



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

行路难

——2022年5月宏观经济月报

2022年5月30日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

田地，海外宏观/货币金融 andrewtian@cmbchina.com 王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

刘阳，实体经济 lylidd@cmbchina.com

感谢王晓曦对本报告的贡献

一、宏观概览：美联储收紧加速，疫情冲击加剧



海外宏观

- 美联储5月议息会议宣布加息50bp，将联邦基金利率区间提升至0.75%-1%区间，并公布了缩表方案，将在6月1日正式启动缩表。美联储在6-7月的两次会议上分别各加息50bp可能性较高，下半年视经济走势，加息节奏或将放缓。
- 美国一季度GDP环比意外负增长1.4%，但同比仍维持正增长3.6%。主要受库存投资和净出口拖累，而消费和固定资产投资仍在扩张，指向美国经济动能不弱。
- 美国就业市场依然表现强劲。4月新增非农就业约43万，失业率维持3.6%，与3月持平，较疫前低点仅相差0.1pct。
- 美国通胀虽然同比见顶，但环比动能仍然强劲。4月美国CPI同比8.2%，较3月的8.5%小幅回落；核心环比0.6%，较3月的0.3%明显反弹。服务取代商品通胀，成为上涨主要驱动因素。



实体经济

- 4月疫情高峰对经济供需两端冲击明显，“三重压力”明显上升。
- 一方面，生产陷入收缩，规模以上工业增加值当月同比-2.9%，较上月下行7.9pct，为2020年4月以来首次负增长；就业压力进一步上升，全国城镇调查失业率上行0.3pct至6.1%，持续突破5.5%的政府工作目标。
- 另一方面，消费收缩加剧，社会消费品零售总额当月同比下降11.1%，跌幅较3月扩张7.6pct；房地产投资加速下滑。但受“稳增长”政策支撑，基建和制造业投资维持一定韧性。城镇固定资产投资整体动能放缓，累计同比增长6.8%，当月同比1.8%；其中房地产投资加速下行，累计同比-2.7%，当月同比-10.1%；全口径基建投资增速回落，但未来可期，累计同比8.3%，当月同比4.3%；制造业投资增速回落，韧性较强，累计同比12.2%，当月同比6.4%。
- 前瞻地看，5月经济形势或将边际缓和，但下行压力仍大。基建和投资有望继续支撑经济，但生产和消费仍将承压，房地产风险有待缓释，出口高景气面临回落。政策仍需综合施策，托底增长。



货币财政

- 4月信贷总量结构双双回落，总体延续了企业强、居民弱和短贷强、长贷弱的格局。这指向在疫情冲击加剧和“三重压力”之下，实体经济融资需求及预期进一步走弱。企业融资需求仍以短贷为主，居民部门融资仍然低迷。
- 5月20日央行大幅下调5年期以上LPR报价，有针对性地中长期信贷需求形成托举，有助于改善需求收缩和预期转弱。前瞻地看，未来央行有望积极运用创新型货币政策工具，降低实体经济综合融资成本，通过结构性再贷款支持重点领域和薄弱环节。
- 4月财政收入收缩，支出放缓，疫情冲击加剧，剔除留抵退税因素，4月税收收入同比增速-6.6%，较3月下降，拖累公共财政收入增速降至-4.9%。4月地方政府债发行不及预期，叠加疫情对物流及用工的影响，一般公共预算支出增速-2.0%，较3月大幅下降。前瞻地看，财政收入将承压，增速放缓；支出有望维持较高增速，“稳增长”政策持续加码。

二、本月主要经济数据

指 标	单 位	2022-05 (预测)	2022-04	2022-03	2022-02	2021-05	2021-04
工业增加值	当月同比, %	1.2	-2.9	7.5	12.8	8.8	9.8
社会消费品零售总额	当月同比, %	-5.0	-11.1	-3.5	6.7	12.4	17.7
全社会固定资产投资	累计同比, %	5.9	6.8	9.3	12.2	15.4	19.9
其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	7.2	8.3	10.5	8.6	10.4	16.9
制造业投资	累计同比, %	11.2	12.2	15.6	20.9	20.4	23.8
房地产投资	累计同比, %	-3.0	-2.7	0.7	3.7	18.3	21.6
出口 (以美元计)	当月同比, %	9.0	3.9	16.3	6.3	27.9	32.1
进口 (以美元计)	当月同比, %	-5.0	0	15.5	10.5	51.1	44.0
CPI	当月同比, %	2.4	2.1	1.5	0.9	1.3	0.9
PPI	当月同比, %	7.0	8.0	8.3	8.8	9.0	6.8
社会融资规模	当月同比, %	10.5	10.2	10.6	10.2	11.0	11.7
M2	当月同比, %	10.6	10.5	9.7	9.2	8.3	8.1
1年期LPR	%	3.7	3.7	3.7	3.7	3.85	3.85
5年期LPR	%	4.45	4.45	4.60	4.60	4.65	4.65

注: 红色表示本月数据高于预期; 绿色表示本月数据低于预期; 无标注表示符合预期; 标注*号的数据为1-2月累计同比增速。

三、海外宏观：政策收紧，增长放缓

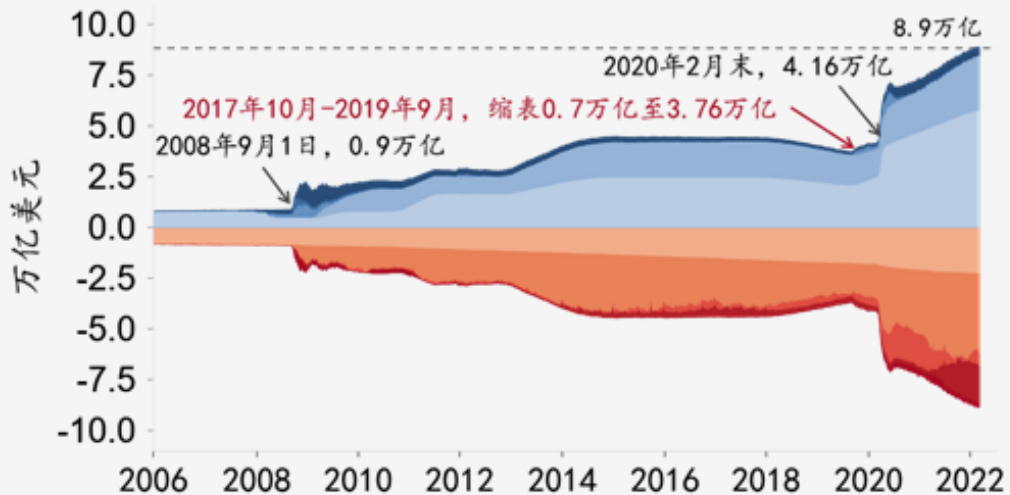
（一）美联储：收紧“三板斧”落地

- 美联储在5月议息会议后发表声明，宣布加息50bp，将联邦基金利率区间提升至0.75%-1%区间，并公布了缩表方案
- 美联储认为美国经济仍然十分强劲，未来出现衰退的概率较低
 - Q1美国GDP环比意外负增长，但主要受波动率较高的库存投资和净出口拖累，而居民消费和固定资产投资仍在迅速扩张

