

疫情影响弱化经济边际修复，
短期仍建议股债均衡配置

——宏观经济与大类资产配置月报（2022 年 5 月）



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

张文字 010-66428877-352

wyzhang.lvy@ccxi.com.cn

王 晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

联系人：

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

宏观数据改善超预期但可持续性待验证，
股票中长期配置价值或凸显，2022 年 5 月
30 日疫情与多重风险叠加扰动经济运行，二季
度或为股票中长期配置窗口，2022 年 4 月
25 日宏观数据改善超预期但可持续性待验证，
股票中长期配置价值或凸显，2022 年 3 月
21 日经济表面企稳但隐忧仍存，建议股债均衡
配置，2021 年 11 月 19 日供需不平衡下经济修复趋缓，把握风险资
产结构性机会，2021 年 10 月 21 日如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部赵 耿 010-66428731；
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn



本期要点

■ 主要观点

5 月，疫情影响弱化，经济出现恢复势头。从供给端来看，工业增加值同比由负转正，服务业生产指数降幅收窄。从需求端来看：随着稳增长力度加大基建投资同比增速小幅回升，但制造业与房地产投资仍处于回落态势，投资整体走弱态势仍存；出口增速出现短期回升，但全球需求逐渐放缓、海外生产修复对我国出口带来挤出等不利因素仍存，后续出口存回落压力，进口增速虽在价格因素主导作用下出现回升但受制于内需疲弱升幅有限。疫情对消费的抑制有所缓解，社零降幅收窄，但仍处低位。从通胀水平来看，受疫情影响趋缓下供需失衡的问题有所改善以及国际大宗商品价格持续上涨等正反因素交织影响，物价整体保持稳定，CPI 与上月持平；在保供稳价政策、物流逐渐畅通以及翘尾因素减弱共同作用下，PPI 同比、环比涨幅继续回落。从金融数据看，疫情冲击趋缓、宽货币、宽信用持续发力，社融总量边际回暖，但实体经济需求低迷下，社融结构仍待改善；受美国加息以及国内经济基本面偏弱的影响，人民币汇率走贬。

后续来看，下半年经济虽有望边际修复，但全年实现 5.5%左右预期经济增长目标难度较大。虽然 5 月以来经济出现边际改善，但二季度经济增速回调基本已成定局，势必拖累全年经济增长。下半年，疫情对经济的扰动仍存，同时俄乌冲突短期内难以结束，大宗商品价格仍处于高位运行态势，我国企业生产面临的成本压力仍然较大，微观主体的活力恢复仍然需要较长的时间。综合来看，在疫情得到有效控制的前提下，随着大规模稳增长政策效果的显现，二季度或为全年经济增长底，下半年有望触底回升，但复苏的节奏或不同于 2020 年的“V”型反弹，是一个相对较为缓慢的修复过程，或呈现出“U”型或“W”型复苏态势。

从大类资产配置看，5 月 16 日-6 月 15 日，各类资产表现分化，股票市场止跌转涨、涨幅较高，上证综指、深证成指和创业板指涨幅分别为 7.17%、8.76%、9.20%，债市收益率先下后上，10 年期国债收益率较前期小幅下行，波动范围为 [2.6974%，2.8216%]；大宗商品先涨后跌，统计区间内商品指数涨幅约为 0.698%，能源、化工、煤焦钢矿指数涨幅相对较高。后续随着国内经济边际回暖，企业盈利或将企稳，股票市场配置价值或凸显，政策支持下的基建板块表现或相对较好；同时，在货币政策稳中偏松、流动性较为充裕下，债市收益率或低位波动；大宗商品在全球经济增长预期放缓、美联储加息进程较快下，下行压力或较大。因此，我们认为，在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置，并视经济修复情况择机增加股票市场配置比例。

