

## 宏观点评 20220615

### 被低估的5月经济回升：U还是V？

2022年06月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《常态化核酸对二季度 GDP 增速的拉动有多大？》

2022-06-12

《美联储又踩了通胀的雷》

2022-06-11

《金融数据点评：M2、社融增速差创近6年新高，反映了什么？》

2022-06-10

■ 我们在两周前曾提醒二季度接下来的经济数据很可能持续超市场预期。从今天公布的5月增长数据来看，不论是工业、投资还是消费的回升均普遍好于市场预期。这种超市场预期回升背后的原因是什么？我们认为目前还主要体现在供给端的快速修复。然而，随着各地在疫情防控上更趋灵活，我们预计经济将迎来供给修复+需求回补的双重驱动，从而在6月实现V型反弹，二季度GDP也有望实现2%以上的增速。

■ 5月经济供给端的快速修复源于两点：一是全国封控水平的显著下降（图1）；二是地方稳经济主抓产业链供应链的稳定（图2）。我们看到6月以来反映中国防疫封控程度的有效封锁指数加速下降，这无疑为地方政府在稳投资和促销费上创造了有利的外部条件；尤其是考虑到全国已有28个省级行政区将促消费作为稳经济的重要抓手，这也意味着6月经济在供需两端均有较大回补空间。

■ 物流约束改善，工业吹响“反攻”号角。工业生产的超市场预期转正（同比增速由4月的-2.9%至5月的0.7%）背后主要的原因还是物流回暖、疫情导致的供给约束放松。从组成部分看，制造业同比转正是主要的边际变化，从行业看，由于上海等地加速复工复产，此前最大的拖累汽车制造业的同比跌幅显著收窄，除此之外在稳外贸政策的支持下，计算机等电子设备制造、化学原料及制品以及电气机械成为5月制造业回暖的重要。6月，疫情蔓延基本得到控制，供给约束进一步，内需回暖叠加地方政府更加注重本地经济复苏，工业生产的反弹会加快，我们预计工业增加值同比增速将回到4%以上。

■ 地产企稳出现微弱信号。5月地产投资同比跌幅小幅收窄至7.80%，从组成部分来看，疫情冲击下地产施工继续恶化（尤其是竣工），地产投资边际好转的主要原因可能是土地购置的改善，5月土地购置面积同比跌幅没有继续扩大。从高频数据，6月初地产销售数据将继续回暖，不过由于端午节错位因素（2022年在6月初，2021年在6月中旬），虽然土地成交高频数据在6月上旬继续走弱，但我们认为可能不能真实反映6月全月的实际情况。对于地产，考虑到政策时滞和基数，第二季度地产支持政策加码下，地产销售已经开始企稳，不过地产依旧会“缺席”经济的V型反弹。

■ 汽车消费好转，社零降幅超市场预期收窄。5月社零同比降6.7%（彭博一致预期降7.1%），其中，汽车作为消费领域各地财政刺激的主要发力点，同比增速跌幅收窄至16.0%（4月降31.6%），拖累社零增速4.5个百分点（4月拖累9.3%）（图8、表1）；其他绝大部分产品同比增速降幅较4月收窄，烟酒产品零售额同比增速转正（图9）；不过，餐饮消费仍受较大冲击，同比跌幅21.1%（4月跌22.7%）

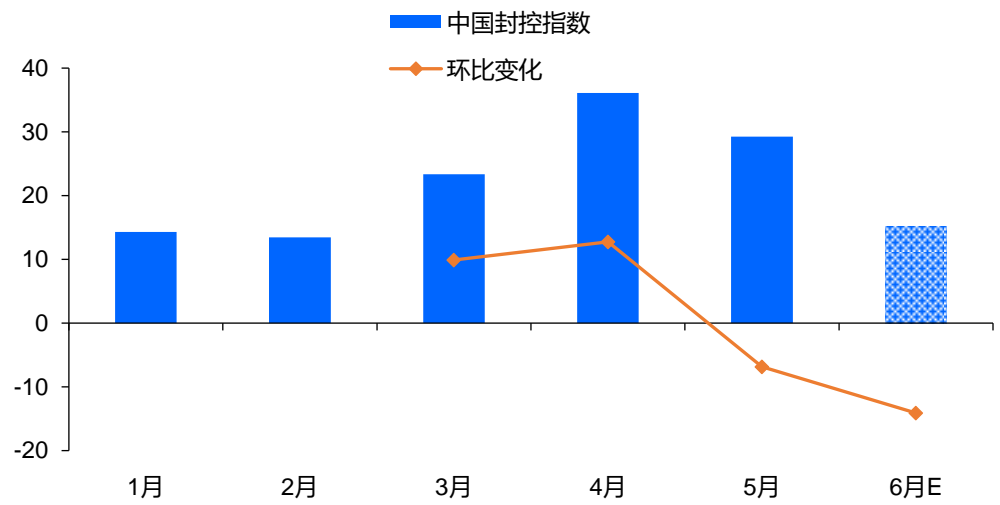
我们此前的报告参考香港地区疫情下消费的修复（图10），测算在乐观情况下，6月内地消费增速有望转正至1.3%：一方面常态化核酸政策助力复工复产的推进；另一方面得益于各地促销费领域财政刺激，已有18个省市以消费券、补贴等形式促进汽车消费；美团数据也显示2022年前4个月，20个省市先后发放总额超过34亿元的消费券。

■ 专项债的大规模发行将于6月收官，预计6月基础设施建设投资增速还将上升，但将在下半年有所回落。在专项债支持下5月基础设施建设投资增速同比增长7.9%，不含电力为7.2%。其中水利、公共设施建设、交运依然是资金的主要投向，道路运输投资增速仍在负区间，为主要拖累因素。资金来源方面，5月新增专项债达6300余亿元，同时PPP项目投资额依然保持在3000亿元以上，在不考虑政府性基金支出、一般公共预算支出的情况下，两项规模已较2021年同期多增3千余亿元。

根据政策对专项债发行和使用的要求，预计6月还将有1.6万亿元的新增专项债规模，6月基础设施投资增速还将有所上升。然而，由于专项债的靠前发力，我们预计下半年基建投资增速将有所滑落。

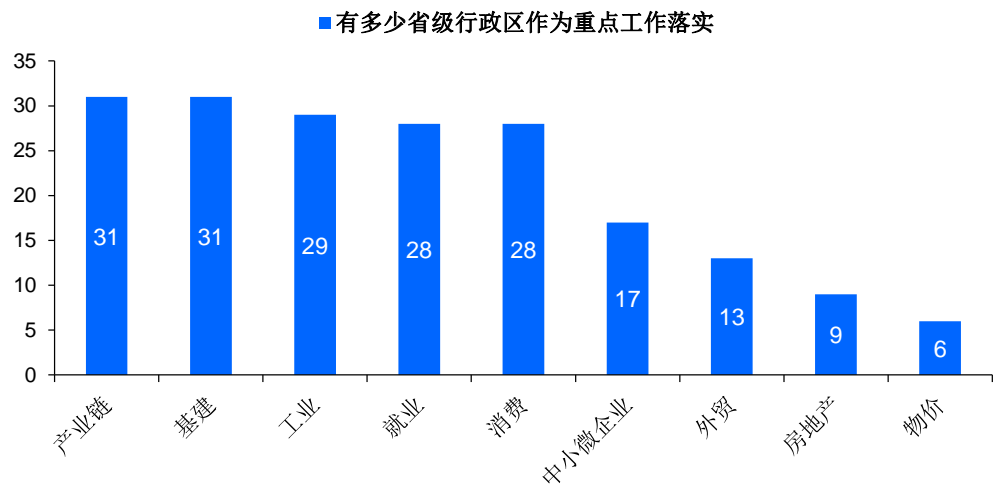
■ 风险提示：海外货币政策收紧下外需回落，国内疫情扩散超市场预期。

图1: 2022年5月中国的疫情封控程度显著下降, 6月以来在趋势上更是继续加快



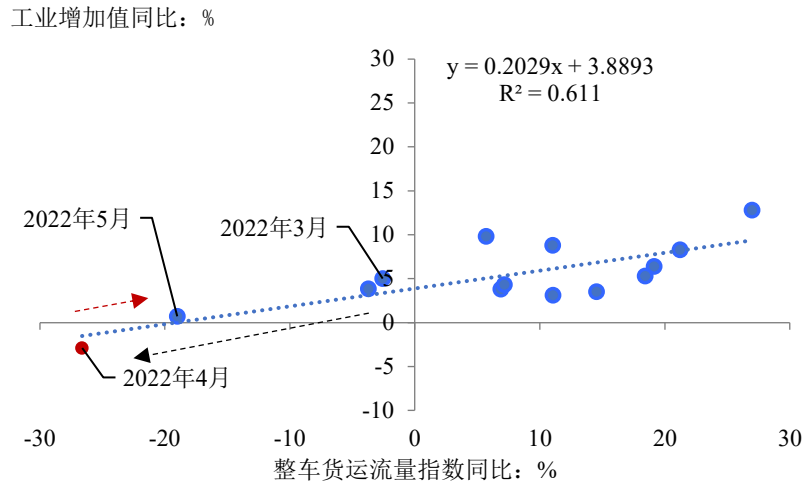
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 地方政府普遍以产业链和基建作为稳经济大盘的主要抓手



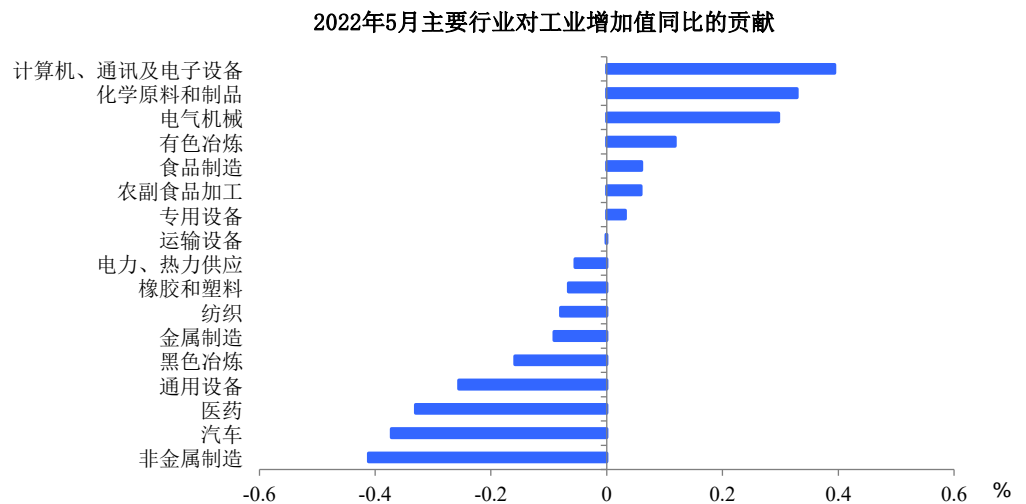
数据来源: 地方政府网站, 东吴证券研究所

图3: 物流复苏带来工业生产回暖



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年5月主要行业对工业增加值的贡献



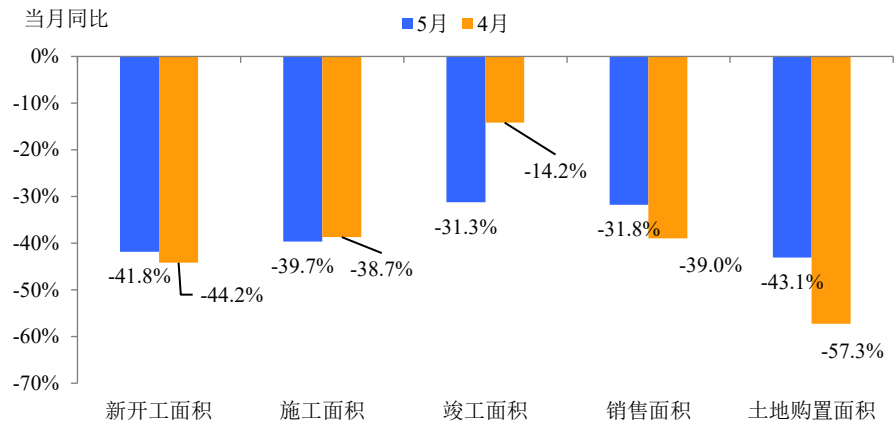
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 6月工业增速预测

	中高风险区域	其他涉疫区域	增速预测	原预测
GDP占比	8%	4%		
中性	-14%	-8%	4.3%	6.5%
悲观	-14%	-14%	4.0%	6.5%
乐观	-8%	-8%	4.8%	6.5%

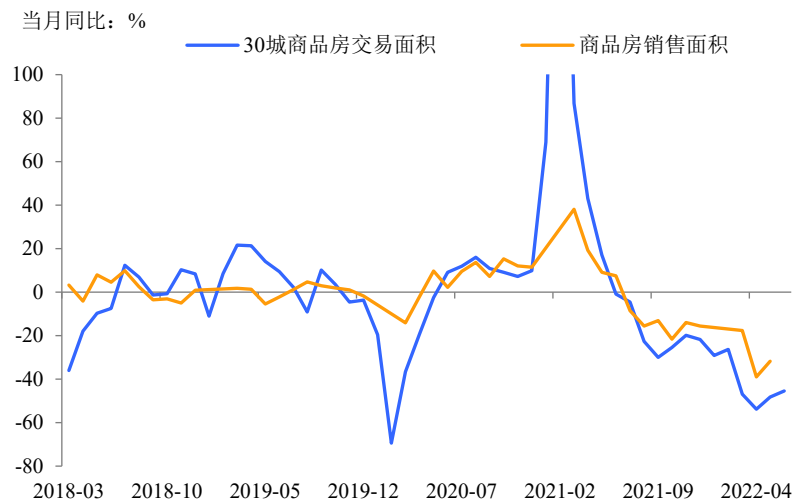
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图6: 2022年4月和5月地产相关面积数据