美联储资产负债表规模维持在9万亿美元附近

美联储资产负债表

- 其它资产 ■ 贷款工具 ■ 回购及央行流动性互换 ■ 机构MBS ■ 国债
- 流通现金 ■ 存款性机构存款 ■ 财政存款 ■ 逆回购 ■ 其它负债

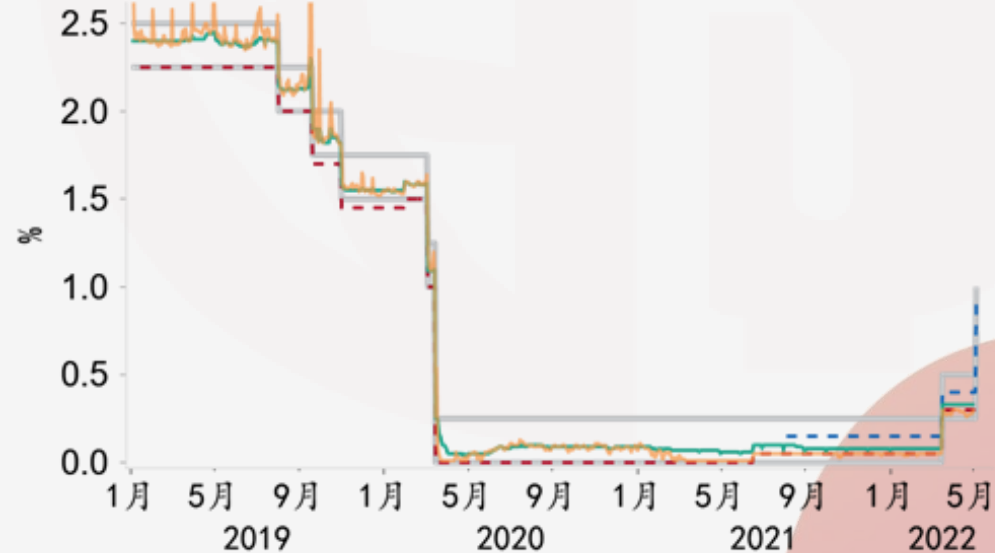


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美联储政策利率区间上移50bp

美联储利率操作框架

- SOFR — EFFR — IOER — ON RRP — 政策上限 — 政策下限



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：政策收紧，增长放缓

(一) 美联储：收紧“三板斧”落地

■ 政策：双管齐下

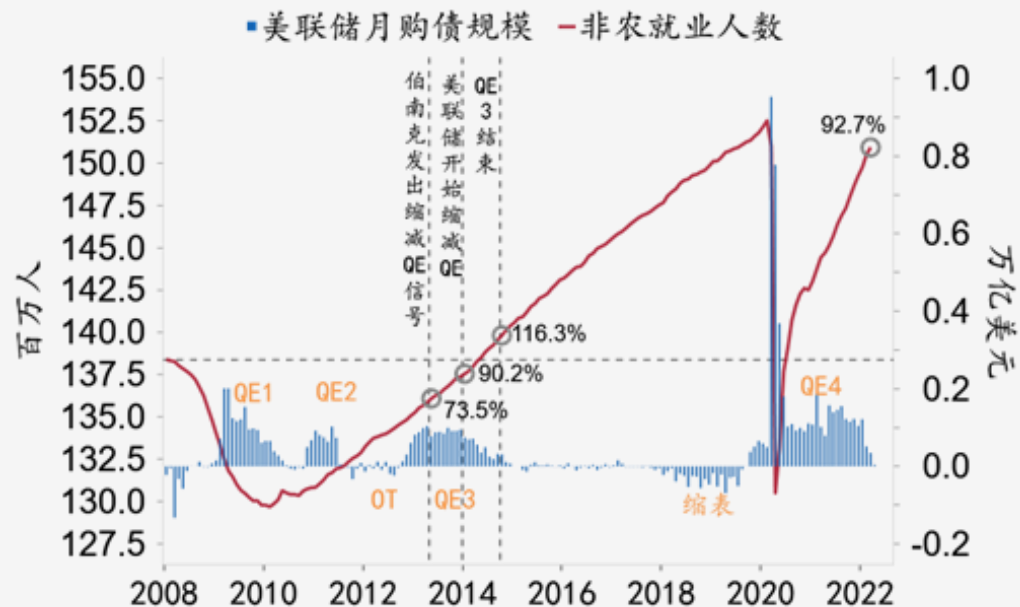
■ 加息：美联储暗示短期将快速加息，但排除加息75bp的可能性，6-7月各加息50bp可能性较高，下半年加息节奏或将放缓

■ 缩表：美联储将在6月1日正式启动缩表，分为两个阶段

■ 起步速率为每月475亿美元（300亿国债+175亿MBS）；3个月后速度翻倍达到每月950亿美元的稳定缩减速率

非农缺口已修复至疫前93%

美联储量化宽松与非农就业情况



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

近期10年美债收益率冲高回落

美国债收益率走势



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

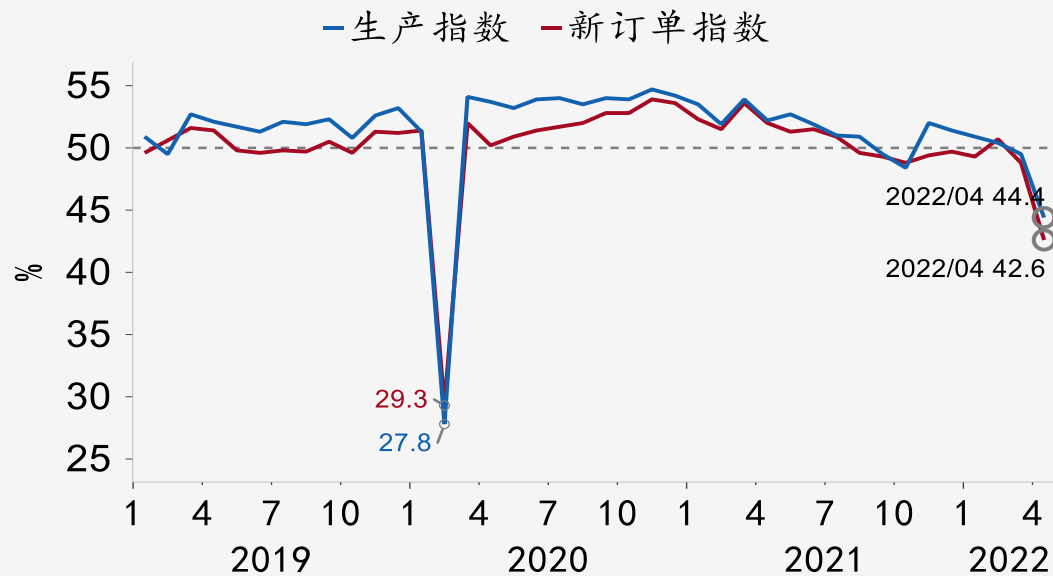
四、实体经济：疫情冲击加剧

(一) PMI：供需两弱，价格持续上涨

- 4月制造业与非制造业景气度收缩加剧：制造业PMI为47.4%，环比下降2.1pct；非制造业PMI为41.9%，环比大幅下降6.5pct
- 制造业生产收缩加剧，需求大幅回落；企业预期转弱，价格指数有所回落但仍处高位，企业成本压力增大；企业产成品库存被动上升，供应链阻塞，就业收缩加剧；新出口订单收缩加剧，出口面临供需两重压力
- 非制造业商务活动指数环比大幅下降6.5pct至41.9%，收缩加剧。主要是受疫情冲击，物流不畅、管控升级、工人短缺影响建筑施工；居民需求低迷，失业率攀升，服务业受损严重

制造业生产收缩加剧，需求大幅回落

制造业PMI生产与新订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

进出口景气度均回落

PMI进口与新出口订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：疫情冲击加剧

(二) 生产：生产动能趋弱，就业压力上升

- 疫情冲击下，4月规上工业增加值同比-2.9%，较上月下行7.9pct，是2020年4月以来首次负增长，上中下游企业生产动能全面趋弱。分行业看，大部分行业工业增加值负增长，劳动密集型行业、价值链条较长的行业受冲击最大
- 4月就业压力进一步上升，全国城镇调查失业率上行0.3pct至6.1%。其中，16-24岁青年群体失业率上行2.2pct至18.2%，超过疫情爆发后最高水平16.8%
- 4月服务业生产指数进一步恶化，同比增速较3月下降5.2pct至-6.1%，连续两月负增长。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性服务业明显受挫

