

5 月宏观数据渐次亮相，我国疫后修复的经济状态逐步显露出来。

目前 5 月国内宏观经济指标已经公布了 4 个（PMI、出口、社融和通胀），加上 5 月美国通胀数据，我们能够大致描绘出 5 月宏观经济轮廓。立足海外需求、国内经济以及政策调控三个角度，我们能够更好把握当前宏观经济运行状态。

➤ 当前海外需求以及全球汽车链表现极强。

5 月出口强力反弹，同比增速快速修复，从 4 月的 4% 提升至 5 月的 17%。

值得一提的是，5 月汽车及其零部件、集成电路相关出口表现极强，同比增速明显高于一季度。

5 月美国通胀超预期。相较 4 月，5 月美国通胀环比变化较大分项是原油和二手车，二者价格强势反弹。

美国汽车价格环比上升较快，固然有供应链问题，但我们不能忽略美国汽车需求韧性。截止今年一季度，美国机动车与零部件零售库销比为 1.32%，仍处于绝对低位，反映美国汽车库存相对于需求仍严重不足。

➤ 国内稳增长政策仍按前期框架延续。

5 月社融增速反弹，本月社融放量主要依靠政府债券和表内票据。故而 5 月社融结构描述当前的融资状况依然是，政府积极表内加杠杆（政府债券融资扩张），金融供给条件放开（表内票据放量）。

此外居民信贷及企业中长贷较 4 月边际改善，意味着疫情最紧张时期过去，地产销售和基建融资也逐步走出至暗时刻。5 月 M2 增速高于社融，背后故事还是与 4 月相同，增值税留抵退税抬高 M2 读数。

通过 5 月社融数据，我们能够清晰把握稳增长政策框架：政府加杠杆、放开融资供给、地产政策宽松、减税降费纾解中下游企业压力、加大基建投融资。

➤ 相较强劲外需，疫后内需修复相对迟缓。

5 月出口以及美国通胀数据同步印证海外需求较强。相较强劲的海外需求，5 月尚处疫后经济初步修复，国内经济修复节奏偏慢。

首先是 5 月供给约束仍然存在。

压制 4 月经济的直接因素在于供应链约束。5 月供应链约束较 4 月有所缓解，然而高频数据所捕捉的各行业复工复产速度整体弱于疫情之前。例如货运物流水平，全国百城拥堵延时指数。

当前生产和就业修复仍相对迟缓。

5 月核心通胀偏低，主因 5 月房租价格同比转负。2011 年以来，房租价格同比转负极其少见。而房租与就业相关性极强，这意味着 5 月国内经济仍面临一定就业压力。可做同步印证的是 5 月 PMI，从业人员分项指数依旧疲软，与 5 月核心通胀表现完全一致。

➤ 疫后经济修复的四点宏观启示。综合已发布的 5 月宏观指标，我们可以基本描绘疫后经济大致面貌。具体有四启示。

启示之一，当前经济状态是外需强于内需。不能将 5 月经济修复判断为全面强力修复，高频数据显示供应链约束、复工达产情况较疫情之前仍有差距。我们认为短期内复工复产进展仍需推进一段时间。

启示之二，当前经济修复存在明显的产业梯次。我们曾经给出疫后经济修复的五大产业梯次。其中修复最快、弹性最大的是汽车、计算机通讯等电子设备制造业。近期数据验证我们前期对产业修复梯次的判断。

启示之三，当前处于稳增长政策效果观察期。4 月疫情约束之下，稳增长政策无法体现效果。疫情退去之后，前期系列政策才会逐步显现出效果。预计 6 月是重要的政策观察窗口期。

启示之四，不轻言美债利率见顶或海外加息节奏放缓。5 月美国 CPI 读数显示，不仅核心通胀“见顶”速度慢于预期，美国名义通胀同样难言“见顶”。5 月美国通胀读数基本奠定未来三次会议至少每次加息 50BP 的基调。我们认为美联储在 6、7、9 月三次会议或分别加息 50BP。假如未来通胀增速继续超预期，7 月和 9 月议息会议上，加息 75BP 恐仍为潜在选项。

风险提示：疫情发展超预期；经济趋势超预期；美国通胀超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谢文迪

执业证书：S0100120080003

电话：18807906838

邮箱：xiwendi@mszq.com

研究助理 谭浩弘

执业证书：S0100121110017

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 复工复产的产业梯次
2. 出口反弹幅度异乎寻常
3. 美联储缩表的“马奇诺防线”
4. 冗余流动性：美联储缩表的理论缓冲垫

目 录

1 海外需求及全球汽车产业链表现强韧	3
2 国内稳增长政策框架近期仍在延续	4
3 相较强劲外需，疫后内需修复迟缓	6
4 疫后经济修复的四点启示	7
风险提示	9
插图目录	10

1 海外需求及全球汽车产业链表现强韧

本月最引人注目的莫过于出口。5 月出口同比接近 17%，高于疫情之前的一季度出口同比（15.8%）。同样超市市场预期还有美国通胀数据。

结合美国通胀以及中国出口数据，我们惊讶发现目前全球汽车产业链景气度较高。

5 月出口强势反弹，国内层面因素有三，港口运力转移、制造业库存消耗、集成电路等出口商品涨价。这一点，我们在之前报告《出口反弹异乎寻常》有过详细探讨。5 月出口强势回弹，海外需求超预期韧性同样不可忽视。

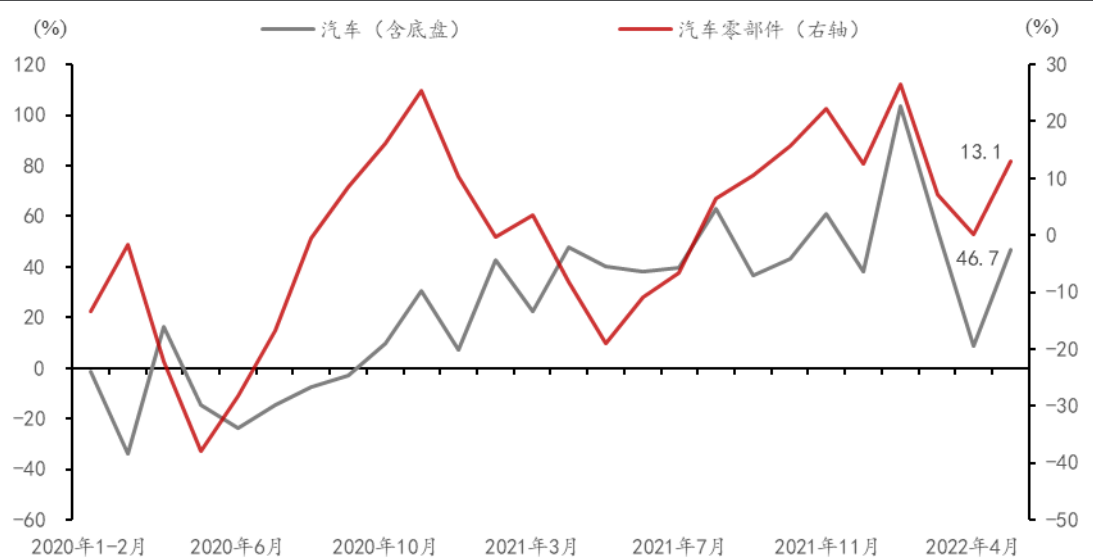
5 月韩国和越南出口均较强，印证 5 月全球经贸热度高，全球出口景气高涨。美国作为本轮全球经济的总龙头，美国需求强韧，基本意味着海外经济动能强劲。5 月美国 CPI 和核心 CPI 同比均超市之前预期，印证当前全球需求动能体现出超乎寻常的韧性。

5 月中国出口，汽车链出口表现超预期强势。

5 月中国出口面临显性结构特征，居家链商品出口走弱，出行链商品出口走强，生产所需的中间品出口走强。居家链商品主要包括消费电子、家具家电等耐用品；出行链商品的代表是汽车、服装等；中间品具有代表性的产品是集成电路和汽车零部件。

