

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

经济实现初步反弹 信心提振尚需加码

— 5 月经济数据点评

2022 年 6 月 16 日

分析师:

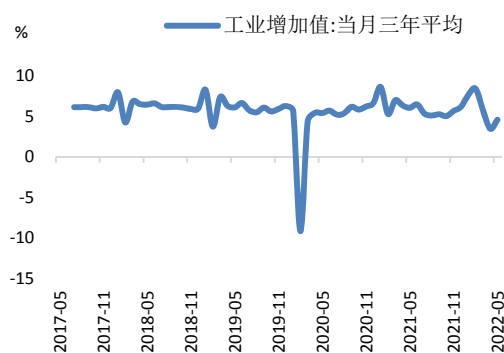
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《疫情冲击叠加内需偏弱拖累 PMI 逆季节性下降—3 月 PMI 数据点评》
- 《发力供需两端 着重政策落地—稳住经济大盘会议点评》

内容提要:

5 月工业增加值同比增长 0.7%，预期下降 0.1%，前值下降 2.9%；1-5 月固定资产投资累计同比增长 6.2%，预期增长 6.0%，前值增长 6.8%；5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，预期下降 7.6%，前值下降 11.1%。

疫情得到控制、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口加速等因素推动生产恢复，但相当部分行业开工率较疫情前仍有差距，行业分化明显。

本轮疫情发展处于收尾阶段，疫情对消费尤其是线下消费的冲击逐步减弱，但经济下行压力仍大、居民收入增速放缓、就业压力较大以及疫情反复冲击导致本轮消费复苏或较 2020 年与 2021 年更为缓慢。

投资好于预期。其中，基建投资较为稳定，未来仍有上行空间；房地产投资有所企稳，销售边际改善但仍未见明显好转；制造业投资稳中有升但当前市场主体投资信心不足，后续仍需政策加码落实。

总的来看，疫情冲击减弱、政策加大对冲推动 5 月经济数据普遍好于预期。在后期疫情可控的情况下，4-5 月大概率为全年底部，未来经济触底回升可期。近期内外需均有所改善，但当前复苏属于边际修复而非强力反弹，后期仍要看政策落实情况。更为重要的是，市场主体预期与信心仍然较弱，尤其是民企。预计后续政策会进一步加码，投资端可从基建入手，辅以加码高端制造业、技改投资，消费端通过保就业、加码发放消费券乃至现金补贴中低收入人群等方式展开，通过全社会订单的增加，再配合融资便利性以及融资成本的降低，才能更好的拉动经济。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 6 月 15 日公布的数据显示，5 月工业增加值同比增长 0.7%，预期下降 0.1%，前值下降 2.9%；1-5 月固定资产投资累计同比增长 6.2%，预期增长 6.0%，前值增长 6.8%；5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，预期下降 7.6%，前值下降 11.1%。

点评：疫情冲击减弱、政策加大对冲推动 5 月经济数据普遍好于预期。在后期疫情可控的情况下，4-5 月大概率为全年底部，未来经济触底回升可期。近期内外需均有所改善，外需小幅反弹、国内物流恢复以及上海等地复工复产推动出口边际修复，5 月制造业 PMI 超预期反弹，社融与贷款超预期增长，地产销售和基建融资也逐步有所起色。不过，当前复苏属于边际修复而非强力反弹，后期仍要看政策落实情况。一是 5 月供给约束并未根本性缓解，复工复产速度弱于疫情前；二是当前生产和就业修复仍相对迟缓，部分行业开工率较疫情前仍有较大差距；三是居民信贷与企业中长期贷款复苏较慢，与 5 月核心 CPI 依旧低位徘徊等互为印证。更为重要的是，市场主体预期与信心仍然较弱，尤其是民企。预计后续政策会进一步加码，投资端可从基建入手，辅以加码高端制造业、技改投资，消费端通过保就业、加码发放消费券乃至现金补贴中低收入人群等方式展开，通过全社会订单的增加，再配合融资便利性以及融资成本的降低，才能更好的拉动经济。

1、生产端好于预期但亦不强

生产端表现好于预期。5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%，好于市场预期（-0.1%）；三年平均增长 4.6%，较 4 月回升 1.1 个百分点，但仍低于 3 月（5.8%）。从环比看，5 月工业增加值增长 5.61%，尚未完全对冲 4 月大幅下降 5.8% 的影响。

疫情得到控制、物流逐步畅通、复工复产力度加大叠加出口加速等因素推动生产恢复。其中，制造业（同比增长 0.1%）由负转正，同比增速较 4 月大幅回升 4.7 个百分点，采矿业与公用事业则分别下降 2.5、1.3 个百分点；从三年平均增长角度看，三者分别较 4 月变动 1.3、-0.6、0.9 个百分点。从地域上看，长三角、吉林等受疫情影响较大地区工业生产明显改善，规模以上工业增加值降幅较 4 月大幅收窄。其中，5 月上海规模以上工业增加值同比下降 30.9%，降幅较 4 月收窄 31.7 个百分点；吉林下降 4.9%，较 4 月收窄 36.8 个百分点。

从中观高频数据角度观察，当前开工率较 4 月边际改善，但相当部分行业开工率较疫情前仍有差距，行业分化明显。一方面，钢铁等行业开工

率持续高位，5月高炉开工率均值突破80%，与疫情前水平相当。另一方面，PTA开工率、汽车全钢胎等开工率仍低于疫情前10个百分点以上，石油沥青装置开工率则低于疫情前20个百分点左右。再从出口角度看，5月出口交货值同比增长11.1%，较4月的-1.9%大幅上行，但考虑到订单延迟交货因素，5月表现仅仅是边际修复。

