

宏观经济信用观察

(二零二二年五月月报)

多项宏观指标边际改善 部分行业恢复较为缓慢

主要经济指标

单位：%

指标名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Q5
GDP (万亿)	-	-	27.02	-	-
GDP 同比增速	-	-	4.80	-	-
工业增加值	3.86	12.80	5.00	-2.90	0.70
固定资产投资	-	12.20	9.30	6.80	6.20
房地产投资	-	3.70	0.70	-2.70	-4.00
基建投资	-	8.10	8.50	6.50	6.70
制造业投资	-	20.90	15.60	12.20	10.60
消费	-	6.70	-3.53	-11.10	-6.70
出口增速	24.20	6.30	14.70	3.90	16.90
进口增速	19.90	10.50	-0.10	0.00	4.10
CPI 增速	0.90	0.90	1.50	2.10	2.10
PPI 增速	9.10	8.80	8.30	8.00	6.40
调查失业率	5.30	5.50	5.80	6.10	5.90
社融存量增速	10.50	10.20	10.60	10.20	10.50

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；
2.固定资产投资数据为累计同比增速，基建投资不含电力；3.消费数据为社会消费品零售总额同比增速；4.出口增速、进口增速均以美元计价；
5.调查失业率、社融存量增速为期末值
数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2022 年 5 月，随着国内疫情防控形势总体改善，有序推进复工复产以及稳增长政策效果逐步显现，产需两端开始修复，多项经济数据边际改善，经济展现出逐步企稳势头；但服务业生产、消费、房地产投资等部分指标仍处于负值区间，未来经济仍面临较大压力。
- 2022 年 5 月，金融机构继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，叠加专项债发行提速、住房贷款利率下调、各项消费刺激政策陆续出台，带动社融总量显著扩张，但信贷结构依然偏弱有待改善。受财政部、税务总局加快增值税留抵退税进度，央行上缴结存利润及下调 5 年期 LPR 等因素影响，市场流动性延续平稳偏松态势，企业综合融资成本持续下降。
- 行业方面，5 月房地产基本面继续磨底，在重点城市解除防控、调控政策效果逐步显现以及上年基数下降的背景下，房地产销售数据有所回暖，但短期内房企资金面压力依然较大；复工复产叠加政策支持，汽车行业处在向上恢复的阶段，但部分弱资质企业面临较大的经营周转压力，信用风险值得关注；疫情或将推动航空行业格局优化，需关注短期债务规模大、账面资金储备不足且可获得的外部支持力度较小的航空运输企业。

联合资信研究中心

吴玥 wuyue@lhratings.com

刘东坡 liudp@lhratings.com

马顺福 masf@lhratings.com



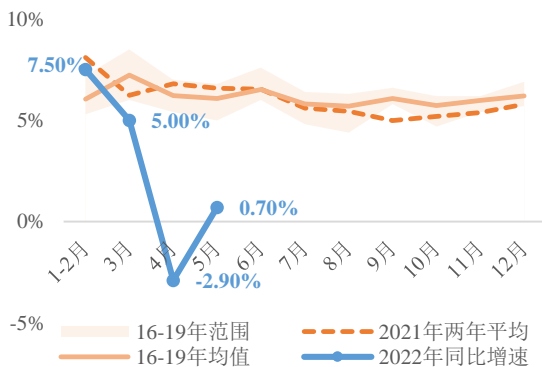
一、宏观经济与行业运行情况

2022年5月，随着局部疫情得到进一步的控制、逐步有序推进复工复产以及扩大内需、助企纾困、保供稳价、保障民生等一系列政策措施效果不断显现，供需两端有所修复，多项经济数据边际改善，经济展现出逐步企稳势头；但疫情对经济的冲击并未完全消退，主要体现在服务业、消费等领域的相关指标仍处于负值区间，未来经济仍面临较大压力。生产端，5月工业增加值同比恢复增长，上海、吉林工业增加值降幅大幅收窄，汽车生产边际恢复；服务业生产降幅有所收窄。需求端，房地产投资降幅进一步扩大，基建和制造业投资对固定投资的支撑作用相对稳定；消费降幅收窄，非生活必需品和餐饮销售恢复依然较慢，但边际有所改善；前期积压的外贸订单集中释放叠加低基数效应使得出口增速超预期回升。

1. 生产端：工业生产恢复增长，服务业生产降幅有所收窄

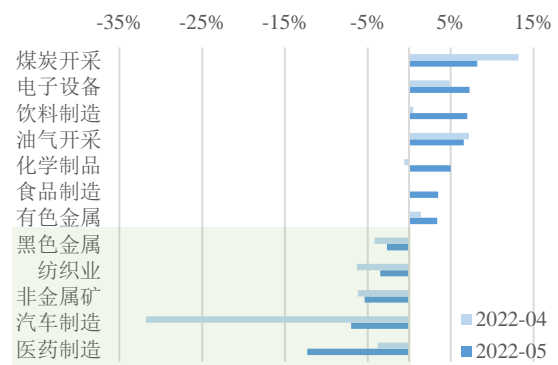
工业生产同比恢复增长，上海、吉林工业增加值降幅大幅收窄。2022年5月，我国规模以上工业增加值同比增长0.70%，环比增长5.61%，边际出现明显改善。其中，受疫情影响较大的上海、吉林工业增加值同比仍有所下降，但降幅有所收窄：上海工业增加值同比下降30.90%，降幅收窄31.70个百分点；吉林工业增加值同比下降4.90%，降幅收窄36.80个百分点，长三角和东北地区工业经济仍待进一步修复。6月，随着逐步推进复工复产，叠加能源保供稳价、物流保通保畅政策效果显现，工业生产有望进一步加快。

图1. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. 主要行业增加值当月同比增速²



汽车生产边际恢复，医药制造同比降幅扩大。行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，煤炭开采、油气开采等采矿业增加值保持稳定增长；制造业增加值同比由上月下降4.60%转为增长0.10%，其中电子设备制造业增加值继续实现较快速增长；饮料、食品制造业增加值同比涨幅扩大，生活必需品供应就

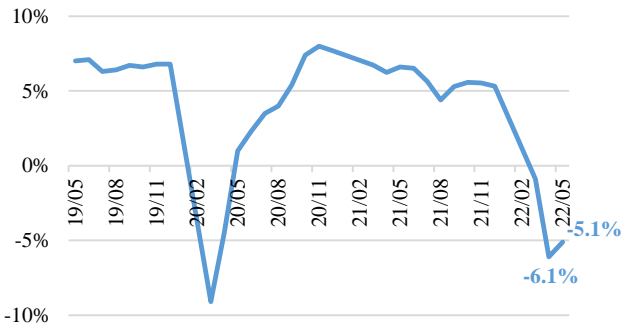
¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

²图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

保持充足稳定；而医药、汽车制造等行业增加值同比仍然有所下降，其中医药制造同比降幅进一步扩大，汽车、非金属矿、纺织和黑色金属等行业降幅有所收窄。

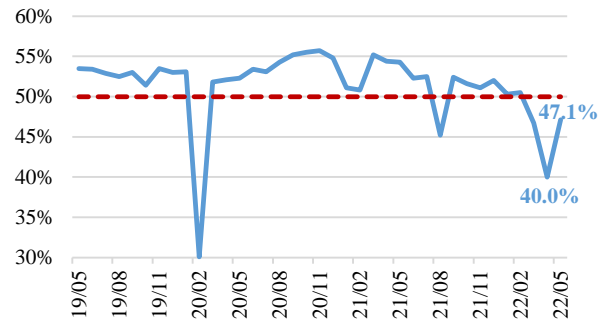
服务业生产降幅有所收窄。5月服务业生产指数同比下降5.10%，降幅较4月收窄1个百分点；5月服务业商务活动指数回升至47.10%。在疫情防控形势总体向好的背景下，接触型消费服务业及部分民生保障类服务行业有望逐步恢复。

