

总量研究

制造业强、社零暖，经济内生动能加速修复

——2021年5月实体数据点评

要点

事件：

6月16日，国家统计局公布5月份实体经济数据。生产单月增速8.8%，前值9.8%，预期8.6%；固投累计增速15.4%，前值19.9%，预期16.4%；社零单月增速12.4%，前值17.7%，预期12.8%。

核心观点：

5月的固投、社零均低于市场预期。但是，经济的内生动能在持续恢复。制造业复苏进程推进，内部分化也有所收敛，低技术链条加速修复；在五月疫情点状散发的冲击下，社零增速虽不及市场预期（符合我们的预期），但环比修复的力度高于历史同期，在年内首次出现了超季节性复苏。

向前看，进入三季度，经济复苏进程会持续推进，两年复合增速继续提升。随着国内疫苗接种进入“加速跑”阶段，居民消费动能将加速释放，持续带动低技术制造业修复。三季度专项债也将进入年内发行的高峰期，基建有较大的发力空间。出口方面，海外供需缺口犹在，短期依然需要依赖中国产能。

固投：低于预期，制造业继续上行，房地产和广义基建有所回落。

5月固投增速回落，低于预期。以2019年为基期，广义基建、房地产、制造业5月单月增速分别为6.9%、18.7%和7.5%，较4月降低了0.9个、2.9个和提升了0.5个百分点。

制造业：复苏进程推进，分化收敛，高技术链条强势，低技术链条也出现回升。

5月，制造业复苏进程推进，持续验证我们的观点。制造业内部各链条分化依然严重，但有所收敛，高技术链条强势，低技术链条（食品、农副食品、化工）增速也在加快上行。向前看，国内居民消费动能加速释放，将带动低技术链条修复，持续推进制造业复苏进程。

房地产：新开工竣工如期反弹，投资受土地购置费拖累下行。

正如我们在4月实体数据点评里提到的，随着5月份的土地“两集中”出让告一段落，开发商被占用的土地诚意金被释放，新开工会出现反弹。5月新开工和竣工如期反弹，但房地产投资下行，主要源于土地购置费的回落。

向前看，房地产投资增速基本见顶。短期新开工和竣工的反弹还会持续，支撑开发投资。但是，3月份销售拐点已经出现，会持续约束开发商资金链条，投资大概率进入缓步下行区间。

基建：略有回落，但依然有发力空间，反弹在即

5月广义基建增速受到电热燃气及水行业投资的拖累，略有回落，但是公路投资增速、水利公共设施投资增速均有反弹。今年专项债发行的节奏明显后移，专项债将进入密集发行期，后续基建依然存在发力空间。

社零：消费：疫情冲击下出现超季节性复苏

五月虽有疫情点状散发的扰动，但5月社零环比增速高于历史同期，这也是今年以来，消费首次展现了超季节性的复苏态势。除汽车外各品类增速均有回升，可选消费品依然表现较强。随着居民消费需求不断释放，国内消费也将成为出口动能回落下支撑制造业复苏的新动能。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

美国通胀再超预期，美联储议息会议如何应对？——光大宏观周报（2021-06-13）

基建计划再度缩水，拜登如何顺利闯关？（2021-06-11）

社融回落速度将趋于收敛（2021-06-11）——2021年4月金融数据点评

“政冷经热”怎么谈，美方诉求在哪里？——《大国博弈》第五篇（2021-06-10）

PPI年内上行动能有限，中下游涨价分化——2021年4月通胀数据点评（2021-06-09）

出口分化，低技术拖累，高技术强劲——2021年4月贸易数据点评（2021-06-07）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和——2021年宏观中期策略报告（2021-06-03）

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测（2021-06-01）

建筑业重返高景气，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评（2021-05-31）

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报（2021-05-30）

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

货币政策为什么对本轮通胀反应甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

三大证据看产能周期开启进行时——《全球朱格拉周期开启》第十二篇（2021-05-20）

目 录

一、5月，经济内生动能持续恢复	3
二、制造业：复苏进程持续推进	3
三、房地产：新开工、竣工如期反弹	5
四、基建：略有回落，但依然有发力空间	6
五、消费：疫情冲击下出现超季节性复苏	6
六、二季度，经济动能成色几何？	7