2022 年 5 月，在疫情影响弱化背景下，经济出现恢复势头。工业增加值同比增速由负转正，服务业生产指数降幅有所收窄。随着政策稳增长力度加大，基建投资同比小幅回升，但受制造业与房地产投资仍处于回落态势拖累，投资整体仍呈走弱态势。出口增速在疫情影响趋缓下短期回升，但随着错峰优势的逐渐弱化，后续出口存在回落压力，进口增速虽在价格因素主导作用下出现回升但受制于内需疲弱升幅有限。疫情及严格的疫情防控措施对消费抑制有所缓解，社零降幅收窄，但仍处低位。后续看，下半年经济虽有望边际修复，但全年实现 5.5% 左右预期经济增长目标难度较大。虽然 5 月以来经济出现边际改善，但二季度经济增速回调基本已成定局，势必拖累全年经济增长。下半年，疫情对经济的扰动仍存，同时俄乌冲突短期内难以结束，大宗商品价格仍处于高位运行态势，我国企业生产面临的成本压力仍然较大，微观主体的活力恢复仍然需要较长的时间。综合来看，在疫情得到有效控制的前提下，随着大规模稳增长政策效果的显现，二季度或为全年经济增长底，下半年有望触底回升，但复苏的节奏或不同于 2020 年的“V”型反弹，是一个相对较为缓慢的修复过程，或呈现出“U”型或“W”型复苏态势。

从资产配置来看，伴随国内经济边际回暖，企业盈利或将企稳，股票市场配置价值或凸显，政策支持下的基建板块表现或相对较好；同时，在货币政策稳中偏松、流动性较为充裕下，债市收益率或低位波动；大宗商品在全球经济增长预期放缓、美联储加息进程较快下，下行压力或较大。后续在稳增长政策持续发力、资金面较为宽松下，短期内仍建议股债均衡配置，并视经济修复情况择机增加股票市场配置比例。

表 1 2022 年 5 月中国宏观经济核心指标一览表

	2022 年				2021 年					同比变化
	5 月	4 月	3 月	1-2 月	12 月	11 月	10 月	5 月*	5 月	
工业增加值（同比，%）	0.7	-2.9	5	7.5	4.3	3.8	3.5	6.6	8.8	↓
服务业生产指数（同比，%）	-5.1	-6.1	-0.9	4.2	3	3.1	3.8	6.6	12.5	↓
投资（累计同比，%）	6.2	6.8	9.3	12.2	4.9	5.2	6.1	4	15.4	↑
制造业投资	10.6	12.2	15.6	20.9	13.5	13.7	14.2	1.3	20.4	↑
房地产投资	-4	-2.7	0.7	3.7	4.4	6	7.2	8.6	18.3	↓
基建投资	6.7	6.5	8.5	8.1	0.4	0.5	1	2.4	11.8	↑
民间投资	4.1	5.3	8.4	11.4	7	7.7	8.5	3.3	18.1	↑
社零额（同比，%）	-6.7	-11.1	-3.5	6.7	1.7	3.9	4.9	4.5	12.4	↓
出口：同比（%，美元）	16.9	3.9	14.6	16.3	20.8	21.7	26.8		27.7	↓
进口：同比（%，美元）	4.1	0	0	15.8	19.6	31.3	20		52.2	↓
贸易顺差（亿美元）	787.5	511.2	470.6	1148	941.5	718.3	848.5		432.5	↑
CPI（同比，%）	2.1	2.1	1.5	0.9	1.5	2.3	1.5		1.3	↑
PPI（同比，%）	6.4	8	8.3	8.9	10.3	12.9	13.5		9	↑
M2：同比（%）	11.1	10.5	9.7	9.2	9	8.5	8.7		8.3	↑
社会融资规模	27921	9455	46566	73626	23682	25983	16176		19522	↑

（注：↓、↑、↔分别表示表示 5 月份同去年同期增速相比为下降、上升或持平，*表示两年复合增速）

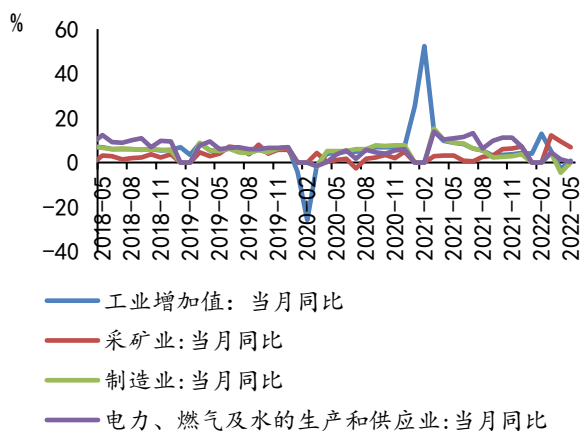
一、生产：疫情冲击减弱工业生产边际改善，服务业生产仍较弱

随着疫情影响趋缓以及保物流畅通工作的有序推进，此前工业生产的短期干扰因素初步缓解，工业同比增速本月由负转正。但疫情影响下服务业生产修复仍较弱，保持了 3 月以来的负增长态势，不过降幅有所收窄。

（一）工业生产边际回暖，后续或继续改善

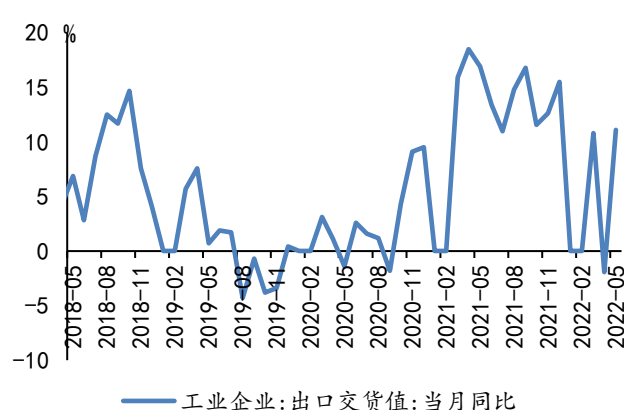
工业生产同比由负转正，但仍处于低位增长区间。5 月规模以上工业增加值同比增长 0.7%，较 4 月回升 3.6 个百分点，工业生产边际反弹但仍低于 1% 的增速水平。工业生产增速回升主要是由于疫情影响趋缓、物流不畅有所改善、供应链受阻问题初步缓解，以及企业逐步开启复工复产。其中，汽车行业工业增加值同比降幅由上月的 31.8% 大幅收窄 24.8 个百分点至 7%。后续来看，随着国内疫情影响逐步减弱，工业生产存在继续改善基础，但考虑到疫情反复以及企业成本压力仍存，工业生产修复受到制约。

图 1：工业增加值增速转正



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：出口交货值增速上行

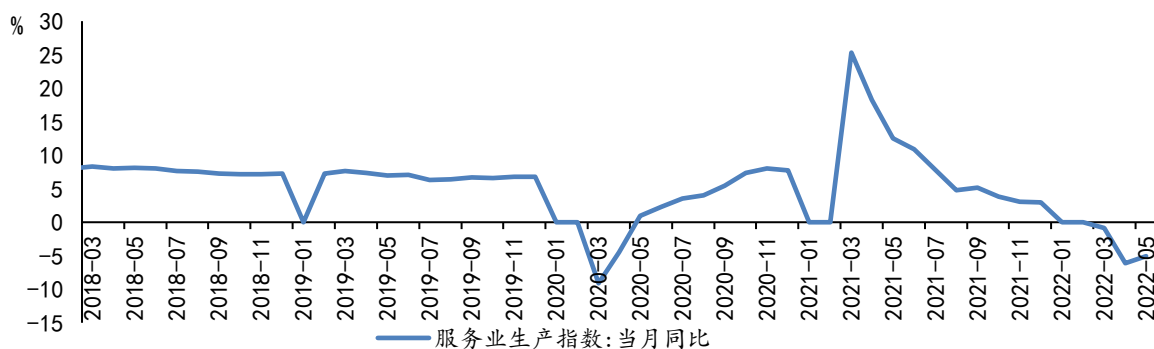


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）服务业生产小幅改善但仍负增，持续处于低迷态势

服务业生产指数连续 3 个月负增长。5 月份降幅虽较 4 月收窄 1 个百分点至 5.1%，但服务业生产已经连续 3 个月负增长。后续来看，疫情扰动仍存，线下接触型服务业修复仍受到压制。

图 3：服务业生产指数持续负增长



数据来源：wind、中诚信国际整理

（三）产需均有所改善，PMI 小幅回升但仍位于收缩区间

制造业 PMI 有所改善但仍位于临界点以下。5 月制造业 PMI 为 49.6%，较前值回升 2.2 个百分点，继续位于临界点以下。其中，生产指数较上月回升 5.3 个百分点至 49.7%；新订单指数较前值回升 5.6 个百分点至 48.2%；新出口订单较上月回升 4.6 个百分点至 46.2%，位于 2020 年下半年以来的次低水平。

服务业景气水平出现回升，但部分接触型服务业仍位于低位收缩区间。5月非制造业商务活动指数结束了2月份以来的回落走势，较上月大幅回升5.9个百分点至47.8%，其中服务业商务活动指数回升7.1个百分点至47.1%，建筑业商务活动指数小幅回落0.5个百分点至52.2%，继续位于扩张区间。

图4：PMI回升

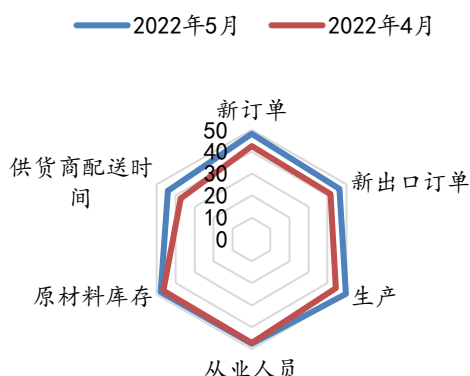
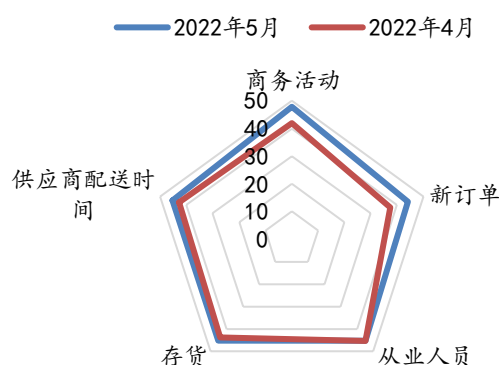


图5：非制造业商务指数回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、需求：外需反弹、内需依旧偏弱，需求修复仍面临制约

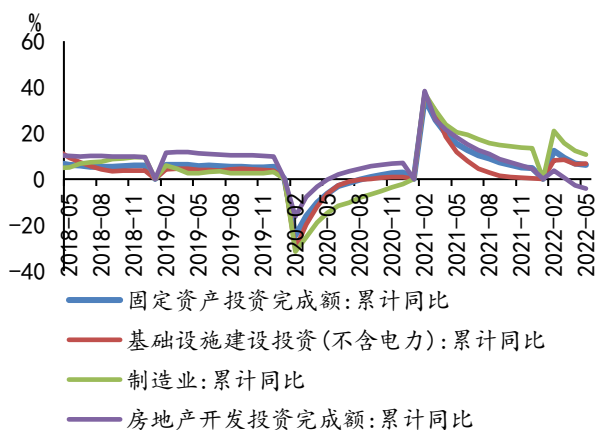
5月，需求侧走势分化：投资整体走弱态势不改，居民消费边际改善但仍位于低位，出口增长短期反弹。后续看，需求端有望延续边际改善态势，但改善幅度仍受内生动能偏弱、国内市场主体信心低迷以及海外需求预期放缓等多重因素制约。

（一）稳增长政策发力基建投资增速回升，内生投资依旧较弱

稳增长加码发力下基建投资有所改善，制造业投资、地产投资拖累投资总体增速。1-5月固定资产投资同比增长6.2%，较前4个月回落0.6个百分点。其中，制造业投资增速为10.2%，较1-4月回落2.3个百分点，内生动能有所弱化，但高技术制造业投资仍保持在24%以上的高位增速或显示我国制造业结构持续优化。5月份稳增长持续加码，基建投资累计同比增速较1-4月回升0.2个百分点至6.7%。供需两端延续低迷背景下房地产投资较1-4月回落1.3个百分点至同比下降4%。内生动能弱化背景下民间投资增长继续放缓，较1-4月回落1.2个百分点至4.1%。后续看，在新增专项债需在6月底前基本发行完毕的政策要求下，基建有望进一步发挥托底投资作用；不过，虽然近期多地在“因城施策”下对房地产的调控政策边际放松，但受限于交易以及融

