

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

目前经济恢复的阻力可能大于 2020 年

2022 年 6 月 16 日

摘要:

5 月多项经济数据超预期主要来源于两个因素，一是疫情后的回补式修复，二是政策的持续发力。往后看，经济恢复的阻力可能要大于 2020 年。

- **疫情后的回补式消费主要体现在生产与消费两端。**从生产端来看，工业增加值增速小幅回正。前期受疫情冲击比较大的长三角地区和东北地区生产明显改善，汽车、通用设备等行业工业增加值反弹幅度较大。消费端，社零同比小幅回暖。(1) 必选消费表现较为亮眼，粮油食品、饮料、中西药同比增速回升。(2) 汽车消费同比降幅明显收窄。(3) 由于物流受阻的情况好转，5 月线上消费当月同比又负转正。然而，疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，多地暂停堂食导致 5 月餐饮收入同比大幅下滑。
- **政策的支持下，基建投资和制造业投资表现亮眼。**资金端来看，今年截至 5 月末，新增专项债发行完成全年进度的 55.7%，其中 5 月发行量达到了 6320 亿元之多，这与 5 月初监管部门要求今年新增专项债须在 6 月底之前基本发行完毕的指示有关。疫情对于项目开工的扰动消退，使得本期基建投资增速较 4 月回升。往后看，受益于 5、6 月专项债的大量发行、疫情的消退、以及三季度为基建的旺季，基建投资有望在三季度实现两位数的增长。制造业投资延续两位数的高速增长。1-5 月高技术制造业投资同比增长 20.5%。
- **另一方面，地产数据仍在低谷，缺席本期修复。**5 月商品房销售面积同比较前值边际反弹。一方面，4 月疫情防控静态管理导致部分地区居民看房、购房受到限制，而 5 月封控地区减少，更多购房者能够线下看房；另一方面，各省市的调控放松政策“应出尽出”，因此我们不难理解 5 月房地产销售同比降幅的缩窄。需要注意的是，5 月国房景气指数下降至 95.60，表明房地产的下行压力仍然不可忽视。
- **目前经济恢复的阻力可能大于 2020 年。**往后看，下半年经济复苏的程度与回补式修复的斜率与空间息息相关。观察 2020 年的经济数据可以发现，消费和生产的回补使得 2020 年 GDP 增速较快地回到了合理区间。但今年经济恢复的阻力可能要大于 2020 年，一是地产仍在探底，二是出口的繁华已经落幕，预计年内增速将逐季走低，三是疫情的艰巨性、复杂性与长期性将限制生产和消费两端的活力。在经济复苏不稳固的情况下，政策亟需发力。1) 财政部发行基建专项国债，对冲内外部因素对经济基本面的消极影响。2) 通过发放消费券、刺激耐用品消费等组合拳释放居民的消费潜力。3) 对于服务业，政策需要对症下药；此外，灵活优化防疫政策，确保服务业的线下消费场景稳步恢复。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、工业增加值增速小幅回正	3
二、基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅收窄	4
三、社零小幅回暖	7
四、目前经济恢复的阻力可能大于 2020 年	8
风险因素	10

图目录

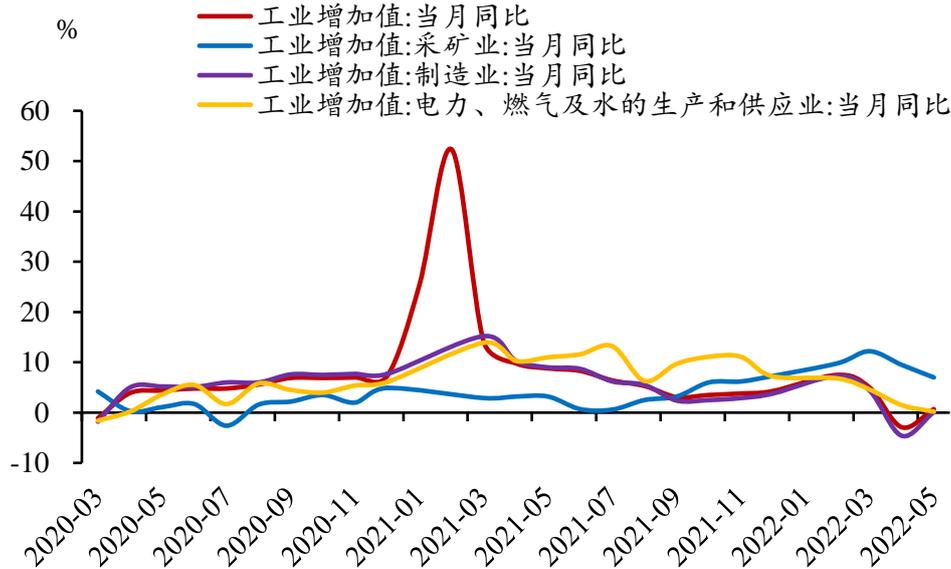
图 1：工业增加值同比增速小幅回正	3
图 2：5 月各行业增加值同比	4
图 3：工业生产呈现回补式修复	4
图 4：制造业各行业投资增速	5
图 5：一二线城市成交面积同比小幅回暖	6
图 6：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深	6
图 7：固定资产投资今年以来的韧性来自于政策的大力支持	7
图 8：各类消费增速	7
图 9：本期消费出现回补式修复	8
图 10：2020 年回补式修复从 3 月持续至 6 月	9
图 11：中小企业发展指数尚未看到拐点	9
图 12：月度 GDP 指数	10

5月多项经济数据超预期。5月工业增加值同比增长0.7%，万得一致预期-0.14%；社零同比-6.7%，万得一致预期-7.61%；1-5月固定资产投资累计同比6.2%，万得一致预期5.99%。我们认为，5月多项经济数据超预期主要来源于两个因素，一是疫情后的回补式修复，二是政策的持续发力。

一、工业增加值增速小幅回正

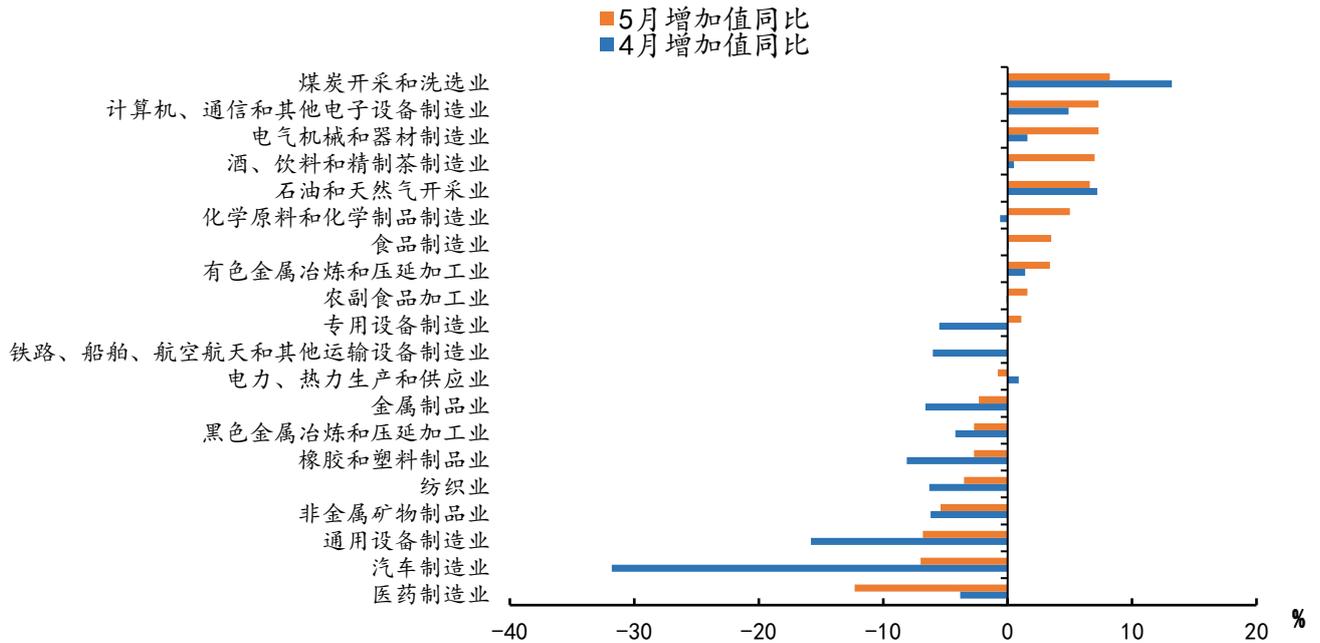
工业增加值增速小幅回正。5月份，全国规模以上工业增加值同比增长0.7%，4月份为下降2.9%。从环比看，4月规模以上工业增加值比上月增长5.61%，4月份为下降7.08%。国内“保供稳价”政策继续推进，采矿业增加值同比增长7.0%，较上月下降2.5个百分点。制造业增加值同比上升0.1%，上月为降4.6%。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长0.2%，较上月下降1.3个百分点。

