



报告日期：2022年6月27日

## 6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论

——5月经济数据点评

宏观研究员：郑后成

执业编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

E-mail: houchengzheng@163.com

### 风险因素

- 1.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 2.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
- 2.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 3.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 4.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 5.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 6.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 7.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 8.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 9.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 10.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 11.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 12.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 13.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 14.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

### 报告概要：

- 5月工业增加值当月同比0.70%，预期-0.10%，前值-2.90%；5月工业增加值累计同比3.30%，前值4.0%；5月固定资产投资累计同比6.20%，预期6.0%，前值6.80%；5月社会消费品零售总额当月同比-6.70%，预期-7.60%，前值-11.10%；5月社会消费品零售总额累计同比-1.50%，前值-0.20%。我们点评如下：
  - 一、受疫情好转推动，5月工业增加值当月同比与服务业生产指数当月同比均较前值上行；
  - 二、短期内工业增加值当月同比大概率继续抬升，但是全年的绝对读数预计不会太高；
  - 三、民间投资面临一定压力，有效对策包括“控疫情”与“稳外贸”；
  - 四、部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论；
  - 五、6月城镇调查失业率大概率在5月的基础上下行，但是下行幅度可能有限；
  - 六、6月社会消费品零售总额同比大概率继续上行。



## 目录

|   |    |
|---|----|
| 一、受疫情好转推动，5月工业增加值当月同比与服务业生产指数当月同比均较前值上行 ..... | 3  |
| 二、短期内工业增加值当月同比大概率继续抬升，但是全年的绝对读数预计不会太高 .....   | 5  |
| 三、民间投资面临一定压力，有效对策包括“控疫情”与“稳外贸” .....          | 6  |
| 四、部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论 .....   | 8  |
| 五、6月城镇调查失业率大概率在5月的基础上下行，但是下行幅度可能有限 .....      | 10 |
| 六、6月社会消费品零售总额同比大概率继续上行 .....                  | 12 |

**事件：**5月工业增加值当月同比0.70%，预期-0.10%，前值-2.90%；5月工业增加值累计同比3.30%，前值4.0%；5月固定资产投资累计同比6.20%，预期6.0%，前值6.80%；5月社会消费品零售总额当月同比-6.70%，预期-7.60%，前值-11.10%；5月社会消费品零售总额累计同比-1.50%，前值-0.20%。

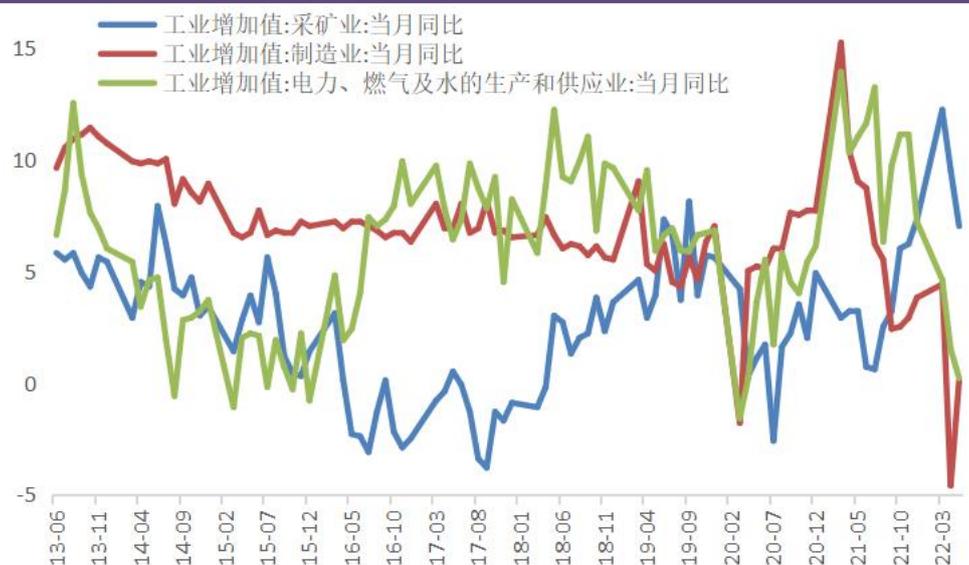
**点评：**

### 一、受疫情好转推动，5月工业增加值当月同比与服务业生产指数当月同比均较前值上行

5月工业增加值当月同比录得0.70%，高于预期0.80个百分点，较前值上行3.60个百分点，位列1990年1月有数据记录以来倒数第8位；5月工业增加值累计同比录得3.30%，较前值下行0.70个百分点，创2021年1月以来新低；5月工业增加值环比为5.61%，较前值上行11.41个百分点，为2020年4月以来新高，但是应该看到，该读数是4月遭受疫情强冲击，工业增加值环比仅录得-5.80%，砸下“深坑”背景下的反弹。