图3. 服务业生产指数当月同比增速



注：服务业生产指数 2021 年数据为两年平均增速

图4. 服务业商务活动指数

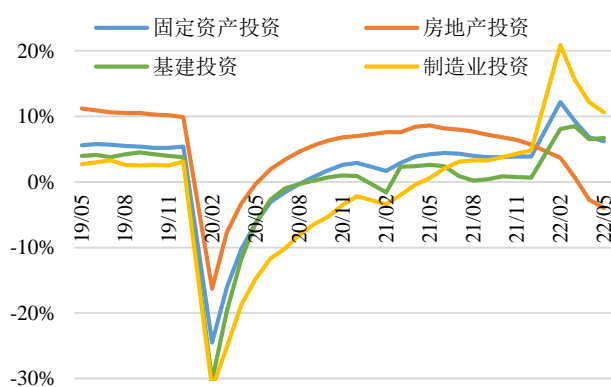


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：需求端边际改善，消费复苏仍然较慢

固定资产投资增速回落，房地产投资继续探底。2022年1-5月全国固定资产投资（不含农户）20.60万亿元，同比增长6.20%，增速较1-4月回落0.60个百分点，5月季调环比增长0.72%。三大领域方面，**房地产开发投资继续探底**，1-5月房地产投资同比降幅扩大至4%，5月商品房销售面积与销售额同比降幅略有收窄，但仍处于深度负值区间，拖累房地产投资；**基建投资增速有所回升**，主要受专项债发行使用进度加快等稳投资政策的驱动；**制造业投资仍处于高位**，继续小幅回落，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资仍是主要驱动力，但未来制造业投资高增长动能的持续性还有待观察。

图5. 固定资产投资累计同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

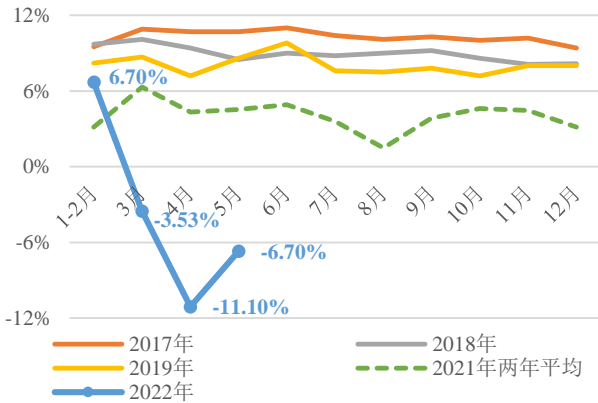
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022年 1-5月	2022年 1-4月	2021年 1-4月 两年平均
房地产	-4.00	-2.70	8.60
基建	6.70	6.50	2.60
制造业	10.60	12.20	0.60

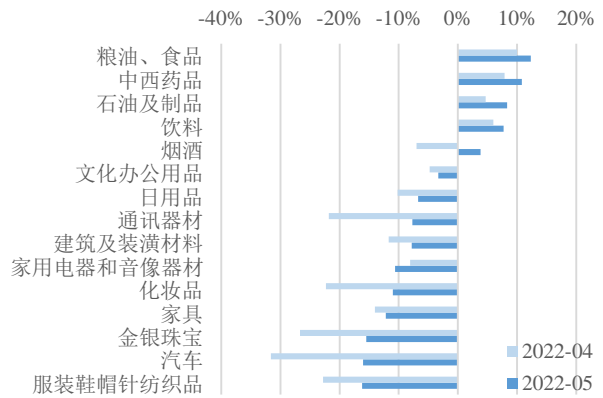
消费降幅收窄，非生活必需品和餐饮销售恢复依然较慢，但边际有所改善。2022年5月社会消费品零售总额（下称“社零”）3.35万亿元，同比降幅收窄4.40个百分点至6.70%，其中餐饮收入同比降幅小幅收窄1.60个百分点至21.10%，餐饮恢复仍然较为缓慢。限额以上商品方面，粮油、食品、中西药品、饮料以及烟酒销售额涨幅有所扩大，生活必需品消费韧性进一步显现，同时价格上涨也起到了一定的支撑作用；油价继续支撑石油及制品销售额同比涨幅扩大；服装鞋帽、汽车、金银珠宝等非生活必需品以及家用电器、建筑及装潢材料和家具等房地产链条商品销售额同比增速仍为负值，但降幅有所收窄。

