



招商銀行  
CHINA MERCHANTS BANK

研究院  
Institute

# 行路难

## ——2022年5月宏观经济月报

---

2022年5月30日

谭卓，宏观经济研究所所长 [zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

田地，海外宏观/货币金融 [andrewtian@cmbchina.com](mailto:andrewtian@cmbchina.com) 王欣恬，实体经济 [xintianwang@cmbchina.com](mailto:xintianwang@cmbchina.com)

刘阳，实体经济 [lylidd@cmbchina.com](mailto:lylidd@cmbchina.com)

感谢王晓曦对本报告的贡献

# 一、宏观概览：美联储收紧加速，疫情冲击加剧



## 海外宏观

- 美联储5月议息会议宣布加息50bp，将联邦基金利率区间提升至0.75%-1%区间，并公布了缩表方案，将在6月1日正式启动缩表。美联储在6-7月的两次会议上分别各加息50bp可能性较高，下半年视经济走势，加息节奏或将放缓。
- 美国一季度GDP环比意外负增长1.4%，但同比仍维持正增长3.6%。主要受库存投资和净出口拖累，而消费和固定资产投资仍在扩张，指向美国经济动能不弱。
- 美国就业市场依然表现强劲。4月新增非农就业约43万，失业率维持3.6%，与3月持平，较疫前低点仅相差0.1pct。
- 美国通胀虽然同比见顶，但环比动能仍然强劲。4月美国CPI同比8.2%，较3月的8.5%小幅回落；核心环比0.6%，较3月的0.3%明显反弹。服务取代商品通胀，成为上涨主要驱动因素。



## 实体经济

- 4月疫情高峰对经济供需两端冲击明显，“三重压力”明显上升。
- 一方面，生产陷入收缩，规模以上工业增加值当月同比-2.9%，较上月下行7.9pct，为2020年4月以来首次负增长；就业压力进一步上升，全国城镇调查失业率上行0.3pct至6.1%，持续突破5.5%的政府工作目标。
- 另一方面，消费收缩加剧，社会消费品零售总额当月同比下降11.1%，跌幅较3月扩张7.6pct；房地产投资加速下滑。但受“稳增长”政策支持，基建和制造业投资维持一定韧性。城镇固定资产投资整体动能放缓，累计同比增长6.8%，当月同比1.8%；其中房地产投资加速下行，累计同比-2.7%，当月同比-10.1%；全口径基建投资增速回落，但未来可期，累计同比8.3%，当月同比4.3%；制造业投资增速回落，韧性较强，累计同比12.2%，当月同比6.4%。
- 前瞻地看，5月经济形势或将边际缓和，但下行压力仍大。基建和投资有望继续支撑经济，但生产和消费仍将承压，房地产风险有待缓释，出口高景气面临回落。政策仍需综合施策，托底增长。



## 货币财政

- 4月信贷总量结构双双回落，总体延续了企业强、居民弱和短贷强、长贷弱的格局。这指向在疫情冲击加剧和“三重压力”之下，实体经济融资需求及预期进一步走弱。企业融资需求仍以短贷为主，居民部门融资仍然低迷。
- 5月20日央行大幅下调5年期以上LPR报价，有针对性地中长期信贷需求形成托举，有助于改善需求收缩和预期转弱。前瞻地看，未来央行有望积极运用创新型货币政策工具，降低实体经济综合融资成本，通过结构性再贷款支持重点领域和薄弱环节。
- 4月财政收入收缩，支出放缓，疫情冲击加剧，剔除留抵退税因素，4月税收收入同比增速-6.6%，较3月下降，拖累公共财政收入增速降至-4.9%。4月地方政府债发行不及预期，叠加疫情对物流及用工的影响，一般公共预算支出增速-2.0%，较3月大幅下降。前瞻地看，财政收入将承压，增速放缓；支出有望维持较高增速，“稳增长”政策持续加码。

