



中航证券研究所

分析师：符旻

证券执业证书号：S0640514070001

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

5 月经济弱复苏，6 月是重要政策观察窗口期——2022 年 5 月经济数据点评

2022 年 6 月 16 日

➤ 事件：

1—5 月，社消总额同比-1.5%，较前 4 月-1.3PCTS，单独 5 月，社消总额同比-6.7%，较 4 月+4.4PCTS；1—5 月，固投（不含农户）同比+6.2%（较前 4 月-0.6PCTS），其中，制造业+10.6%（较前 4 月-1.6PCTS）、房地产-4.0%（较前 4 月-1.3PCTS）、基建+8.16%（较前 4 月-0.1PCTS）；1—5 月，规上工业增加值同比+3.3%（较前 4 月-0.7PCTS）。单独 5 月，工业增加值同比+0.7%（较 4 月+3.6PCTS）。

➤ 总体观点：

（1）疫情影响减退，消费下滑幅度较 5 月收窄

2022 年 5 月社零环比+0.05%，今年 2 月以来首次为正，但仍然是历年 5 月最低值，也明显低于疫情前 5 年（2015-2019）同期社零环比均值的+0.61%。2022 年 5 月，社零同比-6.7%（市场预期-7.6%），为连续第 3 个月录得负值，但与上月的-11.1%相比，萎缩幅度缩小。5 月消费仍然受到疫情拖累，但因疫情较 4 月好转，社零受到的冲击较 4 月减弱。往后看，预计随着疫情影响的进一步消退、刺激消费政策的发力和居民聚集、出行的逐步恢复，6 月社零将较 5 月进一步改善。但另一方面，鉴于疫情影响仍未完全消退，且抑制居民消费的居民资产负债表受损和预期转弱的因素在 6 月仍将存在，因此 6 月消费大概率较难恢复到年初时的同比增速。6 月社零同比能否转正，仍存在较大不确定性。

（2）5 月固投略微改善，房地产仍是拖累项

2022 年 5 月，固投同比+4.5%，较 4 月+2.7PCTS，其中制造业投资同比+7.1%（较 4 月+0.7PCTS）、基建投资同比+7.9%（较 4 月+3.6PCTS）、房地产开发投资同比-7.7%（较 4 月+2.4PCTS）。5 月固投及其主要分项增速虽然较 4 月改善，但仍然低于前 4 月增速，最终带动 2022 年 1-5 月固投及其主要分项增速较 1-4 月有所下滑，其中，1-5 月固投总体增速+6.2%（1-4 月增速+6.8%）、制造业投资+10.6%（1-4 月+12.2%）、基建投资+8.16%（1-4 月 8.26%）、房地产开发投资-4.0%（1-4 月-2.7%）。

——5 月制造业投资增速较 4 月回升，疫情冲击减弱下制造业景气度有所恢复：

2022 年 5 月，制造业投资增速 7.1%，较 4 月+0.7PCTS，带动 5 月固投总体上行 3.1PCTS。5 月制造业 PMI 仍然位于荣枯线之下，表明 5 月制造业景气度下滑的趋势虽然得到明显遏制，但仍处在景气度下行区间。对应到制造业投资上，5 月单月制造业投资虽较 4 月上行，但仍然低于 1-4 月增速。5 月制造业景气度仍然位于下行区间，叠加原材料价格继续高位运行之下，最终 1-5 月制造业投资增速录得 10.6%，较 1-4 月-1.6PCTS。往后看，6 月开始，疫情明显缓和，物流较 5 月继续恢复，制造业景气度大概率重回扩张区间，预期将继续边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计 6 月制造业投资较 5 月继续改善。

——5 月房地产投资继续下行，下行幅度较 4 月减小：

2022 年 5 月房地产投资增速-7.7%，较 4 月+2.4PCTS，带动固投下行 2.2PCTS。5 月房地产投资呈现边际改善，但仍然位于下行通道中，且 5 月投资增速虽然高于 4 月，但仍低于 1-4 月增速，因此 1-5 月房地产投资增速录得-4.0%，较 1-4 月下行 1.3PCTS。从房地产开发资金角度，1-5 月较 1-4 月值继续下滑，表明房企融资仍有待改善。总体来看，5 月房地产虽然边际上下行速度放缓，但仍在筑底，从 6 月前两周 30 大中城市商品房成交面积和 100 大中城市土地成交面积仍较去年同期下滑来看，这种筑底在 6 月大概率仍将持续。5 月初至今，又有多个城市放松房地产调控政策，因城施策政策进一步落实，但后续房地产投资能否转负为正，仍然存在较大不确定性。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

——5月基建投资增速较4月上行，后续仍将是固投重要支撑项：

2022年5月，基建投资同比+7.9%，较4月+3.6PCTS，带动固投上行2.7PCTS。疫情影响减弱、开工受限情况缓解以及前期项目的加速推进是5月基建投资同比较4月回升的主要原因。往后看，基建投资在稳增长的大背景下预计仍然是固投的重要支撑项。根据国务院2022年5月31日发布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，按6月底前发行完成度在90%-95%计算，6月仍将新发行专项债1.08万亿元到1.25亿元之间。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

