



中航证券研究所

分析师：符昉

证券执业证书号：S0640514070001

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

## 6月步入经济复苏验证期

2022年6月4日

### (1) 美国就业数据相对强劲，市场对美联储加速加息的担忧有所升温

6月2日，美国劳工部公布数据显示，截止5月28日的一周，美国首次申请失业救济的人数降至20万人，低于前一周修正后的21.1万人，低于市场预期的21万人。6月3日，美国劳工部公布数据显示，美国2022年5月新增非农就业岗位39万个，是自去年4月以来最少的，但仍然高于市场预测的32.5万个。2022年5月，美国失业率维持在3.6%，与前两个月持平，仍为2020年2月以来的最低水平，高于市场预期的3.5%。从美国近十年就业数据来看，截止5月28日的一周，美国当周初请失业金人数已低至2.2%分位，截止5月，美国失业率，新增非农就业人数分别为近10年的8%分位和83%分位，强劲的就就业数据使得美联储的“鹰派”立场获得了更加坚实的支撑。

上周美联储公布的5月会议纪要令市场嗅到了一丝“鸽派”的味道，导致市场对美联储的加息预期有所缓和。本周相对强劲的就就业相关数据公布后，市场对加速加息的担忧重新抬升，美国十年期国债收益率上周下行后本周总体上行22个BP，对全球风险资产的定价产生了压力。从CME公布的加息预期看，市场虽然仍然认为6月、7月各加息50个BP是大概率事件，但6月3日与5月27日相比，市场对7月加息75个BP的概率和对9月在6、7月各加息50个BP后，再次加息50个BP的概率均有所提升。

### (2) 国内货币市场流动性充裕，中美利差倒挂程度加深

本周一至周四四个交易日（5月30日至6月2日），央行公开市场操作继续保持稳健，每日到期100亿元7D逆回购的情况下，保持投放7D逆回购100亿元，利率保持2.1%，全周公开市场操作净投放为0。货币市场利率方面，截止6月2日，DR007和SHIBOR1W分别为1.63%和1.67%，较5月27日分别下行9个BP和10个BP，货币市场利率依然明显低于逆回购招标利率的2.1%，市场流动性较为充裕。

5月30日至6月2日，人民币兑美元和欧元均升值：6月2日与5月27日相比，人民币兑美元和欧元分别升值0.44%和0.19%。本周，我国10年期国债收益率略微上行，反映随着PMI等数据的好转和各项稳增长政策密集出台，市场对经济信心有所恢复，但美国十年期国债收益率因美国就业数据的强劲而跳涨，使得中美长端收益率依然倒挂，外部流动性继续对国内宽松形成制约。

### (3) 5月PMI数据：疫情冲击减缓，制造业景气度有所改善

5月官方制造业PMI录得49.6%，较上月+2.2PCTS，虽有改善，但仍然位于荣枯线之下。季节性上看，今年5月制造业PMI为有记录以来5月次低，但较4月的变化明显高于历年均值，表明5月制造业景气度虽然仍处于收缩区间，但下滑的趋势得到明显遏制。结构上看，在PMI供应商配送时间指数带动PMI下行，令PMI指标存在一定的“虚减”的情况下，5月PMI新订单指数和生产指数是本月官方制造业PMI上行的主要支撑项。5

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

月，随着全国范围内疫情的逐渐好转，制造业需求和生产均有改善，PMI 新订单指数和生产指数均较 4 月明显回升。历史同期数据看：今年 5 月 PMI 新订单指数和生产指数均为历年 5 月最低，但较上月改善的程度也远超历史均值，表明疫情在 5 月对制造业需求和生产仍有冲击，但随着疫情减缓和一系列保制造业需求和生产的政策效果显现，5 月制造业需求和生产受冲击程度均较 4 月改善。5 月制造业需求和生产的边际改善，很大程度上得益于更加灵活精准的防控政策之下，物流堵点的持续打通。统计局调查结果显，5 月份反映物流运输不畅的企业比重较上月下降 8.0 个百分点。