图目录

图 1：5月固投增速略有回落	4
图 2：制造业投资增速持续回升，基建和地产增速略有回落	4
图 3：高端制造业复苏态势较强	4
图 4：食品、农副食品、化工等链条增速出现一定反弹	4
图 5：5月房地产销售面积持续回落	5
图 6：新开工和竣工如期反弹	5
图 7：广义基建增速回落，主要受到电热燃气及水、铁路的拖累	6
图 8：铁路投资增速回落较大，公路投资增速回升	6
图 9：除汽车外，其余各品类销售增速均有回升	7
图 10：饮料、化妆品、通讯等可选消费品依然维持较强增速	7

表目录

表 1：2021 年 5 月，固投、社零和生产均低于市场预期	3
--------------------------------------	---

一、5月，经济内生动能持续恢复

事件：6月16日，国家统计局公布5月份实体经济数据。生产单月增速8.8%，前值9.8%，预期8.6%；固投累计增速15.4%，前值19.9%，预期16.4%；社零单月增速12.4%，前值17.7%，预期12.8%。

核心观点：5月的固投、社零和均低于市场预期。但是，我们观察到，经济的内生动能在持续恢复。制造业复苏进程推进，内部分化也有所收敛，低技术链条加速修复；在五月疫情点状散发的冲击下，社零增速虽不及市场预期（符合我们的预期），但环比修复的力度高于历史同期，在年内首次出现了超季节性复苏。

向前看，进入三季度，经济复苏进程会持续推进，两年复合增速继续提升。制造业复苏进程推进，居民消费动能加速释放，专项债也将进入年内发行的高峰期，基建有较大的发力空间。出口方面，海外供需缺口犹在，短期依然需要依赖中国产能。整体来看，三季度经济增长压力较小，经济的两年复合增速将继续回升。

表 1：2021 年 5 月，固投、社零均低于市场预期

月份	固定资产投资 (累计同比)	社零 (单月同比)	工业增加值 (单月同比)
2020 年 11 月	2.6%	5.0%	7.0%
2020 年 12 月	2.9%	4.6%	7.3%
2021 年 1-2 月	35%	33.8%	35.1%
2021 年 3 月	25.6%	34.2%	14.1%
2021 年 4 月	19.9%	17.7%	9.8%
2021 年 5 月 实际值	15.4%	12.4%	8.8%
2021 年 5 月 市场预期	16.4%	12.8%	8.6%
2021 年 5 月 光大预期	16.8%	12.4%	9.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所（备注：市场预期为 Wind 一致预期，固投均为累计增速）

二、制造业：复苏进程持续推进

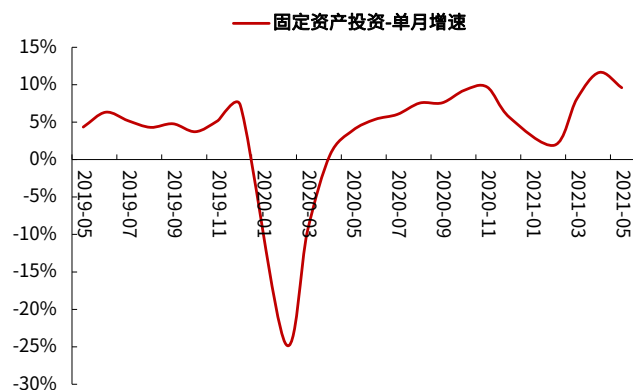
5月固投增速略有回落，主要是受房地产和基建的拖累，制造业增速继续上行。与2019年同期相比（下同），5月固投单月增速9.6%，低于4月的11.6%，但依然高于今年1-2月（1.8%）及3月（8.1%）。其中，制造业增速继续上行，房地产投资和广义基建增速则出现回落。

