

5月宏观数据渐次亮相，我国疫后修复的经济状态逐步显露出来。

目前5月国内宏观经济指标已经公布了4个（PMI、出口、社融和通胀），加上5月美国通胀数据，我们能够大致描绘出5月宏观经济轮廓。立足海外需求、国内经济以及政策调控三个角度，我们能够更好把握当前宏观经济运行状态。

➤ 当前海外需求以及全球汽车链表现极强。

5月出口强力反弹，同比增速快速修复，从4月的4%提升至5月的17%。

值得一提的是，5月汽车及其零部件、集成电路相关出口表现极强，同比增速明显高于一季度。

5月美国通胀超预期。相较4月，5月美国通胀环比变化较大分项是原油和二手车，二者价格强势反弹。

美国汽车价格环比上升较快，固然有供应链问题，但我们不能忽略美国汽车需求韧性。截止今年一季度，美国机动车与零部件零售库销比为1.32%，仍处于绝对低位，反映美国汽车库存相对于需求仍严重不足。

➤ 国内稳增长政策仍按前期框架延续。

5月社融增速反弹，本月社融放量主要依靠政府债券和表内票据。故而5月社融结构描述当前的融资状况依然是，政府积极表内加杠杆（政府债券融资扩张），金融供给条件放开（表内票据放量）。

此外居民信贷及企业中长贷较4月边际改善，意味着疫情最紧张时期过去，地产销售和基建融资也逐步走出至暗时刻。5月M2增速高于社融，背后故事还是与4月相同，增值税留抵退税抬高M2读数。

通过5月社融数据，我们能够清晰把握稳增长政策框架：政府加杠杆、放开融资供给、地产政策宽松、减税降费纾解中下游企业压力、加大基建投融资。

➤ 相较强劲外需，疫后内需修复相对迟缓。

5月出口以及美国通胀数据同步印证海外需求较强。相较强劲的海外需求，5月尚处疫后经济初步修复，国内经济修复节奏偏慢。

首先是5月供给约束仍然存在。

压制4月经济的直接因素在于供应链约束。5月供应链约束较4月有所缓解，然而高频数据所捕捉的各行业复工复产速度整体弱于疫情之前。例如货运物流水平，全国百城拥堵延时指数。

当前生产和就业修复仍相对迟缓。

5月核心通胀偏低，主因5月房租价格同比转负。2011年以来，房租价格同比转负极其少见。而房租与就业相关性极强，这意味着5月国内经济仍面临一定就业压力。可做同步印证的是5月PMI，从业人员分项指数依旧疲软，与5月核心通胀表现完全一致。

➤ 疫后经济修复的四点宏观启示。综合已发布的5月宏观指标，我们可以基本描绘疫后经济大致面貌。具体有四点启示。

启示之一，当前经济状态是外需强于内需。不能将5月经济修复判断为全面强力修复，高频数据显示供应链约束、复工达产情况较疫情之前仍有差距。我们认为短期内复工复产进展仍需推进一段时间。**启示之二，当前经济修复存在明显的产业梯次。**我们曾经给出疫后经济修复的五大产业梯次。其中修复最快、弹性最大的是汽车、计算机通讯等电子设备制造业。近期数据验证我们前期对产业修复梯次的判断。**启示之三，当前处于稳增长政策效果观察期。**4月疫情约束之下，稳增长政策无法体现效果。疫情退去之后，前期系列政策才会逐步显现出效果。预计6月是重要的政策观察窗口期。**启示之四，不轻言美债利率见顶或海外加息节奏放缓。**5月美国CPI读数显示，不仅核心通胀“见顶”速度慢于预期，美国名义通胀同样难言“见顶”。5月美国通胀读数基本奠定未来三次会议至少每次加息50BP的基调。我们认为美联储在6、7、9月三次会议或分别加息50BP。假如未来通胀增速继续超预期，7月和9月议息会议上，加息75BP恐仍为潜在选项。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；美国通胀超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谢文迪

执业证书：S0100120080003

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 复工复产的产业梯次
2. 出口反弹幅度异乎寻常
3. 美联储缩表的“马奇诺防线”
4. 冗余流动性：美联储缩表的理论缓冲垫

目 录

1 海外需求及全球汽车产业链表现强韧	3
2 国内稳增长政策框架近期仍在延续	4
3 相较强劲外需，疫后内需修复迟缓	6
4 疫后经济修复的四点启示	7
风险提示	9
插图目录	10

1 海外需求及全球汽车产业链表现强韧

本月最引人注目的莫过于出口。5月出口同比接近17%，高于疫情之前的一季度出口同比（15.8%）。同样超市场预期的还有美国通胀数据。

结合美国通胀以及中国出口数据，我们惊讶发现目前全球汽车产业链景气度较高。

5月出口强势反弹，国内层面因素有三，港口运力转移、制造业库存消耗、集成电路等出口商品涨价。这一点，我们在之前报告《出口反弹异乎寻常》有过详细探讨。5月出口强势回弹，海外需求超预期韧性同样不可忽视。

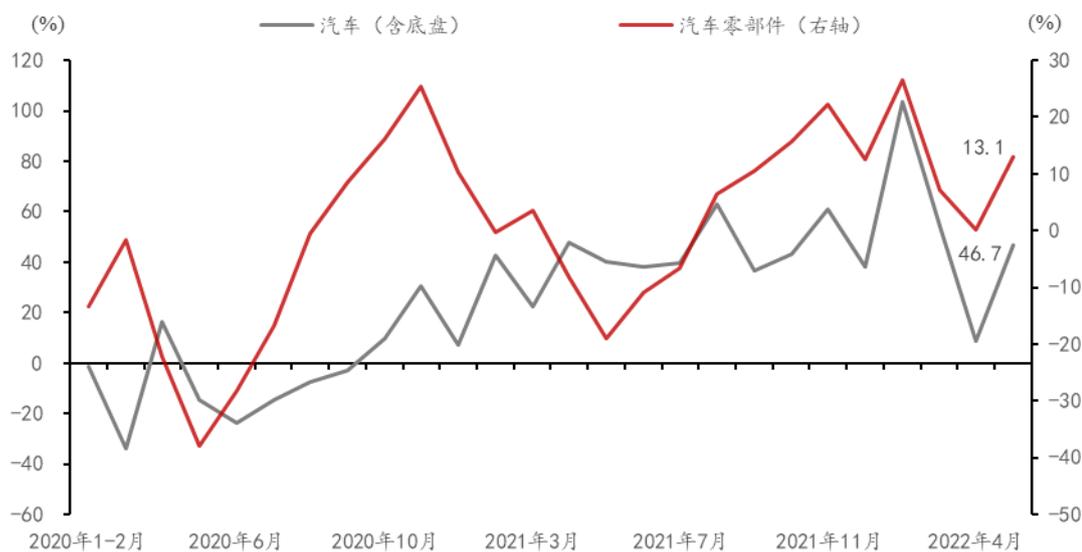
5月韩国和越南出口均较强，印证5月全球经贸热度高，全球出口景气高涨。美国作为本轮全球经济的总龙头，美国需求强韧，基本意味着海外经济动能强劲。5月美国CPI和核心CPI同比均超市场之前预期，印证当前全球需求动能体现出超乎寻常的韧性。

5月中国出口，汽车链出口表现超预期强势。

5月中国出口面临显性结构特征，居家链商品出口走弱，出行链商品出口走强，生产所需的中间品出口走强。居家链商品主要包括消费电子、家具家电等耐用品；出行链商品的代表是汽车、服装等；中间品具有代表性的产品是集成电路和汽车零部件。

值得一提的是集成电路和汽车零部件，5月出口同比分别达到17.6%和13.1%，读数上明显超过今年一季度。可见当前汽车产业链相关出口动能之强。

图1：5月汽车及其零部件出口显著走强



资料来源：Wind，民生证券研究院

再来看5月美国通胀超预期，主要与食品、能源、汽车价格和租金有关。相较4月，5月美国通胀环比变化较大分项是原油和二手车，二者价格强势反弹。

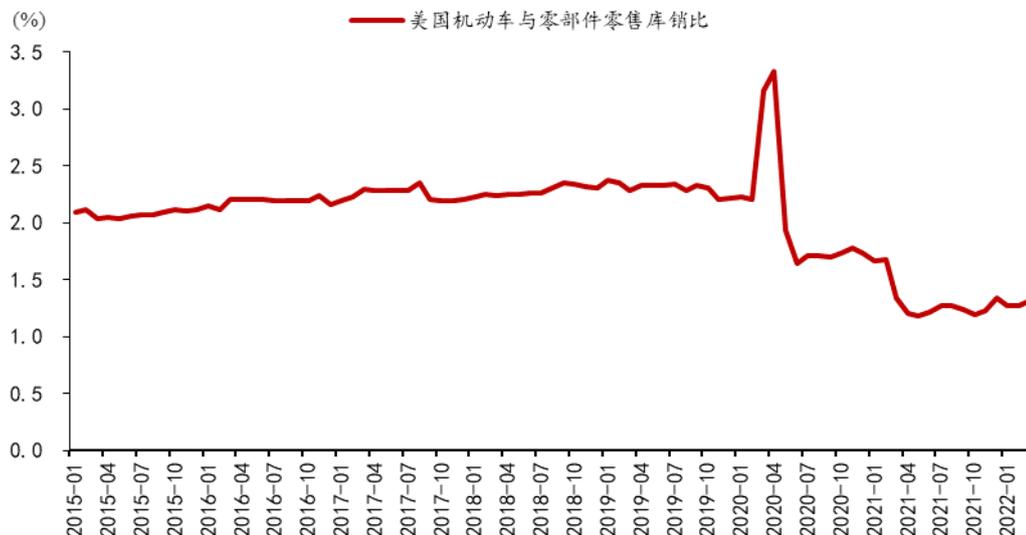
汽车通胀5月显著反弹，反映当下美国汽车需求动能极强。

2022年5月，美国CPI新车分项环比录得1.0%，已经两个月维持较高增速（4月为1.1%）。美国汽车价格环比上升较快。这背后固然有供应链问题，但我们不能忽略美国需求

的韧性。

截至 2022 年 3 月，美国机动车与零部件零售库销比为 1.32%，仍处于绝对低位。这反映美国汽车库存相对于需求仍严重不足。

图 2：美国汽车零售库销比处于绝对低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 国内稳增长政策框架近期仍在延续

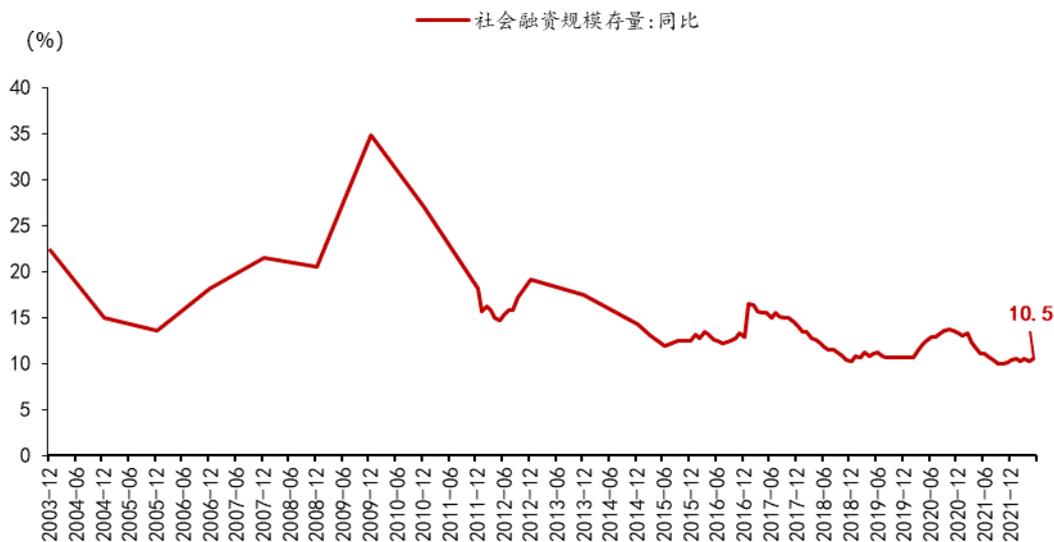
透过社融数据，我们能够把握当前稳增长政策意图和效果。

4 月社融同比从 3 月的 10.5% 快速下降至 10.2%，5 月再度恢复至 10.5%。5 月社融放量主要依靠政府债券和表内票据，两者分别当月净融资 1.1 万亿和 7129 亿元，同比多增约 4000 亿元和 5000 亿元。

5 月社融结构描述当前的融资状况依然是，政府积极表内加杠杆（政府债券融资扩张），金融供给条件放开（表内票据放量）。

政府加杠杆，融资供给放开，这两点融资供求特征，一直贯穿于年初以来的社融表现之中。

图 3：5 月社融同比快速反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

5 月 M2 同比 11%，较前值（10.5%）继续快速走高。本月社融同比 10.5%，M2 增速依然快于社融，还是既有原因——增值税留抵退税抬高 M2。

4 月退税额度 8015 亿元，5 月退税额度 5385 亿元，连续两个月增值税退税月度额度超过 5000 亿元。增值税留底退税还剩约 3000 亿元，将于今年 6-7 月份完成。过去两个月 M2 增速快于社融，随着增值税留抵退税额度缩减，社融和 M2 增速缺口或有收敛。

5 月相较 4 月改善的融资板块是居民信贷和企业中长贷。虽然 5 月居民信贷和企业中长贷仍处历史偏弱水平，但相较 4 月状况——居民中长贷融资-313 亿元，企业中长期贷款同比月-60%，当下居民和企业部门融资明显改观。这表明，疫情最紧张时期过去，地产销售和基建融资也逐步走出至暗时刻。

通过 5 月社融数据，我们能够清晰把握稳增长政策框架：政府加杠杆、放开融资供给、地产政策宽松、减税降费纾解中下游企业压力、加大基建投融资。

图 4：今年已披露的减税降费信息

时间	留抵退税进程	留抵退税对象	留抵退税规模
截至2022年4月15日	4月1日到4月15日已有 4202亿元 留抵退税款退到52.7万户纳税人的账户。	小微企业51万户，占比96.8%；大中型企业1.7万户，占比3.2%。	4202亿元
截至2022年4月30日	4月1日到4月30日已有 8015亿元 增值税留抵退税款退到纳税人账户上，再加上一季度继续实施的此前出台的留抵退税老政策退税1233亿元。	小微企业139.5万户，占比96.1%，“制造业”等六个受益行业52.2万户（8015亿元）	8015亿元
截至2022年5月10日	4月1日到5月10日已有 9138亿元 留抵退税款退至纳税人账户，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策退税1233亿元。	中小微企业户数占比99.3%，退税金额占比72.7%（9138亿元）	9138亿元
截至2022年5月16日	4月1日至5月16日，共有 9796亿元 留抵退税款退到企业账户，再加上一季度继续实施此前已经出台的增值税留抵退税老政策1233亿元。	/	9796亿元
截至2022年5月31日	今年4月1日至5月31日，已退还留抵税额约1.34万亿元。	/	1.34万亿元

资料来源：财政部，民生证券研究院整理

3 相较强劲外需，疫后内需修复迟缓

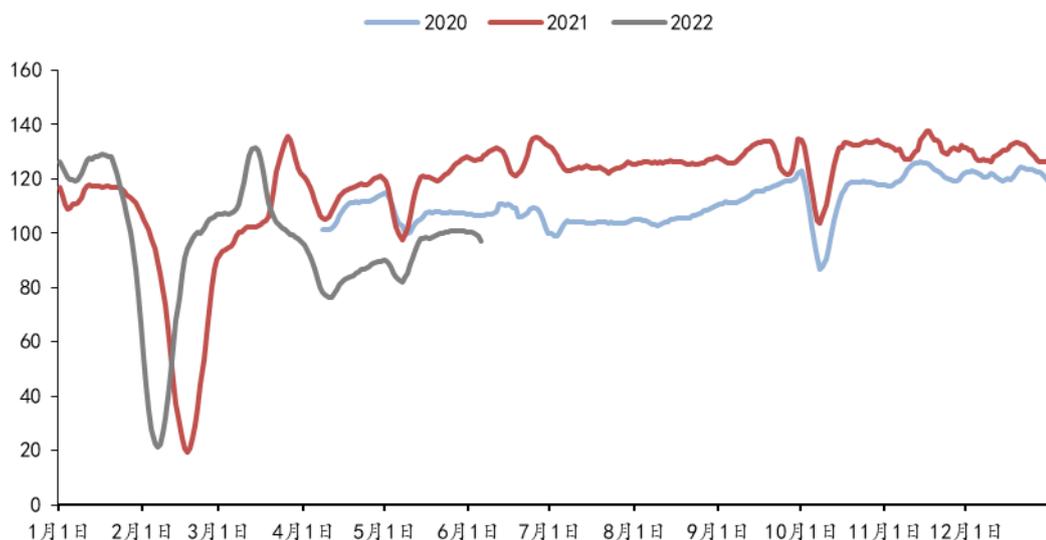
5月出口以及美国通胀数据同步印证海外需求较强。相较强劲的海外需求，5月尚处疫后经济初步修复，国内经济修复节奏偏慢。

其一，5月供给约束仍然存在。

高频数据所捕捉的各行业复工复产速度整体弱于疫情之前。例如货运物流水平还低于疫情之前。疫情期间，全国整车货运物流周（7dma）有明显下降，4月中上旬降至最低点（同比-30%左右），之后逐步回升，但较过去两年仍处于较低水平（同比-20%左右）。

3月以来，全国百城拥堵延时指数开始出现下降，于3月中下旬降至最低点，从6%（主要受春节错位影响）降至-10%左右，之后在波动中逐步上升，目前已恢复至正常水平（同比0%左右）。各线城市恢复存在差异，恢复程度目前三四线城市>二线城市>中心城市。

图5：全国整车货运物流（7日移动平均）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

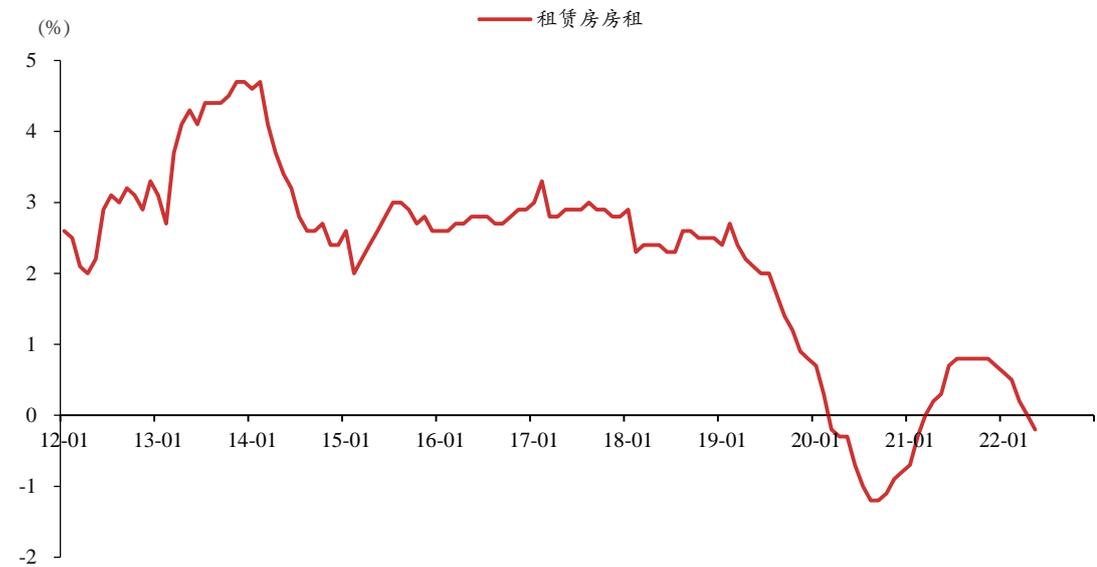
其二，当前生产和就业修复仍相对迟缓。

5月核心CPI持平于前值。最引人关注的分项是房租价格同比转负。

住房租赁价格关系核心通胀走势，也与就业关系紧密。5月全国住房租赁价格同比转负。2011年以来，房租价格同比转负并不多见，仅在疫后2020年3月以及2021年2月这两段时期出现过。这意味着5月国内经济仍面临一定就业压力。

5月PMI从业人员指数依旧疲软，虽然环比改善，但幅度不大（只0.4个点），与5月核心通胀表现完全一致。

图 6：5 月全国住房租赁价格同比转负



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 疫后经济修复的四点启示

综合已发布的 5 月宏观指标，我们可以基本描绘疫后经济大致面貌。具体有四点启示。

启示之一，当前经济状态是外需强于内需。

5 月 PMI 显示当前库存消耗快于新增生产，生产经营修复快于实际就业。5 月核心通胀及房租表现，同步印证当前实际有效生产仍弱于疫情之前。

不能将 5 月经济修复判断为全面强力修复，高频数据显示供应链约束、复工达产情况仍具疫情前有一段距离。预期短期内复工复产进展仍需推进一段时间。

启示之二，当前经济修复存在明显的产业梯次。

我们曾经给出疫后经济修复的五大产业梯次（详见《复工复产的产业梯次》）。其中修复最快、弹性最大的是汽车、计算机通讯等；修复最慢、幅度最小的是纺织业、造纸等。

5 月出口数据中汽车及零部件、集成电路等板块表现最为强劲，5 月美国通胀数据同样显示汽车消费韧性极强，5 月国内通胀显示计算机、通讯及其他电子设备 PPI 环比读数创 2013 年以来新高。均印证我们对于疫后修复的产业梯次判断。

启示之三，当前处于稳增长政策效果观察期。

开年以来，因城施策地产政策放开。本轮华东疫情爆发之后，政策在减税降费、票据融资方面加大放开力度。

4 月处在疫情约束之下，稳增长政策尚不能见到效果。疫情退去之后，经济逐步实现复工复产，偏强的海外需求让国内经济修复更为稳健。也是在疫情退去之后，前期系列政策才会逐步显现出效果。预计 6 月是重要的政策观察窗口期。

启示之四，不轻言美债利率见顶或海外加息节奏放缓。

5 月美国 CPI 读数显示，不仅核心通胀“见顶”速度慢于预期，美国名义通胀同样难言“见

顶”。5月美国通胀读数基本奠定未来三次会议至少每次加息50BP的基调。

此前市场一度认为从9月会议开始，美联储将把单次加息规模下调至25BP。在美国强劲的通胀推动下，市场不得不调高对美联储的加息预期。这验证了我们有关美联储在6、7、9月三次会议分别加息50BP的判断。

假如未来通胀增速继续超预期，7月和9月议息会议上，加息75BP恐仍为潜在选项。

风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**若本轮疫情影响超出预期，本文测算或有高估。
- 2) **经济趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。
- 3) **美国通胀超预期。**若美国通胀力度超出预期，美联储加息力度可能超出预期。

插图目录

图 1：5 月汽车及其零部件出口显著走强	3
图 2：美国汽车零售库销比处于绝对低位	4
图 3：5 月社融同比快速反弹	5
图 4：今年已披露的减税降费信息	5
图 5：全国整车货运物流（7 日移动平均）	6
图 6：5 月全国住房租赁价格同比转负	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001