

封控后经济回暖，但回暖速度偏弱

2022年5月经济数据点评

核心内容：

- **经济缓慢回升，2季度经济触底** 2022年2季度经济受到疫情封控的影响跌入低谷，4月份经济数据全面下滑，5月份开始消费、投资以及生产逐步好转，6月份预计继续恢复。但2季度开始我国要面临常态化的疫情管理，经济会持续受到封控干扰，2季度经济触底后修复可能缓慢进行。
- **防控减弱，制造业弱势恢复** 工业增加值同比环比回升，5月份制造业逐步恢复，疫情防控对物流阻断减弱，汽车回落速度最快。工业的逐步修复需要疫情缓解，工业即使恢复未来也承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二，国内外订单在逐步回落；第三，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计3季度工业生产仍然逐步恢复，4季度可能至正常水平。
- **社会零售消费缓慢修复** 社会零售品消费总额稍有回升，5月份消费增速高于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速负增长程度减缓，并且消费增速回升会在未来持续。5月份尽管封控措施缓解，但社会零售仍然显示疫情特征，食品和药品消费继续上行，石油产品因价格上行正增长，汽车、非必需品消费、房地产相关产品消费均负增长。疫情常态化对于消费的压制可以类比2021年，社会消费即使回升也较为弱势。6月份预计消费增速继续恢复，2季度消费增速预计-6.0%左右，全年消费预计在1%左右。
- **制造业投资平稳，基建上行，房地产待观察** 2022年投资增速持续回落，其中制造业投资增速超出预期，表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资持续下滑。制造业投资仍然处于高位，虽然PMI显示制造业生产仍然没有修复，但2021年制造业的高订单继续带动制造业投资上行，这种高增速可能持续上半年。基建投资受益于政府投入的加快，1-5月份政府债券融资速度较快，财政资金直达下放也使得基建投资走高。房地产投资继续下滑，房地产销售、房地产新开工下滑速度减缓，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。
- **下游需求仍然偏弱，修复可能偏缓** 经济运行的各项指标在5月份缓慢回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响经济的回升的速度。6月份经济继续上行，但是上行速度仍然偏缓。2季度需要等待生产逐步恢复，人员和物流的严格限制有所恢复，经济在重新寻找平衡，在此之前经济周期仍然没有进入上升通道。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰，同时加快各种政策的推出。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

一、封控减弱后经济缓步回升，2 季度经济触底

2022 年 2 季度经济受到疫情封控的影响跌入低谷，4 月份经济数据全面下滑，5 月份开始消费、投资以及生产逐步好转，6 月份预计继续恢复。但 2 季度开始我国要面临常态化的疫情管理，经济会持续受到封控干扰，2 季度经济触底后修复可能缓慢进行。

疫情方面来看，5 月份疫情蔓延下京津冀和珠三角也受到影响，但是封控措施有所缓解，但是疫情应对政策为未来带来不确定性。暂时的经济封锁不会改变我国经济的运行，但是持续常态化的疫情防控会使得企业处于不确定的未来，无法有效的组织生产。不确定性也会使得海外订单持续流失，带来我国出口的下滑。持续的不确定性对经济的破坏更多的来自于对未来信心的弱化，信心的弱化会使得企业生产和居民消费的持续疲软。尽管政府投资和国企投资可能上行，但这恰恰是对民间投资的挤出，弱化了未来的经济增长。

从供给层面来看，5 月份工业生产回升，制造业行业生产得到一定程度的修复。PMI 显示订单回落，产成品库存上行，工业生产未来受到压制。5 月份原材料价格上行对整个下游需求压制持续，上游行业生产恢复更好，下游行业生产恢复不足。5 月份出口交货值恢复，出口相关产业表现仍然较为优秀。

从需求方面来看，制造业投资表现平稳，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资增速稍有回升，政府债券发行速度较快，基建投资短暂受到疫情封控影响，随后会持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入仍然下滑，房地产新开工、商品房销售面积和销售额均略有回升，但整体数量仍然较弱。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在 5 月份继续负增长，1-5 月份仅有-1.5%的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝仍然在回落，5 月份食品和药品消费增速回升，仍然显现着居家消费的特征。对新冠疫情的防控仍然持续，消费回升速度缓慢。