工业生产增速回落

工业增加值增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

服务业生产明显下降

服务业生产增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

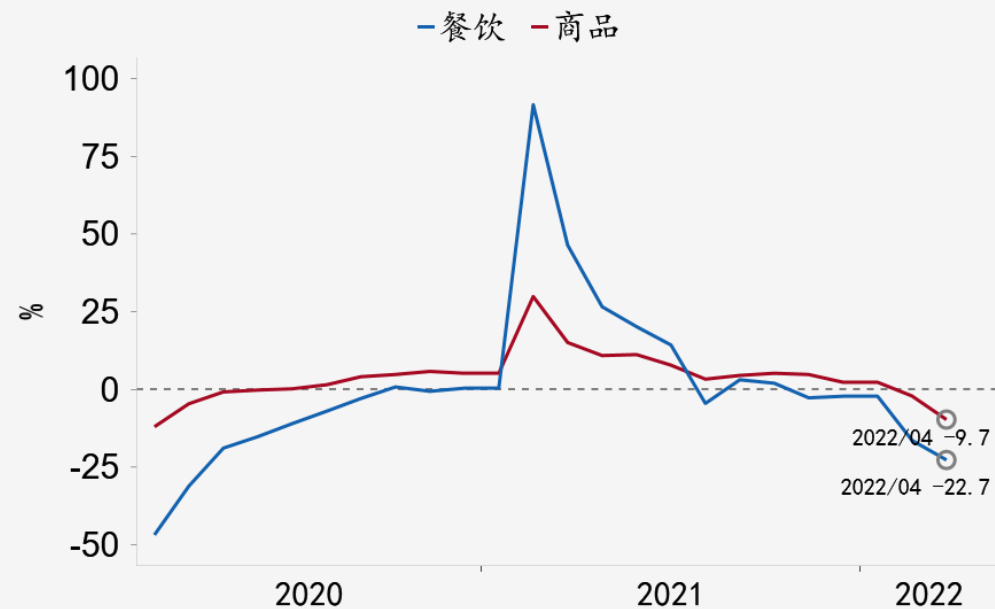
四、实体经济：疫情冲击加剧

(三) 消费：疫情冲击下收缩幅度加大

- 4月消费增长进一步下滑，社消零售总额2.9万亿，同比下降11.1%，较3月下降7.6pct；1-4月社消零售总额13.8万亿，同比下降0.2%。疫情冲击下居民收入增长分化，预防性储蓄上升，线下消费场景受限都对消费构成显著压制
- 结构上看，商品和服务消费分化加剧，商品同比下降9.7%；餐饮同比下降22.7%。预计5月社消较4月有所好转，但仍维持负增长

疫情冲击下消费增速大幅回落

商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

疫情反复拖累消费复苏

社会消费品零售额增速与全国新增确诊病例



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：疫情冲击加剧

(四) 房地产投资：加速下行

- 4月销售持续低迷，叠加信用收缩，房企悲观预期未见改善。全国商品房销售面积同比减少39%，销售金额同比减少46.6%，房企到位资金同比进一步下滑至-35.5%，房地产投资增速下行7.7pct至-10.1%，并拖累累计增速自疫情爆发以来再度出现同比收缩
- 前瞻地看，4月末以来房地产政策释放出积极的“稳增长”信号，未来在因城施策的框架下，各地房地产调控政策有望进一步松绑，在居民和房企两端同时发力。不过由于预期改善仍需时日，预计短期内房地产投资下行压力仍存

房地产投资加速下滑

房地产投资累计同比增速



注：2月观测值为1-2月累计同比增速
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

房地产销售持续低迷

房地产销售面积和金额当月同比增速



注：2月观测值为1-2月累计同比增速
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：疫情冲击加剧

(五) 基建投资：增速回落，未来可期

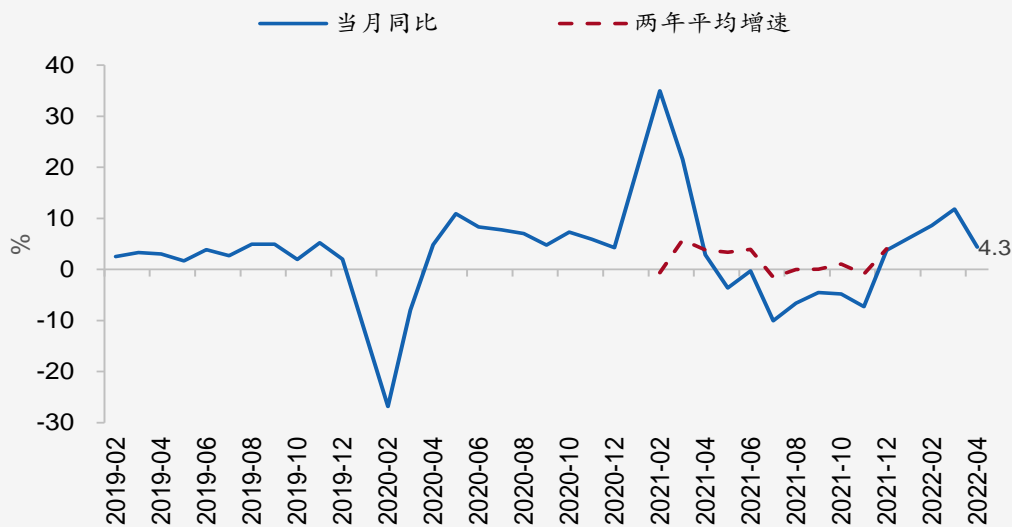
■ 4月基建投资增速边际放缓，全口径基建投资同比增长4.3%，增速较上月下行7.5pct；1-4月全口径基建投资累计同比增长8.3%，较1-3月下降2.2pct。基建投资增速同比小幅回落主要有两方面原因

■ 一是疫情冲击下物流不畅、工人短缺影响施工进度。二是可用资金或有所收缩：在提前形成实物工作量的背景下，去年四季度以来增发的专项债预计已使用大半；税基收缩、大规模减税降费以及土地出让收入大减对财政收入形成冲击

■ 前瞻地看，近期多次重要会议均提出“全面加强基础设施建设”，各地项目储备较为充足，剩余专项债额度已全部下达，且年内存在新增资金的可能性，基建投资有望维持较高增长。