(3) 疫情缓解，5月工业增加值同比转负为正

2022年5月，工业增加值同比+0.7%（市场预期-0.1%），在4月录得2020年4月以来首次负值后实现转正。总体来看，4月需求、生产被疫情严重扰动，5月疫情改善后集中“爆发”之下，工业增加值增速较4月明显改善（5月工业增加值环比录得+5.61%，远高于历年5月环比），但5月疫情仍对工业有部分扰动，因此工业复苏尚不够充分。6月，疫情影响持续快速消退，全国范围复工复产稳步推进，预计工业增加值增速继续上行。

(4) 经济弱复苏，但隐忧仍然较多，6月是观察政策效果重要窗口期

5月经济整体呈现弱复苏态势，其中，进出口、基建投资、制造业投资是重要支撑项，房地产投资和消费表现仍然较弱。总体上看，目前经济动能正在自4月低点恢复，但仍然存在着居民和企业预期较弱、出口高速增长持续性存疑、房地产行业仍然在筑底、制造业企业成本高企等隐忧。在这种情况下，目前国内货币和财政政策的核心诉求仍然是稳增长。进入6月后，在疫情不再反复的假设下，随着各地复工复产有序推进，伴随着政策的进一步发力，政策效果显现将带动经济进一步企稳回升，6月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段。

1、消费：疫情影响减退，消费下滑幅度较5月收窄

2022年5月社零环比+0.05%，今年2月以来首次为正，但仍然是历年5月最低值，也明显低于疫情前5年（2015-2019）同期社零环比均值的+0.61%。2022年5月，社零同比-6.7%（市场预期-7.6%），为连续第3个月录得负值，但与上月的-11.1%相比，萎缩幅度缩小。其中，城镇社零同比-6.7%（上月-11.3%）、乡村社零同比-6.3%（上月-9.8%）、商品零售同比-5.0%（上月-9.7%）、餐饮收入同比-21.1%（上月-22.7%），限额以上社零同比-6.5%（上月-14.0%）。

分商品类别，从对限额以上商品零售的拉动作用来看，限额以上15类商品中，本月有粮油食品、石油及制品、中西药品、饮料、烟酒5类商品拉动为正，较上月增加1类商品，其余10类商品拉动为负，其中汽车、服装、家用电器等负向拉动作用较明显。今年5月限额以上15类商品中，有10类商品同比增速为负，较上月减少1类，但除家用电器增速下滑幅度较上月加深外，其余商品同比增速均较上月有所改善（增速上升、由负转正或下滑幅度减小）。

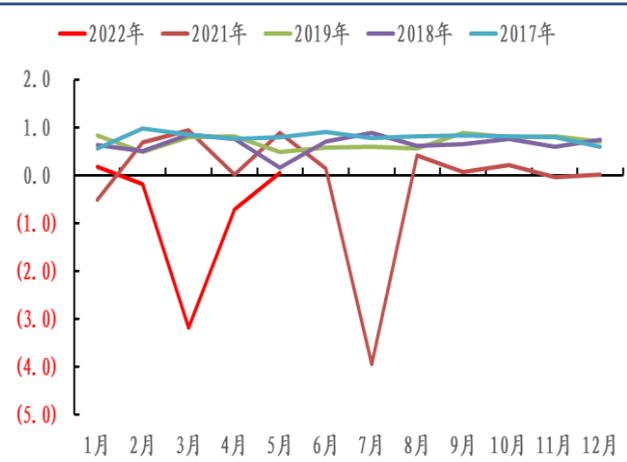
5月消费仍然受到疫情拖累，但因疫情较4月好转，社零受到的冲击较4月减弱：社零环比转正，同比下滑幅度变小，限额以上15类商品中有14类同比增速较4月改善。往后看，预计随着疫情影响的进一步消退、刺激消费政策的发力和居民聚集、出行的逐步恢复，6月社零将较5月进一步改善。地铁客流量数据可部分验证全国范围内因疫情导致的封控政策正逐步放宽：6月上旬，18个大中城市中已经有6个城市地铁客流量较去年同期为正，其余12个城市地铁客流量较去年同期下滑幅度也已经普遍较5月下旬收窄。但另一方面，鉴于疫情影响仍未完全消退，且抑制居民消费的居民资产负债表受损和预期转弱的因素在6月仍将存在，因此6月消费大概率较难恢复到年初时的同比增速。6月社零同比能否转正，仍存在较大不确定性。

