



报告日期：2022年6月27日

房地产开发投资完成额累计同比尚未止跌企稳，努力确保二季度经济合理增长

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

风险因素

1. 大宗商品价格上行幅度超预期；
2. 我国宏观政策发力程度低于预期；
3. 国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

1. 英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
2. 英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
3. 英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
4. 英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
5. 英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
6. 英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
7. 英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
8. 英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
9. 英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
10. 英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
11. 英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
12. 英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
13. 英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

➤ 5月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹，但是均处于荣枯线之下，表明我国宏观经济还面临一定压力；5月新订单、新出口订单双双较前值上行，预示5月我国内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱；6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行；5月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示5月PPI当月同比大概率较4月下行；5月城镇调查失业率大概率在4月的基础上下行，但是下行幅度可能有限；5月基础设施建设投资完成额累计同比大幅上行的概率较低；6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，提升A股市场风险偏好；下半年我国宏观经济依旧面临三大隐忧，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度。

➤ 5月出口金额当月同比超预期大幅反弹，5月进口金额当月同比重返正增长；5月对东盟出口金额当月同比大幅反弹，自美国进口金额当月同比大幅上行；主要资源品进口数量当月同比大部分较前值上行，表明5月宏观经济有所修复；在美国与欧元区两大经济体贸易逆差均处于历史高位的背景下，预计我国贸易顺差短期内难以大幅下行，2022年贸易顺差超2015年的概率较大；6月出口金额当月同比还将面临道路交通管制放松所带来的支撑，预计难以大幅下行，而6月进口金额当月同比大概率上行；下半年出口增速承压但有韧性，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能。

➤ 受疫情好转推动，5月工业增加值当月同比与服务业生产指数当月同比均较前值上行；疫情对服务业的冲击强度与持续性要大于对工业的冲击强度与持续性；短期内工业增加值当月同比大概率继续抬升，但是全年的绝对读数预计不会太高；民间投资面临一定压力，有效对策包括“控疫情”与“稳外贸”；房地产投资部分同比指标存超跌修复现象，但是考虑到国房景气指数尚未触底，因此尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论；6月城镇调查失业率大概率在5月的基础上下行，但是下行幅度可能有限；6月社会消费品零售总额同比大概率继续上行，预计上行幅度不会太大，6月修复至0%之上，也就是录得正增长有一定难度。

➤ “猪油”对冲叠加核心CPI持平于前值，使得5月CPI当月同比持平于前值；6-10月“猪油共振”现象出现概率较低，“猪油共振”现象在历史上较少出现；从新冠肺炎疫情局势、PPI当月同比走势、库存周期阶段以及基数效应等四个角度看，6-12月核心CPI当月同比不具备大幅上行的基础；从上中下游价格传导的维度以及8大分项勾稽关系的维度看，6-12月核心CPI当月同比不具备大幅上行的基础；我国面临的海外输入性通胀压力并不大，3季度大宗商品价格大幅上行概率较低；6月PPI当月同比大概率较5月下行，但是下行幅度大概率较5月收窄，也就是说，6月PPI当月同比大概率高于4.80%。

➤ 4月工业企业利润总额当月同比与累计同比双双较前值下行，停工停产是主因；制造业利润总额累计同比大幅下行拖累4月工业企业利润总额累计同比；煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业利润增速位列前三；41个行业中绝对增速排名前6位且环比上行幅度排名前6位的行业是煤炭开采和洗选业，与此同时，绝对增速排名后6位但环比上行幅度排名前6位的行业是电力热力的生产和供应业、化学纤维制造业；4月民营企业营业收入利润率依旧在四大企业类型中垫底；5-12月私营工业企业资产负债率大概率还将居于首位；计算机、通信和其他电子设备制造业与电气机械及器材制造业在存货中地位重要；5月工业企业利润总额当月同比大概率处于负值区间，累计同比大概率低于4月。

目录

1	6月出口金额当月同比难以大幅下行，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础	4
1.1	6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度	4
1.2	6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能	13
1.3	6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论	21
1.4	6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础	32
1.5	5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月	42
2	加大宏观政策调节力度，努力确保二季度经济合理增长	51
2.1	稳住全国经济大盘，努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降	51
2.2	加快稳经济一揽子政策措施落地生效，强化政策落实督促	51
2.3	主要经济体应进一步加强政策协调，推动全球经济复苏	52
2.4	进一步做好水利建设金融服务，助力稳定宏观经济大盘	52
2.5	加大宏观政策调节力度，保持经济运行在合理区间	53

图目录

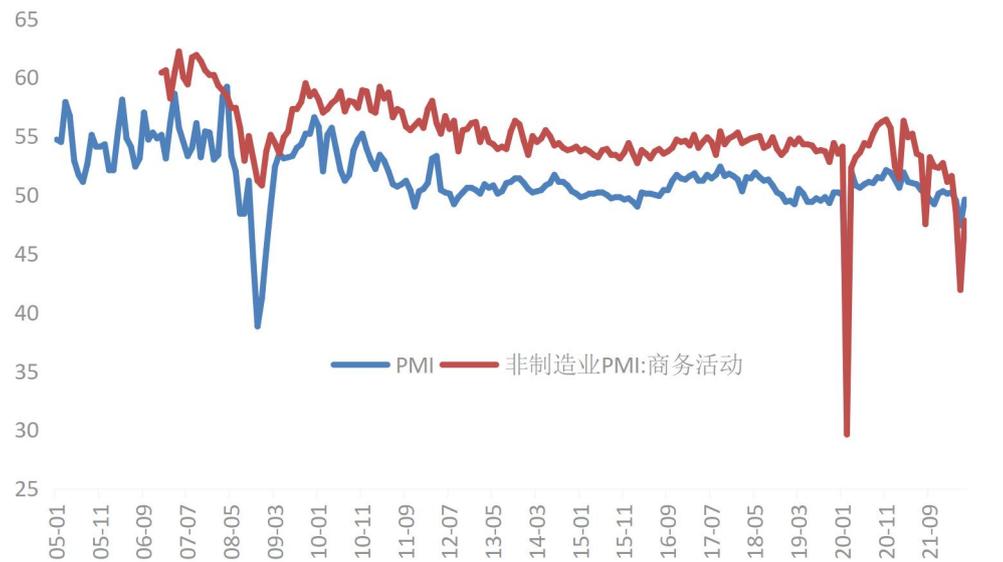
图 1: 5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹, 但是均处于荣枯线之下 (%)	4
图 2: 摩根大通全球制造业 PMI 与新订单 5 月双双较前值上行 (%)	5
图 3: 5 月出厂价格指数跌至荣枯线之下, 预示 5 月 PPI 当月同比大概率较 4 月下行 (%)	7
图 4: 周期顶部, 通常大型企业出厂价格高于中型企业, 而中型企业高于小型企业 (%)	8
图 5: 制造业 PMI 从业人员指数与非制造业 PMI 从业人员指数相背而行 (%)	9
图 6: 5 月建筑业 PMI 指标体系各分项走势较为疲弱 (%)	11
图 7: 4 月挖掘机销量同比增速快速下跌 (%)	11
图 8: 5 月出口金额当月同比大幅反弹, 5 月进口金额当月同比重返正增长 (%)	14
图 9: 5 月对东盟出口金额当月同比大幅反弹 (%)	15
图 10: 5 月自美国进口金额当月同比为 21.18%, 这一读数表现较强 (%)	16
图 11: 从主要资源品的进口金额当月同比看, 5 月大部分较前值下行 (%)	16
图 12: 从主要资源品的进口数量当月同比看, 5 月大部分较前值上行 (%)	17
图 13: 美欧贸易逆差均位于历史高位, 我国贸易顺差短期内难以大幅下行 (亿美元)	18
图 14: 制造业自历史低位大幅反弹, 是 5 月工业增加值当月同比上行的原因 (%)	21
图 15: 小型企业 PMI 生产指数持续低迷, 处于历史低位区间 (%)	22
图 16: 疫情对服务业的冲击强度与持续性要大于对工业的冲击强度与持续性 (%)	22
图 17: 5 月民间投资是固定资产投资完成额累计同比的拖累因素 (%)	24
图 18: 第二产业的民间投资增速与出口金额累计同比相关度较强 (%)	25
图 19: 国房景气指数与房地产开发投资完成额累计同比的正相关性较强 (%)	26
图 20: 100 大中城市供应土地规划建筑面积当月值同比自年初起呈“W”型走势 (%)	28
图 21: 31 个大城市城镇调查失业率与 16-24 岁就业人员调查失业率均较前值上行 (%)	29
图 22: 5 月汽车消费指数创 2020 年 12 月以来新高 (点)	31
图 23: “猪油”对冲叠加核心 CPI 持平前值, 使得 5 月 CPI 当月同比持平前值 (%; %)	32
图 24: 2013 年以来猪肉与原油的绝对价格呈中等程度的负相关关系 (%)	33
图 25: 2013 年以来猪肉与原油的绝对价格同比增速呈中等程度的负相关关系 (%)	34
图 26: 历史上较为典型的“猪油共振”的时段是 2008 年 10 月至 2012 年 7 月 (%)	35
图 27: 2018 年年初以来我国核心 CPI 持续承压, 但是不同时期承压原因并不相同 (%)	36
图 28: 中短期之内燃料动力类、化工原料类、纺织原料类 PPIRM 大概率继续下行 (%)	37
图 29: 教育文化娱乐走势与居住走势比较相似, 二者的相关系数为 0.64 (%)	38
图 30: 医疗保健与衣着的走势较为相识, 二者的相关系数为 0.86 (%)	39
图 31: 其他用品和服务的走势与食品烟酒走势比较相似, 二者的相关系数为 0.66 (%)	39
图 32: 中美两国金属制品业 PPI 当月同比双双下调 (%)	40
图 33: 虽然美国计算机及电子产品制造 PPI 同比还位于高位, 但是我国的出现回调 (%)	40
图 34: 生产资料 PPI 当月同比下行是 5 月 PPI 当月同比下行的主要拖累项 (%)	41
图 35: 4 月工业企业利润总额累计同比再度下探 (%)	43
图 36: 采矿业利润总额累计同比连续 12 个月录得三位数增长 (%)	43
图 37: 煤炭、石油和天然气、有色金属矿采选业利润增速位列前三 (%)	44
图 38: 4 月私营企业营业收入利润率 4.69% 的绝对读数依旧在四大企业类型中垫底 (%)	46
图 39: 私营工业企业资产负债率在 2017 年 12 月至 2019 年 3 月快速拉升 (%)	47
图 40: 制造业工业企业存货同比主导工业企业存货同比 (%)	48
图 41: “营业收入累计同比-营业成本累计同比”具有较强的连续性 (%; 百分点)	50

1 6月出口金额当月同比难以大幅下行，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础

1.1 6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度

5月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹，但是均处于荣枯线之下。5月制造业PMI录得49.60，虽然较前值大幅上行2.20个百分点，且高于预期0.70个百分点，但是该数据还存在以下“不足”之处：**一是**5月49.60的读数依旧低于荣枯线，且连续3个月位于荣枯线之下，表明我国制造业在5月依旧处于收缩状态，虽然收缩程度较4月明显收窄；**二是**5月49.60的读数低于本轮疫情爆发前的2月的50.20，表明疫情对制造业造成的冲击尚未完全消退；**三是**5月49.60的读数是2005年以来历年同期次低值，仅高于2019年5月的49.40，也就是说，5月49.60的读数远弱于季节性；**四是**从5个主要分项看，虽然5月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别较前值上行5.60、5.30、0.40、6.90、1.40个百分点，但是分别录得48.20、49.70、47.60、44.10、47.90，均低于荣枯线。**从结构的角度看**，大中型企业的制造业PMI分别为51.00、49.40、46.70，分别较前值上行2.90、1.90、1.10个百分点。其中，大型企业反弹幅度最大，且重返荣枯线之上，进入扩张区间；中型企业连续3个月位于荣枯线之下；小型企业反弹幅度最弱，且自2021年5月以来持续在荣枯线之下运行。5月大型企业反弹幅度之所以最大，是因为4月大城市疫情防控力度加大冲击大型企业制造业PMI，而在5月大城市疫情出现好转的背景下，大型企业制造业PMI相应反弹。

图1：5月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹，但是均处于荣枯线之下（%）



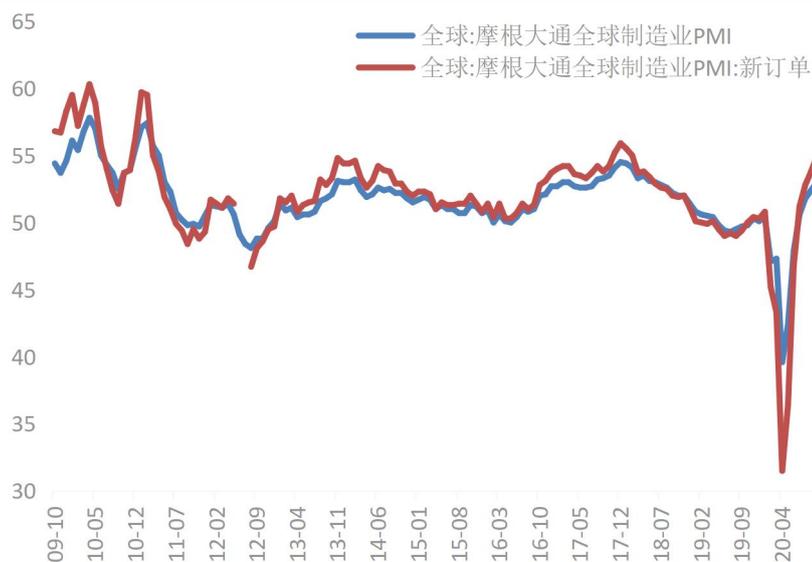
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5月非制造业PMI为47.80，虽然较前值大幅上行5.90个百分点，且高于预期2.80个百分点，但是该数据同样存在以下“不足”之处：**一是**5月47.80的读数依旧处于荣枯线

之下，且连续3个月位于荣枯线之下，表明虽然收缩程度较4月明显收窄，但是5月我国非制造业依旧处于收缩状态；二是5月47.80的读数低于本轮疫情爆发前的2月的51.60，表明疫情对非制造业形成的冲击尚未完全消退；三是5月47.80的读数为2007年以来历年同期最低值，且是唯一一个位于荣枯线之下的月度值，表明2022年5月非制造业PMI严重弱于季节性；四是非制造业PMI其余的9个指标，虽然大部分较前值上行，但是位于荣枯线以下的指标有7个，位于50-60之间的指标只有2个，而无位于60以上的指标。**从结构的角度看：**5月建筑业PMI为52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低；5月服务业PMI为47.10，虽然较前值大幅反弹7.10个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。可见，在建筑业PMI下行的背景下，服务业是5月非制造业PMI上行的拉动力量。

5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱。5月新订单、新出口订单与在手订单分别为48.20、46.20、45.00，分别较前值上行5.60、4.60、-1.00个百分点。**首先我们来看外需。**5月新出口订单为46.20，较前值大幅上行4.60个百分点，但是该读数依旧较弱，因其是2021年7月以来的次低值，仅高于2022年4月的41.60。从主要经济体制造业PMI来看：**美国方面**，5月Markit制造业PMI录得57.50，较前值下行1.70个百分点，为近3个月新低，但是5月ISM制造业PMI录得56.10，较前值上行0.70个百分点；**欧元区方面**，5月欧元区制造业PMI录得54.40，较前值下行1.10个百分点，创2020年12月以来新低，其中，德国制造业PMI录得54.70，较前值上行0.10个百分点，但是处于2020年9月以来低位区间；**日本方面**，5月日本制造业PMI录得53.30，较前值下行0.20个百分点；**英国方面**，5月英国制造业PMI录得54.60，较前值下行1.20个百分点，创2021年2月以来新低。

图2：摩根大通全球制造业PMI与新订单5月双双较前值上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



4月出口金额当月同比录得3.90%，较前值大幅下行10.70个百分点，创2020年7月以来新低。展望5月出口金额当月同比，我们认为大概率在4月的基础上上行。这一判断的依据有以下三点。**第一**，虽然5月新出口订单46.20的读数依旧较弱，但是毕竟较前值大幅上行4.60个百分点，表明新出口订单的收缩区间收窄，出口需求出现边际改善。**第二**，从摩根大通全球制造业PMI看，5月录得52.40，较前值上行0.10个百分点，与此同时，新订单录得50.90，较前值上行0.40个百分点。二者表明5月全球外需尚处于扩张状态。**第三**，4月出口金额当月同比大幅下行的主要原因是，上海等大城市疫情爆发，在封控的背景下长三角等地区的物流与产业链遭受冲击，也就是说，供给因素等内因是4月出口金额当月同比下行的主因。5月物流与产业链供应链等得到修复，因此从供给的角度看，制约4月出口金额当月同比下行的不利因素得到缓解。

其次我们来看内需。5月新订单录得48.20，较前值大幅上行5.60个百分点，在5大分项中的反弹强度仅次于供应商配送时间，但是要看到，该读数尚未修复至疫情前水平，不仅低于2月的50.70，也低于3月的48.80；5月进口指数录得45.10，虽然较前值上行2.20个百分点，但是反弹幅度明显弱于其他分项指标，且为2020年5月以来次低值，表明5月我国内需依旧较为疲弱。这一判断也可以从PMI体系的其他分项来进行推断。**第一**，从直接表征宏观经济“三驾马车”的PMI数据看：**一是**5月制造业PMI录得49.60，虽然较前值大幅上行2.20个百分点，但是依旧位于荣枯线之下；**二是**5月服务业PMI录得47.10，虽然较前值上行7.10个百分点，但是处于历史低位区间；**三是**5月建筑业PMI录得52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低。以上三者从基本面表明5月我国的内需并不十分乐观。**第二**，从PMI价格指数看：**一是**5月制造业出厂价格指数为49.50，较前值下行4.90个百分点，时隔4个月再次滑至荣枯线之下，进入收缩区间；**二是**5月建筑业销售价格为51.50，较前值下行1.70个百分点，创近5个月新低；**三是**5月服务业销售价格录得49.0，较前值上行0.90个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。以上价格指标的走势意味着，5月内需大幅上行概率较低。

6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行。5月生产指数为49.70，较前值上行5.30个百分点，虽然录得近3个月新高，但是连续3个月位于荣枯线之下，表明5月我国生产依旧承压。分企业规模看，大中小型企业生产PMI分别为52.50、48.90、44.90，分别较前值上行7.30、4.40、2.40个百分点。受上海等大城市停工停产以及社区封控的影响，4月大企业生产指数时隔6个月跌至荣枯线之下，但是5月又快速反弹至荣枯线之上。考虑到6月1日上海全面解封，以及北京在6月进一步分区分级动态实施社会面防控措施，预计6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行。

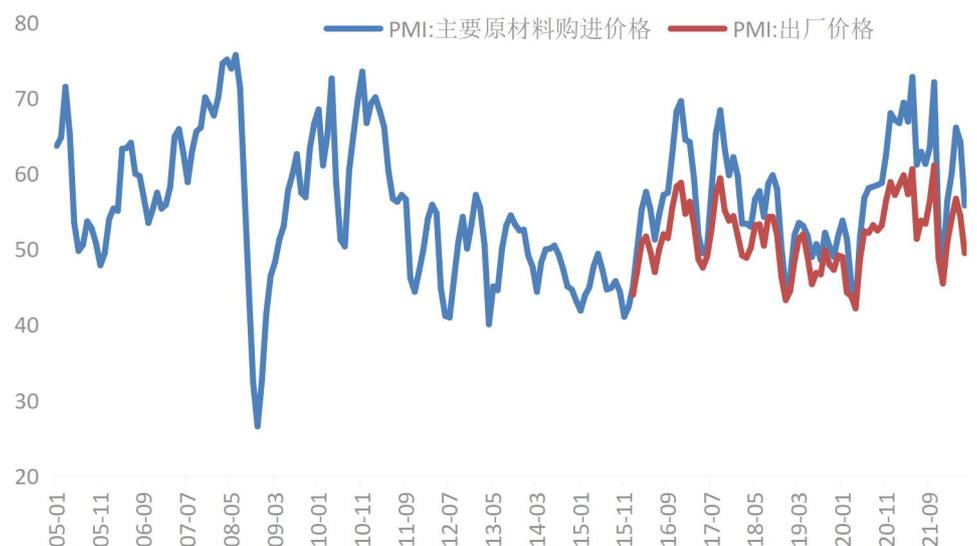
从高频数据看，除了汽车轮胎开工率环比与同比均下行之外，高炉开工率与焦化企业开工率环比与同比均上行，表明5月生产“多空交织”，但是利多因素占上风。**第一**，5月唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率为56.55%、82.84%，分别较前值上行3.85、

3.33个百分点，分别较2021年5月上行5.96、2.34个百分点。**第二**，5月产能<100万吨、产能100-200万吨、产能>200万吨焦化企业开工率为76.30%、77.50%、87.48%，分别较前值上行1.84、4.16、4.94个百分点，分别较2021年5月上行22.66、1.70、6.24个百分点。**第三**，5月汽车轮胎半钢胎、全钢胎开工率分别为56.83%、51.62%，分别较前值下行10.33、3.44个百分点，分别较2021年5月下行2.48、7.98个百分点。

在PMI数据体系中，与生产高度相关的指标是生产经营预期指数。5月生产经营活动预期指数为53.90，虽然较前值上行0.60个百分点，但是为近6个月次低值，表明生产经营活动预期尚未完全修复。分企业规模看，大中小型企业的生产经营活动预期指数分别为55.10、53.80、51.50，分别较前值上行0.80、0.60、0.30个百分点。虽然三者均位于荣枯线之上，但是大型企业的生产经营活动预期指数表现较佳，体现在两个方面：**一是**5月的绝对读数最高；**二是**月度边际上行幅度最大。即便如此，还是要看到，5月大型企业55.10的读数，位于2020年4月以来的低位区间，并未修复至本轮疫情前的水平，但是这也意味着后期大型企业的生产经营活动预期指数还有上行空间。这与上文所提到的“6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行”相呼应。

5月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示5月PPI当月同比大概率较4月下行。5月主要原材料购进价格指数为55.80，虽然较前值大幅下行8.40个百分点，但是依旧位于荣枯线之上，位于扩张区间；5月出厂价格指数为49.50，较前值下行4.90个百分点，时隔4个月再次滑至荣枯线之下，进入收缩区间。5月“出厂价格指数-主要原材料购进价格指数”这一复合指标录得-6.30个百分点，较前值收窄3.50个百分点，为近3个月新低，直接原因是主要原材料购进价格指数的下行幅度大于出厂价格指数的下行幅度。

图3:5月出厂价格指数跌至荣枯线之下,预示5月PPI当月同比大概率较4月下行(%)