基建投资增速持续上升

基建投资增速

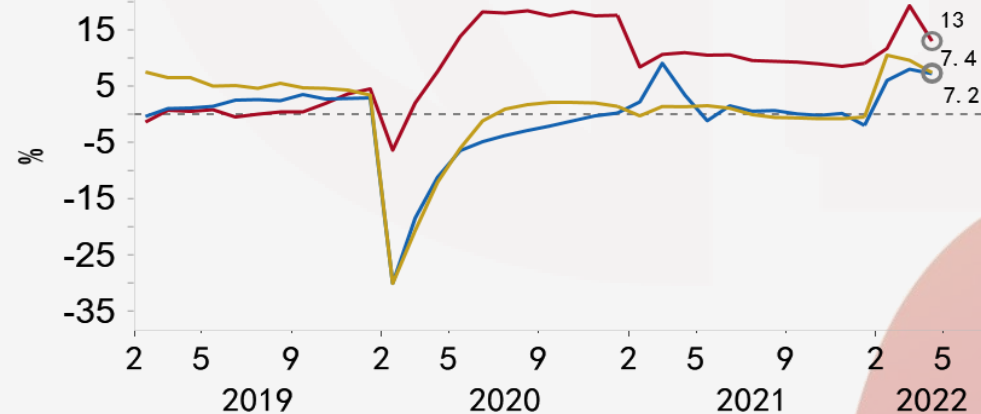


资料来源：Wind、招商银行研究院

基建相关行业投资增速较高

基建投资相关行业投资累计同比增速

— 水利、环境和公共设施管理业 — 交通运输、仓储和邮政业
— 电力、热力、燃气及水的生产和供应业



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

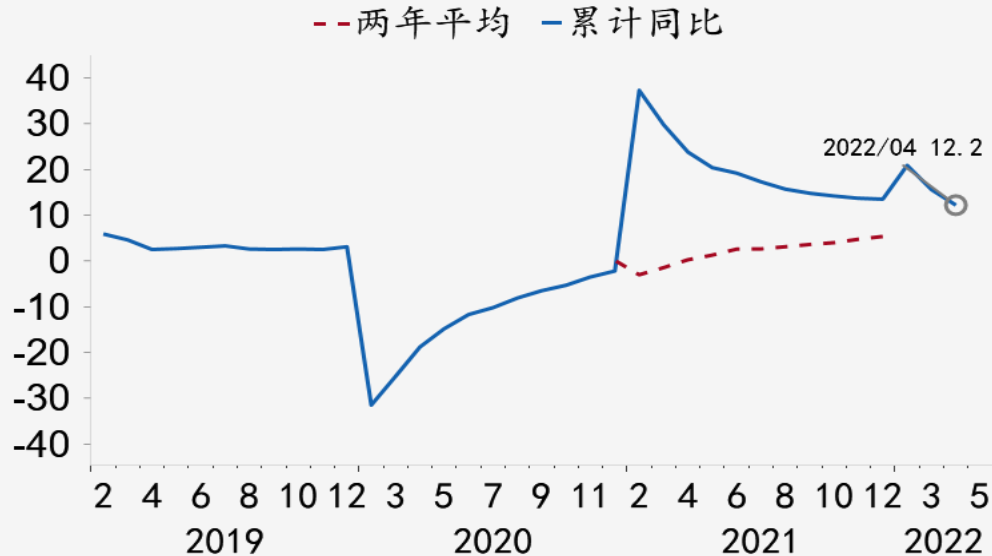
四、实体经济：疫情冲击加剧

(六) 制造业投资：增速回落，韧性较强

- 4月制造业投资同比增速较上月下行5.5pct至6.4%，在疫情冲击下回落，但低基数下仍实现较高增长；1-4月制造业投资同比增长12.2%，较1-3月下降3.4pct。制造业投资的驱动力主要来自于高技术行业以及有色金属、石油、化工等上游行业。
- 前瞻地看，制造业投资有望稳健增长，但增速或边际回落。支撑因素主要来自于财政政策和结构性货币政策，以及“双碳”政策执行纠偏。但基数逐渐走高、原材料价格居高不下、局部地区疫情反复，企业利润分化和预期转弱未见明显改善，将对部分制造业行业投资形成拖累。

制造业投资增速边际回落

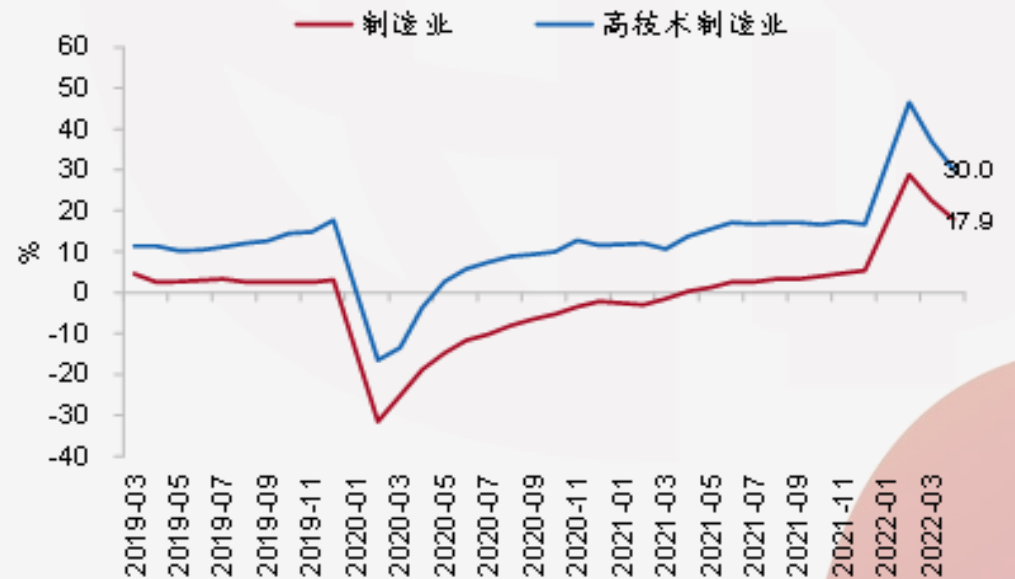
制造业投资增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

高技术制造业仍保持较快增长

制造业与高技术制造业投资累计同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

四、实体经济：疫情冲击加剧

(七) 进出口：供需双重压力显现

- 4月疫情对产业链供应链造成一定冲击，外需回落进一步加大了出口景气的下行压力，金额同比增速较3月下行10.8pct
- 疫情冲击下内需趋弱和进口价格上涨持续压制进口增长，4月进口金额同比零增长，与上月增速基本持平
- 前瞻地看，海外“滞涨”压力加大，外需或继续回落，而国内供应链运转和内需趋弱较难快速恢复，我国进出口或持续承压

出口增速大幅放缓，进口维持零增

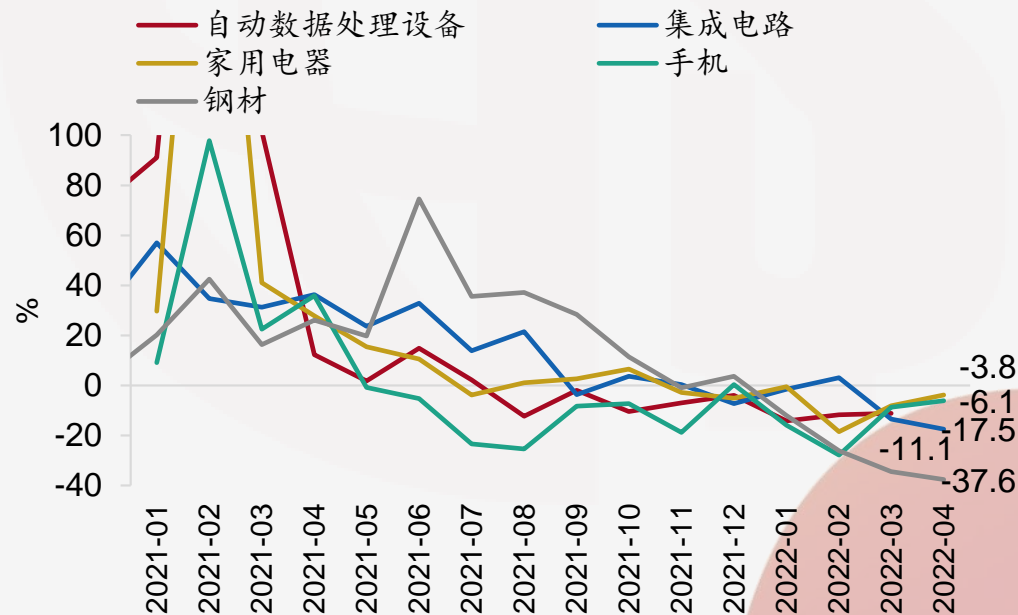
中国进出口当月同比及贸易差额



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

进口动能趋弱

部分重点商品出口数量同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

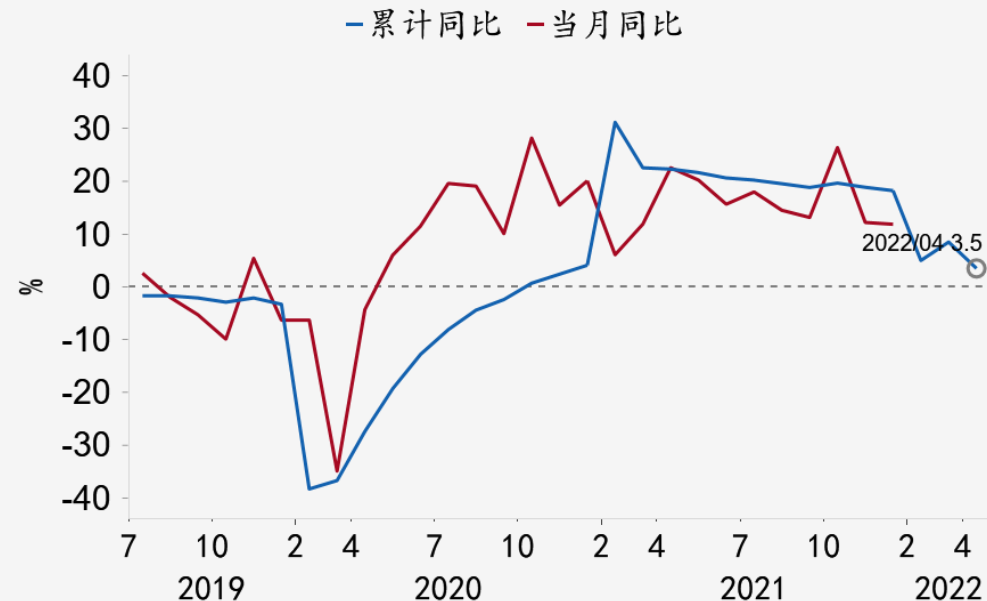
四、实体经济：疫情冲击加剧

(八) 企业利润：整体下滑，行业分化加剧

- 1-4月全国规模以上工业企业利润累计同比增长3.5%，较1-3月的8.5%明显下滑。工业增加值(量)和PPI同比增速(价)量价双降
- 从结构上看，上中下游行业分化进一步加剧。油价上涨带动上游盈利增长；疫情拖累中下游企业盈利收缩，尤其可选消费耐用品
- 前瞻地看，工业企业利润将持续承压。疫情扰动下，中下游企业需求仍然有待恢复，上中下游行业分化料将持续