## 二、本月主要经济数据

指 标	单 位	2022-05 (预测)	2022-04	2022-03	2022-02	2021-05	2021-04
工业增加值	当月同比, %	1.2	-2.9	7.5	12.8	8.8	9.8
社会消费品零售总额	当月同比, %	-5.0	-11.1	-3.5	6.7	12.4	17.7
全社会固定资产投资	累计同比, %	5.9	6.8	9.3	12.2	15.4	19.9
其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	7.2	8.3	10.5	8.6	10.4	16.9
制造业投资	累计同比, %	11.2	12.2	15.6	20.9	20.4	23.8
房地产投资	累计同比, %	-3.0	-2.7	0.7	3.7	18.3	21.6
出口 (以美元计)	当月同比, %	9.0	3.9	16.3	6.3	27.9	32.1
进口 (以美元计)	当月同比, %	-5.0	0	15.5	10.5	51.1	44.0
CPI	当月同比, %	2.4	2.1	1.5	0.9	1.3	0.9
PPI	当月同比, %	7.0	8.0	8.3	8.8	9.0	6.8
社会融资规模	当月同比, %	10.5	10.2	10.6	10.2	11.0	11.7
M2	当月同比, %	10.6	10.5	9.7	9.2	8.3	8.1
1年期LPR	%	3.7	3.7	3.7	3.7	3.85	3.85
5年期LPR	%	4.45	4.45	4.60	4.60	4.65	4.65

注: 红色表示本月数据高于预期; 绿色表示本月数据低于预期; 无标注表示符合预期; 标注\*号的数据为1-2月累计同比增速。

# 三、海外宏观：政策收紧，增长放缓

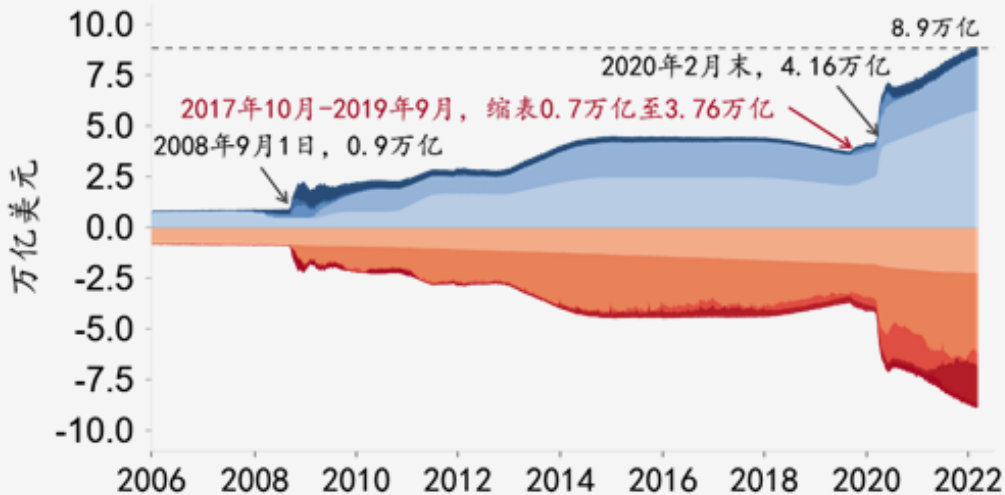
## (一) 美联储：收紧“三板斧”落地

- 美联储在5月议息会议后发表声明，宣布加息50bp，将联邦基金利率区间提升至0.75%-1%区间，并公布了缩表方案
- 美联储认为美国经济仍然十分强劲，未来出现衰退的概率较低
  - Q1美国GDP环比意外负增长，但主要受波动率较高的库存投资和净出口拖累，而居民消费和固定资产投资仍在迅速扩张

### 美联储资产负债表规模维持在9万亿美元附近

#### 美联储资产负债表

- 其它资产
- 贷款工具
- 回购及央行流动性互换
- 机构MBS
- 国债
- 流通现金
- 存款性机构存款
- 财政存款
- 逆回购
- 其它负债

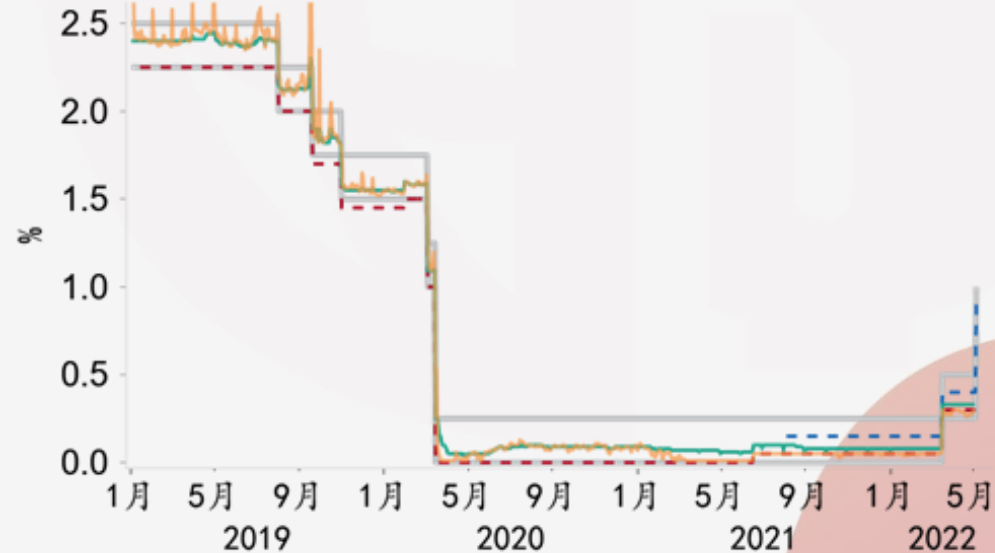


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 美联储政策利率区间上移50bp

#### 美联储利率操作框架

- SOFR
- EFFR
- IOER
- ON RRP
- 政策上限
- 政策下限



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

# 三、海外宏观：政策收紧，增长放缓

## (一) 美联储：收紧“三板斧”落地

### ■ 政策：双管齐下

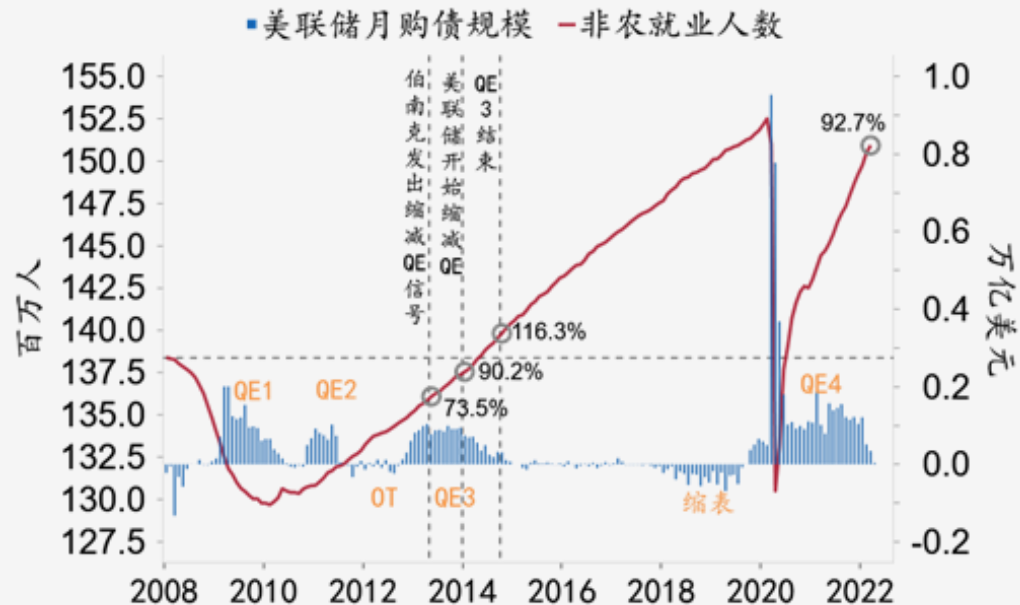
■ 加息：美联储暗示短期将快速加息，但排除加息75bp的可能性，6-7月各加息50bp可能性较高，下半年加息节奏或将放缓

■ 缩表：美联储将在6月1日正式启动缩表，分为两个阶段

■ 起步速率为每月475亿美元（300亿国债+175亿MBS）；3个月后速度翻倍达到每月950亿美元的稳定缩减速率

### 非农缺口已修复至疫前93%

#### 美联储量化宽松与非农就业情况



### 近期10年美债收益率冲高回落

#### 美国债收益率走势



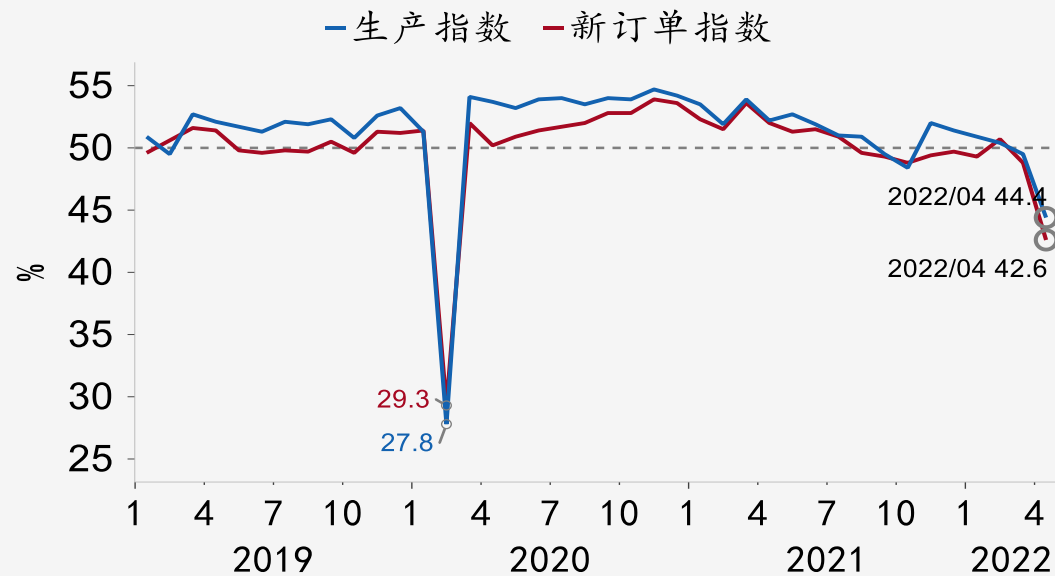
# 四、实体经济：疫情冲击加剧

## (一) PMI：供需两弱，价格持续上涨

- 4月制造业与非制造业景气度收缩加剧：制造业PMI为47.4%，环比下降2.1pct；非制造业PMI为41.9%，环比大幅下降6.5pct
- 制造业生产收缩加剧，需求大幅回落；企业预期转弱，价格指数有所回落但仍处高位，企业成本压力增大；企业产成品库存被动上升，供应链阻塞，就业收缩加剧；新出口订单收缩加剧，出口面临供需两重压力
- 非制造业商务活动指数环比大幅下降6.5pct至41.9%，收缩加剧。主要是受疫情冲击，物流不畅、管控升级、工人短缺影响建筑施工；居民需求低迷，失业率攀升，服务业受损严重

### 制造业生产收缩加剧，需求大幅回落

制造业PMI生产与新订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 进出口景气度均回落

PMI进口与新出口订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

# 四、实体经济：疫情冲击加剧

## (二) 生产：生产动能趋弱，就业压力上升

- 疫情冲击下，4月规上工业增加值同比-2.9%，较上月下行7.9pct，是2020年4月以来首次负增长，上中下游企业生产动能全面趋弱。分行业看，大部分行业工业增加值负增长，劳动密集型行业、价值链条较长的行业受冲击最大
- 4月就业压力进一步上升，全国城镇调查失业率上行0.3pct至6.1%。其中，16-24岁青年群体失业率上行2.2pct至18.2%，超过疫情爆发后最高水平16.8%
- 4月服务业生产指数进一步恶化，同比增速较3月下降5.2pct至-6.1%，连续两月负增长。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性服务业明显受挫

### 工业生产增速回落

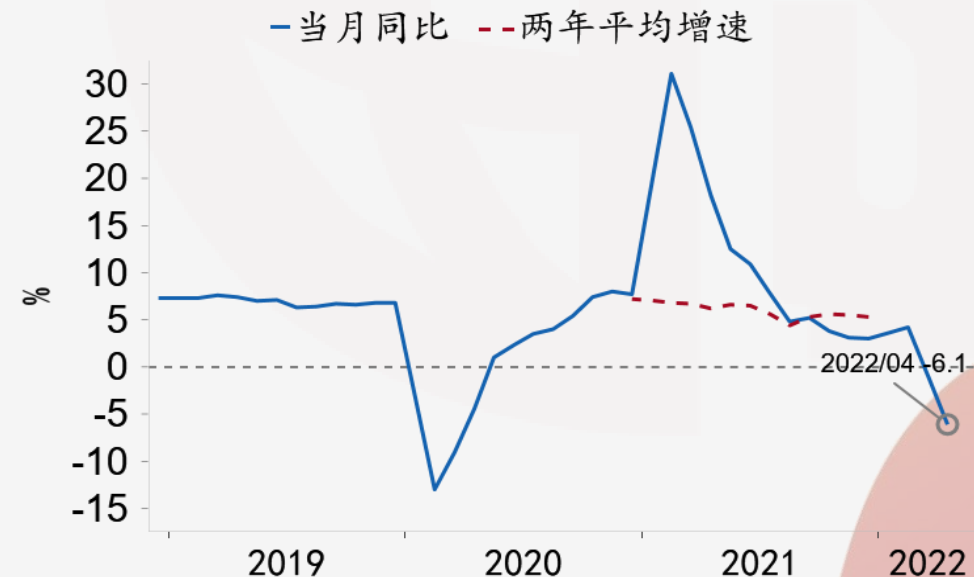
#### 工业增加值增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 服务业生产明显下降

#### 服务业生产增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

# 四、实体经济：疫情冲击加剧

## (三) 消费：疫情冲击下收缩幅度加大

- 4月消费增长进一步下滑，社消零售总额2.9万亿，同比下降11.1%，较3月下降7.6pct；1-4月社消零售总额13.8万亿，同比下降0.2%。疫情冲击下居民收入增长分化，预防性储蓄上升，线下消费场景受限都对消费构成显著压制
- 结构上看，商品和服务消费分化加剧，商品同比下降9.7%；餐饮同比下降22.7%。预计5月社消较4月有所好转，但仍维持负增长

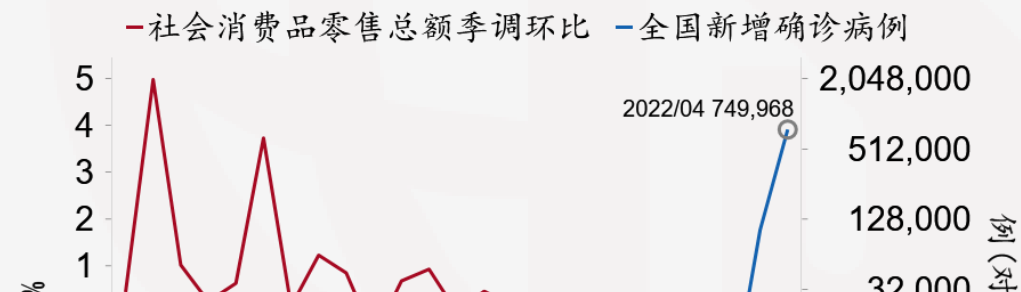
### 疫情冲击下消费增速大幅回落

商品和餐饮消费当月同比增速



### 疫情反复拖累消费复苏

社会消费品零售额增速与全国新增确诊病例



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\\_42566](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42566)