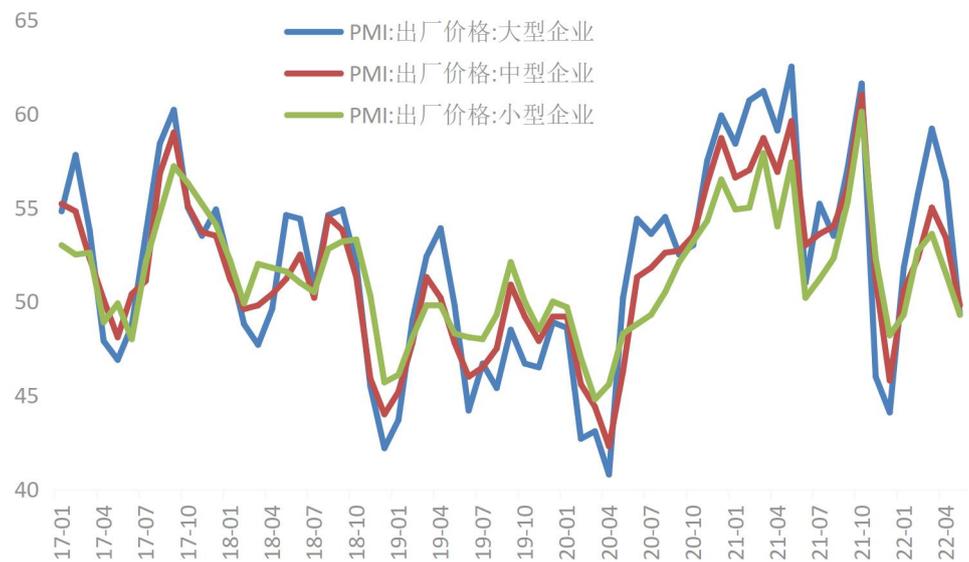


数据来源: WIND 英大证券研究所整理

分企业规模看: 5月大中小型企业的原材料购进价格分别为54.50、56.40、57.70,

分别较前值下行 11.70、6.40、4.10 个百分点；5 月大中小企业的出厂价格分别为 49.30、49.80、49.30，分别较前值下行 7.10、3.60、2.20 个百分点。通常情况下，大型企业价格的波动幅度大于中型企业价格的波动幅度，而中型企业价格的波动幅度大于小型企业价格的波动幅度。具体看，主要原材料购进价格方面，大中小型企业的标准差分别为 8.35、7.31、6.04，而出厂价格指数方面，大中小型企业的标准差分别为 5.35、4.12、3.18。从中可以看出，上游价格的波动大于中游价格的波动，而中游价格的波动大于下游价格的波动。以上特征体现在图形走势上，出厂价格方面，在周期顶部，通常大型企业高于中型企业，而中型企业高于小型企业，而在周期底部，通常大型企业低于中型企业，而中型企业低于小型企业。这一规律也大致适用于主要原材料购进价格方面。

图 4：周期顶部，通常大型企业出厂价格高于中型企业，而中型企业高于小型企业（%）



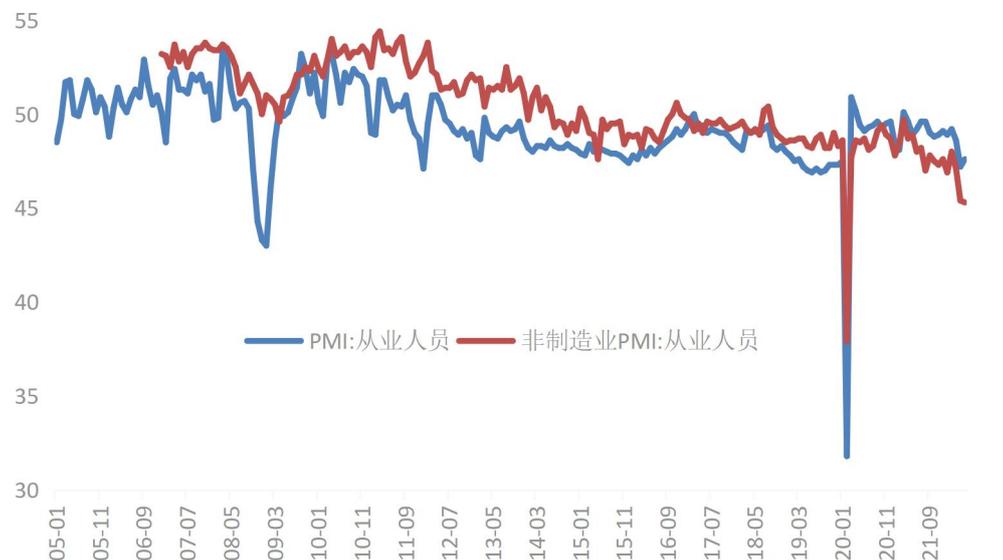
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月 PMI 体系价格数据的一个显著特征是，出厂价格指数从荣枯线之上跌至荣枯线之下。我们从这一现象出发，寻找 5 月 PPI 当月同比走势的线索。自 2016 年 1 月有数据记录以来，出厂价格指数从荣枯线之上跌至荣枯线之下的次数有 7 次，第 1-6 次分别是 2016 年 4-5 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 -3.40% 上升至 -2.80%）、2017 年 3-4 月（PMI 出厂价格从 53.20 下跌至 48.70，PPI 当月同比从 7.60% 下降至 6.40%）、2018 年 1-2 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 4.30% 下降至 3.70%）、2018 年 10-11 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 3.30% 下降至 2.70%）、2019 年 4-5 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 0.90% 下降至 0.60%）、2021 年 10-11 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 13.50% 下降至 12.90%）。其中，除了第 1 次 PPI 当月同比上行之外，其余 5 次 PPI 当月同比均下行。2022 年 4-5 月，PMI 出厂价格从 54.40 下跌至 49.50，则参照第 1-6 次的经验，5 月 PPI 当月同比较 4 月下行的概率为 83.33%。进一步分析，在第 1-6 次中，第 1 次较为特殊，因为彼时 PPI 当月同比处于负值区间，而第 2-6 次 PPI 当月同比均处于正值区间。2022 年 4 月 PPI 当月同比为

8.0%，处于正值区间，如果参照第 2-6 次的经验，或者说，把第 2-6 次作为样本，则我们推断 2022 年 5 月较 4 月下行的概率为 100%。

我们进一步思考，当 PMI 出厂价格从荣枯线下跃至荣枯线上，PPI 当月同比走势如何？自 2016 年 1 月有数据记录以来，出厂价格指数从荣枯线之下跃至荣枯线之上的次数有 7 次，这 7 次分别是 2016 年 2-3 月（PMI 出厂价格从 47.30 上升至 50.90，PPI 当月同比从-4.90% 上升至-4.30%）、2016 年 6-7 月（PMI 出厂价格从 47.0 上升至 50.0，PPI 当月同比从-2.60% 上升至-1.70%）、2017 年 6-7 月（PMI 出厂价格从 49.10 上升至 52.70，PPI 当月同比持平于 5.50%）、2018 年 3-4 月（PMI 出厂价格从 48.90 上升至 50.20，PPI 当月同比从 3.10% 上升至 3.40%）、2019 年 2-3 月（PMI 出厂价格从 48.50 上升至 51.40，PPI 当月同比从 0.10% 上升至 0.40%）、2020 年 5-6 月（PMI 出厂价格从 48.70 上升至 52.40，PPI 当月同比从-3.70% 上升至-3.0%）、2021 年 12 月-2022 年 1 月（PMI 出厂价格从 45.50 上升至 50.90，PPI 当月同比从 10.30% 下降至 9.10%）。在以上 7 次中，有 5 次 PPI 当月同比较前值上行，占比为 71.43%，有 1 次持平于前值，即第 3 次，有 1 次较前值下行，即第 7 次。其中，较前值下行的第 7 次，PPI 当月同比居于高位，而持平的第 3 次，PPI 当月同比位于次高位。综上，当 PMI 出厂价格从荣枯线之下跃至荣枯线之上，且 PPI 当月同比位于低位，则次月 PPI 当月同比上行的概率为 100%。

图 5：制造业 PMI 从业人员指数与非制造业 PMI 从业人员指数相背而行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月城镇调查失业率大概率在 4 月的基础上下行，但是下行幅度可能有限。关于就业情况，制造业方面，5 月制造业 PMI 从业人员指数录得 47.60，较前值上行 0.40 个百分点，为 2020 年 2 月新冠肺炎疫情爆发以来的次低值。从结构上看，5 月大中小企业的从业人员指数分别为 47.80、47.50、47.20，分别较前值上行 0.30、-0.20、1.30 个百分点。其中，中型企业从业人员指数较前值下行，与大型企业及小型企业从业人员指数走势背离。之所



以产生这一现象，是因为大型企业受益于大城市封控逐步解除，而小型企业则受益于纾困政策不断出台与落地。**非制造业方面**，5月非制造业从业人员指数为45.30，较前值下行0.10个百分点，为2020年2月新冠肺炎疫情爆发以来的最低值，剔除掉2020年2月的37.90，为2007年1月有数据记录以来的最低值。其中，5月建筑业从业人员为45.50，较前值上行2.40个百分点；5月服务业从业人员为45.30，较前值下行0.50个百分点，为2012年7月有数据记录以来次低值，仅高于2020年2月的38.90，表明服务业从业情况不乐观，是5月非制造业从业人员下行的拖累项。

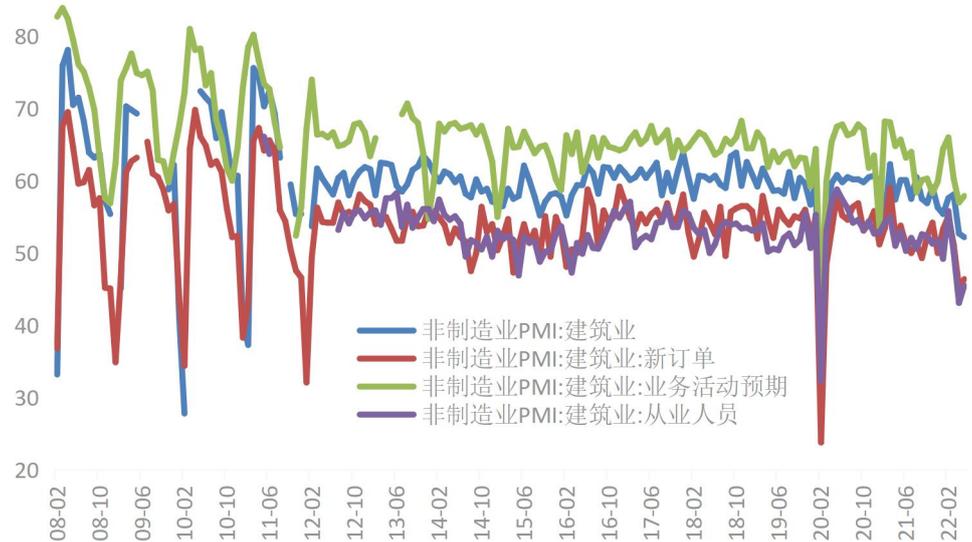
展望5月城镇调查失业率，我们认为大概率在4月6.10%的基础上下行。这一判断的依据主要有以下三点。**第一**，5月制造业PMI从业人员较前值上行0.40个百分点，该上行幅度大于非制造业PMI从业人员较前值0.10个百分点的下行幅度。**第二**，从基本面看，4月是疫情防控的高峰期，企业停工停产，以及居民社区封闭，与之相印证的是，4月供货商配送时间录得37.20的历史次低值，在此背景下，4月城镇调查失业率录得6.10%。在5月复工复产以及社区逐步解封的背景下，叠加考虑5月供货商配送时间录得44.10，较前值上行6.90个百分点，预计就业情况大概率好转。**第三**，从历史数据看，2018年-2021年5月城镇调查失业率绝大多数较4月下行，具体看，2018年-2021年下行幅度分别为0.10、0、0.10、0.10个百分点。

在认为5月城镇调查失业率大概率在4月6.10%的基础上下行的同时，我们同样认为5月城镇调查失业率大幅下行的概率较低。这一判断的依据有以下三点。**第一**，5月新冠肺炎月度新增确诊病例数为7547例，虽然较4月大幅下行，但是就其绝对读数而言并不低。**第二**，5月初北京市加大疫情防控力度。**第三**，从利润数据看，4月工业企业亏损企业单位数同比录得15.50%，较前值大幅上行6.0个百分点，创2021年2月以来新高，与此同时，4月工业企业亏损企业亏损额累计同比录得39.70%，较前值大幅上行8.10个百分点，创2020年5月以来新高。预计短期之内工业企业大幅扭亏概率较低，进而施压城镇调查失业率。

5月基础设施建设投资完成额累计同比大幅上行的概率较低。从建筑业PMI指标体系推断，5月基建投资增速大幅上行的概率较低，具体看：5月建筑业PMI录得52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低；5月建筑业新订单录得46.40，较前值上行1.10个百分点，为2020年3月以来次低值，仅高于2022年4月；5月建筑业业务活动预期录得57.90，较前值上行0.90个百分点，为2020年3月以来第三低值；5月建筑业从业人员录得45.50，较前值上行2.40个百分点，为2020年3月以来次低值，仅高于2022年4月。**值得指出的是**，该组数据或位于荣枯线之上，或较前值上行，但是有一个共同的特征，就是均为2020年3月以来的最低值、次低值或第三低值。以建筑业从业人员为例，虽然5月较前值上行，但是45.50的读数并不好，体现在以下三点：**一是**该读数位于荣枯线之下，表明建筑业从业人员处于收缩状态；**二是**拉长周期看，该读数处于历史底部区间；**三**

是通常情况下，建筑业从业人员常年居于荣枯线之上，而5月位于荣枯线之下，表明建筑业从业人员的表现远弱于季节性。

图 6：5 月建筑业 PMI 指标体系各分项走势较为疲弱（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 7：4 月挖掘机销量同比增速快速下跌（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在以上分析的基础上，我们进一步研判中短期之内基建投资增速。6月1日，国务院常务会议指出，“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，并建立重点项目清单对接机制”，对基建投资增速形成利多。即便如此，近期也出现一些利空基建投资增速的因素。**第一**，5月18日财政部称，“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制，对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为”，做到“发现一起，查处一



起，问责一起”，“持续强化监督，有效防范化解隐性债务风险”。**第二**，在新冠肺炎疫情冲击下，地方政府财政压力进一步加大，体现在以下三点：**一是**4月公共财政收入当月同比录得-41.34%，较前值下行44.76个百分点，为1990年1月有数据记录以来新低；**二是**4月公共财政收入累计同比录得-4.80%，较前值下行13.40个百分点，2021年2月以来首次跌至负值区间；**三是**4月国有土地使用权出让收入累计同比仅录得-29.80%，较前值下行2.40个百分点，创2016年2月以来新低。**第三**，4月挖掘机销量同比增速快速下跌。4月全行业挖掘机销量24534台，同比下滑47.3%，其中，国内市场销量16032台，同比骤降61.0%；出口8502台，同比增长55.2%。

6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，提升A股市场风险偏好。6月制造业PMI能否重返荣枯线之上是当前资本市场关注的焦点之一。如果6月制造业PMI跃至荣枯线之上，则将对市场信心产生较大提振作用，大概率提升A股市场的风险偏好。

众所周知，PMI是宏观经济的领先指标。因此研判PMI走势的底层逻辑是研判宏观经济走势，即“三驾马车”的走势。如果“三驾马车”走势向好，则宏观经济处于扩张区间，PMI就高于荣枯线。当然，这里面存在“悖论”：通常情况下，我们用PMI来预测宏观经济走势，但是目前我们从宏观经济走势反推PMI走势。当然，如果我们对宏观经济“三驾马车”的走势很有把握，通过这种途径来预测PMI走势也未尝不可。除此之外，我们还可以通过“间接途径”来预判PMI走势，也就是通过宏观政策走势：如果宏观政策“稳增长”力度很大，主基调是“宽松”，则大概率推升国内外需求，尤其是国内需求，PMI大概率位于扩张区间；如果宏观经济主基调是“收紧”，则大概率压缩国内外需求，尤其是国内需求，大概率推动PMI向下运动。

基于以上分析，我们从两个角度判断6月制造业PMI能否重返荣枯线之上。**首先看宏观政策走势。**5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，李克强总理指出，“当前正处于决定全年经济走势的关键节点，必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道”，“把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生”，在宏观政策方面，“确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议确定6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出”。

其次看宏观经济基本面。**第一**，6月1-4日，新冠肺炎新增确诊病例数为176例，较5月1-4日少增1808例，表明新冠肺炎疫情在5月的基础上进一步好转。**第二**，自6月1日起，上海市全面恢复生产生活秩序，后期全面有序推进复工复产复市、多措并举稳外资稳外贸、大力促进消费加快恢复、全力发挥投资关键性作用、切实加强民生保障工作、保障城市安全有序运行和优化营商环境。**第三**，6月6日起，北京进一步分区分级动态实施社会面防控措施，除丰台区全域及昌平区部分区域外，餐饮经营单位开放堂食。以上表明6月宏观经济基本面较5月边际好转。



下半年宏观经济依旧存隐忧，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度。在 6 月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上的背景下，资本市场关心的另外一件事情是，2 季度 GDP 不变价当季同比是否高于 1 季度的 4.80%？我们认为 2 季度 GDP 不变价当季同比大概率低于 4.80%。我们采取对比法进行分析。首先我们判断 5 月宏观经济。从 5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 看，5 月宏观经济整体较 4 月好转，但是 5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均位于荣枯线之下，预示 5 月宏观经济好转的幅度不会非常大，属于企稳且有所回升。其次我们将 4-5 月与 1-3 月进行对比。1-3 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 的均值分别为 49.93、50.37，而 4-5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 的均值分别为 48.50、44.85，较 1-3 月均值分别低 1.43、5.52 个百分点。换个角度看，与 3 月相比，4 月宏观经济主要指标较 3 月大幅下滑，此外，对比 1 季度的 1-2 月宏观经济取得“开门红”，2 季度的 5-6 月宏观经济受 5 月的拖累，总体可能不会太好。综上，2 季度的 4 月差于 1 季度的 3 月，2 季度的 5-6 月差于 1 季度的 1-2 月，这就意味着 2 季度 GDP 当季同比大概率低于 1 季度的 4.80%。如果这个判断成立，叠加考虑 2 季度 GDP 在全年 GDP 中的比重高于 1 季度 2.0-3.0 个百分点，则 1-2 季度 GDP 累计同比大概率低于 4.80%。

在上半年 GDP 增速低于 4.80% 的情况下，全年要实现 5.50% 左右的 GDP 增速目标，下半年 GDP 增速要达到 6.13% 之上。客观而言，实现这一目标有一定难度，因为下半年我国宏观经济存在以下三点隐忧。第一，不排除新冠肺炎疫情在下半年出现反复的可能。第二，在 PPI 当月同比下行的背景下，预计下半年出口增速将面临一定压力。第三，5 月 18 日财政部称“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，对基建投资增速形成利空。

在存在以上三点隐忧的背景下，下半年 GDP 增速要达到 6.13% 之上的难度较大，因此，中央大概率继续加大宏观政策“稳增长”的力度。

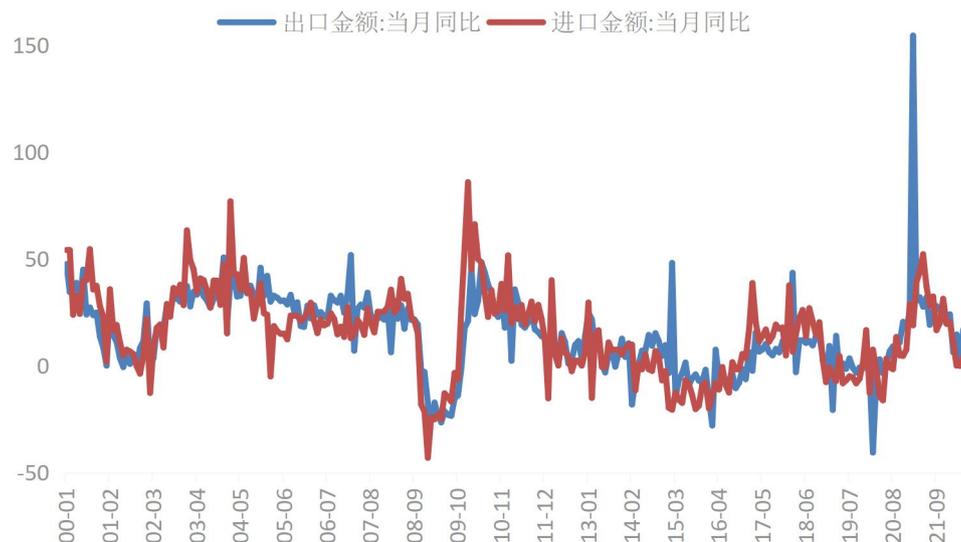
1.2 6 月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除 2023 年我国出口增速录得负值的可能

5 月出口金额当月同比大幅反弹，5 月进口金额当月同比重返正增长。5 月出口金额当月同比为 16.90%，高于预期 9.60 个百分点，较前值大幅上行 13.0 个百分点，且创近 4 个月新高。5 月 16.90% 的读数在 2022 年 1-5 月中位列第 2 位，但是在过去 28 年的 5 月出口金额当月同比中，2022 年 5 月仅位列第 14 位，居于中游水平。5 月出口增速面临诸多利多：数量方面，5 月摩根大通全球制造业 PMI 为 52.40，较前值上行 0.10 个百分点，表明 5 月全球经济较 4 月进一步扩张，利多 5 月出口增速，具体看，5 月美国、欧元区、日本、英国制造业 PMI 为 56.10、54.60、53.30、54.60，分别较前值上行 0.70、-0.90、-0.20、-1.20 个百分点，主要经济体制造业 PMI 均位于荣枯线之上，且居于主导地位的美国 ISM 制造业 PMI 较前值大幅上行 0.70 个百分点，表明美国以及全球经济韧性依旧较强；价格方面，5 月 CRB 指数同比为 52.46%，虽然较前值下行 5.16 个百分点，但是依旧录得 1995 年 1 月有

数据记录以来的第7高值，在价格角度对5月出口增速形成较强利多；汇率方面，5月人民币汇率开于6.6080，收于6.6715，在4月大幅贬值4.24%的基础上再贬值0.96%，利多出口增速；基数效应方面，2021年4月、5月出口金额当月同比分别为32.06%、27.70%，基数下行利多5月出口增速。**最后一点，也是最关键的一点是**，4月出口金额当月同比大幅下行的主要原因是，上海等大城市疫情爆发，在封控的背景下长三角等地区的物流与供应链遭受冲击，也就是说，供给因素等国内原因是4月出口金额当月同比下行的主因。5月物流与产业链供应链等得到较好修复，因此从供给的角度看，制约4月出口金额当月同比下行的不利因素得到较大程度缓解，推动5月出口金额当月同比大幅上行。

