

宏观点评报告

2022 年 6 月 15 日

封控后经济回暖，但回暖速度偏弱**2022 年 5 月经济数据点评****核心内容：****分析师**

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **经济缓慢回升，2 季度经济触底** 2022 年 2 季度经济受到疫情封控的影响跌入低谷，4 月份经济数据全面下滑，5 月份开始消费、投资以及生产逐步好转，6 月份预计继续恢复。但 2 季度开始我国要面临常态化的疫情管理，经济会持续受到封控干扰，2 季度经济触底后修复可能缓慢进行。
- **防控减弱，制造业弱势恢复** 工业增加值同比环比回升，5 月份制造业逐步恢复，疫情防控对物流阻断减弱，汽车回落速度最快。工业的逐步修复需要疫情缓解，工业即使恢复未来也承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二，国内外订单在逐步回落；第三，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计 3 季度工业生产仍然逐步恢复，4 季度可能至正常水平。
- **社会零售消费缓慢修复** 社会零售品消费总额稍有回升，5 月份消费增速高于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速负增长程度减缓，并且消费增速回升会在未来持续。5 月份尽管封控措施缓解，但社会零售仍然显示疫情特征，食品和药品消费继续上行，石油产品因价格上行正增长，汽车、非必需品消费、房地产相关产品消费均负增长。疫情常态化对于消费的压制可以类比 2021 年，社会消费即使回升也较为弱势。6 月份预计消费增速继续恢复，2 季度消费增速预计-6.0%左右，全年消费预计在 1%左右。
- **制造业投资平稳，基建上行，房地产待观察** 2022 年投资增速持续回落，其中制造业投资增速超出预期，表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资持续下滑。制造业投资仍然处于高位，虽然 PMI 显示制造业生产仍然没有修复，但 2021 年制造业的高订单继续带动制造业投资上行，这种高增速可能持续上半年。基建投资受益于政府投入的加快，1-5 月份政府债券融资速度较快，财政资金直达下放也使得基建投资走高。房地产投资继续下滑，房地产销售、房地产新开工下滑速度减缓，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能 4 季度止跌。
- **下游需求仍然偏弱，修复可能偏缓** 经济运行的各项指标在 5 月份缓慢回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响经济的回升的速度。6 月份经济继续上行，但是上行速度仍然偏缓。2 季度需要等待生产逐步恢复，人员和物流的严格限制有所恢复，经济在重新寻找平衡，在此之前经济周期仍然没有进入上升通道。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰，同时加快各种政策的推出。

一、封控减弱后经济缓步回升，2 季度经济触底

2022 年 2 季度经济受到疫情封控的影响跌入低谷，4 月份经济数据全面下滑，5 月份开始消费、投资以及生产逐步好转，6 月份预计继续恢复。但 2 季度开始我国要面临常态化的疫情管理，经济会持续受到封控干扰，2 季度经济触底后修复可能缓慢进行。

疫情方面来看，5 月份疫情蔓延下京津冀和珠三角也受到影响，但是封控措施有所缓解，但是疫情应对政策为未来带来不确定性。暂时的经济封锁不会改变我国经济的运行，但是持续常态化的疫情防控会使得企业处于不确定的未来，无法有效的组织生产。不确定性也会使得海外订单持续流失，带来我国出口的下滑。持续的不确定性对经济的破坏更多的来自于对未来信心的弱化，信心的弱化会使得企业生产和居民消费的持续疲软。尽管政府投资和国企投资可能上行，但这恰恰是对民间投资的挤出，弱化了未来的经济增长。

从供给层面来看，5 月份工业生产回升，制造业行业生产得到一定程度的修复。PMI 显示订单回落，产成品库存上行，工业生产未来受到压制。5 月份原材料价格上行对整个下游需求压制持续，上游行业生产恢复更好，下游行业生产恢复不足。5 月份出口交货值恢复，出口相关产业表现仍然较为优秀。