图6. 社零当月同比增速情况



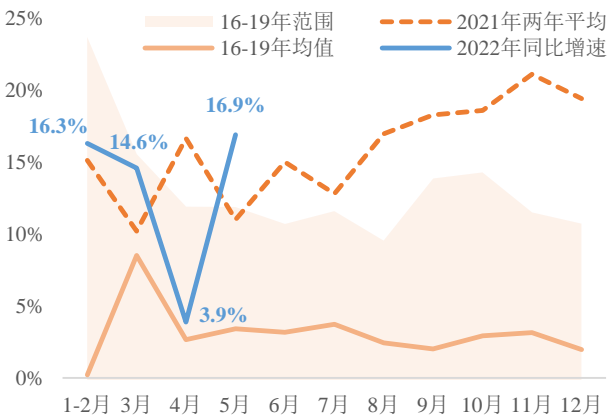
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图7. 主要商品零售额当月增速情况



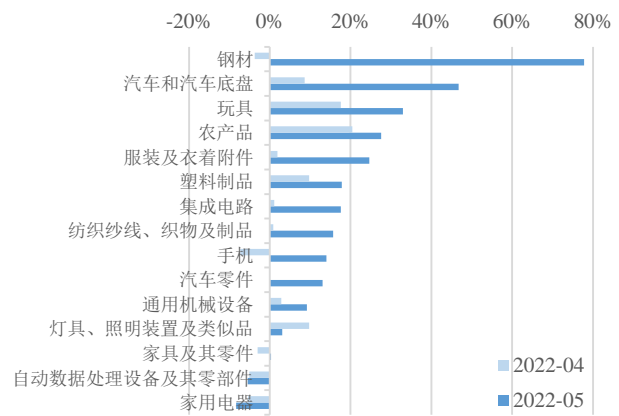
前期积压订单集中释放叠加低基数效应使得出口增速超预期回升。2022年5月，我国出口3082.50亿美元，进口2294.90亿美元，贸易顺差787.60亿美元。在低基数的作用下，5月出口同比增速大幅回升至16.90%，主要是随着供给端以及产业链的逐步恢复，封控措施造成的货物积压和延迟到港等情况有所缓解，前期积压的出口订单在5月集中释放。主要出口商品方面，钢材、汽车和汽车底盘、玩具等商品出口金额大幅回升，增速超过30%；而家用电器、自动数据处理设备及其零部件出口额同比仍有所下降。6月仍有部分推迟发货的出口订单，出口同比有望维持较快增长，但订单集中释放的持续性不强，在严峻复杂的国际环境背景下，未来外需对经济的支撑总体趋于回落。

