

总量研究

供需均在恢复中，但有所分化

——2022 年 5 月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：

国家统计局公布 2022 年 5 月经济数据：1) 5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%，前值为-2.9%；2) 1-5 月固定资产投资同比增长 6.2%，前值为 6.8%；3) 5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，前值为-11.1%。

点评：

生产恢复情况不错，后续仍有不少恢复空间，焦点主要看制造业生产；二季度经济增速面临较大的保“2”压力。5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%（前值为-2.9%）；5 月份环比增速为 5.61%（前值为-5.8%）。同比和环比两项数据，均较 4 月出现明显提升，好于市场预期。当前生产恢复的情况不错，后续仍有不少恢复空间，焦点主要看制造业生产。二季度经济增速面临比较大的保“2”压力。

投资有所恢复，地产投资修复情况较慢，制造业投资 5 月提升幅度有限，5 月基建投资增速提升明显但仍低于一季度表现，后续需进一步观察。5 月固定资产投资同比增速为 4.6%（前值为 1.8%，上升 2.8 个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-7.8%、7.1%和 7.9%（前值分别为-10.1%、6.4%和 4.5%）。地产投资修复情况较慢。制造业投资 5 月提升幅度有限。5 月基建投资增速提升明显但仍低于一季度表现，后续需进一步观察。

消费恢复相对艰难，必选消费继续维持高水平，可选消费整体有所恢复（家电消费除外），服务类消费下降幅度仍较大。5 月当月社消增速同比下降 6.7%，环比增速仅为 0.05%，反映目前消费恢复较为艰难。从消费品种类维度来看，必选消费继续维持高水平，可选消费整体有所恢复，但家电消费（与地产需求有关）降幅加大，服务类消费下降幅度仍较大。

债市观点

今年以来至 6 月上旬，利率债二级市场大致经历了 3 个不同的演变阶段。后续来看：**1) 短端利率走势可能更为确定。**目前资金面相对宽裕，且宽信用仍在途中，资金面持续宽松的情况预计年内降继续维持；而在美联储加息周期中，我国政策利率下降的空间有限，因此资金利率难有继续下降的动力。**2) 基本面应该已经度过了最艰难的时期，但后续出口增速预计将回落，财政政策目前定位是按照年初两会制定的政策推进，可能并无太多增量政策。因此后续基本面很难有太好的表现。这一背景下，长端利率很难出现趋势性的向上机会，我们认为整体将在 2.8%左右震荡，而 2.7%则可能是年内的低位。**3) 整体来看，后继债市可能很难出现大的交易机会，择机入场也要适时退场。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

主要指标均有明显下降，关注后续恢复情况——
2022 年 4 月经济数据点评兼债市观点
(2022-05-16)

1、事件

2022 年 6 月 15 日，国家统计局公布 2022 年 5 月经济数据：

- 1) 5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%，前值为-2.9%；
- 2) 1-5 月固定资产投资同比增长 6.2%，前值为 6.8%；
- 3) 5 月社会消费品零售总额同比下降 6.7%，前值为-11.1%。

2、点评

2.1、生产恢复情况不错，后续仍有不少恢复空间，焦点主要看制造业生产；二季度经济面临较大的保“2”压力

2022 年 5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%（前值为-2.9%）；5 月份环比增速为 5.61%（前值为-5.8%）。同比和环比两项数据，均较 4 月出现明显提升。随着疫情防控开始进入常态，生产的恢复是顺理成章的事情，需要关注的是，目前恢复的水平。可以从以下几个视角观察：

第一是，**从市场预期来看**，5 月规模以上工业增加值同比增速为 0.7%，稍高于 Wind 一致预期的-0.1%，好于市场预期；

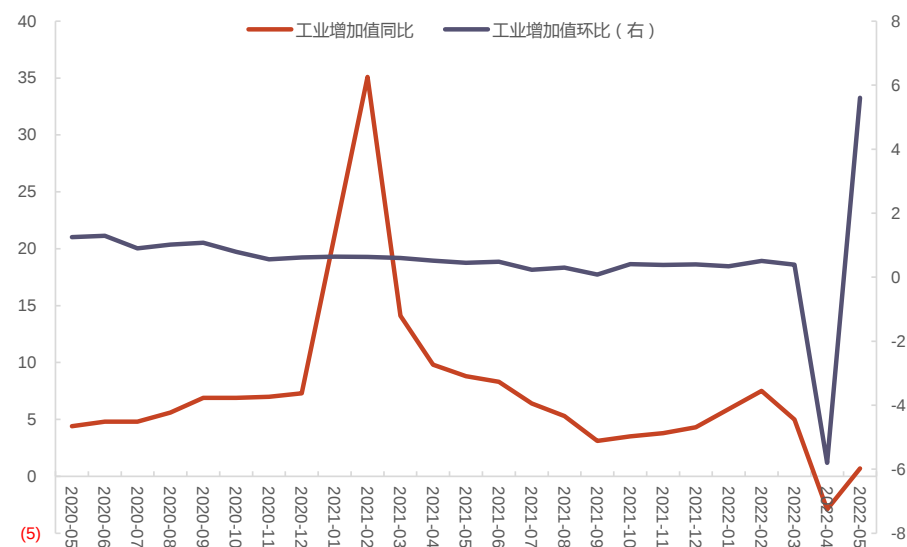
第二，**从环比增速来看**，4 月规模以上工业增加值环比增速为-5.8%，5 月为 5.61%，两者之和为负值，说明生产整体水平仍低于 4 月前，后续有不少恢复的空间；

第三，**从结构来看**，5 月采矿业增加值同比增长 7%（前值为 9.5%，下降 2.5 个百分点），制造业增加值同比增长 0.1%（前值为-4.6%，上升 4.7 个百分点），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长 0.2%（前值为 1.5%，下降 1.3 个百分点）。采矿业生产增速虽有下降，但表现仍然较好，在能源和上游价格居高不下背景下，采矿业供给环境较好；电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速则是季节性下降。制造业生产同比增速转正，考虑到长三角区域是在 5 月中旬后才进入到全面复工的，因此可以认为制造业生产恢复的情况较好。

综合上述分析，**大致可以判断当前生产恢复的情况不错，后续仍有不少恢复空间，焦点主要看制造业生产**。考虑到 5 月我国出口仍维持在高增速水平，企业的订单短期内仍较为充足，后续工业生产有较好的支撑，在主要经济指标中，预计也将较快的回到一季度水平。

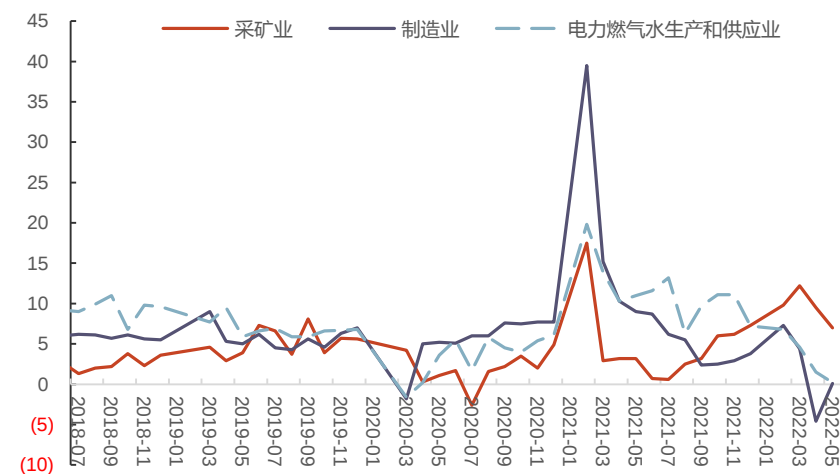
另外，也需要注意到，由于我国季度 GDP 增速主要根据生产法推算，因此规模以上工业增加值同比增速是一个很好的参照指标。4、5 月我国规模以上工业增加值同比增速分别为-2.9%，0.7%，假设 6 月规模以上工业增加值同比增速回到年初 7%左右的增速，则二季度规模以上工业增加值同比增速大致在 4.8%。从这点来看，二季度经济增速面临比较大的保“2”压力。