图1：工业增加值同比增速小幅回正



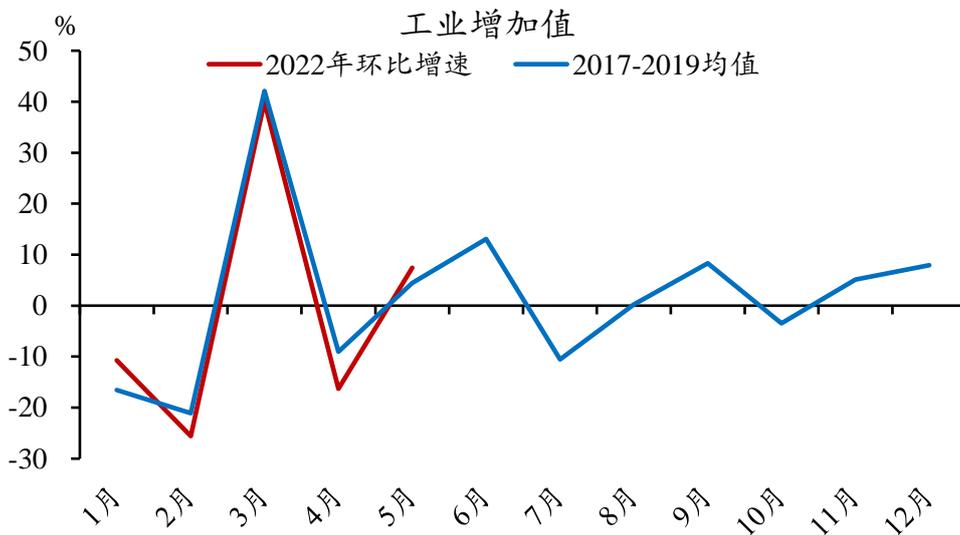
资料来源:万得, 信达证券研发中心

前期受疫情冲击比较大的长三角地区和东北地区生产明显改善。5月份，长三角地区和东北地区规模以上工业增加值同比分别下降3.2%和1.1%，降幅比上月收窄超过10个百分点。从工业增加值的反弹幅度来看，5月汽车制造业增加值同比增速为-7%，较上月的-31.8%大幅收窄。究其原因，5月汽车生产重镇上海、吉林积极推进复工复产，加之5月乘用车销量显著回升，汽车生产逐步回归常态化。根据乘联会数据，5月乘用车生产167.1万辆，同比增长6.5%，环比增长69.5%。通用设备、专用设备、电气制造业等4月受疫情冲击较为严重的行业，工业增加值也出现了较为明显的修复。此外，由于需求较为稳定，食品制造业以及酒、饮料和精制茶制造业等生活必需品相关产业增加值反弹幅度较大。

图 2：5 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

工业生产呈现回补式修复。我们把 2017-2019 年工业增加值的环比均值作为基准情形,可以发现今年 1-3 月工业生产的增速基本与基准情形相符。随后在 4 月生产活动受到疫情的扰动,工业增加值环比增速下滑至-16.3%,落后于基准情形的-9.0%;本月工业增加值环比增长 7.4%,高于基准情形的 4.4%,说明工业生产呈现回补式修复。

图 3：工业生产呈现回补式修复


资料来源:万得, 信达证券研发中心

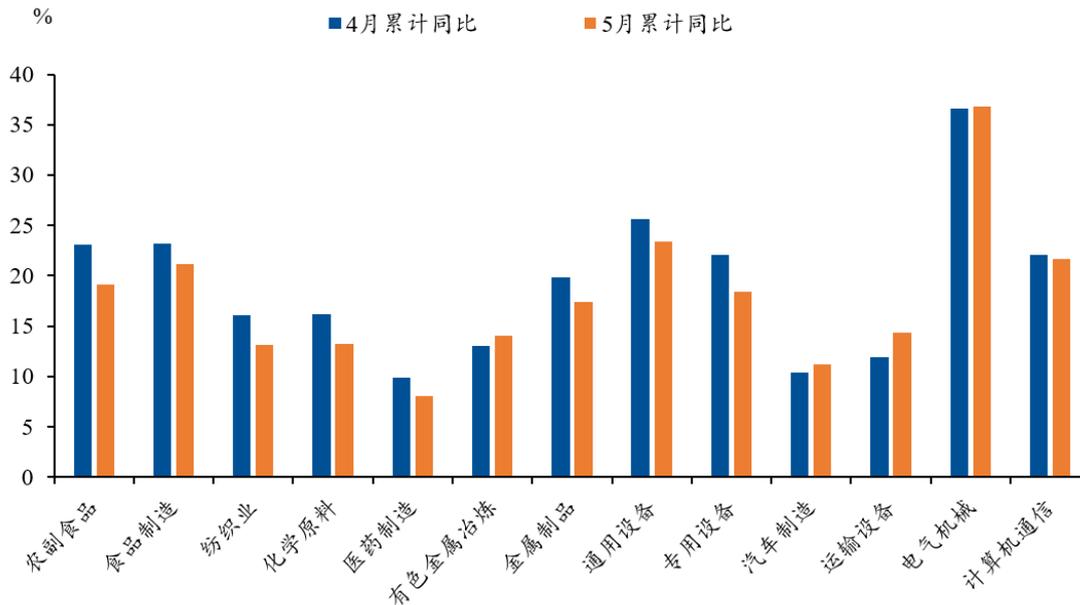
二、基建、制造业投资保持韧性, 房地产投资跌幅收窄

1-5 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 205964 亿元, 同比增长 6.2%, 比 1-4 月份回落 0.6 个百分点。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 4

制造业投资延续两位数的高速增长。1-5月制造业投资增长10.6%，前值为12.2%。一是技改投资，推动传统产业加快向高端化、绿色化和智能化转型，以及聚焦制造业基础零部件、基础材料、基础工艺、基础软件，加快补齐产业链供应链短板弱项。二是创新研究推动的高技术投资。1-5月高技术制造业投资同比增长20.5%，高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长30.4%、29.3%。

图4：制造业各行业投资增速

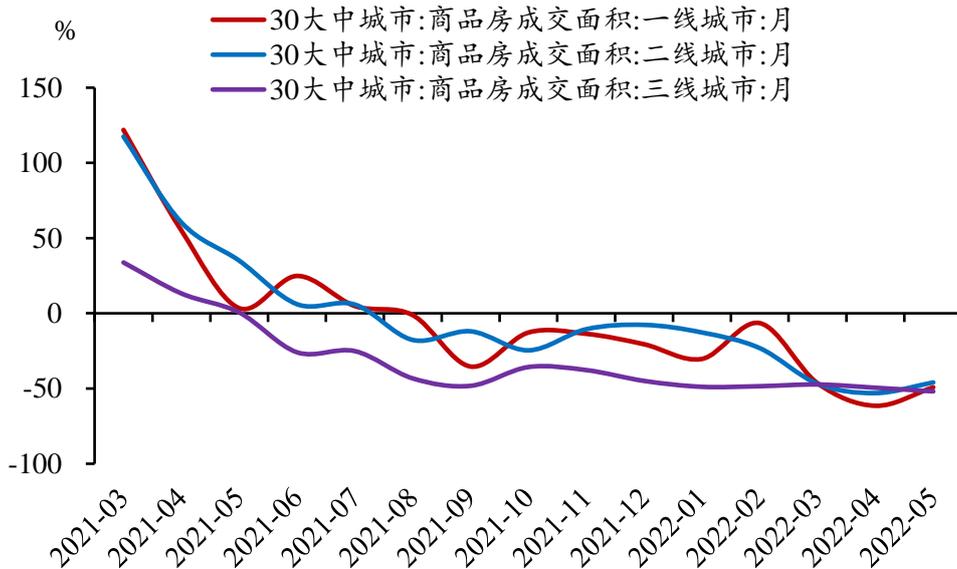


资料来源:万得, 信达证券研发中心

作为“稳增长”抓手，基建投资继续发力。资金端来看，今年截至5月末，新增专项债发行达到2.04万亿元，完成全年进度的55.7%，其中5月发行量达到了6320亿元之多，这与5月初监管部门要求今年新增专项债须在6月底之前基本发行完毕的指示有关。疫情对于项目开工的扰动消退，使得本期基建投资增速较4月回升。5月建筑新订单PMI与建筑业活动预期分别录得46.4%、57.9%，高于上月1.1、0.9个百分点。往后看，受益于5、6月专项债的大量发行、疫情的消退、以及三季度为基建的旺季，基建投资有望在三季度实现两位数的增长。然而，按照近日国常会要求“今年专项债8月底前基本使用到位”，结合从发行到投资落地约1个月时滞，专项债三季度将基本使用完。那么四季度将缺少专项债的资金支撑，再加上基数垫高，四季度基建投资增速或将显著走弱。

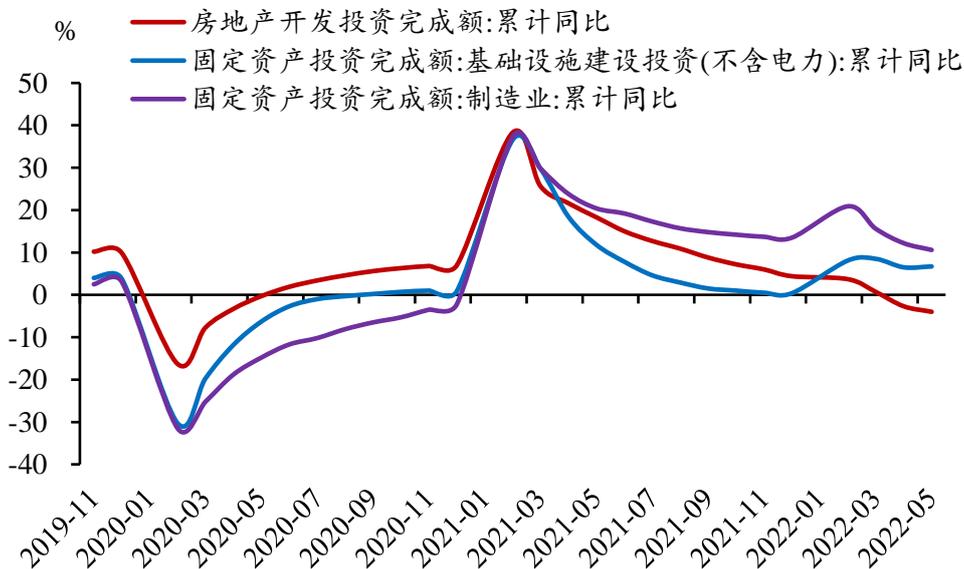
房地产销售和房地产投资当月同比跌幅收窄。

先看销售，5月商品房销售面积同比下降31.8%，较前值的-39.0%边际反弹。一方面，4月疫情防控静态管理导致部分地区居民看房、购房受到限制，而5月封控地区减少，更多购房者能够线下看房；另一方面，各省市的调控放松政策“应出尽出”，根据克而瑞的消息，截止至6月12日，2022年全国累计154个省市出台了254次调控政策，共512条。因此我们不难理解5月房地产销售同比降幅的缩窄。需要注意的是，5月国房景气指数下降至95.60，4月为95.88，表明房地产的下行压力仍然不可忽视。具体来看，一二线城市成交面积的下降幅度均较4月有所收窄，但三线城市的成交面积仍在探底。政策端，5月贝壳研究院监测的103个重点城市主流首套房贷利率为4.91%，二套房利率为5.32%，分别较上月回落26个和13个基点，再创2019年以来新低。未来房贷利率下调将与各地限购限售解绑形成合力，带动地产数据进一步回暖。

图 5：一二线城市成交面积同比小幅回暖


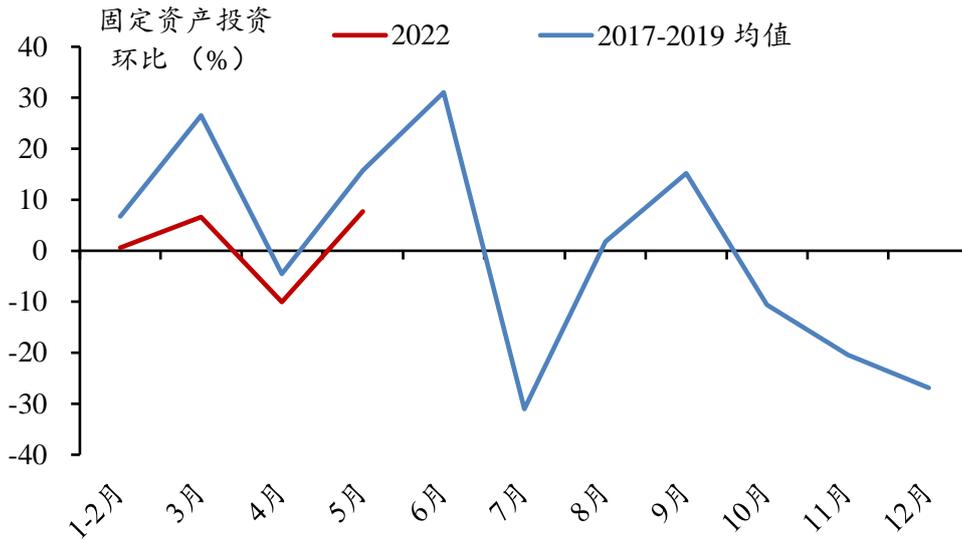
资料来源:万得, 信达证券研发中心

再看房地产投资。房地产投资当月同比下降 7.8%，上期为-10.1%。虽然本期房地产投资同比企稳，但改善幅度较为有限。新开工面积继续下滑，1-5 月新开工面积累计同比下降 30.6%（上期为-26.3%）。新开工继续走弱的原因在于房地产开发企业资金紧缺，1-5 月房地产开发资金来源同比下降 25.8%，较上期下滑 2.2 个百分点。我们认为，房地产投资当月同比的全年低点可能已经过去，销售端的企稳将在下半年传导至地产投资，驱动地产投资在二季度末触底反弹。

图 6：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深


资料来源:万得, 信达证券研发中心

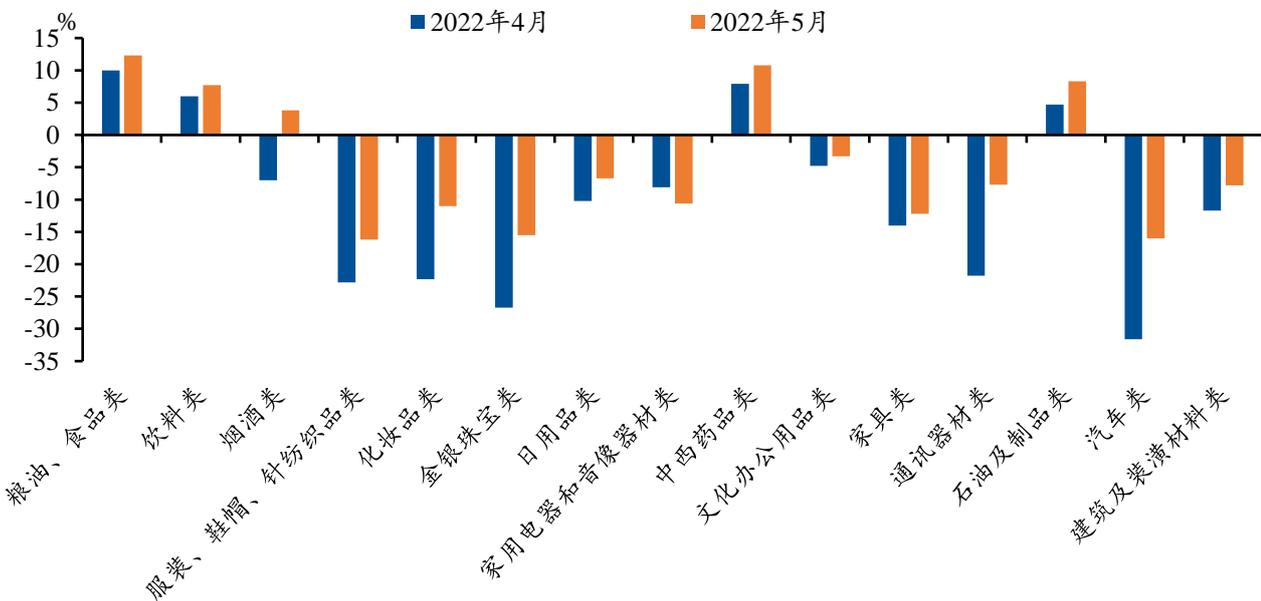
固定资产投资今年以来的韧性来自于政策对于基建投资和制造业投资的大力支持。我们再次使用 2017-2019 年的环比均值来衡量本期固定资产投资的复苏情况。固定资产投资并没有出现回补性修复，其原因在于固定资产投资今年以来的韧性来自于政策对于基建投资和制造业投资的大力支持，对疫情的敏感度相对较弱。

图 7：固定资产投资今年以来的韧性来自于政策的大力支持


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、社零小幅回暖

社零小幅回暖。5 月社会消费品零售总额 33547 亿元，同比下降 6.7%，降幅比上月收窄 4.4 个百分点。疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，多地暂停堂食导致 5 月餐饮收入同比下滑 21.1%（前值为-22.7%）。另一方面，（1）必选消费表现较为亮眼，粮油食品、饮料、中西药同比增速回升。（2）汽车消费同比降幅明显收窄，在减征部分乘用车车辆购置税等政策推动下，下半年汽车销售将继续走强。（3）由于物流受阻的情况好转，5 月线上消费当月同比从-1.0%回升至 1.0%，可选消费品需求有望在“618 促销”期间得到释放。

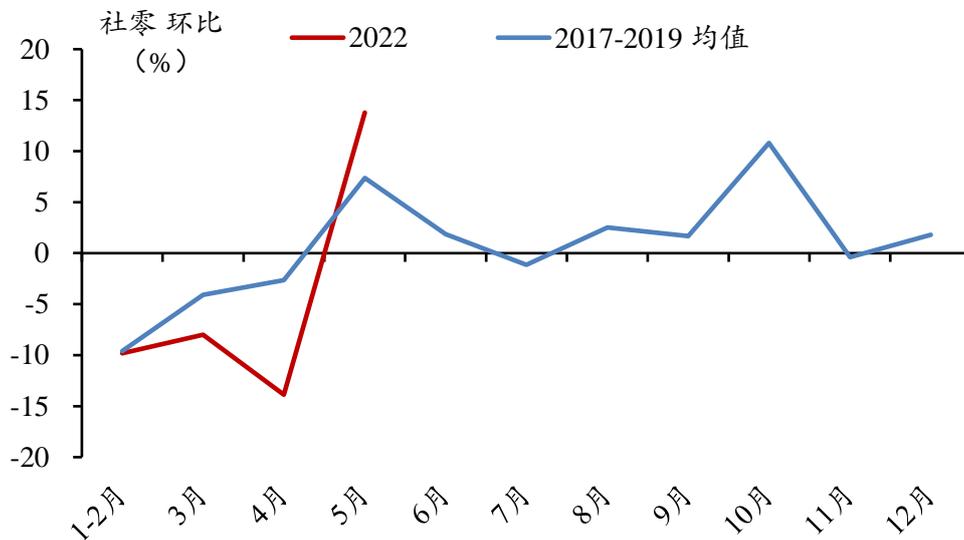
图 8：各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

失业率的居高不下与居民收入预期的不振可能会制约未来消费反弹的空间。社零 3-4 月连续两个月环比低于基准情形，5 月疫情影响消退，消费出现了回补式修复。5 月全国城镇调查失业率为 5.9%，比上月回落 0.2 个百分

点，回到了6%以下。然而，结构性失业问题愈发严重，31个大城市失业率环比上升0.2个百分点至6.9%，16-24岁人口的失业率环比上升0.2个百分点至18.4%，说明大城市和年轻人口的失业率问题尚未得到改善。失业率的居高不下与居民收入预期的不振可能会制约未来消费反弹的空间。

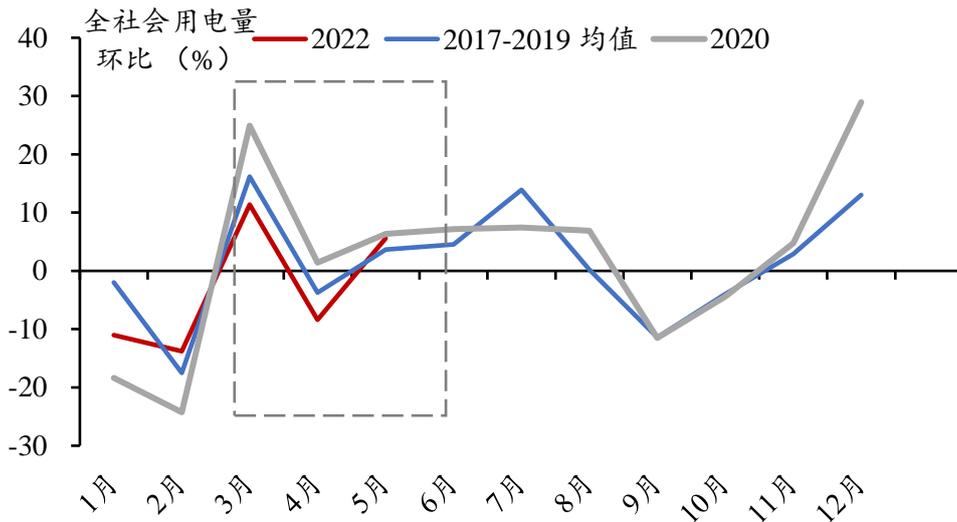
图9：本期消费出现回补式修复



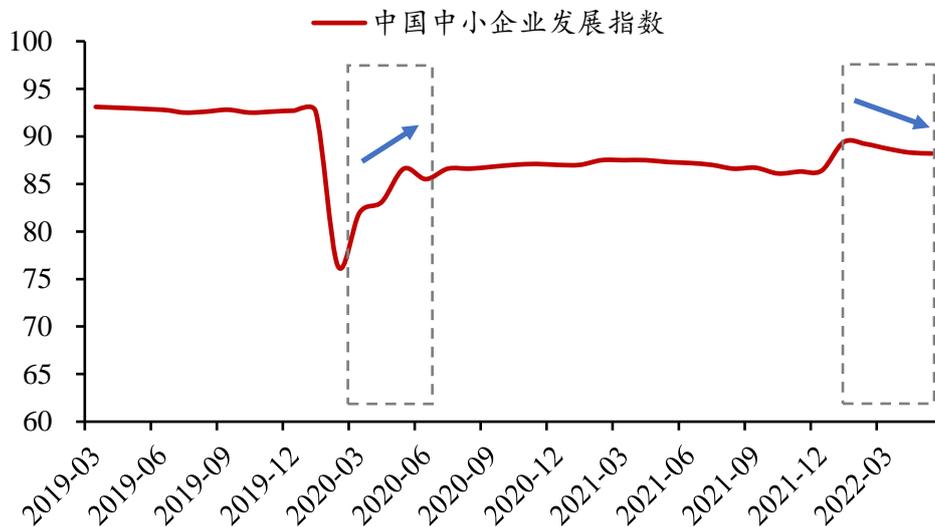
资料来源：万得，信达证券研发中心

四、目前经济恢复的阻力可能大于2020年

目前经济恢复的阻力可能大于2020年。往后看，下半年经济复苏的程度与回补式修复的斜率与空间息息相关。我们用全社会用电量环比这一综合性指标观察2020年2月首轮疫情之后的经济恢复情况，可以发现3月-6月，全社会用电量的环比增速连续4个月高于季节性，分别超出了8.7、5.2、2.7、2.6个百分点。消费和生产的回补使得2020年GDP增速较快地回到了合理区间。今年5月全社会用电量环比仅超出基准情形1.9个百分点，反映短期经济修复的斜率偏缓。整体来看，今年经济恢复的阻力可能要大于2020年，一是地产仍在探底，二是出口的繁华已经落幕，预计年内增速将逐季走低，三是疫情的艰巨性、复杂性与长期性将限制生产和消费两端的活力。尤其是中小微企业的生存状况依然面临挑战，5月中小企业发展指数录得88.2，已经连续4个月下降，目前尚未看到拐点。

图 10：2020 年回补式修复从 3 月持续至 6 月


资料来源：万得，信达证券研发中心

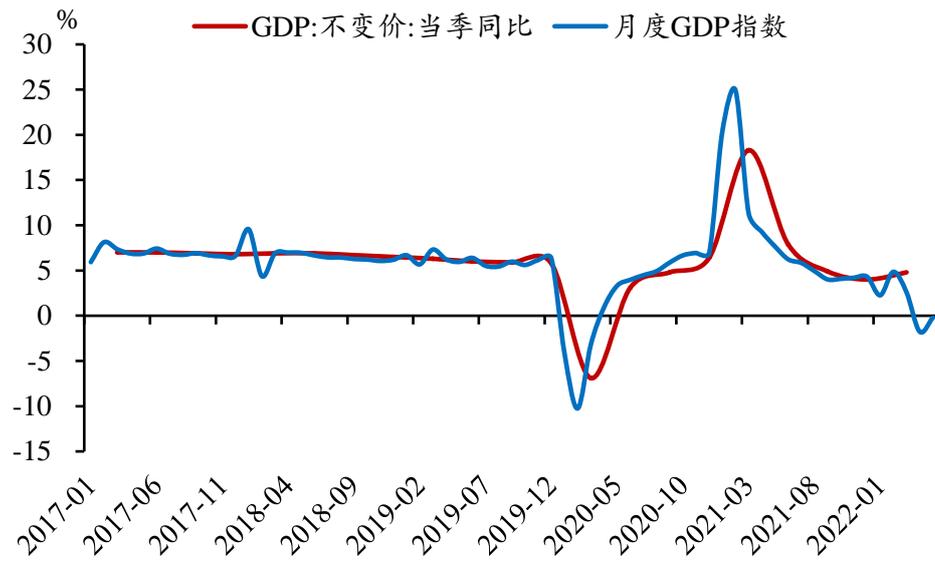
图 11：中小企业发展指数尚未看到拐点


资料来源：万得，信达证券研发中心

在经济复苏不稳固的情况下，政策亟需发力。1) 财政部发行基建专项国债，对冲内外部因素对经济基本面的消极影响，提振各部门的信心。2) 通过发放消费券、刺激耐用品消费等组合拳释放居民的消费潜力，并加大对低收入人群的定向扶持。3) 对于小微企业比重大，就业人数众多，同时受疫情冲击最为严重的服务业，政策需要对症下药；此外，需要灵活优化防疫政策，降低服务业复工的要求，确保服务业的线下消费场景稳步恢复。

二季度经济增速大概率实现小幅正增长。根据我们计算的月度 GDP 指数，4 月、5 月 GDP 增速约为 -1.8%、-0.2%。那么 6 月 GDP 增速至少需要达到 1.9% 左右。6 月起上海正式开启复商复市，经济迈向恢复阶段，预计二季度经济能够实现小幅正增长。

图 12: 月度 GDP 指数



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。