

需求能否“接棒”很关键

——5月经济数据点评 20220615

报告日期: 2022-06-15

主要观点:

首席分析师: 颜子琦

执业证书号: S0010522030002

电话: 13127532070

邮箱: yanzq@hazq.com

分析师: 张伟

执业证书号: S0010522030003

电话: 18811507660

邮箱: zhangwei@hazq.com

研究助理: 杨佩霖

执业证书号: S0010122040030

电话: 17861391391

邮箱: yangpl@hazq.com

● 事件:

6月15日, 统计局公布2022年5月经济数据, 全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资(不含农户)累计同比分别为+3.3%、-1.5%、+6.2%。

● 接下来要看需求能否成功“接棒”

综合来看, 5月经济修复的路径与2020年基本一致, 都是由疫情逐渐受控驱动供给端率先得到恢复, 同时疫情期间积压的订单也构成了一定的支撑。但有所不同的是, 相比于2020年, 本轮需求端的修复更加缓慢, 社零季调环比增速历时两个月才实现正增长, 并且幅度明显偏低。同时, 地产数据仍不乐观, 尽管各地稳地产的政策在不断加码, 地产销售边际好转, 但居民预期偏弱的影响下销售大幅改善的难度仍然较大。

接下来, 宏观基本面变化的关键在于需求端能否成功“接棒”。好的一方面在于, 在政策不断加强的作用下, 基建投资的韧性凸显, 并且随着政策行参与到本轮促基建的过程中, 基建投资短期内反弹的空间都得到了进一步的强化, 不过对财政资金的配套情况仍然是临近年末基建投资的重要不确定性。不好的一方面在于, 本轮的周期位置本身偏弱, 出口、地产两大需求引擎均面临着不小的压力, 并且在短时期内很难有明显的缓解, 而居民消费预计仍会保持较疲弱的状态, 需求端发力的重任更多地压在基建方面。

因此, 基建的强弱对下半年宏观经济有决定性的影响, 需要关注两个方面。一是增量的财政政策如何落地? 政策行发力意味着特别国债的可能性在下降。就目前而言, 较为乐观的情况下, 存量财政空间的腾挪以及8,000亿元政策行基建贷款的调增基本可以填补疫情带来的财政缺口, 但填补缺口以外的增长空间还需视政策行贷款投放模式而定。二是城投融资能否打开? 财政资金对基建投资而言固然重要, 但财政以外的配套资

金也是关键。根据目前的观察，隐债管控仍是红线，城投融资大幅放松的可能性有限，基建投资在四季度的持续性有待观察。

◆ 供给侧：生产率先修复，持续性仍看需求

4月工业增加值当月同比由降转增，录得0.7%，较4月提升3.6pct；季调环比同样实现了正增长，录得5.61%，较4月大幅回升11.4pct。同比、环比的同步正增，意味着与2020年相同，生产端再一次率先实现了“爬坑”。

我们认为，工业生产的改善，一方面源自于4月疫情期间积压订单的集中释放，另一方面也源自于疫情逐步受控后的供应链修复。5月，中国物流业景气指数LPI达到49.3%，较前值回升6.5pct，供应链恢复与复工复产稳步推进，工业企业上下游的逐渐打通为生产改善提供了客观条件。疫情对供给侧的约束在逐渐消除，当前积压订单对生产仍有支撑，但修复的持续性取决于需求端，关键在于增量的政策是否能够提供足够的逆周期需求。

分门类来看，制造业改善最为明显。采矿业、制造业、电燃水业增加值当月同比分别为7.0%、0.1%、0.2%，其中，采矿业、电燃水业分别回落2.5、2.9pct，制造业回升4.7pct。从细分行业的数据来看，电气机械和器材制造业、化学原料制品业、专用设备制造业等出口相关行业表现较好，前期积压出口订单的补、赶工是制造业好转的关键。

从产品产量的角度来看，水泥、粗钢、钢材产量增速分别较去年同期下滑17.0%、3.5%、2.3%，但较4月均出现小幅提升，表明上游产品产量虽然较去年出现下降，但已出现恢复势头。下游产品中，新能源汽车同比增速为108.3%，较上月提升66.1pct，可能与政策支持以及供应链恢复有关。