图表 1：5 月以来规模以上工业生产同比和环比增速均现明显恢复



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 2：5 月制造业生产同比增速转正



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、 投资有所恢复，地产投资修复情况较慢，制造业投资 5 月提升幅度有限，5 月基建投资增速提升明显但仍低于一季度表现，后续需进一步观察

1-5 月全国固定资产投资 20.60 万亿元，同比增长 6.2%（前值为 6.8%）。**从环比增速来观察**，5 月固定资产投资环比增长 0.72%（前值为-0.85%），4、5 月环比之和仍为负值，说明投资仍未恢复到 4 月前。

从当月增速来看，5月固定资产投资同比增速为4.6%（前值为1.8%，上升2.8个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-7.8%、7.1%和7.9%（前值分别为-10.1%、6.4%和4.5%），分别上升2.3、0.7和3.4个百分点。

结合来看，对于固定资产投资，大致结论如下：

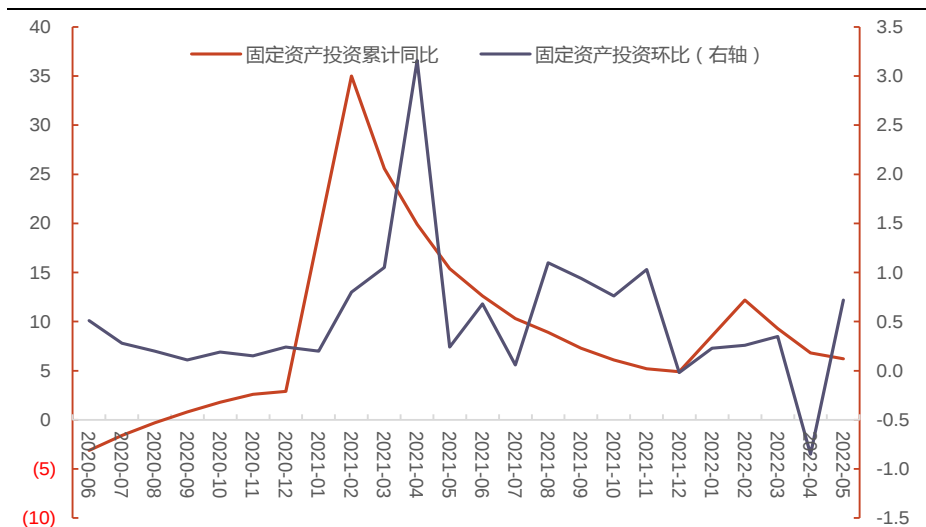
整体来看，一季度固定资产投资增速录得较高水平，4月受地产拖累和疫情影响，走弱明显；5月投资有所提升，后续亦有空间。

地产投资修复情况较慢。2021年起房地产开发投资累计同比增速逐月下降（今年3月累计增速较去年同期下降了近25个百分点）。当月增速中，今年1-2月同比增速回升，超出市场预期，但3月再次下降（下降幅度较去年9-12月要小）。说明地产行业在政策纠偏后，整体有一定程度改善。4月地产投资降幅扩大，5月则降幅稍有收窄，但仍比3月降幅要大。另外，1-5月份，商品房销售面积同比下降23.6%（1-4月为-20.9%），5月房地产开发景气指数为95.60（低于4月的95.88），从这些数据来看，说明目前地产市场景气和需求都较弱，投资恢复情况也自然较慢。

制造业投资5月提升幅度有限。经过连续5个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，工业企业有一定的扩张能力，制造业投资对经济的支撑值得期待。4月，受疫情影响，制造业投资同比增速降至6.4%（相较3月下降5.6个百分点），5月当月为7.1%，提升的幅度相对有限。后续需要进一步观察。

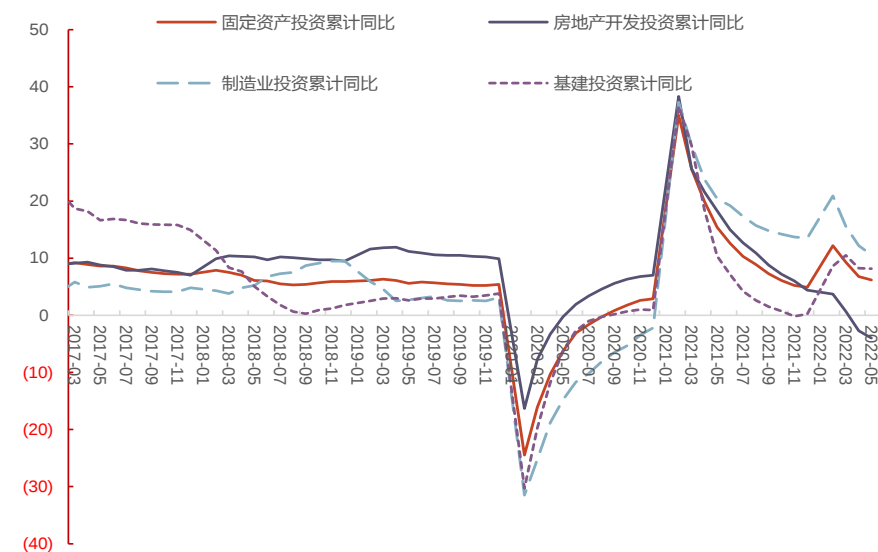
5月基建投资增速提升明显但仍低于一季度表现，后续需进一步观察。地产投资外，基建投资也是拖累2021年固定资产投资增速下降的重要原因，随着稳增长成为后续经济工作主要目标和宏观政策的着力点，市场对基建投资期望较高。从2022年一季度表现来看，10.5%的增速水平与市场预期基本一致。受疫情影响，4月基建投资同比增速仅为4.5%（较3月下降7.3个百分点），5月同比增速则回升至7.9%，提升了3.4个百分点，但低于一季度水平。基建投资是今年稳增长的重要支撑，4月、5月基建投资表现受到疫情的扰动，后续表现需要进一步观察。