规上工业企业利润增速下滑

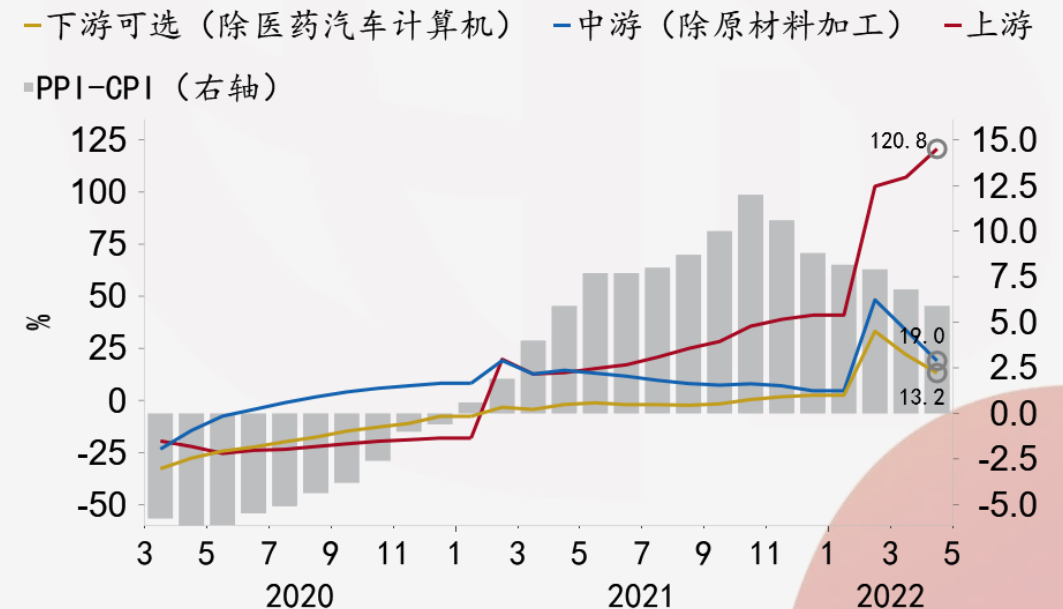
工业企业利润增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

上中下游行业利润增速持续分化

PPI-CPI剪刀差与分行业利润增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

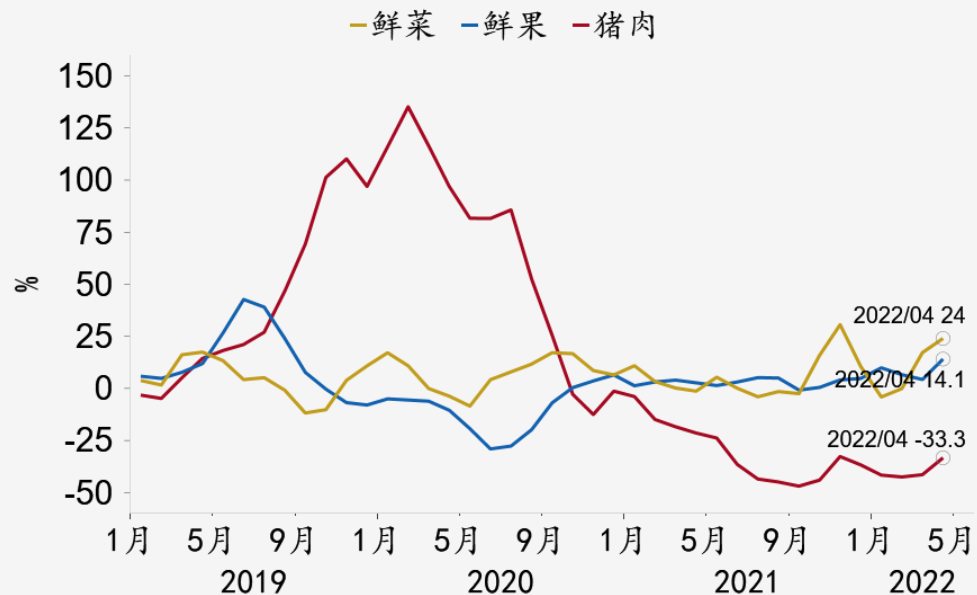
四、实体经济：疫情冲击加剧

(九) 物价：PPI缓慢下行，CPI明显上行

- 4月CPI同比增速2.1%（前值1.5%），年内首次突破2.0%。4月食品价格同比由负转正，受疫情影响，鲜菜鲜果价格上涨。非食品相对稳定，受国际油价上涨影响，汽油价格维持上涨。下半年随着猪肉价格上涨，叠加输入型通胀，预计CPI将持续上行
- 4月PPI同比增速较前值回落0.3pct至8.0%，下行趋势放缓。受俄乌冲突影响，国际原油价格上涨，国内石油相关行业价格上行，对PPI形成支撑。不过，从环比看，上涨动能有所缓和。从结构上看，上中下游价格维持分化

食品项对CPI增速的拖累减小

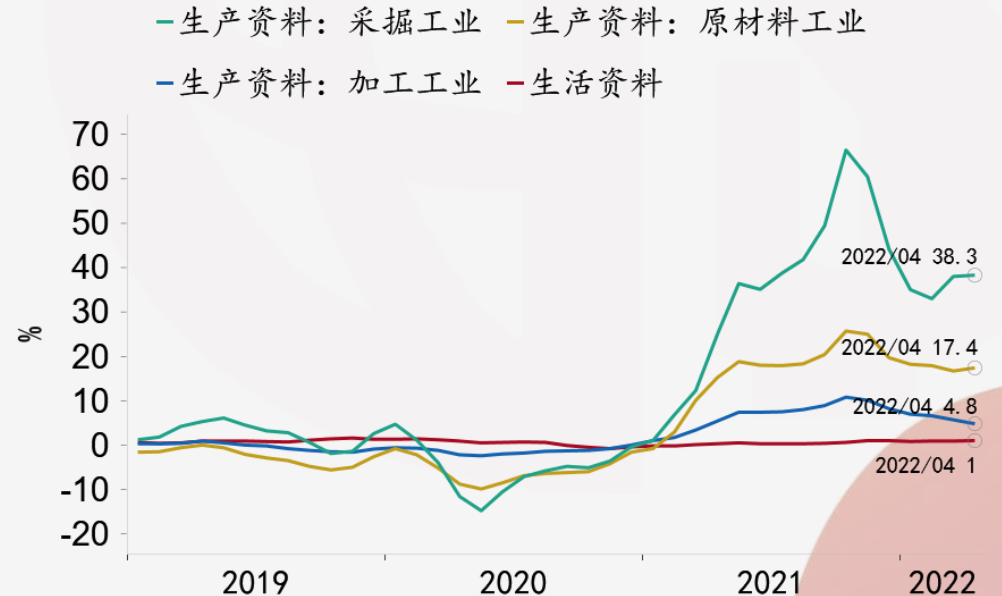
CPI当月同比：食品分项



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

大宗商品价格上涨拉动PPI上游采掘业

PPI各分项当月同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

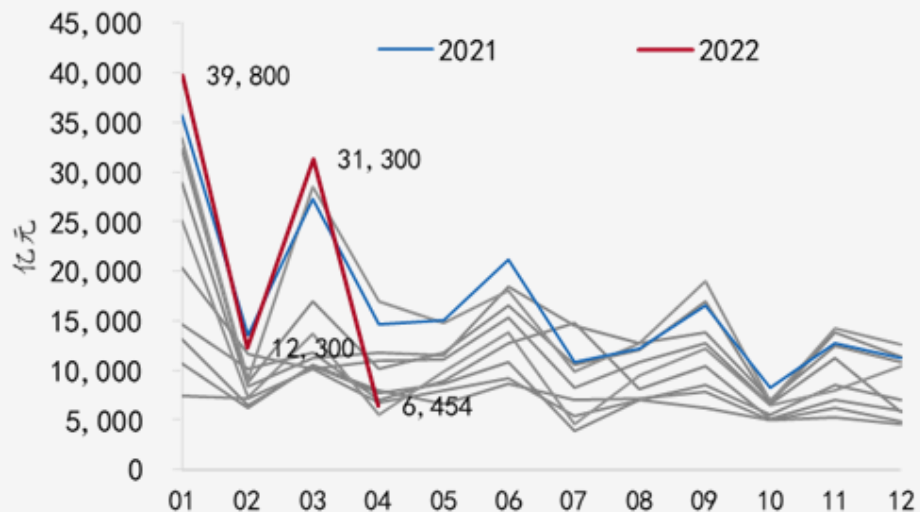
五、货币财政：全力“稳增长”