图8. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图9. 主要出口商品金额同比增速

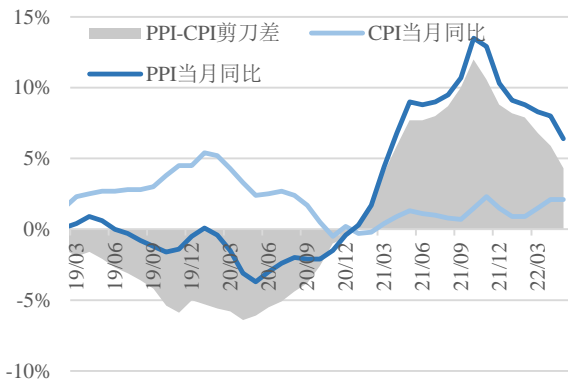


注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 生产者出厂价格涨幅继续回落，汇率呈“先贬后升”态势

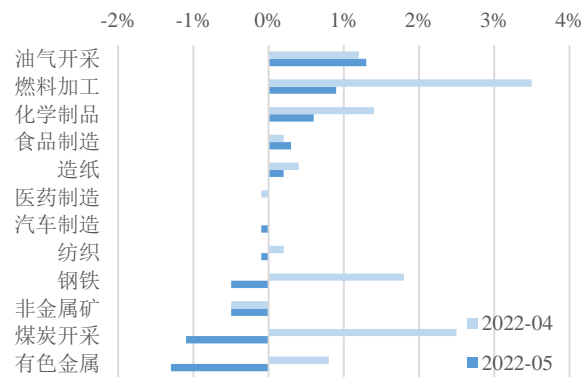
CPI 同比涨幅与上月持平，PPI 同比涨幅继续回落。CPI 方面，在国内疫情防控形势持续向好、消费市场供应总体充足的影响下，2022 年 5 月 CPI 同比涨幅持平在 2.10%，环比由上涨转为下降 0.20%。其中，物流逐步通畅推动食品价格环比由涨转跌；国际油价支撑汽油、柴油等能源价格继续上涨。PPI 方面，5 月 PPI 同比和环比涨幅均继续回落，同比涨幅较 4 月回落 1.60 个百分点至 6.40%。从主要行业来看，国际原油震荡上行，带动国内油气开采、燃料加工、化学制品等相关行业价格继续上涨；随着各地安全有序释放先进煤炭产能，多措并举保障煤炭供应，强化市场预期管理，煤炭开采价格转为下降；钢铁、有色价格环比也转为下降，或是受房地产链条需求疲弱影响，库存走高带动价格下行。5 月 PPI-CPI 剪刀差继续收窄，但 6 月原油价格突破 120 美元/桶，叠加基建持续发力带动建筑需求回暖，PPI 上涨动能增强，**中下游企业成本端压力仍然较大，盈利情况值得关注。**

图10. CPI、PPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

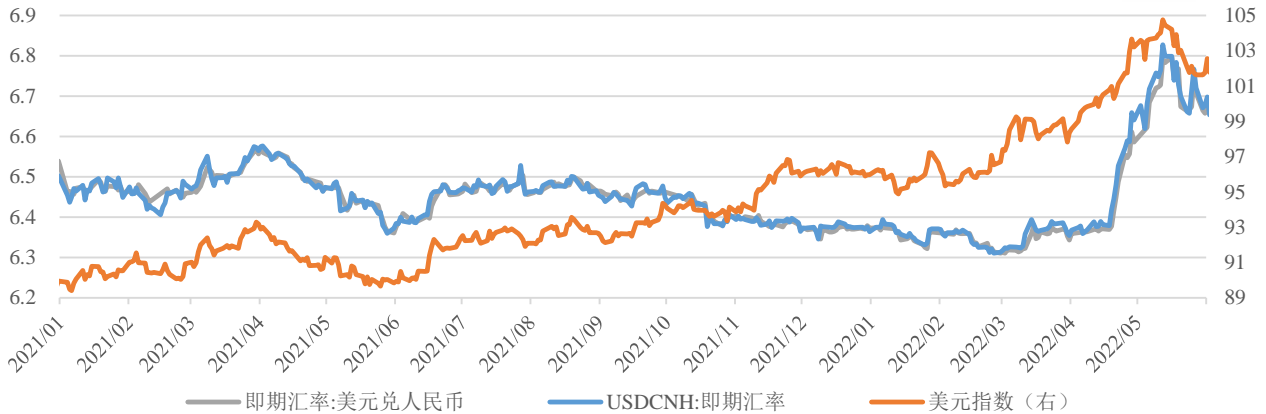
图11. 主要行业 PPI 环比增长情况



汇率方面，5 月人民币对美元即期汇率呈“先贬后升”态势。5 月上半月，受国内疫情反弹和海外需求回落影响我国经济下行压力持续加大，叠加美元指数不断攀升、中美利差倒挂程度逐渐加剧等因素，人民币对美元即期汇率持续快速贬值。进入 5 月下半月，国常会、全国稳住经济大盘电视电话会议陆续召开，部署加快稳经济一揽子措施落地，国内疫情防控形势稳中向好，带动出口稳步回暖，加之美元指数明显回落、中美利差倒挂程度有所缓解，人民币对美元即期汇率由贬转升，在岸、离岸人民币对美元即期汇率分别由月中最低水平的 6.7967、6.8275 上行至本月末的 6.6578、6.6773。

展望后市，短期内受中美经济基本面和货币政策周期继续错位影响，中美利差倒挂或将维持，人民币对美元汇率或将继续承压；中长期看，随着中国经济逐步企稳，人民币汇率料将重归基本面因素驱动，在合理均衡水平上保持基本稳定。

图12. 人民币汇率走势

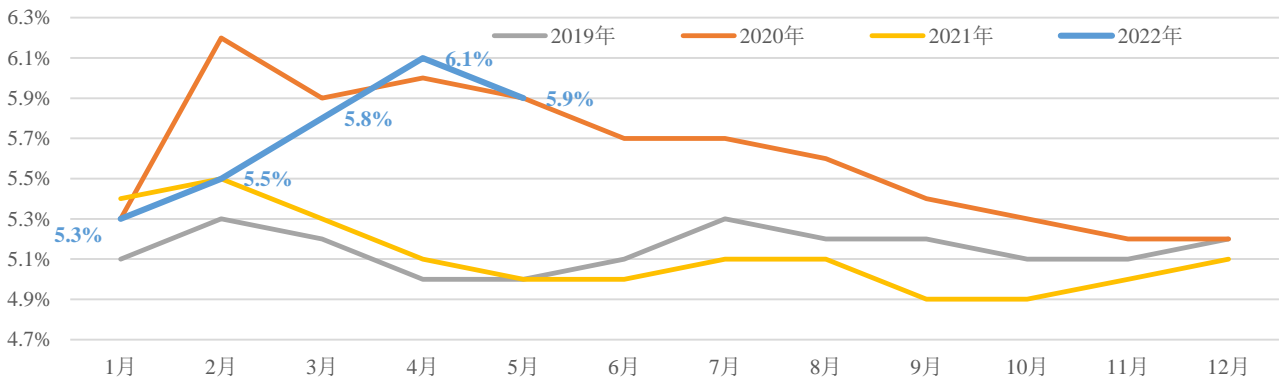


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：失业率有所下降，稳就业压力仍然较大

2022年5月，我国城镇调查失业率较上月下降0.20个百分点至5.90%，同比上升0.90个百分点，与2020年同期持平，仍处于较高的水平。未来稳就业压力依然较大，主要体现在以下几点：一是制造业、建筑业和批发零售业等劳动密集型的产业，以私营、个体户和灵活就业居多，就业稳定性本就相对较弱，在经济下行的背景下，企业经营活动承压，用工需求稳定性或将进一步下降；二是受疫情拖累严重的接触性消费服务业恢复相对较慢，人员需求的减少或将持续；三是随着毕业季的到来，毕业生集中进入劳动力市场，年轻人失业率或将抬升，进一步加大稳就业压力。

图13. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

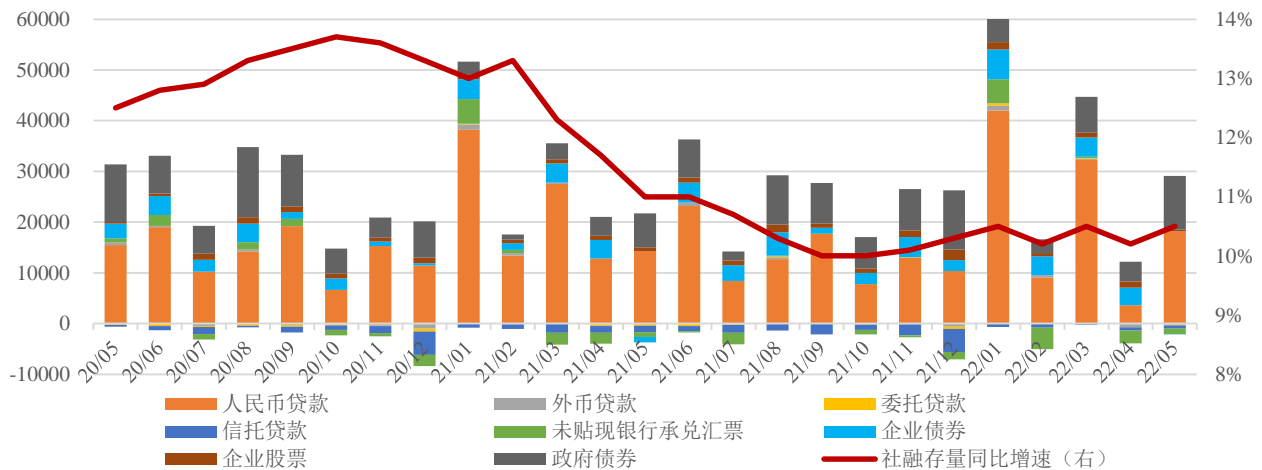
二、宏观信用环境

2022年5月，国内疫情防控形势总体改善，金融机构继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，叠加专项债发行提速、住房贷款利率下调、各项消费刺激政策陆续出台，带动社融总量显著扩张，但信贷结构依然偏弱有待改善。受财政部、税务总局加快增值税留抵退税进度，央行上缴结存利润及下调5年期LPR等因素影响，市场流动性延续平稳偏松态势，企业综合融资成本持续下降。

1. 社融总量显著扩张，信贷结构仍待改善，企业债券融资结构分化延续

社融总量显著扩张，人民币贷款和政府债券净融资是主要支撑因素。5月新增社融规模2.79万亿元，同比多增8399亿元；5月末社融规模存量同比增长10.5%，增速较上月末高0.3个百分点。结构上看，5月央行、银保监会引导金融机构继续加大信贷投放力度，叠加专项债发行提速，带动当月对实体经济发放的人民币贷款同比多增3906亿元，政府债券净融资同比多增3899亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素。直接融资方面，企业债券净融资同比少减969亿元，非金融企业股票融资同比少增425亿元，总体看企业直接融资比较稳定。表外融资方面，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别少减276亿元、少减676、多减142亿元，收缩态势继续放缓。展望6月，为推动稳经济一揽子政策尽快落地见效，央行将继续加大对实体经济的信贷支持力度，加之财政部要求“确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕”，社融总量有望继续扩张。

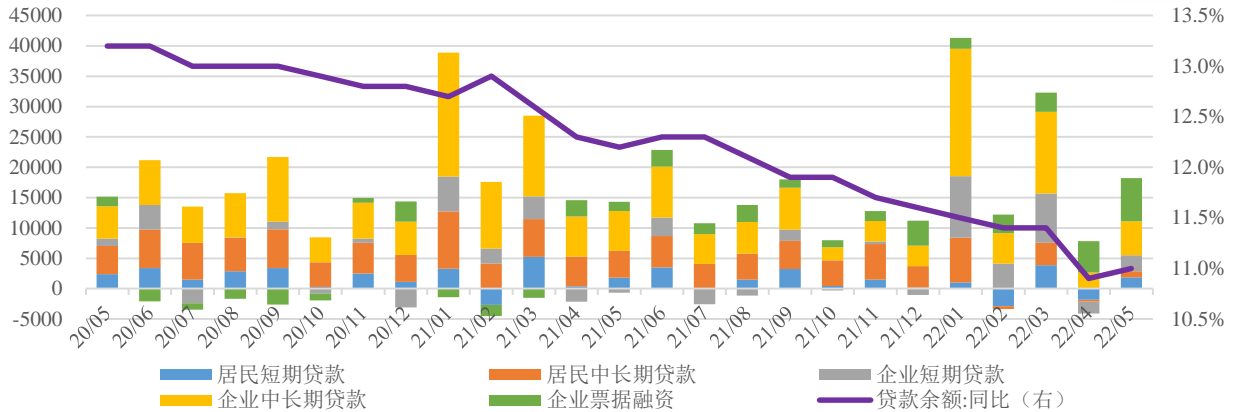
图14. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量回升但结构仍待改善，实体经济融资需求依旧偏弱。5月金融机构新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3920亿元；5月末金融机构人民币贷款余额203.54万亿元，同比增长11.0%，增速比上月末高0.1个百分点。从结构看，5月居民短期、中长期贷款新增规模均由负转正，同比分别多增34亿元、少增3379亿元，反映出随着疫情缓解、住房贷款利率下调及各项消费刺激政策陆续出台，居民消费意愿和购房意愿边际有所改善，但总体上看依然偏弱。企业短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多增3286亿元、少增977亿元、多增5591亿元，与上月相比有所好转，但贷款结构短期化特征依然明显，特别是5月下旬以来票据转贴现利率再次大幅回落，表明银行票据冲量行为仍在延续，企业有效融资需求依然偏弱。后续看，随着央行继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的信贷支持力度，更好地满足房地产市场的合理融资需求，实体经济融资需求或将继续好转，带动信贷结构逐步改善。

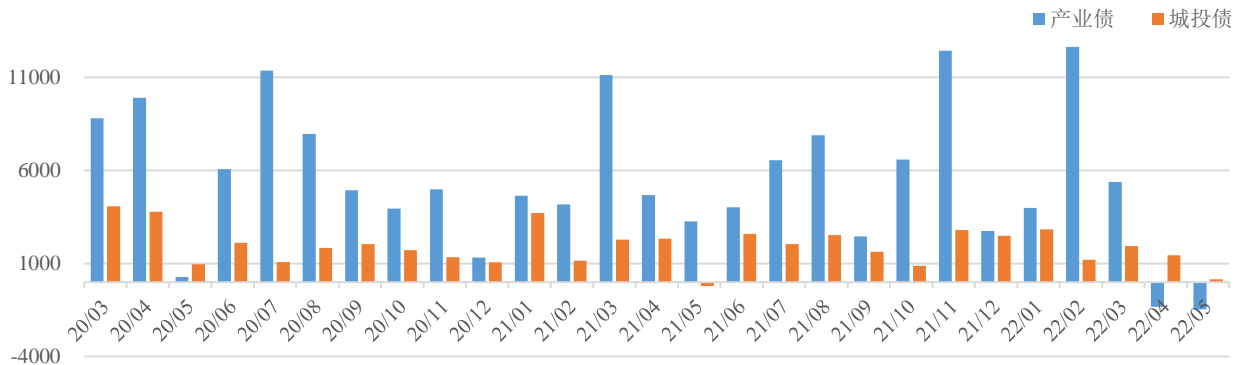
图15. 当月新增人民币信贷结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

非金融企业债券净融资规模环比明显放缓，结构分化延续。5月企业部门信用债净融资-108亿元，较上月少增3587亿元，表明企业债券净融资节奏明显放缓，且结构继续分化。从大类结构看，产业债净融资额-1468亿元，规模持续收缩；城投债净融资额156亿元，扩张速度大幅放缓。从企业性质看，国企债净融资额-1656亿元，规模大幅收缩；民企债净融资额165亿元，规模显著扩张。从区域结构看，上海、山东、广东、山西、重庆等省市企业债券融资规模收缩较为明显，收缩省市数量较上月有所增加。

图16. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为 Wind 口径

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_43148