图表 3：5月固定资产投资环比增速为 0.72%

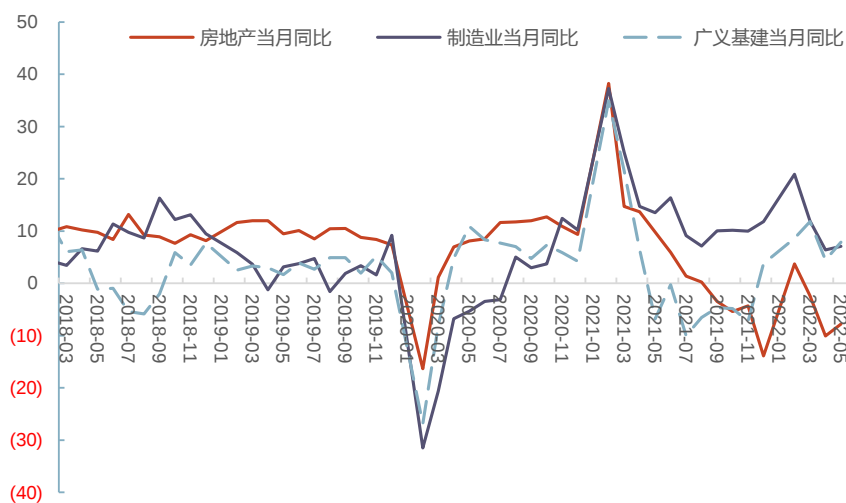


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图表 4：固定资产投资三大项累计增速情况



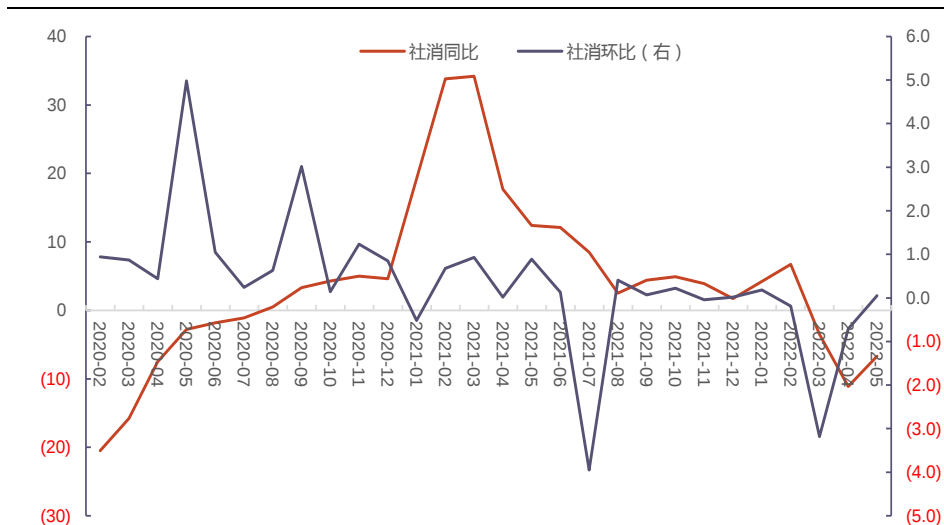
图表 5：5月固定资产投资中各分项恢复情况并不一致



2.3、消费恢复相对艰难，必选消费继续维持高水平，可选消费整体有所恢复（家电消费除外），服务类消费下降幅度仍较大

1-5月份，社会消费品零售总额为17.17万亿元，同比下降1.5%。5月当月社消增速同比下降6.7%，前值为下降11.1%，降幅有所收窄。另外，从环比来看，5月社消环比增速仅为0.05%。同比和环比增速都反映目前消费恢复较为艰难。

图表 6：5 月社会消费同比增速降幅有所收窄

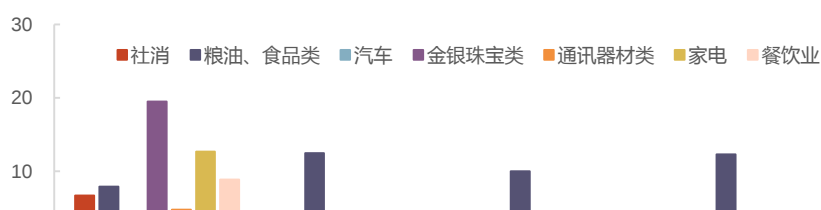


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从消费品种类维度来看，5 月必选消费继续维持高水平，可选消费整体有所恢复，但家电消费（与地产需求有关）降幅加大，服务类消费下降幅度仍较大。

5 月全部消费品，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业（限额以上单位）消费同比增速分别为-6.7%、12.3%、-16%、-15.5%、-7.7%、-10.6%、-20.8%（前值分别为-11.1%、10%、-31.6%、-26.7%、-21.8%、-8.1%、-24%），分别变动 4.4、2.3、15.6、11.2、14.1、-2.5、3.2 个百分点。从数据对比来看，粮油、食品类必选消费继续维持较高水平。可选消费整体降幅在收窄，但与地产市场联系较大的家电消费降幅有所扩大，侧面反映地产需求端的疲弱。另外，服务类消费同比增速降幅虽有所收窄，但下降的水平仍较高，显示服务类消费恢复较慢。

图表 7：主要消费品当月同比增长情况



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_43003