经济运行的各项指标会在 5 月份缓慢回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响经济的回升的速度。6 月份经济继续上行，但是上行速度仍然偏缓。2 季度需要等生产逐步恢复，人员和物流的严格限制有所恢复，经济在重新寻找平衡。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰，同时加快各种政策的推出。

二、防控减弱，制造业弱勢恢复

工业增加值同比环比回升，5 月份制造业逐步恢复，疫情防控对物流阻断减弱，汽车回落速度最快。工业的逐步修复需要疫情缓解，工业即使恢复未来也承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二，国内外订单在逐步回落；第三，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计 3 季度工业生产仍然逐步恢复，4 季度可能至正常水平。

5 月份规模以上工业增加值同比增长 0.7%，比 4 月份回升 3.6 个百分点，市场预期-0.7%，环比回升 5.6%。工业增加值同比和环比回升，虽然绝对值仍然处于较低的水平，但是回升的趋势较为明显。5 月份采矿业依然保持高增长，制造业恢复正增长，水电燃气增速下滑。

我国工业生产回升，5 月份疫情防控对生产的影响消退，制造业生产有一定程度的恢复：

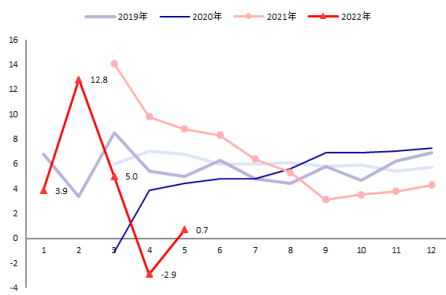
(1) 采矿业生产仍然较高，得益于原材料价格的高涨。采矿业生产增速录得 7.0%，比 4 月份

下行 2.5 个百分点；其中煤炭洗选业生产增速 8.2%，仍然处于较高的位置；（2）主要行业生产均有所回升；16 个制造业行业生产中仅有医药行业回落，其余全部上行。5 月份仍然是出口相关产业恢复速度更快，计算机制造、电气机械和化学原料等生产恢复更快；（3）下游行业恢复仍然需要时间。首先，必选消费品的生产恢复较好，如食品和农副产品加工；其次，房地产基建产业链恢复速度偏缓，如黑色金属冶炼和有色金属冶炼；最后，下游可选消费品恢复最慢，如汽车行业（-7.0%）、纺织行业（-3.5）；医药行业在 5 月份生产反而下滑。

工业生产仍然受到疫情防控的影响，PMI 订单显示生产订单持续下滑，生产未来继续承压。需要封控继续缓解以及政策支持，生产的修复需要时间：（1）封控缓解后，相关积压订单会带来生产的反弹，生产会有一定的恢复；但防疫常态化后，对生产的压制是持续性的；（2）稳增长措施下，国内订单会有小幅回升；（3）海外需求下滑，PMI 出口订单回落，未来压制出口增长和相关出口工业。5 月份工业企业实现出口交货值 12,673 亿元，同比名义增长 11.1%，交货值总量增速回升。受到供给因素的影响，大宗商品价格大幅上行，工业企业高成本可能是今年的主题，这会直接影响企业利润以及之后的生产安排，我国生产增速恢复偏缓。

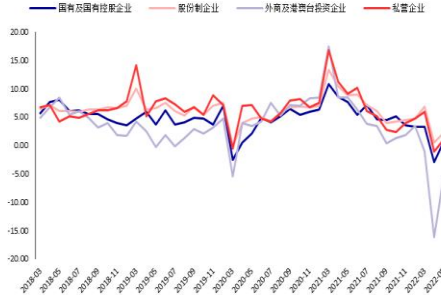
生产逐步恢复是 3 季度的主题，恢复正常可能在 3 季度末，稳增长的措施见效也可能在 3 季度，货币政策和财政政策相互配合才能稳定生产。

图 1：工业增加值同比增速回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：外资企业生产回升（%）



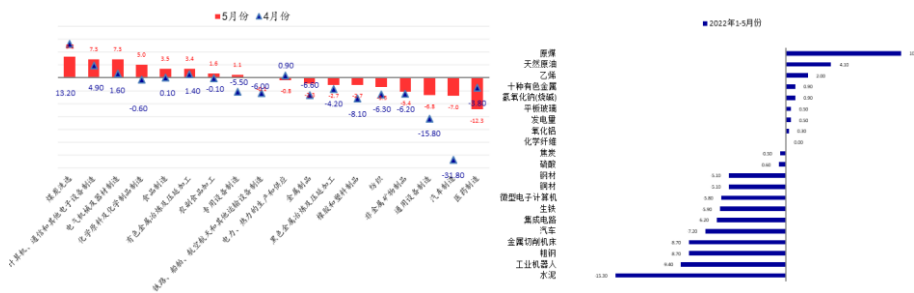
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

