

## 二次修复开启

### ——2022 年 5 月经济数据点评

5 月经济进入疫情冲击后的修复阶段，但供需两端修复不均衡。一方面，工业生产恢复小幅正增长，失业率边际回落，基建和制造业投资修复较快；另一方面，消费持续收缩，房地产投资加速下滑。规模以上工业增加值当月同比 0.7%。社会消费品零售总额当月同比-6.7%。城镇固定资产投资额累计同比 6.2%，当月同比 4.6%；其中房地产投资累计同比-4.0%，当月同比-7.8%；全口径基建投资累计同比 8.2%，当月同比 7.9%；制造业投资累计同比 10.6%，当月同比 7.1%。

#### 一、供给：生产转正，就业改善

疫情对经济活动的冲击边际缓解，叠加一系列稳经济促生产保民生的政策落地发力，5 月规上工业增加值同比由降转增，增速达 0.7%，但整体来看企业生产动能依然偏弱。今年以来，上游采矿业和下游电热燃水业的工业增加值当月同比增速持续下行，5 月分别下降 2.5pct 和 1.3pct 至 7.0%和 0.2%。本轮疫情对中游制造业冲击最大，在疫情好转、企业复工复产、产业链供应链逐渐疏通的带动下，5 月中游制造业同比增速由负转正，上行 4.7pct 至 0.1%。

分行业看，劳动密集型行业、价值链条较长的行业生产虽然有所修复，但同比仍处于收缩区间。随着吉林、上海先后实现社会面清零，全国供应链疏通，汽车制造业生产快速修复，同比降幅收窄 24.8pct 至-7.0%；通用设备、纺织业虽有所修复，也同样仍处收缩区间，同比增速分别为-6.8%和-3.5%；专用设备制造业增速转正，回升 6.6pct 至 1.1%。装备制造业生产修复明显，增速回升 9.2pct 至 1.1%；高技术制造业维持较快增长，增速上升 0.3pct 至 4.3%，相关行业如电子及通讯设备制造、电气机械制造增速上升，医药制造业增速则是大幅下降 8.5pct 至-12.3%。



1-5 月，全国规上工业增加值同比增长 3.3%，较 1-4 月回落 0.7pct。其中，上游采矿业增速 9.6%，维持高增长；中游制造业增速下降 0.6pct 至 2.6%；下游电热燃水生产供应业增速下降 0.9pct 至 4.1%。

服务业生产修复缓慢，5 月服务业生产指数同比降幅小幅收窄 1.0pct 至 -5.1%，已连续三个月负增长。其中，前期受到较大冲击的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、零售等接触性服务业均有所修复。1-5 月服务业生产指数同比增速下行 1.0pct 至 -0.7%，自 2020 年 11 月后首次跌入负区间。

5 月就业情况边际改善，全国城镇调查失业率回落 0.2pct 至 5.9%。不过，当前失业率但仍高出 2021 年同期 0.9pct，与 2020 年同期水平相当。其中，16-24 岁青年群体失业率边际上行 0.2pct 至 18.4%，继续刷新有记录以来最高水平。后续随着毕业季到来，青年失业率或进一步上行。此外，五月城镇新增就业水平仍较往年水平存在一定差距。

## 二、固定资产投资：增速反弹，结构分化

1-5 月固定资产投资累计同比增长 6.2%，增速较 1-4 月进一步放缓 0.6pct；5 月同比增长 4.6%，较上月反弹 2.8pct；5 月季调后环比增长 0.72%。其中，房地产投资累计同比收缩加剧；制造业和基建投资累计同比增速边际回升，但较疫情冲击前水平仍存在差距，有待进一步修复。

### （1）房地产：持续下行

5 月商品房销售降幅边际收窄，全国商品房销售面积同比减少 31.8%，销售金额同比减少 37.7%，平均单价同比下降 8.7%。虽然 5 月经济活动修复助推商品房销售边际改善，但从 4-5 月合并值来看，销售加速下滑的态势尚未缓解，销售额和销售面积同比降幅分别较一季度扩大 21.4pct、19.2pct。销售持续低迷叠加房企预期悲观，房地产投资单月同比下降 7.8%，并拖累 1-5 月累计同比进一步下滑至 -4%。

