

## 疫情冲击减缓叠加稳增长政策全面发力，5月宏观数据转入回升过程

——2022年5月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

**事件：**5月规模以上工业增加值同比实际下降0.7%，增速较上月回升3.6个百分点；5月社会消费品零售总额同比下降6.7%，降幅较上月收窄4.4个百分点；1-5月全国固定资产投资同比增长6.2%，增速较前值下滑0.6个百分点。

**基本观点：**伴随4月疫情冲击最严重的时期过去，加之稳增长政策全面发力，5月宏观经济进入修复过程，供需两端数据都有不同程度改善。其中，投资稳增长作用突出，当月固定资产投资增速大幅上扬，主要拉动力来自基建领域，而楼市低迷背景下，房地产投资延续负增状态。受局部疫情扰动及居民消费心理偏于谨慎等因素影响，5月消费修复偏缓。伴随以上海为中心的长三角区域有序推动复工复产，以及包括外贸港口在内的物流堵点逐步打通，5月工业增加值同比由降转升。对比消费数据，宏观经济“供强需弱”特征依然明显，后续政策面有望在促消费方面进一步发力。

**展望未来，**伴随稳增长政策效应进一步显现，6月各方面宏观数据将进一步回升，投资引领作用仍将凸显，社零同比增速有望转正，工业生产增速将进一步加快。我们预计，二季度GDP同比增速将在1.0-1.5%之间，下半年稳增长政策不会明显退坡，楼市回暖也将减轻宏观经济下行压力。

具体解读如下：

**一、工业生产：疫情冲击缓和，5月工业生产增速反弹。**5月工业增加值同比增长0.7%，增速较上月反弹3.6个百分点，表现符合预期。5月疫情缓和，复工复产逐步推进，物流和供应链约束缓解，这是提振工业生产增速反弹的主要因素；同时，疫情防控放松、稳增长发力下内需筑底，以及外贸物流堵点打通、前期积压订单释放带来的出口超预期高增，也从需求侧给工业生产带来支撑。不过，5月国内疫情扰动仍在，复工复产尚处在展开过程，因而工业生产仍然偏弱，并未恢复至5%-6%的常态增长区间。后续随疫情扰动进一步减退，工业生产还有修复空间。

从三大门类来看，5月采矿业和电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速均小幅放缓，其中采矿业增加值同比增速从上月的9.5%降至7.0%，仍处较快增长水平，这与近期能源等大宗商品价格持续高位运行相关。而占工业九成的制造业生产此前受疫情冲击最为剧烈，5月随疫情缓和，反弹幅度也最大，当月

制造业增加值同比增长 0.1%，增速较上月回升 4.7 个百分点。制造业细分行业中，尤其值得关注的是汽车产业链，由于本轮疫情较为严重的上海和吉林均为汽车生产重镇，因此，随 5 月上海、吉林推进复工复产，加之汽车销售端降幅收窄，当月汽车制造业增加值同比降幅从上月 31.8% 大幅收敛至 7.0%，对制造业生产增速反弹起到重要拉动作用。

我们预计，随疫情进一步好转，上海等地复工复产全面推进，6 月疫情对工业生产的扰动会进一步缓和，再加上投资稳增长加码发力，可能会对工程建设配套的机械设备、建材、金属等的需求和生产带来一定提振，因此，6 月工业增加值同比增速将延续回升势头。不过，考虑到 6 月以来北京等地疫情再现反弹，疫情防控无法完全放松，复工复产进程仍会受到一定扰动，再加上“市场预期不振+成本上涨压力+出口订单外流”等不利因素，可能会抑制工业生产加速势头，6 月工业生产仍难以恢复至常态，预计当月工业增加值同比增速仅将恢复到 2.5% 左右。

