

2022年6月15日，统计局公布2022年5月经济数据。各项经济指标均较前值走高。5月数据意味着两点，一是4月确定为上半年经济底，二是当前经济迎来疫后修复。

修复成色如何？五月经大致修复至疫情前2-6成

5月经济指标全面反弹，经济修复的方向并不令人感到意外，毕竟之前公布的5月PMI数据已经给出修复信号。

仔细观察5月不同板块修复情况，基建、工增、消费、地产，这四大板块修复节奏梯次下降，基建修复约6成，工业生产修复约4成，社零修复约3成，地产修复约2成。

撇除出口（5月已经好于疫情之前），各项经济数据描绘的情景是，五月经大致修复至疫情前2-6成活跃度情况。

修复斜率何来？当前经济修复主要依靠出口和基建

本月出口同比17%，基建投资8%，出口一举超过疫情前表现，基建也几乎修复大半。除去出口和基建，其他经济指标5月表现偏平庸。

相较之下，地产和消费修复偏慢，当前经济修复斜率主要依靠出口和基建。

对应到产业，5月表现亮眼的主要是汽车链、计算机通讯等电子产品制造业、电力投资相关链条。前两者受益于出口；后者属于表现较好的基建链。

未来趋势怎么看？关注疫后修复第二阶段的地产、消费以及流动性

当前高能级城市人流和物流均远不及疫情之前。不仅如此，省级人员和货物流尚且需要进一步修复。基于此，我们判断经济还需要一段时间修复至疫情之前。当前处于疫情修复前半场。

当前地产和消费修复最慢，而疫后经济修复第二阶段，修复动能主要看地产和消费。

疫情及疫后经济修复初期，财政主导流动性变化，最终我们在5月迎来增长修复叠加国内货币宽松的黄金组合。

驱动当期经济修复的出口和基建，预计三季度都将保持相对强势。相较经济动能，更需关注短期内流动性条件。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谢文迪

执业证书：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

1、《复工复产的产业梯次》

目 录

1 五月经济大致修复至疫情前 2-6 成.....	3
2 经济修复方向取决于疫后物流恢复.....	3
3 经济修复弹性来自强劲的出口和基建.....	4
4 当前经济修复阶段及对应的产业梯次.....	5
5 如何理解当前宏观经济状态.....	6
6 风险提示.....	7
插图目录.....	8

2022年6月15日，统计局公布2022年5月经济数据。

工业增加值同比0.7%，较前值上行3.6个百分点。固定资产投资同比5.1%，前值为2.4%，其中基建投资增速为7.9%（前值4.3%），制造业投资增速为7.1%（前值6.4%）。社零同比-6.7%（前值-11.1%），其中限额以上社零增速从上期的-12.4%上行至-0.9%。

1 五月经济大致修复至疫情前 2-6 成

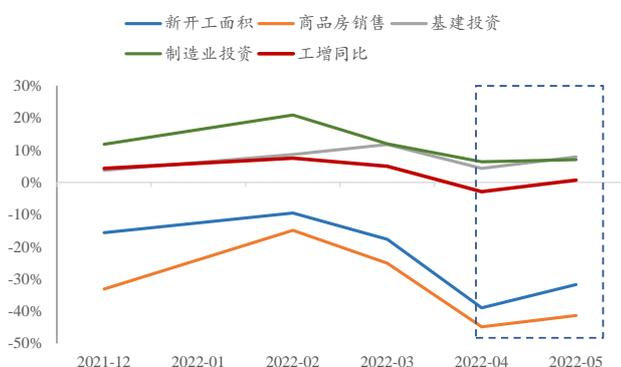
5月经济指标全面反弹，经济修复的方向并不令人感到意外，毕竟之前公布的5月PMI数据已经明确给出信号。

5月尚处疫后经济修复期，我们做一个数据处理¹，用以描绘5月经济各项指标修复情况。数据显示：

出口恢复最好，读数上完全走出疫情状态，同比读数甚至高于疫情之前。基建、工增、消费、地产，这四大板块修复节奏梯次下降，基建修复约6成，工业生产修复约4成，社零修复约3成，地产修复约2成。

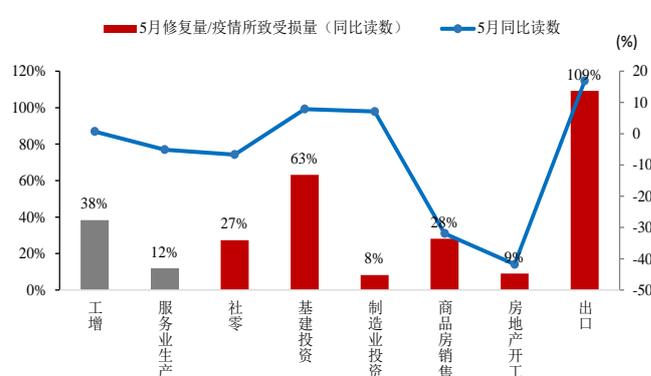
当前经济确定处于斜率向上的修复状态。撇除出口，各项经济数据描绘的情景是，五月经济大致修复至疫情前 2-6 成活跃度情况。

图 1：各经济指标同比增速在 5 月份均有所反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：2022 年 5 月各板块数据恢复进度与绝对增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 经济修复方向取决于疫后人物流恢复

疫情及防控对经济的影响主要体现在人流约束。本轮疫情稍有不同，本轮华东疫情还对物流带来影响。疫情放开，人流和物流逐步向常态修复，这是当前经济修复方向的决定因素。

人流方面，5月底全国迁移指数与去年同期一致。这意味着4月人流冻结状态结束，人流开始恢复。

结构上人流恢复情况是三四线优于二线，优于中心城市。高能级城市人员流通所隐含的经济

¹ 例如，如果一个指标疫情前是 100，因疫情 4 月下滑至 80，当前恢复至 92，那么他的恢复比例为 $(92-80)/(100-80)=60\%$ ，不过这种方法可能存在无法度量订单挤压、赶工情况的误差。

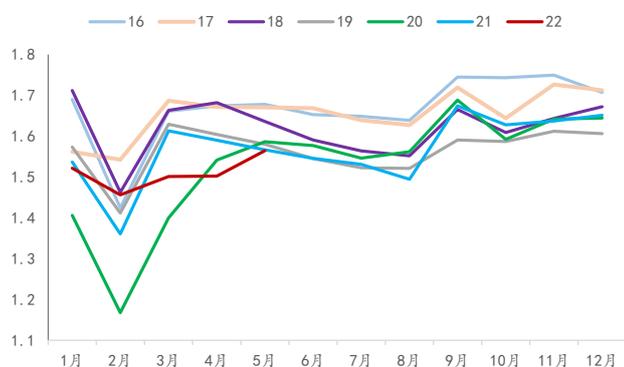
辐射性较高，所以当前人流意味着经济动能较疫情前有差距。

物流方面，全国货运指数 4 月最低同比下滑 30%，5 月份已恢复至-20%，当前物流有所修复，但距离疫情之前仍有差距。

我们还发现约束缓解较多的行业恢复情况较好，约束缓解较少的行业恢复情况较弱。分地区看，江苏、吉林等前期物流约束地恢复较快，而上海恢复速度较慢。

5 全国执行航班数量修复约疫情之前的五成水平，这意味着省际人流和物流仍存在一定约束。6 月货运物流指数也未修复至疫情前水平，同样也与省级人流物流通畅程度不及疫情前有关。

图 3：百城高德拥堵延时指数（按 GDP 加权）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：整车货运物流指数缓慢上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 经济修复弹性来自强劲的出口和基建

5 月经济指标中，最引发我们关注的是出口和基建，这两块表现一定程度超预期。

5 月基建投资增速高达 7.9%，虽不及一季度 10% 的增速，但仍然处于绝对高位。其他地产、消费、工业生产等指标，距离疫情之前还有相当一段距离。相较之下，基建投资表现偏强。

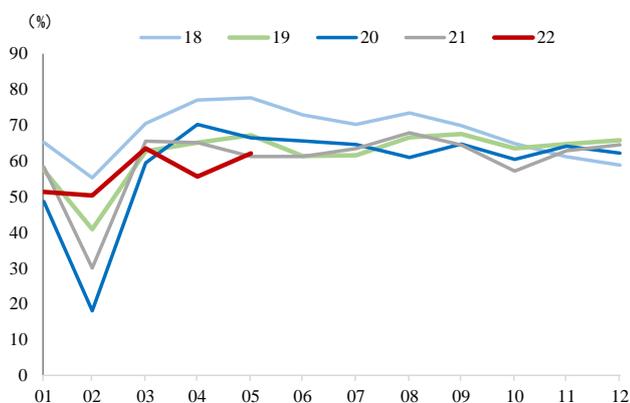
值得一提的是，本月基建投资的细分板块表现都不错。电力和交运延续疫情前良好态势，水利、环境和公共设施投资业投资增速更是创下 2019 年 9 月以来新高。

这与微观上工业品所描绘的特征一致。管材（PE 管、钢管、电力管等）消费明显好于其他品种，沥青消费相较一季度也有明显增加。

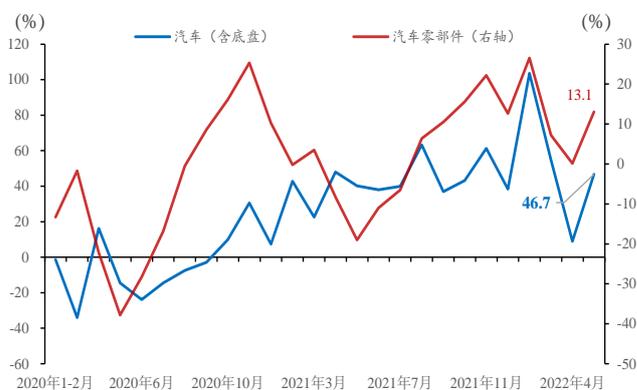
所有 5 月经济金融数据，值得反复强调的是出口数据，出口表现显著超预期。

5 月出口同比一举超过疫情之前，这既有库存消耗因素，也有海外需求强韧因素。

海外制造业生产和居民消费仍然保持高位、全球 5 月 PMI 环比加速扩张，韩国和越南出口同比仍维持双位数增长，均印证当前全球需求尚未收缩，当下不宜判断海外经济步入衰退。

图 5：铜杆开工率 5 月明显反弹，电力相关需求较好


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：5 月出口中的汽车及其零部件超预期（同比）


资料来源：Wind，民生证券研究院

4 当前经济修复阶段及对应的产业梯次

5 月经济修复，产业梯次上呈现出特征，复合我们前期判断：出口产业链优于基建产业链，优于地产和消费；下游装备制造业生产好于消费品制造业和原材料工业。

本轮疫情修复阶段，我们的确看到三条产业链表现较好。

首先是汽车链条。

汽车链条内部的景气度高低整体呈现为：出口>生产>国内销售。当前国内销售数据恢复速度不及生产，汽车销售额增速从-32%恢复至-16%，工增从-32%恢复至-7%。但是这种结构后期或将显著改善。为了对冲消费下滑，各级政府出台了诸多政策对汽车消费进行刺激，如降低购置税、提高牌照发放等。

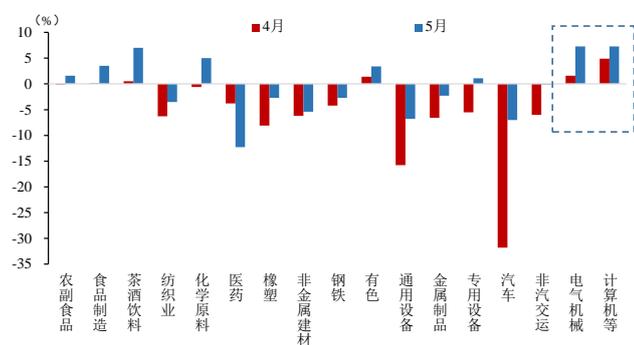
其次是计算机、通讯及其他电子产品制造业（以下简称电子产品业）。

电子产品业的出口依存度较高（近一半），受益于物流好转、出口高增，该行业的工增增速从 4 月的 4.9% 大幅反弹至 7.3%。通胀数据中，该行业的出厂价格环比增速也创了 2014 年以来新高。

再次是电力投资相关链条。

与电力相关的链条主要包括电气机械、有色金属等行业。今年终端电力投资本身就具有韧性，一季度电力投资增速高达 10% 以上。5 月疫情缓解后，电力投资回升带动中上游生产扩张，本期电气机械业的工增高达 7.3%，有色金属的生产强度（3.4%）也比钢铁、非金属矿物制品、橡塑等原材料工业要高，同时上游的铜杆开工率回到今年 3 月的高点。

图 7：制造业各行业工增变动（同比）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：计算机、通信和其他电子设备 PPI 环比创新高



资料来源：Wind，民生证券研究院

5 如何理解当前宏观经济状态

5 月数据确认经济从 4 月的最低点走出，目前处于向上修复状态。对于当前经济修复状态，我们需要强调四点。

第一，当下经济状态更接近疫后复工达产，而非内生需求再扩张带来的经济大复苏。

人流物流相关的高频指标，还是社零、工增等各项经济数据，均说明当前经济还未修复至疫情前。

除去出口，5 月经济修复大概达到疫情之前的 2-6 成水平。

第二，疫后经济修复将依次经历不同阶段，当前处于疫后修复的上半场。

当前高能级城市人流和物流均远不及疫情之前。不仅如此，省级人员和货物流尚且需要进一步修复。基于此，我们判断经济还需要一段时间修复至疫情之前。可以说当前处于疫情修复前半场。

疫情修复前半场，汽车、电子产品制造业和电力投资相关板块迎来较好表现，复合我们对疫后修复产业梯次的判断。

第三，关注后续经济修复动能，能否由地产和消费续接。

当前经济修复斜率主要依靠出口和基建。出口一举超过疫情前表现，基建也几乎修复大半。相较之下，地产和消费修复偏慢。疫后经济修复第二阶段，修复动能主要看地产和消费。

今年 2-5 月，地产政策频出，疫中经济活动受到抑制，地产政策效果或难当期显现。随着疫后经济修复，6 月或是重要的政策观察窗口期，后续关注地产政策是否进一步加码，并关注地产销售、投资等数据未来会迎来怎样变化。

5 月社融反弹，增值税留抵退税进一步推高 M2 增速。全社会流动性较为充裕。5 月经济和金融数据描述的疫后经济修复特征是人流物流约束放开，增长动能释放，流动性偏于宽松。

未来人流和物流约束或进一步放开，基建动能持续放量。出口韧性仍在，所以短期内经济修复动能和弹性仍在。财政支出和剩余留抵退税保证 6 月流动性总体偏宽，预计 6 月流动性都不会过于收紧。

驱动当期经济的出口和基建，预计三季度都将保持相对强势。相比之下，我们更加关注短期内流动性变化。

6 风险提示

经济走势超预期：经济大幅度变动。

疫情发展超预期：新增确诊人数出现大幅度的波动。

海外地缘政治超预期：海外冲突加剧，影响上游大宗价格。

插图目录

图 1：各经济指标同比增速在 5 月份均有所反弹.....	3
图 2：2022 年 5 月各板块数据恢复进度与绝对增速.....	3
图 3：百城高德拥堵延时指数（按 GDP 加权）.....	4
图 4：整车货运物流指数缓慢上行.....	4
图 5：铜杆开工率 5 月明显反弹，电力相关需求较好.....	5
图 6：5 月出口中的汽车及其零部件超预期（同比）.....	5
图 7：制造业各行业工增变动（同比）.....	6
图 8：计算机、通信和其他电子设备 PPI 环比创新高.....	6

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001