制造业投资复苏进程推进，持续验证我们的观点。3月份以来，在盈利改善和强劲出口的驱动下，制造业投资不断复苏。以2019年为基数，制造业投资5月单月增速7.5%，比4月上行了0.5个百分点。考虑到2019年制造业投资单月同比增速从4月的-1%上行到5月的3%，今年5月在高基数下增速依然出现上行，更显复苏韧性。这也验证了我们从2月份以来一直强调的，全球朱格拉周期开启，设备更新进程加速的观点。4月9日，我们在报告《为什么我们强烈看好今年的制造业投资？》里，从五个方面阐述了制造业投资反弹的原因。

生产方面，制造业增速维持高位。与2019年同期相比，5月工业增加值单月增速13.6%，略低于4月的14.1%。其中，采矿业、制造业及电热燃气和水生产

的单月增速分别为 4.2%、14.7%和 14.9%，采矿业及电热燃气和水分别较上月上行 0.84 和 4.4 个百分点，制造业略有下行（-1.1 个百分点），主要是受到五月出口增速下滑的影响。

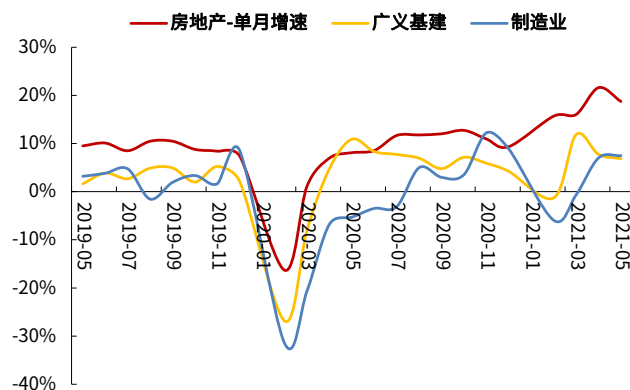
图 1：5 月固投增速略有回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 2：制造业投资增速持续回升，基建和地产增速略有回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

制造业各链条投资增速分化依然严重，但有所收敛。高端制造业复苏态势较强，5 月（相比于 2019 年，下同）电子设备、医药、专用设备的单月增速处于高位，而且增速继续上行；而食品、农副食品、化工等链条增速虽然较弱，但也出现加速修复。

向前看，制造业投资中枢会继续抬升。高技术制造业依然会维持复苏态势，低端制造业链条虽然受到低技术品类出口增速回落的制约，但也将逐步受益于国内消费动能的恢复。我们认为整体制造业投资中枢依然会上行，复苏进程尚未结束。

图 3：食品、农副食品、化工等链条增速出现一定反弹

需求侧产业链条	行业分类	投资占比	2020 年单月增速			2021 年相对 2019 年同期单月增速			
			10月	11月	12月	2月	3月	4月	5月
房地产、基建	黑色金属	3.2%	1%	1%	1%	7%	3%	2%	5%
	有色金属	2.5%	1%	1%	1%	7%	3%	2%	5%
	合计	5.7%							
食品	农副产品	5.1%	5%	5%	1%	6%	3%	3%	5%
	食品	2.7%	1%	1%	9%	11%	11%	1%	3%
	酒、饮料、茶	1.6%	7%	12%	1%	6%	1%	5%	
	烟草	0.1%	8%	10%	14%	19%	28%	25%	
	合计	9.5%							
出口：低技术(纺织、家具等)	纺织	2.9%	3%	1%	5%	30%	21%	1%	5%
	纺织服装	1.6%	25%	8%	16%	38%	36%	34%	
	皮、毛、羽及制	0.9%	15%	5%	19%	10%	20%	20%	
	木材加工	1.9%	1%	4%	30%	22%	28%	24%	
	家具	1.8%	10%	5%	22%	20%	30%	17%	
	化学原料及制品	7.1%	5%	1%	1%	9%	1%	1%	1%
	化学纤维	0.6%	6%	27%	2%	27%	5%	5%	
	造纸	1.3%	7%	5%	2%	3%	11%	5%	
	合计	18.0%							