5月进口金额当月同比为4.10%，高于预期3.50个百分点，较前值上行4.10个百分点，时隔2个月重返正增长。该值在2022年1-5月中位列第3位，但是在过去28年的5月进口金额当月同比中，2022年5月仅位列第19位，居于中游偏下水平。5月进口增速面临“多空交织”的局面：数量方面，5月制造业PMI录得49.60，虽然较前值上行2.20个百分点，但是依旧位于荣枯线之下，表明5月我国宏观经济依旧较为疲弱，其中，5月进口指数录得45.10，虽然较前值上行2.20个百分点，但是反弹幅度明显弱于其他分项指标，且为2020年5月以来次低值，表明5月我国内需依旧较为疲弱；价格方面，5月CRB指数同比录得1995年1月有数据记录以来的第7高值，在支撑利多出口增速的同时也支撑进口增速；在汇率方面，5月人民币汇率贬值0.96%，在利多出口增速的同时，对进口增速形成利空；从基数效应看，2021年4月与5月进口金额当月同比分别为44.03%、52.18%，基数上行利空5月进口增速。

图8：5月出口金额当月同比大幅反弹，5月进口金额当月同比重返正增长（%）



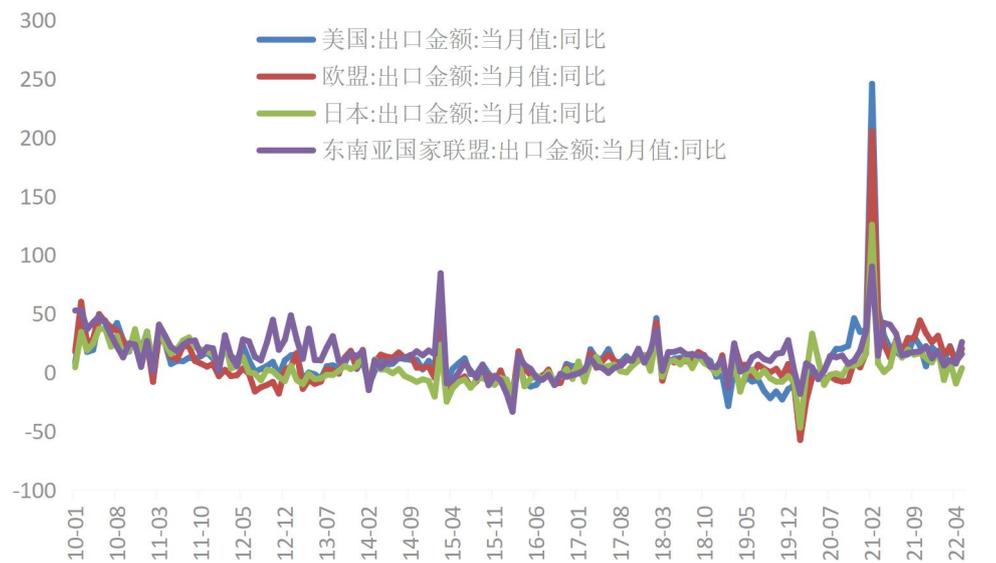
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5月对东盟出口金额当月同比大幅反弹，自美国进口金额当月同比大幅上行。从主要贸易伙伴看：5月对美国出口金额当月同比为15.75%，较前值上行6.32个百分点，自美国

进口金额当月同比为 21.18%，较前值上行 22.43 个百分点；5 月对欧盟出口金额当月同比为 20.27%，较前值上行 12.35 个百分点，自欧盟进口金额当月同比为-9.00%，较前值上行 3.52 个百分点；5 月对日本出口金额当月同比为 3.67%，较前值上行 13.06 个百分点，自日本进口金额当月同比为-13.66%，较前值上行 1.46 个百分点；5 月对东盟出口金额当月同比为 25.92%，较前值上行 18.33 个百分点，自东盟进口金额当月同比为-2.03%，较前值下行 6.48 个百分点。

以上数据的特征有以下两点。**第一**，出口方面，我国对主要经济体的出口金额当月同比均出现反弹，其中，对日本出口金额当月同比从负值区间上行至正值区间，而对东盟出口金额当月同比反弹幅度最大，这一现象与 5 月东南亚国家制造业 PMI 均位于荣枯线之上有关，尤其是越南 PMI 在 5 月录得 54.70，较前值大幅上行 3.0 个百分点，持平于 2021 年 4 月，为 2018 年 12 月以来低点，表明东南亚国家宏观经济较为强劲。**第二**，进口方面，自美国进口金额当月同比大幅反弹，结束长达 3 个月的负增长状态，从负值区间上行至正值区间，并创 2021 年 12 月以来新高，而自东南亚国家联盟进口金额当月同比则持续下行，2020 年 6 月以来首次跌至负值区间，此外，虽然自欧盟与自日本进口金额当月同比均出现小幅反弹，但是均处于负值区间。

图 9：5 月对东盟出口金额当月同比大幅反弹（%）

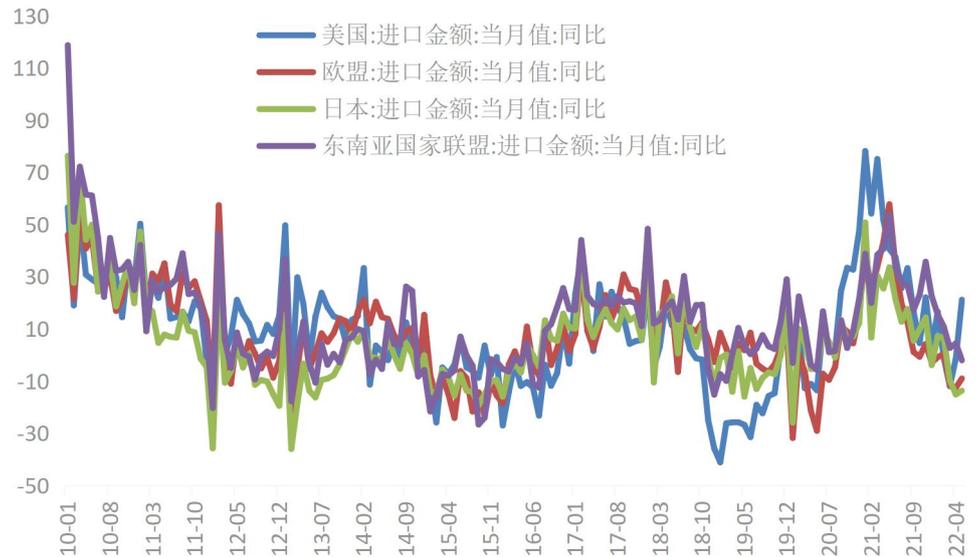


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月自美国进口金额当月同比为 21.18%，这一读数表现较强，体现在两点：**一是**其月度边际上行幅度为 22.43 个百分点，在主要贸易伙伴中位列第一；**二是**自其余三大贸易伙伴的进口金额当月同比均为负值，只有自美国进口金额当月同比为正值。5 月自美国进口金额当月同比表现较强的原因有两点。**第一**，2021 年 4 月、5 月自美国进口金额当月同比分别为 51.65%、40.53%，基数下行较大幅度利多 5 月自美国进口金额当月同比。不仅如此，虽然 2021 年 4 月 51.65%、5 月 40.53% 的读数看上去很高，但是 2021 年 4 月、5 月自美国

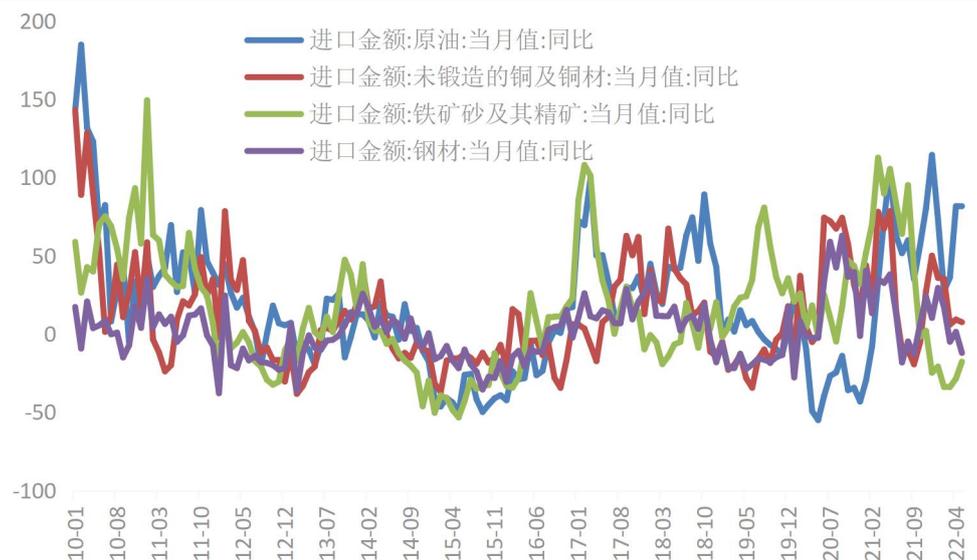
进口金额当月值并不高。2021年4月、5月自美国进口金额当月同比读数高的原因是，2020年4月、5月是美国新冠肺炎疫情的高峰期，相应地，2020年4月与5月自美国进口金额当月值表现较差。**第二**，从绝对读数看，5月自美国进口金额当月值为158.84亿美元，为1995年1月有数据记录以来的历史同期新高，表明5月自美国进口金额当月同比录得21.18%有较强的的基本面支撑。

图 10：5 月自美国进口金额当月同比为 21.18%，这一读数表现较强（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 11：从主要资源品的进口金额当月同比看，5 月大部分较前值下行（%）

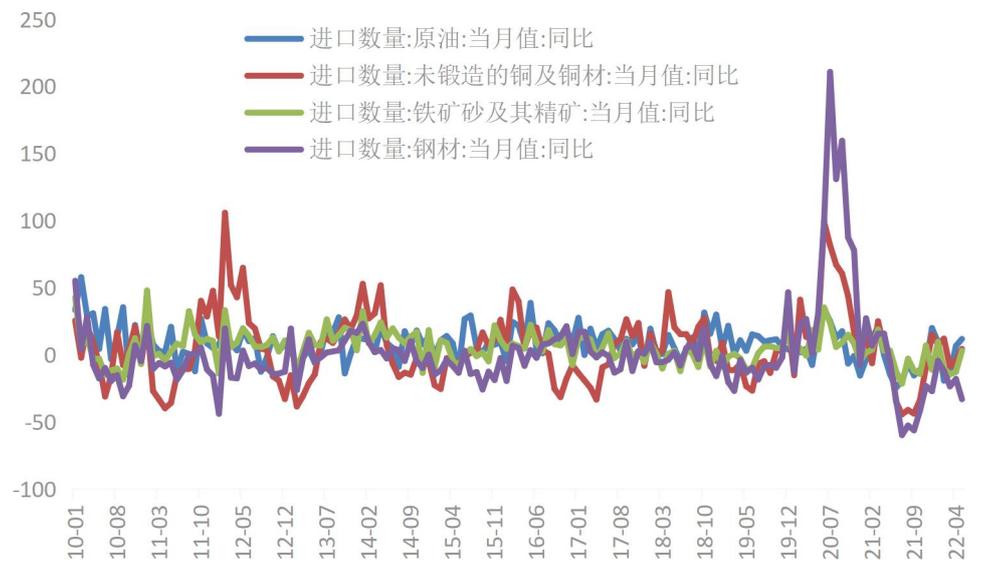


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

主要资源品进口数量当月同比大部分较前值上行，表明5月宏观经济有所修复。从主要资源品的进口金额当月同比看，5月大部分较前值下行，具体看：5月原油进口金额当月

同比为 81.41%，较前值下行 0.10 个百分点，但是处于历史高位区间；5 月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比为 7.45%，较前值下行 1.73 个百分点；5 月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比-17.73%，较前值上行 10.84 个百分点；5 月钢材进口金额当月同比为-12.17%，较前值下行 13.42 个百分点。剔除掉价格因素，从主要资源品的进口数量当月同比看，5 月大部分较前值上行：5 月原油进口数量当月同比为 11.85%，较前值上行 5.23 个百分点，处于历史中位区间；5 月未锻造的铜及铜材进口数量当月同比为 4.44%，较前值上行 8.47 个百分点；5 月铁矿砂及其精矿进口数量当月同比为 3.04%，较前值上行 15.73 个百分点；5 月钢材进口数量当月同比为-33.39%，较前值下行 15.44 个百分点。

图 12：从主要资源品的进口数量当月同比看，5 月大部分较前值上行（%）



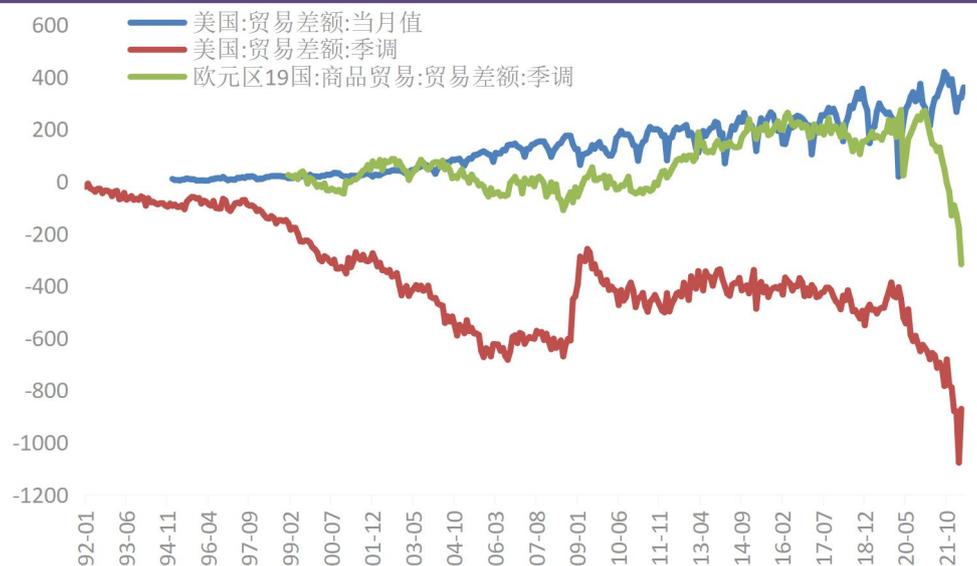
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

对以上数据的解读有以下四点。**第一**，5 月原油进口金额当月同比为 81.41%，高于 5 月原油进口数量当月同比即 11.85%，主要原因是国际油价处于高位。在国际油价处于高位的背景下，5 月原油进口数量当月同比较前值上行 5.23 个百分点，表明我国宏观经济需求有所修复。**第二**，虽然 5 月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比较前值下行 1.73 个百分点，但是 5 月未锻造的铜及铜材进口数量当月同比较前值上行 8.47 个百分点，同样表明宏观经济的需求有所修复。值得指出的是，2021 年 6-10 月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比与进口数量当月同比均处于历史低位，因此，2022 年 6-10 月未锻造的铜及铜材进口金额当月同比与进口数量当月同比大概率在 5 月的基础上上一个台阶。**第三**，虽然 5 月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比处于负增长区间，但是 5 月铁矿砂及其精矿进口金额当月同比与进口数量当月同比双双较前值上行，也指向宏观经济的需求有所修复。值得指出的是，铁矿砂及其精矿进口金额当月同比这一指标具有较强的周期性，目前处于历史底部区间。如果周期规律成立的话，则中短期大概率继续上行。当然，不支持以上判断的一个现象是，6 月铁矿石期货价格大幅下跌。**第四**，5 月钢材进口金额当月同比与进口数量当月同比均较前值下行，这一现象与钢材的出口情况形成一定的反差：5 月钢材出口金额当月同比与出口数量

当月同比分别录得 77.80%、47.23%，分别较前值上行 81.55、84.75 个百分点。在国内保供稳价的背景下，螺纹钢价格承压下行，使得国内外钢材价格出现倒挂，是这一现象产生的主要原因。

贸易顺差短期内难以大幅下行，2022 年贸易顺差超 2015 年的概率较大。5 月贸易顺差为 787.50 亿美元，高于预期 185.70 亿美元，较前值上行 276.31 亿美元，较去年同期上行 355.02 亿美元，为 1994 年 8 月有数据记录以来同期新高，在 334 个月度值中，位列第四，仅低于 2021 年 12 月的 941.47 亿美元、2021 年 10 月的 848.54 亿美元、2022 年 1 月的 845.40 亿美元；1-5 月贸易顺差为 2904.60 亿美元，较前值上行 775.32 亿美元，较去年同期上行 976.24 亿美元，为 1995 年 1 月有数据记录以来同期新高。

图 13：美欧贸易逆差均位于历史高位，我国贸易顺差短期内难以大幅下行（亿美元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月贸易顺差大幅高于预期，且较 4 月走阔。我们从三个角度来解读这一现象。**首先看进出口的各自表现。**5 月出口金额当月值上行幅度大于 5 月进口金额当月值上行幅度，具体看：5 月出口金额当月值为 3082.40 亿美元，较前值上行 346.20 亿美元，为 1994 年 8 月有数据记录以来同期新高，而 5 月进口金额当月值为 2294.90 亿美元，较前值上行 69.89 亿美元，为 1994 年 8 月有数据记录以来同期新高。**其次看宏观经济基本面。**4 月受疫情冲击，物流与供应链暂时中断，导致产成品积压，4 月工业企业产成品存货同比为 20.0%，较前值上行 1.90 个百分点，创 2012 年 2 月以来新高。在 5 月产业链与供应链得到修复之后，4 月积压的产成品推迟至 5 月出口至国外。此外，5 月摩根大通全球制造业 PMI 与美国 ISM 制造业 PMI 均处于荣枯线之上，且均较前值上行，表明宏观经济尚处于扩张状态。**最后看美国与欧元区的贸易逆差。**5 月美国贸易逆差录得 870.77 亿美元，较 4 月上行 205.74 亿美元，录得历史第四高值，而 4 月欧元区 19 国贸易逆差为 316.96 亿欧元，较前值上行 138.49 亿欧元，创 1999 年 1 月有数据记录以来新高。在美国与欧元区两大经济体贸易逆差均处于



历史高位的背景下，它们外溢的需求必定对拉动我国的商品出口，使得我国贸易顺差短期内难以大幅下行。

2021年我国贸易顺差录得6,768.59亿美元，较2015年高出829.552亿美元。关于贸易顺差的另外一个问题是，在1-5月贸易顺差较2021年年同期上行976.24亿美元背景下，2022年贸易顺差是否会超过2021年的贸易顺差？经过我们的测算：2022年贸易顺差要超过2021年的贸易顺差，在6-12月月均贸易顺差应不低于552.0亿美元；2022年贸易顺差要超过2015年的贸易顺差，在6-12月月均贸易顺差应不低于433.491亿美元。可以肯定的一点是，后者实现的可能性大于前者。考虑到美国与欧元区两大经济体贸易逆差均处于历史高位，我们认为2022年我国贸易顺差超2015年的概率较大。

6月出口金额当月同比难以大幅下行，6月进口金额当月同比大概率上行。回顾4月，出口金额当月同比大幅下跌10.70个百分点至3.90%，创2020年7月以来新低。对4月出口金额当月同比形成制约的直接原因是停工停产以及道路交通管制，体现为制造业PMI供货商配送时间指数大幅跌至37.20，根本原因是新冠肺炎疫情在4月出现恶化。5月新冠肺炎疫情大幅好转，在此背景下，5月制造业PMI供货商配送时间指数回升6.90个百分点至44.10。主要受该因素的推动，5月出口金额当月同比大幅上行13.0个百分点至16.90%。值得注意的是，5月制造业PMI供货商配送时间指数44.10的读数，为该指标自2005年1月有数据记录以来第三低值，且低于本轮疫情爆发前2月的48.20，这就意味着，道路交通管制对出口金额当月同比的制约并未完全消除。随着国家持续打通物流大通道和微循环，预计6月制造业PMI供货商配送时间指数大概率在5月的基础上上行。从这个角度看，6月出口金额当月同比还将面临道路交通管制放松所带来的支撑，因此6月出口金额当月同比难以大幅下行。以下我们从宏观经济基本面出发对6月进出口增速进行研判。

展望6月出口增速：数量方面，虽然面临美国加息缩表，以及欧元区启动加息进程的压力，但是5月摩根大通全球制造业新订单指数录得50.90，较前值上行0.40个百分点，依旧位于荣枯线之上，叠加5月美国ISM制造业PMI新订单指数录得55.10，较前值上行1.60个百分点，创近3个月新高，预示短期之内全球需求还将保持一定韧性；价格方面，在全球钻机数量尚未修复至疫情前水平的背景下，国际油价在短期内难言大幅下行，预示CRB指数同比短期还将维持在高位，对6月出口增速形成支撑；汇率方面，在5月美国CPI当月同比录得8.60%，较前值上行0.30个百分点，创1982年1月以来新高的背景下，美联储鹰派程度大概率继续上升，叠加6月1日耶伦承认之前对通胀存在预判，对美元指数形成拉升，预计人民币汇率大概率继续位于低位，利多6月出口增速；基数效应方面，2021年5月、6月出口金额当月同比分别为27.70%，32.03%，基数上行利空5月出口增速。

展望6月进口增速：数量方面，我国制造业PMI大概率修复至荣枯线之上，意味着国内需求大概率较5月好转，利多6月进口增速；价格方面，在CRB指数同比还将维持在高位背景下，进口增速面临一定支撑；汇率方面，6月人民币汇率大概率继续位于低位，对



进口增速形成利空；基数效应方面，2021年5月与6月进口金额当月同比分别为52.18%、37.31%，基数下行利多5月进口增速。总体而言，6月进口增速面临的利多因素多于利空因素，预计6月进口金额当月同比大概率在5月的基础上上行。

下半年出口增速承压但有韧性，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能。展望7-12月，宏观经济基本面的主线是美联储大幅度加息，并且启动缩表进程，以及欧洲央行大概率启动加息进程。这一变化从两个角度对下半年出口金额当月同比形成利空。第一，在原油等大宗商品价格位于历史高位的背景下，美欧央行加息将增加全社会运行成本，进一步压制宏观经济总需求，预计7-12月美国ISM制造业PMI大概率承压下行，以及欧元区制造业PMI大概率继续下行，进而带动摩根大通全球制造业PMI下行，在数量方面对下半年出口金额当月同比形成压力。第二，由于宏观经济总需求承压，原油等大宗商品价格难以继续上行，其中，有色金属的价格高点已经出现，后期大概率继续下行，而国际油价大概率在下半年承压，在此背景下，叠加考虑2021年下半年有色金属价格与国际油价的基数逐步抬升，预计CRB指数当月同比以及PPI当月同比大概率逐步下行，在价格角度利空下半年出口金额当月同比。综合以上两个方面，预计7-12月出口金额当月同比的中枢大概率较1-6月下移。

在看到下半年出口增速承压的同时，也应该看到下半年出口增速也面临诸多利多因素。**第一，从库存周期看，虽然美国零售商进入被动补库存阶段，体现为3月、4月美国零售商销售同比录得5.23%、6.19%，而3月、4月美国零售商库存同比分别录得12.32%、15.11%，与此同时，4月美国零售商库存销售比录得1.18%，脱离前期1.09%的底部区间，但是应该看到，美国制造商依旧处于主动补库存阶段，体现为4月美国制造商销售同比录得14.01%，而4月美国制造商库存同比录得10.67%，与此同时，4月美国制造库存销售比录得1.48%，虽然较前值小幅上行0.01个百分点，但是依旧处于本轮周期的底部区间。第二，从ISM制造业PMI看，5月美国ISM制造业PMI依旧录得56.10，位于55.0以上的高景气区间。即使美联储继续加息，并启动缩表进程，但是年内美国ISM制造业PMI大概率还位于荣枯线之上。第三，在美国面临越来越大的通货膨胀压力的背景下，拜登政府正在研究取消前总统特朗普实施的部分对中国商品加征的关税，这将对下半年出口增速形成一定支撑。**

展望2023年上半年，在美联储以及欧洲央行持续加息的背景下，ISM制造业PMI与欧元区制造业PMI大概率跌破荣枯线，国际油价与有色金属价格大概率持续下行，预计CRB指数当月同比以及PPI当月同比大概率录得负增长，二者在量价两方面对我国出口金额当月同比形成较大利空。此外，从贸易周期的角度看，在第一年（2020年）宏观经济进入萧条阶段后，政府加大宏观经济逆周期调节力度，出口金额当月同比从底部回升。在第二年（2021年）宏观经济处于复苏阶段，叠加逆周期调节力度还在加大，出口金额当月同比大概率持续上行并位于高位。在第三年（2022年）宏观经济处于过热阶段，叠加各国大概率退出逆周期调节政策，出口金额当月同比大概率承压下行。在第四年（2023年），主要经

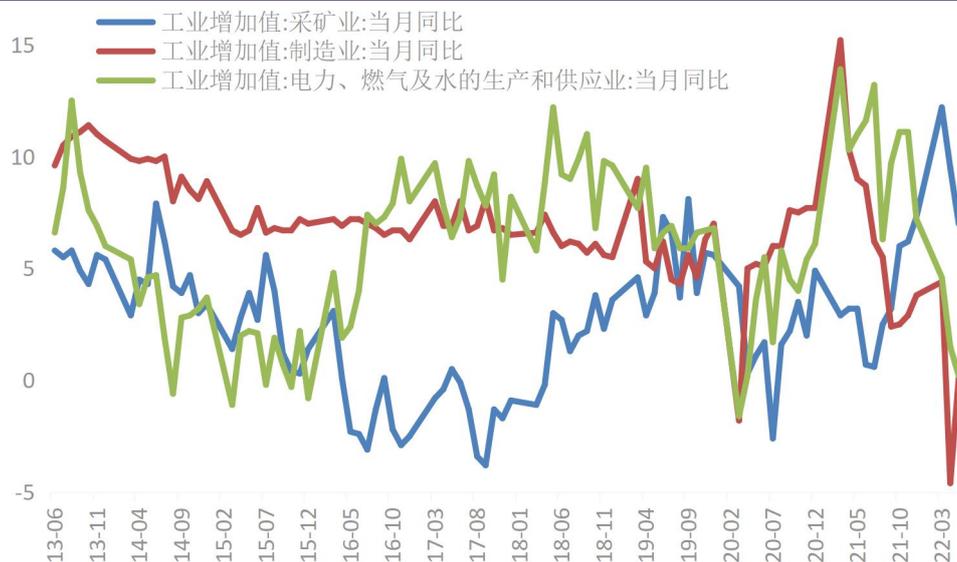
济体加息缩表对全球经济总需求的压制作用不断显现，大宗商品价格承压下行，预计 2023 年我国出口金额当月同比大概率处于低迷状态，且不排除录得负增长的可能。

1.3 6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论

受疫情好转推动，5 月工业增加值当月同比与服务业生产指数当月同比均较前值上行。5 月工业增加值当月同比录得 0.70%，高于预期 0.80 个百分点，较前值上行 3.60 个百分点，位列 1990 年 1 月有数据记录以来倒数第 8 位；5 月工业增加值累计同比录得 3.30%，较前值下行 0.70 个百分点，创 2021 年 1 月以来新低；5 月工业增加值环比为 5.61%，较前值上行 11.41 个百分点，为 2020 年 4 月以来新高，但是应该看到，该读数是 4 月遭受疫情强冲击，工业增加值环比仅录得-5.80%，砸下“深坑”背景下的反弹。

分门类看，5 月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为 7.00%、0.10%、0.20%，分别较前值上行-2.50、4.70、-1.30 个百分点。其中，采矿业自 3 月 12.20% 的历史最高位连续 2 个月回调，但是还位于历史高位区间；制造业自 4 月 -4.60% 的历史最低位大幅反弹，脱离负值区间，但是依旧位于历史低位区间；电力燃气及水的生产和供应业自 2021 年 3 月 13.90% 的历史最高位震荡下行，并创 2020 年 5 月以来新低。综上，在采矿业与电力燃气及水的生产和供应业较前值下行的背景下，制造业自历史低位大幅反弹，是 5 月工业增加值当月同比上行的原因。

图 14：制造业自历史低位大幅反弹，是 5 月工业增加值当月同比上行的原因（%）

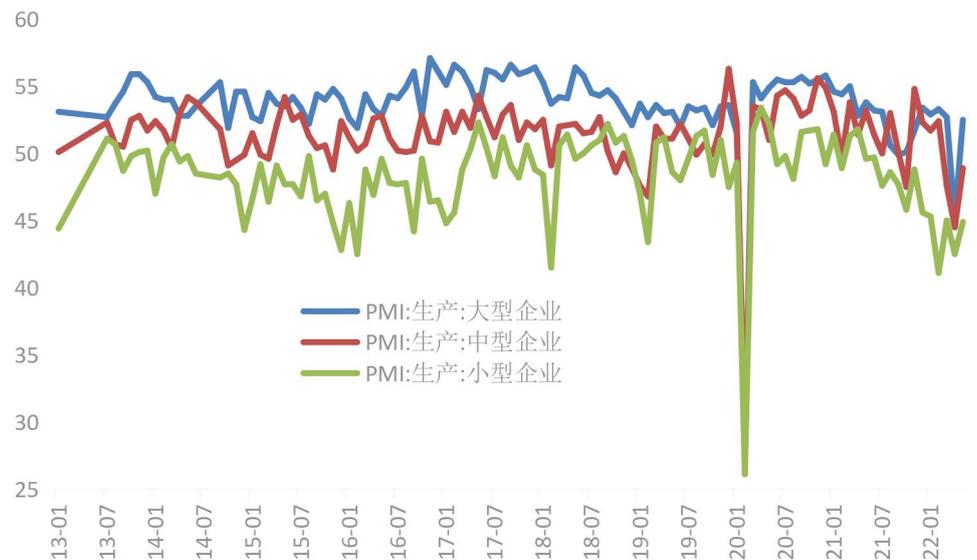


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在 1-3 月工业增加值当月同比分别录得 3.86%、12.80%、5.0% 的背景下，4 月、5 月工业增加值当月同比仅录得-2.90%、0.70%，2 季度工业增加值增速远低于 1 季度已成定局。对 4-5 月工业增加值当月同比形成冲击的原因主要有两点。**第一**，4 月新冠肺炎疫情显著恶

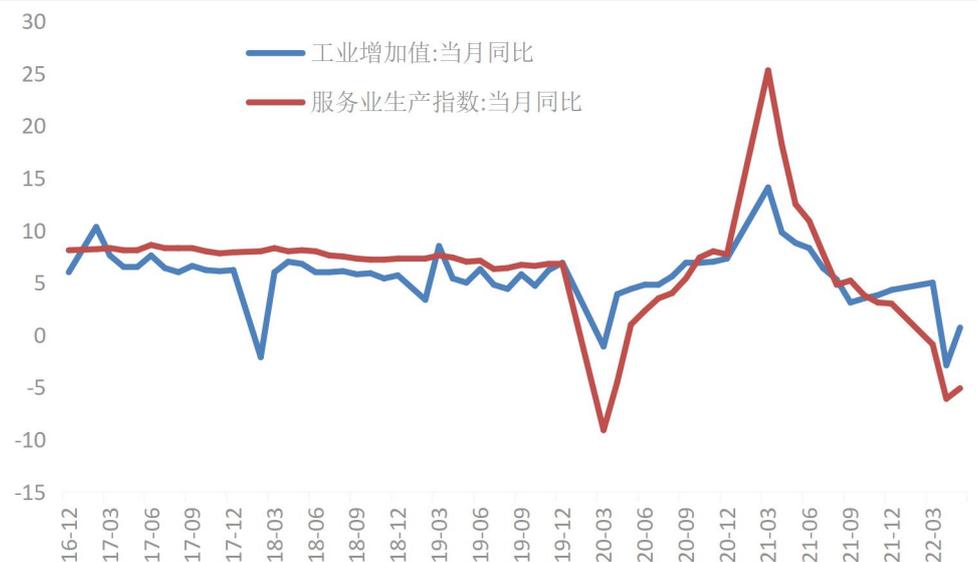
化，体现为4月新冠肺炎新增确诊病例合计值为65484例，仅次于2020年2月的68036例。防控新冠肺炎疫情需要部分工业企业与商业企业停工停产，这就直接利空工业增加值当月同比，此外，由于道路交通不畅，部分产品难以销售出去，导致工业企业产成品存货同比大幅上行，并创2012年3月以来新高。**第二**，受“俄乌冲突”局势不乐观，以及欧盟批准了对俄罗斯石油的部分禁令的影响，国际油价在4-5月逐步走高，拉动煤炭类大宗商品价格上涨，挤压中小企业盈利空间，降低其生产经营的积极性，体现为小型企业PMI生产指数持续低迷，2022年2-5月分别录得41.10、45.0、42.50、44.90，处于历史低位区间。

图 15：小型企业 PMI 生产指数持续低迷，处于历史低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 16：疫情对服务业的冲击强度与持续性要大于对工业的冲击强度与持续性（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



5月服务业生产指数当月同比录得-5.10%，较前值上行1.0个百分点，连续3个月位于负值区间；5月服务业生产指数累计同比录得-0.70%，较前值下行1.0个百分点，自2020年12月以来首次进入负值区间。与5月工业增加值同比数据相比，5月服务业生产指数同比数据表现相对较弱，体现在以下三点。**第一**，5月服务业生产指数当月同比低于5月工业增加值当月同比5.80个百分点，且连续3个月处于负值区间。**第二**，5月服务业生产指数累计同比低于5月工业增加值累计同比4.0个百分点。**第三**，5月工业增加值当月同比与累计同比则双双位于正值区间，而5月服务业生产指数当月同比与累计同比双双位于负值区间，尤其是服务业生产指数当月同比连续3个月录得负增长。可见，疫情对服务业的冲击强度与持续性要大于对工业的冲击强度与持续性。

短期内工业增加值当月同比大概率继续抬升，但是全年的绝对读数预计不会太高。在新冠肺炎疫情恶化与大宗商品价格位于高位的双重冲击下，预计4月工业增加值当月同比-2.90%的读数是年内的低点。这一判断的依据有两点。**第一**，随着“动态清零”政策的持续推进，年内新冠肺炎疫情月度新增确诊病例数的高点大概率在4月，5-12月新冠肺炎疫情月度新增确诊病例数超预期冲高的概率较低。**第二**，有色金属价格是国际油价的领先指标。在全球经济增速承压的背景下，有色金属价格已经出现一定幅度的下行，预期年内还将继续下行。在此背景下，国际油价难以大幅上行，下行的概率大于上行的概率。

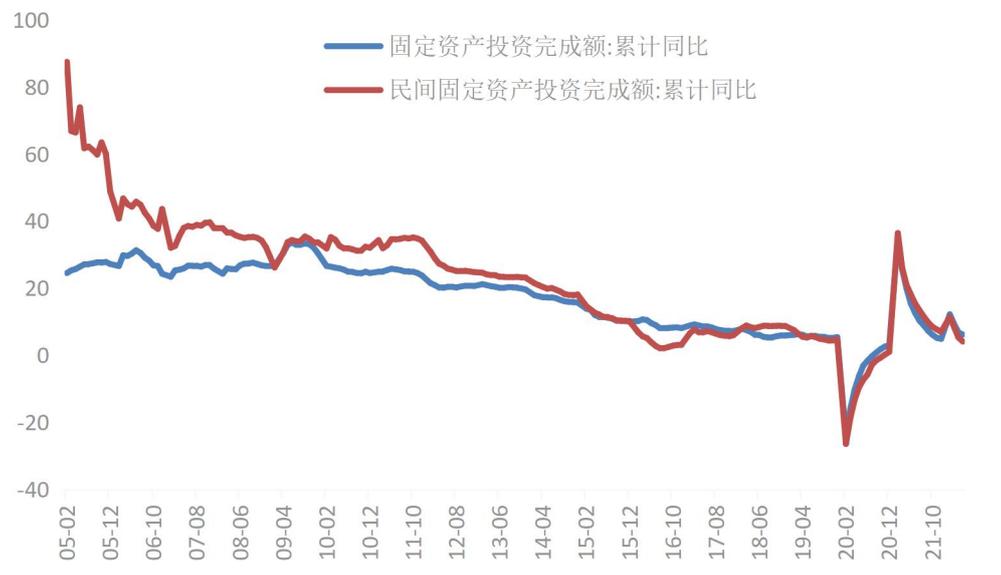
在以上两点判断的基础上，我们认为，在利空4月工业增加值当月同比的因素逐步消除的背景下，短期之内工业增加值当月同比大概率稳步抬升，但是全年抬升的幅度预计不会太大。这一判断的依据主要有以下五点。**第一**，不排除新冠肺炎疫情在下半年出现反复的可能，毕竟“境外输入不停，境内反弹不止”。当然，我们在上文也指出，“动态清零”政策的持续推进使得疫情超预期恶化的概率较低。**第二**，在基数效应以及翘尾因素的作用下，叠加大宗商品价格整体承压，预计PPI当月同比大概率稳步下行，CRB指数当月同比大概率也将高位下行，使得下半年出口增速将面临一定压力，这就意味着出口交货值当月同比在下半年大概率承压。**第三**，5月18日财政部称“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，对基建投资增速形成利空。针对“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”这一提法，今年召开的全国金融工作会议有可能重提，有可能不提，但是不会明确指出不坚持“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”。如果2022年全国金融工作会议重提“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，则基建投资增速还将面临利空，即使2022年全国金融工作会议只字不提“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，但是这柄“达摩克利斯神剑”依旧高悬，基建投资增速同样还将面临利空。**第四**，截止至5月，房地产投资相关的各类数据并未止跌，预示房地产投资增速尚未看到反弹迹象。**第五**，在下半年出口增速将面临一定压力的背景下，预计下半年制造业投资增速大概率低于上半年。**值得提醒的是**，6月至8月是全国主汛期，6月22日国常会指出，“据预测今年汛期我国极端天气偏多，近期主雨带呈阶梯状北抬”，预计洪涝灾害可能在一定程度上冲击工业增

加值当月同比。

服务业生产指数方面，**展望 6 月**，新冠肺炎疫情虽有大幅缓和，但是尚未完全消除：6 月 23 日澳门特区行政长官贺一诚出席疫情新闻发布会时表示，本轮疫情已累计发现 110 例核酸阳性病例，疫情严峻复杂；6 月 24 日深圳新增 4 例新冠肺炎确诊病例；6 月 25 日北京新增 1 例新冠肺炎确诊病例。以上预示新冠肺炎疫情反弹的压力还是存在的。在此背景下，预计服务业生产指数当月同比与累计同比还将受到压制，下半年大幅上行概率较低。

民间投资面临一定压力，有效对策包括“控疫情”与“稳外贸”。5 月固定资产投资完成额累计同比录得 6.20%，高于预期 0.20 个百分点，较前值下行 0.60 个百分点，创 2022 年 2 月以来新低；5 月固定资产投资完成额环比为 0.72%，较前值上行 1.57 个百分点，创 2021 年 12 月以来新高，但是应该看到，该读数是 4 月遭受疫情强冲击，固定资产投资完成额环比仅录得-0.85%背景下的反弹。结构方面：**从三大产业的角度看**，5 月第一、二、三产业固定资产投资累计同比分别为 5.80%、11.0%、4.10%，分别较前值下行 0、1.60、0.20 个百分点，可见，第二产业是主要拖累项；**从投资“三驾马车”的角度看**，5 月房地产投资增速、基建投资增速以及制造业投资增速分别录得-4.0%、6.70%、10.60%，分别较前值上行 -1.30、0.20、-1.60 个百分点，可见房地产是主要拖累项。

图 17：5 月民间投资是固定资产投资完成额累计同比的拖累因素（%）



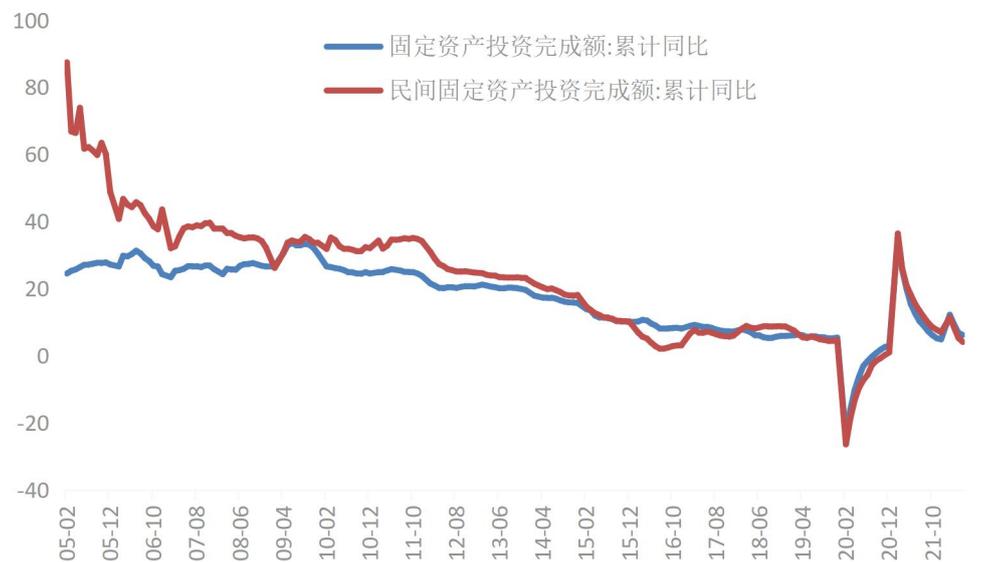
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月民间固定资产投资完成额累计同比录得 4.10%，较前值下行 1.20 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低。5 月民间投资是固定资产投资完成额累计同比的拖累因素，体现在两个方面：**一是在绝对读数上**低于 5 月固定资产投资完成额累计同比；**二是月度边际下行幅度也**大于 5 月固定资产投资完成额累计同比的月度边际下行幅度。民间投资是固定资产投资的重要组成部分。5 月民间固定资产投资完成额累计比重录得 56.87%，较前值上行 0.29 个百分点，为近 3 个月新高，表明民间投资信心有所修复，但是在疫情冲击宏观经济的背景下，

预计中短期之内民间投资的形势不容乐观。这一判断的依据有以下三点。**第一**，4月私营企业营业收入利润率录得4.69%，在四大企业类型中垫底，且位于历史底部区间，表明私营企业的盈利状况不乐观。这一情况削弱民间资本扩大再生产能力，利空民间投资增速。**第二**，在下半年PPI当月同比大概率低于上半年的背景下，叠加考虑主要经济体央行收紧货币政策，使得摩根大通全球制造业PMI趋势性下行，预计下半年我国出口金额当月同比大概率低于上半年，民间投资所生产的产品在销路上面临压力。**第三**，在新冠肺炎疫情的冲击下，2季度GDP增速大概率远低于5.50%的预期目标，全年实现5.50%GDP增速目标的概率大为下降，这将压低民间投资的预期收益率，进而降低民间投资的意愿。

以2017年全年的数据为例，第一产业在民间投资中的占比约为5.0%，第二产业占比约为48.5%，第三产业占比约为46.5%。因此，第二产业与第三产业是民间投资的重点。此外，5月第一、第二、第三产业民间固定资产投资完成额累计同比分别为0.90%、18.50%、-3.40%，分别较前值下行0、2.40、1.0个百分点。其中，第二产业虽然较前值下行，但是持续录得高增长，而第三产业则连续2个月处于负值区间，且在负值区间持续下探。可见，第一产业与第三产业是当前民间投资的“短板”所在，也是4月民间固定资产投资完成额累计同比跌至4.10%的原因所在，叠加考虑第三产业在民间投资占比接近50.0%，因此，可以在第三产业加大民间投资的力度，以便更好地发挥民间投资的优势。

图 18：第二产业的民间投资增速与出口金额累计同比相关度较强（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

新冠肺炎疫情爆发以来，第三产业遭受较大冲击，进而使得第三产业民间投资增速持续低迷，并在4-5月降至负值区间。因此，从产业角度，进一步促进民间投资的较好方法是，尽快有效控制住新冠肺炎疫情，修复民间资本对第三产业的信心，进而加大第三产业投资力度，以弥补民间投资最大的“短板”。此外，从历史经验看，第二产业的民间投资增速与出口金额累计同比相关度较强，而在下半年出口增速承压的背景下，预计第二产业

的民间投资增速大概率承压。因此，在积极“稳外贸”的同时，可加大国内“稳增长”的力度：一是提升民间资本的预期投资收益率；二是通过基建投资、房地产投资、制造业投资将第二产业民间投资增速维持在较高水平。

部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论。5月房地产开发投资完成额累计同比为-4.0%，较前值下行1.30个百分点，创2020年4月以来新低，连续2个月位于负值区间；5月房地产开发投资完成额当月同比为-7.81%，较前值上行2.26个百分点，连续3个月录得负增长。仅就5月房地产投资相关数据看，尚不能得出房地产开发投资完成额累计同比已经止跌企稳的结论。

先行指标方面，5月国房景气指数录得95.60，较前值下行0.28，连续5个月位于100这一荣枯线之下。**值得指出的是**，国房景气指数虽然是扩散指数以及环比指标，但是与房地产开发投资完成额累计同比这一同比指标的相关系数为0.66，属于中度正相关。因此，可以直观地从国房景气指数的走势判断房地产开发投资完成额累计同比的走势。短期看，3月、4月、5月国房景气指数分别为96.65、95.88、95.60，虽然月度边际下行幅度收窄，但是并不能断定6月国房景气指数一定高于5月。此外，回顾历史走势，2022年5月国房景气指数95.60的读数并不是历史最低点：2015年5月的92.43是该数据自1995年3月有数据记录以来的最低值，此外，2022年5月国房景气指数95.60的读数高于2012年9月的94.39，也高于2009年3月的94.74。基于以上两点，尚不能得出5月国房景气指数已经触底的结论，因此也不能得出5月房地产开发投资完成额累计同比已经止跌企稳的结论。

图 19：国房景气指数与房地产开发投资完成额累计同比的正相关性较强（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

“销售-新开工-施工-竣工”链条方面，5月商品房销售面积累计同比、房屋新开工面积累计同比、房屋施工面积累计同比、房屋竣工面积累计同比分别录得-23.60%、-30.60%、-1.00%、-15.30%，分别较前值下行2.70、4.30、1.00、3.40个百分点，其中，商品房销