分部类看，5月采矿业、制造业与电力燃气及水的生产和供应业工业增加值当月同比分别为7.00%、0.10%、0.20%，分别较前值上行-2.50、4.70、-1.30个百分点。其中，采矿业自3月12.20%的历史最高位连续2个月回调，但是还位于历史高位区间；制造业自4月-4.60%的历史最低位大幅反弹，脱离负值区间，但是依旧位于历史低位区间；电力燃气及水的生产和供应业自2021年3月13.90%的历史最高位震荡下行，并创2020年5月以来新低。综上，在采矿业与电力燃气及水的生产和供应业较前值下行的背景下，制造业自历史低位大幅反弹，是5月工业增加值当月同比上行的原因。

**图 1：制造业自历史低位大幅反弹，是 5 月工业增加值当月同比上行的原因（%）**

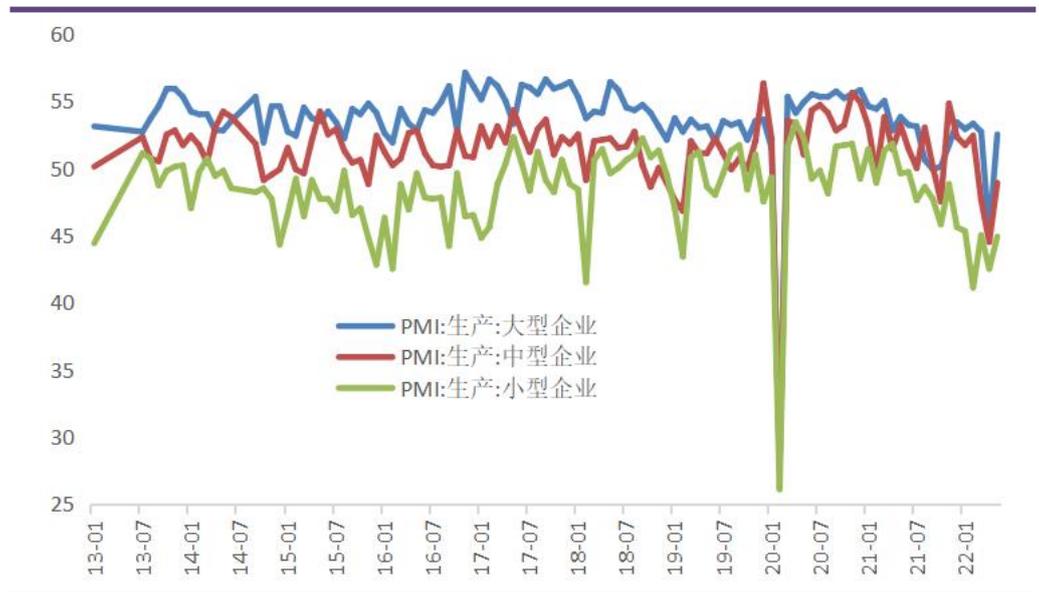


**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

在1-3月工业增加值当月同比分别录得3.86%、12.80%、5.0%的背景下，4月、5月工

业增加值当月同比仅录得-2.90%、0.70%，2 季度工业增加值增速远低于 1 季度已成定局。对 4-5 月工业增加值当月同比形成冲击的原因主要有两点。**第一**，4 月新冠肺炎疫情显著恶化，体现为 4 月新冠肺炎新增确诊病例合计值为 65484 例，仅次于 2020 年 2 月的 68036 例。防控新冠肺炎疫情需要部分工业企业与商业企业停工停产，这就直接利空工业增加值当月同比，此外，由于道路交通不畅，部分产品难以销售出去，导致工业企业产成品存货同比大幅上行，并创 2012 年 3 月以来新高。**第二**，受“俄乌冲突”局势不乐观，以及欧盟批准了对俄罗斯石油的部分禁令的影响，国际油价在 4-5 月逐步走高，拉动煤炭类大宗商品价格上涨，挤压中小企业盈利空间，降低其生产经营的积极性，体现为小型企业 PMI 生产指数持续低迷，2022 年 2-5 月分别录得 41.10、45.0、42.50、44.90，处于历史低位区间。

图 2：小型企业 PMI 生产指数持续低迷，处于历史低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月服务业生产指数当月同比录得-5.10%，较前值上行 1.0 个百分点，连续 3 个月位于负值区间；5 月服务业生产指数累计同比录得-0.70%，较前值下行 1.0 个百分点，自 2020 年 12 月以来首次进入负值区间。与 5 月工业增加值同比数据相比，5 月服务业生产指数同比数据表现相对较弱，体现在以下三点。**第一**，5 月服务业生产指数当月同比低于 5 月工业增加值当月同比 5.80 个百分点，且连续 3 个月处于负值区间。**第二**，5 月服务业生产指数累计同比低于 5 月工业增加值累计同比 4.0 个百分点。**第三**，5 月工业增加值当月同比与累计同比则双双位于正值区间，而 5 月服务业生产指数当月同比与累计同比双双位于负值区间，尤其是服务业生产指数当月同比连续 3 个月录得负增长。可见，疫情对服务业的冲击强度与持续性要大于对工业的冲击强度与持续性。

