

5 月数据预测：疫情尾声，复苏起点

核心观点

5 月国内疫情逐步收敛，供需两端数据均出现了筑底回暖的迹象。供给端，物流恢复、企业加快推进复工复产支撑工业生产止跌回升。消费方面，物流阻塞对消费的拖累明显缓解，预计线上消费有所好转，但线下消费表现依然疲软，未来增长空间主要来自于人员流动的恢复。投资方面，预计房地产投资增速相较上月进一步下滑，但基建投资和制造业投资仍有一定韧性。金融数据方面，疫情仍制约企业和居民信贷需求，5 月末冲票据特征鲜明，预计信贷仍同比少增。

我们认为随着常态化核酸检测的实施，疫情将得到有效地预防，人员流动将进一步修复，消费触底复苏的确定性极强，提示重点关注与之相关的餐饮、机场、旅游、航空、酒店等消费产业链，并继续看多稳增长链条。对于固定收益市场，预计货币政策将延续“宽货币+宽信用”组合，10 年期国债收益率在 2.7%-3% 区间宽幅震荡，三季度达到高点 3%。

□ 生产稳步修复，上升通道开启

5 月国内疫情逐步收敛，经济活动有所恢复。供应链环比逐步修复、企业加快推进复工复产是支撑工业生产止跌回升的重要因素，内需筑底、出口通畅从需求侧有所支撑，考虑到供应链及生产尚未回归至常态，我们预计 5 月规模以上工业增加值同比增速为 0%。我们认为，随着我国防疫模式向高频常态化核酸检测转变，疫情对生产和消费场景的冲击有望降至最小，工业生产新一轮上升通道开启。

□ 5 月投资动能边际减弱，重点关注制造业和基建的韧性

预计 1-5 月固定资产投资同比增长 4.3%，较前值下降 2.5 个百分点。从 1-5 月同比增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-4.8%、6.1%和 6.8%，前值分别为-2.7%、6.5%和 12.2%。从当月增速看，地产、基建、制造业投资增速分别为-10.8%、5%和 4.4%。我们认为，5 月投资动能边际减弱，制造业投资受产业基础再造、强链补链等支持不宜悲观，基建投资和制造业投资存在一定韧性，是固定资产投资的主要支撑。

□ 人流恢复较缓，消费小幅回暖

预计 5 月社会消费品零售总额同比-7.3%（前值-11.1%），环比上升 3.8 个百分点。物流的流动显著修复，物流阻塞对于消费拖累明显缓解，预计线上消费有所好转，但疫情对人员流动修复形成制约，人流恢复较缓。汽车销售降幅收窄，汽车板块有所支撑。

□ 疫情稳定下降，失业略有改善

预计 5 月全国城镇调查失业率为 6.0%，较 4 月下降 0.1 个百分点。疫情对生产生活影响依然较大，叠加高校毕业生就业难问题突出，就业压力有所缓解，但仍处高位。向前看，常态化检测助力经济常态化增长，随着经济筑底企稳，失业率将开始逐季下行，能够完成预期目标。

□ CPI 持续上行，PPI 回落放缓

预计 5 月 CPI 环比-0.2%，同比+2.1%，与前值持平。产能去化持续作用下生猪价格温和向上，与供需双改善情况下大幅回落的蔬菜价格形成对冲。预计 5 月 PPI 环比-0.1%，同比+6.1%（前值 8.0%），基数效应影响下，本月 PPI 同比持续回落，但受大宗商品价格持续高企的制约，回落速度有所放缓。

□ 疫情扰动渐进下降，稳增长临近兑现期

疫情扰动渐进下降，稳增长临近兑现期，预计 5 月人民币计进口增速 0.6%，国内供应链通畅程度将显著修复，疫情对出口的扰动下降，短期出口阶段性反弹，预计 5 月人民币出口增速 5.5%，贸易顺差 590 亿美元，但下半年外需逐步回落决定了出口渐进回落特征。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1《4 月经济数据：供应链是经济修复关键》2022.05.16

2《4 月数据预测：供需双弱，关注增工具》2022.05.01

2《3 月及一季度经济数据：目标或切至保就业》2022.04.18

3《3 月数据预测：预计一季度 GDP 比增长 5.4%》2022.04.01

4《1-2 月经济数据：经济开门红兑现》2021.03.15

5《1-2 月数据预测：稳增长发力，开门红可期》2021.02.28

□ 预计信贷社融环比改善，但结构偏弱

预计 5 月人民币信贷新增 1.3 万亿，较去年 1.5 万亿同比少增约 2000 亿，对应增速较前值回落 0.2 个百分点至 10.7%，疫情仍制约企业和居民信贷需求，5 月末冲票据特征鲜明，预计 5 月信贷仍同比少增，结构中票据占绝对比重，结构不佳，但 5 月国家层面政策布局及央行信贷引导更加积极，受疫情扰动环比改善及票据规模同比多增影响，预计 5 月信贷同比少增幅度较 4 月明显降低。预计 5 月社融新增 2.4 万亿，较去年同期的 1.95 万亿同比多增约 4600 亿，增速较前值微升 0.1 个百分点至 10.3%，触底回升，5 月结构中，同比多增主要来自政府债券、企业债券、信托贷款，而信贷、未贴现票据为拖累项，委托贷款及股票融资较为稳健。5 月信贷压力缓解、财政支出或仍较快对 M2 影响积极，但去年基数略有上行，预计 M2 增速较前值微降 0.3% 至 10.2%，仍然较高。短期经济活力改善，预计 5 月 M1 增速持平前值于 5.1%。

风险提示：疫情防控难度超出预期；中美博弈、俄乌冲突地缘政治超出预期

正文目录

1. 常态化核酸检测，常态化经济增长.....	4
2. 生产稳步修复，上升通道开启.....	4
3. 预计 1-5 月固定资产投资累计增速为 4.3%.....	5
3.1. 1-5 月制造业投资累计同比增速为 6.8%.....	7
3.2. 稳增长兑现期，基建稳步回升.....	9
3.3. 预计 1-5 月地产投资累计增速-4.8%，预计当月增速 6 月起逐步企稳.....	10
4. 人流恢复较缓，消费小幅回暖.....	13
5. 疫情稳定下降，失业略有改善.....	15
6. CPI 持续上行，PPI 回落放缓.....	15
6.1. 猪周期拐点确立，CPI 持续上行.....	16
6.2. 大宗商品持续高位，PPI 回落放缓.....	16
7. 疫情扰动渐进下降，稳增长临近兑现期.....	17
8. 预计 2022 年 5 月信贷新增 1.3 万亿，社融新增 2.4 万亿，增速分别为 10.7%和 10.3%.....	18
风险提示.....	20

图表目录

图 1: 固定资产投资累计增长值 (%).....	6
图 2: 固定资产投资完成额环比季调 (%).....	6
图 3: 固定资产投资价格指数同比增速拟合值.....	6
图 4: 固定资产投资 (不含农户) 累计增速.....	7
图 5: 部分制造业子行业投资增速.....	7
图 6: 2022 年下半年基建投资走势，Q3 有望达两位数增长.....	10
图 7: 整车货运流量指数逐步恢复.....	14
图 8: 快递吞吐量有所回升.....	14
图 9: 人的流量进一步下滑.....	14
图 10: 民航执飞量缓慢回升.....	14
图 11: 预计 5 月全国城镇调查失业率为 6.0%，较 4 月下降 0.1 个百分点.....	15
图 12: 进口价格适当领先出口价格.....	18
图 13: 5 月下旬票据贴现利率与同业存单利率利差再次迅速下行.....	19
表 1: 制造业分行业投资增速 (当月同比).....	9
表 2: 2022 年首轮集中供地拍卖结果.....	11
表 3: Q2 以来房地产预售资金监管放松政策梳理.....	12
表 4: 2022 年至今三城放松棚改货币化政策.....	13
表 5: 5 月宏观经济数据预测.....	21