5 月服务业 PMI 明显回升，显示疫情冲击有所减弱，业务活动预期指数为 55.2%，高于上月 2.2 个百分点，服务业信心有所增强。5 月建筑业 PMI 录得 52.2%，仍然处在扩张区间，基建的靠前发力、加速发力对建筑业景气度有较强的支撑作用。

总体上看，5 月疫情影响减退，物流恢复，制造业产需同步回升，景气度下滑趋势得到明显遏制，但仍需时间重回扩张区间。此外，疫情的影响消退之下，5 月服务业信心有所恢复，建筑业仍然处在扩张区间。

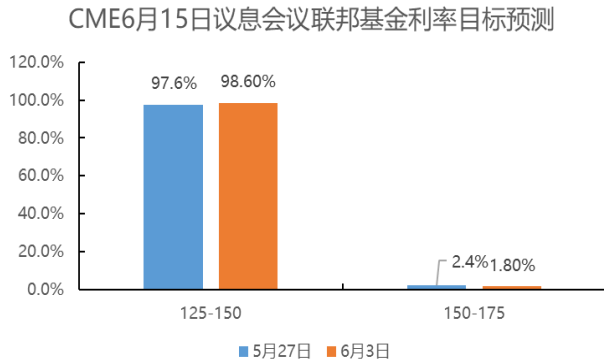
#### **(4) 后续判断：疫情影响将逐渐消退，但经济隐忧仍在，政策呵护至关重要**

5 月，疫情较 4 月出现缓解。从 18 大城市居民出行数据看，已较 4 月有所恢复。疫情最严重的上海，已在 6 月初开始恢复正常的地铁运行，只是客流量只有去年同期的大约五分之一。5 月 PMI 数据也反映 5 月制造业虽然未回到扩张区间，但已经止住了下滑趋势。目前的基本情况是，疫情对经济的扰动预计在 6 月将大幅减弱，但是因 4、5 月疫情而受到巨大影响的经济，尤其是消费需要一段时间才能恢复。此外，即使排除疫情扰动，经济本身也有若干隐忧：如房地产投资方面，5 月房地产销售情况虽然下滑幅度逐周降低，但仍然较去年同比降 40% 以上。房企买地在 5 月份从第一周到第四周同比下滑幅度持续加深，反映了房地产公司投资扩张意愿仍然不高。出口方面，在今年发达国家货币政策收紧叠加发展中国家复工复产的背景下，我国将难以维持前两年的高出口增速。消费方面，经济停滞造成失业率提升，居民现实收入与未来收入预期受损，这对消费造成的负面影响在疫情消退后依然会持续一段时间，财政需要发力来助力居民资产负债表修复。

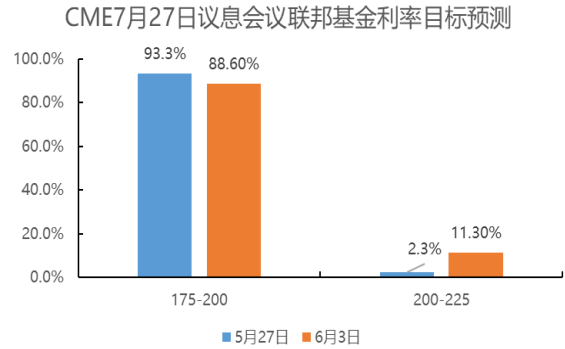
因此，在经济势能不强、隐忧仍在，且我国坚持努力完成全年经济增长目标的情况下，政策呵护的重要性得到凸显。本周，政策继续密集出台。5 月 31 日，国务院公布扎实稳住经济一揽子政策措施，涉及财政政策、货币金融政策、稳投资促消费等政策、保粮食能源安全政策、保产业链供应链稳定政策、保基本民生政策，包含六方面共 33 项具体措施，进一步彰显政府稳经济的决心和力度。同日，国家发展改革委、工业和信息化部、人力资源和社会保障部、交通运输部、商务部相关负责人在发布会上密集发声，释放稳经济决心。6 月 1 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效，让市场主体和人民群众应知尽知、应享尽享；安排进一步加大困难群众救助帮扶力度，兜牢基本民生底线。预计 6 月我国经济较 5 月进一步恢复，后续如政策稳增长效果不佳，或有更加强力的政策出台。