图 3：疫情对服务业的冲击强度与持续性要大于对工业的冲击强度与持续性（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

## 二、短期内工业增加值当月同比大概率继续抬升，但是全年的绝对读数预计不会太高

在新冠肺炎疫情恶化与大宗商品价格位于高位的双重冲击下，预计 4 月工业增加值当月同比-2.90%的读数是年内的低点。这一判断的依据有两点。**第一**，随着“动态清零”政策的持续推进，年内新冠肺炎疫情月度新增确诊病例数的高点大概率在 4 月，5-12 月新冠肺炎疫情月度新增确诊病例数超预期冲高的概率较低。**第二**，有色金属价格是国际油价的领先指标。在全球经济增速承压的背景下，有色金属价格已经出现一定幅度的下行，预期年内还将继续下行。在此背景下，国际油价难以大幅上行，下行的概率大于上行的概率。

在以上两点判断的基础上，我们认为，在利空 4 月工业增加值当月同比的因素逐步消除的背景下，短期之内工业增加值当月同比大概率稳步抬升，但是全年抬升的幅度预计不会太大。这一判断的依据主要有以下五点。**第一**，不排除新冠肺炎疫情在下半年出现反复的可能，毕竟“境外输入不停，境内反弹不止”。当然，我们在上文也指出，“动态清零”政策的持续推进使得疫情超预期恶化的概率较低。**第二**，在基数效应以及翘尾因素的作用下，叠加大宗商品价格整体承压，预计 PPI 当月同比大概率稳步下行，CRB 指数当月同比大概率也将高位下行，使得下半年出口增速将面临一定压力，这就意味着出口交货值当月同比在下半年大概率承压。**第三**，5 月 18 日财政部称“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，对基建投资增速形成利空。针对“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”这一提法，今年召开的全国金融工作会议有可能重提，有可能不提，但是不会明确指出不坚持“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”。如果 2022 年全国金融工作会议重提“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，则基建投资增速还将面临利空，即使 2022 年全国金融工作会议只字不提“政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，但是这柄“达摩克利斯神剑”依旧高悬，基建投资增速同样还将面临利空。**第四**，截止至 5 月，



房地产投资相关的各类数据并未止跌，预示房地产投资增速尚未看到反弹迹象。**第五**，在下半年出口增速将面临一定压力的背景下，预计下半年制造业投资增速大概率低于上半年。**值得提醒的是**，6月至8月是全国主汛期，6月22日国常会指出，“据预测今年汛期我国极端天气偏多，近期主雨带呈阶梯状北抬”，预计洪涝灾害可能在一定程度上冲击工业增加值当月同比。

服务业生产指数方面，**展望6月**，新冠肺炎疫情虽有大幅缓和，但是尚未完全消除：6月23日澳门特区行政长官贺一诚出席疫情新闻发布会时表示，本轮疫情已累计发现110例核酸阳性病例，疫情严峻复杂；6月24日深圳新增4例新冠肺炎确诊病例；6月25日北京新增1例新冠肺炎确诊病例。以上预示新冠肺炎疫情反弹的压力还是存在的。在此背景下，预计服务业生产指数当月同比与累计同比还将受到压制，下半年大幅上行概率较低。

### 三、民间投资面临一定压力，有效对策包括“控疫情”与“稳外贸”

5月固定资产投资完成额累计同比录得6.20%，高于预期0.20个百分点，较前值下行0.60个百分点，创2022年2月以来新低；5月固定资产投资完成额环比为0.72%，较前值上行1.57个百分点，创2021年12月以来新高，但是应该看到，该读数是4月遭受疫情强冲击，固定资产投资完成额环比仅录得-0.85%背景下的反弹。结构方面：**从三大产业的角度看**，5月第一、二、三产业固定资产投资累计同比分别为5.80%、11.0%、4.10%，分别较前值下行0、1.60、0.20个百分点，可见，第二产业是主要拖累项；**从投资“三驾马车”的角度看**，5月房地产投资增速、基建投资增速以及制造业投资增速分别录得-4.0%、6.70%、10.60%，分别较前值上行-1.30、0.20、-1.60个百分点，可见房地产是主要拖累项。

