

2022年06月15日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

站在弱复苏的起点：希望与隐忧并存

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

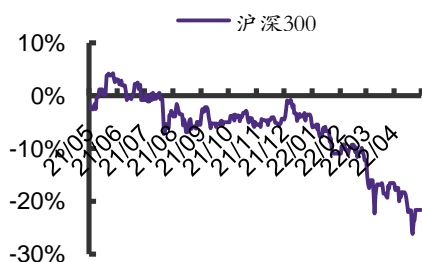
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514

《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510

《5月美联储议息会议点评：如期的加息

缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

6月15日，统计局公布5月经济数据，社零、地产投资、工业增加值同比增速分别为-6.7%、-4%、0.7%。城镇调查失业率下降至5.9%，经济呈现微弱复苏迹象。

投资要点

■ 核心观点

1、5月经济数据全面好转，弱复拉开序幕，希望与隐忧并存。从经济修复的情况来看，出口（15.1%）>基建投资（7.9%）>制造业投资（7.06%）>工业生产（0.7%）>房地产投资（-4%）>消费（-6.7%）。有三大亮点：出口超预期恢复、基建继续支撑、工业增加值增速转正。但消费同比延续负增长，地产依旧承压、失业率仍处高位，稳增长挑战犹存。

2、出口超预期增长，但高增速难以持续。出口金额同比大增15.3%，较上个月1.9%的低增速明显修复，但更多是前期挤压需求集中释放，后续会有再度回落压力。

3、基建增速再度走高，继续发力稳增长。随着财政资金提前下发的支持和复工复产的推进，基建增速加快回升，广义增速高达7.9%，成为稳增长的主要着力点。

4、制造业韧性凸显，得益于产业链修复和出口支撑。制造业投资同比涨幅为7.06%，较上月增加0.67个百分点，其中高新技术制造业投资累计增速为制造业的2倍有余。

5、工业生产增速转正，汽车制造业降幅明显收窄。工业增加值当月同比从-2.9%回升至0.7%，主要是疫情冲击减弱，政策集中加码，物流修复，助力恢复工业生产。

6、房地产基本面环比改善，但依旧承压，仍待稳地产政策进一步发力。房屋新开工、竣工、销售、销售单月环比年内首次转正，但同比依旧下降。

7、消费有所修复，但依旧偏弱。社零同比下降6.7%，较上月的-11.1%有所修复，但消费意愿依旧不足。增速上，可选快于必选，结构上，必选优于可选。

8、服务业生产指数环比回升，但同比仍是负增长。疫情反复、多地堂食限制尚未全面放开，线下服务仍是首当其冲，修复较为缓慢。

9、青年失业率不降反增，保就业，保民生压力还在，继续政策进一步发力。5月份城镇失业率为5.9%，较上个月下降0.2%，16-24岁青年失业率不降反增，较上月上涨0.2%后为18.4%，就业形势依旧严峻。

10、6月是国内外周期切换的重要时间点，需要警惕利差倒挂带来的流动性风险。

■ 风险提示

- (1) 美联储加息加速
- (2) 地产投资加速下滑
- (3) 基建投资不及预期

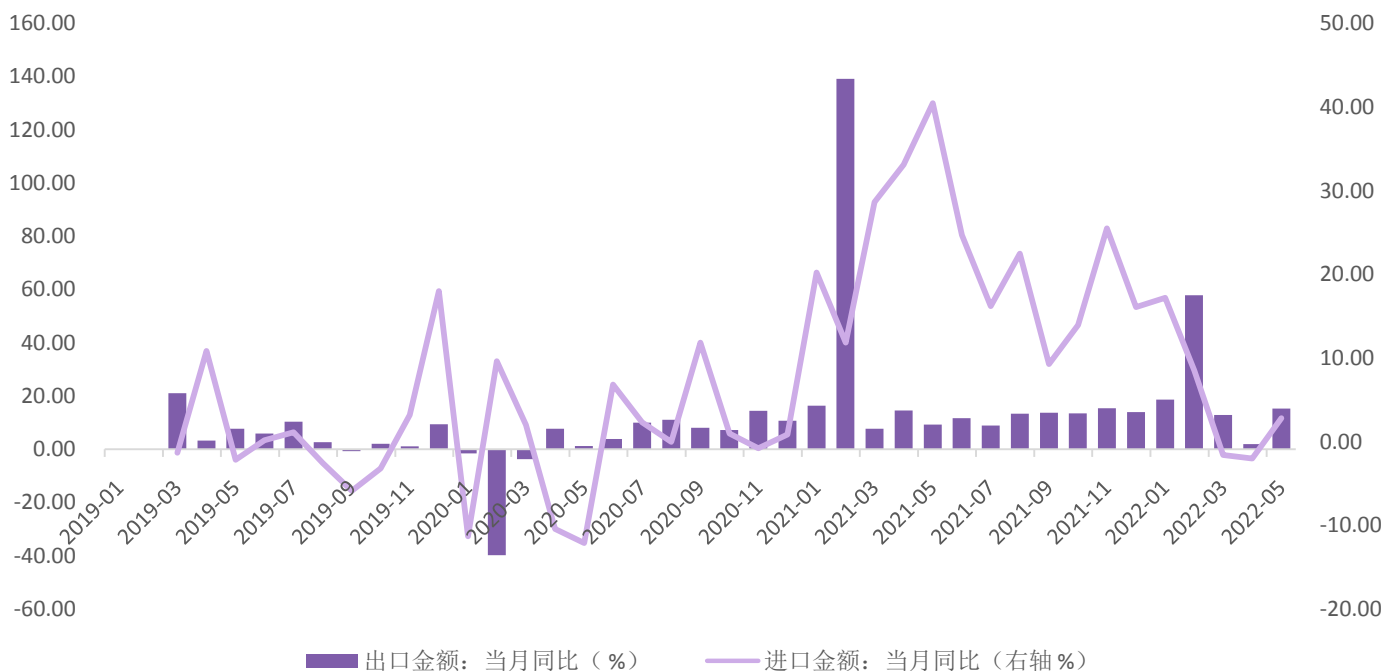
5月份的经济数据迎来了微弱的复苏。经济数据有三个亮点：1，出口超预期恢复。2，基建继续支撑。3，工业增加值出现了转正。但同时，总体经济仍较弱，主要表现在：1，居民消费依旧同比负增长，5月份同比下降6.7%。2，房地产仍在底部，地产开发和销售端均延续了不景气。3，失业率仍然处在高位，稳就业压力仍大。6月份是中美周期交换的关键时间点，要警惕中美利差倒挂带来的流动性影响。

从经济修复的情况来看，5月份经济数据中出口（15.1%）>基建投资（7.9%）>制造业投资（7.06%）>工业生产（0.7%）>房地产投资（-4%）>消费（-6.7%）。

1、出口超预期，但未来仍承压

出口超预期增长，但高增速难以持续。更多是前期挤压需求集中释放，后续会有再度回落压力。5月份出口金额同比增加15.3%，较上个月1.9%的低增长恢复明显，创四个月以来的最高值，稳外贸政策效果显著。出口的超预期恢复除了得益于疫情冲击的减弱、挤压订单释放、物流运输和供应链的修复之外，也有低基数的原因。但展望下半年，中国出口将同时面对高基数和海外需求收缩的双重压力：美国预计最快二季度就能出线3m10s的利差倒挂，世界开始进入到加息周期，需求减弱。下半年出口将难以维持高增速，将会再度承受回落压力。

图表 1：5月出口恢复超预期



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

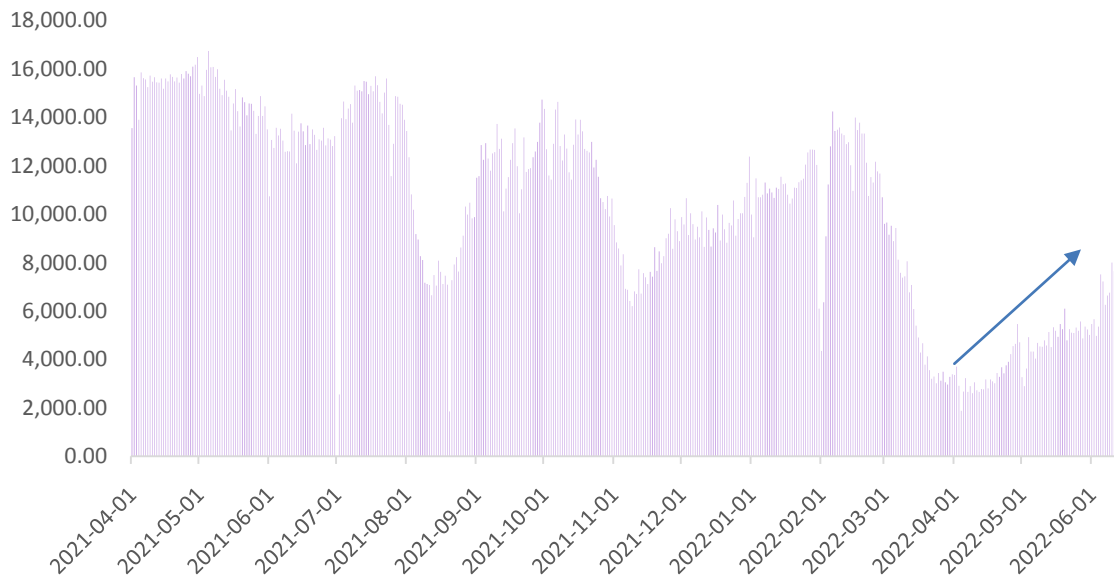
2、基建持续发力，项目资金再添新

基建增速再度走高，继续发力稳增长。随着财政资金提前下发的支持和复工复产的推进，基建增速加快回升，广义增速高达7.9%，成为稳增长的主要着力点。固定资产投资累计同比增速6.2%，其中制造业和基建投资的表现亮眼。基建持续发力，增速较上月大幅上行：广义和狭义基础设施建设投资5月份同比增速分别比上月增加了3.55和4.27个百分点。后续基建将继续受益于资金的提前下发和复工复产的推荐：1-5月新增专项债合计发行2.03万亿，按照6月前发放完90%专项债余额来计算，6月份预计会有近1.3万亿的专项债支撑，进一步加强基建对于经济的支撑。从领域来看，除了水利，住房REITS等发力方向外，燃气管道REITS也会是基建后续的发力方向：6月10日，国务院印发《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025年）的通知》，支持对符合条件、已完成更新改造任务的城市燃气管道等项目申报REITS。从资金来看，国家新增政策性银行信贷额度8000亿元来支持基建建设，基建将成为二季度经济平稳运行的主要抓手。

3、高新制造业维持高增速

制造业韧性凸显，得益于产业链修复和出口支撑。制造业投资同比涨幅为7.06%，较上月增加0.67个百分点，其中高新技术制造业投资累计增速为制造业的2倍有余。1-5月高新技术累计投资增速24.9%，继续维持在高位。分行业来看，运输设备由4月份的同比跌幅4.3%转至5月份同比上涨21.8%，较上月回升26.1个百分点，在疫情复工复产和供应链恢复的推动下，对于运输设备的需求带动了投资的增长：国内执行航班数创2022年疫情以来的新高，突破了8000架次/日。5月份汽车投资进一步上行6%来到了13.1%，恢复显著，工信部在近期表示将研究新能源车购置税优惠延续政策等措施，来进一步拉动汽车市场需求，带动汽车行业发展。

图表 2：执行航班继续从疫情中恢复



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、工业增加值触底反弹，汽车大幅回升

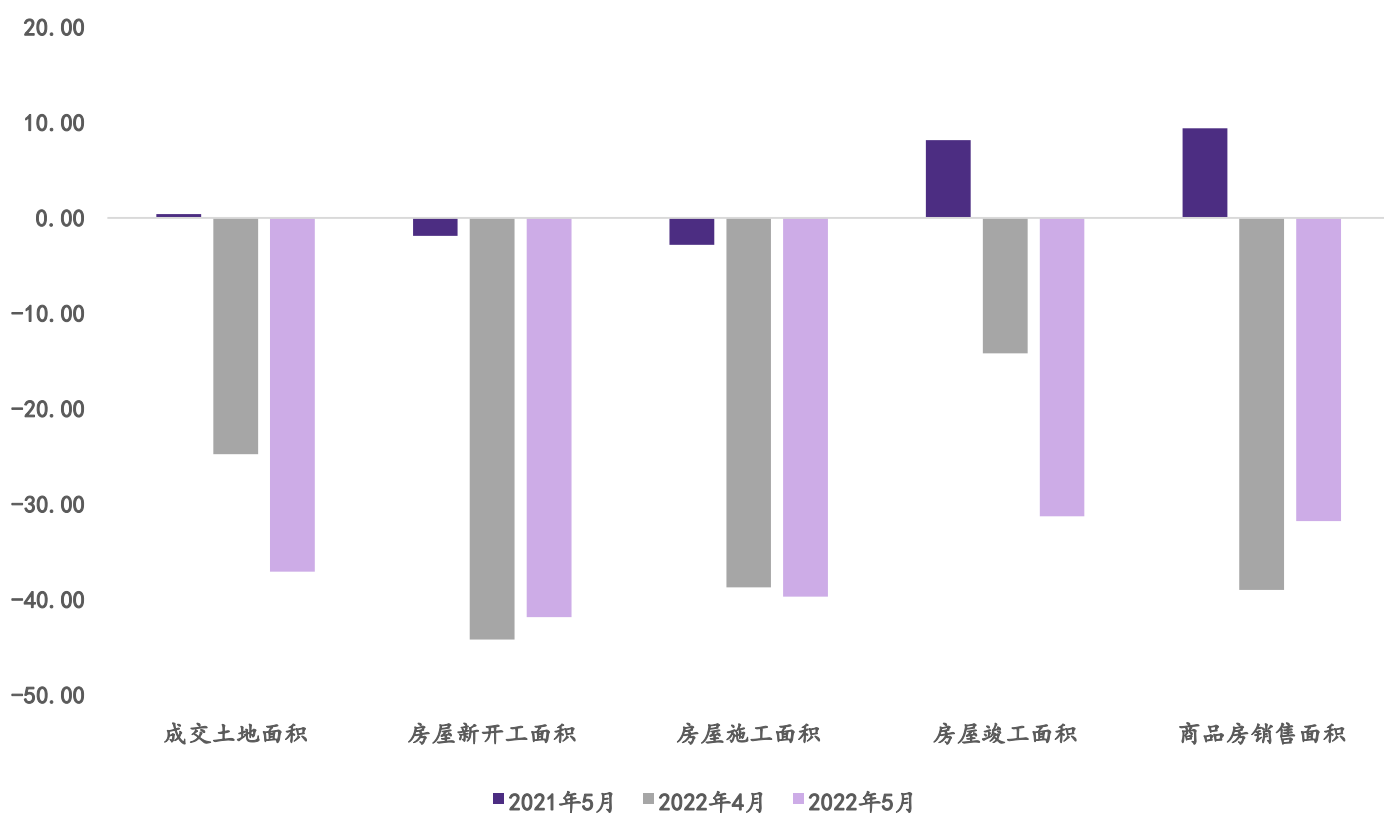
工业生产增速转正，汽车制造业降幅明显收窄。工业增加值当月同比从-2.9%回升至0.7%，主要是疫情冲击减弱，政策集中加码，物流修复，助力恢复工业生产。其中制造业由负转正，5月份同比上升0.1%，1-5月累计同比增长2.6%。从行业来看，汽车制造业虽然依旧同比负增长，但是已经能明显看出来疫情影响的减弱，由4月份的同比减少31%回升到了5月份的同比减少7%。汽车生产条件的恢复。医药行业出现了连续两月的同比下降，主要是高基数带来的影响，2021年5月份医药工业增加值同比上升34%，是有数据以来的最高值，从而拉低了当前的同比数据。采矿业在外部能源价格冲高的影响下依然表现亮眼，5月份同比增长7%，但从趋势来看，采矿业延续3月份以来的同比增速减缓的趋势。5月份，发改委连续多次发文提及煤价问题，稳煤价政策的组合拳持续发力。煤电占我国总发电量的约60%，稳煤价是稳定发电量，稳定企业生产居民生活的重要措施，也是国家稳物价中最初级的一环。在外部大宗商品输入通胀压力持续加大的时期，稳煤价的发力将保证后续的企业成本和居民生活质量。

5、房地产探底仍未结束

房地产基本面环比改善，但依旧承压，仍待稳地产政策进一步发力。房屋新开工、竣工、销售、销售单月环比年内首次转正，但同比依旧下降。1-5月，全国房地产开发投资同比下滑4.0%，降幅比1-4月扩大1.3个百分点。从开发端来看，5月份房地产新开工面积同比下滑41.85%，虽然较上月44.19%的同比下滑有所恢复，但仍不改严峻的态势。

而土地购置面积结束了环比减少的态势，开始出现回升，5月土地购置面积新增622.9万平方米，较上月环比增加45%。但这是在4月份历史新低的基数影响下，从同比来看1-5月份累计购置面积同比减少45.7%，房地产开发投资意愿依然不景气。从销售端来看，4月份商品房的销售额和销售面积的下滑速度进一步扩大，同比近乎腰斩，4月份商品房销售面积同比减少39%，较上个月降幅扩大21.3%；商品房销售额同比减少46.6%，较上月继续下滑20.4%。房地产消费作为最高价值的居民消费，要进一步等到居民收入和预期的扭转之后，居民的购房意愿才能得到恢复。而除了在销售端进行解绑限售，降低首付等措施外，地方也开始出台纾困房企的政策：目前浙江、江苏、重庆、河南等多个省市都开始通过并购重组，国资入场的方式来纾困当地民营房企。从供给端来保证房地产市场的健康平稳运行，避免房地产市场的硬着陆。

图表 3：房地产探底仍未结束



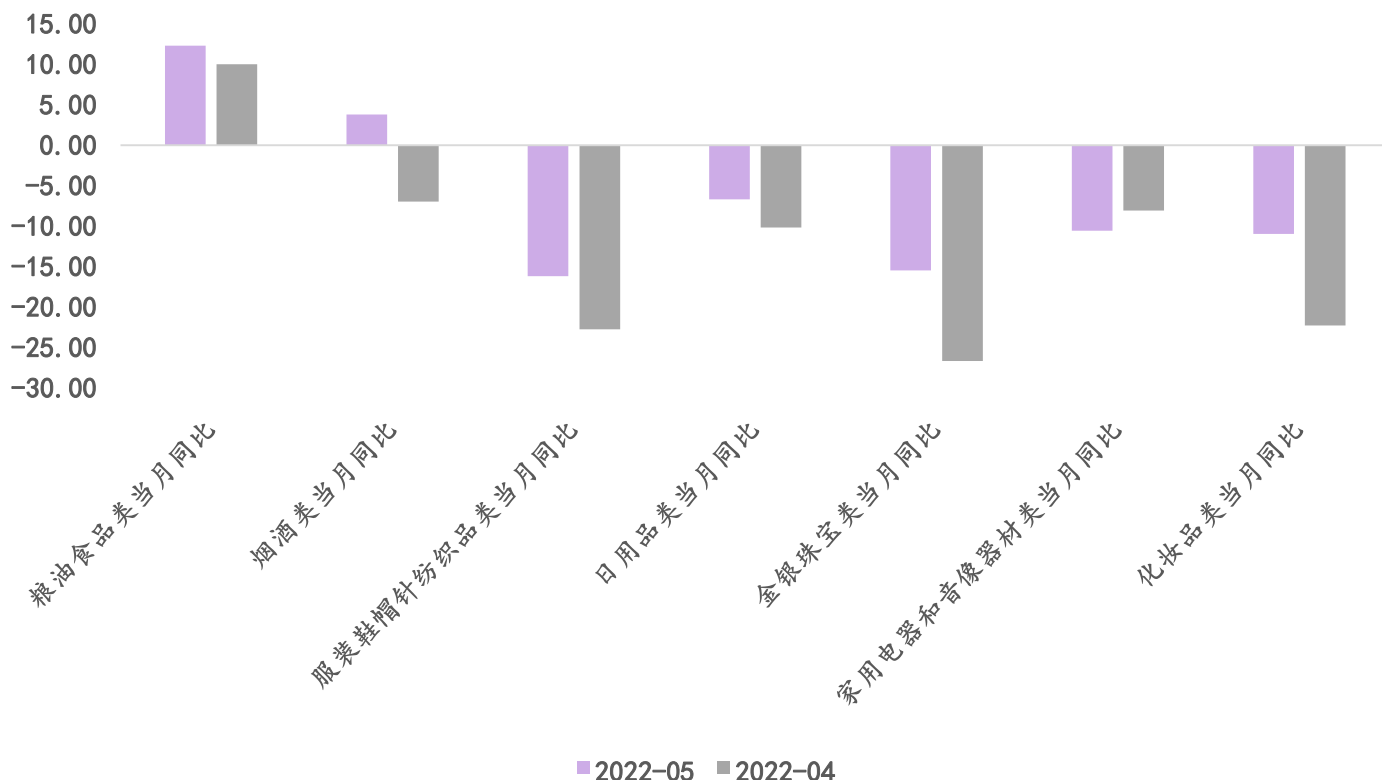
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、消费全面回暖，可选必选出现分化

消费有所修复，但依旧偏弱。社零同比下降6.7%，较上月的-11.1%有所修复，但消费意愿依旧不足。增速上，可选快于必选，结构上，必选优于可选。5月份，社会消费品零售总额33547亿元，同比下降6.7%，较上个月的同比滑落11.1%有所恢复，但仍然偏弱。1-5月份，社会消费品零售总额171689亿元，同比下降1.5%，其中，除汽车以外的消费品零售额155095亿元，下降0.5%。可选消费恢复速度快于必选：珠宝、化妆品、衣服等分别较上月上漲了7.9%，10.6%和6.1%，但仍保持了同比负增长的状态，仍需政

策发力来改善居民预期。必选消费的结构要好于可选消费，其中烟酒类的消费由4月份的同比降幅7%回升到了同比上涨3.8%，实现了同比正增长。汽车消费较上月上升了16.4%，5月底以来多地落实中央稳住经济大盘的各项政策：武汉，成都等城市都发放了消费券和汽车消费补贴，乘用车方面已经出现了相对的改善。根据中汽协、乘联会的统计，乘用车销量增速为-1.4%和-11.83%，分别较上月回升了41.96%和20.06%，汽车消费虽然仍偏弱，但恢复态势明显。

图表 4：消费的复苏结构分化



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

7、服务业仍在底部

服务业生产指数环比回升，但同比仍是负增长。疫情反复、多地堂食限制尚未全面放开，线下服务仍是首当其冲，修复较为缓慢。5月份服务业同比减少-5.1%，餐饮收入虽较上月小幅回升1.6%，但仍保持了两位数的同比减少：5月份餐饮收入同比减少-21.1%。反复的疫情，多地堂食未开对于服务业的打击是主要的原因。国家近期多次发文规范地方的防疫措施，禁止“层层加码”和“一刀切”的防疫手段。6月9日国务院联防联控机制上表示：地方要科学制定核酸筛查策略，划定核酸检测范围和频次，避免盲目扩大范围开展全员筛查。没有发生疫情，也没有输入风险的，查验核酸不应该成为一种常态。目前我们已经看到多地降低常态化核酸频率、取消低风险地区人员流动核酸检测要求：绍兴、北京等地进入公共场所核酸检测要求由48小时改为72小时，低风险地区人员进入江西、杭州等地无需核酸检测证明。预计服务业会在防疫

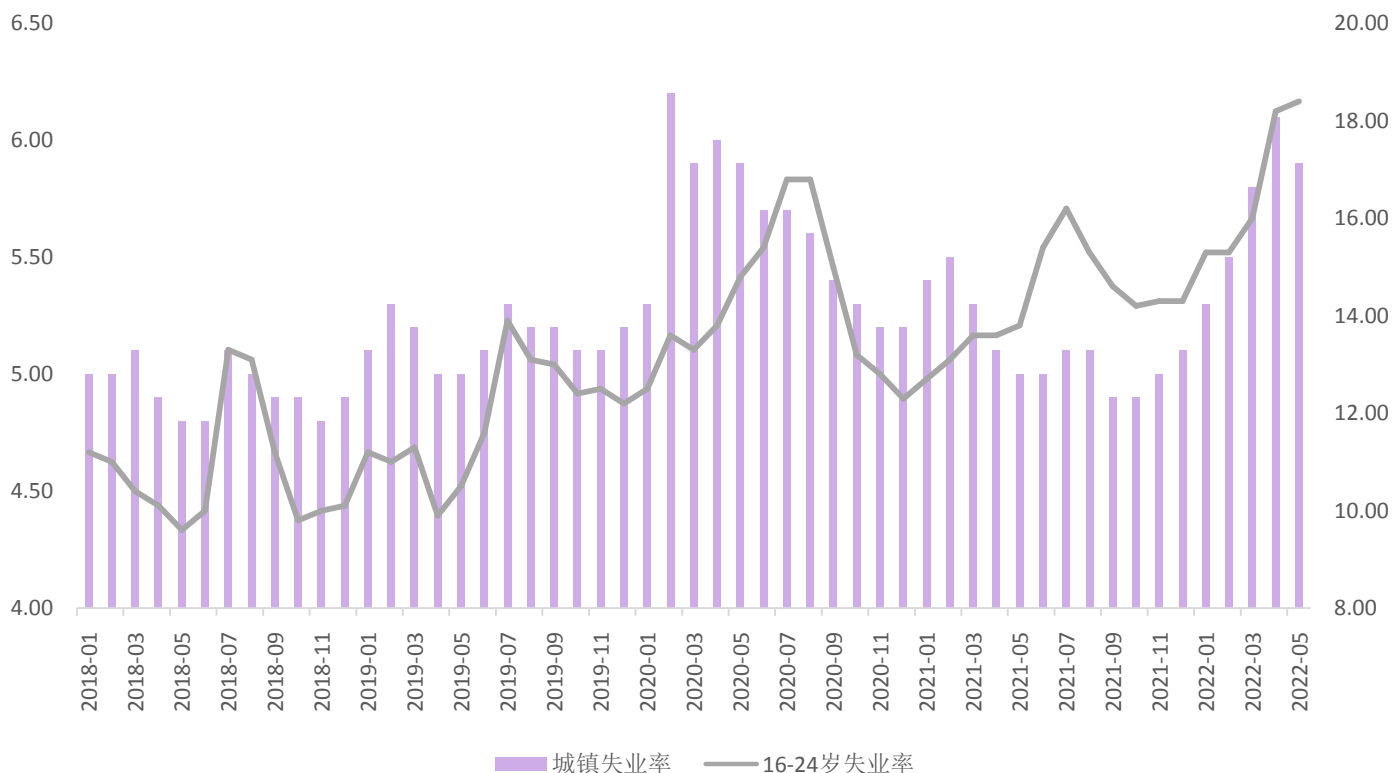
请阅读最后一页重要免责声明

7

8、保民生，保就业仍在进行

保就业，保民生压力仍存，仍需政策进一步发力。5月份城镇失业率5.9%，较上个月下降0.2%，16-24岁青年失业率不降反增，较上月上涨0.2%来到了18.4%，全年就业压力仍存。保就业的根本还是要保主体，中小微企业作为市场的主体是吸纳就业的主要力量。各地出台各项支持企业扩岗促就业的措施，包括一次性吸纳就业补贴，扩岗补助等等，来减轻企业雇工用工成本，扩大企业雇工需求。保民生工作进一步进行中，6月1号国常会要求对符合条件的失业农民工发放临时补助或救助，无论是否参加失业保险。

图表 5：青年失业率上升，保就业压力仍大



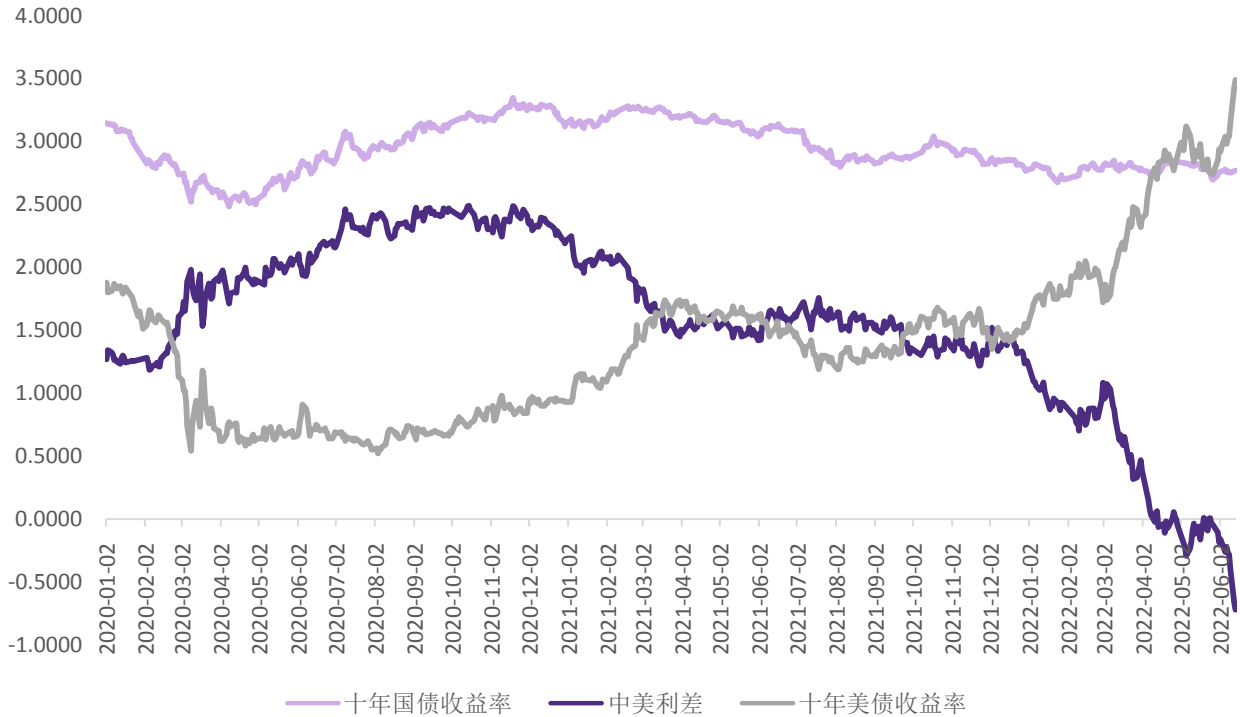
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

9、中美周期切换，警惕利差倒挂

6月份是国内外周期切换的重要时间点，需要警惕利差倒挂带来的流动性危机。从海外的角度来看，美联储面对超预期的通胀，预计将进行超过50BP的强硬加息，同时消费者信心指数创下历史新低，经济下行压力凸显，下半年美国将同时面临“滞”和“胀”

的问题。反观国内，二季度初的疫情阴霾已经基本消散，复工复产在进行，同时从政策的角度来说，防疫政策进一步优化，预计未来上海状况将不会重演。同时，国内“涨”的压力在减轻：5月份CPI维持2.1%，PPI较上月下滑来到6.4%，PPI和CPI的剪刀差进一步缩减，但仍需警惕后续能源大宗产品价格传导以及猪肉价格的上升。“滞”的局面在改善：出口、制造业都在5月份取得了不错的成绩，基建持续发力进一步支撑经济运行。宽信用也在进一步打通：预计7-8月能看到企业中长期贷款的回升。中美周期开始切换，在美联储超预期加息的影响下，预计中美利差进一步走阔，对国内产生流动性影响。

图表 6：中美利差进一步扩大



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7：5 月份经济数据一览

	较上月变化	当月		累计	
		2022年5月	2022年4月	2022年5月	2022年4月
PMI	▲	49.60	47.40	-	-
社融	▲	10.50	10.20	-	-
规模以上工业增加值	▲	0.70	-2.90	3.30	4.00
采矿业	▼	7.00	9.50	9.60	10.40
制造业	▲	0.10	-4.60	2.60	3.20
电力、燃气及水的生产和供应业	▼	0.20	1.50	4.10	5.00
出口金额	▲	15.30	1.90	11.40	10.30
进口金额	▲	2.80	-2.00	4.70	5.00
固定资产投资	-			6.20	6.80
基础设施投资（广义）	▲	7.90	4.35	8.16	8.26
基础设施投资（不含电力）	▲	7.22	2.95	6.70	6.50
制造业投资	▲	7.06	6.39	10.60	12.20
高技术制造业	-	-	-	24.90	25.90
高技术服务业	-	-	-	10.80	13.20
房地产开发投资	▲	-7.80	-10.06	-4.00	-2.70
百城成交土地面积	▼	-37.07	-24.78	-29.50	-27.34
房屋新开工面积	▲	-41.85	-44.19	-30.60	-26.30
房屋施工面积	▼	-39.68	-38.72	-1.00	0.00
房屋竣工面积	▼	-31.26	-14.19	-15.30	-11.90
商品房销售面积	▲	-31.77	-39.00	-23.60	-20.90
社会零售品规模	▲	-6.70	-11.10	-1.50	-0.20
商品零售	▲	-5.00	-9.70	-0.70	0.40
餐饮收入	▲	-21.10	-22.70	-8.50	-5.10
CPI	-	2.10	2.10	1.50	1.40
PPI	▼	6.40	8.00	8.10	8.50
PPI-CPI剪刀差	▼	4.30	5.90	6.60	7.10
全国城镇调查失业率	▼	5.90	6.10	5.50	5.30

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

10、风险提示

- (1) 美联储加息加速
- (2) 地产投资加速下滑
- (3) 基建投资不及预期

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。