采矿业增速仍然较快，制造业有一定程度的恢复。采矿业生产仍然在高位，5 月份录得 7.0% 的增速，高价格带动了原材料采掘，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业。原材料行业表现均较好，5 月份原煤、原油产量继续上行，十种有色金属产量小幅走高，发电机组产量继续回升。但是相关工业品在 5 月份均出现回落。5 月份水泥、玻璃、化学纤维、钢材、计算机、移动通讯手持机、金属机床、工业机器人、集成电路、汽车的产量继续负增长，下游偏疲软，生产的阻碍仍然较多。

5 月份上游行业的产品恢复更好，下游行业生产恢复仍然需要时间。汽车产量有所恢复，从 4 月份的-43.5%回升至本月的-4.8%，单月产量 199.3 万辆，其中新能源车产量 50 万辆，增速 108.3%，汽车产业链有一定程度的恢复。

图 3：主要行业生产当月同比增速（%）

图 4：主要工业品生产累计同比增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

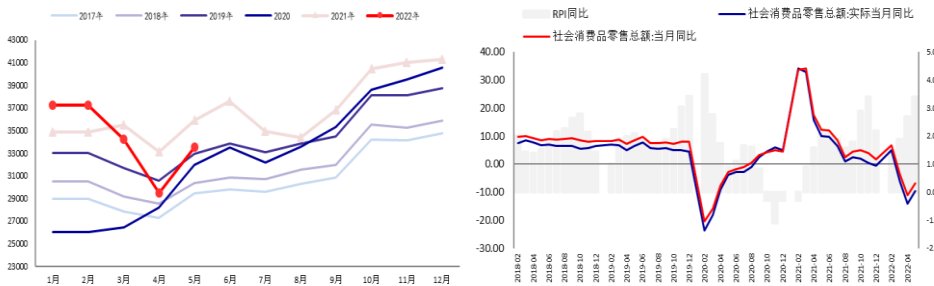
三、社会零售消费缓慢修复

社会零售品消费总额稍有回升, 5月份消费增速高于市场预期, 新冠防控对社会零售消费影响减弱, 消费增速负增长程度减缓, 并且消费增速回升会在未来持续。5月份尽管封控措施缓解, 但社会零售仍然显示疫情特征, 食品和药品消费继续上行, 石油产品因价格上行正增长, 汽车、非必需品消费、房地产相关产品消费均负增长。疫情常态化对于消费的压制可以类比2021年, 社会消费即使回升也较为弱势。6月份预计消费增速继续恢复, 2季度消费增速预计-6.0%左右, 全年消费预计在1%左右。

5月份社会零售总额33,547亿元, 增长速度为-6.7%, 市场预期-7.1%; 实际增速-9.7%, 比4月回升4.3个百分点。2022年5月份社会消费零售增速依然负增长, 随着新冠疫情防控措施好转, 零售消费的负增长程度减弱。1-5社会零售总额171,689亿元, 同比增长-1.5%。

图5: 2022年5月消费额回升(%)

图6: 消费额实际同比回升(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

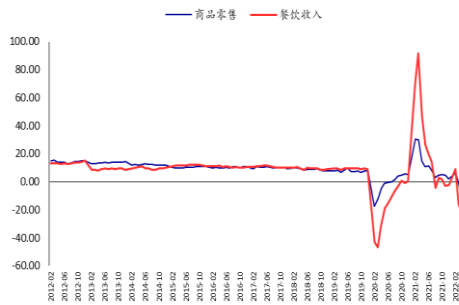
5月份商品零售和餐饮收入有所回升, 但是仍然负增长。新冠疫情控制仍然较为严格, 餐饮消费好转度不大。5月份餐饮消费增速-21.1%, 商品消费-5.0%。