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 4：高端制造业复苏态势较强

供给侧产业链条	行业分类	投资占比	2020 年单月增速			2021 年相对 2019 年同期单月增速			
			10月	11月	12月	2月	3月	4月	5月
出口：高技术(机械、电气等)	电子设备	9.3%	1%	1%	3%	3%	3%	15%	38%
	通用设备	6.4%	0%	3%	2%	2%	19%	11%	4%
	专用设备	7.1%	3%	3%	3%	2%	1%	1%	1%
	金属制品	4.9%	5%	3%	5%	17%	14%	3%	1%
	非金属矿物制品	9.8%	3%	7%	0%	4%	0%	3%	
	合计	37.6%							
产业升级	运输设备	1.3%	3%	1%	3%	16%	8%	26%	2%
	仪器仪表	1.4%	13%	5%	25%	1%	2%	27%	
	电气机械	6.1%	8%	1%	28%	8%	8%	30%	4%
	医药	4.1%	1%	16%	3%	3%	2%	26%	10%
	合计	12.8%							
汽车链条	汽车	5.5%	4%	12%	1%	32%	28%	17%	28%
	橡胶、塑料	3.4%	1%	5%	3%	6%	7%	3%	
	合计	8.9%							
其他	印刷	0.7%	20%	5%	31%	20%	24%	23%	
	文娱	1.0%	34%	25%	42%	27%	22%	24%	
	石油、煤炭	1.7%	2%	3%	40%	9%	9%	3%	
	废弃资源综	1.3%	5%	2%	3%	0%	9%	24%	
	其他	1.3%	5%	5%	7%	32%	17%	10%	
	合计	6.1%							

资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

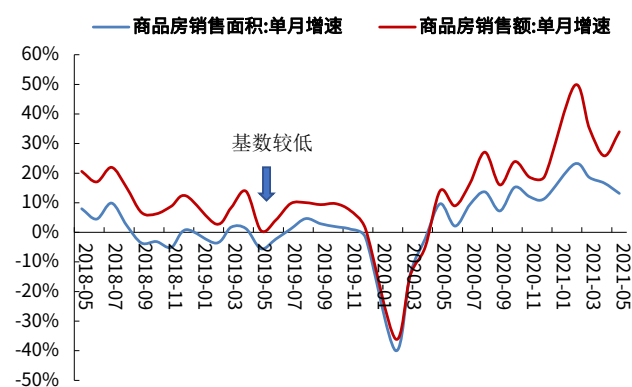
三、房地产：新开工、竣工如期反弹

房地产投资增速有所回落，新开工和竣工增速如期反弹。以 2019 年为基数来看，房地产投资 5 月单月增速 18.7%，比 4 月份的 21.6% 下行 2.9 个百分点，但依然高于去年全年，及今年 1-2 月、3 月的水平。新开工和竣工增速如期反弹，正如我们在 4 月实体数据点评里提到的，近期多地“两集中”土地出让，开发商大量资金被占用，施工端资金链条相对紧张。随着 5 月份的两集中出让告一段落，新开工会出现反弹。但是，不可忽视的是，2019 年 5 月份新开工和竣工的基数较低，也对增速的反弹有一定贡献。

为何新开工和竣工反弹时，房地产投资却在下行？我们认为来源于土地购置费的波动。2020 年下半年，土地成交持续保持较高增速，滞后半年传导到今年的土地购置费中。今年以来，土地购置费增速持续提升，3 月和 4 月分别为 18% 及 32%（以 2019 年为基期），这也是 3 月和 4 月房地产投资增速持续上行的重要支撑。5 月新开工和竣工反弹，但投资增速下行，大概率是因为 5 月的土地购置费出现回落。

房地产销售拐点已经出现，持续约束开发商资金链条。今年开发商表外融资规模持续压降，开发商融资主要依赖于房地产销售增速。3 月份，全国销售面积增速开始下行，销售拐点已经出现。5 月份，销售面积增速继续回落，虽然全国销售额增速大幅反弹至 33%，但主要是 2019 年 5 月基数大幅下滑的扰动。向前看，房地产投资基本见顶。短期新开工和竣工的反弹预计还会持续，对开发投资带来支撑。但是，销售拐点的确认，也会持续约束开发商资金链条，开发投资将进入缓步下行的区间。