1. 常态化核酸检测，常态化经济增长

5月国内疫情逐步收敛，供需两端数据均出现了筑底回暖的迹象。供给端，供应链有所修复、企业加快推进复工复产支撑工业生产止跌回升，预计工业增加值同比增速回到0%。消费方面，物流阻塞对消费的拖累明显缓解，预计线上消费有所好转，但受疫情延续影响，线下消费依然疲软，未来增长空间主要来自于人员流动的恢复。投资方面，预计房地产投资增速相较上月进一步下滑，但基建投资和制造业投资仍有一定韧性。金融数据方面，疫情仍制约企业和居民信贷需求，5月末冲票据特征鲜明，预计信贷仍同比少增。社融结构中，同比多增主要来自政府债券、企业债券、信托贷款，而信贷、未贴现票据为拖累项，委托贷款及股票融资较为稳健，预计社融触底回升。

我们认为随着常态化核酸检测的实施，人的流动将进一步修复，消费触底复苏的确定性极强，提示重点关注与之相关的餐饮、机场、旅游、航空、酒店等消费产业链，并继续看多稳增长链条。对于固收市场，预计货币政策将延续“宽货币+宽信用”组合，10年期国债收益率在2.7%-3%区间宽幅震荡，三季度达到高点3%。

2. 生产稳步修复，上升通道开启

5月国内疫情逐步收敛，经济活动有所恢复。供应链环比逐步修复、企业加快推进复工复产是支撑工业生产止跌回升的重要因素，考虑到供应链及生产尚未回归至常态，我们预计5月规模以上工业增加值同比增速为0%。

从生产高频数据来看，工业生产景气于5月内筑底回升。随着上海车企复工复产逐步推进，汽车全钢胎、半钢胎开工率于5月上旬见底后逐步回升，至下旬已超去年同期水平，汽车制造业有望得到积极修复；焦炉生产率、PTA产量、高炉开工率等好于去年同期；粗钢、线材、螺纹钢日均产量环比涨跌互现，较去年同期降幅较大。5月南方八省电厂日均耗煤量环比及同比均有所回落，一方面在于复工复产进度有限，另一方面也部分由于水电对火电的季节性替代。

5月国内供应链积极修复，但修复斜率相对平缓，尚未回归至正常水平。从货运物流相关高频数据来看，国内供应链通畅程度较上月好转，但较去年同期仍有一定差距，如铁路货物量约恢复至去年同期的85%。5月PMI供应商配送时间指数为44.1%，比上月回升6.9个百分点，制造业原材料供应商交货时间开始改善但仍较慢。

5月国内需求逐步恢复，国内需求对供给的牵引作用有望好转。稳增长背景下，投资仍是我国内需的重要着力点，随着供应链逐步恢复及复工复产推进，对相关项目进展及形成实物工作量将逐步提速。5月疫情对消费的负面冲击有所收敛，5月乘用车日均批发和零售量环比双升、商品房销售面积环比回升。我们认为，防疫模式向高频常态化核酸检测转变，餐饮、旅游、影院等线下消费场景受疫情的影响将相比过去大幅减弱，有助于带动相关制造业产业链发展。在外需方面，国内供应链修复使得我国出口保持通畅，对我国出口相关制造业生产有一定支撑作用。5月PMI出口订单及新订单指数皆有所回升，显示内外需有所恢复。

3. 预计 1-5 月固定资产投资累计增速为 4.3%

预计 1-5 月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.3%。其中，制造业投资累计增速 6.8%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.1%，房地产开发投资同比增速-4.8%。制造业投资和房地产投资增速相较上月进一步下滑，基建投资增速略有回落，其中基建和制造业是固定资产投资的主要支撑。