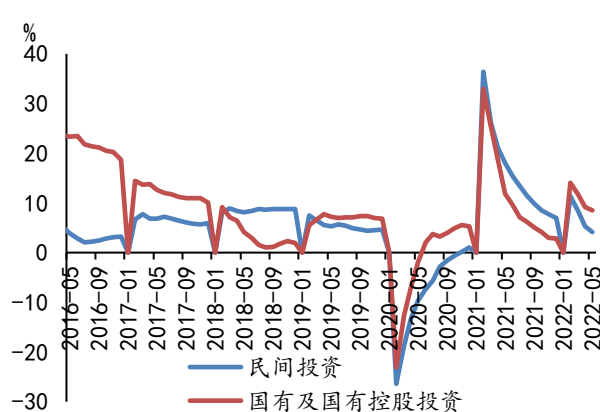
资仍较为低迷，房地产投资短期内仍将处于筑底阶段；在市场投资信心欠缺的情况下，内生性投资上涨动力不足预计依旧呈偏弱态势。综合来看，投资虽然在政策支持加大的情况下有望出现回升，但回升幅度或仍然受到制约。

图 6：固定资产投资继续回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 7：民间投资延续回落走势

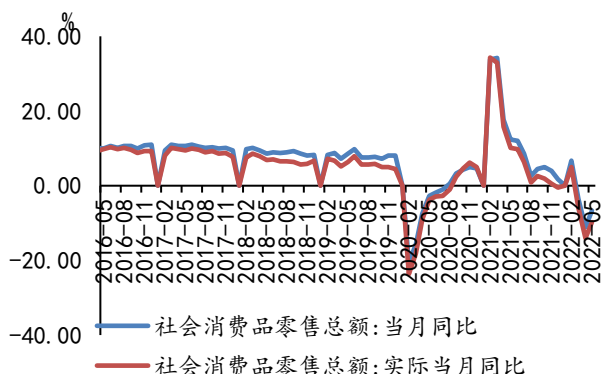


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）社零额同比仍位于下滑态势，关注线上线下消费同步走弱

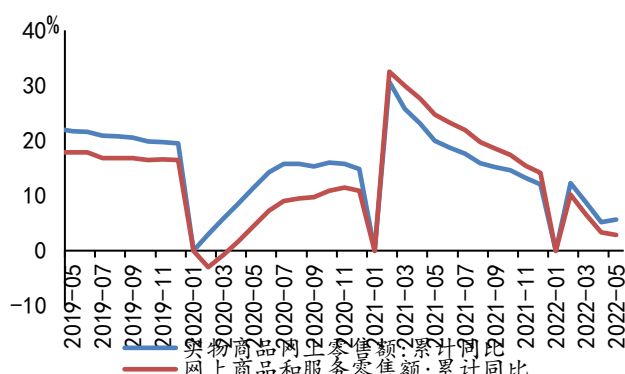
社零额同比降幅收窄但仍维持负增长。5 月社零额同比下降 6.7%，较上月降幅收窄 4.4 个百分点，但仍处于 2020 年 5 月以来的次低水平，连续 3 个月保持负增长，且受前期物流受阻影响，此前持续保持高速增长在线上消费在 5 月份继续保持个位增速，线上线下消费呈同步走弱态势。社零额增速低迷主要受三方面原因影响：一是疫情冲击虽趋缓，但仍呈散发、反复态势，线下接触型服务业消费仍受到较大抑制；二是预期走弱下，居民消费信心低迷；三是疫情冲击下居民收入放缓，就业市场的严峻形势进一步拖累消费修复。后续来看，5 月以来物流持续修复叠加政策上加大对消费的支持，消费有望边际回暖，但考虑到疫情干扰犹存且受制于预期转弱以及收入放缓，预计消费整体呈弱修复态势。