图表 1：社零同比增速走势（%）



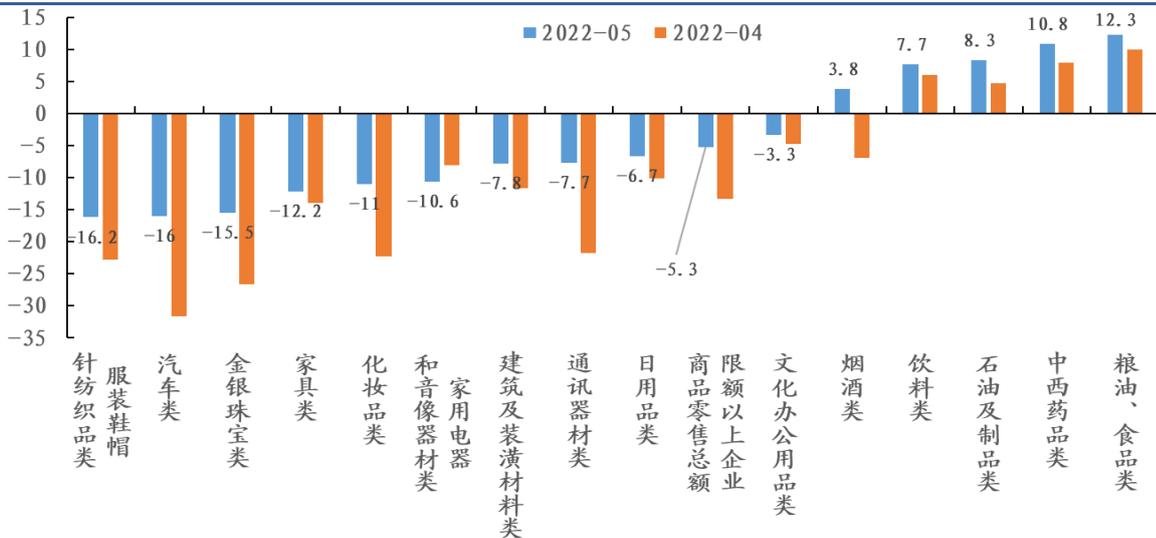
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 2：社零环比增速走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 3: 今年 5 月和 4 月限额以上各类商品销售增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 主要零售商品类别对限额以上企业商品零售额当月增速的拉动

商品类别	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05
粮油、食品类	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%	1.09%	1.38%	1.04%	1.00%	0.97%	1.18%	1.54%	1.10%
石油及制品类	1.37%	0.65%	1.42%	3.03%	1.88%	2.75%	3.69%	2.34%	1.70%	3.03%	2.63%	2.66%
中西药品类	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%	0.33%	0.32%	0.21%	0.32%	0.37%	0.34%	0.32%	0.28%
饮料类	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%	0.18%	0.24%	0.15%	0.19%	0.21%	0.38%	0.31%	0.32%
烟酒类	0.10%	-0.20%	0.20%	0.32%	0.23%	0.35%	0.40%	0.33%	0.38%	0.40%	0.48%	0.40%
文化办公用品类	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%	0.19%	0.32%	0.27%	0.38%	0.41%	0.37%	0.22%	0.29%
建筑及装潢材料类	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%	0.10%	0.17%	0.16%	0.16%	0.17%	0.15%	0.24%	0.25%
家具类	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%	-0.04%	0.07%	0.03%	0.04%	0.07%	0.13%	0.15%	0.13%
通讯器材类	-0.26%	-0.31%	0.11%	0.21%	0.01%	0.02%	1.32%	0.24%	-0.53%	0.00%	0.23%	0.30%
化妆品类	-0.29%	-0.31%	-0.18%	0.17%	0.05%	0.30%	0.17%	0.09%	0.00%	0.06%	0.36%	0.37%
金银珠宝类	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%	0.00%	0.10%	0.22%	0.35%	0.15%	0.24%	0.40%	0.37%
日用品类	-0.32%	-0.47%	-0.04%	0.31%	0.28%	0.43%	0.16%	0.02%	-0.01%	0.60%	0.68%	0.61%
家用电器和音像器材类	-0.64%	-0.44%	-0.26%	0.64%	-0.39%	0.47%	0.32%	0.36%	-0.31%	0.32%	0.23%	0.20%
服装鞋帽、针、纺织品类	-1.47%	-1.36%	-1.08%	0.47%	-0.23%	-0.05%	-0.34%	-0.42%	-0.50%	0.62%	1.07%	1.32%
汽车类	-4.82%	-9.93%	-2.30%	1.14%	-2.40%	-2.58%	-3.59%	-3.74%	-2.29%	-0.57%	1.34%	1.98%
限额以上企业商品零售总额	-1.30%	-13.30%	-0.42%	9.10%	1.70%	4.30%	4.70%	2.70%	0.80%	7.70%	12.30%	11.10%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 今年 18 大城市地铁客流量同比