售面积累计同比创 2020 年 4 月以来新低，房屋新开工面积累计同比创 2020 年 3 月以来新低，房屋施工面积累计同比自 1998 年 2 月以来首次跌至负值区间，房屋竣工面积累计同比创 2020 年 4 月以来新低。**从当月同比看**，5 月商品房销售面积当月同比、房屋新开工面积当月同比、房屋施工面积当月同比、房屋竣工面积当月同比分别录得-31.77%、-41.85%、-39.68%、-31.27%，分别较前值上行 7.23、2.35、-0.96、-17.08 个百分点。针对这组数据，值得指出的有以下三点。**第一**，虽然部分指标月度边际上行，但是部分指标月度边际下行，并且从绝对读数看，全部均处于深度负增长区间。**第二**，这里面的利好是，处于房地产链条前端的销售面积与新开工面积当月同比出现回升，后期是否传导至施工面积与竣工面积当月同比值得观察，但是从 5 月商品房待售面积累计同比为 8.60%，较前值上行 0.20 个百分点，创近 3 个月新高这一现象看，预计传导的效果有限。**第三**，5 月销售面积与新开工面积当月同比在 4 月“深跌”的基础上出现回升，具有较强的超跌反弹的修复性质。

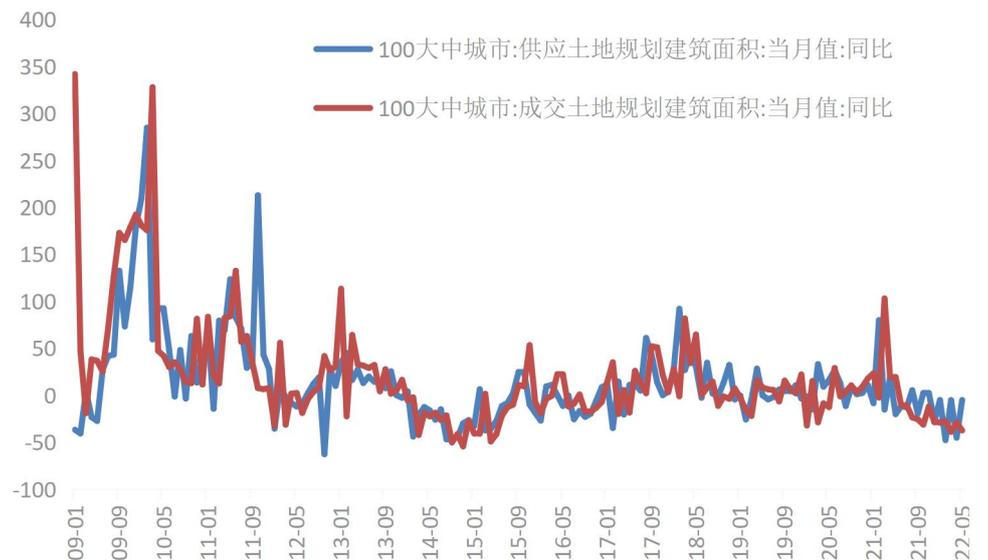
房地产开发资金来源方面，6 月房地产开发资金来源合计累计同比录得-25.80%，较前值下行 2.20 个百分点，创 1998 年 7 月有数据记录以来新低，与此同时，6 月房地产开发资金来源合计当月同比录得-33.39%，较前值小幅上行 2.15 个百分点，但是依旧处于深度负增长区间。从结构上看，5 月国内贷款累计同比、利用外资累计同比、自筹资金累计同比、定金及预收款累计同比、个人按揭贷款累计同比分别录得-26.00%、101.00%、-7.20%、-39.70%、-27.00%，分别较前值下行 1.60、28.40、2.00、2.70、1.90 个百分点。其中，国内贷款累计同比创 1998 年 7 月有数据记录以来新低，利用外资累计同比居于历史高位，但是在房地产开发资金中的占比仅为 0.08%，自筹资金累计同比创 2020 年 4 月以来新低，定金及预收款累计同比创 1998 年 7 月有数据记录以来新低，个人按揭贷款累计同比创 2009 年 2 月以来新低。**从当月同比看**，5 月国内贷款当月同比、利用外资当月同比、自筹资金当月同比、定金及预收款当月同比、个人按揭贷款当月同比分别录得-33.97%、45.73%、-13.24%、-48.70%、-34.37%，分别较前值上行-5.99、-376.92、-6.61、4.27、7.99 个百分点。其中，国内贷款当月同比不仅处于深度负值区间，而且较前值下行 5.99 个百分点，表明商业银行对房地产企业的贷款力度并没有实质性放松。自筹资金指各地区、各部门及企事业单位筹集用于房地产开发与经营的预算外资金，5 月自筹资金当月同比较前值下行 6.61 个百分点，表明房地产企业融资面临较大困难。值得指出的是，5 月定金及预收款当月同比、个人按揭贷款当月同比分别较前值上行 4.27、7.99 个百分点，这一现象可能与国家加大对改善型住房需求的支持力度有关：5 月首套平均房贷利率与全国二套房贷平均利率分别为 5.36%、5.03%，分别较前值下行 0.09、0.13 个百分点。应该看到，5 月居民户新增中长期贷款为 1047.00 亿元，虽然环比多增 1360.72 亿元，但是同比少增 3379 亿元，表明居民户新增中长期贷款并不十分乐观。

房地产投资的结构方面，5 月建筑工程投资完成额累计同比、安装工程投资完成额累计同比、设备工器具购置投资完成额累计同比、其他费用累计同比录得-2.40%、-9.70%、1.20%、

-6.20%，分别较前值上行-0.90、-0.70、3.40、-2.10个百分点。其中，建筑工程投资完成额累计同比创2020年5月以来新低，其他费用累计同比创2020年3月以来新低。**从当月同比看**，5月建筑工程投资完成额当月同比、安装工程投资完成额当月同比、设备工器具购置投资完成额当月同比、其他费用当月同比录得-5.07%、-12.11%、14.30%、-11.61%，分别较前值上行3.76、-6.04、14.7、0.61个百分点。

土地市场方面，5月100大中城市供应土地规划建筑面积当月值同比为-4.89%，较前值大幅上行40.14个百分点，该指标自2022年1月开始，呈“W”型走势，因此，5月大幅上行，并不意味着6月也大幅上行；5月100大中城市成交土地规划建筑面积当月值同比录得-37.33%，较前值下行8.28个百分点，剔除掉3月的-38.81%，则为2015年6月以来新低，表明土地成交市场并不活跃；5月土地溢价率当月值录得2.20%，较前值下行2.95个百分点，创2012年3月以来新低。从当周值看，6月前三周土地溢价率当周值均值为4.14%，略高于5月当周值3.33%的均值，但是并未有实质性提高。

图 20：100 大中城市供应土地规划建筑面积当月值同比自年初起呈“W”型走势（%）



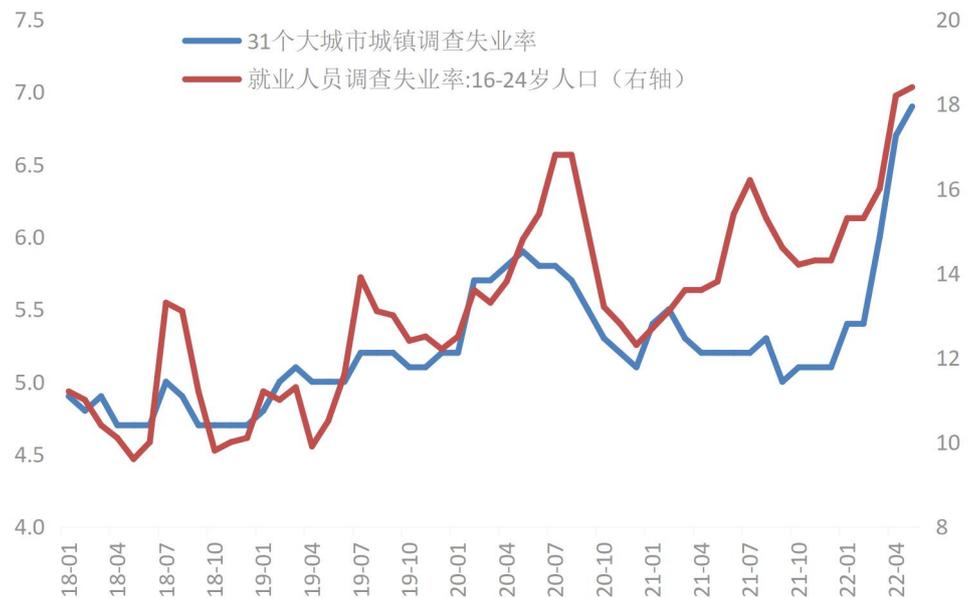
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6月城镇调查失业率大概率在5月的基础上下行，但是下行幅度可能有限。5月城镇调查失业率录得5.90%，较前值下行0.20个百分点，录得2018年1月有数据记录以来第四高值，符合我们在《英大证券宏观评论：6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度（20220606）》中“5月城镇调查失业率大概率在4月的基础上下行，但是下行幅度可能有限”的判断。从结构上看：5月31个大城市城镇调查失业率录得6.90%，较前值上行0.20个百分点，创2018年1月有数据记录以来新高；6月16-24岁人口就业人员调查失业率录得18.40%，较前值上行0.20个百分点，创2018年1月有数据记录以来新高；6月25-59岁人口就业人员调查失业率录得5.10%，较前值下行0.20个百分点，处于历史相对高位；6月本地户籍人口就业人员调查失业率录得5.50%，较前值下

行 0.20 个百分点；6 月外来户籍人口就业人员调查失业率录得 6.60%，较前值下行 0.30 个百分点。

5 月就业率数据的一个特征是，在其他失业率指标较前值下行的背景下，31 个大城市城镇调查失业率与 16-24 岁人口就业人员调查失业率均较前值上行 0.20 个百分点，且均创 2018 年 1 月有数据记录以来新高。这一现象背后可能的宏观逻辑有以下三条。**第一**，本次疫情主要爆发在口岸城市，这些城市均是直辖市或省会城市，因此在疫情尚未完全解除的背景下，31 个大城市城镇调查失业率创新高。**第二**，16-24 岁人口主要是应届毕业生学生，在疫情导致停工停产停商停市的背景下，各行各业的招聘需求下降，使得应届毕业生找工作遇到困难。**第三**，我国的高校主要集中在直辖市以及省会城市等大城市，如北京、上海、武汉等，因此 16-24 岁人口就业人员调查失业率与 31 个大城市城镇调查失业率同时上升。

图 21:31 个大城市城镇调查失业率与 16-24 岁就业人员调查失业率均较前值上行(%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理

如果以上逻辑成立，考虑到 6 月是毕业季，在新冠肺炎疫情尚未完全得到控制的情况下，预计 6 月 16-24 岁人口就业人员调查失业率大幅下行概率较低。从历史经验看，2018 年至 2021 年的四年间，6 月 16-24 岁人口就业人员调查失业率分别较 5 月上行 0.40、1.10、0.60、1.60 个百分点，因此 6 月 16-24 岁人口就业人员调查失业率大概率高于 18.40%。与此同时，6 月 31 个大城市城镇调查失业率有三年持平于 5 月，只有 2020 年 6 月较 5 月下行 0.10 个百分点。值得指出的是，2020 年 5 月 31 个大城市城镇调查失业率之所以高于 6 月，是因为 2020 年 5 月的疫情比 2020 年 6 月的疫情严重。

展望 6 月，城镇调查失业率大概率在 5 月的基础上下行，但是下行幅度可能有限。我们做出这一判断的依据有以下五点。**第一**，6 月 1-24 日新冠肺炎新增确诊病例数为 1353



例，较5月同期少增5665例，表明新冠肺炎疫情对宏观经济的冲击进一步减弱。**第二**，从历史规律看：2018年至2021年这四年间，2018年6月录得4.80%，持平于5月，2019年6月录得5.10%，较前值上行0.10个百分点，2020年6月录得5.70%，较前值下行0.20个百分点，2021年6月录得5.0%，持平于5月。2022年的情况与2020年的情况较为相似：**一是在上半年均爆发新冠肺炎疫情；二是**2020年5月与2022年5月的读数均为5.90%。**第三**，从PMI数据供货商配送时间看，5月录得44.10，低于3月的46.50，也低于疫情爆发前的48.20，表明道路交通还可以进一步畅通。**第四**，6月出口金额当月同比难以大幅下行，出口产业链上的就业还面临一定支撑。**第五**，国家对就业问题高度重视，6月8日国务院常务会议指出，“近期国务院派出督查组，对12个省稳增长稳市场主体保就业开展专项督查。”

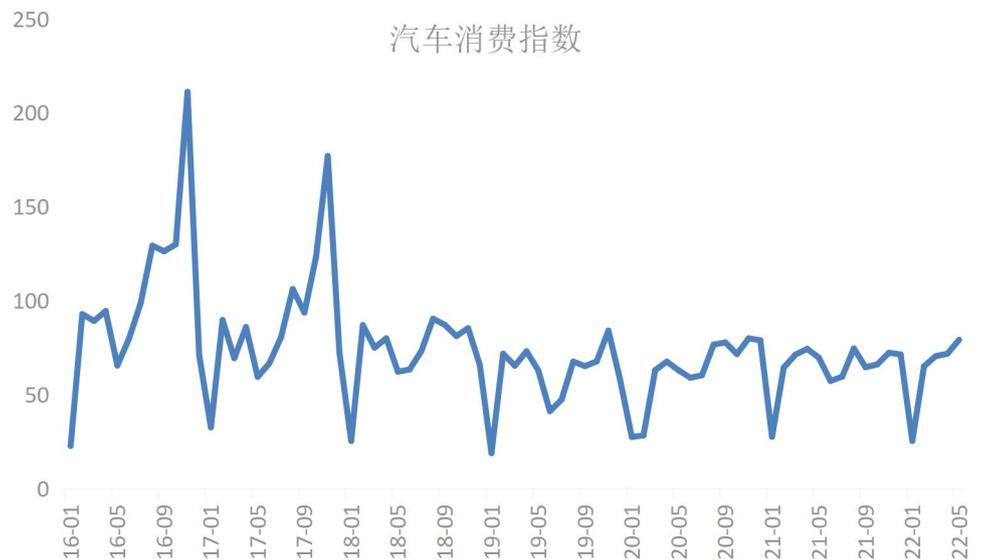
6月社会消费品零售总额同比大概率继续上行，但是录得正增长有一定难度。5月社会消费品零售总额当月同比为-6.70%，虽然较前值上行4.40个百分点，但是连续3个月录得负增长；5月社会消费品零售总额累计同比-1.50%，较前值下行1.30个百分点，连续2个月位于负值区间。剔除价格因素看，5月社会消费品零售总额实际当月同比为-9.68%，较前值上行4.34个百分点，低于5月社会消费品零售总额当月同比2.98个百分点；5月社会消费品零售总额实际累计同比为-4.0%，较前值下行1.46个百分点，低于5月社会消费品零售总额累计同比2.50个百分点。可见，价格因素是5月消费增速的重要支撑因素之一。

5月消费增速较4月出现好转，体现在以下三个方面。**第一**，5月社会消费品零售总额同比录得-6.7%，较前值上行4.40个百分点。**第二**，5月社会消费品零售总额环比为0.05%，较前值上行0.76个百分点，时隔3个月重返正值区间。**第三**，已经公布数据的15个细项，有14项较前值上行，仅家用电器和音像器材类零售额当月同比录得-10.60%，较前值下行2.50个百分点。但是应该看到，总体而言5月消费增速依旧较为疲弱，毕竟尚处于负增长区间。究其原因，有以下三点。**第一**，5月新冠肺炎月度新增确诊病例数为7547例，虽然较4月大幅下行，但是就其绝对读数而言并不低，压制聚集性消费以及场景式消费，体现为5月餐饮收入零售总额当月同比录得-21.10%，连续三个月录得2位数负增长。**第二**，5月CPI当月同比录得2.10%，持平于前值。5月CPI当月同比较2021年同期上行0.80个百分点，而4月CPI当月同比较2021年同期上行1.20个百分点，因此从同比角度看，价格因素对消费增速的贡献力度边际下降。**第三**，5月城镇调查失业率录得5.90%，虽然较前值下行0.20个百分点，但是尚处于历史相对高位，利空居民收入增速。

展望6月：疫情方面，新冠肺炎疫情在短期内大幅反弹的概率较低，与此同时，出口金额当月同比大概率还将位于较高位置，城镇调查失业率大概率在5月5.90%的基础上下行，但是下行的幅度预计有限；**CPI方面**，6月猪肉CPI当月同比大概率较5月上行，6月核心CPI当月同比难以大幅上行，6月交通工具用燃料CPI当月同比大概率较5月下行，预计6月CPI当月同比大概率在5月2.10%的基础上小幅波动。综上，预计6月社会消费品零售总额同比大概率在5月的基础上上行。

从结构的角度看，预计在社会消费品零售总额中占比第一的汽车类零售额当月同比大概率上行，这一判断的依据有以下三点。**第一**，从宏观逻辑看，在房地产投资增速尚未止跌企稳的背景下，汽车作为下游需求的重要组成部分，其重要性更加凸显，成为宏观经济稳增长的重要抓手。**第二**，6月22日国务院常务会议指出，要进一步释放汽车消费潜力，包括：活跃二手车市场，促进汽车更新消费；支持新能源汽车消费；完善汽车平行进口政策，有序发展汽车融资租赁，支持停车场等建设。会议指出，“预计年增加汽车及相关消费大约2000亿元”。**第三**，汽车消费指数为大于0的综合指数，指数值大于100，说明消费需求高于基期，下期市场销量高涨；小于100，说明市场需求低于基期，下期市场销量低迷。5月汽车消费指数录得79.20，较前值上行7.40个点，创2020年12月以来新高。从分指数看：5月需求分指数录得78.10，较前值上行5.50个点；5月入店分指数录得83.70，较前值上行2.90个点；5月购买分指数录得89.70，较前值上行2.50个点。

图 22：5 月汽车消费指数创 2020 年 12 月以来新高（点）



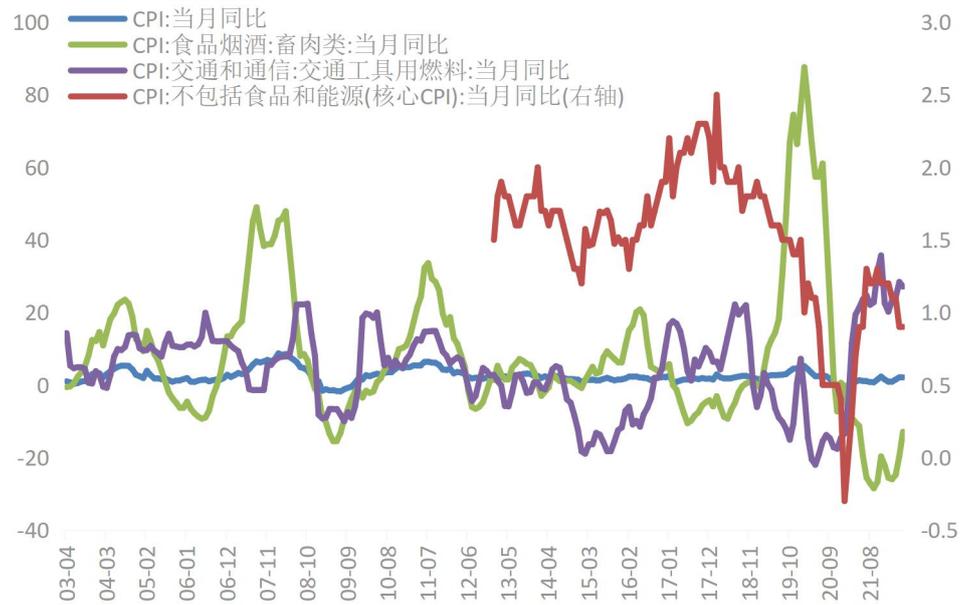
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

石油及其制品类零售额在社会消费品零售总额中占比第二。在全球经济即将进入衰退阶段的背景下，国际油价在目前的基础上大幅上行概率较低，预计国际油价同比大概率稳步下行，使得石油及其制品类零售额当月同比大概率在目前的基础上承压下行。地产后周期消费类在社会消费品零售总额中占比第三。在房地产开发投资完成额累计同比尚未止跌企稳，政策还需持续发力的背景下，预计建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类、家具类零售额当月同比短期内大幅上行的概率较低。综上，6月社会消费品零售总额当月同比“多空交织”，大概率在5月的基础上上行，但是考虑到利空因素犹存，预计上行幅度不会太大，6月修复至0%之上，也就是录得正增长有一定难度。

1.4 6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础

“猪油”对冲叠加核心CPI持平于前值，使得5月CPI当月同比持平于前值。5月CPI当月同比为2.10%，低于预期0.10个百分点，持平于前值，为近6个月高点。从结构的角度看：5月食品CPI当月同比为2.30%，较前值上行0.40个百分点，创2020年10月以来新高，而5月非食品CPI当月同比为2.10%，较前值下行0.10个百分点，自2021年12月以来持续在2.0%至2.20%之间波动；5月消费品CPI当月同比为3.00%，持平于前值，为2020年9月以来高点，而5月服务CPI当月同比为0.70%，较前值下行0.10个百分点，为2021年5月以来低点。值得指出的是，在5月食品CPI当月同比较前值上行0.40个百分点，以及5月非食品CPI当月同比较前值下行0.10个百分点的背景下，5月CPI当月同比持平于前值，表明非食品CPI当月同比对CPI当月同比的影响大于食品CPI当月同比对CPI当月同比的影响，而在5月消费品CPI当月同比持平于前值，以及5月服务CPI当月同比较前值下行0.10个百分点的背景下，5月CPI当月同比持平于前值，表明消费品CPI当月同比对CPI当月同比的影响大于服务CPI当月同比对CPI当月同比的影响。

图 23：“猪油”对冲叠加核心CPI持平前值，使得5月CPI当月同比持平前值（%；%）



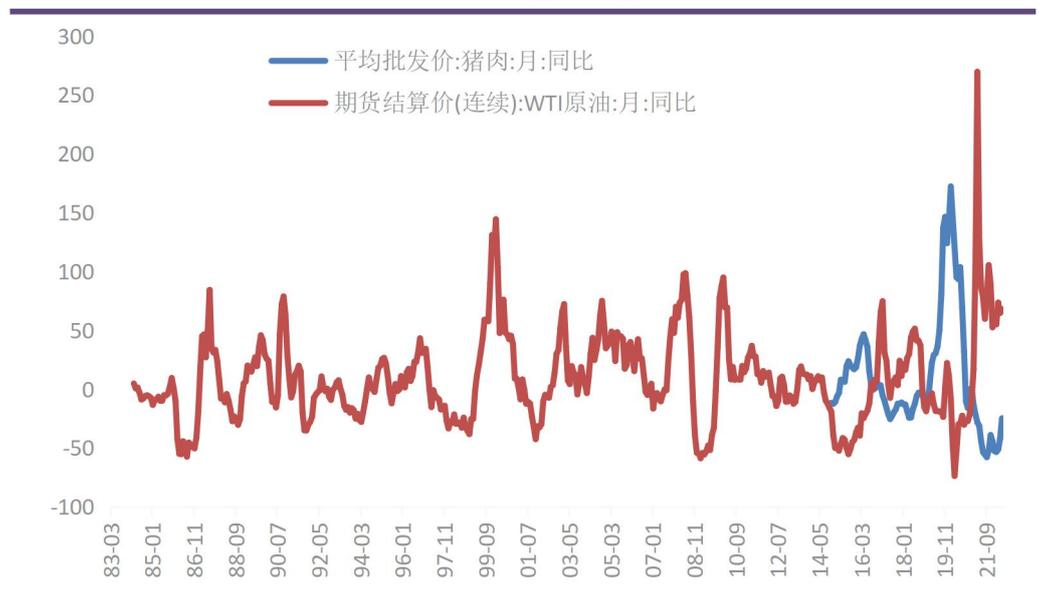
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从8大分项来看：3项较前值上行，5月食品烟酒、生活用品及服务、其他用品和服务CPI当月同比分别为2.10%、1.40%、1.80%，较前值分别上行0.20、0.20、0.10个百分点；3项较前值下行，5月交通和通信、教育文化和娱乐、居住CPI当月同比分别为6.20%、1.80%、1.0%，较前值分别下行0.30、0.20、0.20个百分点；2项持平于前值，5月衣着、医疗保健CPI当月同比分别为0.50%、0.70%，均持平于前值。从29个最细分项来看，排名前六位的是交通工具用燃料、鲜果、鲜菜、蛋类、水电燃料、食用油，CPI当月同比分别为27.10%、19.00%、11.60%、10.60%、4.10%、3.80%，分别较前值上行-1.30、4.90、-12.40、-1.50、

-0.20、0.30 个百分点；排名后六位的是猪肉、羊肉、通信工具、水产品、西药、通信服务，CPI 当月同比分别为-21.10%、-6.20%、-3.70%、-1.60%、-0.50%、-0.30%，分别较前值上行 12.20、-1.00、-0.60、-4.00、0、0 个百分点。

从“三分法”的角度看，5 月 CPI 当月同比持平于前值的原因有两点。**第一**，5 月核心 CPI 当月同比录得 0.90%，持平于前值。**第二**，5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得 27.10%，较前值下行 1.30 个百分点，与此同时，5 月猪肉当月同比录得-21.10%，较前值上行 12.20 个百分点，二者相互对冲。5 月 CPI 当月同比低于预期 0.10 个百分点，可能的原因是，在 4 月 28 日、5 月 16 日国家发改委两次累计上调国内汽油价格 490 元/吨，远高于 2021 年 4 月 28 日、5 月 14 日国家发改委两次累计上调国内汽油价格 200 元/吨的背景下，交通工具用燃料 CPI 当月同比依旧较前值下行 1.30 个百分点。

图 24：2013 年以来猪肉与原油的绝对价格呈中等程度的负相关关系（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6-10 月“猪油共振”现象出现概率较低，“猪油共振”现象在历史上较少出现。“猪油”是否共振是市场所关心的问题，因为二者一旦共振，CPI 当月同比的波动性将显著增大，对资本市场将形成较强冲击。我们认为“猪油共振”分为两种类型。**第一种类型**是猪肉与原油的绝对价格共同向上移动或者共同向下移动，共同位于高位或者共同位于低位。**第二种类型**是猪肉与原油的绝对价格同比增速共同向上移动或者共同向下移动，共同位于高位或者共同位于低位。我们认为根据以上两种定义，当前不存在“猪油共振”。**首先看猪肉绝对价格及其同比增速**。5 月猪肉平均批发价均值为 20.73 元/公斤，较前值上行 2.17 元/公斤，但是依旧居于历史底部区间，而 5 月猪肉平均批发价均值同比为-24.83%，较前值上行 17.29 个百分点，但是同样依旧居于历史底部区间。**其次看国际油价及其同比增速**。5 月 WTI 原油期货结算价均值为 109.47 美元/桶，较前值上行 7.86 美元/桶，创 2011 年 4 月以来新高，居于历史顶部区间，而 5 月 WTI 原油期货结算价均值同比为 67.81%，较前值

上行 3.16 个百分点，同样居于历史顶部区间。可见，当前不存在第一种类型的“猪油共振”，也不存在第二种类型的“猪油共振”。回顾 2013 年 11 月至 2022 年 5 月，我们可以从图形走势明显看出不存在“猪油共振”现象。具体看，这段时间里猪肉与原油的绝对价格的相关系数为-0.48，呈中等程度的负相关关系，而猪肉与原油的绝对价格同比增速的相关系数为-0.44，同样呈中等程度的负相关关系。

图 25：2013 年以来猪肉与原油的绝对价格同比增速呈中等程度的负相关关系（%）

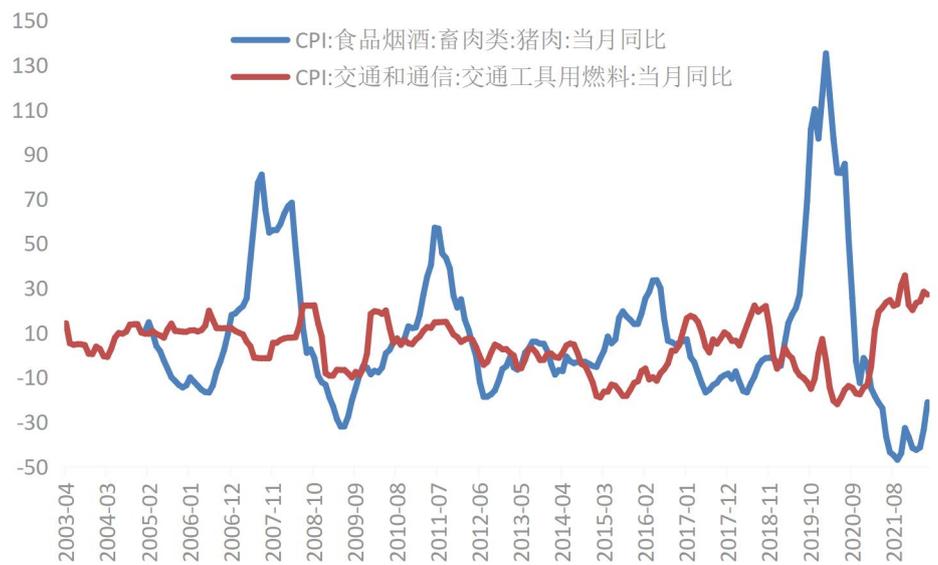


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们将观测指标组变更为猪肉 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比。2022 年 5 月猪肉 CPI 当月同比录得-21.10，较前值上行 12.20 个百分点，而 2022 年 5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得 27.10%，较前值下行 1.30 个百分点。从 5 月的情况看，不存在“猪油共振”的情况：一是 5 月猪肉 CPI 当月同比录得负值，而 5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比录得正值；二是 5 月猪肉 CPI 当月同比较前值上行，而 5 月交通工具用燃料 CPI 当月同比较前值下行。展望 6-10 月，我们认为“猪油共振”现象出现的概率较低。猪肉 CPI 当月同比方面，在 2021 年 6-10 月猪肉平均批发价单边下行的背景下，预计 2022 年 6-10 月猪肉 CPI 当月同比稳步抬升。交通工具用燃料 CPI 当月同比方面，随着 2021 年 6-10 月国际油价震荡上行，预计 2022 年 6-10 月交通工具用燃料 CPI 当月同比继续抬升的概率较低，大概率稳步下行。因此，从绝对价格同比增速角度看，2022 年 6-10 月“猪油共振”现象出现的概率较低。

回顾 2005 年 1 月至今，“猪油共振”现象较少出现，这一点体现为猪肉 CPI 当月同比与交通工具用燃料 CPI 当月同比的相关系数为-0.35，呈弱的负相关关系。在猪肉 CPI 当月同比大幅上行以及位于高位的情况下，交通工具用燃料 CPI 当月同比通常位于低位，较好地规避了“猪油共振”现象的出现。历史上较为典型的“猪油共振”的时段是 2008 年 10 月至 2012 年 7 月，在其余时段，基本不存在“猪油共振”现象。

图 26：历史上较为典型的“猪油共振”的时段是 2008 年 10 月至 2012 年 7 月（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的基础：总量视角。5 月核心 CPI 当月同比录得 0.90%，持平于前值，且创 2021 年 7 月以来新低。核心 CPI 当月同比剔除了食品与能源等供给方面的影响，主要反映的是宏观经济需求变化对价格的影响。因此，可通过核心 CPI 当月同比走势来判断宏观经济走势，也可通过宏观经济走势来判断核心 CPI 当月同比走势。此外，央行在历次降准降息之后的“答记者问”中，经常提及 CPI，也提及 PPI，但是极少提及核心 CPI。尽管如此，我们认为央行利率政策以及法定存款准备金率政策在根本上锚定的是核心 CPI 当月同比。这一观点的佐证之一是 2019 年 11 月 5 日央行“超预期”下调 MLF 利率 5 个基点：在猪周期的推动下，2019 年 11 月 CPI 当月同比录得 4.50%，较前值上行 0.70 个百分点，自 2012 年 2 月以来首次破“4”，与此同时，核心 CPI 当月同比录得 1.40%，较前值下行 0.10 个百分点，创 2016 年 3 月以来新低。彼时市场纠结于央行货币政策着力“控通胀”还是“稳增长”。实际上，如果将“通胀”理解为核心 CPI 当月同比而不是 CPI 当月同比，那么市场就不会那么纠结，因为核心 CPI 当月同比创新低意味着宏观经济需求疲弱，在此背景下，央行为“扩内需”进而“稳增长”，大概率下调 MLF 利率。

基于以上分析，6-12 月核心 CPI 当月同比的走势至关重要。在研判 6-12 月核心 CPI 当月同比走势之前，我们回顾 2018 年年初以来核心 CPI 当月同比的走势。总体而言，2018 年 3 月以来，我国核心 CPI 当月同比持续承压，但是不同时期承压的原因并不相同。2018 年年初至 2019 年年底，在中美贸易摩擦不断恶化的背景下，我国宏观经济承压下行，相应地，核心 CPI 当月同比从 2018 年 3 月的 2.0% 持续下行至 2019 年 12 月的 1.40%。在 2020 年 1 月反弹至 1.50% 之后，受突如其来的新冠肺炎疫情的冲击，2020 年 2 月核心 CPI 当月同比大幅下挫 0.50 个百分点至 1.0%。此后，在疫情管控力度持续强化的背景下，核心 CPI 当月同比持续低迷，从 3 月的 1.20% 下行至 12 月的 0.40%。在 2021 年 1 月，受新冠肺炎疫情反弹的冲击，核心 CPI 当月同比录得 -0.30%，创 2013 年 1 月有数据记录以来新低，且是唯一

一个负值。此后，在 2020 年 1-12 月“前高后低”基数的作用下，叠加 2021 年上半年我国宏观经济持续向好，核心 CPI 当月同比从 2021 年 1 月的-0.30%上行至 7 月的 1.30%。2021 年 8-12 月，在房地产调控力度不断加码的背景下，叠加大宗商品价格位于高位，我国宏观经济承压下行，导致核心 CPI 当月同比在 1.20%与 1.30%之间持续波动。

图 27：2018 年年初以来我国核心 CPI 持续承压，但是不同时期承压原因并不相同（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在回顾完 2018 年年初以来我国核心 CPI 当月同比走势及其原因之后，我们的判断是，2022 年 6-12 月核心 CPI 当月同比不具备大幅上行的可能。我们做出这一判断的依据有以下四点。**第一**，新冠肺炎疫情在阶段性推升菜价以及蛋价，进而推升 CPI 当月同比的同时，总体而言对核心 CPI 当月同比形成利空，体现在疫情严重的月份，或者疫情管控强化的月份，核心 CPI 当月同比大概率承压。我们认为对 2022 年下半年的疫情防控不应掉以轻心：**一是**因为目前北京等地区疫情出现一定程度的反弹；**二是**本轮疫情起源于海外放松对新冠肺炎疫情的防控，但是目前我国并未采取有效手段阻断境外疫情的输入。**第二**，PPI 当月同比是核心 CPI 当月同比的领先指标，之所以如此，是因为 PPI 当月同比位于产业链的上游，对我国这样具有较强宏观调控特征的国家而言，PPI 当月同比对宏观经济的反应更为灵敏。相反，核心 CPI 当月同比处于产业链的下游，而从上游传导至下游存在一定的时滞。5 月 PPI 当月同比较前值大幅下行 1.60 个百分点，预计在基数效应以及翘尾因素的作用下，PPI 当月同比大概率持续下行至 10 月。从这一点看，核心 CPI 当月同比大概率承压。**第三**，4 月工业企业产成品存货同比录得 20.0%，较前值大幅上行 1.90 个百分点，与此同时，4 月产销率录得 96.30%，虽然较前值上行 1.80 个百分点，但是依旧位于历史低位区间，二者共同表明我国宏观经济处于被动补库存阶段。如无政策干预，则后期我国大概率进入主动去库存阶段。**第四**，从基数效应看，2021 年上半年、下半年核心 CPI 当月同比的均值分别为 0.42%、1.23%，2021 年下半年核心 CPI 当月同比位于相对高位，对 2022 年下半年核心 CPI 当月同比形成一定程度的利空。

6-12月核心CPI当月同比不具备大幅上行的基础：结构视角。我们继续从CPI的8大分项这一结构角度对6-12月核心CPI当月同比的走势进行研判。CPI由8个分项组成，分别是食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。其中，食品烟酒属于食品类，被剔除在核心CPI之外，交通和通信项下的交通工具用燃料与能源高度相关，但是交通和通信项下还存在与能源相关度不大的通信，因此，不能完全把交通和通信剔除在核心CPI之外。除此之外，衣着、居住、生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务是核心CPI的重要组成部分。

图 28：中短期之内燃料动力类、化工原料类、纺织原料类 PPIRM 大概率继续下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我们的分析维度有两个：一是上中下游价格传导的维度；二是8大分项勾稽关系的维度。我们首先看上游的PPIRM价格体系。在该体系中，存在与原油高度相关的三个分项，分别是燃料动力类、化工原料类、纺织原料类。5月燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比分别为31.60%、10.50%、7.80%，较前值分别下行3.20、1.20、0.30个百分点。从长周期看，这三项走势的显著特征是周期性非常强，此外，在周期的顶部，燃料动力类高于化工原料类，而化工原料类高于纺织原料类，而在周期的底部，燃料动力类低于化工原料类，化工原料类低于纺织原料类。5月，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比处于趋势性下行的过程之中。这一下行趋势将持续至燃料动力类低于化工原料类，而化工原料类低于纺织原料类为止。换句话说，在中短期之内，燃料动力类、化工原料类、纺织原料类PPIRM当月同比大概率还将继续下行。

在以上判断的基础上，我们在《英大证券宏观评论：10月PPI当月同比大概率继续上行，4季度PPI与CPI“剪刀差”大概率还将位于高位（20211021）》中提出“上中下游价格体系中存在五组较为明显的传导链条”。具体而言：第一组链条是纺织原料类PPIRM当月同比-衣着类PPI当月同比-衣着CPI当月同比；第二组链条是农副产品类PPIRM当月同

比-食品类 PPI 当月同比-猪肉 CPI 当月同比；第三组链条是采掘工业 PPI 当月同比-耐用消费品类 PPI 当月同比-家用器具类 CPI 当月同比；第四组链条是燃料动力类 PPIRM 当月同比-交通工具用燃料 CPI 当月同比；第五组链条是燃料动力类 PPIRM 当月同比-水电燃料 CPI 当月同比。

我们具体分析：在纺织原料类 PPIRM 当月同比大概率还将继续下行的背景下，衣着 CPI 当月同比难以大幅上行；在燃料动力类 PPIRM 当月同比大概率还将继续下行的背景下，交通工具用燃料 CPI 当月同比与水电燃料 CPI 当月同比难以大幅上行；在采掘工业 PPI 当月同比大概率还将继续下行的背景下，家用器具类 CPI 当月同比难以大幅上行。其中，交通工具用燃料 CPI 当月同比主导交通和通信 CPI 当月同比的走势，水电燃料 CPI 当月同比主导居住 CPI 当月同比的走势，家用器具类 CPI 当月同比主导生活用品及服务 CPI 当月同比的走势。也就是说，从上中下游价格体系的角度，可以确定衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信 CPI 当月同比的走势，但是无法直接确定教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务的走势。

图 29：教育文化娱乐走势与居住走势比较相似，二者的相关系数为 0.64（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

既然无法直接确定教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务的走势，我们就从第二个维度即 8 大分项的勾稽关系来“迂回”确定这三项的走势。通过观察，我们可以看到，教育文化娱乐走势与居住走势比较相似，二者的相关系数为 0.64；医疗保健与衣着的走势较为相识，二者的相关系数为 0.86；其他用品和服务的走势与食品烟酒走势比较相似，二者的相关系数为 0.66。在居住、衣着 CPI 当月同比难以大幅上行的背景下，预计教育文化和娱乐、医疗保健 CPI 当月同比大概率难以大幅上行，而在猪肉 CPI 当月同比推升食品烟酒 CPI 当月同比的背景下，预计其他用品和服务 CPI 当月同比大概率上行。综合以上分析，我们的结论是，在衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健均难以大幅上行的背景下，即使其他用品和服务较前值上行，核心 CPI 当月同比大概率

也难以大幅上行。

图 30：医疗保健与衣着的走势较为相识，二者的相关系数为 0.86（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 31：其他用品和服务的走势与食品烟酒走势比较相似，二者的相关系数为 0.66（%）

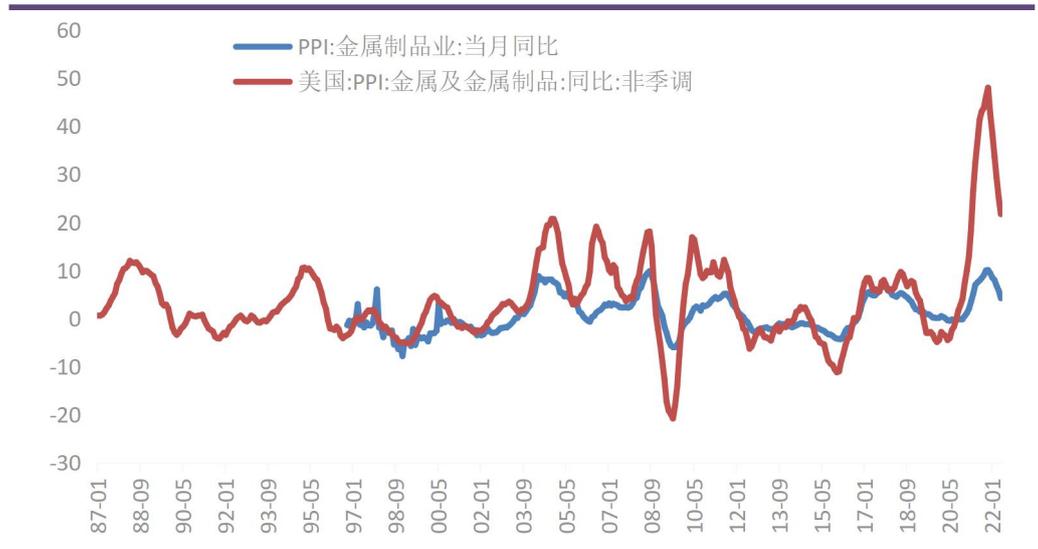


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我国面临的海外输入性通胀压力并不大，3 季度大宗商品价格大幅上行概率较低。自 2020 年 4 月触底以来，在宏观经济复苏的拉动，以及宽松货币政策的推动下，大宗商品价格持续上行。在此背景下，输入型通胀成为宏观经济的主题之一。我们认为我国面临的海外输入性通胀压力有限。我们做出这一判断的依据主要有以下五点。**第一**，当前全球流动性最宽松的阶段已经过去，美联储加大加息幅度，且即将进入缩表阶段，而欧洲央行短期大概率启动加息进程。**第二**，虽然 5 月全球摩根大通制造业 PMI 录得 52.40，较前值上行 0.10 个百分点，尚位于荣枯线之上，表明全球经济处于扩张区间，但是在全流动性加快收紧，以及大宗商品价格位于高位的背景下，预计摩根大通全球制造业 PMI 大概率下行，

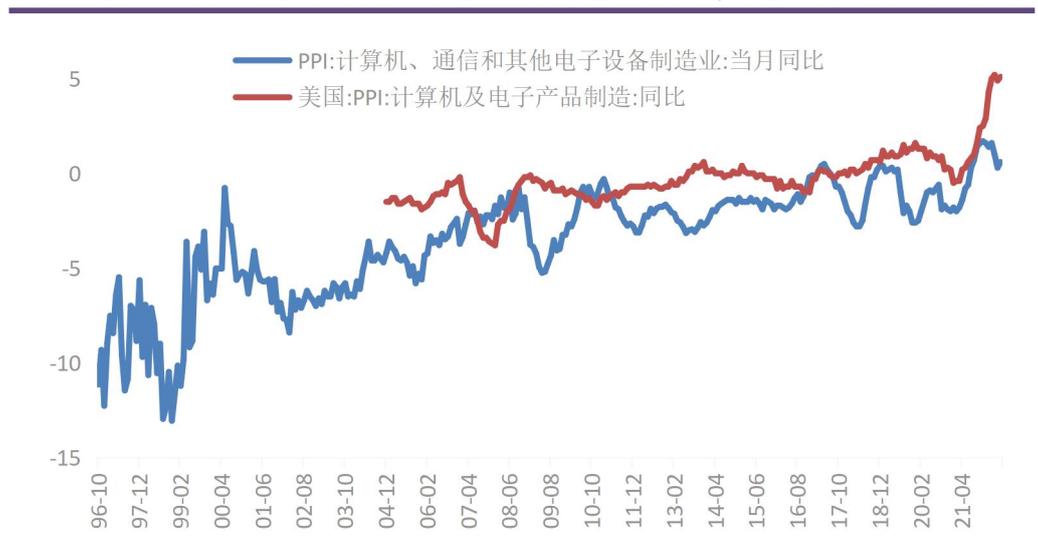
最终将跌破荣枯线，在需求端利空大宗商品价格。**第三**，在 2021 年全年持续上行的背景下，大宗商品价格同比大概率在逐步走高的基数的作用下下行，因此从同比角度看，输入性通胀的压力并不大，尽管大宗商品绝对价格还位于高位，尤其是全球定价的大宗商品。**第四**，从上游价格看，PPIRM 当月同比以及 PPI 当月同比目前均已启动下行进程，预计后期大概率继续下行，这将通过价格体系传导至下游 CPI 当月同比。**第五**，从中美两国高度联动的机电产品相关的 PPI 当月同比看，尽管美国部分机电产品相关的 PPI 当月同比还在上行，但是部分已经启动下行进程，此外，我国机电产品相关的 PPI 当月同比集体呈掉头向下的趋势。综合以上五点，我们认为我国面临的海外输入性通胀压力并不大。

图 32：中美两国金属制品业 PPI 当月同比双双下调（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 33：虽然美国计算机及电子产品制造 PPI 同比还位于高位，但是我国的出现回调（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