从需求方面来看，制造业投资表现平稳，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资增速稍有回升，政府债券发行速度较快，基建投资短暂受到疫情封控影响，随后会持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入仍然下滑，房地产新开工、商品房销售面积和销售额均略有回升，但整体数量仍然较弱。房地产资金到位情况并未好转，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在 5 月份继续负增长，1-5 月份仅有-1.5%的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝仍然在回落，5 月份食品和药品消费增速回升，仍然显现着居家消费的特征。对新冠疫情的防控仍然持续，消费回升速度缓慢。

经济运行的各项指标会在 5 月份缓慢回升，整体经济运行要逐步适应常态化的疫情防控，这会影响经济的回升的速度。6 月份经济继续上行，但是上行速度仍然偏缓。2 季度需要等待生产逐步恢复，人员和物流的严格限制有所恢复，经济在重新寻找平衡。政策层也在逐步调整，减少各种政策对经济的干扰，同时加快各种政策的推出。

二、防控减弱，制造业弱势恢复

工业增加值同比环比回升，5 月份制造业逐步恢复，疫情防控对物流阻断减弱，汽车回落速度最快。工业的逐步修复需要疫情缓解，工业即使恢复未来也承压。第一，持续防疫政策对工业的干扰长期化；第二，国内外订单在逐步回落；第三，工业产成品库存仍然走高，消化库存需要时间。预计 3 季度工业生产仍然逐步恢复，4 季度可能至正常水平。

5 月份规模以上工业增加值同比增长 0.7%，比 4 月份回升 3.6 个百分点，市场预期-0.7%，环比回升 5.6%。工业增加值同比和环比回升，虽然绝对值仍然处于较低的水平，但是回升的趋势较为明显。5 月份采矿业依然保持高增长，制造业恢复正增长，水电燃气增速下滑。

我国工业生产回升，5 月份疫情防控对生产的影响消退，制造业生产有一定程度的恢复：

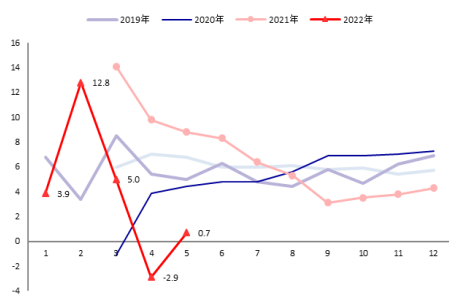
(1) 采矿业生产仍然较高，得益于原材料价格的高涨。采矿业生产增速录得 7.0%，比 4 月份

下行 2.5 个百分点；其中煤炭洗选业生产增速 8.2%，仍然处于较高的位置；（2）主要行业生产均有所回升；16 个制造业行业生产中仅有医药行业回落，其余全部上行。5 月份仍然是出口相关产业恢复速度更快，计算机制造、电气机械和化学原料等生产恢复更快；（3）下游行业恢复仍然需要时间。首先，必选消费品的生产恢复较好，如食品和农副产品加工；其次，房地产基建产业链恢复速度偏缓，如黑色金属冶炼和有色金属冶炼；最后，下游可选消费品恢复最慢，如汽车行业（-7.0%）、纺织行业（-3.5）；医药行业在 5 月份生产反而下滑。

工业生产仍然受到疫情防控的影响，PMI 订单显示生产订单持续下滑，生产未来继续承压。需要封控继续缓解以及政策支持，生产的修复需要时间：（1）封控缓解后，相关积压订单会带来生产的反弹，生产会有一定的恢复；但防疫常态化后，对生产的压制是持续性的；（2）稳增长措施下，国内订单会有小幅回升；（3）海外需求下滑，PMI 出口订单回落，未来压制出口增长和相关出口工业。5 月份工业企业实现出口交货值 12,673 亿元，同比名义增长 11.1%，交货值总量增速回升。受到供给因素的影响，大宗商品价格大幅上行，工业企业高成本可能是今年的主题，这会直接影响企业利润以及之后的生产安排，我国生产增速恢复偏缓。