图 8：社零额同比仍位于下滑区间



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 9：网上商品和服务零售额持续放缓

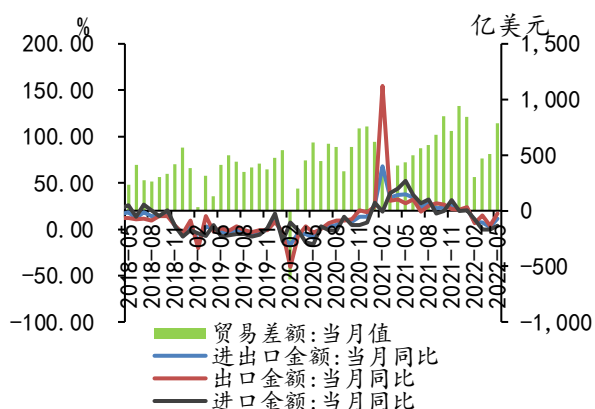


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（三）疫情冲击弱化进出口短期反弹，外贸领域仍存回落压力

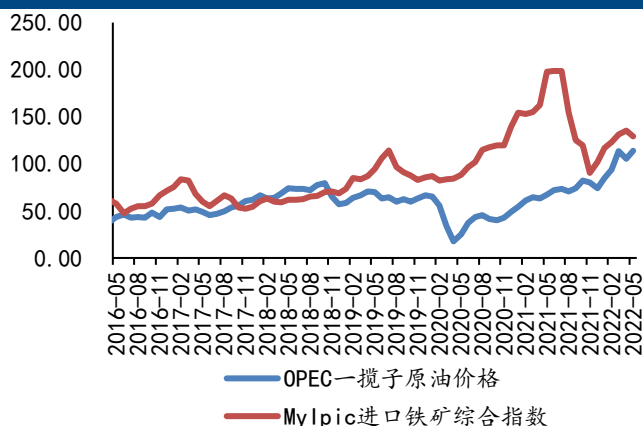
进出口边际好转。5月出口增速较4月显著回升13个百分点至16.9%，重回两位数增速，创近4个月以来新高。出口增速回升主要受到三方面因素影响：一是随着国内疫情逐渐稳定、物流与生产活动修复，前期积压订单生产加快，同时多项稳外贸政策持续发力也有利于支撑出口；二是海外需求虽有所放缓但仍处于扩张区间。美国、欧元区 PMI 仍位于荣枯线之上；三是去年同期基数较低。从进口看，5月进口同比增长4.1%，较4月份小幅回升4.1个百分点。疫情对经济的干扰减弱叠加国内稳增长政策持续发力，内需边际改善对进口回升带来支撑，但更为重要的是，全球供应链趋紧情况下多数大宗商品价格仍保持在较高水平，价格因素或是进口增速小幅回升的主导因素。后续看，当前海外需求整体呈放缓趋势，叠加疫情防控政策差以及我国的错峰优势逐渐弱化，下半年出口仍面临较大走弱压力。稳增长政策加码下进口虽可能较前期边际改善但改善幅度仍受制于国内需求的修复。

图 10：国内进出口及贸易差额走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 11：大宗商品价格持续高位运行



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、价格：疫情缓解通胀整体温和，关注大宗商品价格对 PPI 的影响

在疫情影响趋缓供需失衡问题有所改善以及国际大宗商品价格持续上涨综合作用下，物价整体保持稳定，本月 CPI 与上月持平；虽然大宗商品价格持续高位运行，但在保供稳价政策、物流逐渐畅通以及翘尾因素减弱共同作用下，PPI 同比、环比涨幅继续回落。后续看，短期内 CPI 上行仍有支撑，但受制于终端需求整体仍较疲弱，上行幅度较为温和；保供稳价政策持续发力叠加翘尾因素影响逐渐减弱，PPI 或延续小幅回落走势，但仍需关注原油价格高位运行对 PPI 的影响。

（一）供需改善下物价整体温和，CPI 同比与上月持平

供需基本平衡，CPI 整体保持稳定。5 月 CPI 同比上涨 2.1%，与上月持平。剔除能源与食品的核心 CPI 为 0.9%，涨幅与上月相同。猪价跌幅收窄以及粮食价格上涨支

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_43258