5月份各行业消费增速回升, 但是仅食品、中西药品和石油制品消费恢复正增长, 疫情消费的特点仍然较为明显: (1) 居民食品和药品消费增速回升, 居家生活以及储备药品的需求持续; (2) 汽车消费回暖, 稳增长的效果暂时没有体现。石油及石油制品的消费受到价格影响走高; 5月份汽车消费-16.0%, 比上个月上行15.6%, 石油和石油制品消费增速8.3%, 比上月上行3.6%; (3) 消费升级产品继续疲软, 金银珠宝、服装鞋帽、通讯器材消费继续负增长, 房地产相关的家用电器和音响制品消费5月份回落幅度加快。

2022年1季度人均可支配收入和支出下滑, 居民未来消费会更显谨慎。1季度居民收入增速5.4%, 比2021年下滑2.8个百分点, 居民支出增速5.7%, 下滑6.5个百分点。

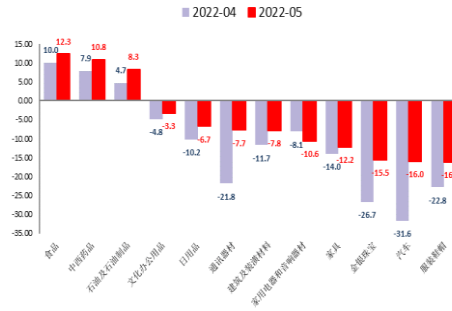
受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响，1-5月份社会消费零售总额负增长。5月份新冠封控政策稍有缓解，消费增速有所回升，但是仍然保持负增长，下游恢复速度偏缓。6月份消费增速预计继续回升，2季度消费增速预计在-6.0%左右。社会零售消费在2022年上半年负增长，随着新冠疫情封控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至4%左右。根据2022年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在0.5%-1%左右。

图7：商品和餐饮零售销售增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图8：2022年5月份商品消费情况 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、制造业投资平稳，基建上行，房地产待观察

2022年投资增速持续回落，其中制造业投资增速超出预期，表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资持续下滑。制造业投资仍然处于高位，虽然PMI显示制造业生产仍然没有修复，但2021年制造业的高订单继续带动制造业投资上行，这种高增速可能持续上半年。基建投资受益于政府投入的加快，1-5月份政府债券融资速度较快，财政资金直达下放也使得基建投资走高。房地产投资继续下滑，房地产销售、房地产新开工下滑速度减缓，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能4季度止跌。

2022年1-5月份，固定资产投资额205,964亿元，同比增长6.2%，高于6.0%的市场预期。民间固定资产投资117,128亿元，同比增长4.1%。从环比看，5月份固定资产投资增长0.72%。5月份固定资产投资额稳步上行，投资增速小幅回落。

制造业投资上行，5月份单月制造业投资额2.36万亿，增速7.1%，制造业投资平稳。基建投资回升，5月份基建投资增加额1.62万亿，单月基建投资增速录得7.2%，基建投资增速在加速上行。房地产投资继续下滑，5月投资额1.29万亿，当月投资增速-7.8%，比4月份的-10.1%下滑速度减缓。

1-5月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的38.2%，但比2021年的44.6%仍然回落。房地产占比小幅回落，占总投资额的25.3%。基建投资占总投资额的26.1%，基建仍然会继续反弹。

图9：固定资产投资增速 (%)

图10：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

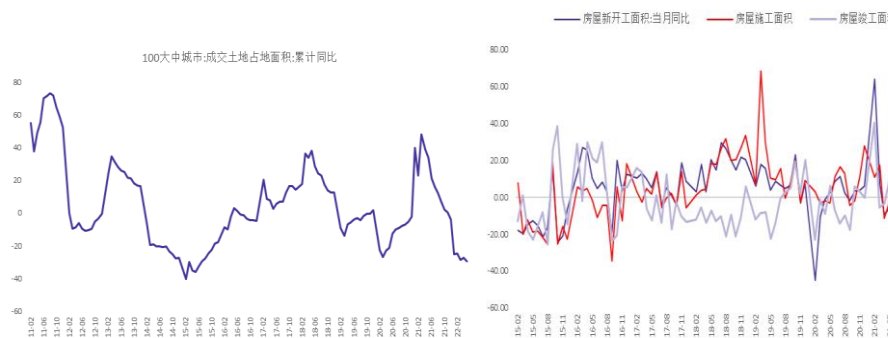
1、房地产先行指标略有回升，但幅度仍然较弱

2022年1-5月房地产总体投资增速继续负增长，5月单月投资额稍有回升。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从1-5月份的房地产资金情况来看，房地产到位资金仍然较为紧张，其中，定金和预付款大幅下滑，这也与房地产销售陷入低谷有关。1-5月份我国居民长期信贷疲软，一方面对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。5月份房地产新开工、商品房销售面积和销售稍有回升，但回升幅度较弱。央行在需求侧发力，商业银行对于购房限制在逐步放松，各地方政府对于房地产需求端支持在加大，但房地产企稳需要信心和时间，政策持续支持是可以预期的。