(一) 信贷：总量结构双走弱

- 4月新增人民币贷款环比大幅减少2.48万亿，同比少增8,246亿，下降过半（56.1%），且结构显著恶化：
 - 企业需求仍以短贷为主
 - 中长贷新增2,652亿，同比增幅在3月小幅转正后，本月再度少增3,953亿
 - 短期融资明显好于中长贷，同比多增2,636亿，4月底票据转贴现利率再度大幅回落，指向实体经济有效需求不足
 - 居民信贷意愿持续疲弱
 - 新增居民贷款再度转负，减少2,170亿，同比少增7,453亿，已连续6个月负增长，但下滑幅度明显加大

4月信贷增量显著下滑

信贷的季节性



资料来源：Wind、招商银行研究院

新增非金融企业贷款构成占比

新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

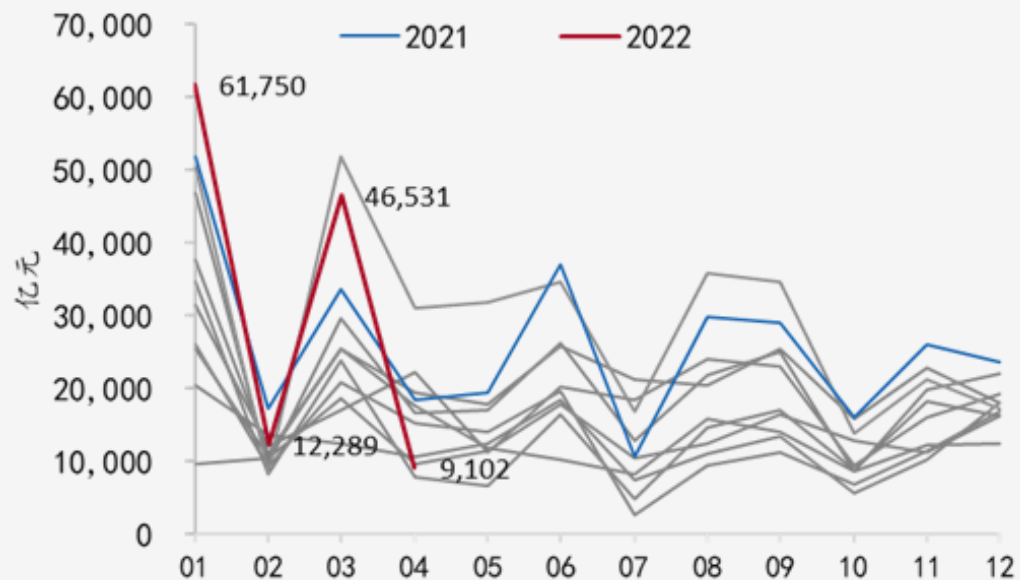
五、货币财政：全力“稳增长”

(二) 社融：主要受信贷拖累

- 4月新增社融9,102亿，增速降低0.4pct至10.2%，环比下降3.74万亿，同比“腰斩”少增9,468亿
- 从贡献度看，社融同比下滑的97.4%来自信贷，其它项目同比基本保持稳定
 - 非标融资基本稳定：非标融资当月减少3,174亿，环比下降3,309亿，同比小幅增加519亿
 - 企业债券融资节奏保持稳定：企业直接融资新增4,645亿，同比增加207亿，较上月小幅上升
 - 政府融资节奏较上月有所放缓：新增政府债融资环比下降3,162亿，同比基本持平，与专项债提前批发行接近完成有关

4月社融增量同比“腰斩”

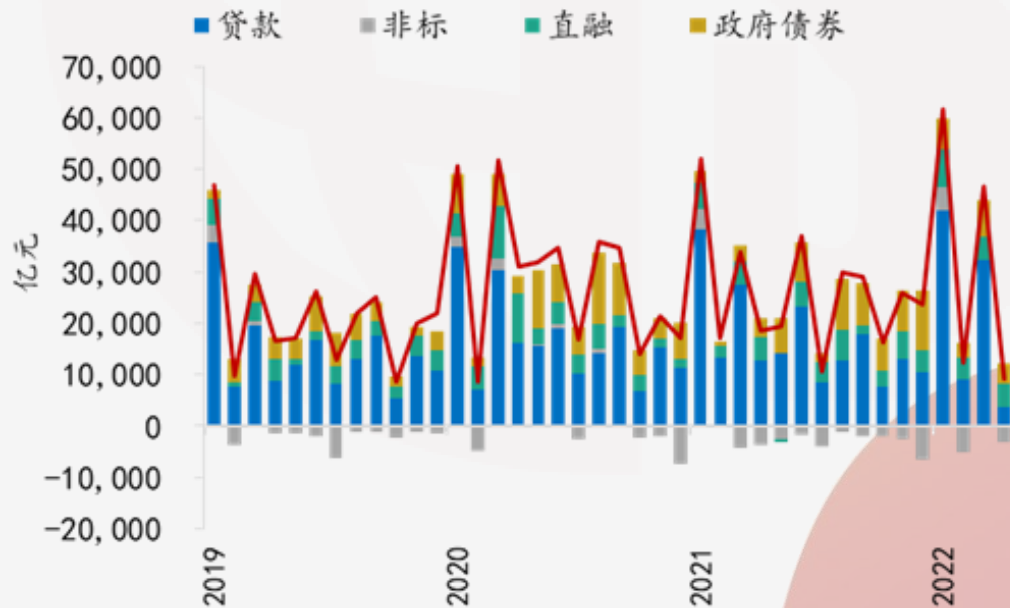
新增社融的季节性



资料来源：Wind、招商银行研究院

新增社融及构成

新增社融及构成



资料来源：Wind、招商银行研究院

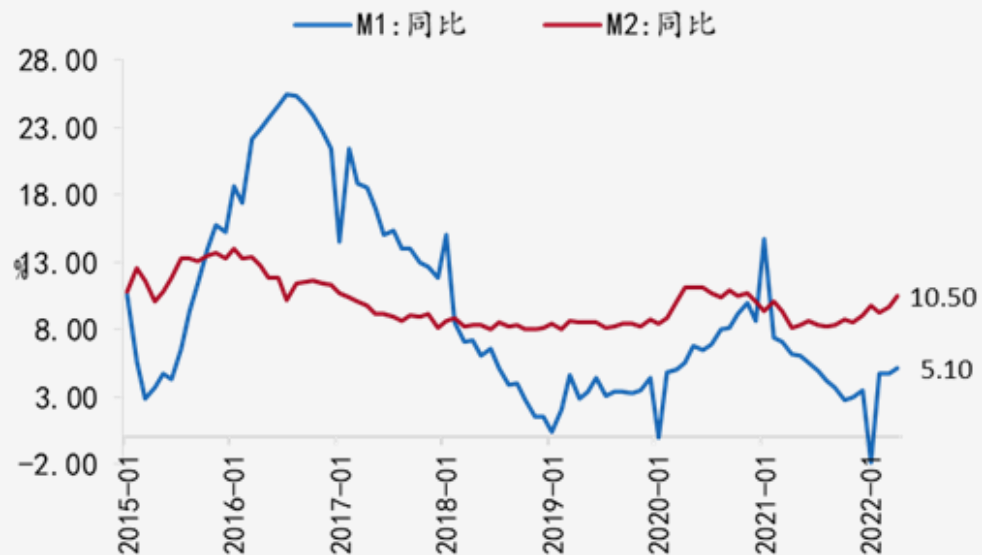
五、货币财政：全力“稳增长”