◆ 需求侧：消费弱式改善，基建发力明显

1) 消费方面：

整体来看，5月消费边际回暖，但修复幅度较小。5月社会消费品零售总额同比下降6.7%，降幅收窄4.4pct；从环比来看，5月社零季调环比增长0.05%，增速由负转正，较前值提升7.6pct。尽管消费相对4月而言有所改善，但与2020年5月、2021年8月相比，本次社零环比回正所

需的时间更长、幅度更小，居民需求仍然疲软。

分品类来看，15个限额以上商品零售额中有14个同比增速较前值有所提升。其中烟酒类同比增速由负转正，5月录得3.8%，较前值提升10.8pct。仅有家用电器和音像器材这一品类受楼市低迷拖累，同比增速较4月回落2.5pct。可选消费品的降幅继续收窄，化妆品类、金银珠宝类、通讯器材类、汽车类同比增速回升幅度较大，分别较前值提升11.3、11.2、14.1、15.6pct。必选消费增速继续提升，5月粮油食品类、饮料类同比增速分别录得12.3%、7.7%，较前值提升2.3、1.7pct。

后续来看，受局部疫情扰动及居民收入等的影响，居民消费意愿可能仍然偏低，消费的回暖预计延续弱式修复。线下消费场景缺失的问题有望继续缓解，但短期来看空间有限，人员跨区域流动仍然是线下消费的主要约束。随着减征车辆购置税等政策的落地，汽车消费有望成为重要的增量引擎。

2) 投资方面:

5月，固定资产投资当月同比录得4.7%，较前值增长2.9pct，基建投资贡献较大。5月固定资产投资季调环比上升0.7%，由负转正，创今年以来环比增速新高，稳增长政策力度持续加大。

房地产投资当月同比录得-7.7%，降幅缩窄2.4pct。施工方面，施工面积同比降幅小幅扩大0.1pct，新开工面积同比降幅收窄2.3pct，竣工面积降幅扩大17.2pct，新项目建设边际加快。拿地仍不理想，土地购置面积、土地成交价款继续同比负增长，但表现有所分化，前者降幅收窄14.2pct，后者降幅扩大12.1pct。销售有所好转，商品房销售面积、销售额分别同比下降31.8%、37.7%，降幅分别缩窄7.2%、8.9%，线下看房逐步恢复叠加各地政策加码发力，居民购房意愿边际改善。

宽、窄口径基建投资当月同比分别录得7.9%、7.2%，较4月分别提升3.6、4.3pct，基建投资反弹幅度较大。前期基建投资受疫情影响下施工有所承压，疫情逐步受控后，基建投资的韧性得到了体现。我们认为，随着后续疫情扰动下降，新增专项债加速发行，政策性银行基建贷款调增8,000亿元，叠加2021年Q3极端天气影响出现了较低的基数，基建投资仍有较强的支撑。但仍需关注在新增专项债发行完毕以后，能否有增量资金实现衔接，以及城投融资能否有效打开对财政资金形成配套。

制造业投资当月同比增速录得7.1%，小幅回升0.7pct。未来，制造业投

资需要关注 3 个方面：一是能源、原材料价格是否会对制造业利润产生挤压；二是企业经营预期能否出现有效改善；三是终端需求的改善程度能否有效提升产能利用率。

● 投资策略：利率债不宜激进

展望后市，经济基本面预计仍然偏弱，但边际好转也是事实，经济不会一直处于 4、5 月的底部。对债市而言，边际变化更加关键，利好因素正在逐渐弱化。

一方面，尽管央行大概率维持流动性偏松，但 1.3-1.4% 的隔夜价格不是合意水平，政府债供给放量和信贷投放好转会导致资金价格中枢出现确定性的上移。在长端利率对 4、5 月的流动性环境都无法给出有效定价的情况下，意味着投资者谨慎的心态难以轻易改变，后续边际抬升的资金价格更是难以成为利率下行的驱动因素。

另一方面，在前期行情中，利率震荡的下限基本已经明确，要突破或者逼近下限，需要超预期的强烈利好出现。在海外加息预期进一步升温、国内经济逐步复苏的情况下，这一事件出现的概率也不大。

因此，当前的利率水平易上难下，同时资金价格的边际抬升也给杠杆策略带了难度和挑战，趋势上看当前利率债投资不宜激进，杠杆应当考虑逐步降低。

● 风险提示

疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

分析师：张伟，华安固收分析师，对外经济贸易大学本硕，3年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。