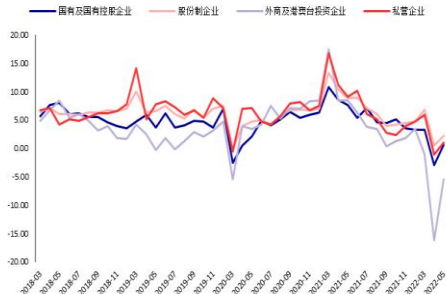
生产逐步恢复是 3 季度的主题，恢复正常可能在 3 季度末，稳增长的措施见效也可能在 3 季度，货币政策和财政政策相互配合才能稳定生产。

图 1：工业增加值同比增速回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：外资企业生产回升（%）



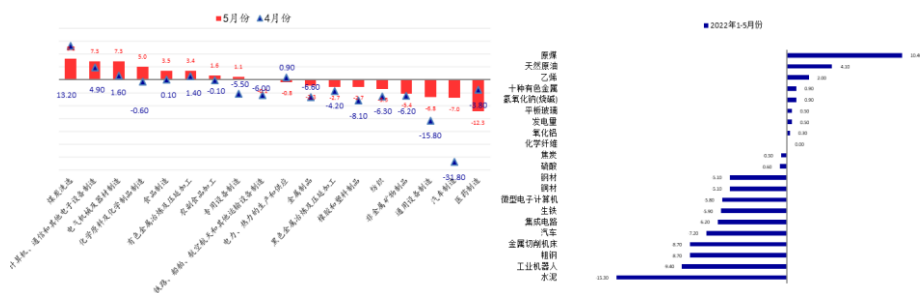
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

采矿业增速仍然较快，制造业有一定程度的恢复。采矿业生产仍然在高位，5 月份录得 7.0% 的增速，高价格带动了原材料采掘，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业。原材料行业表现均较好，5 月份原煤、原油产量继续上行，十种有色金属产量小幅走高，发电机组产量继续回升。但是相关工业品在 5 月份均出现回落。5 月份水泥、玻璃、化学纤维、钢材、计算机、移动通讯手持机、金属机床、工业机器人、集成电路、汽车的产量继续负增长，下游偏疲软，生产的阻碍仍然较多。

5 月份上游行业的产品恢复更好，下游行业生产恢复仍然需要时间。汽车产量有所恢复，从 4 月份的-43.5%回升至本月的-4.8%，单月产量 199.3 万辆，其中新能源车产量 50 万辆，增速 108.3%，汽车产业链有一定程度的恢复。

图 3：主要行业生产当月同比增速（%）

图 4：主要工业品生产累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

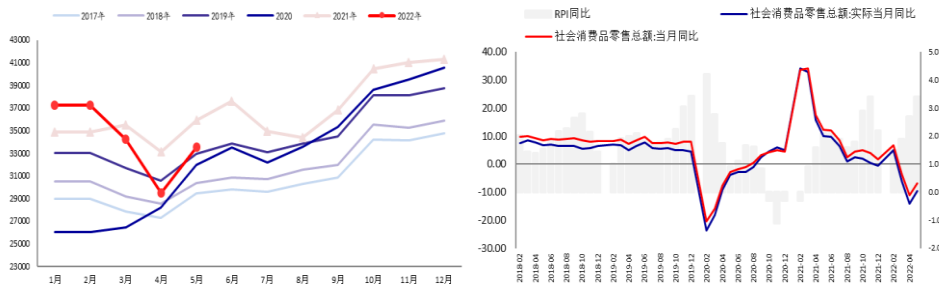
三、社会零售消费缓慢修复

社会零售品消费总额稍有回升，5月份消费增速高于市场预期，新冠防控对社会零售消费影响减弱，消费增速负增长程度减缓，并且消费增速回升会在未来持续。5月份尽管封控措施缓解，但社会零售仍然显示疫情特征，食品和药品消费继续上行，石油产品因价格上行正增长，汽车、非必需品消费、房地产相关产品消费均负增长。疫情常态化对于消费的压制可以类比2021年，社会消费即使回升也较为弱势。6月份预计消费增速继续恢复，2季度消费增速预计-6.0%左右，全年消费预计在1%左右。

