

## 经济见底，央行未动，何以破局？

2022年06月16日

2022年6月15日，国家统计局公布5月经济数据，对此我们点评如下：

### ► 5月经济数据反映了什么？

在4月受疫情冲击、部分地区封控之下，5月经济筑底回升属预期之内，但经济总体呈现弱复苏，环比动能并不算强：

(1) 工业生产加速，制造业有所修复但仍然偏弱；

(2) 投资总体好转，其中基建回暖仍是主要支撑项，制造业修复但幅度较弱，地产仍需政策持续呵护，房企压力仍较大；

(3) 消费回暖仍然任重道远，中小企业经营压力仍大，而疫情始终是消费回暖的最大制约项；

(4) 就业压力仍大，就业供需矛盾仍存，青少年群体失业率继续攀升；

(5) 复产复工加速、供应链修复、海外需求旺盛之下，贸易回弹，但韧性还需观察。

### ► 经济底已显，纠结的债市如何破局？

由此来看，5月经济呈现弱企稳，但后续修复情况仍待观察。随着疫情受控，稳增长诉求进一步凸显，在此窗口下政策有继续加码的必要：

(1) 基建仍是当前稳增长的重要抓手，且预算内外资金均有空间，特别是城投融资政策的边际调整值得期待，此外近期还需关注本月下旬的人大常委会会议相关增量财政政策工具的出台，预估基建仍是主要支撑；此外在疫情受控供应链恢复叠加海外需求高景气之下，出口形成强力支撑；

(2) 当前基建和出口形成支撑，预估仍有韧性，然下半年仍需期待地产：在地产政策逐步放松的背景下，商品房销售和地产投资值得期待，从当下来看，一方面关注6月20日LPR报价情况，另一方面关注更多地产宽松政策的出台；

在当前的宏观图景下，经济见底弱复苏，但动能并不强，后续无疑仍处于货币财政的联动期，增量财政政策工具是核心关切，包括特别国债以及专项债的增发，在此阶段货币政策仍会维持宽松，保障合理充裕的流动性以助力宽信用，未来降准仍可期待，但并不影响中枢，央行呵护之下当前资金利率仍会维持又低又稳的状态。

由此，债市难免纠结，长端预估围绕1年期MLF窄幅震荡，短期里面关注月内的LPR报价，加点如果继续单边调降，债市压力提升，时间并不是债市的朋友；中期视角则仍持续观察宽信用的进程和政策发力的幅度和节奏，但我们就一个季度展望，预估调整幅度不会很大，经济复苏的节奏和幅度有限，货币政策难大幅转向。因此从策略上来说仍然票息占优，长端交易空间有限。

**风险提示：**政策不确定性；基本面超预期；地缘政治冲突。



**分析师：谭逸鸣**

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

### 相关研究

1. 金融数据点评 20220611：逆周期下的社融信贷三板斧
2. 经济金融数据预测专题：经济弱复苏，5月经济金融数据怎么看？
3. 资金面专题：技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？
4. 流动性专题 20220524：如何高频跟踪超储率？

# 目 录

<b>1 事件 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 工业生产加速，制造业有所修复.....</b>	<b>4</b>
<b>3 基建回暖，制造业缓慢修复，地产仍需政策呵护 .....</b>	<b>7</b>
3.1 基建投资回暖，后续韧性仍足.....	7
3.2 制造业投资缓慢修复，仍需政策护航.....	8
3.3 地产投资改善有限，仍需政策持续呵护.....	9
<b>4 消费恢复任重道远，企业经营压力仍存 .....</b>	<b>11</b>
<b>5 调查失业率高位徘徊，稳就业仍是底线诉求 .....</b>	<b>13</b>
<b>6 供应链修复，进出口反弹 .....</b>	<b>14</b>
<b>7 修复成色尚待观察，增量政策工具是关键.....</b>	<b>16</b>
<b>8 风险提示 .....</b>	<b>17</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>18</b>

## 1 事件

**6月15日，国家统计局发布5月经济数据：**

(1) 5月工业增加值当月同比0.7%，累计同比增长3.3%，季调环比为5.6%。

(2) 5月固定资产投资累计同比增长6.2%，其中，制造业、基建（不含电力）、房地产开发投资分别累计同比增长10.6%、6.7%、-4.0%。

(3) 5月社会消费品零售总额当月同比-6.7%。

(4) 5月城镇调查失业率5.9%，31个大城市城镇调查失业率6.9%。

**在4月受疫情冲击、部分地区封控之下，5月经济数据筑底回升属预期之内，但经济总体呈现弱复苏，环比动能并不算强：**

(1) 工业生产加速，制造业有所修复但仍然偏弱；(2) 投资总体好转，其中基建回暖，制造业修复但幅度较弱，地产仍需政策持续呵护，房企压力仍较大；(3) 消费回暖仍然任重道远，中小企业经营压力仍大，而疫情始终是消费回暖的最大制约项；(4) 就业压力仍大，就业供需矛盾仍存，青少年群体失业率继续攀升；(5) 复产复工加速、供应链修复、海外需求旺盛之下，贸易回弹，但韧性还需观察。

**由此来看，5月经济底已现，但仍未恢复至疫情前，后续修复情况仍待观察。纠结的债市如何破局？**

## 2 工业生产加速，制造业有所修复

**5 月工业生产加速，当月同比止跌回升。**5 月规模以上工业增加值当月同比 0.7%，较前值上行 3.5pct；累计同比 3.3%，较前值下行 0.7pct，季调环比 5.6%，远超出季节性水平，显示 5 月工业生产有所恢复，与 5 月制造业 PMI 上行趋势相一致。

**分门类行业看，制造业生产修复情况最好，但仍然偏弱。**5 月采矿业、制造业、公共事业累计同比增速分别为 9.6%、2.6%、4.1%，分别较前值变动-0.8pct、-0.6pct、-0.9pct。当月同比分别为 7.0%、0.1%、0.2%，分别较前值变动-2.5pct、4.7pct、-1.3pct。**总体来看**，5 月制造业生产有所恢复，当月同比由负转正，而采矿业和公共事业生产活动则延续放缓。高技术制造业仍保持较快增长，累计同比和当月同比增速分别为 9.9%、4.3%，增速分别比规模以上工业快 6.6pct、3.6pct。

**上游行业、高技术行业生产扩张较快。**从细分行业来看，5 月工业增加值同比增速最高的行业有煤炭采选、油气开采等上游行业，当月同比增速分别为 8.2%、6.6%，分别较前值变动-5pct、-0.6pct，同比增速有所放缓；电子设备、电气机械等高技术制造业增速靠前，当月同比均为 7.3%，分别较前值上行 2.4pct、5.7pct；

**汽车制造业跌幅大幅收窄，主因疫情受控下政策引导效果显著。**5 月在疫情平稳受控下，吉林、上海等汽车生产阵地复工复产，叠加汽车需求端回暖、国内对于物流运输堵点的专项纾危解困措施，汽车生产加速回暖，同比跌幅大幅收窄 25pct 至-7%，亦对 5 月生产情况起到正面推动。

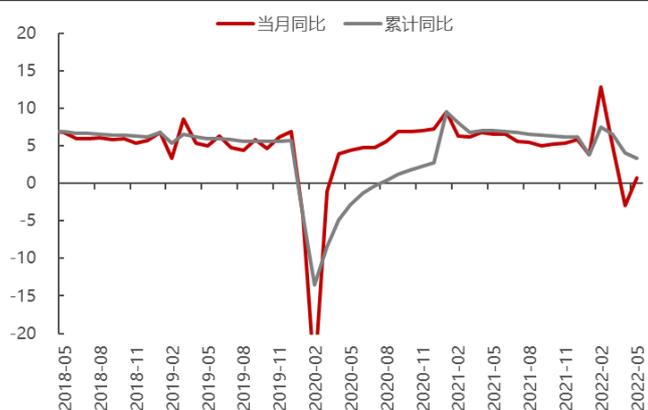
### 从主要产成品产量增速看：

**(1) 主要支撑项仍为汽车行业，保供稳价政策效果凸显：**新能源汽车产量同比增速较上月大幅上行 66pct，传统汽车同比跌幅明显收窄 39pct 至-4.8%，汽车行业产量明显好转，充分体现汽车芯片保供及其他原材料稳价、全力推进汽车上下游协同复工复产的政策效果；

**(2) 其次是原煤、焦炭，保供政策下产量稳中有增。**当月同比分别为 10.3%、5.9%，分别较上月变动-0.4pct、4.8pct；

**(3) 而水泥产量同比仍为负，跌幅略有收窄，主因疫情冲击影响仍在，叠加近期华南及东北降雨较往年增多，华东地区梅雨季来临，相关需求减弱，**当月同比-17%，较上月上行 1.9pct。

图 1：工业增加值当月及累计同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

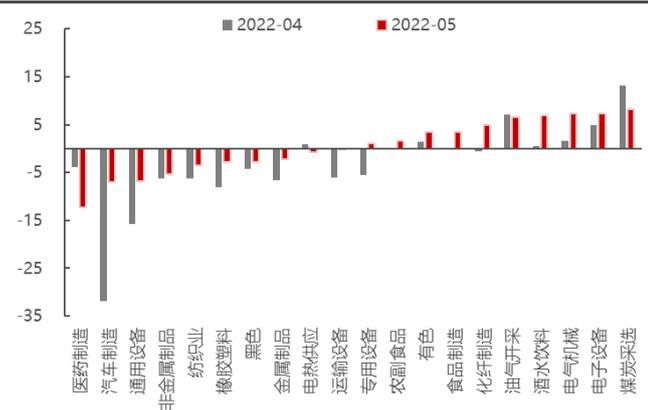
注：若无特殊说明，图中各指标 2021 年增速均为两年复合增速，下同

图 2：三大门类行业生产当月同比增速（%）



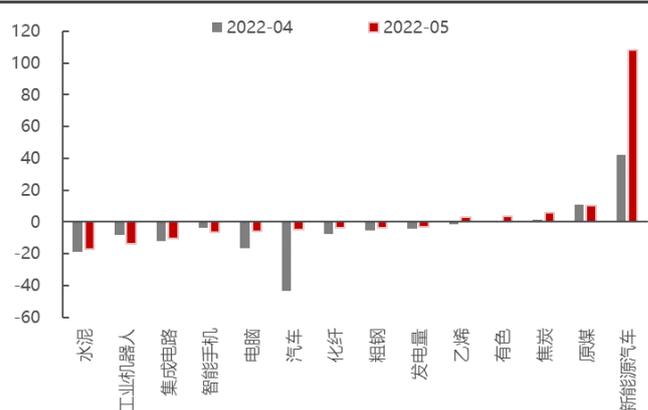
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：细分行业工业增加值当月同比（%）



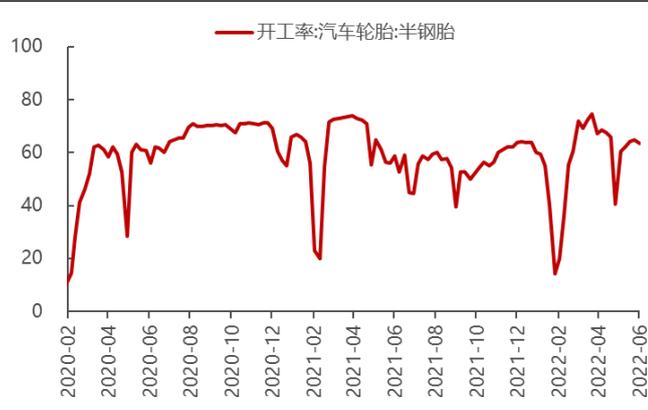
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：工业产成品当月同比（%）



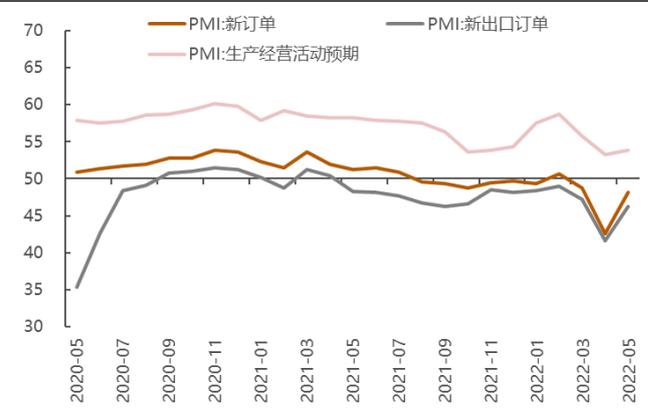
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：汽车轮胎开工率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

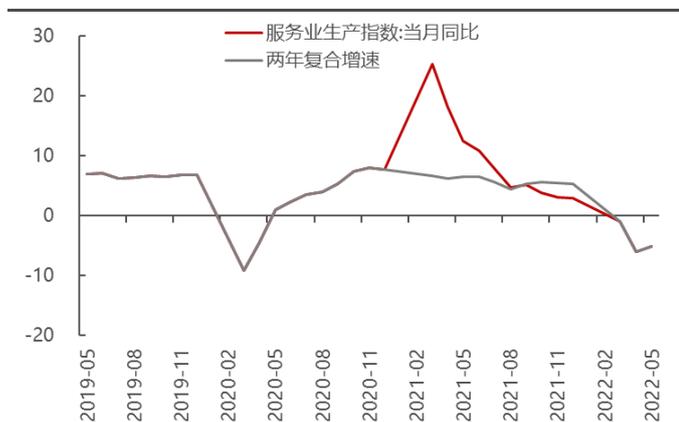
图 6：PMI 新订单、新出口订单、生产经营活动预期（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