值得一提的是集成电路和汽车零部件，5 月出口同比分别达到 17.6% 和 13.1%，读数上明显超过今年一季度。可见当前汽车产业链相关出口动能之强。

图 1：5 月汽车及其零部件出口显著走强



资料来源：Wind，民生证券研究院

再来看 5 月美国通胀超预期，主要与食品、能源、汽车价格和租金有关。相较 4 月，5 月美国通胀环比变化较大分项是原油和二手车，二者价格强势反弹。

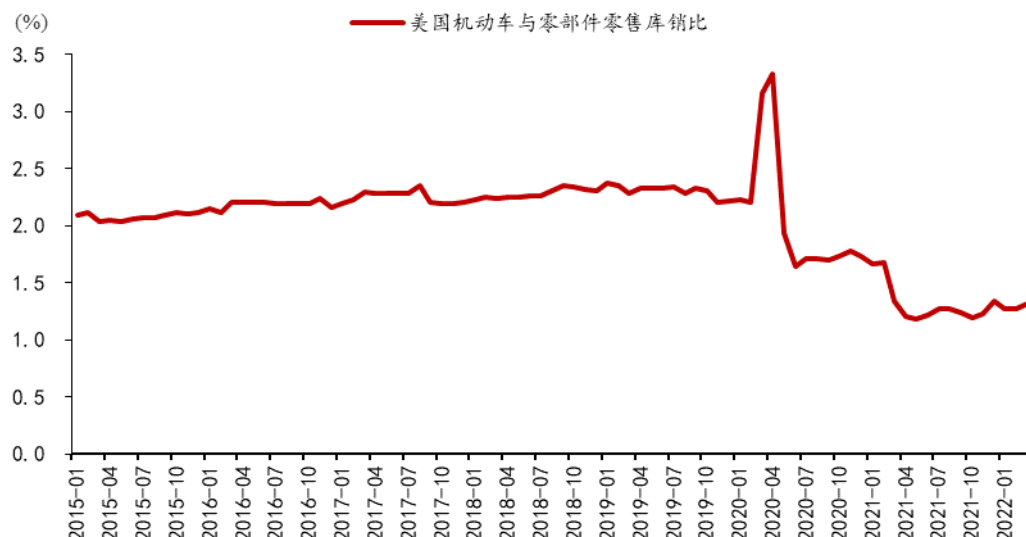
汽车通胀 5 月显著反弹，反映当下美国汽车需求动能极强。

2022 年 5 月，美国 CPI 新车分项环比录得 1.0%，已经两个月维持较高增速（4 月为 1.1%）。美国汽车价格环比上升较快。这背后固然有供应链问题，但我们不能忽略美国需求

的韧性。

截至 2022 年 3 月，美国机动车与零部件零售库销比为 1.32%，仍处于绝对低位。这反映美国汽车库存相对于需求仍严重不足。

图 2：美国汽车零售库销比处于绝对低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

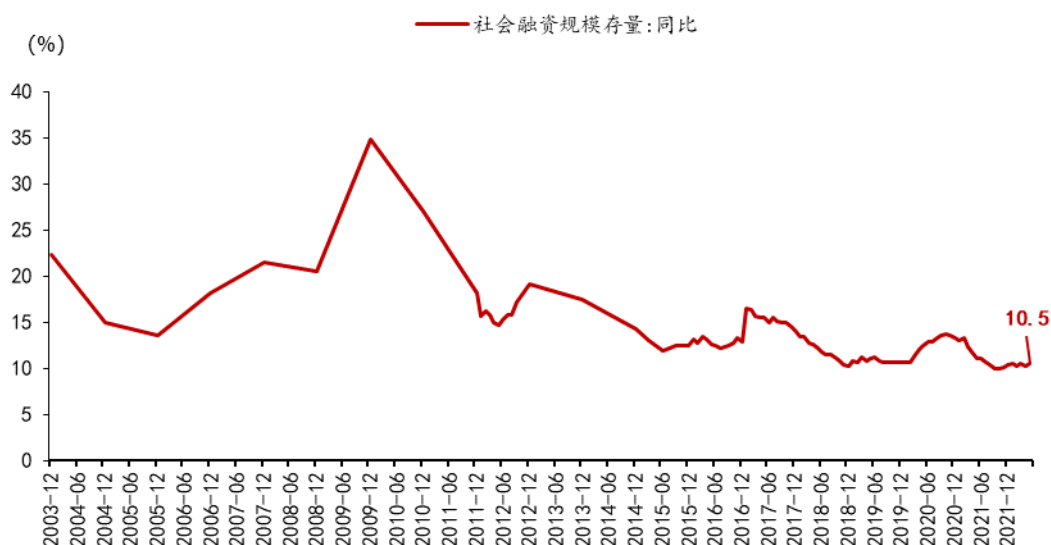
2 国内稳增长政策框架近期仍在延续

透过社融数据，我们能够把握当前稳增长政策意图和效果。

4 月社融同比从 3 月的 10.5% 快速下降至 10.2%，5 月再度恢复至 10.5%。5 月社融放量主要依靠政府债券和表内票据，两者分别当月净融资 1.1 万亿和 7129 亿元，同比多增约 4000 亿元和 5000 亿元。

5 月社融结构描述当前的融资状况依然是，政府积极表内加杠杆（政府债券融资扩张），金融供给条件放开（表内票据放量）。

政府加杠杆，融资供给放开，这两点融资供求特征，一直贯穿于年初以来的社融表现之中。

图 3：5 月社融同比快速反弹


资料来源：Wind，民生证券研究院

5 月 M2 同比 11%，较前值（10.5%）继续快速走高。本月社融同比 10.5%，M2 增速依然快于社融，还是既有原因——增值税留抵退税抬高 M2。

4 月退税额度 8015 亿元，5 月退税额度 5385 亿元，连续两个月增值税退税月度额度超过 5000 亿元。增值税留底退税还剩约 3000 亿元，将于今年 6-7 月份完成。**过去两个月 M2 增速快于社融，随着增值税留抵退税额度缩减，社融和 M2 增速缺口或有收敛。**

5 月相较 4 月改善的融资板块是居民信贷和企业中长贷。虽然 5 月居民信贷和企业中长贷仍处历史偏弱水平，但相较 4 月状况——居民中长贷融资-313 亿元，企业中长期贷款同比-60%，当下居民和企业部门融资明显改观。这表明，**疫情最紧张时期过去，地产销售和基建融资也逐步走出至暗时刻。**

通过 5 月社融数据，我们能够清晰把握稳增长政策框架：政府加杠杆、放开融资供给、地产政策宽松、减税降费纾解中下游企业压力、加大基建投融资。

图 4：今年已披露的减税降费信息

时间	留抵退税进程	留抵退税对象	留抵退税规模
截至2022年4月15日	4月1日到4月15日已有 4202亿元 留抵退税款退到52.7万户纳税人的账户。	小微企业51万户，占比96.8%；大中型企业1.7万户，占比3.2%。	4202亿元
截至2022年4月30日	4月1日到4月30日已有 8015亿元 增值税留抵退税款退到纳税人账户上，再加上一季度继续实施的此前出台的留抵退税老政策退税1233亿元。	小微企业139.5万户，占比96.1%，“制造业”等六个受益行业52.2万户（8015亿元）	8015亿元
截至2022年5月10日	4月1日到5月10日已有 9138亿元 留抵退税款退至纳税人账户，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策退税1233亿元。	中小微企业户数占比99.3%，退税金额占比72.7%（9138亿元）	9138亿元
截至2022年5月16日	4月1日至5月16日，共有 9796亿元 留抵退税款退到企业账户，再加上一季度继续实施此前已经出台的增值税留抵退税老政策1233亿元。	/	9796亿元
截至2022年5月31日	今年4月1日至5月31日，已退还留抵税额约1.34万亿元。	/	1.34万亿元

资料来源：财政部，民生证券研究院整理

3 相较强劲外需，疫后内需修复迟缓

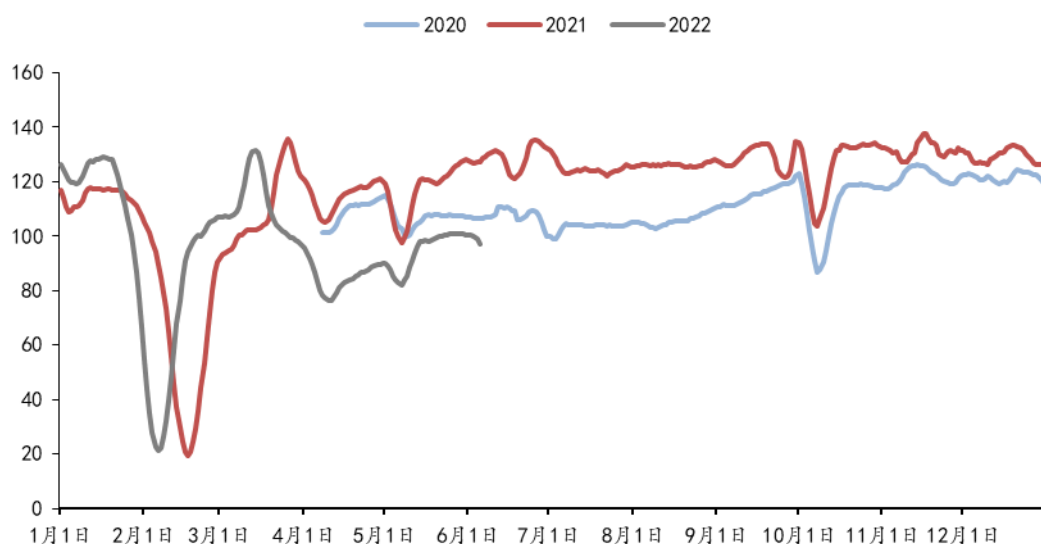
5 月出口以及美国通胀数据同步印证海外需求较强。相较强劲的海外需求，5 月尚处疫后经济初步修复，国内经济修复节奏偏慢。

其一，5 月供给约束仍然存在。

高频数据所捕捉的各行业复工复产速度整体弱于疫情之前。例如货运物流水平还低于疫情之前。疫情期间，全国整车货运物流周（7dma）有明显下降，4 月中上旬降至最低点（同比-30%左右），之后逐步回升，但较过去两年仍处于较低水平（同比-20%左右）。

3 月以来，全国百城拥堵延时指数开始出现下降，于 3 月中下旬降至最低点，从 6%（主要受春节错位影响）降至-10%左右，之后在波动中逐步上升，目前已恢复至正常水平（同比 0%左右）。各线城市恢复存在差异，恢复程度目前三四线城市>二线城市>中心城市。

图 5：全国整车货运物流（7 日移动平均）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

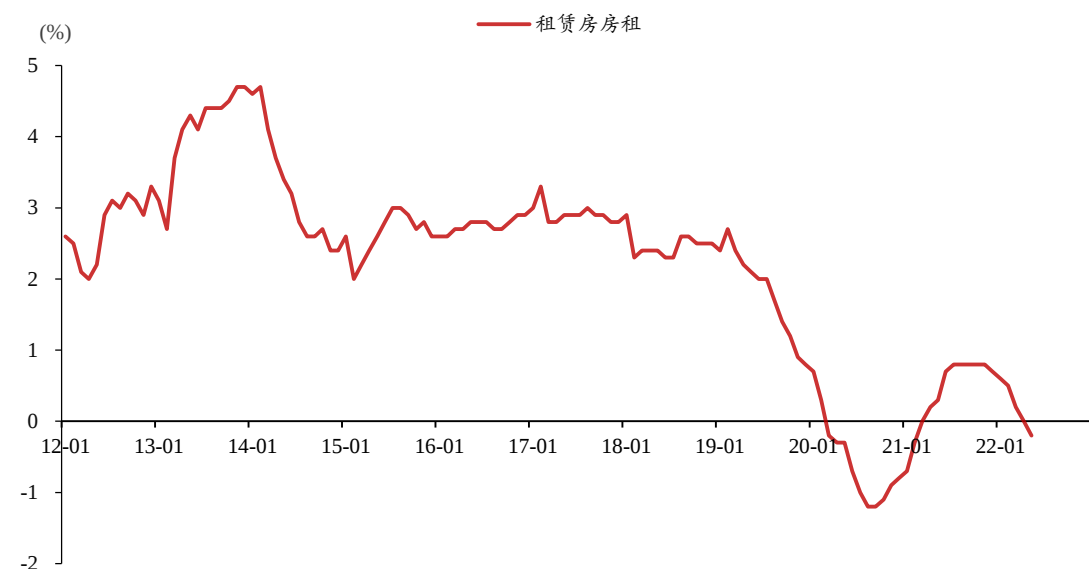
其二，当前生产和就业修复仍相对迟缓。

5 月核心 CPI 持平于前值。最引人关注的分项是房租价格同比转负。

住房租赁价格关系核心通胀走势，也与就业关系紧密。5 月全国住房租赁价格同比转负。2011 年以来，房租价格同比转负并不多见，仅在疫后 2020 年 3 月以及 2021 年 2 月这两段时期出现过。这意味着 5 月国内经济仍面临一定就业压力。

5 月 PMI 从业人员指数依旧疲软，虽然环比改善，但幅度不大（只 0.4 个点），与 5 月核心通胀表现完全一致。

图 6：5 月全国住房租赁价格同比转负



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 疫后经济修复的四点启示

综合已发布的 5 月宏观指标，我们可以基本描绘疫后经济大致面貌。具体有四点启示。

启示之一，当前经济状态是外需强于内需。

5 月 PMI 显示当前库存消耗快于新增生产，生产经营修复快于实际就业。5 月核心通胀及房租表现，同步印证当前实际有效生产仍弱于疫情之前。

不能将 5 月经济修复判断为全面强力修复，高频数据显示供应链约束、复工达产情况仍具疫情前有一段距离。预期短期内复工复产进展仍需推进一段时间。

启示之二，当前经济修复存在明显的产业梯次。

我们曾经给出疫后经济修复的五大产业梯次（详见《复工复产的产业梯次》）。其中修复最快、弹性最大的是汽车、计算机通讯等；修复最慢、幅度最小的是纺织业、造纸等。

——民生证券宏观团队出品，敬请关注民生证券宏观团队公众号，获取更多宏观经济数据与观点。

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_42866