从房地产投资的两个主要组成部分来看，一是建安投资或收缩加



剧。5 月房地产新开工和施工面积收缩幅度与上月相当，同比分别下降 41.8%、39.7%；值得注意的是竣工面积收缩加剧，同比增速下行 17.1pct 至 -31.3%。一方面生产活动仍受疫情影响，另一方面前期低迷的新开工和存量施工逐渐消耗导致竣工面积加速下滑。二是土地购置费或仍低迷。5 月土地购置面积降幅收窄 14.2pct 至 -43.1%，但土拍市场未见明显回暖。今年第一批集中供给接近尾声，与去年第三批相比，整体流拍率仍处于 23.1% 的高位，由于推出土地质量提升，溢价率有所回升。从参与主体来看，拿地继续向央企和地方国企集中，民企拿地比重进一步降低。

5 月房企到位资金同比下降 33.4%，收缩幅度基本与上月持平。观察房企资金来源，一方面，由于 5 月房地产销售边际修复，定金及预收款、个人按揭贷款同比降幅较 4 月分别收窄 4.3pct、8.1pct 至 -48.7%、-34.3%；但另一方面，房企信用压力不减，自筹资金、国内贷款同比降幅继续扩大，分别达 -34.0%、-13.2%。

前瞻地看，短期内，随着疫情缓解，房地产销售或环比小幅改善，但房企信用持续收缩、拿地和开工表现低迷，房地产市场预期仍未实质性扭转，房地产投资仍面临较大的下行压力。后续随着地产政策积极“稳增长”的重要性将上升，各地有望在因城施策的框架下，进一步松绑地产调控政策，在居民和房企两端同时发力。不过考虑居民和企业去杠杆的相互作用，从政策发力传导至房地产投资改善仍存时滞。

## （2）基建：持续发力

5 月基建投资增速回升，全口径基建投资同比增长 7.9%，增速较上月上升 3.6pct；1-5 月全口径基建投资累计同比增长 8.2%，较 1-4 月小幅下降 0.1pct。从结构上看，三大行业增速有所分化，电热燃水累计同比增速小幅下行 1.5pct 至 11.5%，仍然维持了较快增长；交运仓邮业增速小幅下行 0.5pct 至 6.9%，水环公共业增速则上行 0.7pct 至 7.9%。

基建投资增速同比回升主要有两方面原因。一方面，疫情冲击缓解叠加“稳增长”政策发力，产业链供应链有所疏通，企业复工，工人返岗。



另一方面，财政资金加速下达拨付，各地重大项目加快开工：一是中央对地方转移支付的下达率已超 90%，二是 5 月地方政府债券发行再次提速，新增专项债已累计发行超 2 万亿。

前瞻地看，基建投资增速有望进一步上行。近期多次重要会议均提出“全面加强基础设施建设”，各地项目储备较为充足。已下达的 3.45 万亿新增专项债额度要在 6 月底前发行完毕，进度创历史之最，且要在 8 月底前使用完毕。新增专项债使用范围扩大，在九大领域之外将新基建、新能源项目纳入了重点支持范围。此外，重大增量政策工具有望在近期出台。

### （3）制造业：增速回升，韧性较强

5 月制造业投资同比增速较上月上行 0.7pct 至 7.1%，主要是由于疫情冲击边际缓解，出口带动，以及助企纾困政策加速执行。1-5 月制造业投资同比增长 10.6%，较 1-4 月下降 1.6pct。从结构上看，高技术行业是制造业投资重要的驱动力，累计同比增速为 24.9%，保持较快增长，也较制造业整体增速高出 14.3pct；其中，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%和 29.3%。此外，通用设备、食品、电气机械制造业累计增速均超过 20%。

前瞻地看，制造业投资有望稳健增长，但增速或边际回落。支撑因素主要来自于退税减税降费、缓缴社保等财政政策，降息等宽信用结构性货币政策，以及“双碳”政策执行纠偏。原材料价格虽有所回落但仍处高位、局部地区疫情反复，出口承压和地产修复缓慢、企业利润分化和预期转弱未见明显改善，将对部分制造业行业投资形成拖累。