分行业看，5月41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长，4月、3月则分别有18个和37个行业保持增长。其中，煤炭开采和洗选业增长8.2%，石油和天然气开采业增长6.6%，农副食品加工业增长1.6%，酒、饮料和精制茶制造业增长7.0%，纺织业下降3.5%，化学原料和化学制品制造业增长5.0%，非金属矿物制品业下降5.4%，黑色金属冶炼和压延加工业下降2.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长3.4%，通用设备制造业下降6.8%，专用设备制造业增长1.1%，汽车制造业下降7.0%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业下降0.1%，电气机械和器材制造业增长7.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长7.3%，电力、热力生产和供应业下降0.8%。

3、消费端修复但动力偏弱

5月社会消费品零售总额同比下降6.7%，好于预期(-7.6%)，较4月回升4.4个百分点；三年平均增速为0.6%，较4月回升1.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比下降5.6%。扣除价格因素，5月社会消费品零售总额实际下降9.7%，三年平均增速为-1.4%，后者较4月回升1.9个百分点。

疫情得到控制，娱乐文化用品等消费增速回升，但多数消费仍弱于疫情前。从三年平均增速角度看，主要类别商品销售均较4月提速。其中，体育娱乐用品类较3月加速较多，家用电器和音像器材类、家具类、金银珠宝类小幅加速，但其他类别商品则不及3月水平。受疫情影响，5月接触型、聚集型特征明显的餐饮消费同比下降21.1%，仅较4月回升1.6个百分点；三年平均增速为-6.8%，较4月回升1.2个百分点。

就业压力有所缓解。5月全国城镇调查失业率5.9%，比4月下降0.2个百分点，与5月PMI从业人员指数环比0.2个百分点在方向上是一致的。不过，后者与生产指数与新订单指数均环比改善5个百分点以上的情况相比仍显较弱。此外，16-24岁年轻人的失业率是18.4%，比4月上升了0.2个百分点，就业压力仍然较大。

短期而言，本轮疫情发展处于收尾阶段，疫情对消费尤其是线下消费的冲击逐步减弱，但经济下行压力仍大、居民收入增速放缓、就业压力较大以及疫情反复冲击导致本轮消费复苏或较2020年与2021年更为缓慢。根据央行《2022年第一季度城镇储户问卷调查报告》，倾向于“更多储蓄”的居民占比达到54.7%，创近20年来新高，居民的谨慎预期仍然较强。前期，政策层面通过保市场主体保就业、加大企业税费减免、局部发放消费券等促消费，但受疫情冲击实际效果有限，未来需要更强有力的政策来稳定消费。

3、投资好于预期，其中基建投资小升，制造业投资稳定，房地产投资有所企稳

1-5月固定资产投资（不含农户）同比增长6.2%，好于预期（6.0%）；三年平均增速为4.7%，与4月持平。从环比看，5月固定资产投资（不含农户）增长0.72%。

基建投资较为稳定，未来仍有上行空间。1-5月基础设施投资（不含电力）同比增长6.7%，较4月提高0.2个百分点；三年平均增长3.8%，亦较4月回升0.2个百分点。从中观数据看，4月至今石油沥青装置开工率较长期维持在25%左右的低位徘徊，3-4月挖掘机销量三年平均增速均为负，5月小幅增长3.0%但仍低于3月前10%左右的水平。近期政策稳中加码，5月以来地方政府债发行额度1.6万亿左右；5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间；5月31日，国务院办公厅正式发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，明确提到加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，其中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；6月1日国常会提出，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度。在诸多政策的推动下，今年基建投资有望增长8%甚至更快。

房地产投资有所企稳，销售边际改善但仍未见明显好转。1-5月房地产开发投资同比下降4.0%，较4月扩大1.3个百分点。5月当月同比下降7.8%，较4月收窄2.3个百分点；三年平均增长3.1%，较4月回升0.1个百分点。5月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-41.8%、-39.7%、-31.3%，后两者均较4月下滑，尤其是竣工面积，主因或在于多重因素影响下的房企资金紧张情况并未缓解；不过，其三年平均增速均

较4月小幅改善。5月商品房销售面积同比下降40.0%，连续2个月跌幅40%左右，一定程度上受疫情扰动，但更多的可能和居民收入增速放缓与谨慎预期增强预计国家房住不炒定位延续等相关。不过，在部分地区调控政策放松、5年期LPR超预期下调以及疫情得到有效控制后，6月以来销售有所回升，前半个月30个大中城市商品房成交面积同比跌幅由4、5月的-50%左右收窄至-35%左右，其中一线城市收窄至28.4%。考虑到房地产市场平稳健康发展对中国经济跨周期平稳的重要性，预计未来仍存有因城施策进一步加大放松的可能性。

制造业投资稳中有升。1-5月制造业投资同比增长10.6%，三年平均增长4.3%，较4月回升0.2个百分点，连续2个月上行。从大行业看，装备制造业投资增长22.0%，消费品制造业投资增长19.0%，原材料制造业投资增长11.0%。

高技术制造业投资继续保持较快增势。1-5月高技术产业投资同比增长20.5%，今年以来增速持续保持在20.0%以上；高技术制造业投资同比增长24.9%，其中医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长30.4%，电子及通信设备制造业投资增长29.3%，计算机及办公设备制造业投资增长26.4%。

技改投资占比提升，增长较快。1-5月制造业企业技改投资同比增长15.7%，高于全部制造业投资增速5.1个百分点；技改投资占全部制造业投资的比重为43.2%，比2021年同期提高1.9个百分点。

当前市场主体信心不足，后续仍需政策加码落实。5月BCI企业投资前瞻指数降至48.6%，近10年来仅高于2020年2月与4月，而今年2月尚在71.1%的高位，叠加高度相关的出口增速大概率回落，稳定制造业投资仍需要政策支持。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层