展望 3 季度大宗商品价格，全球定价的大宗商品方面，在全球宏观经济即将承压的背

景下，预计市场化程度较高的有色金属价格大概率承压，难以大幅上行，而在供给方面呈现较强博弈色彩的原油市场，原油价格的韧性可能要强于有色金属的价格。我们在《英大证券宏观评论：“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息(20220314)》中提出，“国际铜价对宏观经济的灵敏度强于国际油价，领先时长为0-4个月”，也就是说，国际油价的下行大概率滞后于有色金属价格的下行。国内定价的大宗商品方面，在房地产投资增速持续低迷，基建投资增速大幅上行概率较低背景下，叠加考虑不排除下半年新冠肺炎疫情反复的可能，以及国内加大对大宗商品的保供稳价力度，预计国内定价的黑色系大宗商品价格在3季度大幅上行概率较低。

6月PPI当月同比大概率较5月下行，但是下行幅度大概率较5月收窄。5月PPI当月同比为6.40%，高于预期0.10个百分点，较前值下行1.60个百分点，创2021年4月以来新低；5月PPI累计同比为8.10%，较前值下行0.40个百分点，创2022年1月以来新低。其中，5月生产资料PPI当月同比为8.10%，较前值下行2.20个百分点，创2021年4月以来新低；5月生活资料PPI当月同比为1.20%，较前值上行0.20个百分点，创2020年4月以来新高。两相对比，生产资料PPI当月同比下行2.20个百分点是5月PPI当月同比下行的主要拖累项。

图 34：生产资料 PPI 当月同比下行是 5 月 PPI 当月同比下行的主要拖累项（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从生产资料PPI的3个分项来看，5月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为29.70%、15.10%、3.20%，较前值分别下行8.60、2.30、1.60个百分点。其中，采掘工业虽然位于最高位，但是月度边际下行幅度最大。预计后期采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比大概率总体呈下行趋势。从生活资料PPI的4个分项来看，5月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为2.20%、1.20%、1.50%、-0.10%，较前值分别上行0.60、0.50、-0.30、0个百分点。其中，一般日用品类PPI当月同比虽然录得1.50%，但是较前值下行0.30个百分点，而耐用消费品类PPI当月同比则录得-0.10%，



连续 2 个月位于负值区间。

5 月 PPI 当月同比较前值大幅下行，主要受基数效应以及翘尾因素的拖累。**一方面**，2021 年 4 月、5 月 PPI 当月同比分别录得 6.80%、9.0%，基数大幅上行 2.20 个百分点利空 5 月 PPI 当月同比。**另一方面**，2022 年 4 月、5 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 5.69%、4.03%，基数大幅下行 1.66 个百分点利空 5 月 PPI 当月同比。**新涨价因素方面**，主要大宗商品价格同比增速绝大部分较前值下行：5 月布伦特原油期货结算价同比录得 63.90%，较前值上行 1.62 个百分点；5 月 LME3 个月铜期货收盘价同比录得-7.99%，较前值下行 17.12 个百分点；5 月螺纹钢期货结算价同比录得-8.07%，较前值下行 7.19 个百分点；5 月铁矿石期货结算价同比录得-22.65%，较前值上行 0.35 个百分点；5 月焦炭、焦煤、动力煤期货结算价同比分别录得 43.51%、76.71%、-5.31%，分别较前值下行 32.70、29.09、16.65 个百分点。可见，除了原油之外，新涨价因素也对 5 月 PPI 当月同比形成利空。

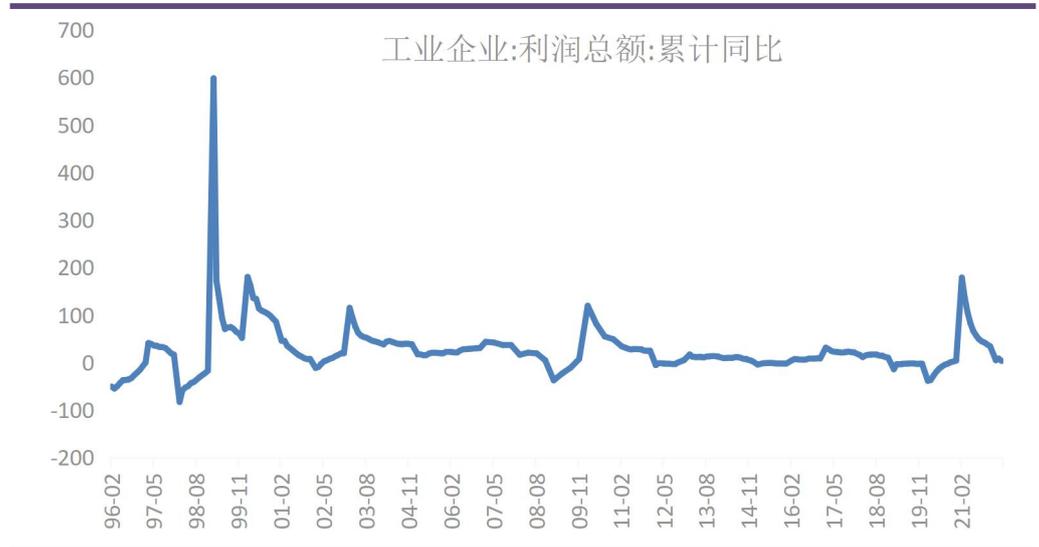
展望 6 月：**基数效应方面**，2021 年 5 月、6 月 PPI 当月同比分别录得 9.0%、8.80%，基数下行 0.20 个百分点小幅利多 6 月 PPI 当月同比；**翘尾因素方面**，2022 年 5 月、6 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为 4.03%、3.72%，基数下行 0.31 个百分点小幅利空 5 月 PPI 当月同比；**新涨价因素方面**，市场化程度较高的有色金属价格大概率承压，难以大幅上行，而国内定价的黑色系大宗商品价格在 3 季度大幅上行概率较低，对 6 月 PPI 当月同比形成利空。综上，预计 6 月 PPI 当月同比大概率较 5 月下行，但是下行幅度大概率较 5 月收窄，即不超过 1.60 个百分点，也就是说，6 月 PPI 当月同比大概率高于 4.80%。

1.5 5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月

4 月工业企业利润总额当月同比与累计同比双双较前值下行，停工停产是主因。4 月工业企业利润总额当月同比录得-8.50%，较前值大幅下行 20.71 个百分点，创 2020 年 4 月以来新低；4 月工业企业利润总额累计同比录得 3.50%，较前值大幅下行 5.0 个百分点，创 2020 年 12 月以来新低。具体看：**在量的方面**，主要受疫情封控与停工停产的冲击，4 月工业增加值当月同比录得-2.90%，较前值下行 7.90 个百分点，与此同时，4 月工业增加值累计同比录得 4.00%，较前值下行 2.50 个百分点；**在价的方面**，在 2021 年同期基数上行与 2022 年 4 月翘尾因素下行的双重利空之下，4 月 PPI 当月同比录得 8.0%，较前值下行 0.30 个百分点，而 4 月 PPI 累计同比录得 8.50%，较前值下行 0.20 个百分点；**在利润率方面**，主要受中央纾困政策以及减税降费政策的支撑，4 月工业企业营业收入利润率累计值为 6.35%，较前值上行 0.10 个百分点，但是较 2021 年同期下行 0.32 个百分点；**在基数效应方面**，2021 年 3 月、4 月工业企业利润总额当月同比分别为 92.30%、57.00%，与此同时，2021 年 3 月、4 月工业企业利润总额累计同比分别为 137.30%、106.10%，基数下行利多 4 月工业企业利润总额当月同比与累计同比。综上，虽然面临基数方面的利多，但是在数量与价格两方面

的利空下，叠加工业企业营业收入利润率累计值较 2021 年同期下行，4 月工业企业利润总额当月同比与累计同比双双较前值下行，其中，工业增加值当月同比大幅下行是主因。

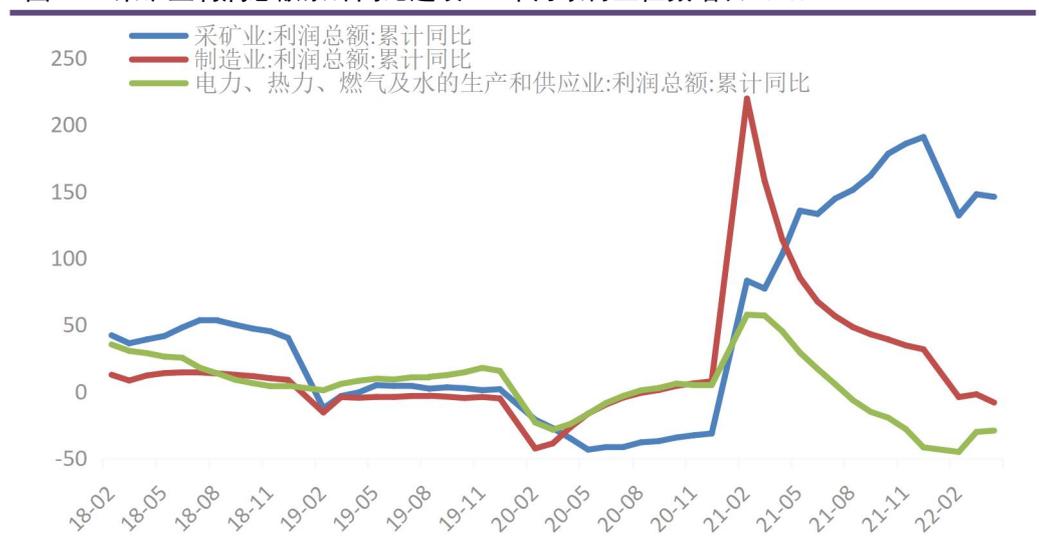
图 35：4 月工业企业利润总额累计同比再度下探（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

制造业利润总额累计同比大幅下行拖累 4 月工业企业利润总额累计同比。从三大部类看，4 月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比分别为 145.90%、-8.30%、-29.30%，分别较前值上行-1.90、-6.20、1.00 个百分点。其中，主要受大宗商品价格高位运行的影响，采矿业利润总额累计同比连续 12 个月录得三位数增长，与此同时，在新冠肺炎疫情冲击导致停工停产停商的背景下，制造业利润总额累计同比较 3 月大幅下行，连续 3 个月录得负增长，创 2020 年 7 月以来新低，而在保供稳价政策落实落地的背景下，动力煤价格得到有效控制，电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比较 3 月小幅上行。

图 36：采矿业利润总额累计同比连续 12 个月录得三位数增长（%）

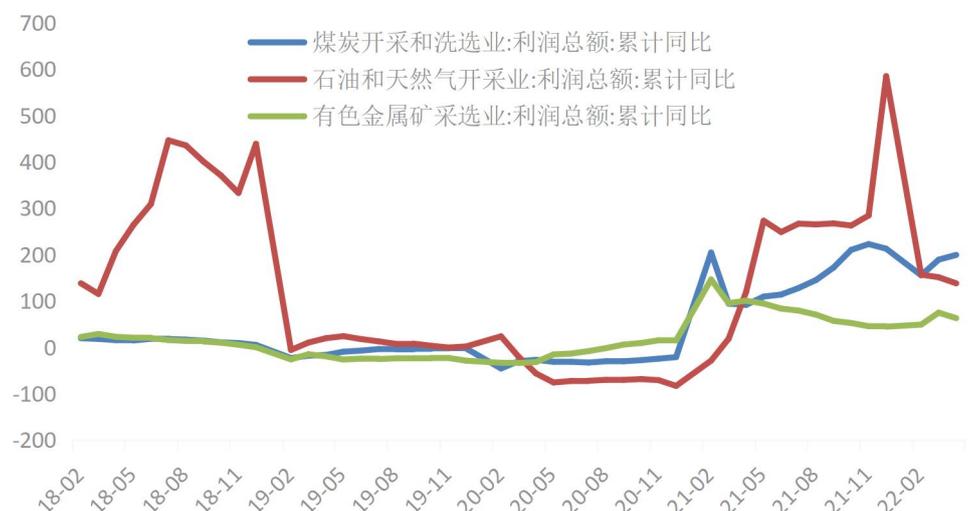


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

具体看三大部类利润增速的分拆情况：采矿业方面，虽然4月采掘工业PPI累计同比较前值上行0.80个百分点，采矿业营业收入利润率较前值上行0.70个百分点，但是采矿业工业增加值累计同比较前值下行0.30个百分点，2021年同期基数大幅上行25.80个百分点，使得4月采矿业利润总额累计同比较前值下行1.90个百分点；制造业方面，虽然制造业营业收入利润率较前值上行0.03个百分点，以及2021年同期基数大幅下行43.90个百分点，但是4月制造业工业增加值累计同比较前值下行3.00个百分点，加工工业PPI累计同比较前值下行0.40个百分点，使得4月制造业利润总额累计同比较前值下行6.20个百分点；电力热力燃气及水的生产和供应业方面，虽然4月电力热力燃气及水的生产和供应业工业增加值累计同比较前值下行1.10个百分点，但是电力热力的生产和供应业、燃气生产和供应业、水的生产和供应业PPI累计同比分别较前值上行0.20、2.00、0个百分点，电力热力燃气及水的生产和供应业营业收入利润率较前值上行0.01个百分点，2021年同期基数大幅下行11.80个百分点，使得电力热力燃气及水的生产和供应业利润总额累计同比较前值上行1.00个百分点。

煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业利润增速位列前三。细分行业方面，41个行业中4月录得正增长的行业有19个，较3月减少4个，录得负增长的行业有20个，较3月增加5个，录得零增长的行业有1个。其中，增速排名前6的行业是煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业、酒饮料和精制茶制造业、非金属矿采选业，其利润总额累计同比分别为199.30%、138.00%、62.90%、40.30%、20.90%、16.70%，分别较前值上行10.30%、-13.10%、-11.90%、-12.60%、-4.70%、-12.70个百分点。增速排名后6的行业是黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、造纸及纸制品业、金属制品机械和设备修理业、汽车制造、电力热力的生产和供应业，其利润总额累计同比分别为-55.70%、-53.60%、-49.50%、-42.20%、-33.40%、-33.00%，分别较前值上行-6.00、1.30、-0.20、-73.30、-21.50、2.20个百分点。

图 37：煤炭、石油和天然气、有色金属矿采选业利润增速位列前三（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理



与3月相比，41个行业中较前值上行的行业有7个，较前值下行的行业有33个，数据缺失的行业有1个。其中，上行幅度排名前6的行业是农副食品加工业、煤炭开采和洗选业、家具制造业、电力热力的生产和供应业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、化学纤维制造业，其利润总额累计同比分别为-10.20%、199.30%、2.90%、-33.00%、-13.30%、-53.60%，分别较前值上行12.70、10.30、2.50、2.20、2.00、1.30个百分点。

综合以上两个维度，41个行业中绝对增速排名前6位且环比上行幅度排名前6位的行业是煤炭开采和洗选业，与此同时，绝对增速排名后6位但环比上行幅度排名前6位的行业是电力热力的生产和供应业、化学纤维制造业。

在制造业内部31个子行业中，4月录得正增长的行业有14个，较3月减少4个，录得负增长的行业有17个，较3月增加5个。其中，排名前6的行业是有色金属冶炼及压延加工业、酒饮料和精制茶制造业、化学原料及化学制品制造业、其他制造业、食品制造业、废弃资源综合利用业，其利润总额累计同比分别为40.30%、20.90%、14.80%、13.50%、10.80%、8.80%，分别较前值下行12.60、4.70、3.60、0.90、2.50、7.50个百分点。增速排名后6的行业是黑色金属冶炼及压延加工业、化学纤维制造业、造纸及纸制品业、金属制品机械和设备修理业、汽车制造、橡胶和塑料制品业，其利润总额累计同比分别为-55.70%、-53.60%、-49.50%、-42.20%、-33.40%、-30.90%，分别较前值上行-6.00、1.30、-0.20、-73.30、-21.50、-1.30个百分点。

与3月相比，31个行业中较前值上行的行业有5个，较前值下行的行业有26个。其中，上行幅度排名前6的行业是农副食品加工业、家具制造业、铁路船舶航空航天和其他运输设备制造业、化学纤维制造业、石油煤炭及其他燃料加工业、造纸及纸制品业，其利润总额累计同比分别为-10.20%、2.90%、-13.30%、-53.60%、-29.40%、-49.50%，分别较前值上行12.70、2.50、2.00、1.30、0.40、-0.20个百分点。

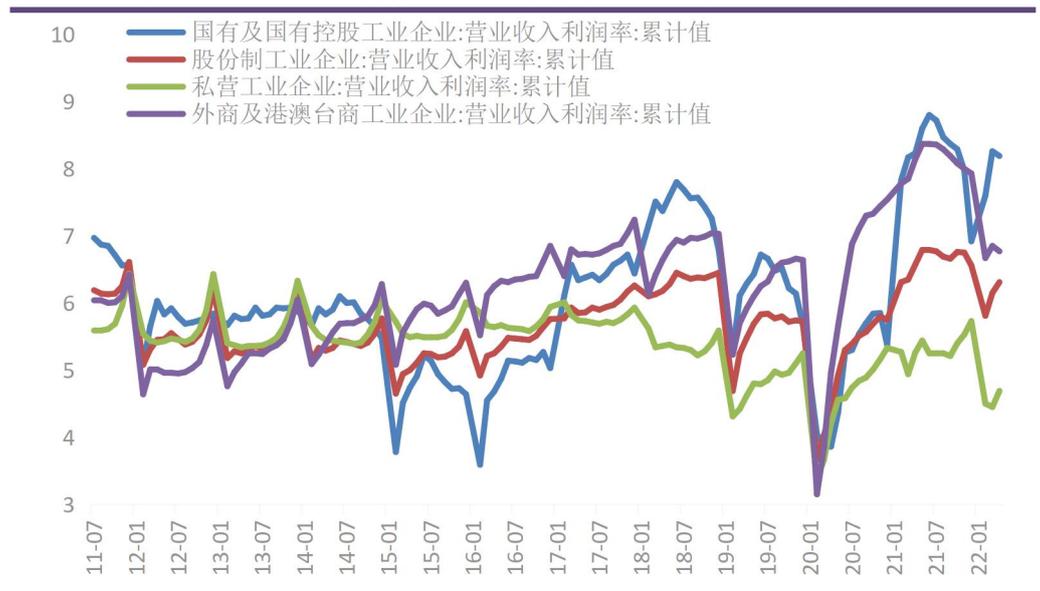
综合以上两个维度，在制造业内部31个子行业中，无绝对增速排名前6位且环比上行幅度排名前6位的行业，而绝对增速排名后6位但环比上行幅度排名前6位的行业是化学纤维制造业、造纸及纸制品业。

4月私营企业营业收入利润率依旧在四大企业类型中垫底。从企业类型看，国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比为13.90%、10.70%、-0.60%、-16.20%，分别较前值下行5.60、3.70、3.80、8.60个百分点。其中，国有及国有控股工业企业利润总额累计同比创2021年2月以来新低，与此同时，外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比创2020年6月以来新低。从波动性看，国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比的标准差分别为91.19、26.66、21.86、30.65。其中，国有及国有控股工业企业的波动性最大，与其处于产业链上游，上游资源品价格大幅波动对国有及国有控股

工业企业利润总额累计同比走势产生较大影响有关，而外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比的波动性次之，与国际局势变动以及全球各国的产业政策以及贸易政策变动有较强关系。

与以上波动性分析相关的是，在周期的顶部，国有及国有控股工业企业利润总额累计同比要大于股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比，而在周期的底部，国有及国有控股工业企业利润总额累计同比要小于股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业利润总额累计同比。这一现象的主因是上游原材料价格的波动率大于中下游制造业产品的波动率。正如我们在《英大证券宏观评论：6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度（20220607）》中所提出的，“出厂价格方面，在周期顶部，通常大型企业高于中型企业，而中型企业高于小型企业，而在周期底部，通常大型企业低于中型企业，而中型企业低于小型企业。这一规律也大致适用于主要原材料购进价格方面”。

图 38: 4月私营企业营业收入利润率4.69%的绝对读数依旧在四大企业类型中垫底(%)



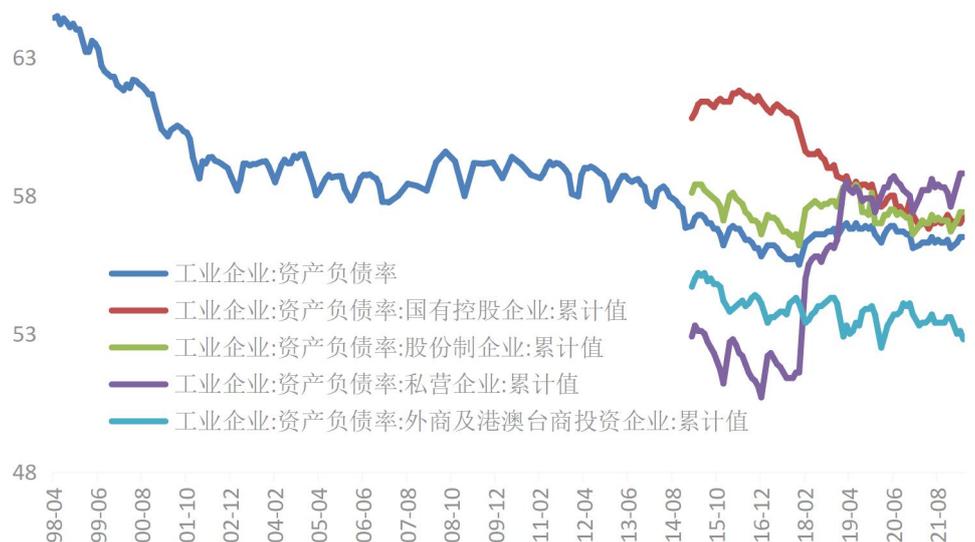
数据来源: WIND 英大证券研究所整理

对各企业类型利润增速的拆分如下：在量的方面，4月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业工业增加值累计同比分别为3.10%、5.80%、5.10%、-2.80%，分别较前值下行1.90、2.00、2.50、4.90个百分点，其中，外商及港澳台商工业企业工业增加值累计同比时隔17个月再次进入负值区间，且创2020年7月以来新低；在营业收入利润率方面，4月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业营业收入利润率分别为8.19%、6.31%、4.69%、6.77%，分别较前值上行-0.07、0.16、0.24、-0.08个百分点，其中，得益于减税降费政策以及助企纾困政策的推进，4月私营企业营业收入利润率0.24个百分点的月度边际上行幅度位居首位。但是应该注意到，4月私营企业营业收入利润率4.69%的绝对读数依旧在四大企业类

型中垫底。究其原因，一是新冠肺炎疫情对私营企业的冲击力度要大于其他企业类型，二是大宗商品价格依旧位于高位，挤压私营企业利润空间；在基数方面，国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业 2021 年同期基数分别下行 12.60、21.50、22.70、54.30 个百分点。