5月份社会零售总额 33,547 亿元，增长速度为-6.7%，市场预期-7.1%；实际增速-9.7%，比4月回升 4.3 个百分点。2022 年 5 月份社会消费零售增速依然负增长，随着新冠疫情防控措施好转，零售消费的负增长程度减弱。1-5 社会零售总额 171,689 亿元，同比增长-1.5%。

图 5: 2022 年 5 月消费额回升 (%)

图 6: 消费额实际同比回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

5月份商品零售和餐饮收入有所回升，但是仍然负增长。新冠疫情控制仍然较为严格，餐饮消费好转度不大。5月份餐饮消费增速-21.1%，商品消费-5.0%。

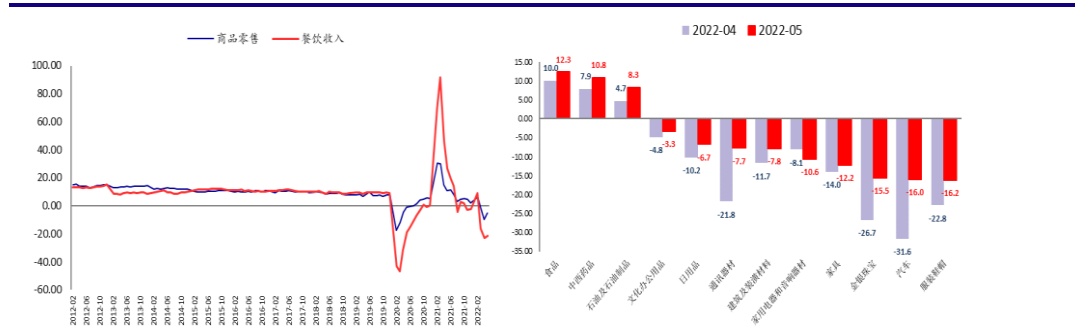
5月份各行业消费增速回升，但是仅食品、中西药品和石油制品消费恢复正增长，疫情消费的特点仍然较为明显：（1）居民食品和药品消费增速回升，居家生活以及储备药品的需求持续；（2）汽车消费回暖，稳增长的效果暂时没有体现。石油及石油制品的消费受到价格影响走高；5月份汽车消费-16.0%，比上个月上行15.6%，石油和石油制品消费增速8.3%，比上个月上行3.6%；（3）消费升级产品继续疲软，金银珠宝、服装鞋帽、通讯器材消费继续负增长，房地产相关的家用电器和音响制品消费5月份回落幅度加快。

2022 年 1 季度人均可支配收入和支出下滑，居民未来消费会更显谨慎。1 季度居民收入增速 5.4%，比 2021 年下滑 2.8 个百分点，居民支出增速 5.7%，下滑 6.5 个百分点。

受到居民收入水平下滑和新冠疫情封控的影响，1-5 月份社会消费零售总额负增长。5 月份新冠封控政策稍有缓解，消费增速有所回升，但是仍然保持负增长，下游恢复速度偏缓。6 月份消费增速预计继续回升，2 季度消费增速预计在-6.0%左右。社会零售消费在 2022 年上半年负增长，随着新冠疫情防控常态化，预计下半年社会零售消费增长恢复至 4%左右。根据 2022 年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在 0.5%-1%左右。

图 7：商品和餐饮零售销售增速 (%)

图 8：2022 年 5 月份商品消费情况 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、制造业投资平稳，基建上行，房地产待观察

2022 年投资增速持续回落，其中制造业投资增速超出预期，表现平稳；基建投资上行是政策加快的结果；房地产投资持续下滑。制造业投资仍然处于高位，虽然 PMI 显示制造业生产仍然没有修复，但 2021 年制造业的高订单继续带动制造业投资上行，这种高增速可能持续上半年。基建投资受益于政府投入的加快，1-5 月份政府债券融资速度较快，财政资金直达下放也使得基建投资走高。房地产投资继续下滑，房地产销售、房地产新开工下滑速度减缓，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能 4 季度止跌。

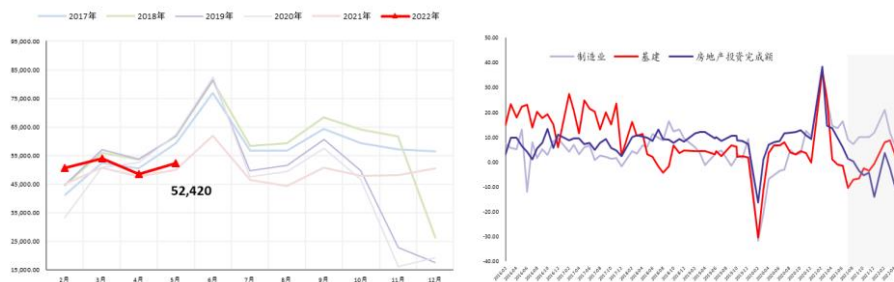
2022 年 1-5 月份，固定资产投资额 205,964 亿元，同比增长 6.2%，高于 6.0% 的市场预期。民间固定资产投资 117,128 亿元，同比增长 4.1%。从环比看，5 月份固定资产投资增长 0.72%。5 月份固定资产投资额稳步上行，投资增速小幅回落。

制造业投资上行，5 月份单月制造业投资额 2.36 万亿，增速 7.1%，制造业投资平稳。基建投资回升，5 月份基建投资增加额 1.62 万亿，单月基建投资增速录得 7.2%，基建投资增速在加速上行。房地产投资继续下滑，5 月投资额 1.29 万亿，当月投资增速-7.8%，比 4 月份的-10.1%下滑速度减缓。

1-5 月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的 38.2%，但比 2021 年的 44.6% 仍然回落。房地产占比小幅回落，占总投资额的 25.3%。基建投资占总投资额的 26.1%，基建仍然会继续反弹。

图 9：固定资产投资增速 (%)

图 10：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

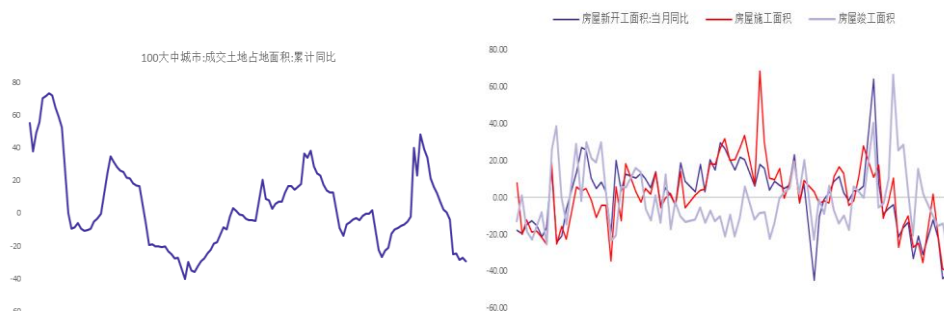
1、房地产先行指标略有回升，但幅度仍然较弱

2022年1-5月房地产总体投资增速继续负增长，5月单月投资额稍有回升。房地产市场持续低迷，消费者商品房贷款利率继续下行。从1-5月份的房地产资金情况来说，房地产到位资金仍然较为紧张，其中，定金和预付款大幅下滑，这也与房地产销售陷入低谷有关。1-5月份我国居民长期信贷疲软，一方面对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。5月份房地产新开工、商品房销售面积和销售稍有回升，但回升幅度较弱。央行在需求侧发力，商业银行对于购房限制在逐步放松，各地方政府对于房地产需求端支持在加大，但房地产企稳需要信心和时间，政策持续支持是可以预期的。

2022年1-5月份房地产投资额52,134亿元，比去年同期下降了4.0%。房地产单月投资负增长，新冠防控稍有好转，但是5月开放政策没有见效。房地产行业相关政策放松，这种放松暂时支持需求端，对于供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 11: 100 大中城市土地成交 (%)

图 12: 施工面积回落 (%)



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_43062