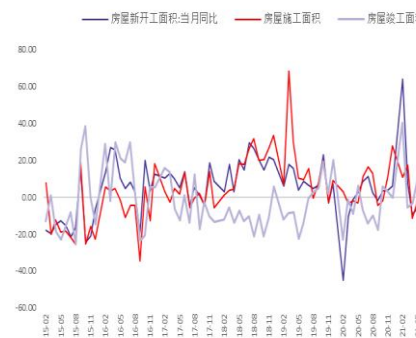
2022年1-5月份房地产投资额52,134亿元，比去年同期下降了4.0%。房地产单月投资负增长，新冠防控稍有好转，但是5月开放政策没有见效。房地产行业相关政策放松，这种放松暂时支持需求端，对于供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 11: 100 大中城市土地成交 (%)

图 12: 施工面积回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



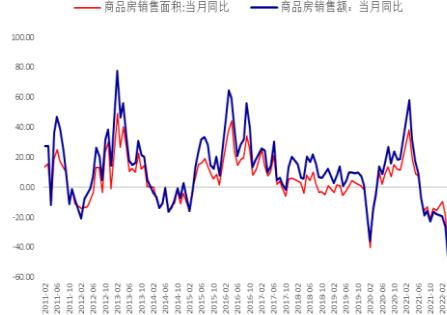
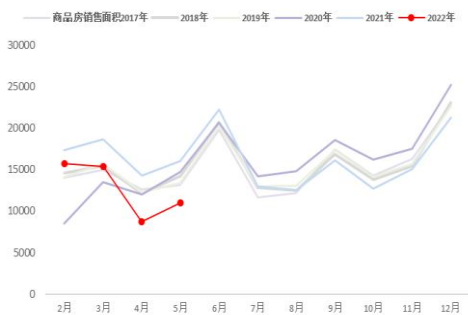
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看，新屋开工、施工和竣工1-5月份仍然负增长，人员和物流阻断稍有缓解，新开工面积下滑速度稍有减缓，但施工面积和竣工面积下滑速度较快。5月份，新增房地产新开工面积1.18亿平方米，比去年同期的2.04亿平方米下滑41.9%；竣工面积3331万平方米，下滑31.3%；施工面积比去年同期回落39.7%至12.9亿平方米。房地产新开工仍然负增长，2022年开放商更需要资金予以支持。施工和竣工仍然受到疫情控制影响，随着复工复产会有所回升。从土地流转来看，5月份100大中城市土地成交面积增速下行29.5%，比上月下行2.2个百分点，房地产开发商拿地谨慎，已经连续10个月拿地面积下滑，房地产一级市场情况仍然不乐观。

从销售端来看，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度减弱。5月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-31.8%和-37.7%，商品房销售仍然处于负增长，整体房地产销售因为(1)疫情防控；(2)收入减少的原因处于低迷的状态，疫情防控阻碍了房地产销售。

图 13: 商品房单月销售面积小幅回升 (%)

图 14: 商品房销售面积和销售额小幅回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

房地产行业到位资金情况没有改善，2022年1-5月份房地产到位资金增速-25.8%，其中来自国内贷款的资金增速为-26.0%，来自定金及预收款资金增长-39.7%，来自个人按揭贷款资金增长-27.0%。5月份定金预付款占到位资金的31.7%，比例较为平稳，开发商自筹资金加大，国内信贷资金回落。应付账款额度仍然较大，开发商资金较为紧绷。