目前在疫情持续缓和的前提假设下，虽然后续经济回升的斜率仍存不确定性，但经济底部已经基本探明。5 月主要经济数据预计仍处低位，6 月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段，6 月经济数据将

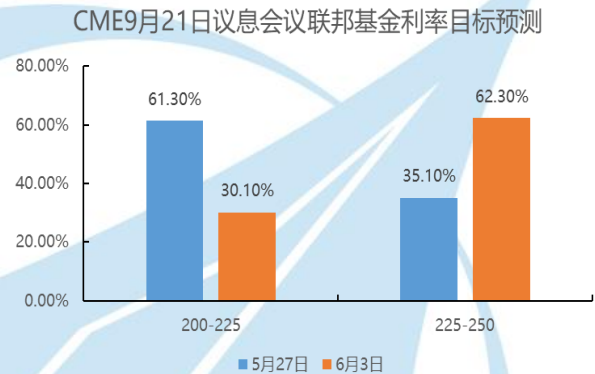
十分关键。我们认为现阶段押注宽信用和经济复苏的胜率更高，近期债市陷于流动性宽松形成的实际支撑与经济回升形成的潜在压力之间，10年期国债收益率呈现震荡走势，而流动性宽松和经济复苏对股市都构成利好，因而股市表现较佳。未来预期宽信用与经济复苏能够逐步推进，方向上维持股优于债的判断。