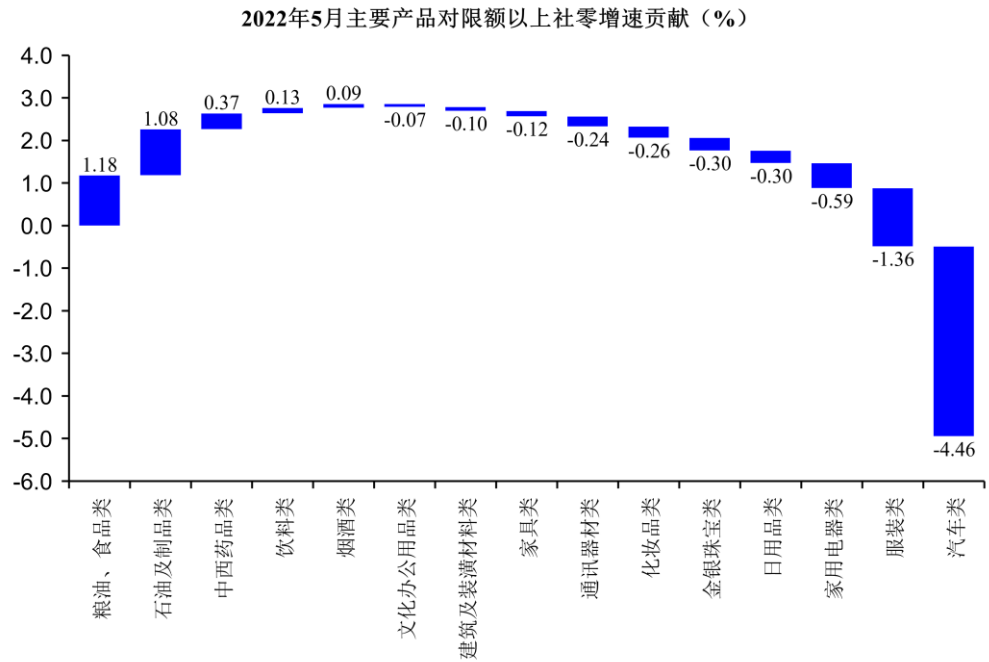
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 6月地产销售有望继续缓慢改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022年5月汽车、服装类产品为限额以上社零增速的最大拖累



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 我国各地促消费政策节选

中央/地方	时间	政策
国常会	2022.05.23	促消费和有效投资: 阶段性减征部分乘用车购置税600亿元
北京	2022.06.1-12.31	单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税
深圳	2022.05.23-12.31	汽车消费补贴: 对购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者, 给予最高不超过1万元/台的补贴。新增投放2万个普通小汽车增量指标, 对购置新能源汽车的中签者, 给予最高不超过2万元/台补贴 其他消费券: 3000万元数字人民币红包, 覆盖线上线下消费场景
上海	2022.06.1-12.31	上海年内新增非营业性客车牌照额度4万个, 按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税, 对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性10000元补贴
成都	2022.06.1-6.30	数字人民币线上消费券将通过京东、唯品会、美团三个电商平台分三批次发放, 共计约141万份, 总额1.6亿元, 涵盖零售、餐饮、文化、旅游等行业
郑州	2022.06.1-8.31	根据新能源车价格, 分别补贴4000-8000元不等
海口	2022.05.3-6.30	汽车消费券: “以旧换新”前2000名车主, 发放面值为3000元的汽车消费券券包; “直接购置”前4500名车主, 发放面值为2000元的汽车消费券券包; “团购购置”前1000名车主, 发放面值为5000元的汽车消费券券包
广东	2022.05.1-6.30	汽车补贴: 报废旧车, 购买新能源汽车的补贴10000元/辆, 转出旧车, 购买新能源汽车的补贴8000元/辆。对个人消费者在本省由旧车置换购买新能源汽车的, 给予最高8000元/辆补贴。该补贴与以旧换新

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\\_43006](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43006)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn