



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

疫情渐消，经济修复

——2022年5月宏观数据点评

日期：2022年06月15日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《价格形势持续改善》

——2022年06月12日

《偏松格局或重向平稳》

——2022年06月11日

《复工复产助力外贸回升，企业应对能力提高》

——2022年06月09日

■ 主要观点

疫情渐消，经济修复

5月随着疫情形势的好转，复工复产的开展，各项经济数据均得以修复。本期数据中工业、消费表现均出现好于预期的改善，投资虽然有所下滑，但仍好于预期，并且在制造业投资以及房地产投资的下滑中，基建投资保持了稳中有升。新增专项债要在6月发行完毕，8月底前使用到位，加快重大项目开工建设，基建后续增长有支撑。今年大规模留抵退税的支持下，助企纾困，改善企业现金流，提振企业投资需求，制造业投资也有望改善。与此同时，5月的失业率为5.9%，较上月下降0.2个百分点，就业也有所好转。6月随着全面复工复产的推进，以及一揽子政策的刺激下，经济恢复有望加速。

“抑”阶段中等待机会

受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变。随着本轮疫情冲击的渐消，以及本月主要数经济据的改善，市场对中国经济过度悲观的预期将得到进一步修正。在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，资本市场已重新步入平稳运行期，但仍将在“抑”中等待“扬”的阶段到来。

经济增长或更倚赖投资

随着疫情的消退，政策层面也开足马力，各项政策应出尽出，努力推动经济重回正常轨道，稳住经济大盘，努力确保二季度经济实现合理增长。我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁。当前财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：5 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产逐步恢复	3
2.2 主要行业生产均有所改善	4
2.3 基建稳中有升.....	5
2.4 地产投资企稳仍待时日	5
2.5 消费修复，城乡消费均有好转	6
3 事件影响：对经济和市场	8
3.1 疫情渐消，经济修复.....	8
3.2 “抑”阶段中等待机会	8
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 经济增长或更倚赖投资	8
5 风险提示：	8

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	7
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本月经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：5 月份宏观数据公布

工业生产回正。5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 0.7%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 5.61%。1—5 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.3%。

固定资产投资保持增长。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%。其中，民间固定资产投资 117128 亿元，同比增长 4.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.72%。

消费跌幅收窄。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%。5 月份，社会消费品零售总额 33547 亿元，同比下降 6.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 30361 亿元，下降 5.6%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测中值
工业增加值（当月）	0.7	-2.9	-0.1
固定资产投资（不含农户）	6.2	6.8	6.0
社会消费品零售（当月）	-6.7	-11.1	-7.6

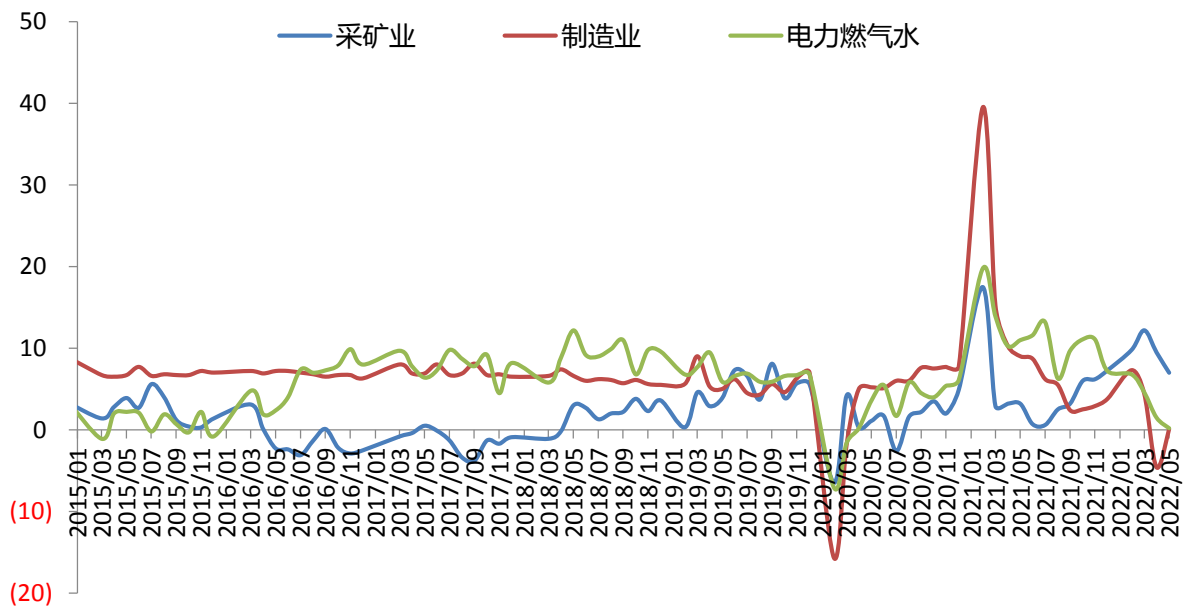
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产逐步恢复

4 月主要城市疫情封控形势延续，企业停工停产，供应链、物流运转受到阻碍，对全国的工业生产也造成了冲击，呈现负增态势。而 5 月随着主要城市疫情形势的好转，复工复产有序开展，工业生产也得以逐步恢复，本月工业生产由负转正。分三大门类看，分三大门类看，5 月份，采矿业增加值同比增长 7.0%；制造业增长 0.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 0.2%。三大门类中，受冲击最大的制造业由负转正，而采矿业与公共事业则有所回落。从产量的增速来看，主要商品中原煤、原油的产量小幅下滑，发电量的跌幅有所收窄，制造业中只要产品产量均有明显改善，尤其是得益于上海的复工复产，汽车产量大幅改善，另外工业机器人、手机的产量有所下滑。

图1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

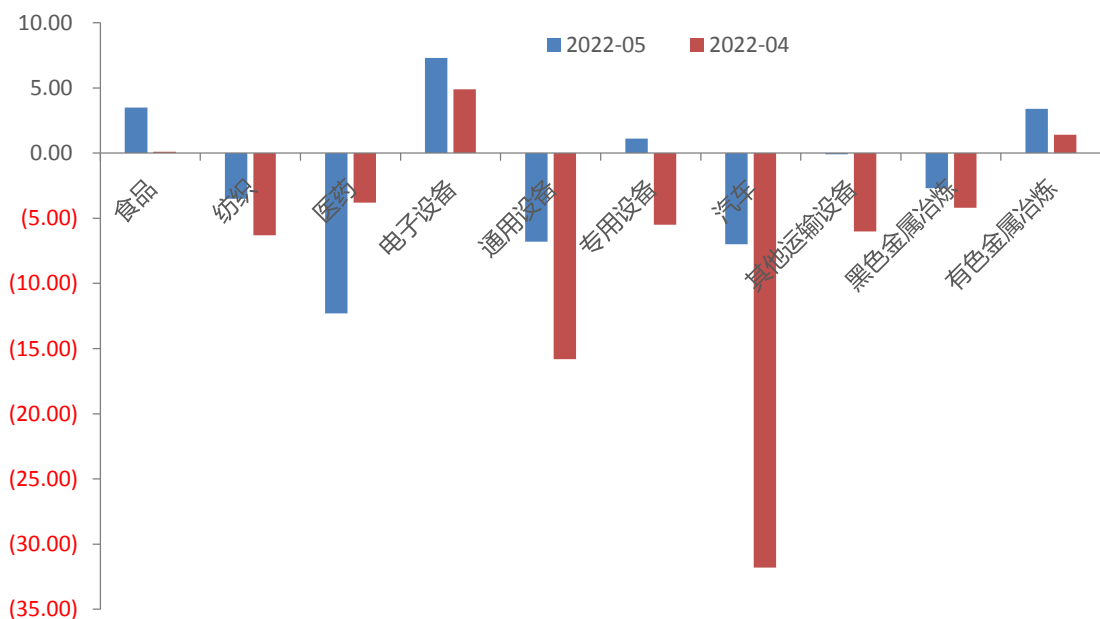


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 主要行业生产均有所改善

分行业看，5月份，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长，增加7个行业。主要行业中除医药制造业跌幅有所扩大外，企业行业均呈现出明显的改善，跌幅收窄或是由负转正。其中汽车制造业的修复较为突出，4月跌幅一度超过30%，5月跌幅收窄24.8个百分点。

图2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



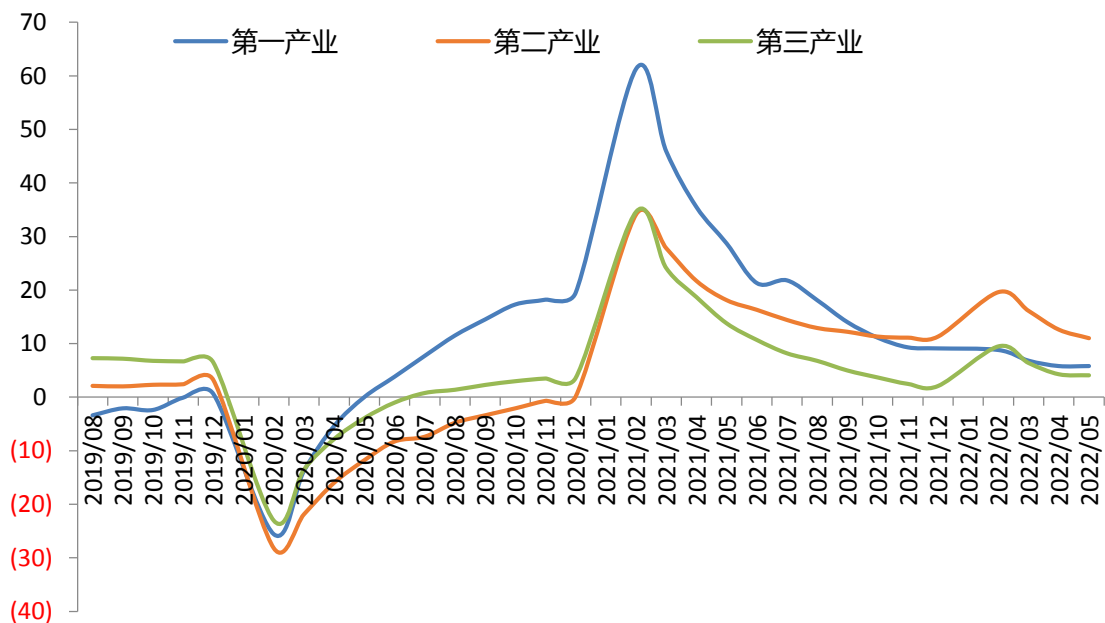
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 基建稳中有升

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%。其中，民间固定资产投资 117128 亿元，同比增长 4.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.72%。其中，第一产业投资 5250 亿元，同比增长 5.8%；第二产业投资 63917 亿元，增长 11.0%；第三产业投资 136796 亿元，增长 4.1%。

分项来看，基建投资稳中有升，基建投资在积极财政配合专项债的发力下成为疫情冲击下经济的主要支撑。新增专项债要在 6 月发行完毕，8 月底前使用到位，加快重大项目开工建设，基建后续增长有支撑。制造业投资仍在下滑，但增速仍然维持在 10 以上。跌幅也较 1—4 月份有所收窄。本轮疫情中，制造业备受冲击。待疫情消退后随着制造业的恢复以及今年大规模留抵退税的支持下，助企纾困，改善企业现金流，提振企业投资需求，制造业投资也有望改善。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



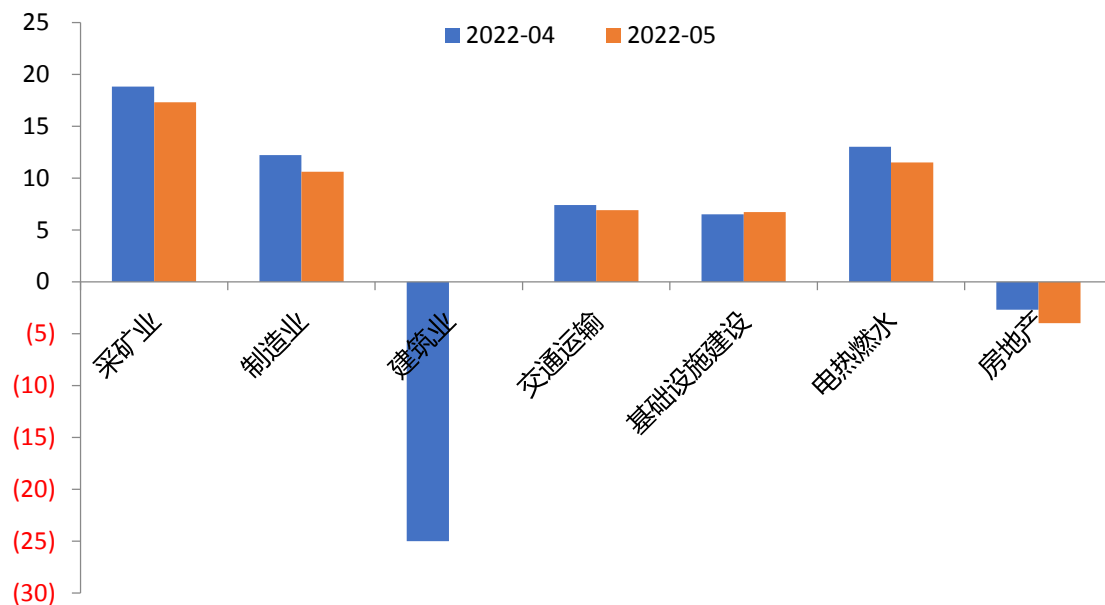
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资企稳仍待时日

1—5 月份，全国房地产开发投资 52134 亿元，同比下降 4.0%，跌幅扩大 1.3 个百分点，房地产投资颓势难改。分项来看，新开工跌幅加深，施工数据转负，销售降幅进一步扩大，土地购置面积降幅略有收窄。疫情形势下无疑进一步恶化地产现状，尤其对销售的冲击显著。从房企开发资金的来源来看，主要资金来源仍在下滑。当前地产政策面利好频传，近期部分地区房地产政策出现调整以及房贷利率的下调，体现了“支持各地从当地实际出发完

善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”的要求，但突如其来的疫情也增加了地产投资探底的时间。政策支持下，待疫情冲击消退，地产投资回稳可期。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

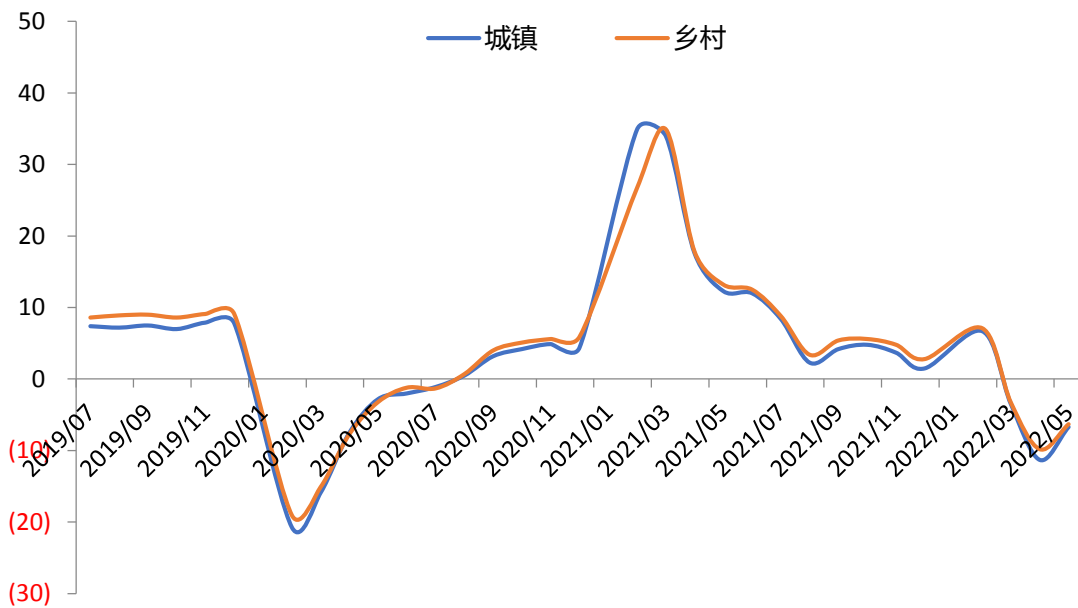


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费修复，城乡消费均有好转

5月份，社会消费品零售总额超过3.3万亿元，同比下降6.7%，降幅比4月份收窄4.4个百分点。按经营单位所在地分，5月份，城镇消费品零售额同比下降6.7%，降幅较4月份收窄4.6个百分点；乡村消费品零售额下降6.3%，降幅小于城镇0.4个百分点，比4月份收窄3.5个百分点。城乡消费均有改善。

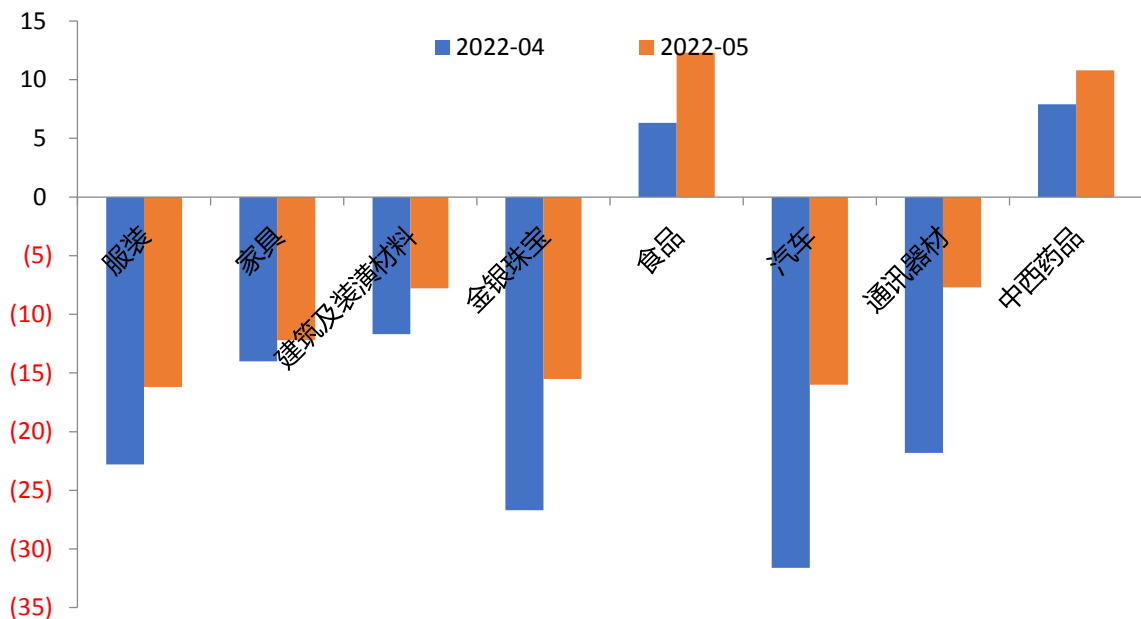
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

疫情对于消费的冲击影响最大，消费的跌幅也最深。从消费类型来看，主要消费品均有所改善，并且消费大项的汽车消费降幅也出现了明显收窄。而餐饮收入等接触型消费较商品消费跌幅也有所收窄，但改善程度还不及商品消费。疫情导致的封控管理、物流阻塞以及对居民收入的影响，对消费需求都造成较大的冲击。但随着疫情的消退以及各地促进消费政策的落实，消费也有望逐步修复。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 疫情渐消，经济修复

5月随着疫情形势的好转，复工复产的开展，各项经济数据均得以修复。本期数据中工业、消费表现均出现好于预期的改善，投资虽然有所下滑，但仍好于预期，并且在制造业投资以及房地产投资的下滑中，基建投资保持了稳中有升。新增专项债要在6月发行完毕，8月底前使用到位，加快重大项目开工建设，基建后续增长有支撑。今年大规模留抵退税的支持下，助企纾困，改善企业现金流，提振企业投资需求，制造业投资也有望改善。与此同时，5月的失业率为5.9%，较上月下降0.2个百分点，就业也有所好转。6月随着全面复工复产的推进，以及一揽子政策的刺激下，经济恢复有望加速。

3.2 “抑”阶段中等待机会

受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变。随着本轮疫情冲击的渐消，以及本月主要经济数据的改善，市场对中国经济过度悲观的预期将得到进一步修正。在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，资本市场已重新步入平稳运行期，但仍将在“抑”中等待“扬”的阶段到来。

4 事件预测：趋势判断

4.1 经济增长或更倚赖投资

随着疫情的消退，政策层面也开足马力，各项政策应出尽出，努力推动经济重回正常轨道，稳住经济大盘，努力确保二季度经济实现合理增长。我们一直认为消费“压舱石”是对民生而言的。经济增长的第一动力是投资，之前受债务问题制约对投资没有过多强调，鉴于对债务约束认识观念的改变，投资的重要性提升已是年初就得到了提升。在疫情冲击之下，投资挑起了大梁。当前财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，复工复产不

请务必阅读尾页重要声明

及预期，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。