**二、消费：5 月疫情冲击减弱，社零降幅收窄；不过，受局部疫情扰动及居民消费心理偏于谨慎等因素影响，消费修复偏缓。**5 月社零同比下降 6.7%，降幅较上月收敛 4.5 个百分点。具体来看，5 月商品零售额同比下降 5.0%，降幅较上月收敛 4.7 个百分点，表现稍好于社零整体。其中，随着物流对网购的约束减轻，当月实物网上商品零售额同比增长 14.3%，增速较上月大幅反弹 15.3 个百分点；同时，5 月在商品消费中占比近一成的汽车销售降幅收窄，对商品零售增速回升起到重要拉动作用——这也反映于当月除汽车以外的消费品零售额同比降幅仅较上月收窄 2.8 个百分点至 5.6%。若剔除汽车销售，5 月商品零售额降幅收敛有限，再考虑到当月网上零售额增速大幅反弹，进一步侧面印证线下商品消费仍然羸弱。同时，5 月餐饮收入同比下降 21.1%，降幅仅较上月收窄 1.6 个百分点，也显示出疫情防控措施尚未全面放松，对线下消费的抑制作用仍十分明显。

5 月零售数据的另一个特征是“必选强、可选弱”，在食品、药品等零售额同比保持较快正增长的同时，化妆品、金银珠宝等可选消费品零售额普遍录得两位数同比深跌，符合疫情期间消费的结构特征。另外，主要受楼市低迷拖累，当前家电、建筑装潢材料和家具等涉房消费也都处于较深下滑状态。

6 月疫情防控进一步放松，对消费，尤其是线下消费的约束将继续减弱，加之上海等前期封控较为严格的地区在恢复正常生活秩序后，会有一部分积压的消费需求释放，我们预计 6 月社零还将继续改善。不过，6 月北京疫情再现反弹凸显奥密克戎防控难度，短期内仍难以完全摆脱疫情对线下消费的约束。更为重要的是，疫情久拖不决对居民消费信心和消费能力造成侵蚀，这将制约后续消费修复斜率，预计 6 月社零同比仅将恢复至 0% 附近。我们判断，消费偏弱已是近期宏观经济中的一个明显特征，本轮疫情过后，消费数据逐步恢复正增长没有悬念，但着眼于保持宏观经济良性循环，消费增速偏低现象将受到进一步重视。可以看到，近期促消费政策频出，但未来需要重点解决疫情冲击下居民收入增速下滑带来的

消费能力不足问题。预计接下来财政政策在促消费方面的支持力度有可能显著加大，不排除在全国范围内向低收入群体定向发放消费券的可能。

**三、投资：5月投资稳增长效应体现，其中基建投资增速反弹，制造业投资保持两位数高增，楼市低迷导致房地产投资增速延续负增长。**

1-5月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.2%，主要受上年同期基数抬高影响，累计增速较前值下滑0.6个百分点，但仍明显高于去年全年4.9%的增长水平，显示投资正在成为当前稳定宏观经济大盘的关键力量。更为重要的是，伴随疫情扰动消退、各项促投资政策发力，我们测算5月当月固定资产投资同比增速达到4.5%，明显高于4月的1.8%，表明当前投资正在引领经济修复过程。我们预计，6月投资稳增长效应将有进一步体现，1-6月固定资产投资增速有望回升至6.4%左右。

从投资的三大板块来看，1-5月基建投资（不含电力）同比增速为6.7%，较前值加快0.2个百分点，1-5月制造业投资同比增长10.5%，继续保持两位数高增状态，唯有在楼市延续低迷、房企信用风险暴露尚未完毕影响下，1-5月房地产投资同比下降4.0%，降幅较前值扩大1.3个百分点。

1-5月基建投资增速反弹符合市场预期，据我们测算，5月当月基建投资增速达到8.4%，大幅高于上月的1.8%。5月疫情对部分基建施工扰动明显减轻，更为重要的是，以“国常会33条”为代表，近期促进水利等基建投资政策频出；除新增地方政府专项债发行进入高峰期外，央行等金融监管部门也在引导银行加大对这一领域的信贷投放。由此，当前基建投资正在成为稳住经济大盘的中流砥柱。我们预测，伴随政策效应进一步释放，6月当月基建投资增速将升至两位数，1-6月累计增速也有望达到8.0%左右，进而继续在本轮经济修复过程中发挥引领作用。

1-5月制造业投资同比增速较前值回落1.6个百分点，主因上年同期增长基数抬高（以两年平均增速衡量），但继续保持两位数高增状态。背后是为了推动经济转型升级、着力缓解“卡脖子”问题，政策面对制造业投资的支持力度较强。制造业中长期贷款近两年多来持续高增，加之当前海外对“中国制造”

**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\\_43007](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43007)