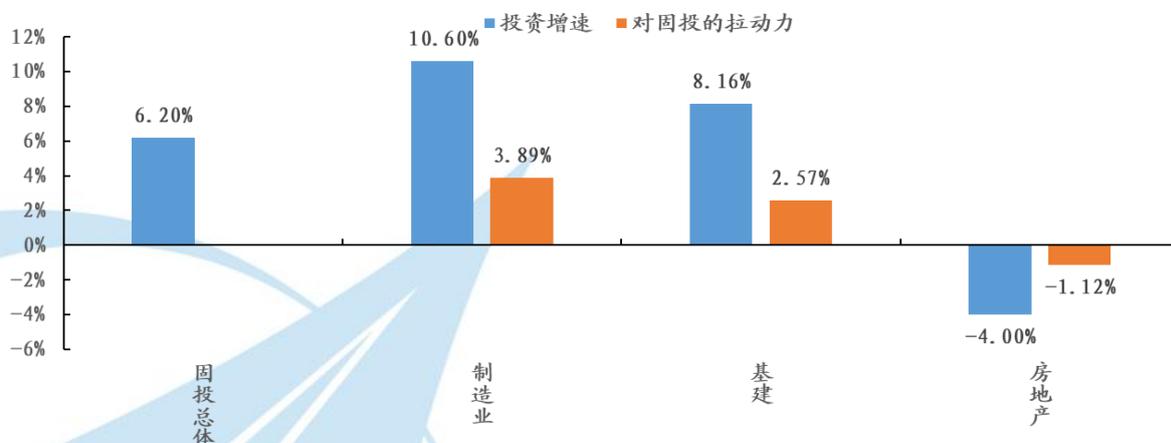
	下滑幅度较上期加深城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
6月上旬	1	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	10	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	2	-41.0%	-77.2%	-	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	14	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	6	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	5	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	17	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	9	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	17	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬		-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
5月	5	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	16	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月		-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 红色代表今年较去年客流量少, 绿色代表去年较今年客流量少)

2、固定资产投资：5月固投略微改善，房地产仍是拖累项

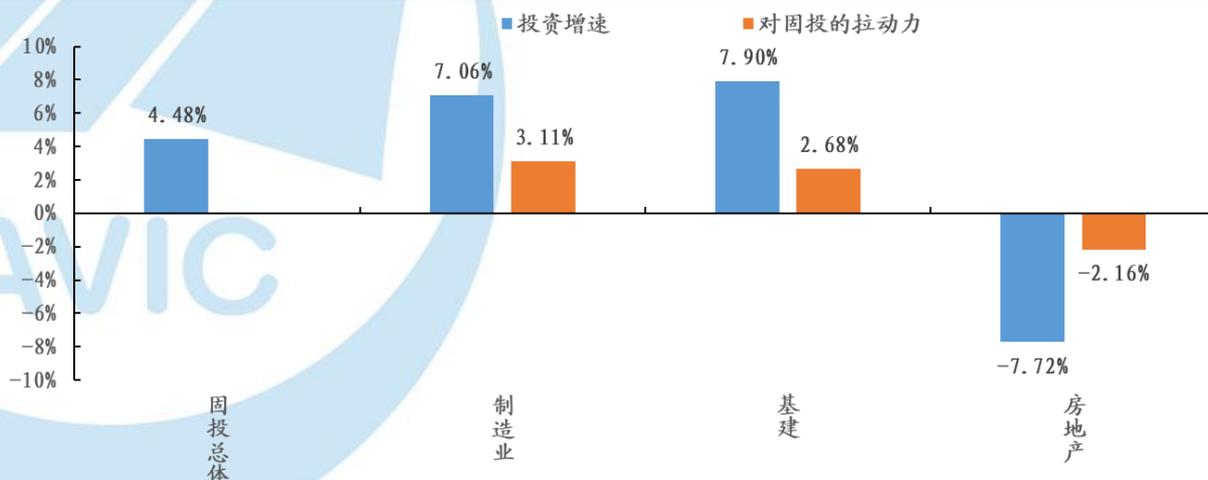
2022年5月，固投同比+4.5%，较4月+2.7PCTS，其中制造业投资同比+7.1%（较4月+0.7PCTS）、基建投资同比+7.9%（较4月+3.6PCTS）、房地产开发投资同比-7.7%（较4月+2.4PCTS）。制造业投资、基建投资以及固投总体当月增速均较上月有一定改善，房地产投资当月增速虽然下滑幅度较上月降低，但仍然为负，是固投总体的拖累项。另一方面，5月固投及其主要分项增速虽然较4月改善，但仍然低于前4月增速，最终带动2022年1-5月固投及其主要分项增速较1-4月有所下滑，其中，1-5月固投总体增速+6.2%（1-4月增速+6.8%）、制造业投资+10.6%（1-4月+12.2%）、基建投资+8.16%（1-4月8.26%）、房地产开发投资-4.0%（1-4月-2.7%）。

图表6：2022年1-5月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图表7：2022年5月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

2.1、2022年5月制造业投资增速较4月回升，疫情冲击减弱下制造业景气度有所恢复

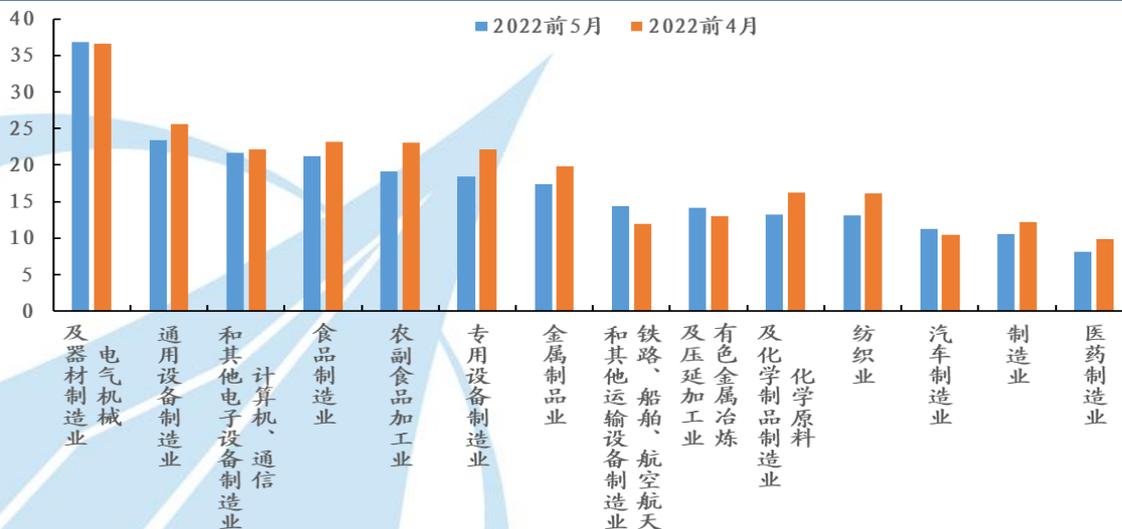
2022年5月，制造业投资增速+7.1%，较4月+0.7PCTS，带动5月固投总体上行3.1PCTS。2022年1-5月，制造业投资同比增速+10.6%，较1-4月-1.6PCTS。分子行业看，已公布投资增速的制造业13个子行业中，除有色金属冶炼及压延、汽车制造、电气机械、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业之外，

其余行业5月累计同比投资增速均较4月不同程度下滑。此外，5月高技术制造业累计同比增速+24.9%，仍然明显高于制造业投资总体增速，对制造业投资总体增速具有向上拉动作用。

总体来看，5月制造业投资增速较4月有所改善，主要因为疫情冲击减弱之下，制造业景气度回升，预期改善，加大了投资力度。5月官方制造业PMI录得49.6%，较上月+2.2PCTS，有所改善。但另一方面，5月制造业PMI仍然位于荣枯线之下，表明5月制造业景气度下滑的趋势虽然得到明显遏制，但仍处在景气度下行区间。对应到制造业投资上，5月单月制造业投资虽较4月上行，但仍然低于1-4月增速。5月制造业景气度仍然位于下行区间，叠加原材料价格继续高位运行之下，最终1-5月制造业投资增速较1-4月下行1.6PCTS。

往后看，6月开始，疫情明显缓和，物流较5月继续恢复，制造业景气度大概率重回扩张区间，预期将继续边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计6月制造业投资较5月继续改善。

图表8：5月多数电子行业累计投资增速较4月下行（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

2.2、5月房地产投资继续下行，下行幅度较4月减小

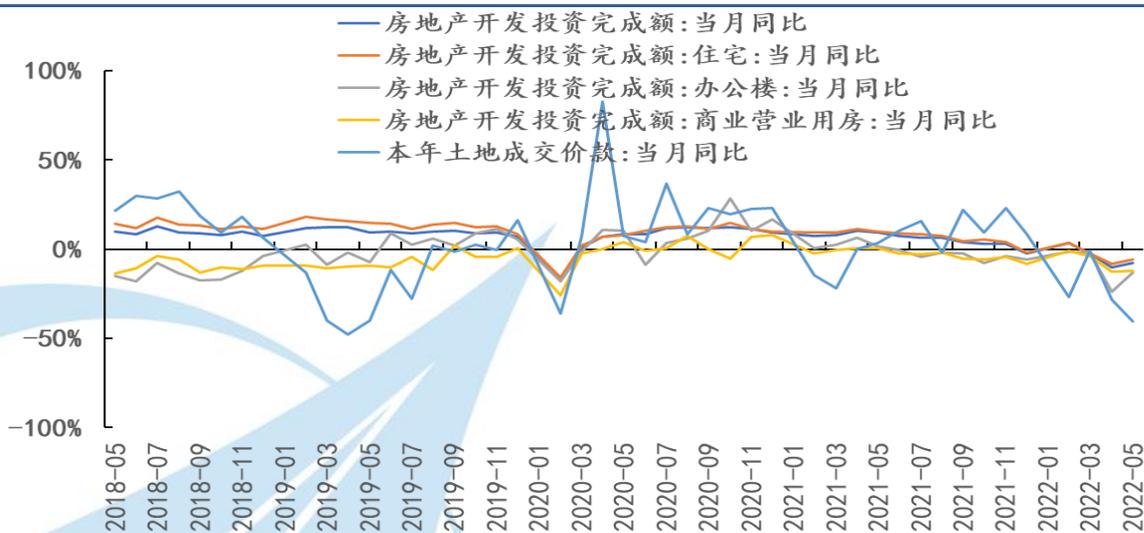
2022年5月房地产投资增速-7.7%，较4月+2.4PCTS，带动固投下行2.2PCTS。5月，房地产投资分项看，住宅投资-5.6%（较4月+2.6PCTS）、办公楼投资-13.4%（较4月+10.5PCTS）、商业营业用房投资-12.1%（较4月+0.6PCTS），均较4月有所改善。5月，本年土地成交价款-40.5%，较4月-12.3PCTS。销售方面，5月商品房销售额同比-37.8%（较4月+8.8PCTS）、商品房销售面积同比-32.0%（较4月+6.8PCTS），显示5月房地产销售下滑边际放缓。房地产施工方面，5月房屋施工面积-39.4%（较4月-0.1PCTS），其中新开工面积同比-41.9%（较4月+2.3PCTS）、竣工面积-31.3%（较4月-17.2PCTS）。土地购置方面，5月本年土地购置面积同比-43.3%（较4月+14.0PCTS）。房地产发资金方面，2022年1-5月，房企开发到位资金同比-25.8%，较1-4月-2.2PCTS，其中国内贷款同比-26.0%（较1-4月-1.6PCTS），定金及预收款同比-39.7%（较1-4月-2.7PCTS）。