5-12 月私营工业企业资产负债率大概率还将居于首位。4 月工业企业资产负债率为 56.50%，持平于前值，较去年同期上行 0.20 个百分点。该读数持平于 2022 年 3 月、2021 年 6 月，为 2020 年 12 月以来高点。我们从三个维度解释 4 月工业企业资产负债率持平于前值这一现象。**第一**，从负债增速与资产增速看，4 月工业企业负债同比与资产同比均录得 10.40%，较前值分别下行 0.10、0.20 个百分点，而下行幅度 0.10 个百分点的差异，尚不能改变负债与资产二者的比值。**第二**，从三大部类看，4 月采矿业、制造业、电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率累计值分别为 57.80%、55.40%、60.70%，分别较前值上行 -0.70、0.10、-0.10 个百分点。4 月制造业资产负债率上行抵消了采矿业与电力热力燃气及水的生产和供应业的资产负债率的下行。**第三**，分企业类型看，4 月国有及国有控股工业企业、股份制工业企业、私营工业企业、外商及港澳台商工业企业资产负债率累计值分别为 57.20%、57.40%、52.80%、58.80%，分别较前值上行 0.20、0、-0.30、0 个百分点。4 月国有及国有控股工业企业资产负债率的上行，对冲了私营工业企业资产负债率的下行。

图 39：私营工业企业资产负债率在 2017 年 12 月至 2019 年 3 月快速拉升（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从长周期看，2015 年 2 月至 2022 年 4 月，工业企业资产负债率数据最大的特征是：2015 年 2 月至 2017 年 12 月，私营工业企业资产负债率在 50.70%至 53.30%之间波动；2017 年 12 月至 2019 年 3 月，私营工业企业资产负债率从 51.60%快速拉升至 58.50%；2019 年 3 月至 2022 年 4 月，私营工业企业资产负债率在 57.40%至 58.80%之间波动。在这一过程当中，私营工业企业资产负债率从第一阶段在四大企业类型中垫底，经过第二阶段的快速“爬升”，

最终在第三阶段在四大企业类型中居于首位。如何解读这一现象？或者说，私营工业企业资产负债率在 2017 年 12 月至 2019 年 3 月快速拉升的原因是什么？如果仅从资产负债率的计算公式看，直观的原因是私营企业的负债同比增速远高于资产同比增速。我们从宏观经济基本面来寻找答案。2018 年与 2019 年宏观经济最大的基本面是爆发了中美贸易战。在中美贸易战背景下，私营企业经营压力加大，负债同比增速跑赢资产同比增速。此后，2020 年 1 月爆发新冠肺炎疫情，再度对私营企业经营形成压力，使得私营工业企业资产负债率维持在高位，并在四大企业类型中位居首位。如果以上逻辑成立的话，在 2022 年新冠肺炎疫情难以完全消除的判断下，预计 2022 年 5-12 月私营工业企业资产负债率大概率还将在四大企业类型中居于首位。

计算机、通信和其他电子设备制造业与电气机械及器材制造业在存货中地位重要。4 月工业企业存货同比为 17.90%，较前值上行 1.10 个百分点，创近 3 个月新高；4 月工业企业产成品存货同比为 20.0%，较前值上行 1.90 个百分点，创 2012 年 2 月以来新高。

从三大部类看，工业企业存货同比与采矿业工业企业存货同比、制造业工业企业存货同比、电力热力燃气及水的生产和供应业工业企业存货同比的相关系数分别为 0.6546、0.9995、0.1800。可见，制造业工业企业存货同比主导工业企业存货同比。**从四大企业类型看**，工业企业存货同比与国有及国有控股工业企业存货同比、股份制工业企业存货同比、私营工业企业存货同比、外商及港澳台商工业企业存货同比的相关系数分别为 0.9735、0.9900、0.9624、0.9548。可见，工业企业存货同比与四大类型工业企业存货同比的相关系数相差不大，其中，股份制工业企业存货同比与工业企业存货同比的相关系数最高。

图 40：制造业工业企业存货同比主导工业企业存货同比（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

以上从相关系数角度看工业企业存货同比的主导因素，我们换一个角度，从占比的角度看工业企业存货同比的主导因素。2010 年 2 月以来，采矿业存货在工业企业存货中的占

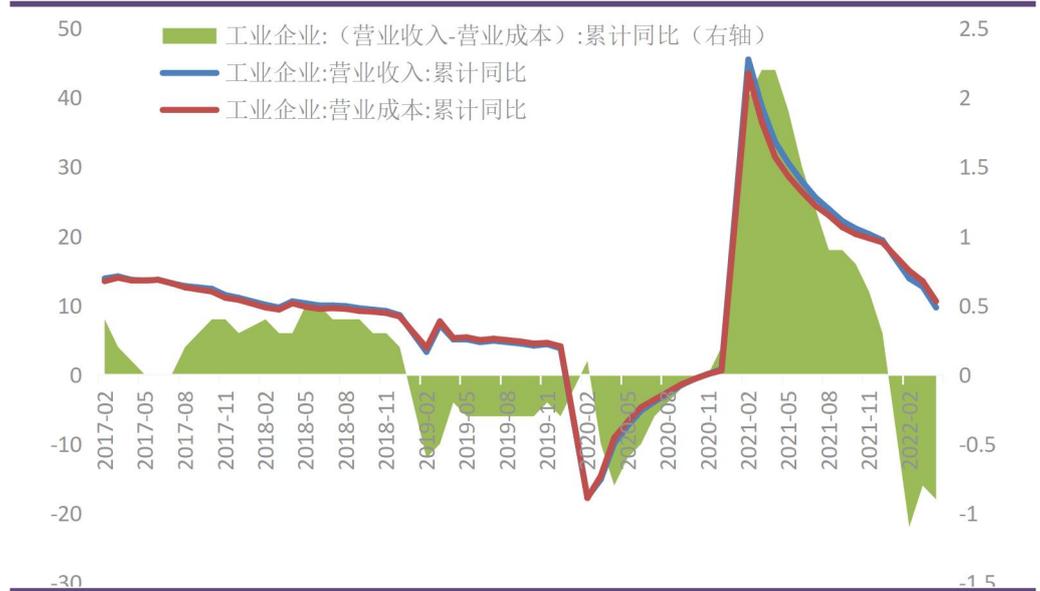


比稳定在 0.02%-0.03%，制造业存货在工业企业存货中的占比稳定在 0.96%-0.97%，而采矿业存货在工业企业存货中的占比稳定在 0.01%-0.02%。因此，工业企业存货同比与制造业工业企业存货同比的相关系数高达 0.9995 的原因是，制造业存货在工业企业存货中的占比稳定在 0.96%-0.97%。

我们在这个基础上，以 2022 年 4 月为例，进一步分析制造业工业企业存货同比走势的主导因素。2022 年 4 月行业存货在制造业工业企业存货中占比排名前 9 位的制造业行业分别是计算机、通信和其他电子设备制造业（14.0%）、电气机械及器材制造业（8.0%）、汽车制造（6.0%）、黑色金属冶炼及压延加工业（6.0%）、通用设备制造业（6.0%）、专用设备制造业（6.0%）、化学原料及化学制品制造业（6.0%）、有色金属冶炼及压延加工业（5.0%）、非金属矿物制品业（5.0%）。9 个行业存货合计在制造业存货中的占比为 61.51%。放长时间周期看，2012 年 2 月至 2022 年 4 月，计算机、通信和其他电子设备制造业占比区间为 8.0%-14.0%，电气机械及器材制造业占比区间为 7.0%-8.0%，汽车制造占比区间为 5.0%-7.0%，黑色金属冶炼及压延加工业占比区间为 6.0%-11.0%，通用设备制造业占比区间为 6.0%-7.0%，专用设备制造业占比区间为 5.0%-6.0%，化学原料及化学制品制造业占比区间为 5.0%-7.0%，有色金属冶炼及压延加工业占比区间为 0.05-0.06，非金属矿物制品业占比区间为 4.0%-5.0%。总体而言，9 个细分行业存货在总存货中的占比区间较为稳定，短期之内大幅变动概率较低。鉴于计算机、通信和其他电子设备制造业与电气机械及器材制造业合计占比为 22.0%，因此二者是制造业工业企业存货同比走势的重要影响因素。

5 月工业企业利润总额当月同比大概率处于负值区间，累计同比大概率低于 4 月。4 月营业收入累计同比、营业成本累计同比分别为 9.70%、10.60%，分别较前值下行 3.0、2.90 个百分点，均创 2021 年 2 月以来新低。4 月“营业收入累计同比-营业成本累计同比”这一复合指标录得-0.90 个百分点，较其前值走阔 0.10 个百分点。从 2017 年 2 月有数据记录以来，“营业收入累计同比-营业成本累计同比”这一复合指标走势的一个显著特征是：具有较强的连续性，一旦进入负值区间，则短期内“转正”概率较低。2019 年 2 月，该指标进入负值区间，持续至 2019 年 12 月，历时 10 个月，期间均值为-0.33 个百分点。在新冠肺炎疫情冲击下，2020 年 2 月录得 0.10 个百分点。在短暂“转正”之后，2020 年 3 月再次进入负值区间，持续至 2020 年 9 月，历时 7 个月，期间均值为-0.43 个百分点。回到当前，2022 年 2 月、3 月、4 月“营业收入累计同比-营业成本累计同比”分别录得-1.10、-0.80、-0.90 个百分点，持续时长 3 个月，期间均值为-0.93 个百分点。一方面，本轮负值区间的持续时长短于前两轮负值周期，另一方面，本轮负值区间的均值远低于前两轮负值周期。基于以上这两点实际情况，则我们认为短期之内“营业收入累计同比-营业成本累计同比”这一复合指标还将继续处于负值区间。这就意味着，工业企业利润总额累计同比在短期之内大概率难以大幅好转。

图 41：“营业收入累计同比-营业成本累计同比”具有较强的连续性（%；百分点）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

展望 5 月，我们在《英大证券宏观评论：5 月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP 增速目标（20220502）》中提出，“疫情全方位冲击我国经济社会生活，是当前我国宏观经济的主要矛盾”。在 4 月新冠肺炎疫情恶化的背景下，宏观经济的主要指标均遭受冲击，包括城镇调查失业率、收入增速、财政收支增速、房地产投资增速、消费增速、工业增加值增速、服务业生产指数同比、进出口增速，推升通胀，降低宏观经济运行效率，乃至冲击市场信心。以上均对 4 月工业企业利润总额累计同比形成冲击。因此，判断 5 月工业企业利润总额当月同比与累计同比的一个角度是，新冠肺炎疫情是否得到有效控制？如果新冠肺炎疫情得到有效控制，则 5 月工业企业利润总额当月同比有望较 4 月上行。5 月新冠肺炎新增确诊病例数为 7,547 例，较 4 月少增 57,937 例。这一数据表明本轮新冠肺炎疫情最严重的冲击已经过去了，新冠肺炎疫情对 5 月宏观经济的冲击要弱于 4 月。因此，从这个角度看，5 月工业企业利润总额当月同比有可能较 4 月上行。除了宏观逻辑之外，我们从数据角度对 5 月工业企业利润总额当月同比能否高于 4 月进行分析。2021 年 5 月工业企业利润总额当月值为 8299.20 亿元，这一读数表现得非常好，一是较 4 月上行 612.9 亿元，二是 5 月的 8299.20 亿元是 2021 年月度最高值。如果 2022 年 5 月工业企业利润总额当月同比要超过 4 月的 -8.50%，则 5 月工业企业利润总额当月值要达到 7593.77 亿元，较 4 月上行 567.17 亿元。我们认为，这一目标有实现的可能，一是 5 月新冠肺炎疫情得到有效控制，二是 5 月国家加大稳住经济大盘的力度。

我们看 5 月工业企业利润总额当月同比能否“转正”。2021 年 3 月、4 月、5 月工业企业利润总额当月值分别为 7111.80、7686.30、8299.20 亿元，总体呈上行走势。2022 年 3 月、4 月工业企业利润总额当月值为 7980.10、7026.60 亿元。主要受新冠肺炎疫情冲击，4 月较 3 月下行 953.50 亿元。2022 年 5 月工业企业利润总额当月同比要想“转正”，则至少要录



得8299.20亿元，也就是说，较4月大幅上行1272.60亿元。客观而言，实现这一目标的难度较大：一是5月新冠肺炎新增确诊病例数7,547例的读数，虽然较4月大幅下行，但是为2020年年初新冠肺炎疫情爆发以来的第5高值，表明新冠肺炎疫情对我国宏观经济的冲击犹存；二是从PMI数据看，5月制造业PMI与非制造业PMI虽然双双反弹，但是均处于荣枯线之下，表明5月我国宏观经济依旧较弱；三是在2021年同期基数大幅上行3.20个百分点，以及2022年5月翘尾因素大幅下行1.66个百分点的背景下，5月PPI当月同比大概率较4月下行，对5月工业企业利润总额当月值形成利空。基于以上分析，我们认为5月工业企业利润总额当月值较4月大幅上行1272.60亿元的概率较低，也就是说，5月工业企业利润总额当月同比大概率还处于负值区间。如果这一判断成立的话，则5月工业企业利润总额累计同比将低于4月的3.50%，大概率不超过1.86%。

2 加大宏观政策调节力度，努力确保二季度经济合理增长

2.1 稳住全国经济大盘，努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降

5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。国务院总理李克强说，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各方面贯彻党中央国务院部署，有力应对今年困难挑战，做了大量有成效工作。但3月份尤其是4月份以来，一些经济指标明显走低，困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大。发展是解决我国一切问题的基础和关键。要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定信心，迎难而上，把稳增长放在更突出位置，着力保市场主体、保就业、保民生，保护经济韧性，努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。

李克强说，要确保中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策，上半年基本实施完成，国务院常务会确定的稳经济一揽子政策，5月底前都要出台实施细则，解决两难多难问题是对行政能力的考验，要在防控好疫情同时完成经济社会发展任务，防止单打一刀切。各地在筑企疏困上政策能出进出，对各类市场主体一视同仁，用市场化办法改革举措解难题。国务院将对地方政策落实和配套开展督查，各地二季度经济主要指标将由国家统计局依法依规实事求是公布，国务院对相关工作情况予以通报。要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，按照党中央国务院部署，促进经济社会平稳健康发展。

2.2 加快稳经济一揽子政策措施落地生效，强化政策落实督促

6月1日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议指出，按照中央经济工作会议和《政府工作报告》总体思路、政策取向推出稳经济一揽子政策措施，主要是对政策实施提速增效。这既是及时加大力度稳住经济大盘的重要举措，又坚持围绕市场主体实施宏观政策，实行精准调控，提高效率，不透支未来。落实党中央、国务院部署，各部门迅速行动，6方面33条政策措施实施细则制定出台取得积极进展。下一步，一要对政策再作



全面筛查、细化实化，让市场主体和人民群众应知尽知、应享尽享。新增 1400 多亿元留抵退税，要在 7 月份基本退到位。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，并建立重点项目清单对接机制。对符合条件的失业农民工，无论是否参加失业保险，都要发放临时补助或救助，并明确发放主体。对汽车央企发放的 900 亿元商用车贷款延期还本付息，要引导企业通过网上公告、手机短信等告知办理方式。其他各项政策都要细化到可操作、能落地。密切跟踪政策实施情况，该完善的及时完善。二要坚持用改革举措、市场化办法解难题，深化“放管服”改革。大力推进政策“非申即享”、网上办。对打通物流大通道和微循环、推进复工达产，要找准堵点、完善举措，强化重点企业“点对点”帮扶。对投资项目，各地各相关部门都要建立台账，通过优化审批、加强用地等保障推动尽快开工。确保夏收农机免费顺畅通行。落实支持平台企业合法合规境内外上市、放宽汽车限购等举措。三要强化政策落实督促。国务院派到 12 个省的督查组要在实地督查基础上尽快形成报告，对政策落实中的突出问题予以通报。对各地二季度地区生产总值、城镇调查失业率、扣除留抵退税因素后的财政收入、物价等主要指标，由统计会同财政、人力资源社会保障、税务等部门依法依规实事求是分省公布。

2.3 主要经济体应进一步加强政策协调，推动全球经济复苏

6 月 6 日，中国担任金砖国家主席国期间的第二次金砖国家财长和央行行长会议以视频形式举行，为金砖国家领导人第十四次会晤作准备。

会议充分肯定了上半年金砖国家金融合作取得的阶段性成果，一致通过了《金砖国家财长和央行行长联合声明》。各方认可完善 CRA 机制、提高机制灵活性的重要意义，支持对《关于建立金砖国家应急储备安排的条约》的修订内容，欢迎在修订 CRA 其他相关文件上的积极进展，期待完成修订工作。会议同意继续在支付、金融领域信息安全等领域开展交流。会议认为主要经济体应进一步加强政策协调，推动全球经济复苏。与会各方同意推动完善全球经济治理体系，维护以国际货币基金组织（IMF）为中心的全球金融安全网，呼吁按时完成 IMF 第 16 次份额总检查，欢迎在特别提款权自愿转借上的进展。会议肯定了发展可持续金融对于促进全球经济复苏的意义，认为转型金融可在推动实现有序绿色低碳转型中发挥重要作用，欢迎中国人民银行牵头起草的金砖国家转型金融经验总结报告，期待继续在此领域开展合作。

易纲表示，金融合作是金砖国家整体合作的重要组成部分，在金砖各方共同努力下，金砖国家金融合作取得积极进展，为金砖国家领导人第十四次会晤成功举行创造了有利条件。中国人民银行将继续围绕今年中国主席国“构建高质量伙伴关系、共创全球发展新时代”的主题，与金砖各方进一步深化金砖金融合作，加强宏观经济金融政策协调，持续完善全球经济治理，共同推动全球经济复苏和高质量发展。

2.4 进一步做好水利建设金融服务，助力稳定宏观经济大盘



6月13日，为深入贯彻中央财经委员会第十一次会议精神，落实全国稳住经济大盘电视电话会议要求，人民银行、水利部联合召开金融支持水利基础设施建设推进工作电视电话会议，部署进一步做好水利建设金融服务，助力稳定宏观经济大盘。

会议指出，要深刻认识水利建设的重要意义，切实增强做好水利建设金融服务的责任感、使命感、紧迫感。水利事关战略全局，事关长远发展，事关人民福祉。短期看，水利工程特别是重大水利工程吸纳投资大，产业链条长，创造就业机会多，加快重大水利工程建设是当前稳定宏观经济大盘的重要方面。中长期看，加强水利建设对我国粮食安全、能源绿色低碳转型、减灾防灾具有十分重要的战略意义。会议强调，要抓住关键，聚焦水利建设重点领域做好金融服务。各金融机构要配合好水利部门和水利企业，统筹发展和安全，突出重点、锐意创新、防范风险，聚焦国家水网主骨架和南水北调等重大工程、水资源集约节约利用、农村供水工程、流域防洪工程体系建设、河湖生态保护修复、智慧水利建设等重点领域，发挥好水利基础设施建设扩大有效投资、拉动经济发展的作用。会议要求，各金融机构要找准定位、创新产品、依法合规，切实加大对水利项目的金融支持力度。政策性、开发性银行要用好新增的8000亿元信贷额度，抓好任务分解，强化考核激励，加大对国家重大水利项目的支持力度；国有大行要发挥资金和网点优势，加大对商业可持续水利项目的信贷投放；中小银行要立足辖区实际，对有还款能力、切实可行的农田水利等中小型水利项目，给予必要信贷支持。要创新还款来源、抵押担保等产品模式，发挥部门合力做好对水利项目的金融服务。要坚持市场化、法治化原则，自主审贷、自担风险，守住合规底线。会议强调，要加强组织推动，以钉钉子精神做实做细做好各项工作措施。人民银行各分支机构、水利部门、金融机构、水利企业等要把金融支持水利工作摆在重要位置，密切沟通、加强合作，加快项目对接互动，做实项目建设和融资清单，及时反馈问题，尽快形成水利基础设施建设和水利信贷投放两个工作量。

2.5 加大宏观政策调节力度，保持经济运行在合理区间

6月21日，财政部部长刘昆受国务院委托，向全国人大常委会提出2021年中央决算报告和中央决算草案。《草案》提出，下一步，认真贯彻落实党中央、国务院决策部署重点做好以下工作：一是落实落细组合式税费支持政策。加强政策宣传辅导，加快留抵退税政策实施进度，6月30日前基本退还符合条件的存量留抵税额，新扩围的批发零售业等行业可以自7月纳税申报期起申请退还留抵税额，全年退税减税总量约2.64万亿元。加强退税资金保障，逐月预拨、滚动清算，确保地方退税所需资金，确保退税资金直达市场主体，同时严密防范退税风险，严厉打击骗税行为。扩大国家融资担保基金、政府性融资担保机构对中小微企业和个体工商户的业务覆盖面。落实好对特殊困难行业精准帮扶的减税降费措施，支持地方在授权范围内依法出台税费减免政策。二是进一步加快财政支出进度。在今年中央对地方转移支付安排近9.8万亿元、增长18%的基础上，督促指导地方加快预算执行，尽快分解下达拨付资金，推动省级财政最大力度下沉财力到县区，全力保障县区财政平稳



运行。完善财政资金直达机制，持续盯紧约4万亿元直达资金的分配使用，确保重点支出不留缺口。加大盘活存量资金力度，按规定收回结余结转资金。做好财政运行监测预警，将债务风险较高、库款保障程度较低、财力相对薄弱地区作为重点，加强资金调度和库款监测，及时发现和帮助基层解决实际困难，确保基层“三保”不出问题。三是加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围。向项目准备充分地区倾斜。用好专项债券作为重大项目资本金的政策，带动更多社会资本投入。提高专项债券资金使用集中度，支持适度超前开展基础设施投资，推进交通、能源、水利等领域项目建设，将专项债券支持领域扩大到新型基础设施等，尽快形成实物工作量。四是加强重点风险防范和化解。强化部门信息共享和协同监管，坚决遏制新增地方政府隐性债务，支持地方有序化解存量隐性债务。巩固提升粮食生产能力，推进种业振兴和农业核心技术攻关，促进大豆油料增产，保障国家粮食安全。支持做好能源资源保供稳价工作。持续推进关键核心技术攻关，增强产业链供应链韧性和竞争力。五是切实保障和改善民生。支持做好常态化疫情防控和局部突发疫情处置，所需相关资金纳入“三保”范围予以保障，确保不因资金问题影响疫情防控和医疗救治。加大对企业稳岗扩岗的支持，发挥好失业保险基金作用，千方百计稳定和扩大就业。稳步实施企业职工基本养老保险全国统筹，落实好教育、养老、医疗、优抚等提标补助政策，健全分层分类的社会救助体系，兜牢困难群众基本生活底线。六是深入整改审计查出问题。把审计整改与加强财政预算管理结合起来，严格落实责任，扎实整改到位。改进预决算报告和草案编报。加大预算收入统筹力度，提高支出精准性有效性。落实部门和单位预算管理主体责任，强化预算执行和绩效管理。坚持党政机关过紧日子，推动建设节约型机关、节约型社会。进一步严肃财经纪律，加强财会监督与其他监督的贯通协调，切实管好用好财政资金，确保党中央、国务院决策部署落到实处。整改结果向全国人大常委会报告，并向社会公开。

风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