**图表 1：市场预测美联储 6 月大概率加息 50BP**


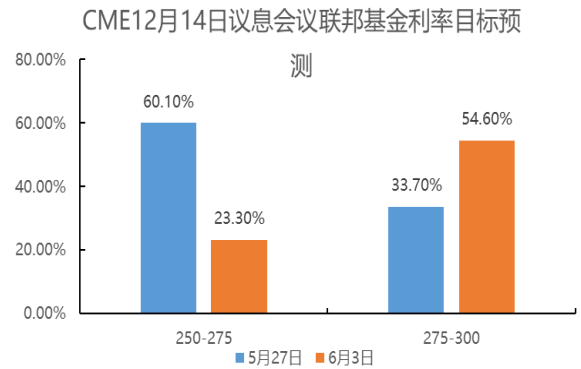
资料来源：CME，中航证券研究所

**图表 2：市场预测美联储 7 月大概率加息 50BP**


资料来源：CME，中航证券研究所

**图表 3：市场预测美联储 9 月目标利率**


资料来源：CME，中航证券研究所

**图表 4：市场预测美联储 12 月目标利率**


资料来源：CME，中航证券研究所

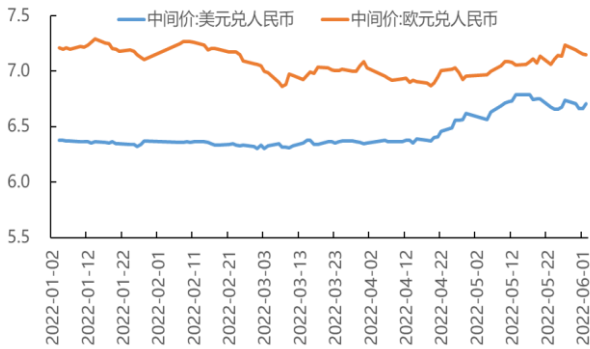
**图表 5：美债收益率走势 (%)**


资料来源：wind，中航证券研究所

**图表 6：美元走势**

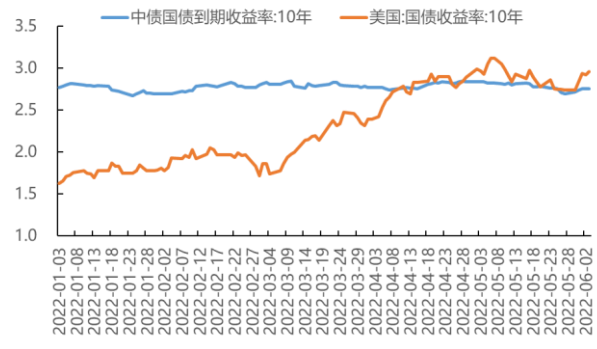

资料来源：wind，中航证券研究所

图表 7: 人民币汇率走势



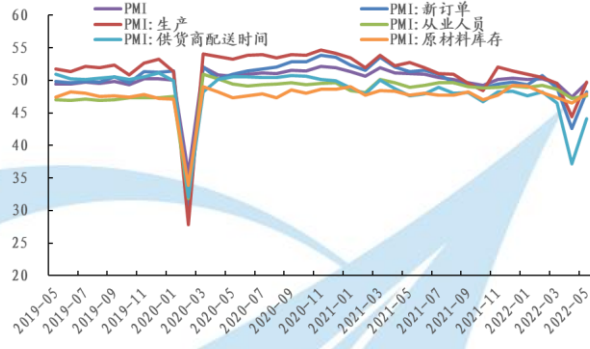
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 中美利差倒挂程度加深 (%)



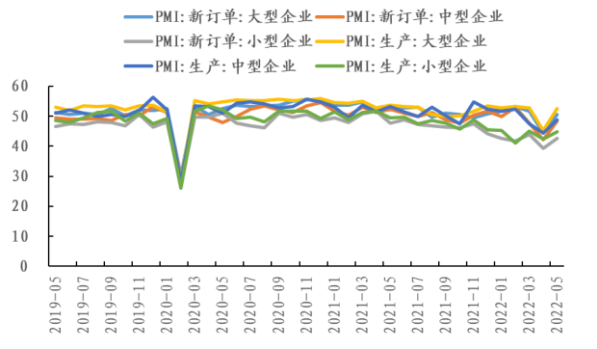
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 制造业 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



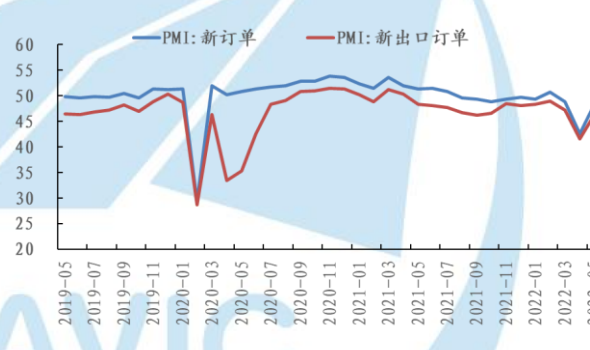
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 不同规模制造业企业新订单和生产指数走势 (%)



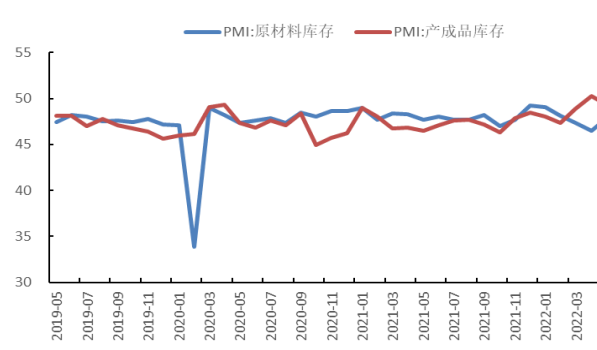
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 制造业内外需同时改善 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 制造业原材料库存和产成品库存走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: 18 大城市今年较去年同期地铁客流量变化

	下滑幅度较上期加深城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
5月下旬	10	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	2	-41.0%	-77.2%	-	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	14	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	6	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	5	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	17	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	9	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	17	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬		-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
5月	5	-41.5%	-77.9%	-97.8%	-9.3%	-6.9%	-21.8%	-5.8%	-16.3%	-28.9%	-59.1%	-12.1%	-17.0%	-22.0%	-26.1%	-8.3%	-28.9%	-24.7%	16.2%	-3.6%
4月	16	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-39.7%	-18.1%	-42.9%	-31.9%	-35.6%	-69.4%	-53.2%	-11.0%	-18.3%	-23.1%	-26.1%	-16.7%	-37.1%	-25.5%	4.2%	-41.7%
3月		-28.2%	-10.3%	-75.3%	-23.5%	-8.5%	-51.1%	-14.6%	-37.9%	-44.4%	-34.8%	-16.8%	-53.1%	-40.4%	-42.8%	-19.6%	-58.2%	-9.7%	0.8%	-15.6%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 红色代表负值, 绿色代表正值)



图表 14: 今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积(万平方米)		100大中城市供应土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地面积(万平方米)		100大中城市成交土地溢价率(%)	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
5月第四周	232.2	412.3	2,508.73	2,944.72	852.0	2319.8	3.15	14.80
5月第三周	221.8	425.3	2,059.66	2,586.18	1395.3	2332.5	2.25	19.71
5月第二周	217.5	457.1	1,914.89	1,870.36	1372.6	2066.6	2.65	14.53
5月第一周	129.2	307.2	1,067.88	1,434.01	1019.4	1430.5	1.16	20.07
4月第四周	221.6	458.8	2,893.93	4,231.06	1924.7	3406.3	6.54	21.17
4月第三周	214.7	419.7	1,776.91	2,465.30	1832.8	1805.9	4.11	27.78
4月第二周	181.5	410.1	1,749.10	2,169.17	1466.9	1465.8	2.73	28.62
4月第一周	152.0	367.6	966.02	3,242.17	808.2	1470.3	2.23	29.55
3月第五周	255.6	427.1	2,483.47	3,274.60	2005.3	1814.2	3.04	23.06
3月第四周	233.0	415.4	2,561.30	1,905.61	1305.5	1447.9	5.04	18.34
3月第三周	184.4	425.0	1,391.23	1,787.39	992.8	1433.4	4.32	16.40
3月第二周	203.3	377.9	2,414.81	1,905.13	1211.5	2676.8	5.12	20.11
3月第一周	238.0	412.8	1,903.04	1,974.48	1737.6	2742.7	4.82	14.02
5月合计	800.7	1601.9	7551.2	8835.3	4639.3	8149.4	—	—
4月合计	769.8	1656.2	7386.0	12107.7	6032.5	8148.3	—	—
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7252.6	10115.0	—	—
5月第四周同比	-43.7%		-14.8%		-63.3%		-78.7%	
5月第三周同比	-47.9%		-20.4%		-40.2%		-88.6%	
5月第二周同比	-52.4%		2.4%		-33.6%		-81.8%	
5月第一周同比	-58.0%		-25.5%		-28.7%		-94.2%	
今年5月同比	-50.0%		-14.5%		-43.1%		—	
今年4月同比	-53.5%		-39.0%		-26.0%		—	
今年3月同比	-45.9%		-0.9%		-28.3%		—	

资料来源: wind, 中航证券研究所(注:黄色代表今年较去年少,绿色代表去年比今年少,商品房成交每周取值为周日到周六,土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

风险提示: 疫情变化超预期, 经济基本面变化超预期, 货币政策变化超预期

AVIC

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

符畅（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），经济学硕士，中航证券宏观分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。