

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：数据点评

数据略超预期，收益率震荡仍是常态

——2022年5月经济数据点评

2022年6月15日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座

28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

- **经济数据略超预期，生产端修复较强。**5月规模以上工业增加值同比增长0.7%（前值-2.9%），累计同比3.3%（前值4.0%）；固定资产投资累计同比6.2%（前值6.8%），其中制造业投资同比10.6%（前值12.2%），基础设施投资同比6.7%（前值6.5%），全国房地产开发投资同比-4.0%（前值-2.7%）；社会消费品零售总额同比-6.7%（前值-11.1%），累计同比-1.5%（前值-0.2%）。5月工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售增速的wind一致预期分别为-0.1%、6.0%、-7.6%。
- **需求端表现分化，消费低迷，基建增幅反弹，制造业投资韧性较强，房地产投资降幅扩大。**疫情对消费的影响具有长尾效应，2020年社零当月同比经过6个月才转正。5月社零当月同比-6.7%（前值-11.1%），实际当月同比-9.7%（前值-14.0%），恢复不佳。以基建为主的投资逆周期调节力度加大，支撑整体投资。5月基建投资累计同比6.7%（前值6.5%），测算当月同比7.1%（前值3.7%）。房地产开发投资增速降幅扩大，销售跌幅趋缓，但拿地还未明显改善。5月制造业累计同比10.6%（前值12.2%），测算当月同比7.45%（前值7.28%）。装备制造业投资表现较为强势，累计增长22%，消费品制造业和原材料制造业累计同比分别为19%、11%。
- **债市短期存在压力，但在经济同比修复明确好转之前，收益率反复震荡或为常态。**债市短期存在压力，但在经济同比好转明确之前，收益率反复震荡或为常态。5月初的PMI数据显示企业经营活动预期下滑，市场一度担忧企业信心难以快速恢复，但实际经济数据表明企业生产修复尚可，尤其是接近下游的消费品工业、工业品制造业恢复力度相对较好。需求端看，尽管消费恢复不足，但投资恢复较好，基建、装备制造业表现较强，具有明显的逆周期调节痕迹。往后看，政策将进一步发力基建资金来源端和项目供给端，全年基建增速仍是重要支撑。对于债市，一方面，疫情是否进入稳态、信心恢复和稳增长政策效应的持续性均有待验证，同时资金面相对充裕决定了收益率难以大幅上行。另一方面，从目前至三季度，大概率处于稳增长政策效应的观察期，通胀有一定概率阶段性突破3%，货币政策或聚焦于短期流动性调节和结构性政策，收益率也难有大幅向下的动力。目前维持收益率【2.7%，2.85%】区间震荡的判断。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





目录

1. 事件回顾.....	3
2. 2022年5月经济数据分析.....	3
3. 5月经济数据的市场启示.....	6
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：工业增加值累计增速（%）	3
图 2：工业增加值环比增速（%）	3
图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）	4
图 4：实物商品网上零售额累计同比（%）	4
图 5：固定资产投资总额累计增速（%）	5
图 6：制造业投资累计增速（%）	5
图 7：基建投资累计增速（%）	6
图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）	6

1. 事件回顾

5月，规模以上工业增加值同比0.7%（前值-2.9%），累计同比3.3%（前值4.0%）；1-5月全国固定资产投资（不含农户）同比6.2%（前值6.8%），其中制造业投资同比10.6%（前值12.2%），基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比6.7%（前值6.5%），全国房地产开发投资同比-4.0%（前值-2.7%）；社会消费品零售总额同比-6.7%（前值-11.1%），累计同比-1.5%（前值-0.2%）。5月工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售额增速的wind一致预期分别为-0.1%、6.0%、-7.6%。

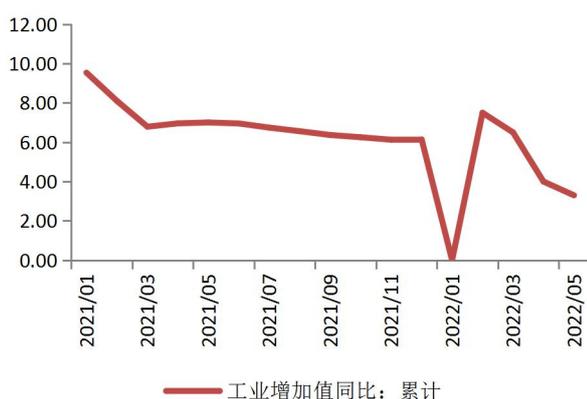
2. 2022年5月经济数据分析

5月工业增加值增速边际明显改善，同比增速高于预期。5月，工业增加值环比增长5.6%（前值-5.8%）实现了2016年以来仅次于2020年3月的环比改善力度。同比看，5月工业增加值当月同比0.7%（前值-2.9%，2021年同期两年平均6.8%），累计同比3.3%（前值4.0%，2021年同期两年平均7.0%）。

和4月生产数据相比，疫情好转的情况下，消费品工业恢复较快，中游制造业同比增速表现不及2021年同期的两年平均增速，且差距进一步拉大，上游制造业表现较好。保能源安全政策下，能源开采业增加值保持稳步增速。5月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业工业增加值累计同比分别为12.1%（前值13.2%）、6.5%（前值6.4%），当月同比分别为8.2%（前值13.2%）、6.6%（前值7.2%）。疫情对消费品工业的影响依然存在，但降幅趋缓，尤其是食品饮料工业恢复较快。当月同比看，农副食品加工业1.6%（前值-0.1%）、食品制造业3.5%（前值0.1%）、酒饮茶7.0%（前值0.5%）、纺织业-3.5%（前值-6.3%）、医药制造业-12.3%（前值-3.8%）。累计增速看，农副食品加工、酒饮茶工业增加值增速仍高于2021年两年平均增速。大多数中游制造业5月累计增速不及2021年的两年平均增速，且差距进一步扩大。工业品制造业相较于设备制造业表现相对要好。工业品制造业看，化学原料及化学制品制造业累计增速3.6%（前值3.3%），橡胶和塑料制品业-1.5%（前值-1.2%），非金属矿物制品业-2.0%（前值-0.9%）。设备制造业表现分化，通用设备制造业、汽车制造业累计增速-3.6%（前值-2.7%）、-5.7%（前值-5.4%），尽管累计跌幅仍有所扩大，但当月跌幅明显收窄，上海疫情好转带来汽车相关产业链生产的边际改善；金属制品、专用设备累计增速0.6%、3.6%，低于2021年两年平均增速-12%、-8%；交运设备累计增速0.3%，出现止跌迹象；电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业累计增速分别为8.8%、9.9%，表现较好。原材料加工业方面，黑色表现依然弱于有色，累计增速分别-2.8%、3.9%，其中黑色较去年同期还未出现明显改善迹象。

图 1：工业增加值累计增速（%）

图 2：工业增加值环比增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

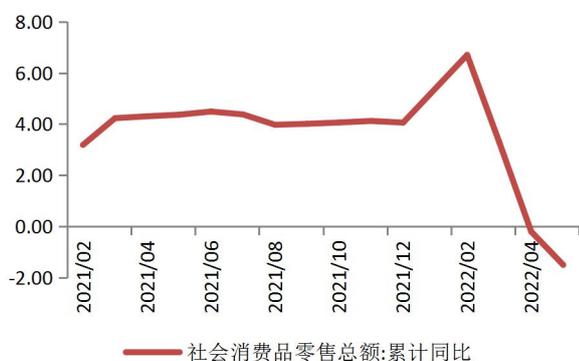


数据来源：Wind，山西证券研究所

疫情对消费的影响具有长尾效应。5月社零累计同比-1.5%（前值-0.2%），当月同比-6.7%（前值-11.1%），实际当月同比-9.7%（前值-14.0%）。疫情后社零恢复较慢，2020年社零当月同比经过6个月才转正。

部分必选类消费保持平稳增长，场景类消费、非生活必需品零售额虽边际改善，但累计增速表现仍不佳。分商品类别看，粮食、食品类、饮料类、烟酒类、中西药品类等仍保持较好增速，累计同比分别为10.0%（前值9.5%）、9.8%（前值10.4%）、7.1%（前值7.8%）、9.2（前值8.8%）%，而化妆品类、日用品类表现不佳，分别-5.2%（前值-3.6%）、0.6%（前值2.5%）。非必选类消费品零售额累计增速均继续变差，但通讯类和汽车类跌幅明显趋缓。服装鞋帽针织品类-8.1%（前值6.0%）、金银珠宝类-3.1%（0.2%）、家电类-0.5%（前值2.4%）、文化办公类4.7%（前值6.7%）、家具类-9.6%（前值8.9%）、通讯器材类-2.7%（前值-1.6%）、建筑及装潢类-2.4%（前值-0.7%）。汽车类-9.9%（前值-8.4%）。从消费类型看，商品和餐饮均进一步受到冲击，但餐饮受冲击更强。餐饮收入当月同比与累计同比分别为-21.1%（前值-22.7%）、-8.5%（前值-5.1%）。餐饮收入当月同比与累计同比分别为-5.0%（前值-9.7%）、-0.7%（前值0.4%）。随着交通物流逐渐畅通，网上商品零售回暖，1-5月累计同比5.6%（前值5.2%）。

图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：实物商品网上零售额累计同比（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

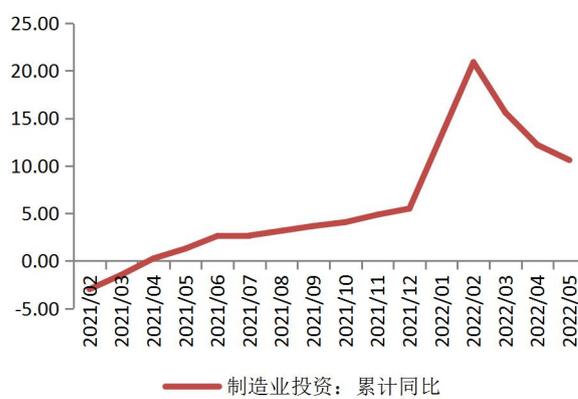
以基建为主的投资逆周期调节力度加大，支撑整体投资。1-5月固定资产投资（不含农户）同比增长6.2%，增速较1-4月份回落0.6个百分点，回落幅度比1-4月份收窄1.9个百分点。从环比看，5月份固定资产投资（不含农户）增长0.72%。其中，计划总投资亿元及以上项目（简称大项目）完成投资同比增长10.2%，高于全部投资4.0个百分点；对全部投资增长的贡献率为83.3%，比1-4月份提高2.0个百分点；拉动全部投资增长5.2个百分点。

房地产开发投资降幅扩大，销售跌幅趋缓，但拿地还未明显改善。2022年5月房地产开发投资完成额累计增速-4.0%（前值-2.7%）。房屋新开工面积增速降幅大于竣工面积增速降幅，施工面积下滑至-1.0%（前值1.0%），国房景气指数4月下滑至95.6。年初尤其是疫情以来，各地加大稳定房地产市场政策措施的实施力度，采取多种措施有效满足居民合理住房需求，中长期贷款利率下调。但从数据看，房地产销售情况还未出现明显好转，1-5月全国商品房销售面积和销售额分别下降23.6%（前值-20.9%）。边际看，6月1日至6月14日，30大中城市商品房销售面积同比-35.5%（5月为-48.6%），房地产销售情况边际有所好转但仍需观察。5月土地购置面积累计增速-45.7%（前值-46.5%）。房地产开发资金来源累计增速-25.8%（前值-23.6%），自筹资金、定金及预收款、其他资金来源累计跌幅全线扩大。房企拿地意愿和实力不足。5月经济数据新闻发布会指出“促进房地产健康发展，还是要坚持房住不炒，还是要坚持满足居民的合理住房需求。”

图 5：固定资产投资总额累计增速（%）



图 6：制造业投资累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

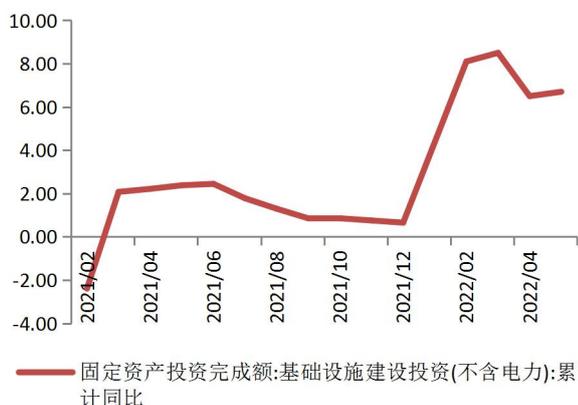
数据来源：Wind，山西证券研究所

基建再度发力。5月基建投资累计同比6.7%（前值6.5%），测算当月同比7.1%（前值3.7%）。从资金来源看，除专项债发力外，6月1日国常务会议提出“调增政策性银行8000亿元信贷额度用于支持基础设施建设，并建立重点项目清单对接机制”；稳经济一揽子措施提出“引导商业银行进一步增加贷款投放、延长贷款期限；鼓励保险公司等发挥长期资金优势，加大对水利、水运、公路、物流等基础设施建设和重大项目的支持力度。”从资金运用看，稳经济一揽子措施提出“适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围”，同时“启动编制国家重大基础设施发展规划，扎实开展基础设施

高质量发展试点”。政策对基建的布局有助于基建支撑效应的发挥。

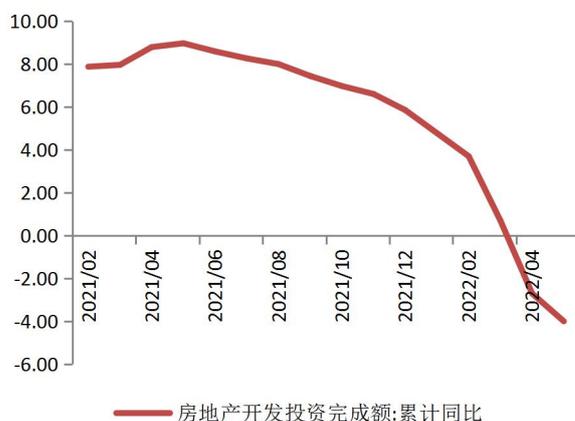
制造业投资具备韧性。5月制造业累计同比10.6%（前值12.2%），测算当月同比7.45%（前值7.28%）。装备制造业投资表现较为强势，累计增长22%，消费品制造业和原材料制造业累计同比分别为19%、11%。

图 7：基建投资累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

失业率虽有改善但依然严峻，数据尚未全线走好。5月城镇调查失业率降至5.9%（前值6.1%），回落较慢；31个大城市城镇调查失业率6.9%（前值6.7%）；城镇新增就业人数累计增速-7.8%（前值-7.1%）。除数据表现不一致之外，各项失业率水平仍处在有数据统计以来的高位。从2020年的经验看，疫情导致的失业率回落修复速度较慢，叠加今年高校毕业生创新高，未来失业率或仍有反复。

3. 5月经济数据的市场启示

债市短期存在压力，但在经济同比好转明确之前，收益率反复震荡或为常态。5月初的PMI数据显示企业经营活动预期下滑，市场一度担忧企业信心难以快速恢复，但实际经济数据表明企业生产修复尚可，尤其是接近下游的消费品工业、工业品制造业恢复力度相对较好。需求端看，尽管消费恢复不足，但投资恢复较好，基建、装备制造业表现较强，具有明显的逆周期调节痕迹。往后看，政策将进一步发力基建资金来源端和项目供给端，全年基建增速仍是重要支撑。对于债市，一方面，疫情是否进入稳态、信心恢复和稳增长政策效应的持续性均有待验证，同时资金面相对充裕决定了收益率难以大幅上行。另一方面，从目前至三季度，大概率处于稳增长政策效应的观察期，通胀有一定概率阶段性突破3%，货币政策或聚焦于短期流动性调节和结构性政策，收益率也难有大幅向下的动力。目前维持收益率【2.7%，2.85%】区间震荡的判断。



4. 风险提示

- (1) 国内稳增长政策效应弱于预期。
- (2) 疫情恶化、俄乌地缘冲突若持续较长时间可能对全球供应链造成影响，加剧通胀。
- (3) 房地产市场预期悲观，调控政策优化难以推动房地产相关指标回升。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