### 三、消费：弱勢修复

5 月消费表现为弱复苏。社会消费品零售总额同比降幅收窄 4.4pct 至 -6.7%，1-5 累计同比增速进一步下滑 1.3pct 至 -1.5%。

按消费类型来看，商品消费修复好于服务消费。5 月商品零售同比





降幅较 4 月收窄 4.7pct 至 -5%，而餐饮收入同比降幅仅收窄 1.6pct 至 -21.1%。商品消费修复呈现出三个主要特征。一是食品饮料和药品修复较快，且增速反弹至超过一季度水平，或因其必选消费属性叠加防疫和储备需求上升。二是与出行社交相关的商品消费修复动能较弱，服装鞋帽、珠宝、化妆品等虽收缩幅度有所收窄，但同比仍较低迷。三是产业链条较长商品较为低迷，汽车零售额同比仍收缩 13.6%，家电音像器材类商品同比收缩加剧，部分商品可能仍面临供给冲击。此外，油价上涨叠加出行活动有所恢复，4 月石油类商品零售同比增速上行 3.6pct 至 8.3%。

按消费场景来看，线上消费修复明显好于整体。线上实物商品消费同比增速修复至本轮疫情冲击前水平，一方面受 618 活动预热的短期提振，另一方面，也与线下消费场景受限有关。

前瞻地看，虽然在 4 月疫情高点消费受到的负向冲击弱于 2020 年疫情，但由于居民就业和收入前景承压、预防性储蓄上升，叠加线下消费场景持续受压制，消费复苏动能较为疲弱。参考 2020 年疫情冲击后消费修复路径，并将上述新增不利因素纳入考虑，预计三季度消费仍将延续弱势复苏，同比维持负增长，收缩幅度缓慢收窄。

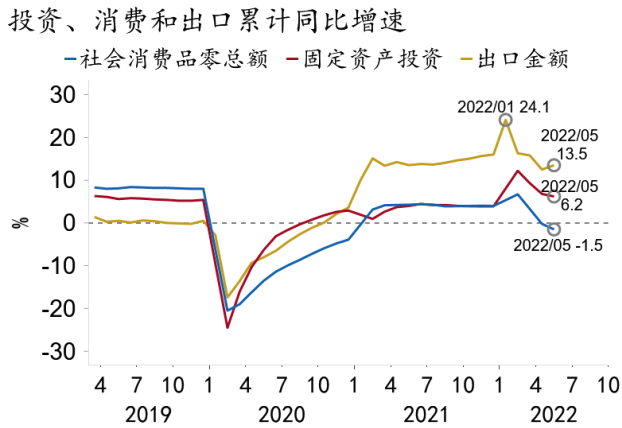
#### 四、前瞻：不均衡复苏，“稳增长”发力

5 月经济进入疫情冲击探底后的修复阶段，消费、投资和生产修复动能分化。前瞻地看，后续修复或将延续弱势复苏和结构分化的总体格局，消费或将持续低迷，房地产下行压力缓解有待时日，出口景气面临回落。不过，稳增长政策有望进一步发力，基建和制造业投资有望托底增长。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳）

附录:

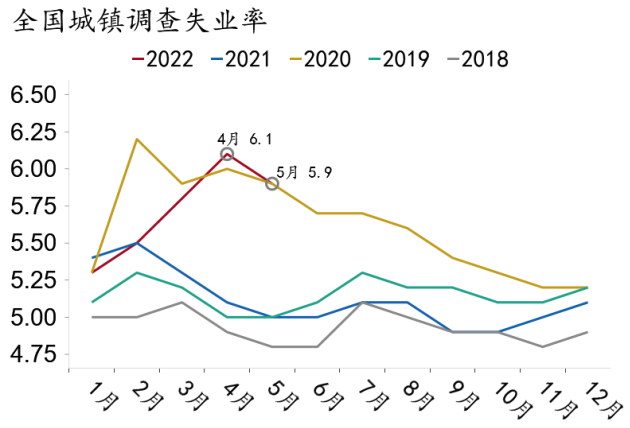
图 1: 三驾马车修复分化



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

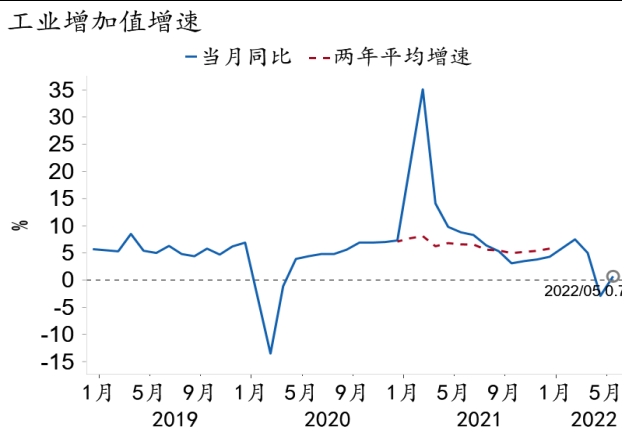
注: 2021 年为两年平均增速

图 2: 城镇调查失业率边际回落



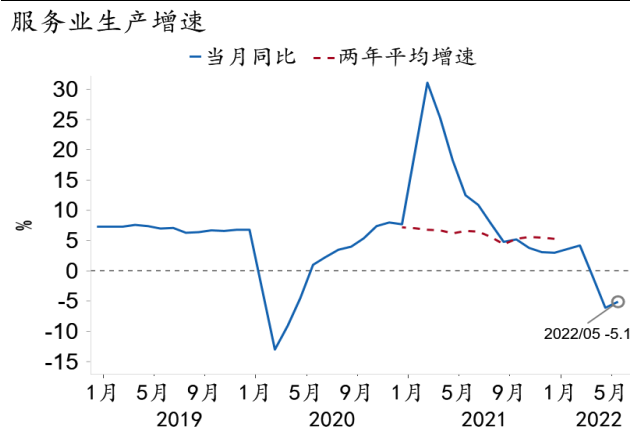
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 3: 工业生产由降转升



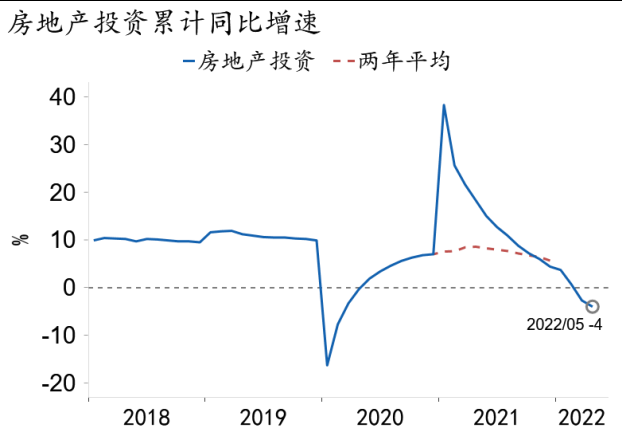
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产降幅收窄



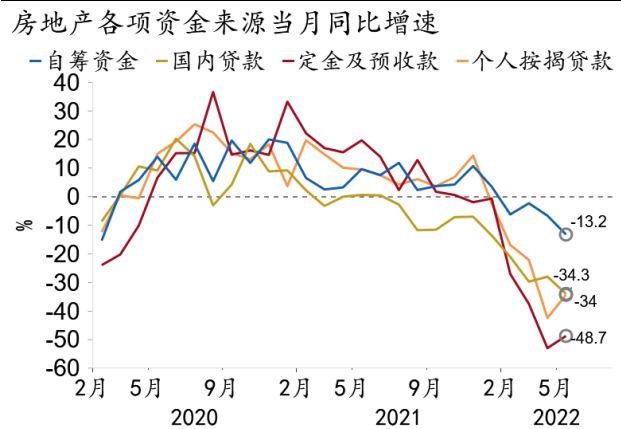
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产投资延续下行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 房企自筹资金和国内贷款加速下滑



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

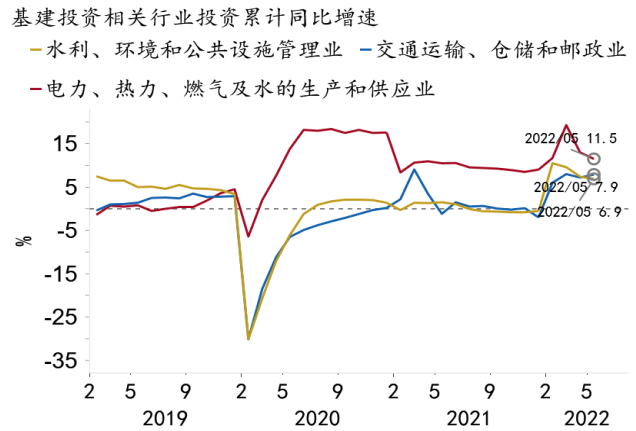
注: 2021 年为两年平均增速

**图 7: 基建投资增速回升**



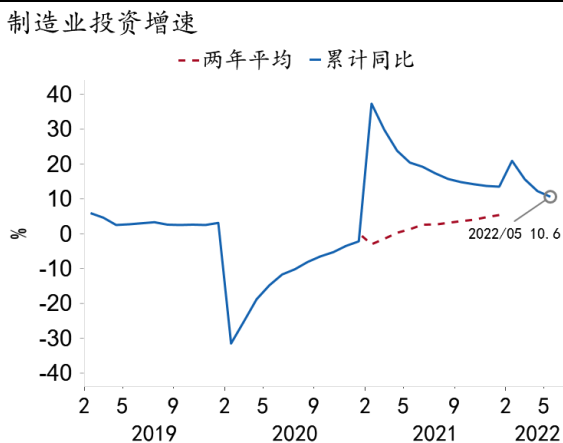
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 8: 水利、环境和公共设施管理业增速回升**



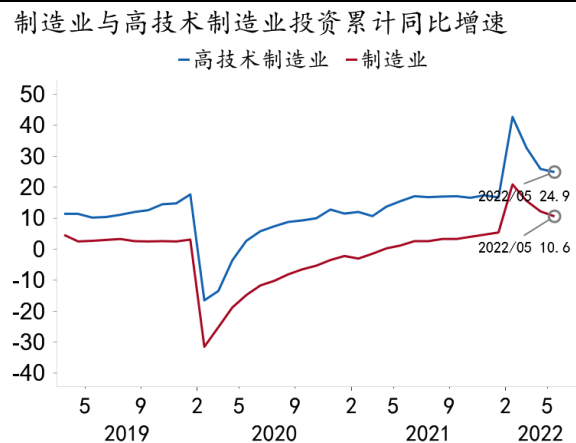
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院  
注: 2021 年为两年平均增速

**图 9: 制造业投资增速边际回升**



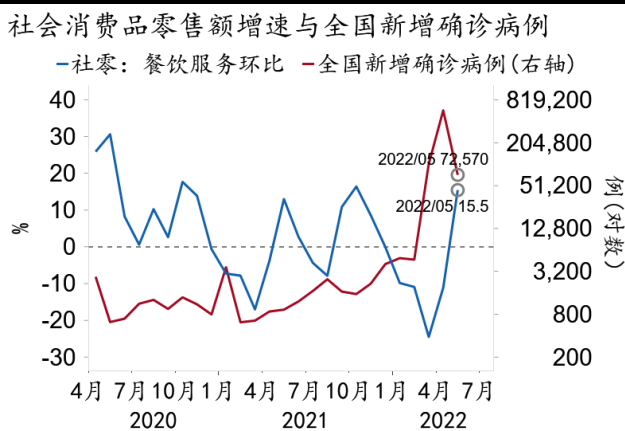
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 10: 高技术制造业仍保持较快增长**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院  
注: 2021 年为两年平均增速

**图 11: 疫情持续拖累消费复苏**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

**图 12: 商品消费修复好于餐饮消费**



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院  
注: 2021 年为两年平均增速