

5月经济数据点评

超预期与斜率低并存

5月生产端恢复好于需求端；基建投资增速较1-4月上行；社零环比相对持平，关注6月复苏叠加电商促销对消费数据的影响；政策或进入观望期。

- 5月工业增加值同比增长0.7%，环比增长5.61%。1-5月采矿业工业增加值累计同比增速9.6%，制造业累计同比增速2.6%，公用事业累计同比增速4.1%，高技术产业累计同比增速9.9%。
- 5月社零同比增速下降6.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降5.6%。1-5月限额以上企业消费品零售总额累计同比下降0.9%，其中商品零售总额同比增速下降0.3%，餐饮收入总额同比增速下降9.1%。
- 1-5月固定资产投资增速为6.2%，其中1-5月民间固定资产投资增速4.1%。制造业投资1-5月累计同比增长10.6%，基建投资累计同比增长6.7%。
- 1-5月房地产投资增速下降4%，住宅投资增速下降3%，土地购置面积和土地成交价款1-5月累计同比分别下降45.7%和下降28.1%。1-5月房地产新开工面积累计同比下降30.6%，施工面积同比下降1%。1-5月商品房销售面积同比下降23.6%，商品房销售额累计同比下降31.5%。1-5月商品房待售面积同比增长8.6%，其中住宅面积同比增长15%。
- 5月经济数据同比表现普遍超出市场预期。5月随着疫情影响消退和供应链恢复，工业增加值同比增速转正超出市场预期，固定资产投资同比增速超出市场预期，社零同比虽然仍在下降但表现好于市场预期，从同比看经济数据反应了疫情冲击后恢复的强劲。从环比看，生产端的表现明显优于需求端，工业增加值和固定资产投资的环比增速均超过历史同期平均水平，但社零环比在连续三个月负增长之后仅小幅转正，表明消费需求疲弱。5月国内疫情影响的范围切换，上海地区逐步恢复、北京地区开始收紧，因此消费偏弱不仅有失业率依然偏高的影响，也有全国范围内疫情防控在地域范围上的影响。预计随着6月多地进入常态化疫情防控，生产端以工业增加值为代表的同比增速将进一步上升，同时叠加网上促销的正面影响，社零的环比增速也将有明显改善。
- 稳增长政策效果初现，但经济的脆弱性仍在。一方面，5月基建固定资产投资累计同比增速较4月上升0.2个百分点，表明基建投资逆周期拉动经济开始生效，从稳大盘经济政策导向看，预计基建投资年内都将维持较强劲的增速；另一方面，5月失业率5.9%，较4月下降0.2个百分点，就业形势得到一定改善。但经济脆弱性也明显存在于PMI新出口订单自3月以来均在48下方、房地产销售同比大幅负增长、社零中弹性消费品同比增速下滑。考虑到包括疫情、海外货币政策调整的外溢性等因素冲击在下半年可能放大，我们认为不排除8月之前宏观政策先观望积极的财政政策落地基建投资稳增长的效果，再做进一步调整安排的可能。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《三重压力之下期待跨年政策安排：11月经济数据点评》2021.12.15