与4月相比，5月房地产投资增速下行幅度减小，住宅、办公楼及商业营业用房投资增速均呈现边际改善。5月商品房销售及土地购置面积下滑幅度均较4月减小，但房地产施工面积同比增速受新开工面积

拖累，较4月略微下行。

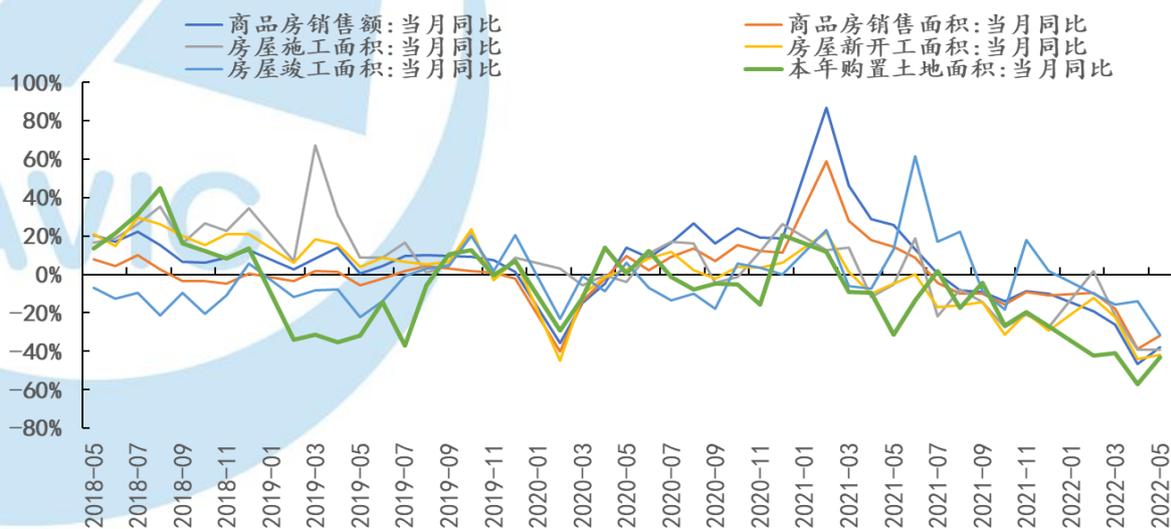
5月房地产投资呈现边际改善，但仍然位于下行通道中，且5月投资增速虽然高于4月，但仍低于1-4月增速，因此1-5月房地产投资增速录得-4.0%，较1-4月下行1.3PCTS。从房地产开发资金角度，1-5月较1-4月值继续下滑，表明房企融资仍有待改善。总体来看，5月房地产虽然边际上下行速度放缓，但仍在筑底，从6月前两周30大中城市商品房成交面积和100大中城市土地成交面积仍较去年同期下滑来看，这种筑底在6月大概率仍将持续。5月初至今，又有多个城市放松房地产调控政策，因城施策政策进一步落实，但后续房地产投资能否转负为正，仍然存在较大不确定性。

图表9：房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



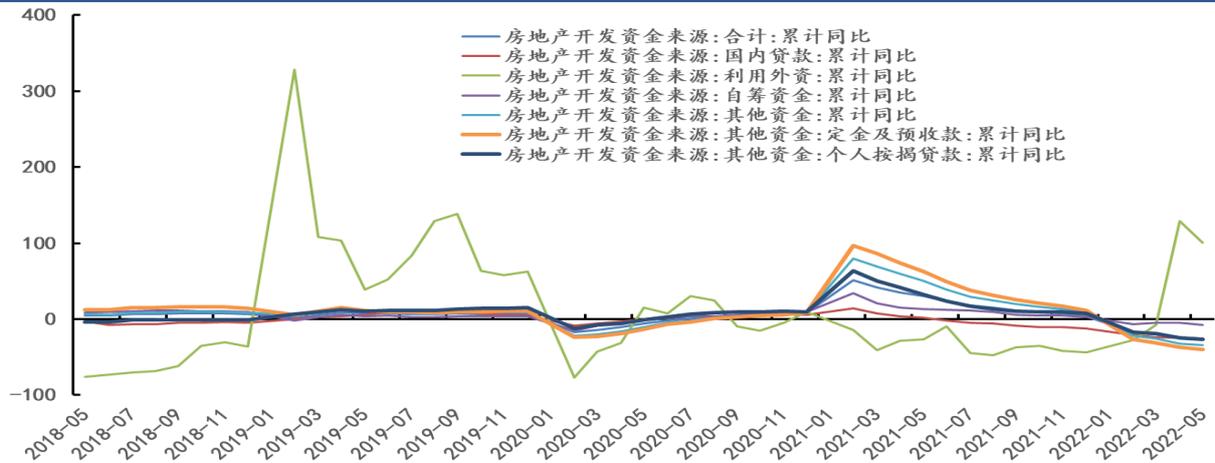
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图表10：房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图表 11: 房地产开发资金到位情况走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积 (万平方米)		100大中城市供应土地面积 (万平方米)		100大中城市成交土地面积 (万平方米)		100大中城市成交土地溢价率	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
6月第二周	265	411	1885	3466	528	1665	7	17
6月第一周	221	463	2927	2697	1247	2765	3	8
5月第四周	232	412	3434	2945	1630	2320	4	15
5月第三周	222	425	2060	2586	1495	2333	3	20
5月第二周	218	457	1915	1870	1411	2067	3	15
5月第一周	129	307	1068	1434	1019	1431	1	20
4月第四周	222	459	2894	4231	1908	3406	7	21
4月第三周	215	420	1777	2465	1833	1806	4	28
4月第二周	181	410	1786	2169	1467	1466	3	29
4月第一周	152	368	966	3242	808	1470	2	30
3月第五周	256	427	2483	3275	2005	1814	3	23
3月第四周	233	415	2561	1906	1305	1448	5	18
3月第三周	184	425	1391	1787	993	1433	4	16
3月第二周	203	378	2415	1905	1212	2677	5	20
3月第一周	238	413	1903	1974	1738	2743	5	14
5月合计	801	1602	8477	8835	5556	8149	---	---
4月合计	770	1656	7423	12108	6016	8148	---	---
3月合计	1114	2058	10754	10847	7253	10115	---	---
6月第二周同比	-35.4%		-45.6%		-68.3%		-59.8%	
6月第一周同比	-52.2%		8.5%		-54.9%		-61.2%	
5月第四周同比	-43.7%		16.6%		-29.7%		-75.9%	
5月第三周同比	-47.9%		-20.4%		-35.9%		-84.8%	
今年5月同比	-50.0%		-4.1%		-31.8%		---	
今年4月同比	-53.5%		-38.7%		-26.2%		---	
今年3月同比	-45.9%		-0.9%		-28.3%		---	

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年少, 绿色代表去年比今年少, 商品房成交每周取值为周日到下周六, 土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

2.3、5月基建投资增速较4月上行, 后续仍将是固投重要支撑项

2022年5月, 基建投资同比+7.9%, 较4月+3.6PCTS, 带动固投上行2.7PCTS。疫情影响减弱、开工受限情况缓解以及前期项目的加速推进是5月基建投资同比较4月回升的主要原因。往后看, 基建投资在稳增长的大背景下预计仍然是固投的重要支撑项。

在财政和基建靠前发力的政策指导下, 今年前5个月新增专项债发行规模累计约20339亿元, 比去年同期增加约1.5万亿元, 发行进度明显快于去年。国务院2022年5月31日发布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》表示, 要“抓紧完成今年专项债券发行使用任务, 加快今年已下达的3.45万亿元专项债券发行使用进度, 在6月底前基本发行完毕, 力争在8月底前基本使用完毕。”按6月底前发

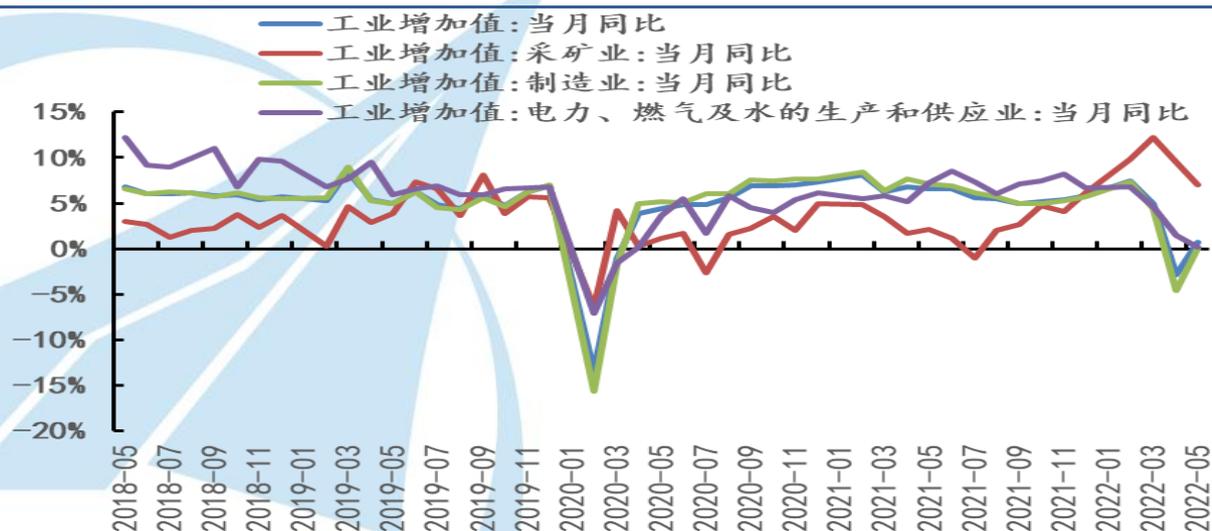
行完成度在 90%-95% 计算，6 月仍将新发行专项债 1.08 万亿元到 1.25 亿元之间。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