(三) 货币和前瞻：创新工具发力“稳增长”

- 4月M2同比增速环比大幅增加0.8pct至10.5%，主要受基数效应、财政支出加速和央行缴利推动
 - 社融-M2增速剪刀差环比大幅下降1.2pct至-0.3%，是6年以来首次转负，指向银行资产投放压力加大
- M1同比增速上升0.4pct至5.1%，或与企业留抵退税和暂缓缴税等政策支持有关
- 前瞻地看，未来央行有望积极运用创新型货币政策工具，进一步释放利率市场化改革红利，降低实体经济综合融资成本，通过结构性再贷款支持经济中的重点领域和薄弱环节

4月M2-M1剪刀差扩大

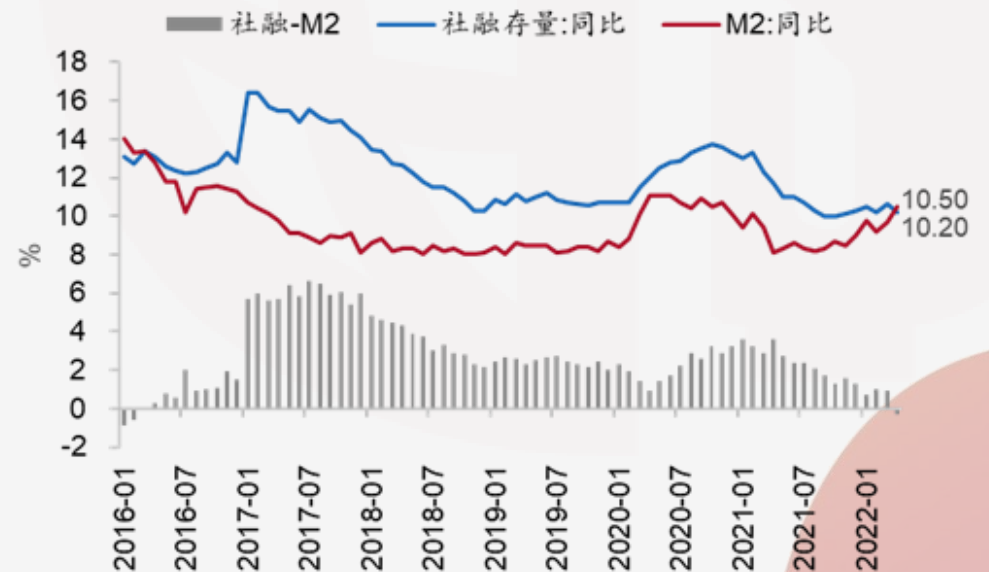
M1与M2的同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

社融存量与M2存量同比增速

社融存量与M2存量增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

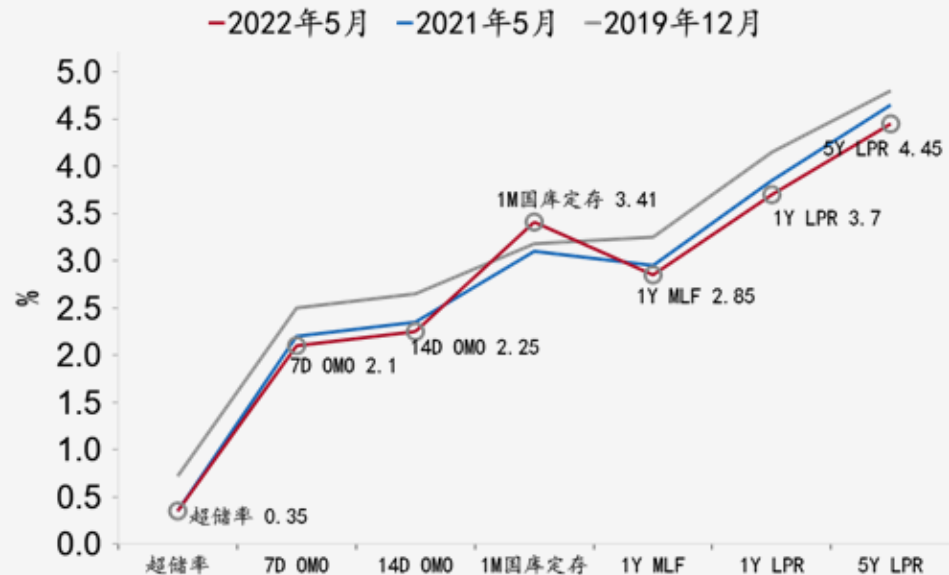
五、货币财政：全力“稳增长”

(四) LPR降息：定向“宽信用”

- 5月20日，中国人民银行公布贷款市场利率报价，1年期LPR保持3.70%不变，5年期以上LPR下行15bp至4.45%
- 此次调整后，本轮宽松周期中5年期累计下降20bp，降幅已超过1年期5bp
- 1年期LPR未作调整的三点原因：货币政策维持稳健，不搞“大水漫灌”；海外央行收紧；今年短贷表现良好
- 5年期以上LPR利率的大幅调降将有助于改善当前经济面临的需求收缩和预期转弱压力
 - 一是有助于稳地产、稳增长和增强信心，扭转市场主体疲弱的预期；二是通过降成本以扩需求；三是5年期以上LPR调降可以降低存量中长贷的付息成本，为市场主体释放更多资金，有助于扩大内需、提振消费

中国政策利率曲线

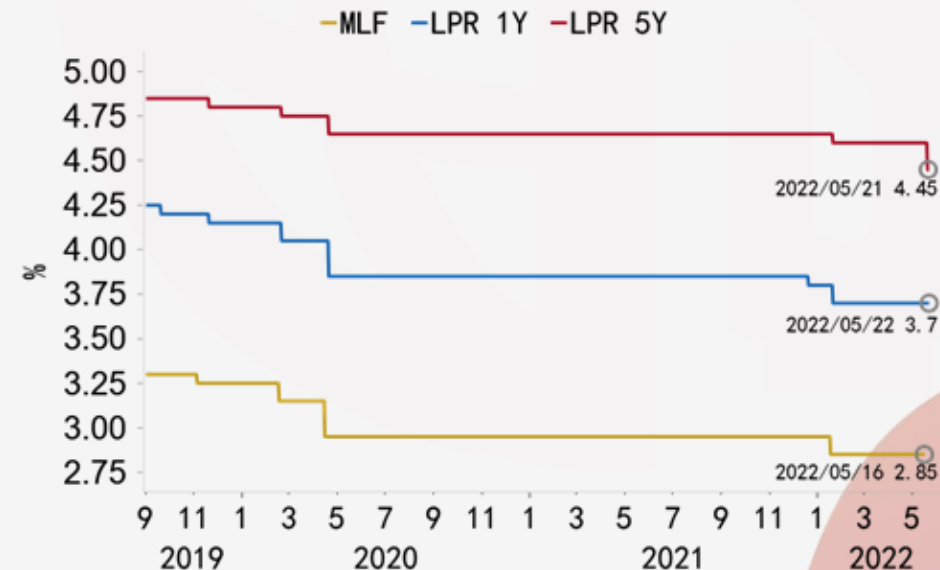
中国各期限政策利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