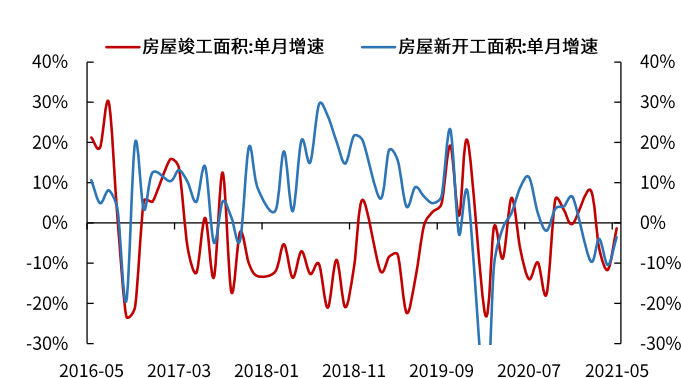
图 5：5 月房地产销售面积持续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 6：5 月，新开工和竣工如期反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所

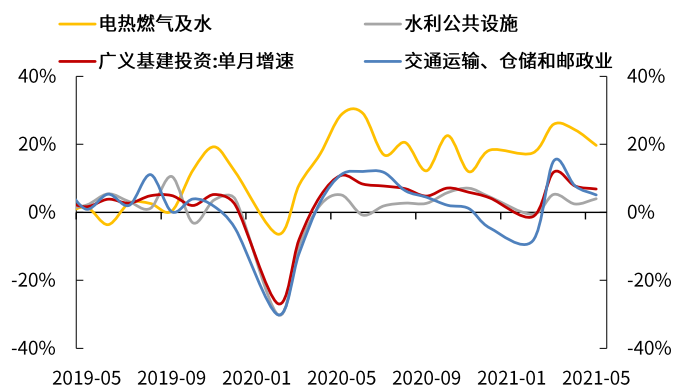
备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

四、基建：略有回落，依然有发力空间

广义基建增速受到电热燃气及水的拖累，略有回落，狭义基建增速开始反弹。以2019年为基数，5月狭义基建的单月增速较4月增速提升了0.7个百分点至5.6%，公路投资增速、水利公共设施投资增速均有反弹。但是，由于电热燃气及水投资增速出现回落，这也使得5月广义基建单月增速6.9%，相比于4月的7.8%略有下行。

今年专项债发行的节奏明显后移，后续基建依然存在发力空间。今年专项债下达时间较晚，3月才开始下达提前批专项债。接下来，专项债将进入密集发行期，后续基建依然存在发力空间。

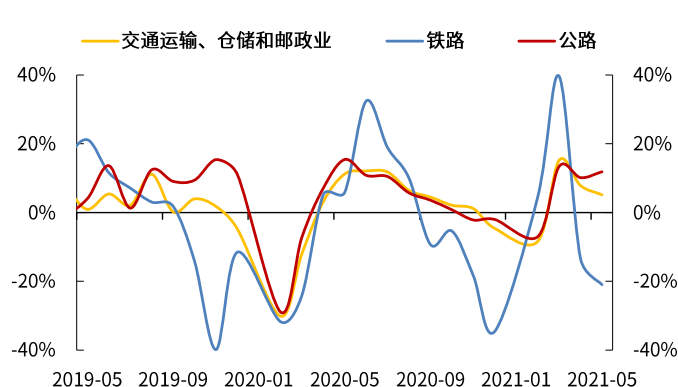
图 7：广义基建增速回落，主要受到电热燃气及水、铁路的拖累



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 8：铁路投资增速回落较大，公路投资增速回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

五、消费：疫情冲击下出现超季节性复苏

在疫情冲击下，社零依然出现了超季节性的复苏。与2019年同期相比，5月社零增速9.3%，略高于4月份的8.9%。5月社零环比增速9%，高于历史同期（2016年至2019年均为7.9%），这也是今年以来社零环比修复的速度，首次超过历史均值，展现了超季节性的复苏态势¹。虽然五月局部地区受到了疫情点

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_20165