3、疫情缓解，5 月工业增加值同比转负为正

2022 年 5 月，工业增加值同比+0.7%（市场预期-0.1%），在 4 月录得 2020 年 4 月以来首次负值后实现转正。分三大子行业看，5 月，采矿业、制造业和公用事业同比分别为+7.0%（较 4 月-2.5PCTS）、+0.1%（较 4 月+4.7PCTS）、公用事业+0.2%（较 4 月-1.3PCTS），在采矿业和公用事业增加值增速较 4 月下es的同时，疫情缓解之下制造业增加值的强势恢复，带动 5 月工业增加值同比实现转负为正。从子行业角度，已公布当月增加值增速的 17 个子行业中，有 10 个 5 月同比增速仍为负，显示工业的复苏尚不够充分。

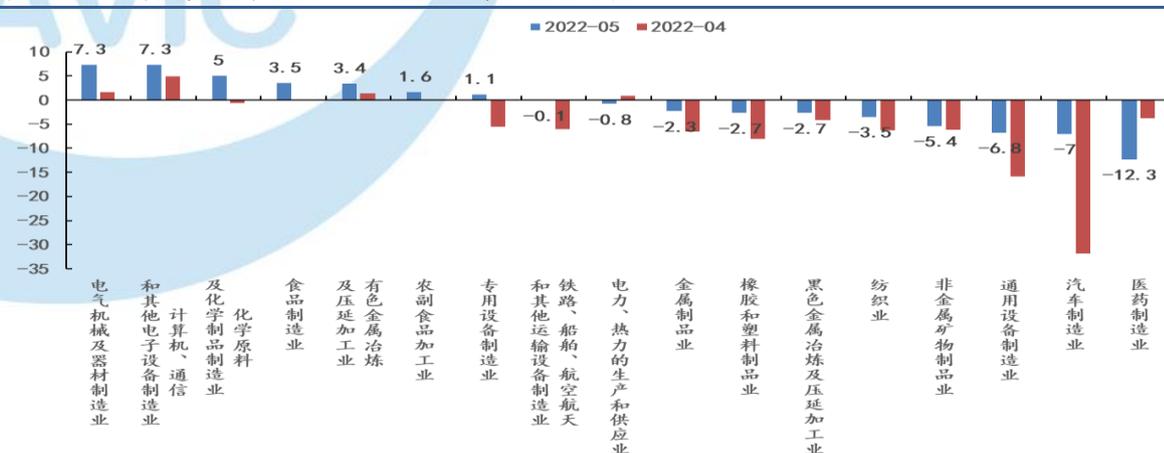
总体来看，4 月需求、生产被疫情严重扰动，5 月疫情改善后集中“爆发”之下，工业增加值增速较 4 月明显改善（5 月工业增加值环比录得+5.61%，远高于历年 5 月环比），但 5 月疫情仍对工业有部分扰动，因此工业复苏尚不够充分。6 月，疫情影响持续快速消退，全国范围复工复产稳步推进，预计工业增加值增速继续上行。

图表 13：工业增加值及其三大子行业同比走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

图表 14：5 月大多数子行业工业增加值同比增速为负



资料来源：wind，中航证券研究所

4、后续判断：经济弱复苏，但隐忧仍然较多，6月是观察政策效果重要窗口期

5月经济整体呈现弱复苏态势，其中，进出口、基建投资、制造业投资是重要支撑项，房地产投资和消费表现仍然较弱。5月通胀走势较平稳，CPI与同比与上月相同，PPI继续下行。从5月社融数据看，宽信用在总量层面推进效果明显，但结构上仍然存在偏向短期信用扩张的特点，显示居民和企业内在长期融资需求不足。

总体上看，目前经济动能正在自4月低点恢复，但仍然存在居民和企业预期较弱、出口高增速持续性存疑、房地产行业仍然在筑底、制造业企业成本高企等隐忧。在这种情况下，目前国内货币和财政政策的核心诉求仍然是稳增长。进入6月后，在疫情不再反复的假设下，随着各地复工复产有序推进，伴随着政策的进一步发力，政策效果显现将带动经济进一步企稳回升，6月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符昞（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。
刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。