



宏观研究

【粤开宏观】5 月经济恢复超预期，但当前下行压力仍大

2022 年 06 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】疫情下的北上广深财政：凉热不同》2022-06-06

《【粤开宏观】全球粮食危机：表现、成因及影响》2022-06-07

《【粤开宏观】资产负债表不是不想奋斗，只是被现金流量表束缚了手脚》2022-06-12

《【粤开证券】当前土地市场形势及对财政的影响分析》2022-06-14

《【粤开宏观】从财税视角看广东：基于 21 城与 122 区县的分析》2022-06-15

摘要

一、“至暗时刻”已过，5 月经济恢复超预期

方向上，5 月经济数据较 4 月明显改善；幅度上，生产、消费、投资、出口、PMI、信贷社融等主要指标均好于市场预期。企业复工复产有序推进，工业、服务业均出现回升；需求回暖，消费、投资、出口“三架马车”均超预期改善；经济运行逐步恢复，就业状况出现好转；信贷社融放量明显，信贷需求边际修复。

5 月经济恢复超预期主要有三大原因：疫情好转、市场自救、政策发力。

第一，疫情形势整体好转，复工复产比例高于市场主观感知，产业链供应链逐步畅通、需求逐步释放。市场预期 5 月工业生产同比继续小幅负增长，但实际的经济开放程度要高于市场的主观感知，工业生产由负转正，消费、投资、出口均超市场预期。41 个大类行业中，33 个行业增速比上月回升，占 80.5%；31 个省（区、市）中，22 个地区工业增速回升，占 71%，其中上海和吉林工业生产降幅收窄幅度超过 30 个百分点。

第二，财政、货币、房地产政策持续发力刺激需求，交通运输部竭力打通供应链减轻供给约束，稳增长效果逐步显现。5 月政府债券同比多增 3881 亿元，财政存款同比少增 3665 亿元，反映财政进一步发力，1-5 月基建投资（不含电热燃水）同比增长 6.7%，比 1-4 月加快 0.2 个百分点。

第三，经济内生韧性较强，微观主体想方设法谋发展。餐馆在堂食关闭的情况下增加外卖服务；疫情封控背景下员工在工厂内闭环生产；上海货运、港口堵塞背景下，港口运力转移至宁波、深圳等其他港口。5 月宁波港和深圳港集装箱吞吐量同比分别增长 14.5%和 14.7%，高于沿海八大集装箱枢纽港口的 4.1%，且高于 3 月和 4 月增速。

二、当前经济下行压力仍大，稳增长政策持续呵护

虽然 5 月经济出现了积极变化，但主要指标增速还处于低位，且结构上并不均衡，恢复基础还需要进一步巩固。

1、企业生产仍受疫情严重限制。5 月工业生产同比增长 0.7%，但其中采矿业、制造业、电热燃水生产和供应业分别增长 7.0%、0.1%和 0.2%。

2、消费需求未出现有效反弹。5 月商品零售和餐饮收入增速分别为-5.0%和-21.1%，其中只有食品烟酒、药品、石油制品三类实现了正增长，分别因为必需品囤货需求、疫情防控需要、国际油价上升。

3、房地产销售、投资持续低迷。5 月商品房销售额和房地产投资当月同比分别为-37.7%和-7.8%，虽较 4 月降幅有所收窄，但仍处低位。相应地，5 月水泥产量同比下降 17.0%，家具零售同比下降 12.2%。



4、青年失业率仍在上升。5月16-24岁青年失业率高达18.4%，比上月继续上升0.2个百分点。今年我国大学毕业生达到1076万人，随着毕业季临近，未来就业压力将进一步加大。

5、居民和企业购房、投资意愿不振，信贷需求不足。5月居民新增中长期贷款同比少增3379亿元，连续6个月同比少增，对应于房地产销售低迷；企业新增中长期贷款同比少增977亿元，短期贷款和票据融资同比多增，表明企业更加需要补充营运现金流，而不是用于中长期投资。

三、经济长期向好趋势不变，预计二季度GDP同比正增长

尽管疫情对经济产生了非常大的冲击，但是我们的政策工具仍然充足；疫情防控政策正在逐步生效，待疫情形势稳定、生产生活秩序逐步恢复正常后，中国经济在全球看还是能取得较好的发展的。从中长期看，中国市场广阔，且正在积极推进全国统一大市场建设，统一的市场优势、人才红利优势、政策空间优势，都为中国经济提供了非常强的韧性。既要看到困难，也要看到有利条件，不宜过于悲观。

从全年来看，4月和二季度将是经济谷底，随后快速恢复。4月是国内疫情反弹最为严重的时刻，国内经济遭遇“冰封”。随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，5月经济景气水平较4月份有所改善，6月将加快恢复。**预计二季度GDP同比增长1-2%，三四季度将逐步恢复到5%左右的水平。**

风险提示：疫情发展超预期、政策调控超预期、外部冲击超预期



目 录

一、“至暗时刻”已过，5月经济恢复超预期	4
二、当前经济下行压力仍大，稳增长政策持续呵护	6
三、经济长期向好趋势不变，预计二季度 GDP 同比正增长	8

图表目录

图表 1：5 月经济数据全面回升	4
图表 2：4 月和 5 月，宁波港和深圳港集装箱吞吐量同比增速明显上升	5
图表 3：5 月财政性存款和机关团体存款同比下降，住户和企业存款同比上升	6
图表 4：5 月青年失业率持续上升	7
图表 5：居民和企业中长期贷款需求仍较低迷	7



一、“至暗时刻”已过，5 月经济恢复超预期

随着国内疫情防控形势总体向好，稳增长政策措施效果逐步显现，方向上，5 月经济数据较 4 月明显改善；幅度上，生产、消费、投资、出口、PMI、信贷社融等主要指标均好于市场预期。

一是企业复工复产有序推进，工业、服务业均出现回升。5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%，高于上月的-2.9%和市场预期的-0.1%。其中，前期受疫情冲击比较大的长三角地区和东北地区，5 月工业生产同比分别下降 3.2%和 1.1%，降幅比上月收窄超过 10 个百分点；受上海疫情严重拖累的汽车产量明显修复，同比降幅由 4 月的 43.5%收窄至 4.8%。5 月服务业生产指数同比为-5.1%，高于上月的-6.1%。

二是需求回暖，消费、投资、出口“三架马车”均超预期改善。5 月社会消费品零售总额同比为-6.7%，高于上月的-11.1%和市场预期的-7.6%；1-5 月固定资产投资完成额同比增长 6.2%，高于市场预期的 6.0%。5 月环比增长 0.72%。5 月出口同比增长 16.9%，大幅高于上月的 3.9%和市场预期的 7.3%。

三是经济运行逐步恢复，就业状况出现好转。5 月全国城镇调查失业率为 5.9%，比上月下降 0.2 个百分点。其中，外来农业户籍人口失业率是 6.2%，比上月下降 0.4 个百分点。农民工主要从事制造业、建筑业和批发零售业等劳动密集型行业，反映相关行业生产用工需求修复。

四是信贷社融放量明显，信贷需求边际修复。5 月新增社融和人民币贷款分别为 2.79 和 1.89 万亿元，高于市场预期 2.37 和 1.40 万亿元。5 月生产生活秩序逐步恢复，货币金融政策加大对实体经济支持力度，居民和企业部门的资金需求有所回升。

图表1：5 月经济数据全面回升

类别	指标	5 月预期	5 月	4 月
生产（当月同比）	工业增加值	-0.1	0.7	-2.9
	服务业生产指数	/	-5.1	-6.1
消费（当月同比）	社会消费品零售总额	-7.6	-6.7	-11.1
	商品零售	/	-5.0	-9.7
	餐饮收入	/	-21.1	-22.7
投资（累计同比）	固定资产投资	6.0	6.2	6.8
	房地产投资	/	-4.0	-2.7
	制造业投资	/	10.6	12.2
	基建投资（不含电力）	/	6.7	6.5
出口（当月同比）	出口	7.3	16.9	3.9
制造业 PMI	制造业 PMI	48.5	49.6	47.4
金融（亿元）	新增社融	23700	27921	9455
	新增人民币贷款	14000	18900	6454

资料来源：Wind、粤开证券研究院

5 月经济恢复超预期主要有三大原因：疫情好转、市场自救、政策发力。

第一，疫情形势整体好转，复工复产比例高于市场主观感知，产业链供应链逐步畅通、需求逐步释放。4 月是本轮疫情反弹最为严重的时期，国内经济遭遇“冰封”。5 月

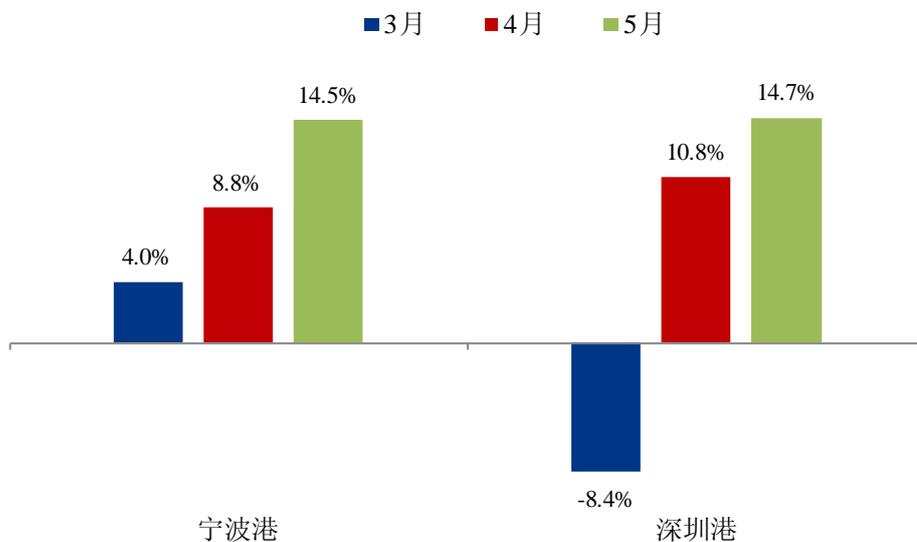


疫情边际改善，企业复工复产加快，但防控形势仍较严峻，上海尚未放开，北京加强管控，因此市场预期 5 月工业生产同比继续小幅负增长。但实际的经济开放程度要高于市场的主观感知，工业生产由负转正，消费、投资、出口均超市场预期。41 个大类行业中，33 个行业增速比上月回升，占 80.5%；31 个省（区、市）中，22 个地区工业增速回升，占 71%，其中上海和吉林工业生产降幅收窄幅度超过 30 个百分点。

第二，财政、货币、房地产政策持续发力刺激需求，交通运输部竭力打通供应链减轻供给约束，稳增长效果逐步显现。。财政政策方面，加大增值税留抵退税力度，4-5 月已退还留抵税额约 1.34 万亿元；加快专项债发行和财政支出进度，1-5 月各地已累计发行新增专项债券 2.03 万亿元，新增专项债券要在 6 月底前基本发行完毕；加大对地方政府的转移支付，中央财政安排的 1.2 万亿元支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付已全部下达完毕；货币政策方面，降准、下调首套房贷利率下限、单边调降 5 年期 LPR 等。5 月政府债券同比多增 3881 亿元，财政存款同比少增 3665 亿元，反映财政进一步发力，1-5 月基建投资（不含电热燃水）同比增长 6.7%，比 1-4 月加快 0.2 个百分点。

第三，经济内生韧性较强，微观主体想方设法谋发展。《侏罗纪公园》有句台词，“生命会找到自己的出路（Life will find its way out）”，居民和企业也是。餐馆在堂食关闭的情况下增加外卖服务；疫情封控背景下员工在工厂内闭环生产；上海货运、港口堵塞背景下，港口运力转移至宁波、深圳等其他港口。5 月宁波港和深圳港集装箱吞吐量同比分别增长 14.5%和 14.7%，高于沿海八大集装箱枢纽港口的 4.1%，且高于 3 月和 4 月增速。

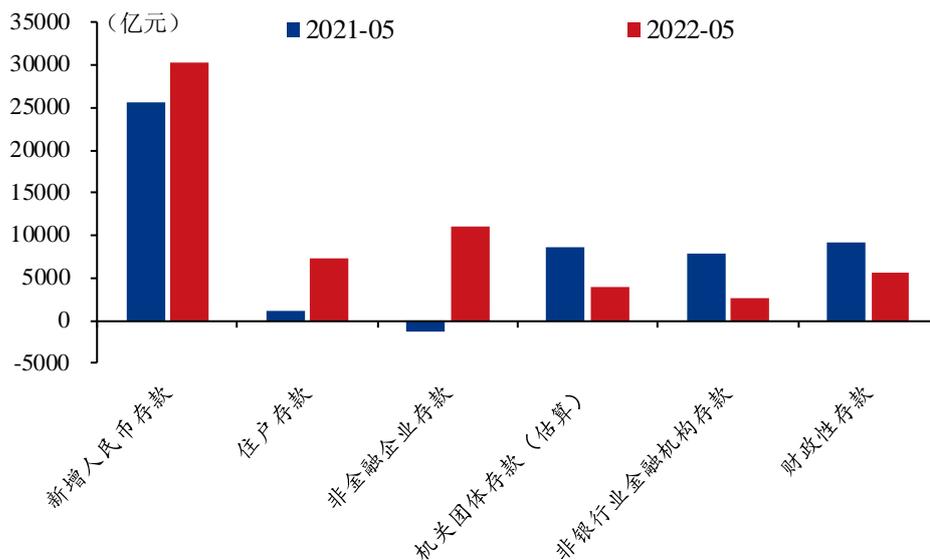
图表 2：4 月和 5 月，宁波港和深圳港集装箱吞吐量同比增速明显上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表3：5月财政性存款和机关团体存款同比下降，住户和企业存款同比上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、当前经济下行压力仍大，稳增长政策持续呵护

虽然5月经济出现了积极变化，但主要指标增速还处于低位，且结构上并不均衡，恢复基础还需要进一步巩固。

一是企业生产仍受疫情严重限制。5月工业生产同比增长0.7%，但其中采矿业、制造业、电热燃水生产和供应业分别增长7.0%、0.1%和0.2%。国内疫情防控形势仍不能松懈，物流、供应链产业链尚未完全恢复，短期内工业生产仍将低于潜在产能。

二是消费需求未出现有效反弹。自疫情爆发以来，消费增速迟迟无法回到疫情之前。一是居民收入增速放缓，一季度全国居民人均可支配收入同比增长6.3%，显著低于疫情前的8.7%；二是居民预防性储蓄上升，平均消费倾向下降，一季度人均消费支出占可支配收入的比重仅为61.8%，显著低于2019年同期的65.2%；三是疫情反弹限制消费场景。5月商品零售和餐饮收入增速分别为-5.0%和-21.1%，其中只有食品烟酒、药品、石油制品三类实现了正增长，分别因为必需品囤货需求、疫情防控需要、国际油价上升。

三是房地产销售、投资持续低迷。5月商品房销售额和房地产投资当月同比分别为-37.7%和-7.8%，虽较4月降幅有所收窄，但仍处低位。房地产是国民经济的重要支柱，地产低迷将严重拖累上下游产业链。例如5月水泥产量同比下降17.0%，家具零售同比下降12.2%。

四是青年失业率仍在上升。尽管5月总体失业率下降了0.2个百分点，但16-24岁青年失业率高达18.4%，比上月继续上升0.2个百分点。今年我国大学毕业生达到1076万人，随着毕业季临近，未来就业压力将进一步加大。

五是居民和企业购房、投资意愿不振，信贷需求不足。5月居民新增中长期贷款同比少增3379亿元，连续6个月同比少增，对应于房地产销售低迷；企业新增中长期贷款同比少增977亿元，短期贷款和票据融资同比多增，表明企业更加需要补充营运现金流，而不是用于中长期投资。“宽货币”向“宽信用”传导不畅，货币政策效果受限。

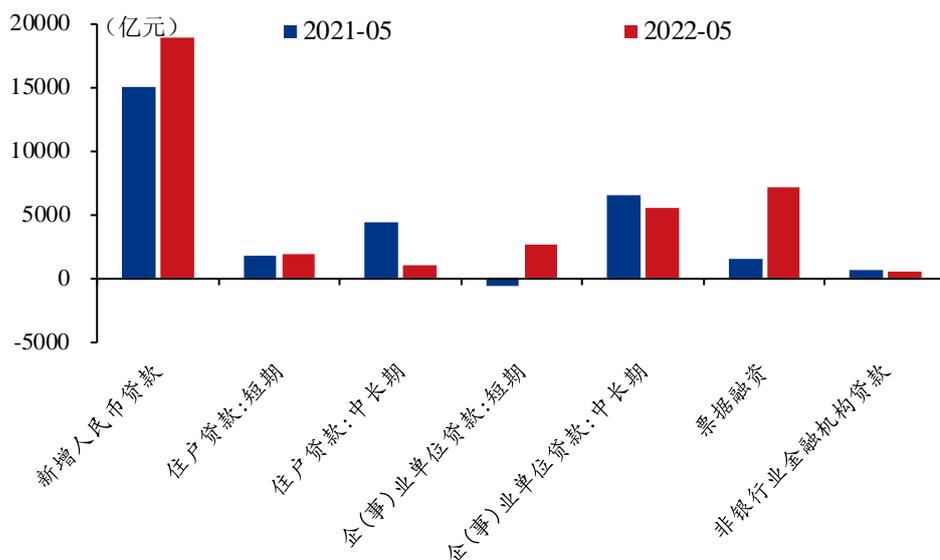


图表4：5月青年失业率持续上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：居民和企业中长期贷款需求仍较低迷



资料来源：Wind、粤开证券研究院

当前国内经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，需要宏观调控政策进行有效提振。党中央、国务院对当前经济形势高度重视，不仅科学研判形势的严峻性，而且部署了一系列重大举措，提出了“稳增长、稳就业和稳物价”三大关键任务和“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”三大明确要求。5月31日，国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，推出6方面33项措施，要求“切实把二季度经济稳住，努力使下半年发展有好的基础，保持经济运行在合理区间”“努力实现全年经济社会发展预期目标”。



三、经济长期向好趋势不变，预计二季度 GDP 同比正增长

尽管疫情对经济产生了非常大的冲击，但是我们的政策工具仍然充足；疫情防控政策正在逐步生效，待疫情形势稳定、生产生活秩序逐步恢复正常后，中国经济在全球看还是能取得较好的发展的。从中长期看，中国市场广阔，且正在积极推进全国统一大市场建设，统一的市场优势、人才红利优势、政策空间优势，都为中国经济提供了非常强的韧性。既要看到困难，也要看到有利条件，不宜过于悲观。

从全年来看，4 月和二季度将是经济谷底，随后快速恢复。4 月是国内疫情反弹最为严重的时刻，国内经济遭遇“冰封”。随着高效统筹疫情防控和经济社会发展成效显现，5 月经济景气水平较 4 月份有所改善，6 月将加快恢复。**预计二季度 GDP 同比增长 1-2%，三四季度将逐步恢复到 5%左右的水平。**

从中长期来看，中国经济长期向好的趋势没有改变，要坚定信心，既要看到严峻性，也要看到希望。风物长宜放眼量，疫情冲击带来的经济下行压力是暂时性的，中国经济稳中向好、长期向好的基本面没有变，支撑高质量发展的生产要素条件没有变，韧性足、潜力大、空间广的特点也没有变。

从政策支持力度来看，居民和企业可以充分利用各项政策优惠，稳住现金流，将精力集中到如何更好经营和发展上去。在高效统筹疫情防控和经济社会发展等各项政策措施的支持下，相信中国经济一定能克服疫情影响，逐步企稳回升，迎来曙光和希望。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com