《稳增长力度仍需加强：12月经济数据点评》2022.1.19

《经济开局良好，冲击影响加大：1-2月经济数据点评》2022.3.15

《稳扎稳打，见招拆招：3月和一季度经济数据点评》2022.4.18

《疫情的影响超出预期，期待5月环比改善：4月经济数据点评》2022.5.16

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

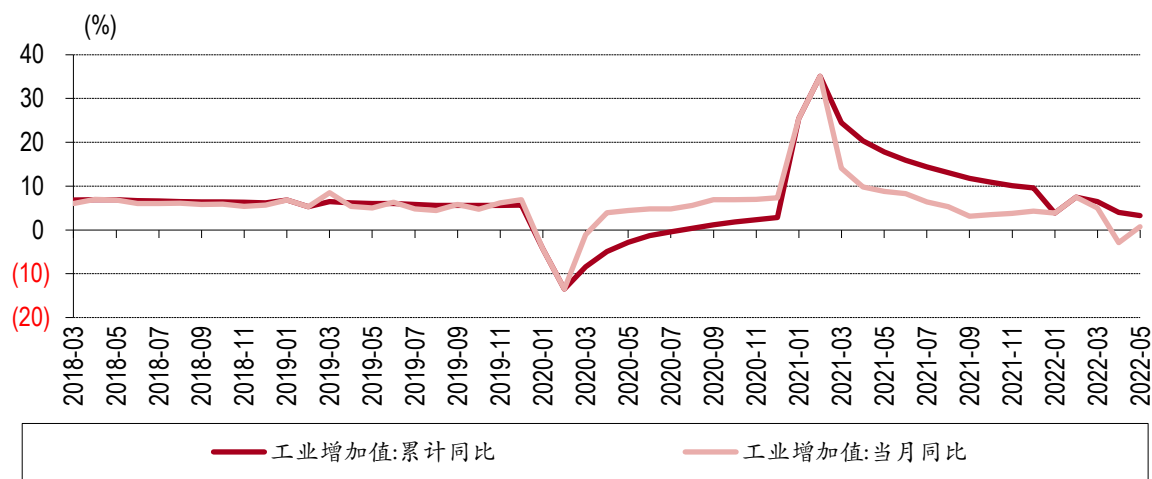
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

工业增加值环比修复

5月工业增加值增速同比转正，超出市场预期。5月工业增加值同比增长0.7%，超预期同比增速转正。虽然5月工业增加值仍未回到3月增速水平，更未回到疫情影响前水平，但表明疫情对经济的影响大幅减弱，并且工业生产的情况要好于制造业PMI指数反映出的生产下滑状况。

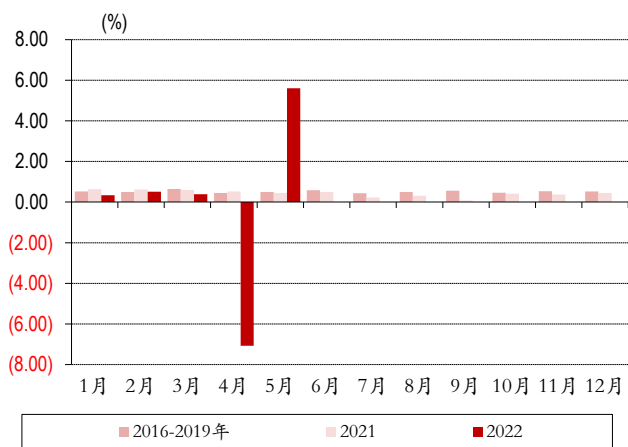
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

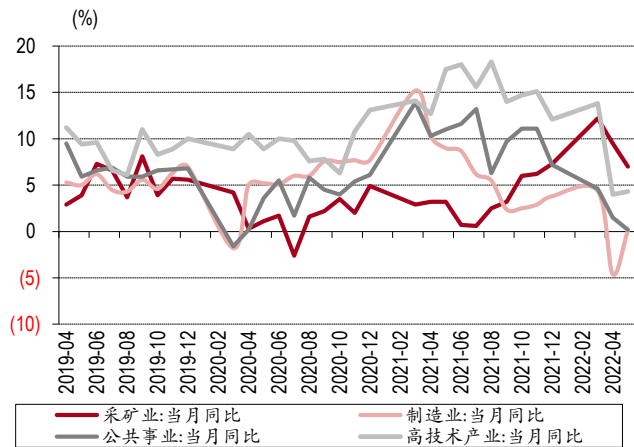
5月环比走强。从环比增速来看，5月工业增加值环比增长5.61%，主要是疫情的影响消退，从历史数据看，2022年4月和5月疫情对生产造成的冲击幅度要明显小于2020年2月和3月。从行业分类来看，1-5月采矿业工业增加值累计同比增速9.6%，制造业累计同比增速2.6%，公用事业累计同比增速4.1%，高技术产业累计同比增速9.9%。从当月增速来看各行业均实现同比正增长，制造业工业增加值同比增长0.1%，较4月增速上升4.7个百分点，升幅最大，高技术产业工业增加值同比增长4.3%，较4月上升0.3个百分点，5月采矿业和公共事业当月工业增加值同比增长较4月出现下行。从企业类型来看，1-5月私企工业增加值同比增长4.2%，国企工业增加值同比增长2.6%，股份制企业同比增长5%，外企下降3.4%，其中外企5月工业增加值同比下降5.4%，但增速较4月上升10.7个百分点。5月随着供应链恢复，疫情对生产造成的负面影响进入修复阶段，从企业分类来看，对供应链依赖程度更高的外企修复速度较慢，预计6月工业增加值同比增速将维持上行趋势。