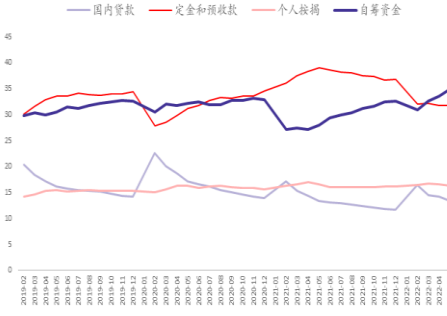
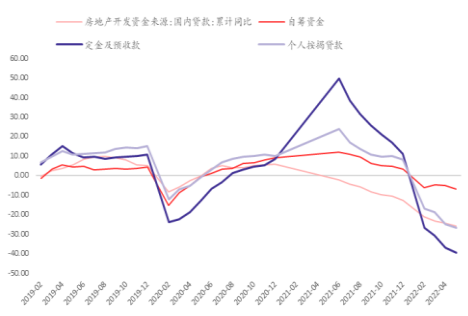
房地产行业压力仍然较大，政策在2022年继续放松，中央经济工作会议明确了支持房地产行业健康发展的态度。但是房地产下行具有惯性，房地产商的红三条限制仍然存在，房地产自身的金融监管限制仍然存在。同时叠加了疫情防控的冲击，使得物流和人员流动困难，房地产销售进入困劲，更加剧了房地产行业的下滑。现阶段房地产政策多集中在需求侧，起作用也需要时间。

5月份房地产投资完成额负增长，商品房销售面积和销售额、新房开工面积下滑速度稍有减缓，但仍然处于较弱的位置，房地产压力仍然较大。对房地产的调控放松仍然持续。

2021年房地产投资完成额会达到14.7万亿左右，2022年预计房地产投资完成额14万亿，投资增速负增长。

图 15: 房地产到位资金增速 (%)

图 16: 房地产资金来源占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、基础设施投资上行

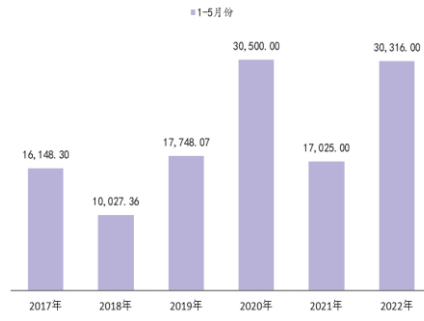
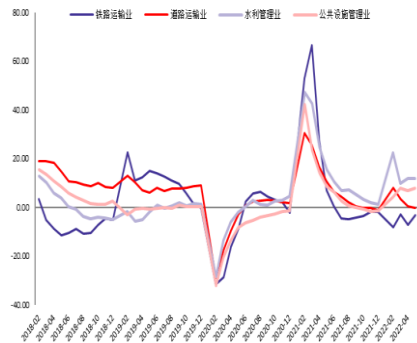
基础设施投资速度小幅回升，1-5月份投资增速达到6.7%。基础设施投资额增长缓步上行，地方政府专项债下发速度加快，预计到2季度基建投资增速会持续上行。

2021年度地方政府专项债额度为3.65万亿，与2020年持平。中央经济工作会议明确我国要保持积极的财政政策，要求财政资金下放提前，财政至今下放速度加快、力度要加强。1-5月份政府债券净融资额达到3.03万亿，与2020年基本持平。

鉴于地方政府投资动作加快，公共设施、水利管理建设动作加快，由于疫情封控铁库建设回落。稳增长措施后铁路投资会逐步上行。

图 17: 基础设施投资各行业增速 (%)

图 18: 政府债券融资进度 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

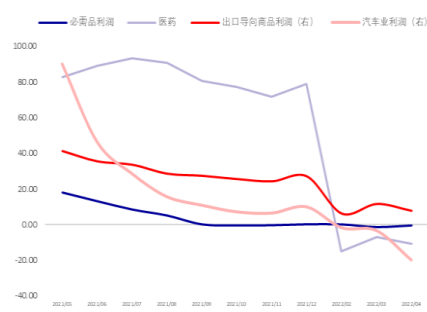
3、制造业投资平稳

制造业投资高位平稳。行业利润继续分化，中下游行业利润继续下降，整体制造业投资未来逐步回落。由于PPI未来逐步回落，上、中、下游行业利润增速分化会逐步减弱。

制造业受到利润驱动、对未来的经济的信心、新订单等因素影响。1-5月份制造业投资中，电气机械及器材制造业投资增速36.8%，通用设备、食品、农副食品、专用设备投资增速较好。受出口高景气度影响，我国制造业投资景气度仍在。

图 19: 各行业利润分化 (%)

图 20: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn