

## 宏观点评 20220615

### 被低估的 5 月经济回升：U 还是 V？

2022 年 06 月 15 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaqx@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dzwzq.com.cn

#### 相关研究

《常态化核酸对二季度 GDP 增速的拉动有多大？》

2022-06-12

《美联储又踩了通胀的雷》

2022-06-11

《金融数据点评：M2、社融增速差创近 6 年新高，反映了什么？》

2022-06-10

■ 我们在两周前曾提醒二季度接下来的经济数据很可能持续超市场预期。从今天公布的 5 月增长数据来看，不论是工业、投资还是消费的回升均普遍好于市场预期。这种超市场预期回升背后的原因是什么？我们认为目前还主要体现在供给端的快速修复。然而，随着各地在疫情防控上更趋灵活，我们预计经济将迎来供给修复+需求回补的双重驱动，从而在 6 月实现 V 型反弹，二季度 GDP 也有望实现 2% 以上的增速。

■ 5 月经济供给端的快速修复源于两点：一是全国封控水平的显著下降（图 1）；二是地方稳经济主抓产业链供应链的稳定（图 2）。我们看到 6 月以来反映中国防疫封控程度的有效封锁指数加速下降，这无疑为地方政府在稳投资和促销费上创造了有利的外部条件；尤其是考虑到全国已有 28 个省级行政区将促消费作为稳经济的重要抓手，这也意味着 6 月经济在供需两端均有较大回补空间。

■ 物流约束改善，工业吹响“反攻”号角。工业生产的超市场预期转正（同比增速由 4 月的 -2.9% 至 5 月的 0.7%）背后主要的原因还是物流回暖、疫情导致的供给约束放松。从组成部分看，制造业同比转正是主要的边际变化，从行业看，由于上海等地加速复工复产，此前最大的拖累汽车制造业的同比跌幅显著收窄，除此之外在稳外贸政策的支持下，计算机等电子设备制造、化学原料及制品以及电气机械成为 5 月制造业回暖的重要。6 月，疫情蔓延基本得到控制，供给约束进一步，内需回暖叠加地方政府更加注重本地经济复苏，工业生产的反弹会加快，我们预计工业增加值同比增速将回到 4% 以上。

■ 地产企稳出现微弱信号。5 月地产投资同比跌幅小幅收窄至 7.80%，从组成部分来看，疫情冲击下地产施工继续恶化（尤其是竣工），地产投资边际好转的主要原因可能是土地购置的改善，5 月土地购置面积同比跌幅没有继续扩大。从高频数据，6 月初地产销售数据将继续回暖，不过由于端午节错位因素（2022 年在 6 月初，2021 年在 6 月中旬），虽然土地成交高频数据在 6 月上旬继续走弱，但我们认为可能不能真实反映 6 月全月的实际情况。对于地产，考虑到政策时滞和基数，第二季度地产支持政策加码下，地产销售已经开始企稳，不过地产依旧会“缺席”经济的 V 型反弹。

■ 汽车消费好转，社零降幅超市场预期收窄。5 月社零同比降 6.7%（彭博一致预期降 7.1%），其中，汽车作为消费领域各地财政刺激的主要发力点，同比增速跌幅收窄至 16.0%（4 月降 31.6%），拖累社零增速 4.5 个百分点（4 月拖累 9.3%）（图 8、表 1）；其他绝大部分产品同比增速降幅较 4 月收窄，烟酒产品零售额同比增速转正（图 9）；不过，餐饮消费仍受较大冲击，同比跌幅 21.1%（4 月跌 22.7%）

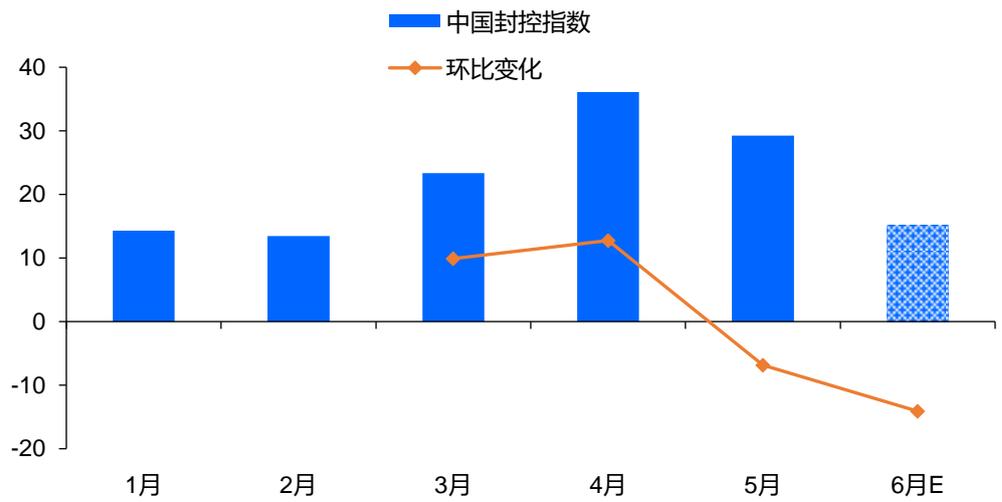
我们此前的报告参考香港地区疫情下消费的修复（图 10），测算在乐观情况下，6 月内地消费增速有望转正至 1.3%：一方面常态化核酸政策助力复工复产的推进；另一方面得益于各地促销费领域财政刺激，已有 18 个省市以消费券、补贴等形式促进汽车消费；美团数据也显示 2022 年前 4 个月，20 个省市先后发放总额超过 34 亿元的消费券。

■ 专项债的大规模发行将于 6 月收官，预计 6 月基础设施建设投资增速还将上升，但将在下半年有所回落。在专项债支持下 5 月基础设施建设投资增速同比增长 7.9%，不含电力为 7.2%。其中水利、公共设施建设、交运依然是资金的主要投向，道路运输投资增速仍在负区间，为主要拖累因素。资金来源方面，5 月新增专项债达 6300 余亿元，同时 PPP 项目投资额依然保持在 3000 亿元以上，在不考虑政府性基金支出、一般公共预算支出的情况下，两项规模已较 2021 年同期多增 3 千余亿元。

根据政策对专项债发行和使用的要求，预计 6 月还将有 1.6 万亿元的新增专项债规模，6 月基础设施投资增速还将有所上升。然而，由于专项债的靠前发力，我们预计下半年基建投资增速将有所滑落。

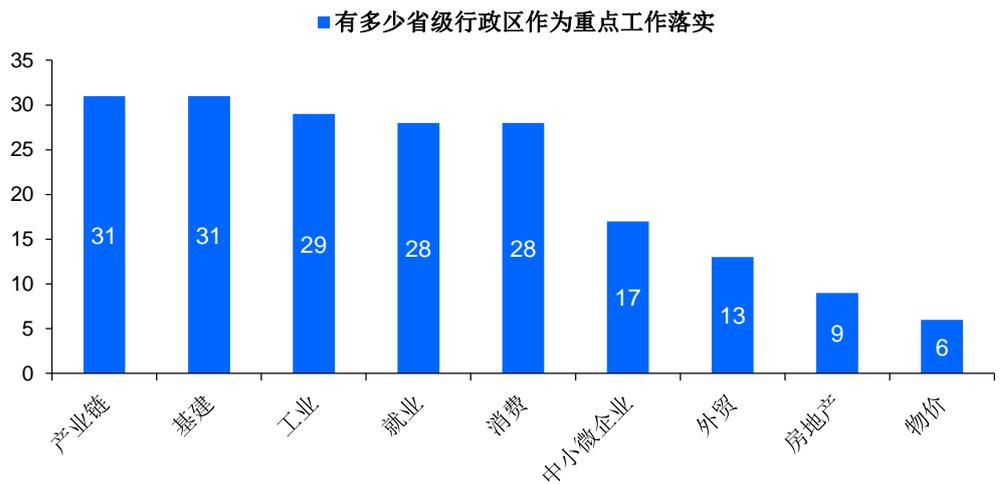
■ 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。

图1: 2022年5月中国的疫情封控程度显著下降, 6月以来在趋势上更是继续加快



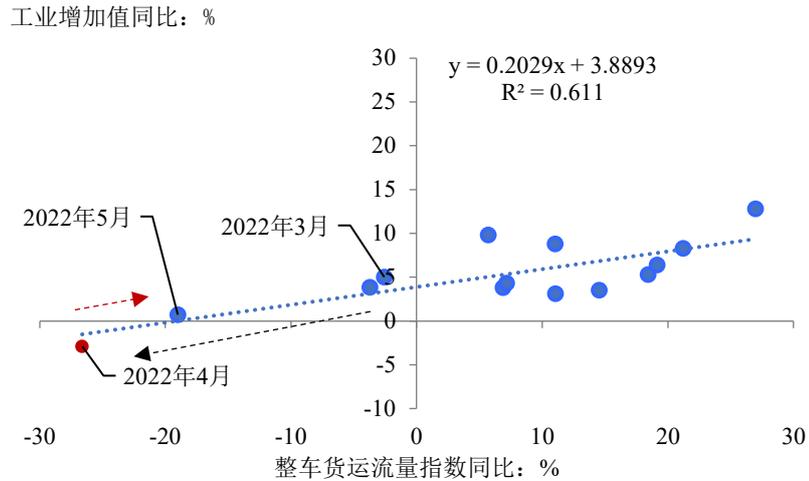
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 地方政府普遍以产业链和基建作为稳经济大盘的主要抓手



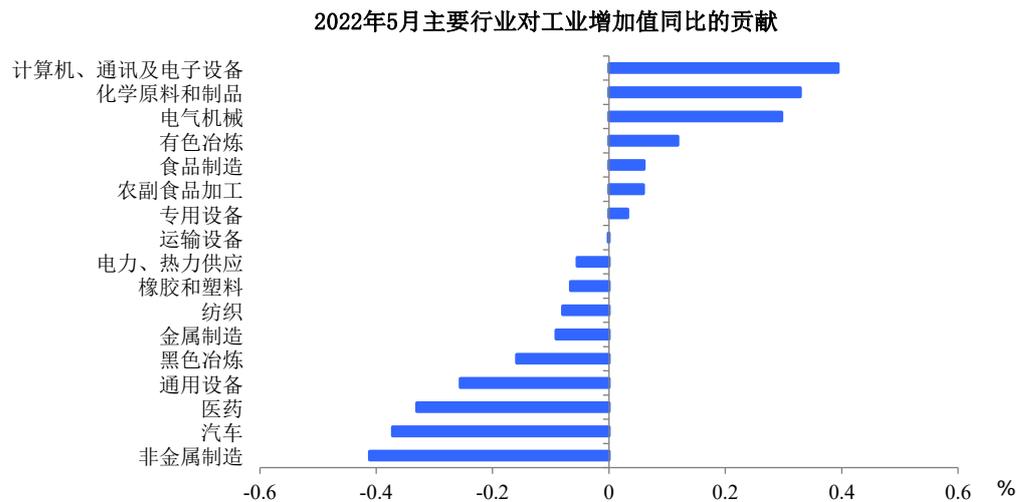
数据来源: 地方政府网站, 东吴证券研究所

图3: 物流复苏带来工业生产回暖



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年5月主要行业对工业增加值的贡献



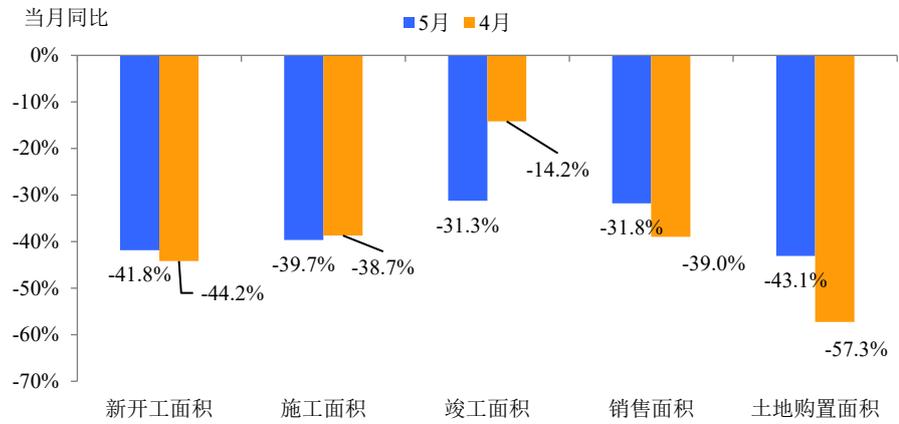
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 6月工业增速预测

	中高风险区域	其他涉疫区域	增速预测	原预测
GDP占比	8%	4%		
中性	-14%	-8%	4.3%	6.5%
悲观	-14%	-14%	4.0%	6.5%
乐观	-8%	-8%	4.8%	6.5%

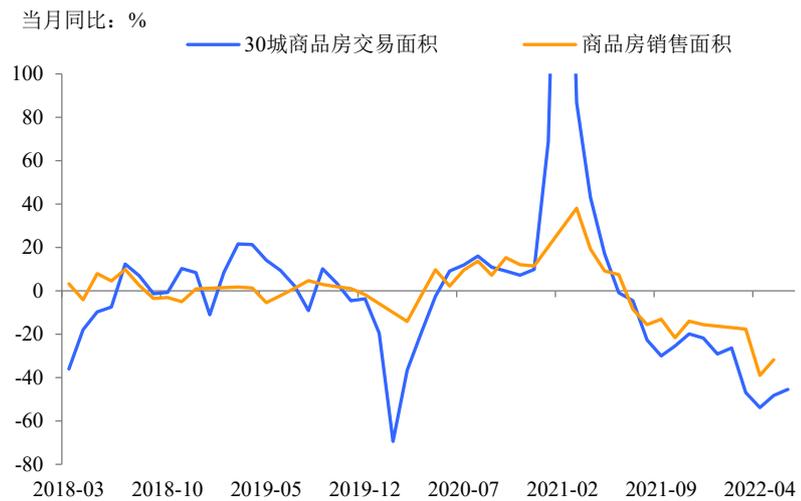
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图6: 2022年4月和5月地产相关面积数据



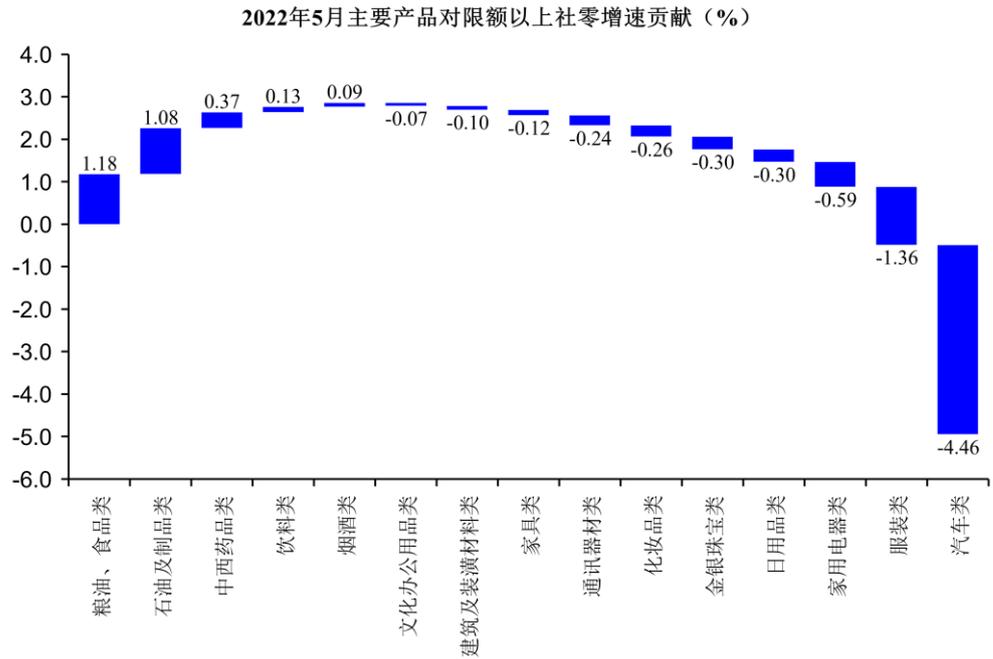
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 6月地产销售有望继续缓慢改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022年5月汽车、服装类产品为限额以上社零增速的最大拖累



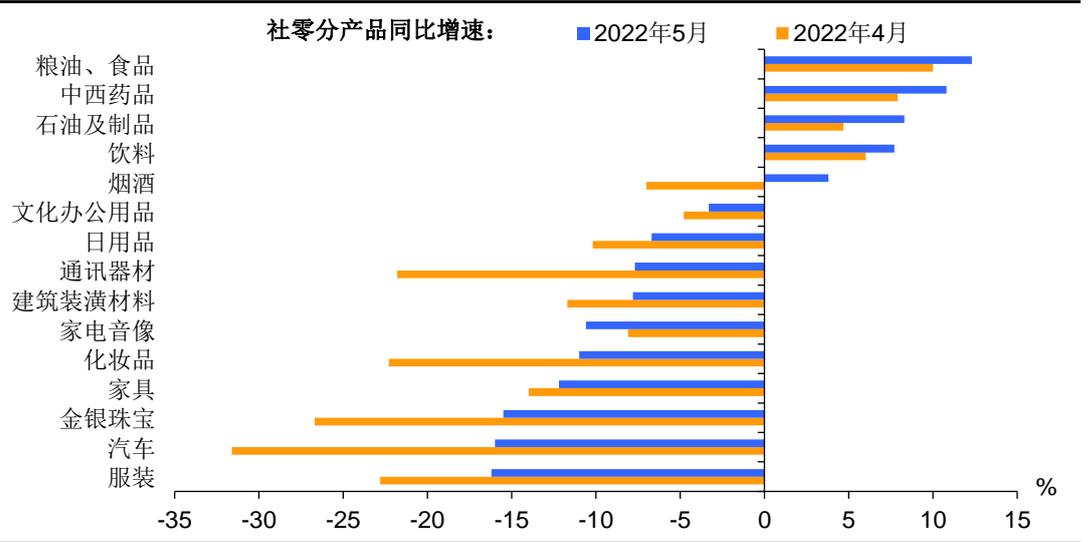
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 我国各地促消费政策节选

中央/地方	时间	政策
国常会	2022.05.23	促消费和有效投资: 阶段性减征部分乘用车购置税 <b>600亿元</b>
北京	2022.06.1-12.31	单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车, <b>减半征收车辆购置税</b>
深圳	2022.05.23-12.31	汽车消费补贴: 对购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者,给予 <b>最高不超过1万元/台</b> 的补贴。新增投放2万个普通小汽车增量指标,对购置新能源汽车的中签者,给予 <b>最高不超过2万元/台</b> 补贴 其他消费券: <b>3000万元数字人民币红包</b> , 覆盖线上线下消费场景
上海	2022.06.1-12.31	上海年内新增非营业性客车牌照额度4万个,按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税,对置换纯电动汽车的个人消费者给予 <b>一次性10000元</b> 补贴
成都	2022.06.1-6.30	数字人民币线上消费券将通过京东、唯品会、美团三个电商平台分三批次发放, 共计约141万份, 总额 <b>1.6亿元</b> , 涵盖零售、餐饮、文化、旅游等行业
郑州	2022.06.1-8.31	根据新能源车价格,分别 <b>补贴4000-8000元</b> 不等
海口	2022.05.3-6.30	汽车消费券: “以旧换新”前2000名车主,发放面值为3000元的汽车消费券券包;“直接购置”前4500名车主,发放面值为2000元的汽车消费券券包;“团购购置”前1000名车主,发放面值为5000元的汽车消费券券包
广东	2022.05.1-6.30	汽车补贴: 报废旧车,购买新能源汽车的补贴 <b>10000元/辆</b> ,转出旧车,购买新能源汽车的补贴 <b>8000元/辆</b> 。对个人消费者在省内购买以旧换新推广车型范围内的新能源汽车新车,给予 <b>8000元/辆</b> 补贴。该补贴与以旧换新专项行动补贴不重复享受
山东	2022.05.22-6.30	汽车补贴和消费券: 对在省内购置新能源乘用车(二手车除外)并上牌的个人消费者,根据车辆售价分别补贴 <b>3000-6000元</b> 。同时,以报废旧车购置新车(二手车除外)的消费者,每辆车发放的消费券金额增加 <b>1000元</b>
湖北	2022.06.1-12.31	汽车补贴: 报废旧车并购买新能源汽车的补贴 <b>8000元/辆</b> 、购买燃油汽车的补贴 <b>3000元/辆</b> ;转出旧车并购买新能源汽车的补贴 <b>5000元/辆</b> 购买燃油汽车的补贴 <b>2000元/辆</b>

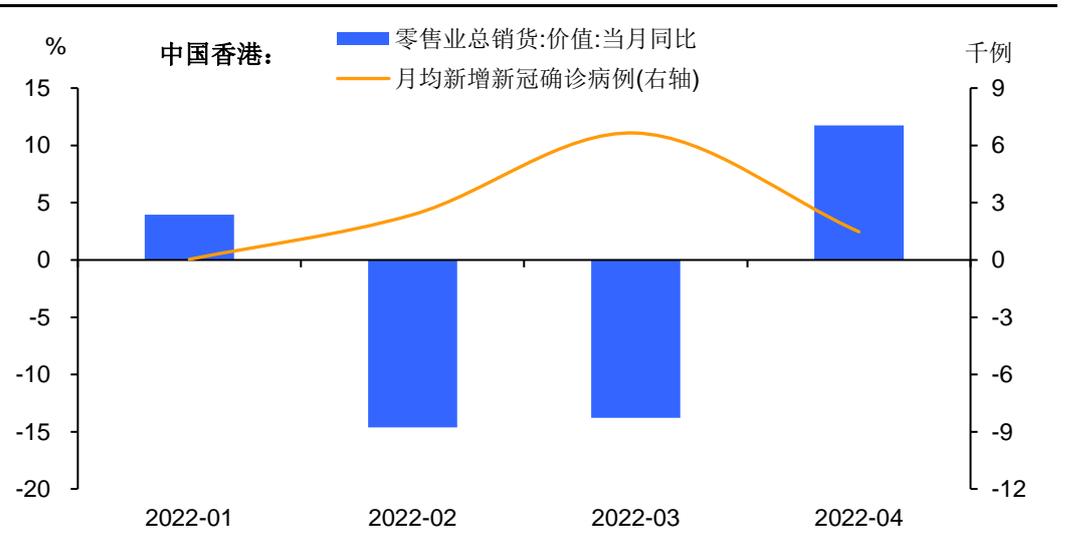
数据来源: 国际金融报, 证券时报, 新京报, 东吴证券研究所

图9：2022年5月，大部分产品跌幅较4月收窄



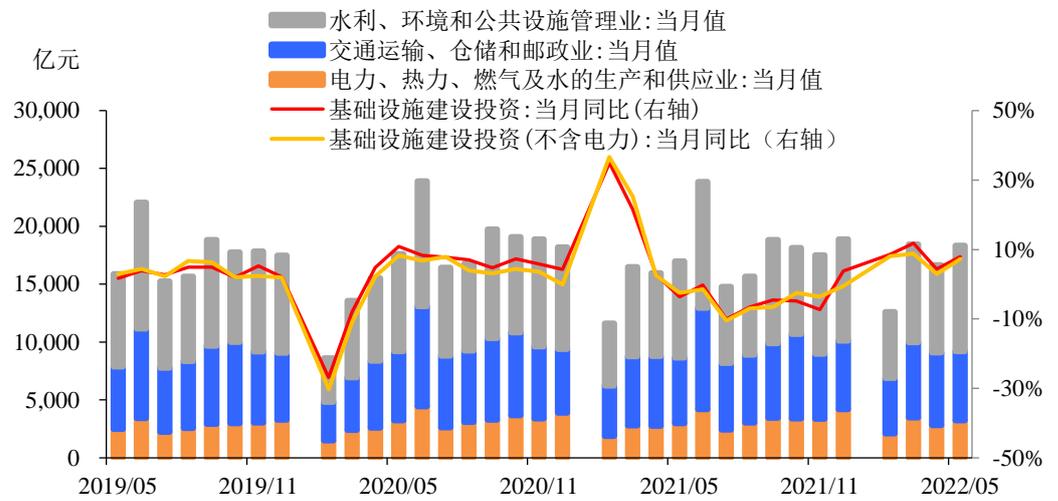
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：中国香港地区疫情在2022年2月初爆发，3月得到控制，4月消费实现了V型反弹



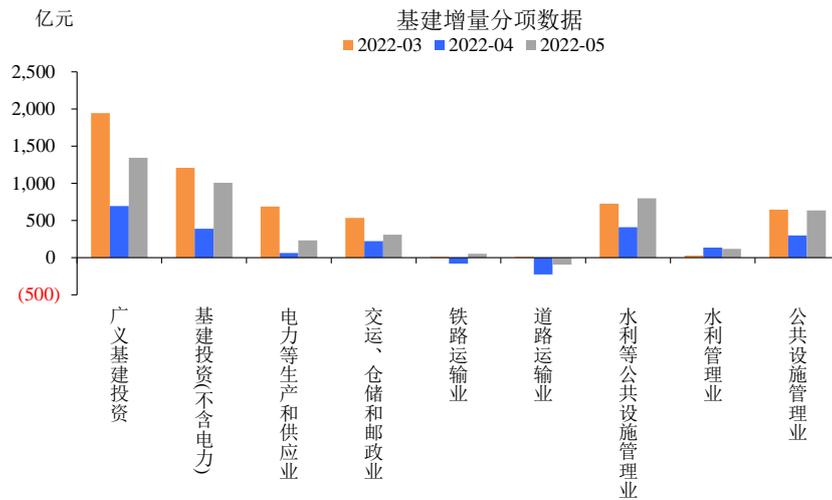
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 专项债支持5月基础设施建设投资增速回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 水利、公共设施建设、交运依然是基础设施建设投资的主要方向



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