LPR改革后历次报价变化

LPR报价



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

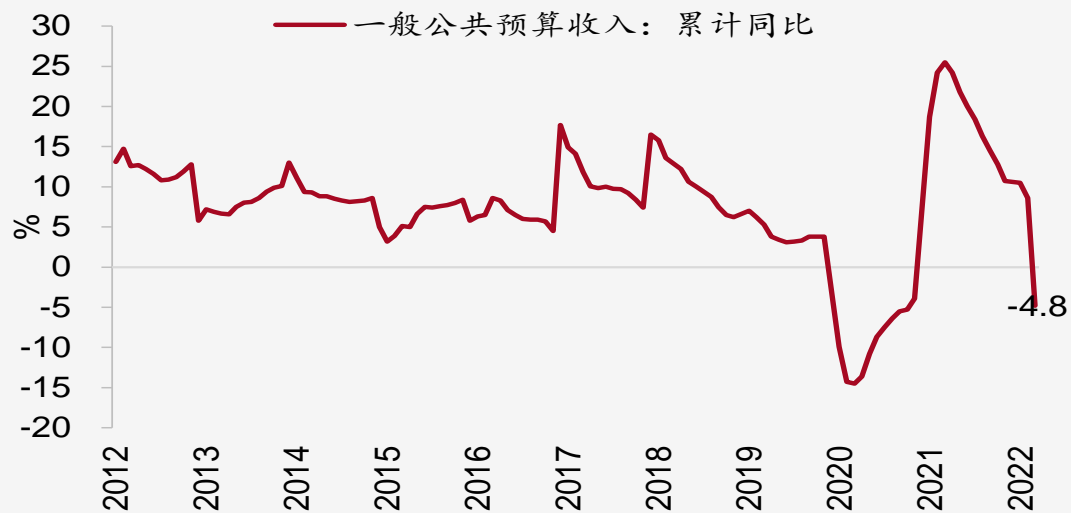
五、货币财政：全力“稳增长”

(五) 公共财政收入：疫情冲击加剧，增速回落

- 留抵退税实施进度快、力度强，一方面体现了财政政策积极靠前发力，助企纾困，稳定宏观经济大盘，另一方面作为财政收入的冲减项，对税收收入和公共财政收入增速产生了巨大扰动。
- 1-4月一般公共预算收入累计同比增长-4.8%，税收收入累计同比增长-7.6%。剔除留抵退税影响后，一般公共预算收入累计同比增长5.0%，税收收入累计同比增长3.7%。4月疫情对经济冲击恶化，“三重压力”明显上升，消费低迷，供应链紊乱，产需两端都受到巨大冲击；税收收入同比增速为-6.6%，较3月下降6.4pct，连续5个月负增长，拖累公共财政收入增速下降8.3pct至-4.9%
- 前瞻地看，财政收入端预将承压，增速放缓

自然口径下财政收入累计同比负增

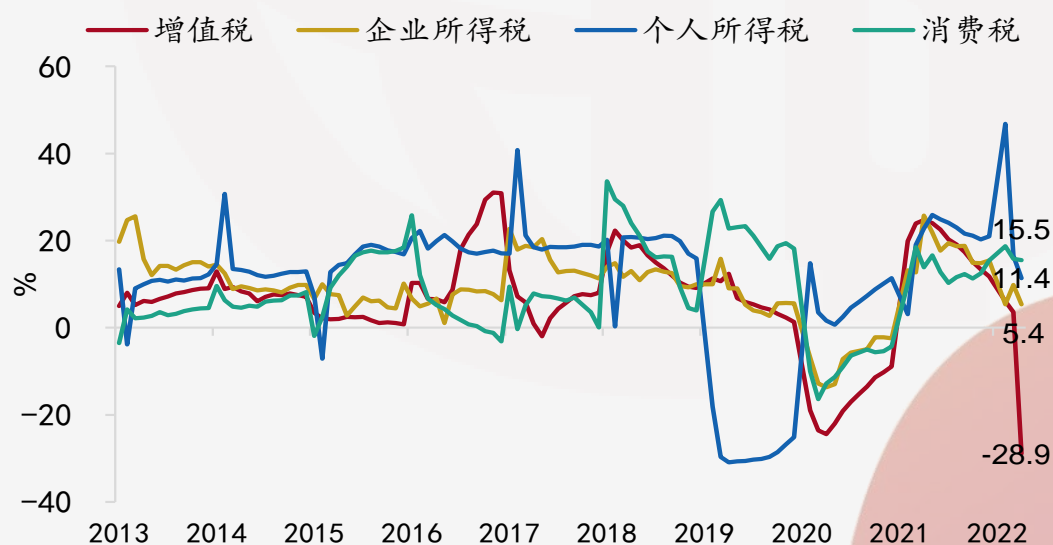
公共财政收入增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

自然口径下增值税增速大幅下降

主要税种增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：全力“稳增长”

(六) 公共财政支出：增速放缓，进度受限

- 一季度财政积极发力，支出高增，但4月以来地方政府债发行明显不及预期，叠加疫情对物流及用工的影响，导致4月一般公共预算支出增速-2.0%，较3月大幅下降12.4pct
- 从支出进度来看，1-4月公共财政支出累计同比增速5.9%，较一季度下降2.4pct，累计完成进度30.3%，略低于去年的30.5%
- 从支出结构来看，财政兼顾民生与发展。一方面民生等重点领域支出强度得到保障，1-4月社保就业、卫生健康、教育支出同比增速分别为4.4%，7.5%和4.1%；另一方面公共财政投向基建的比例和增速有所下降，与4月基建投资增速放缓相印证

公共财政支出增速放缓

公共财政支出增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

社会保障和就业支出占比最高

公共财政各项支出的增速及占比（2022年1-4月）



资料来源：Wind、招商银行研究院

五、货币财政：全力“稳增长”

(七) 土地出让收入：表现低迷，增速回落

- 4月国有土地出让收入增速大幅下降37.8%，拖累政府性基金收入下降34.2%，跌幅分别较3月扩大14.9pct和11.9pct。尽管房地产调控政策已边际放松，但居民购房需求不足、房企预期仍然偏弱的现状没有太大改观
- 市场影响：流动性方面，财政政策对基础货币负面影响极小；债券收益率方面，财政发力前置仍然给市场带来稳增长预期，但现阶段难以完全对冲疫情对基本面的冲击，两种情绪交织下短端收益率下行超过长端，利率曲线逐渐陡峭化。
- 前瞻地看，“稳增长”政策有望持续加码，但政策传导作用于土地出让收入尚需时日

税收与非税收同比增速分化

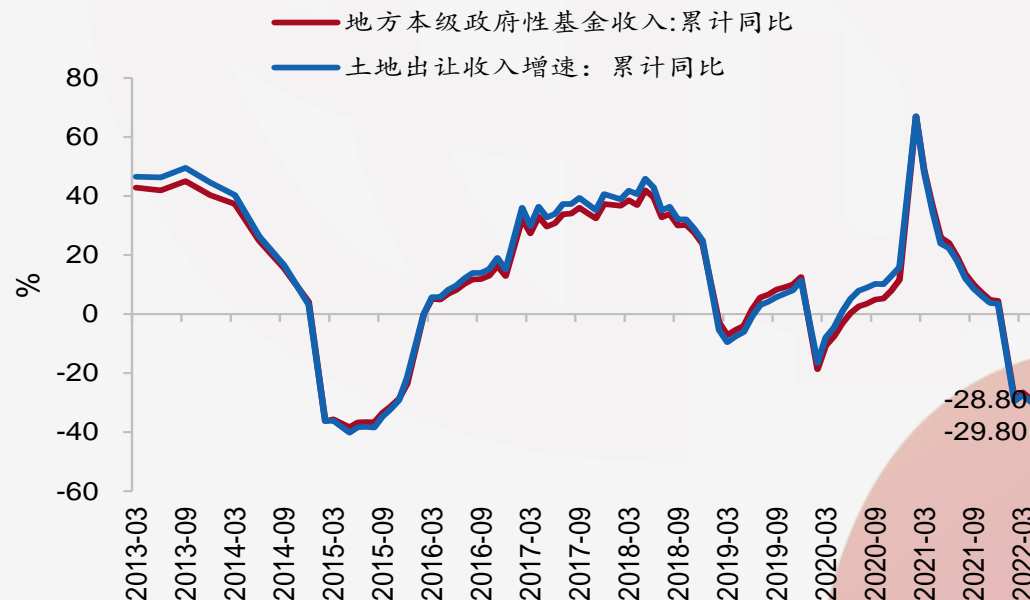
税收和非税收收入累计同比



资料来源：Wind、招商银行研究院

国有土地出让收入同比增速大幅回落

政府性基金收入和土地出让收入增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。



欢迎关注
招商银行研究院
官方微信公众号

研究有招 招财有道

宏观看招 行研出招 策略见招 区域进招 战略亮招 专家支招