长215.24%、140.23%，前三天免税销售额已超过清明假期。此外，中国银联、网联平台两大支付清算平台支付交易五一期间的数据合计6.97万亿元，均创历年同期最高。

另一方面，线下消费场景也在不断丰富。上海、江苏等地近期放开景区75%载客上限，诸多景区推出主题活动吸引游客来访；企查查数据显示，2021年一季度新注册餐饮相关企业62.6万家，同比增长113.3%；CBA篮球赛分三阶段放开观赛人员上线。疫情期间被迫关闭的营业场所正在重新恢复活力，有助于消费重回正常增长路径。

汽车消费表现一般，“缺芯”问题有一定影响。根据乘联会预测，5月狭义乘用车零售预计同比增长3.3%，较4月增速有所下降。年初以来的芯片短缺影响了汽车生产节奏，厂商库存持续消耗，压力逐渐传递到零售端。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：旅游人数回暖

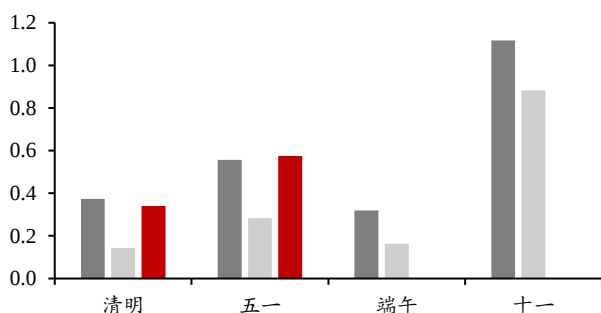
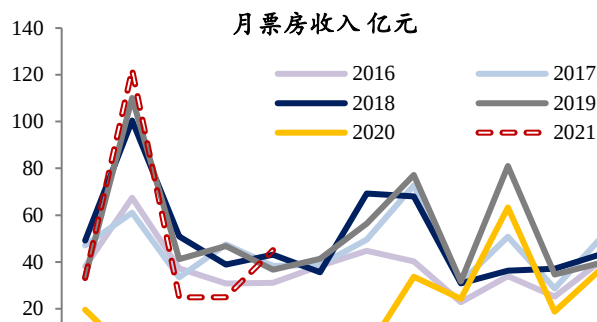


图 8：5月票房收入创历史新高



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_19847