第一，疫情持续但影响边际减弱，部分地区复工复产进度加快。据 5 月 10 日中国工程机械工业协会行业统计数据显示，4 月国内市场挖掘机销量 2.45 万台，同比下降 47.3%，挖掘机销量已经连续第十二个月出现同比下滑，但降幅较上月收窄约 16 个百分点。此外，数据显示，2022 年 4 月，中国小松挖掘机开工小时数为 102.8 小时，同比下降 16.6%，降幅略低于上月。目前上海、吉林等受疫情冲击严重地区开工率已有所提高，4 月上海市首批 666 家“白名单”企业复工率达 86.8%，吉林重点监测的 50 家骨干企业复工率达 98%，复工复产步伐加快。

第二，物流不畅、供应链受阻，对固定资产投资仍有短期负向影响。据 5 月 25 日中国物流与采购联合会统计数据显示，1-4 月份，全国社会物流总额 106.2 万亿元，当月同比增速下降 3.0%，累计增速较前期回落 2.6 个百分点。其中，工业品物流受到的冲击最大，4 月份工业品物流总额同比下降 2.9%，为 2020 年 3 月以来的首次回落。此外，整车货运较去年同期下降了 26%，主要快递企业吞吐量下降 37%，国内航班量更是大幅下跌 80%，从另一方面反映出供应链中断情况较为严重。由于供应链循环受阻，物流运行面临较大压力，企业产销不畅，盈利能力持续下降，固定资产投资受到负向冲击。

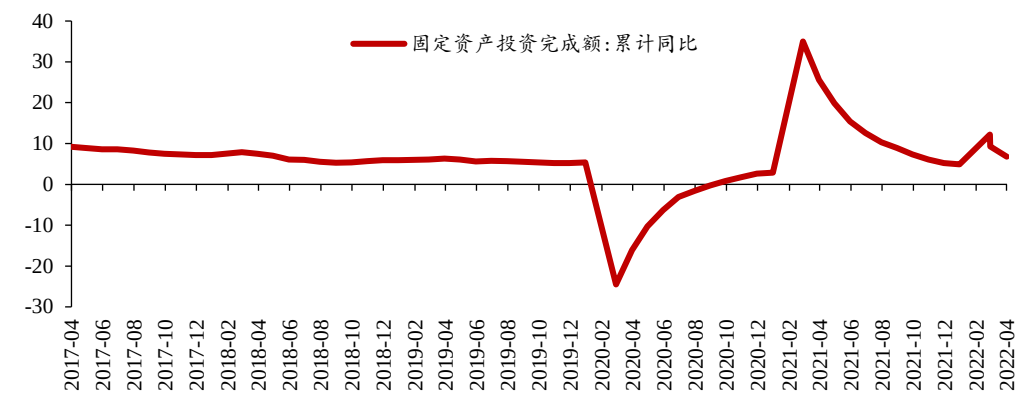
第三，工业企业利润回落，难以支撑相关企业扩大生产规模、加快固定资产投资。1-4 月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 3.5%，较 1-3 月回落 5 个百分点。4 月工业利润增速当月同比下降 8.5%，承压明显，主因疫情严重冲击制造业产销，同时营收利润率前期基数较高。工业企业盈利水平降低，预计相关领域固定资产投资增速或将回落。

第四，社会领域投资较快增长存在拉动作用，其主要资金来自中央财政预算。1-4 月份，社会领域投资同比增长 14.4%，拉动全部投资增长 0.7 个百分点。其中，卫生和社会工作投资增长 26.4%，教育投资增长 12.5%，文化、体育和娱乐业投资增长 5.7%。中央预算内投资是用于固定资产投资的中央财政性建设资金，可进行新建、扩建、改建、技术改造等，安排方式包括直接投资、资本金注入、投资补助、贷款贴息等。数据显示，2022 年中央预算内投资安排 6400 余亿元，较上一年增幅达 4.92%，是 2020 年以来的最高值，主要投向社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护和修复、重大科技进步、社会管理以及符合国家规定的其他公共领域。

此外，预计 2022 年 5 月固定资产投资当月环比为 0.27%，并由此推断出 2022 年 5 月固定资产投资当月同比为-2.6%，累计同比为 4.3%。我们通过时间序列分析对固定资产投资当月环比进行测算，通过回归得到当前期与滞后期的线性关系。2022 年 4 月份固定资产投资当月环比为-0.82%，代入实证模型测算得到 2022 年 5 月份固定资产投资当月环比为 0.27%。再使用预测得到的 5 月份环比数据，计算出 2022 年 5 月份固定资产投资总额。最后和去年同月和去年同期数据作比较，得到 5 月同比和累计同比预测值，分别为-2.6%和 4.3%。

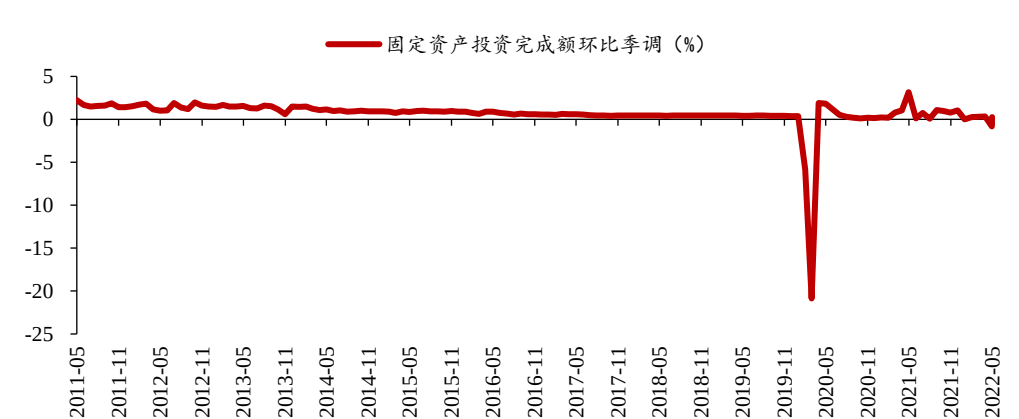
同时，我们的实证模型测算显示，1-5 月份固定资产投资价格指数同比增速在 5.0% 以下。需要说明的是，国家统计局已于 2019Q4 停止发布固定资产投资价格指数，2020 年以后的固定资产投资价格指数需采用线性回归的方法拟合得到。

图 1：固定资产投资累计增长值（%）



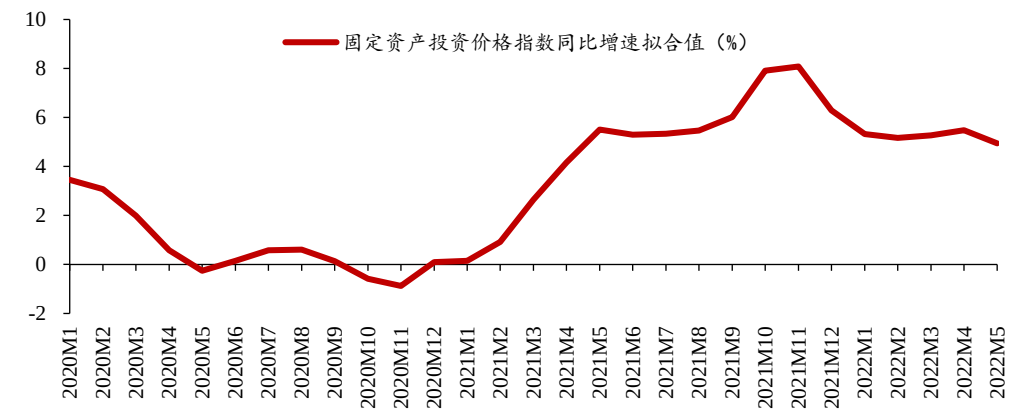
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 2：固定资产投资完成额环比季调（%）



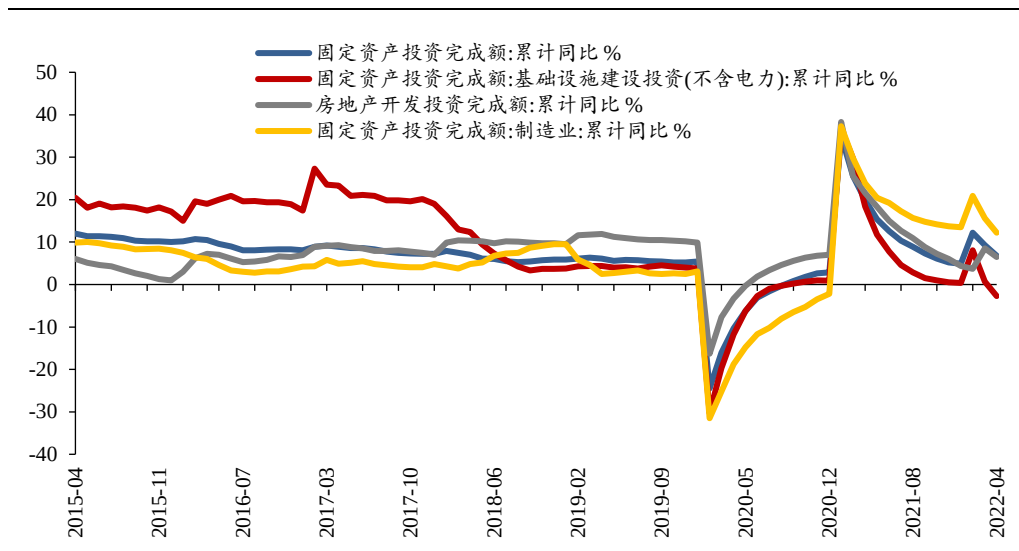
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 3：固定资产投资价格指数同比增速拟合值



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 4：固定资产投资（不含农户）累计增速



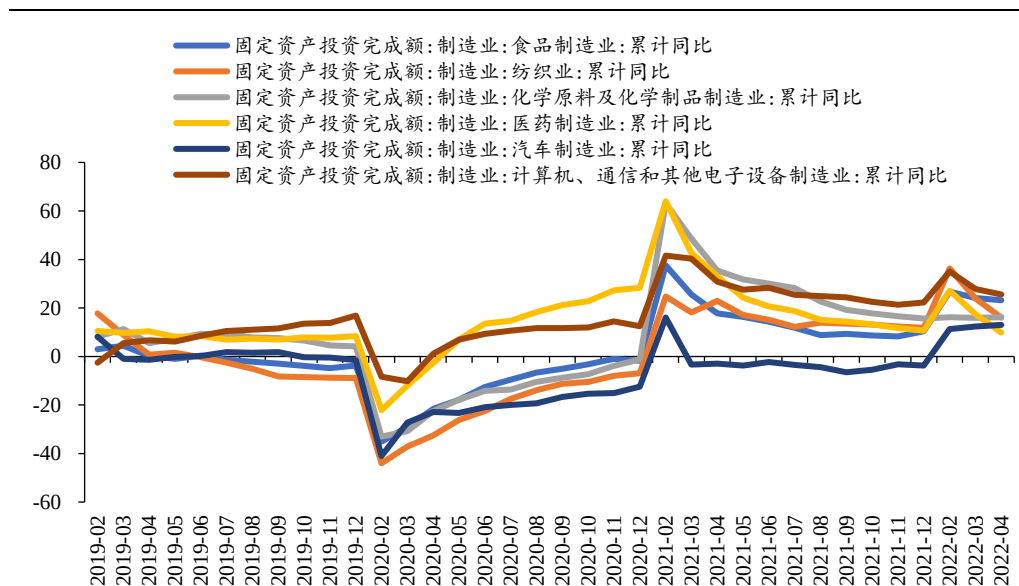
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 1-5 月制造业投资累计同比增速为 6.8%

预计 1-5 月制造业投资增速为 6.8%。总体来看，制造业投资增速主要受下游需求、工业企业利润、产能利用率等基本面数据以及信贷、社会融资规模等货币金融因素影响。从目前各项指标释放出的信号来看，5 月制造业投资累计同比增速较有下滑，但仍将保持一定韧性，是固定资产投资的重要支撑。

第一，高新技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。2022 年 1-4 月份，高技术制造业投资累计增长 25.9%。其中，电子及通信设备制造业投资增长 30.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 29.4%。

图 5：部分制造业子行业投资增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

第二，强链补链和产业基础再造是驱动制造业投资两条主线，当前，我国制造业正处在新一轮爬坡过坎的关键时期，制造业投资作为中国固定资产投资的主引擎，有望成为新制造稳增长的最强变量。我们认为，强链补链、固链稳链等产业政策将驱动技术改造投资保持较高增速，而产业基础再造工程项目的重点在于制造业向新能源化、智能化转型，带动厂房、机器、设备等资本开支。因此，制造业投资增速大概率保持较强韧性，蕴藏较大市场预期差。

第三，疫情冲击利润承压，结构失衡再次扩大。1-4月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长3.5%，较1-3月有所回落。其中4月工业利润当月同比下降8.5%，承压明显。主要原因是由于国内奥密克戎疫情严重冲击制造业产销，同时营收利润率前期基数较高。一方面，工业增加值4月份呈负增长，供应链受阻导致工业产销不畅。另一方面，4月工业营收利润率为6.64%，环比上月小幅回落，表明减税降费、纾困帮扶政策虽有一定托底作用，但仍大幅低于去年同期高基数。而在利润结构方面，上游产业价格高企挤压中下游利润，且国内受疫情冲击食品需求旺盛，CPI同比回升但核心CPI走弱。同时，4月中下游受疫情冲击受挫程度严峻，致使中下游利润萎缩。

第四，疫情冲击汽车产销及供应链，汽车制造业受挫明显。据乘联会数据显示，我国4月广义乘用车销量106.2万辆，同比减少35%。受疫情期间风控管理政策影响，我国汽车工业重地东北地区和长三角地区大批工厂车间陷入停工停产。同时各地零部件供应厂商被迫停产断供，导致我国汽车原材料及成品供应严重短缺。叠加不同地区封控政策造成货物留滞、物流不畅，加剧了汽车产业链上中下游衔接困难的局面。

第五，当前库存周期处于被动补库阶段。预计5月制造业整体仍处于被动补库存阶段。4月末规模以上工业企业产成品存货同比增加20.0%，再创近十年来新高。主要原因是由于国内疫情反复阶段，消费端受挫及供应链受阻致使库存被动冲高。我们认为，二季度在企业利润增速走弱、消费修复有限、地产投资尚未全面恢复的背景下，企业难有主动补库意愿，且5月疫情仍有影响，产成品库存将继续维持高位。而在国内供应链修复不畅，上下游复工复产步调不一的情况下，部分行业将出现结构性的波动去库现象。

第六，中小企业资本开支意愿持续回落。2022年4月中小企业发展指数（SMEDI）为88.3，在上月环比下降0.6点基础上，环比继续下降0.4点，连续3个月下降，低于2021年同期水平。其中8个分行业指数7降1升，仅房地产业指数微升0.1点；8个分项指数全面下降。表明由于当前疫情反复，部分大城市防控措施升级，致使企业停工停产。加之俄乌危机持续发酵，全球通胀高企等因素，经济发展正面临诸多困难及挑战。中小

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42519