图表 2. 工业增加值环比



资料来源：万得，中银证券

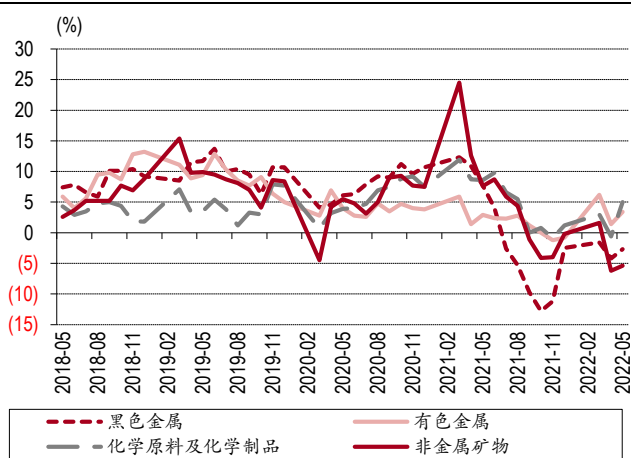
图表 3. 各行业工业增加值当月同比



资料来源：万得，中银证券

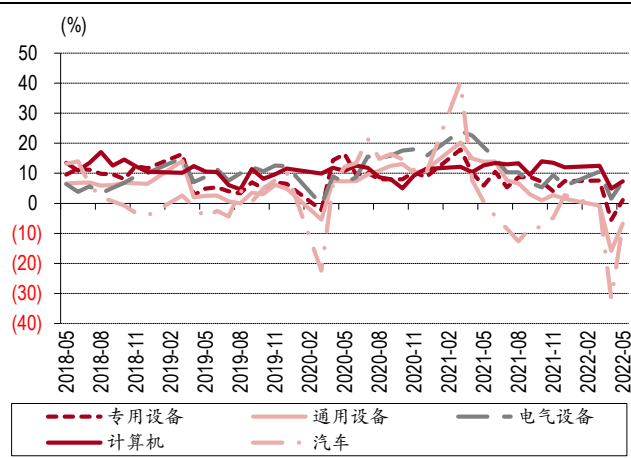
当月同比增速皆反弹，行业差异较大，中游行业生产修复幅度最可观。上游行业方面，1-5月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长3.6%，非金属矿物制品业增加值累计同比下降2%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比下降2.8%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长3.9%，上游行业工业增加值当月同比增速均较4月有所上升，但黑色金属和非金属矿物行业的当月工业增加值同比仍在下滑。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比下降3.6%，专用设备制造业增加值累计同比增长3.6%，汽车制造业增加值累计同比下降5.7%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长8.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长9.9%，中游各行业5月工业增加值当月同比增速均较4月出现较大幅度反弹，但通用设备和汽车当月工业增加同比仍在负增长区间。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长4.3%，纺织业增加值累计同比下降0.4%，医药制造业增加值累计同比增长3.1%，其中医药各行业当月工业增加值同比下降8.5个百分点下滑至同比下降12.3%，纺织行业工业增加值当月同比下滑3.5%。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速

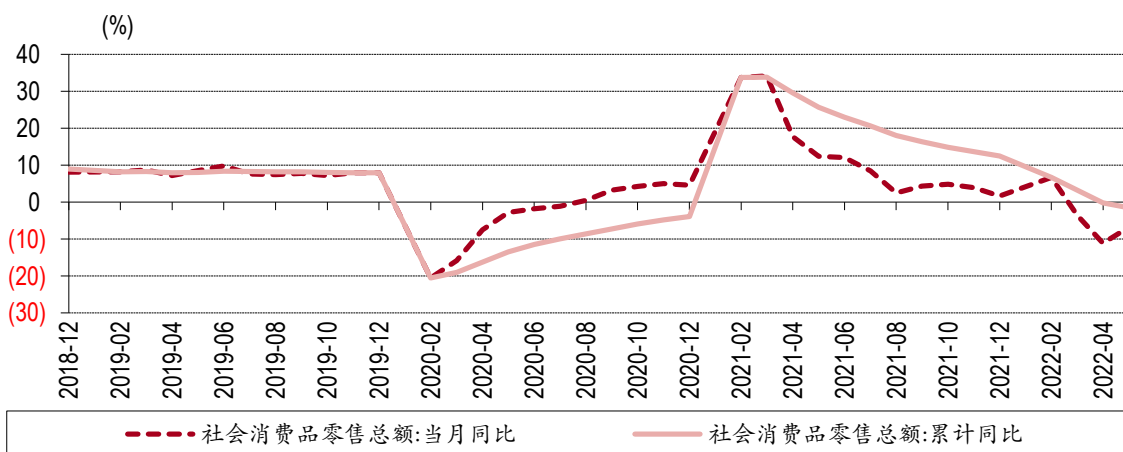


资料来源：万得，中银证券

消费受疫情拖累第三个月同比下降

5月社零增速同比降幅收窄。5月社零同比增速下降6.7%，其中，除汽车以外的消费品零售额下降5.6%，扣除价格因素，5月社会消费品零售总额同比实际下降9.68%。5月社零同比增速强于市场预期，环比增长0.05%结束了此前三个月的环比负增长，但远低于疫情前社零月环比平均水平，一定程度上表明居民消费修复的过程明显偏弱。

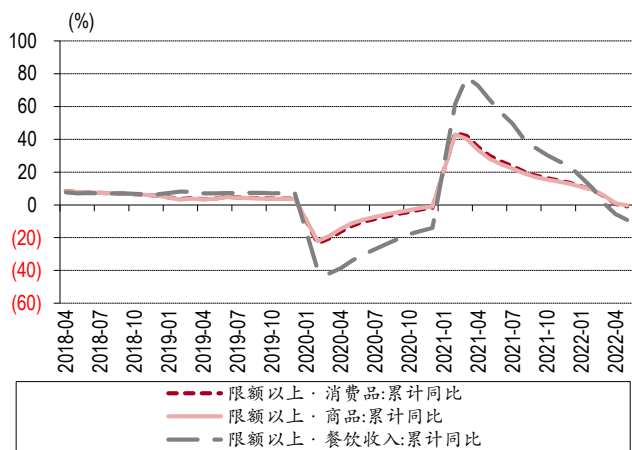
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

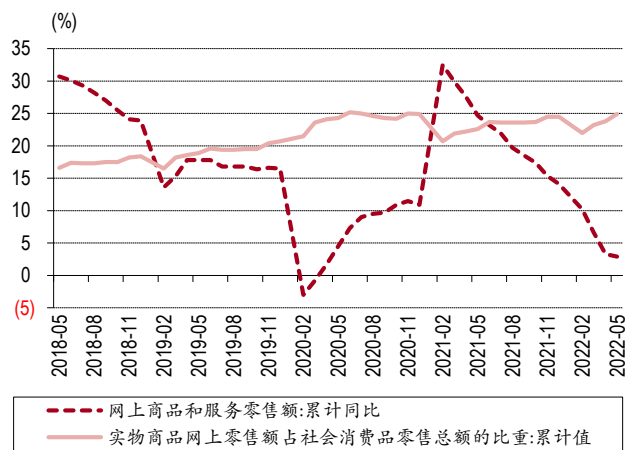
餐饮消费同比增速弱反弹。1-5月限额以上企业消费品零售总额累计同比下降0.9%，其中商品零售总额同比增速下降0.3%，餐饮收入总额同比增速下降9.1%，疫情后居民消费增速反弹，餐饮消费当月同比下降21.1%，限额以上餐饮消费当月同比下降20.8%，虽然餐饮消费增速反弹，但疫情的影响尚未完全过去，因此同比依然大幅下降。1-5月网上零售额占比为28.9%，较1-4月上升0.9个百分点，较去年同期上升了1.2个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为2.9%，增速较1-4月下行0.4个百分点，虽然5月疫情的影响减弱，但消费上网的趋势进一步加强。从城乡消费增速来看，5月乡村的消费增速下降6.3%，城镇消费同比下降6.7%，城乡消费累计同比增速均落入负增长区间。5月疫情影响消退更多体现在生产端，消费端同比增速也有反弹，但整体表现依然疲弱。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

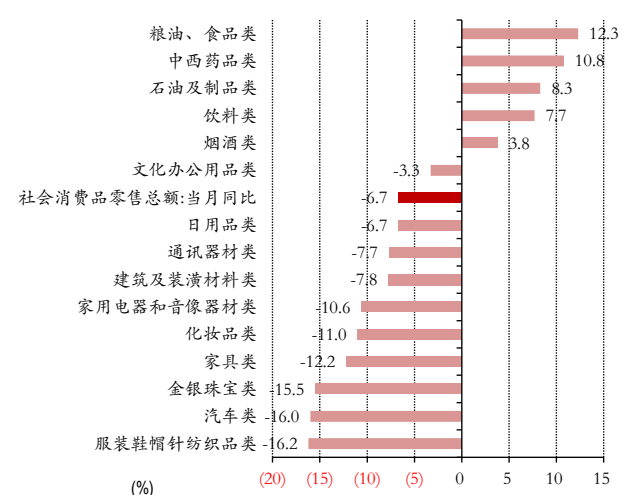
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

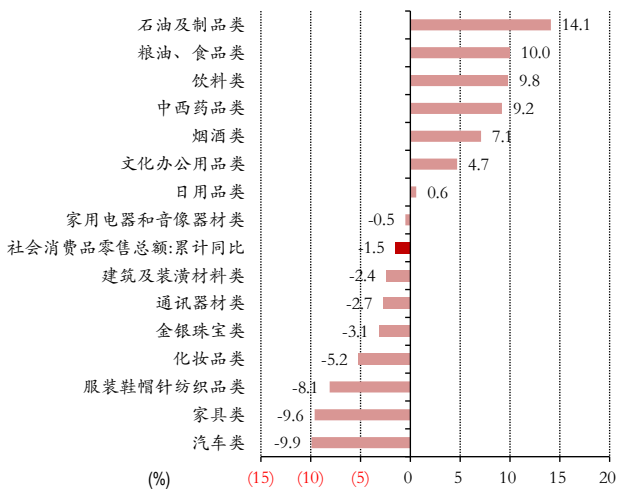
弹性消费大幅下降。从同比增速来看，5月限额以上企业商品零售总额同比增速下降6.5%，同比维持正增长的细分行业包括粮油食品、中西药品、石油制品、饮料和烟酒等，同比增速下降幅度较大的则包括服装鞋帽、汽车、金银珠宝等。与4月相比，增速下降的仅有家电，增速回升幅度较大的是汽车、通讯、化妆品等。从累计同比增速看，1-5月同比增速较高的为石油制品、粮油食品和饮料，累计同比增速下降较多的则有汽车、家具、服装鞋帽等。5月随着疫情的影响逐渐消退，大部分品类消费增速明显反弹，消费反弹的幅度与促消费刺激政策相关性较大，但需要关注的是，弹性消费品和房地产后周期消费品的消费累计增速在持续下行。

图表 9. 各品类社零当月同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 各品类社零累计同比

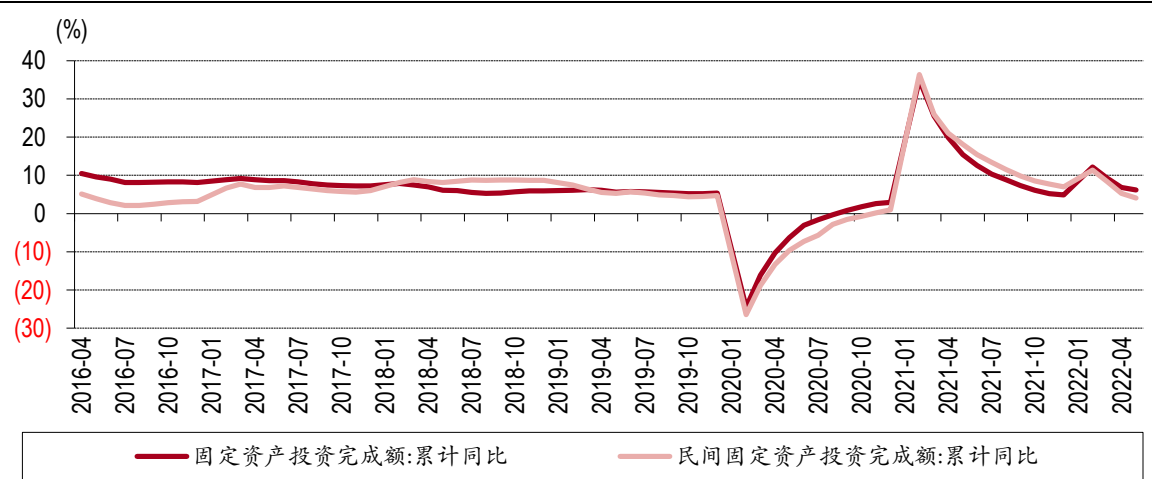


资料来源: 万得, 中银证券

基建投资增速反弹

固定资产投资增速超预期。1-5月固定资产投资增速为6.2%，其中1-5月民间固定资产投资增速4.1%。其中基建固定资产投资累计同比增速较1-4月上行0.2个百分点，表明积极的财政政策在加快落地，基建也将成为下半年支撑经济增长的重要构成。

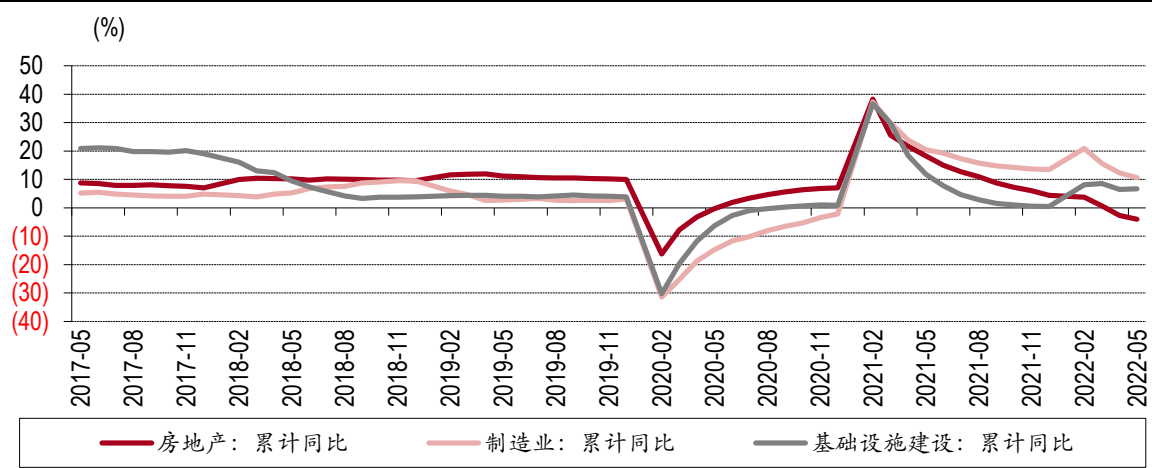
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

制造业和基建投资当月增速均反弹。分类别看, 制造业投资1-5月累计同比增长10.6%, 基建投资累计同比增长6.7%, 地产投资累计同比下降4%。从产业分类来看, 第一产业累计同比增长5.8%, 第二产业累计同比增长11%, 第三产业累计同比增长4.1%; 从地区来看, 东部累计同比增长5%, 中部增长10.9%, 西部增长7.9%, 东北下降4.4%; 从企业类型来看, 内资企业累计同比增长6.3%, 国企同比增长8.5%, 外资企业下降2.2%。5月基建固投增速当月同比增长7.2%, 较4月上升4.2个百分点, 制造业投资增速7.1%, 较4月上升0.7个百分点, 房地产投资增速同比下降7.8%, 但较4月上升2.3个百分点。虽然5月供应链逐步恢复, 但外资固定资产投资累计同比增速较1-4月下降了2.6个百分点, 落入负增长区间, 叠加5月以来人民币汇率波动幅度加大, 预计稳外资的重要性上升。从行业看, 1-5月固投增速表现相对较好的行业包括交通运输设备、有色金属、汽车、电气设备、计算机通讯等。

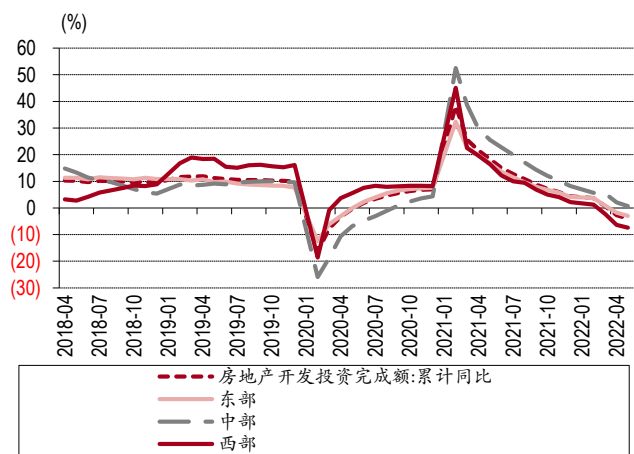
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

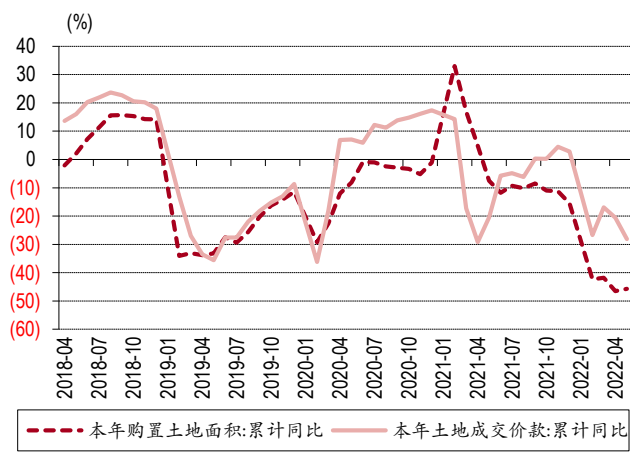
房地产施工面积同比下降。1-5月房地产投资增速下降4%，比1-4月下降1.3个百分点。其中东部地区累计同比下降3%、中部地区累计同比增长0.7%、西部地区累计同比下降7.4%。从房地产分类来看，住宅投资增速下降3%，办公楼投资增速下降9.4%，商业地产投资增速下降7%。从土地购置面积和土地成交价款来看，1-5月累计同比分别下降45.7%和下降28.1%。1-5月房地产新开工面积累计同比下降30.6%，施工面积同比下降1%，竣工面积同比下降15.3%。从当月同比增速看，5月房地产固定资产投资同比下降7.8%，降幅较4月收窄2.3个百分点。随着各地方政府出台房地产消费支持政策，房地产投资增速或逐步见底回升。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

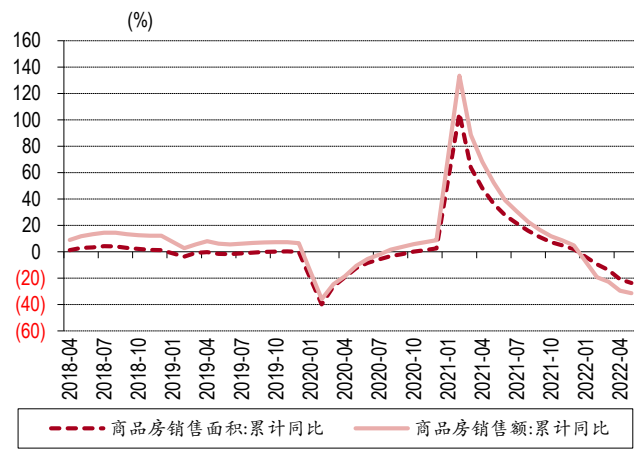
图表 14. 土地购置面积和成交额累计同比



资料来源：万得，中银证券

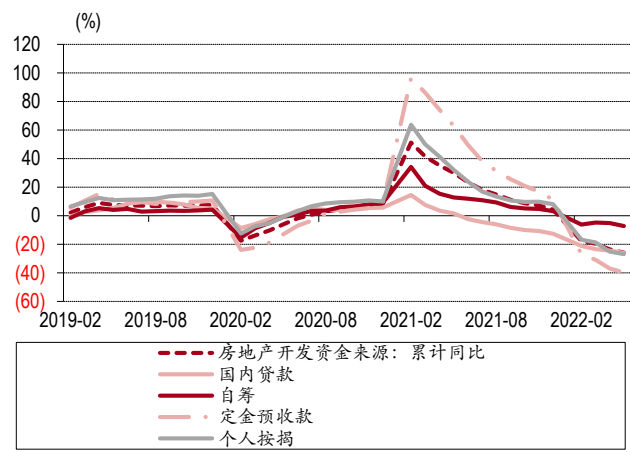
房地产销售暂未见明显好转。1-5月商品房销售面积同比下降23.6%，商品房销售额累计同比下降31.5%。1-5月商品房待售面积同比增长8.6%，其中住宅面积同比增长15%，办公楼累计同比增长5.8%，商业地产累计同比下降2.5%。从房地产投资资金来源看，1-5月国内贷款占比13.3%，较1-4月下降0.8个百分点，定金和预收款的占比31.7%，较1-4月基本持平，个人按揭贷款占比下降0.4个百分点，自筹资金占比上升1.3个百分点。从增速看，1-5月房地产开发资金来源累计同比增速下降25.8%，其中国内贷款资金来源增速下降26%，定金和预收款增速下降39.7%，按揭贷款资金来源增速下降27%。房地产销售疲弱的情况在5月边际上稍有好转，但同比依然大幅下降，且从房地产固定资产投资资金来源看，销售回款依然面临较大压力。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：超预期与斜率低并存

5月经济数据同比表现普遍超出市场预期。5月随着疫情影响消退和供应链恢复，工业增加值同比增速转正超出市场预期，固定资产投资同比增速超出市场预期，社零同比虽然仍在下降但表现好于市场预期，从同比看经济数据反应了疫情冲击后恢复的强劲。从环比看，生产端的表现明显优于需求端，工业增加值和固定资产投资的环比增速均超过历史同期平均水平，但社零环比在连续三个月负增长之后仅小幅转正，表明消费需求疲弱。5月国内疫情影响的范围切换，上海地区逐步恢复、北京地区开始收紧，因此消费偏弱不仅有失业率依然偏高的影响，也有全国范围内疫情防控在地域范围上的影响。预计随着6月多地进入常态化疫情防控，生产端以工业增加值为代表的同比增速将进一步上升，同时叠加网上促销的正面影响，社零的环比增速也将有明显改善。

稳增长政策效果初现，但经济的脆弱性仍在。一方面，5月基建固定资产投资累计同比增速较4月上升0.2个百分点，表明基建投资逆周期拉动经济开始生效，从稳大盘经济政策导向看，预计基建投资年内都将维持较强劲的增速；另一方面，5月失业率5.9%，较4月下降0.2个百分点，就业形势得到一定改善。但经济脆弱性也明显存在于PMI新出口订单自3月以来均在48下方、房地产销售同比大幅负增长、社零中弹性消费品同比增速下滑。考虑到包括疫情、海外货币政策调整的外溢性等因素冲击在下半年可能放大，我们认为不排除8月之前宏观政策先观望积极的财政政策落地基建投资稳增长的效果，再做进一步调整安排的可能。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371