5月民间固定资产投资完成额累计同比录得4.10%，较前值下行1.20个百分点，创2021年2月以来新低。5月民间投资是固定资产投资完成额累计同比的拖累因素，体现在两个方面：**一是在绝对读数上低于5月固定资产投资完成额累计同比**；**二是月度边际下行幅度也大于5月固定资产投资完成额累计同比的月度边际下行幅度**。民间投资是固定资产投资的重要组成部分。5月民间固定资产投资完成额累计比重录得56.87%，较前值上行0.29个百分点，为近3个月新高，表明民间投资信心有所修复，但是在疫情冲击宏观经济的背景下，预计中短期之内民间投资的形势不容乐观。这一判断的依据有以下三点。**第一**，4月私营企业营业收入利润率录得4.69%，在四大企业类型中垫底，且位于历史底部区间，表明私营企业的盈利状况不乐观。这一情况削弱民间资本扩大再生产能力，利空民间投资增速。**第二**，在下半年PPI当月同比大概率低于上半年的背景下，叠加考虑主要经济体央行收紧货币政策，使得摩根大通全球制造业PMI趋势性下行，预计下半年我国出口金额当月同比大概率低于上半年，民间投资所生产的产品在销路上面临压力。**第三**，在新冠肺炎疫情的冲击下，2季度GDP增速大概率远低于5.50%的预期目标，全年实现5.50%GDP增速目标的概率大为下降，这将压低民间投资的预期收益率，进而降低民间投资的意愿。

图 4：5 月民间投资是固定资产投资完成额累计同比的拖累因素（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

以 2017 年全年的数据为例，第一产业在民间投资中的占比约为 5.0%，第二产业占比约为 48.5%，第三产业占比约为 46.5%。因此，第二产业与第三产业是民间投资的重点。此外，5 月第一、第二、第三产业民间固定资产投资完成额累计同比分别为 0.90%、18.50%、-3.40%，分别较前值下行 0、2.40、1.0 个百分点。其中，第二产业虽然较前值下行，但是持续录得高增长，而第三产业则连续 2 个月处于负值区间，且在负值区间持续下探。可见，第一产业与第三产业是当前民间投资的“短板”所在，也是 4 月民间固定资产投资完成额累计同比跌至 4.10% 的原因所在，叠加考虑第三产业在民间投资占比接近 50.0%，因此，可以在第三产业加大民间投资的力度，以便更好地发挥民间投资的优势。

图 5：第二产业的民间投资增速与出口金额累计同比相关度较强（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

新冠肺炎疫情爆发以来，第三产业遭受较大冲击，进而使得第三产业民间投资增速持续低迷，并在 4-5 月降至负值区间。因此，从产业角度，进一步促进民间投资的较好方法

是，尽快有效控制住新冠肺炎疫情，修复民间资本对第三产业的信心，进而加大第三产业投资力度，以弥补民间投资最大的“短板”。此外，从历史经验看，第二产业的民间投资增速与出口金额累计同比相关度较强，而在下半年出口增速承压的背景下，预计第二产业的民间投资增速大概率承压。因此，在积极“稳外贸”的同时，可加大国内“稳增长”的力度：一是提升民间资本的预期投资收益率；二是通过基建投资、房地产投资、制造业投资将第二产业民间投资增速维持在较高水平。

#### 四、部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论

5月房地产开发投资完成额累计同比为-4.0%，较前值下行1.30个百分点，创2020年4月以来新低，连续2个月位于负值区间；5月房地产开发投资完成额当月同比为-7.81%，较前值上行2.26个百分点，连续3个月录得负增长。仅就5月房地产投资相关数据看，尚不能得出房地产开发投资完成额累计同比已经止跌企稳的结论。

**先行指标方面**，5月国房景气指数录得95.60，较前值下行0.28，连续5个月位于100这一荣枯线之下。**值得指出的是**，国房景气指数虽然是扩散指数以及环比指标，但是与房地产开发投资完成额累计同比这一同比指标的相关系数为0.66，属于中度正相关。因此，可以直观地从国房景气指数的走势判断房地产开发投资完成额累计同比的走势。短期看，3月、4月、5月国房景气指数分别为96.65、95.88、95.60，虽然月度边际下行幅度收窄，但是并不能断定6月国房景气指数一定高于5月。此外，回顾历史走势，2022年5月国房景气指数95.60的读数并不是历史最低点：2015年5月的92.43是该数据自1995年3月有数据记录以来的最低值，此外，2022年5月国房景气指数95.60的读数高于2012年9月的94.39，也高于2009年3月的94.74。基于以上两点，尚不能得出5月国房景气指数已经触底的结论，因此也不能得出5月房地产开发投资完成额累计同比已经止跌企稳的结论。

图6：国房景气指数与房地产开发投资完成额累计同比的正相关性较强（%）



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\\_43370](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43370)