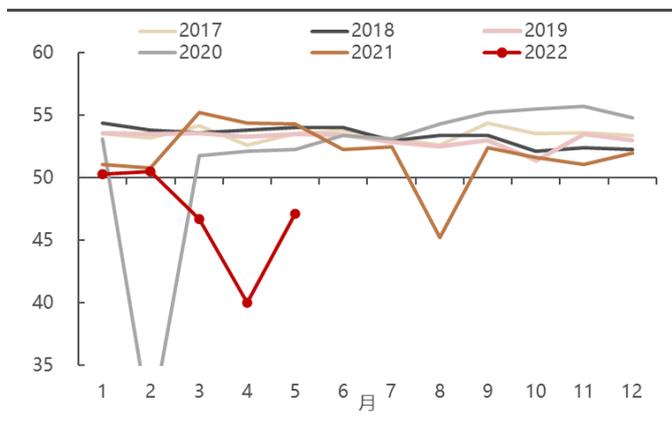
而服务业生产仍未有明显恢复,仍受疫情扰动。5月服务业生产指数延续走弱,同比-5.1%,较前值上行1pct,跌幅有所收窄。5月服务业PMI为47.1%,较前值大幅上行7.1pct,但仍显著低于季节性水平。

图7：服务业生产指数（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：服务业PMI：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

总体来看，在疫情受控下，复产复工加速，5月生产情况回暖，制造业生产修复情况明显，但仍偏弱，此外服务业生产总体而言仍受疫情扰动。政策扶持下，上游行业、高技术行业生产扩张较快。展望未来，随着疫情继续好转，稳增长政策加码，上游生产进一步加快，并带动中下游生产好转，在此情况下，预计6月生产情况将延续回升，当然这其中疫情仍是最大的扰动因素。

### 3 基建回暖，制造业缓慢修复，地产仍需政策呵护

5月固定资产投资累计同比增长6.2%，较前值下行0.6pct，估算当月同比为4.6%，较前值上行2.8pct。5月投资总体好转，具体来看，基建回暖仍是稳增长最大抓手，制造业缓慢修复，地产改善相对有限、仍是最大拖累。

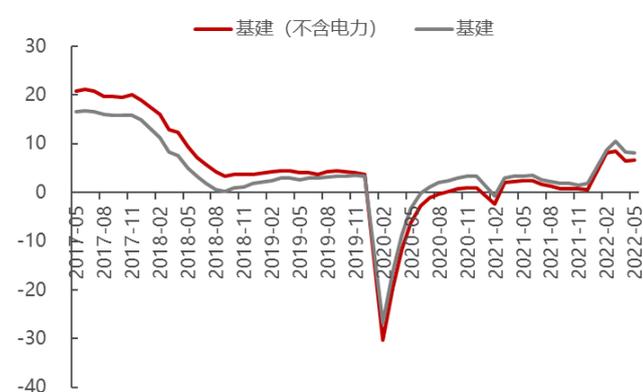
#### 3.1 基建投资回暖，后续韧性仍足

5月基建投资增速回暖，继续发力成为稳增长的主要抓手。5月基建投资（含电力）累计同比增速8.2%，较前值下行0.1pct，估算当月同比为7.9%，较前值上行3.6pct。剔除电力行业后，5月基建投资（不含电力）累计同比增速为6.7%，与前值相比上行0.2pct，估算当月同比为7.2%，较前值上行4.3pct。在疫情受控、专项债发行加速之下，5月基建投资增速修复上行。

5月基建景气度延续高景气水平（1）从PMI看，5月建筑业PMI为52.2%，较前值下行0.5pct，而土木工程PMI及新订单指数分别为62.7%和59.1%，分别上行1.7pct、6.8pct，反映基建持续发力；（2）从专项债发行进度看，5月发行进度明显加快，累计进度持平于2020年同期；（3）从相关高频数据看，基建运行状况稳中向好。

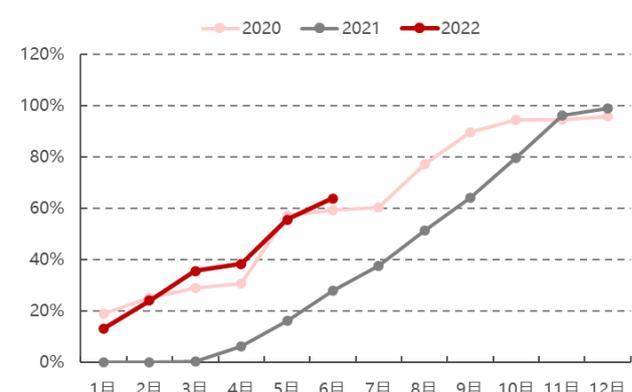
展望未来，基建投资将进一步修复，对经济复苏持续形成有力支撑：一方面在预算内，有政策明确专项债靠前集中发行，6月将完成大部分专项债发行工作；另一方面于预算外，结合“依法依规支持城投公司合理融资”<sup>1</sup>等政策端近期表述来看，城投融资政策预计或将有边际改善，综合来看，作为当前稳增长的重要抓手，基建投资韧性仍足。

图9：基建投资累计增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

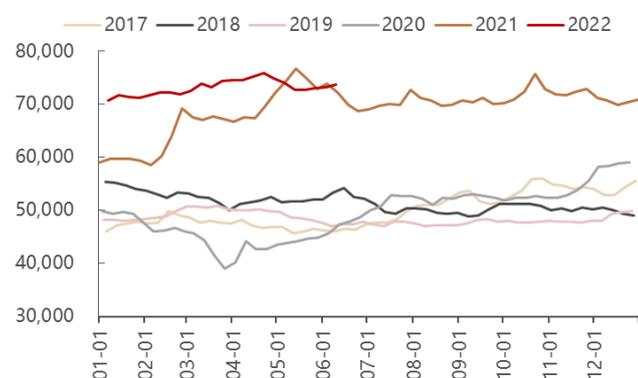
图10：历年专项债发行进度对比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

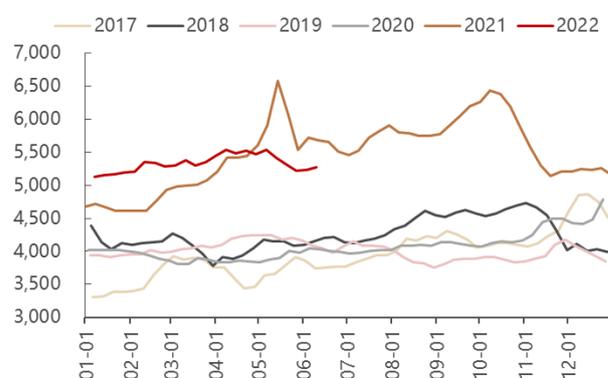
<sup>1</sup> [http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202205/16/t20220516\\_37585363.shtml](http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202205/16/t20220516_37585363.shtml)

图 11：无氧铜杆价格（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：高线价格（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 3.2 制造业投资缓慢修复，仍需政策护航

5 月制造业投资有所修复，但整体较为缓慢。5 月制造业投资累计同比增速 10.6%，较前值下行 1.6pct，估算 5 月当月同比 7.1%，较前值上行 0.7pct。

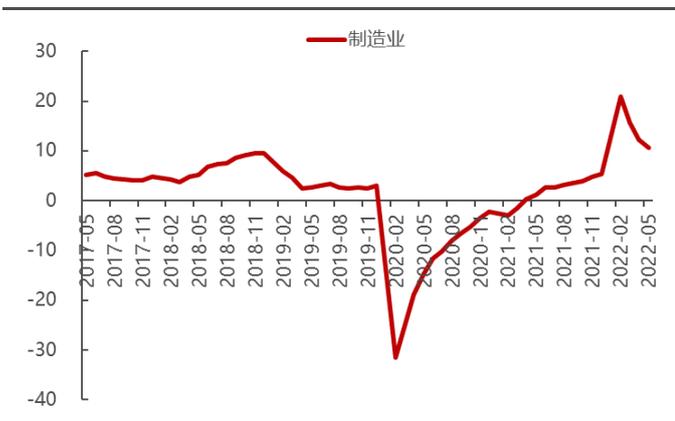
具体从主要细分行业来看：(1) 5 月投资增速靠前的行业有电气机械，其次是通用设备、电子设备行业，当月同比分别为 36.8%、23.4%、21.7%，分别较上月上行 0.2pct、-2.2pct、-0.4pct，增速略有放缓；(2) 同比增速升幅最大是运输设备行业投资，较前值上行 2.5pct 至 14.4%，主要与产业链供应链修复有关；(3) 食品、纺织与医药等行业投资增速进一步下滑，一方面是去年基数相对较高的原因，另一方面显示这些行业疫情之下所受冲击仍未消退。

5 月制造业投资小幅回暖，主因在于：(1) 内外需均有回暖。5 月 PMI 新订单上行 5.6pct 至 48.2%，进口指数上行 2.2pct 至 45.1%，新出口订单指数上行 4.6pct 至 46.2%，需求回暖对企业投资形成向上拉动；(2) 企业经营预期有所恢复。疫情平稳下，产业链供应链瓶颈打通，对企业盈利和经营预期有所恢复，5 月 PMI 生产经营活动预期指数上行至 53.9%，同时 5 月留抵退税力度不减，提升了企业投资意愿与能力。

但主要问题或在于企业特别是中小企业资本开支意愿仍有不足。5 月票据利率持续下行，反映实体融资需求仍不足，宽信用传导进程仍不顺畅。从 5 月不同规模企业 PMI 延续分化也可看到，中小企业经营困难仍大，主因 5 月疫情冲击对实体影响尚未消退，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨，资本开支意愿仍有不足。

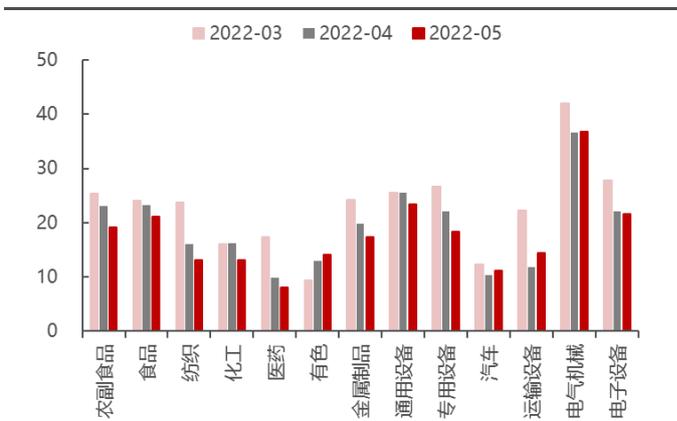
展望未来，在财政、货币、产业等各方面增量政策加码提振，着力为中小微企业纾困解难之下，制造业投资预计将进一步修复上行。

图 13：制造业投资累计同比增速（%）



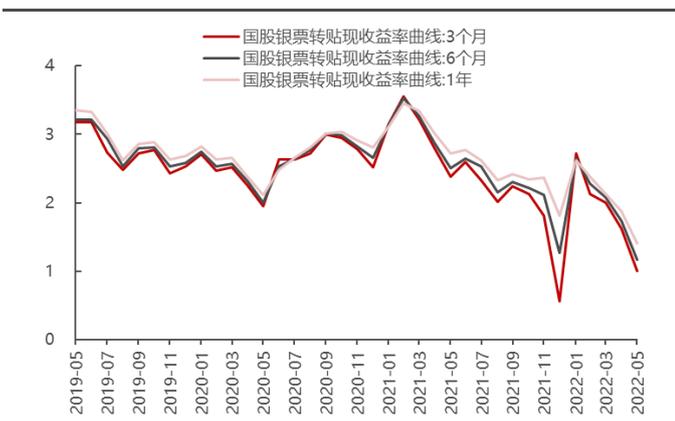
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：制造业主要行业投资增速（%）



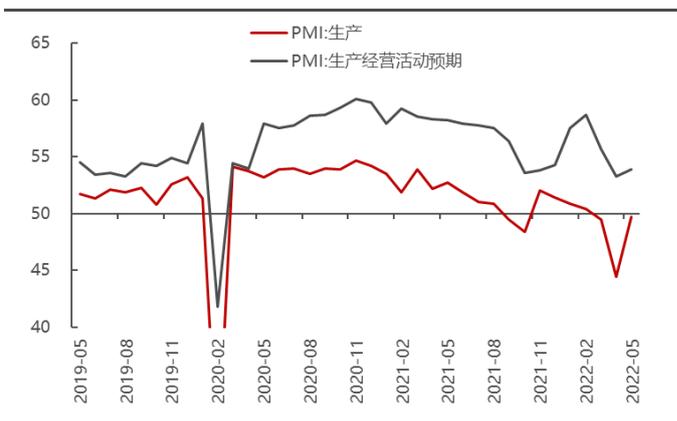
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：国股银票转贴现收益率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：制造业生产经营活动预期（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.3 地产投资改善有限，仍需政策持续呵护

5月地产投资尽管下行斜率有所放缓，但仍是最大拖累，需政策持续呵护。5月房地产开发投资完成额累计同比-4%，较前值下行1.3pct，估算当月同比-4.0%，较上月下行1.3pct，地产投资延续走弱。

地产投资增速仍处下滑趋势中。估算5月当月的新开工、施工、竣工、土地购置面积同比增速分别为-41.8%、-39.7%、-14.2%、-43.1%，分别较前值变动2.3pct、-1.0pct、-17.1pct、14.2pct。

值得关注的是，拿地和新开工同比跌幅收窄，反映房企预期有所好转，土地购置是主要支撑。但施工、竣工仍延续同比下滑，尤其是竣工失速下滑，房企压力仍存。

房地产销售同样呈现同比跌幅收窄态势。从销售情况来看，5月商品房销售面

积及销售额当月同比分别为-31.8%、-37.8%，分别较上月上行7.2pct、9pct；从贷款数据来看，5月居民中长贷同比延续大幅少增，反映在自上而下的地产政策放松之下，5月居民购房意愿及能力仍有不足，而这或是地产投资增速仍较低迷的症结所在，对应需要有更进一步着眼于提升居民加杠杆能力的政策工具出台，近期来看则需要关注6月20日LPR报价情况。

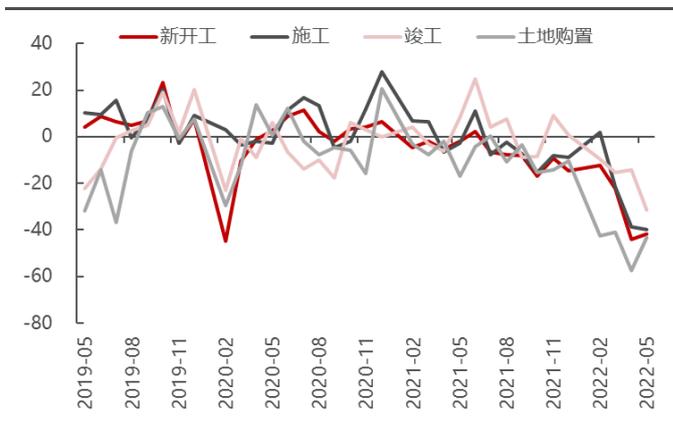
立足当前，未来地产投资的修复成色如何仍存在不确定性，需进一步关注地产政策调整以及信用端的变化情况。

图 17：房地产投资累计同比增速（%）



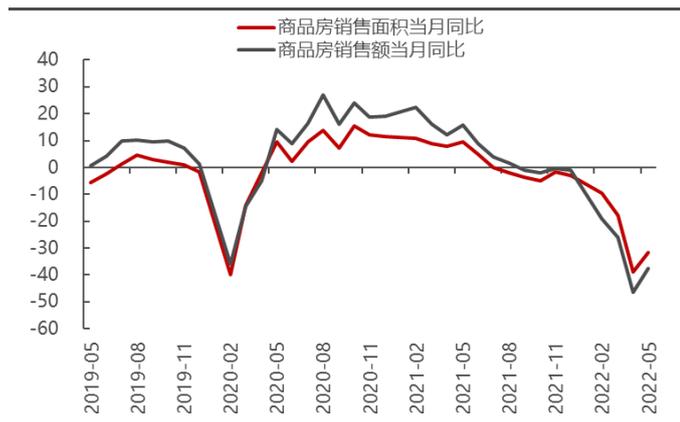
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：新开工/施工/竣工/土地购置面积当月同比（%）



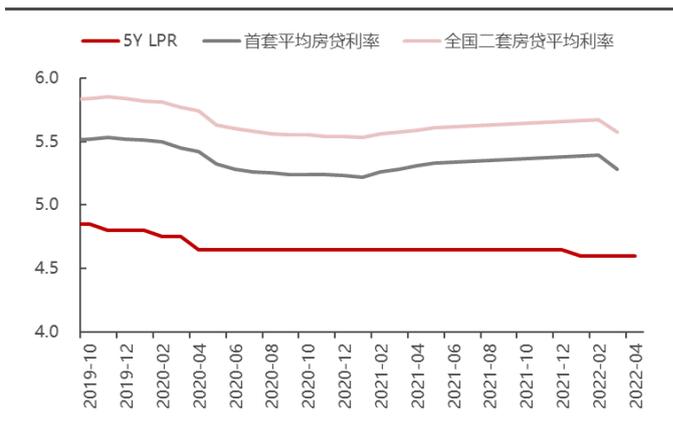
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：商品房销售面积与销售额当月同比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：5Y LPR 与房贷利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 消费恢复任重道远，企业经营压力仍存

5月社零数据显示，消费回暖仍然任重道远，而疫情始终是消费回暖的最大制约项，特别是中小企业经营压力仍大。具体而言，在政策支持引导下，包含汽车在内的商品消费、线上消费均有边际好转趋势；而疫情反复之下，线下消费、接触型消费以及消费升级仍受制约。

5月消费仍走弱，并未有明显反弹，恢复略显艰难。5月社零总额当月同比-6.7%，较前值上行4.4pct。剔除价格因素后，实际社零增速为-9.7%，较前值上行4.3pct，社零季调环比0.05%。限额以上零售当月同比-6.5%，较前值上行7.5pct，反映疫情冲击影响尚未消退，就连大型企业经营情况也未完全恢复。总结来看：

**(1) 汽车消费对5月社零增速形成一定支撑。**剔除汽车后，社零当月同比-5.6%，较上月上行2.8pct，增幅收窄，反映汽车消费对5月社零起到一定支撑，主因5月汽车销售呈现明显恢复性增长，销量虽略低于同期水平，但在政策补贴促消费政策下恢复情况良好，对5月社零增速形成一定支撑。

**(2) 商品零售及接触型服务收入同比跌幅略有收窄，商品零售表现稍好些。**5月商品零售同比-5.0%，较前值上行4.7pct；餐饮收入同比-21.1%，较前值上行1.6pct。从限额以上企业零售情况来看，5月商品零售同比为-5.3%，较上月上行8pct，餐饮收入同比-20.8%，较上月上行3pct。由此来看，相较于中小企业，大型企业经营情况恢复得还是稍好一些。

**(3) 5月消费仍以必选消费为主，可选消费同比跌幅有所收窄。**从限额以上企业细分商品来看：疫情防控常态化之下，粮油食品、中西药品等生活必需品消费仍为主要支撑，当月同比分别为12.3%、10.8%，分别较上月上行2.3pct、2.9pct；但在5月在疫情受控、部分地区解除封控、物流修复之下，可选消费增速同比跌幅收窄，如服装、汽车、金银珠宝同比分别为-16.2%、-16.0%、-15.5%，分别较前值上行7pct、16pct、11pct。

**(4) 线上销售显著好转，线下消费仍受制约。**5月网上商品和服务零售额当月同比为2.94%，较前值上行13pct，主因全国货运物流有序运行，5月物流业景气指数升至49.3%，物流运行总体保持韧性<sup>2</sup>。而线下消费则仍受制约，当月同比-10.7%，较前值上行0.7pct，回暖幅度比较有限。

对于消费而言，后续如何变化，一方面是政策发力下消费将继续边际回暖，另一方面来看，关键仍在于疫情发展、居民消费意愿及收入情况的改善情况。

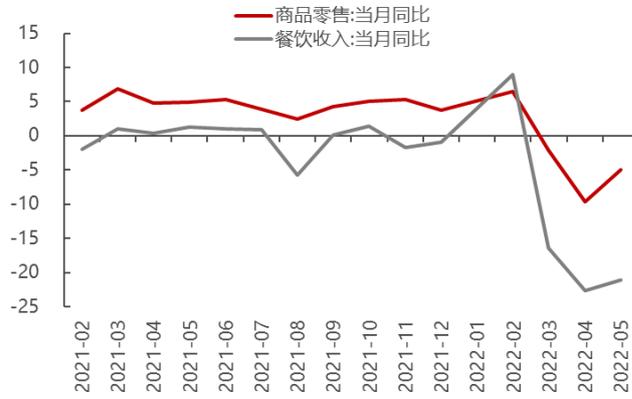
<sup>2</sup> [http://china.cnr.cn/news/20220603/t20220603\\_525849023.shtml](http://china.cnr.cn/news/20220603/t20220603_525849023.shtml)

图 21 :社零/实际社零/限额以上零售总额当月增速(%)



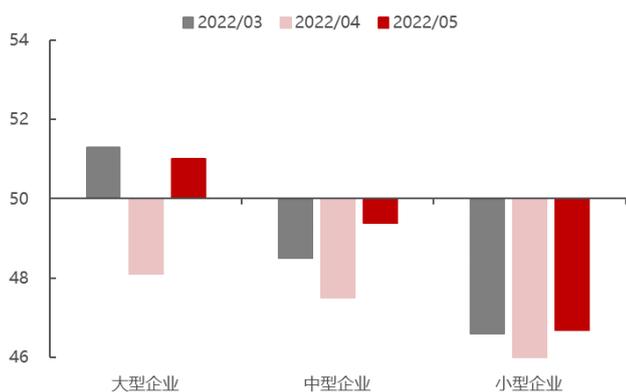
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22 :零售额当月增速：分类型(%)



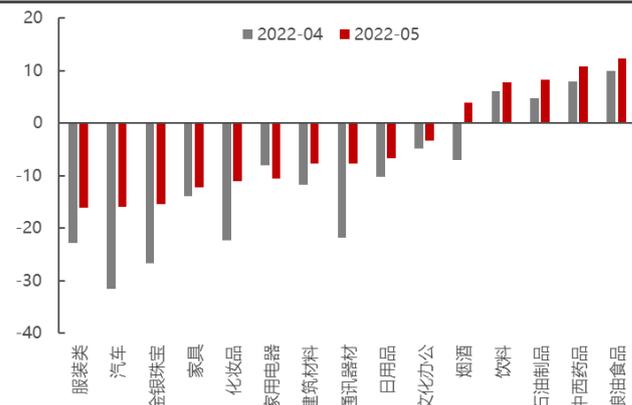
资料来源：wind，民生证券研究院

图 23 :不同规模企业 PMI (%)



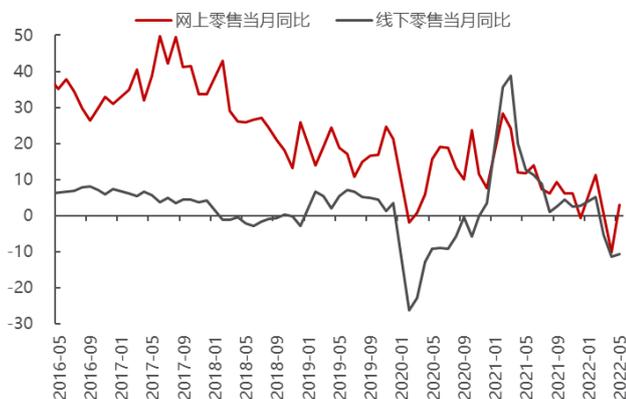
资料来源：wind，民生证券研究院

图 24 :限额以上细分类型零售当月增速(%)



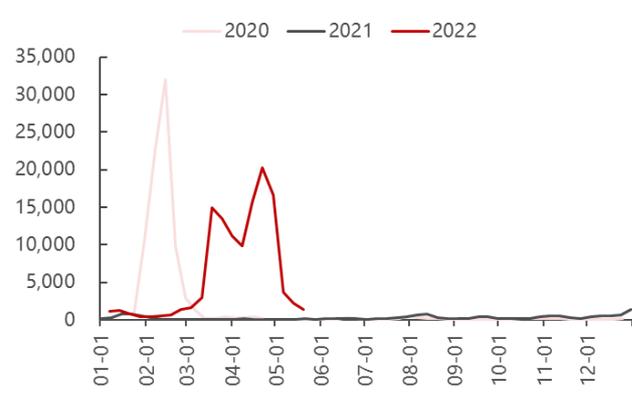
资料来源：wind，民生证券研究院

图 25 :线上线下零售当月同比(%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26 :本土病例(人数)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 调查失业率高位徘徊，稳就业仍是底线诉求

5月就业压力仍大，超出季节性水平。城镇调查失业率为5.9%，较前值小幅下行0.2pct；而31个大城市失业率则继续上行0.2pct至6.9%，当前稳就业压力亟待缓解。

群体间分化进一步加剧，青少年群体失业率继续攀升。结构上看，16-24岁失业率上行至18.2%，较前值上行0.2pct；25-59岁失业率为5.1%，较前值下行0.2pct，但同样仍高于季节性水平。

当下来看，5月就业压力进一步增加，特别是青少年就业压力仍未得到有效缓解，主因在于疫情影响尚未消退，经济下行压力仍存，企业生产经营本就困难，吸纳就业能力有所下降，就业供需矛盾仍存。

针对于此，政策进一步加大发力：5月23日，国常会进一步部署稳经济一揽子措施，其中强调“着力稳市场主体稳就业”<sup>3</sup>，对应此前5月13日，国务院办公厅发布《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》<sup>4</sup>，支持中小微企业更多吸纳高校毕业生就业，按规定给予社会保险补贴、创业担保贷款及贴息、税费减免等扶持政策。

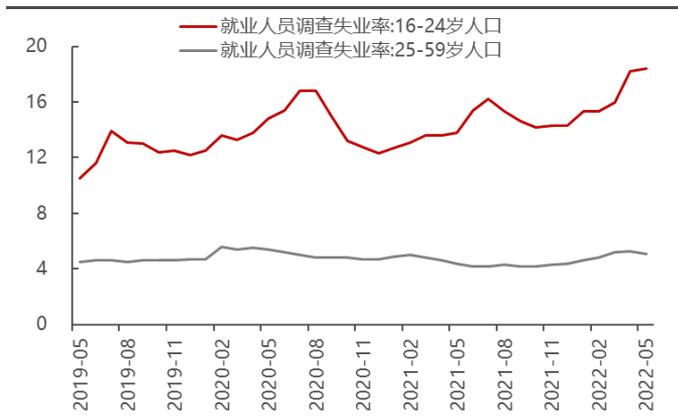
由此来看，稳就业始终是政策底线诉求。6月8日国家主席习近平在四川考察时强调：“坚决克服目前经济发展面临的一些困难，做好就业、社会保障、困难群众帮扶等方面的工作，做好维护社会稳定各项工作，保持人心稳定，保持社会大局稳定。”<sup>5</sup> 往后看，在政策加码以稳增长、稳就业之下，就业压力或将得到一定缓解，但失业率的回落节奏和幅度还需观察。

图 27：城镇调查失业率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 28：不同群体失业率情况（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

<sup>3</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content\\_5692036.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2022-05/24/content_5692036.htm)

<sup>4</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-05/13/content\\_5690111.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-05/13/content_5690111.htm)

<sup>5</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2022-06/09/content\\_5694909.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-06/09/content_5694909.htm)

## 6 供应链修复，进出口反弹

5月贸易数据显示，在国内疫情受控、稳增长政策持续发力、物流及产业链供应链恢复畅通之下，国内进出口增速均有所回暖，尤其是出口表现强劲。具体而言：

出口方面，5月出口环比显著高于季节性水平，主因疫情逐步受控，国内供应链有所修复，海外需求强劲。5月出口金额（以美元计，下同）为3082亿美元，当月同比16.9%，较前值上行13pct，环比由负转正12.6%。

总结而言，5月我国出口回暖的主因在于：（1）疫情受控、供应链修复之下，集成电路、汽车等行业修复较为明显；（2）涨价效应有一定支撑，从主要出口商品量价表现来看，多数商品均呈现量价齐升的状态；（3）海外需求仍处于高景气区间。

展望未来，年内后续出口预计仍有韧性，但同比增速或稳中有降：（1）“韧性”在于，在疫情受控前提下，国内稳增长政策持续发力，物流及产业链供应链恢复畅通，国内生产及进出口能力均将得到修复。（2）而“稳中有降”在于，一方面去年我国出口基数较高，今年本身就面临趋势性回落的情境；另一方面，当前海外需求虽整体维持在高景气区间，但已呈现一定分化，未来随着海外生产修复、进口需求回落，我国出口情况或将受到一定冲击。总结而言，年内出口增速预计维持在稳中有降的状态，仍能一定程度形成支撑。

进口方面，5月进口环比同样高于季节性水平，主因在于国内复产复工加速，生产加快带动进口回暖。5月进口金额为2295亿美元，同比增4.1%，较前值上行4.1pct，环比上行5.9pct至3.1%。

从细分量价贡献率来看，主要进口产品量价齐升，推动5月进口同比增速修复上行，其中价格支撑更为明显，主因海外地缘政治冲突加剧下大宗商品价格仍处高位震荡。

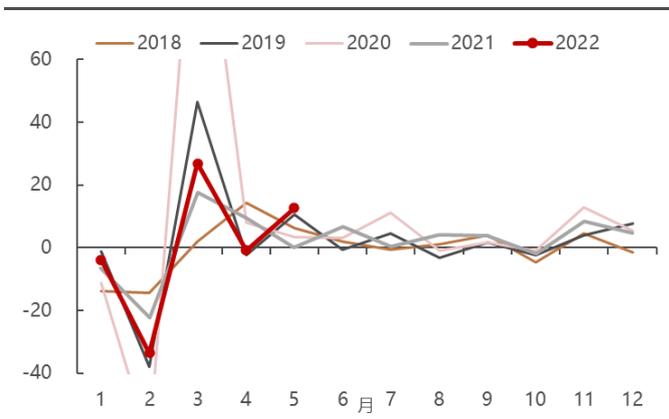
展望未来，海外地缘政治冲突或有所缓和，国际大宗商品预计高位有所回落，叠加国内保供稳价政策，下半年价格支撑预估逐步走弱，而随着疫情受控后稳增长发力，进口数量支撑或会有进一步改善。

图 29：当月出口金额增速与出口金额（%，亿美元）



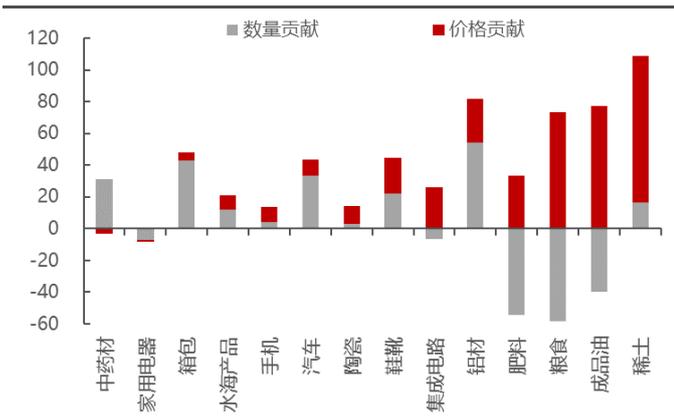
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：当月出口金额环比：季节性比较（%）



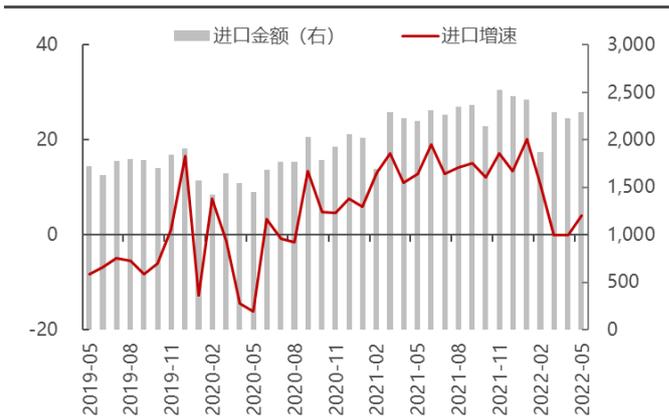
资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：主要出口商品出口金额增速的量价贡献率（%）



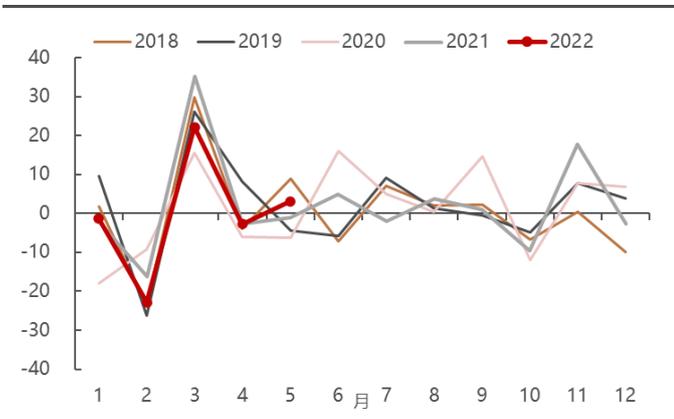
资料来源：wind，民生证券研究院

图 32：当月进口金额增速与出口金额（%，亿美元）



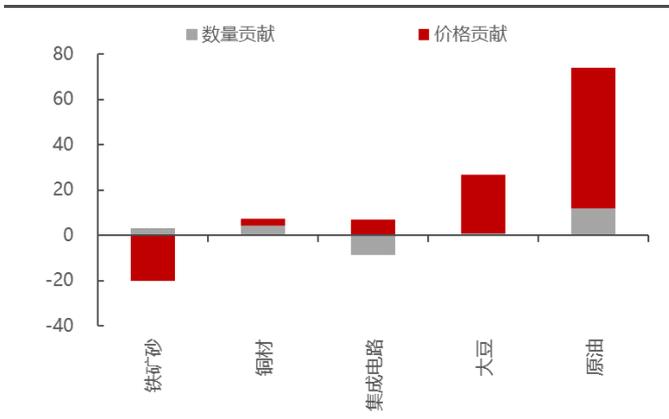
资料来源：wind，民生证券研究院

图 33：当月进口金额环比：季节性比较（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 34：主要进口产品进口金额增速的量价贡献率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 7 修复成色尚待观察，增量政策工具是关键

在 4 月受疫情冲击、部分地区封控之下，5 月经济筑底回升属预期之内，但经济总体呈现弱复苏，环比动能并不算强：

(1) 工业生产加速，制造业有所修复但仍然偏弱；(2) 投资总体好转，其中基建回暖仍是主要支撑项，制造业修复但幅度较弱，地产仍需政策持续呵护，房企压力仍较大；(3) 消费回暖仍然任重道远，中小企业经营压力仍大，而疫情始终是消费回暖的最大制约项；(4) 就业压力仍大，就业供需矛盾仍存，青少年群体失业率继续攀升；(5) 复产复工加速、供应链修复、海外需求旺盛之下，贸易回弹，但韧性还需观察。

由此来看，5 月经济底已显，但仍未恢复至疫情前，后续修复情况仍待观察。  
**纠结的债市如何破局？**

(1) **基建仍是当前稳增长的重要抓手**，且预算内外资金均有空间，特别是城投融资政策的边际调整值得期待，此外近期还需关注本月下旬的人大常委会会议相关增量财政政策工具的出台，预估基建仍是主要支撑；**此外在疫情受控供应链恢复叠加海外需求高景气之下，出口形成强力支撑。**

(2) **当前基建和出口形成支撑，预估仍有韧性，然下半年仍需期待地产**：在地产政策逐步放松的背景下，商品房销售和地产投资值得期待，从当下来看，一方面关注 6 月 20 日 LPR 报价情况，另一方面关注更多地产宽松政策的出台。

在当前的宏观图景下，经济见底弱复苏，但动能并不强，后续无疑仍处于货币财政的联动期，增量财政政策工具是核心关切，包括特别国债以及专项债的增发，在此阶段货币政策仍会维持宽松，保障合理充裕的流动性以助力宽信用，未来降准仍可期待，但并不影响中枢，央行呵护之下当前资金利率仍会维持又低又稳的状态。

由此，债市难免纠结，长端预估围绕 1 年期 MLF 窄幅震荡，短期里面关注月内的 LPR 报价，加点如果继续单边调降，债市压力提升，时间并不是债市的朋友；中期视角则仍持续观察宽信用的进程和政策发力的幅度和节奏，但我们就一个季度展望，预估调整幅度不会很大，经济复苏的节奏和幅度有限，货币政策难大幅转向。因此从策略上来说仍然票息占优，长端交易空间有限。

## 8 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面超预期**：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、**地缘政治冲突**：地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

## 插图目录

图 1：工业增加值当月及累计同比增速（%）	5
图 2：三大门类行业生产当月同比增速（%）	5
图 3：细分行业工业增加值当月同比（%）	5
图 4：工业产成品当月同比（%）	5
图 5：汽车轮胎开工率（%）	5
图 6：PMI 新订单、新出口订单、生产经营活动预期（%）	5
图 7：服务业生产指数（%）	6
图 8：服务业 PMI：季节性比较（%）	6
图 9：基建投资累计增速（%）	7
图 10：历年专项债发行进度对比（%）	7
图 11：无氧铜杆价格（元/吨）	8
图 12：高线价格（元/吨）	8
图 13：制造业投资累计同比增速（%）	9
图 14：制造业主要行业投资增速（%）	9
图 15：国股银票转贴现收益率（%）	9
图 16：制造业生产经营活动预期（%）	9
图 17：房地产投资累计同比增速（%）	10
图 18：新开工/施工/竣工/土地购置面积当月同比（%）	10
图 19：商品房销售面积与销售额当月同比（%）	10
图 20：5Y LPR 与房贷利率（%）	10
图 21：社零/实际社零/限额以上零售总额当月增速（%）	12
图 22：零售额当月增速：分类型（%）	12
图 23：不同规模企业 PMI（%）	12
图 24：限额以上细分类型零售当月增速（%）	12
图 25：线上线下零售当月同比（%）	12
图 26：本土病例（人数）	12
图 27：城镇调查失业率（%）	13
图 28：不同群体失业率情况（%）	13
图 29：当月出口金额增速与出口金额（%，亿美元）	15
图 30：当月出口金额环比：季节性比较（%）	15
图 31：主要出口商品出口金额增速的量价贡献率（%）	15
图 32：当月进口金额增速与出口金额（%，亿美元）	15
图 33：当月进口金额环比：季节性比较（%）	15
图 34：主要进口产品进口金额增速的量价贡献率（%）	15

## 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