Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
马燕 0571-87839259
mayan@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0012651

戴朝盛 0571-87839255
daichaosheng@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0014822

南华期货 NANHUA FUTURES

南华宏观周报 2022 年 6 月 19 日

5月经济数据审视

核心观点：

在突如其来的疫情影响下，4 月经济如期探底。虽然这个底并没有 2020 年年初那么深，但二次入坑，不少问题开始呈现长期化趋势。

5 月是疫情逐步缓解的一个月，也是政策集中发力的一个月。虽然各方影响都在，但外在约束确实有改善。目前主要的经济数据已公布，在此情况下，认真审视当前的经济数据透露出来的改善进度尤为重要。

整体来看，5 月经济整体有改善，但随着疫情的逐步缓解和政策的持续发力，数据的改善是应该的。从幅度来看，除出口外，其他数据的改善程度给人的感觉更多是理所应当，是疫情压抑一个月后的集中释放。另外，从消费以及地产的细分项来看，复苏之路依然困难重重，预计消费与地产的利好政策仍在路上。也正因为消费以及地产的拖累，基建的托举之力更为关键，我们预计基建增速将在 6 月明显发力。

风险提示：疫情形势、天气变化

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 5 月经济数据审视 3
1.1. 二季度消费可能整体为负 3
1.2. 投资分化：地产、制造业向下，基建持稳 5
1.3. 出口超预期回升，恐昙花一现 8
1.4. 金融：水大需求仍疲弱 9
1.5. 小结 10
免责申明 11

第1章　5月经济数据审视

在突如其来的疫情影响下，4月经济如期探底。虽然这个底并没有2020年年初那么深，但第一次跌入坑中时，大家会想这是个意外，如今再一次落入坑中，人们会开始思考这会不会是个常态？第一次跌入坑中时，前期的储备还算充足，日子还能熬，但在疫情爆发后整整两年再次入坑，原本苦苦支撑的资产负债表可能再也撑不住了。二次入坑，不少问题开始呈现长期化趋势。

5月是疫情逐步缓解的一个月，也是政策集中发力的一个月。虽然各方影响都在，但外在约束确实有改善。目前主要的经济数据已公布，在此情况下，认真审视当前的经济数据透露出来的改善进度尤为重要。

1.1. 二季度消费可能整体为负

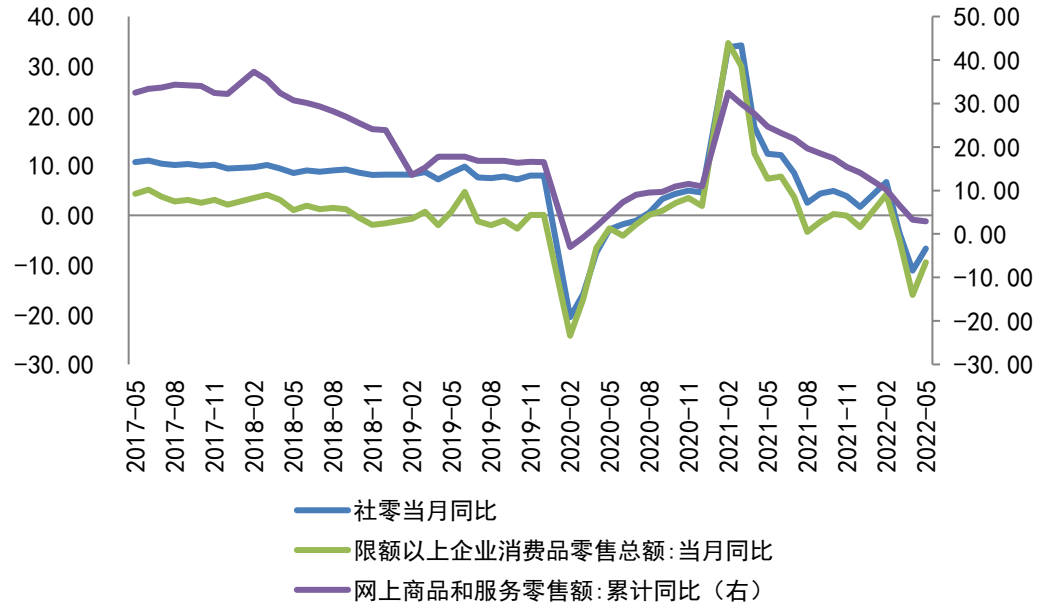
4月社零当月同比跌幅缩小至6.7%，较4月回升4.4个百分点。其中，限额以上企业消费品零售总额回升较快，同比跌幅由14%回落7.5个百分点至6.5%。在线下消费逐步回升的同时，网上商品和服务同比增长小幅放缓，5月降至2.9%，略低于4月0.4个百分点。整体来看，消费依然在底部运行。由于4、5月消费同比跌幅较大，6月同比增长需高达16.14%才能在社零口径实现消费为正，但由于去年6月基数较高，加之当前失业率高企，居民消费意愿不强，完成难度非常大，因此二季度GDP中来自消费的贡献可能为负。

两大特征与2020年类似。一是实物消费恢复明显快于服务类。与之前演绎轨迹类似，而且5月疫情依然严峻，服务消费并未呈现明显的好转迹象。二是限额以下企业零售额改善较慢。今年4月，限额以上和限额以下消费品零售额当月同比跌幅分别为12.55%和10.16%，限额以下跌幅还小于限额以上。但5月，二者跌幅分别缩小至3.79%和8.34%，限额以上明显恢复较快，说明疫情之下小企业面临的境遇更难，甚至部分小型单位已经难以为继。

从商品类别看，5月份限额以上单位商品零售中，超八成商品类值零售比4月份好转，半数商品类别零售额实现增长。其中，部分消费升级类商品零售有所改善。5月份，限额以上单位化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类、文化办公用品类和通讯器材类商品零售额降幅分别比4月份收窄11.3、11.2、11.8、1.5和14.1个百分点。

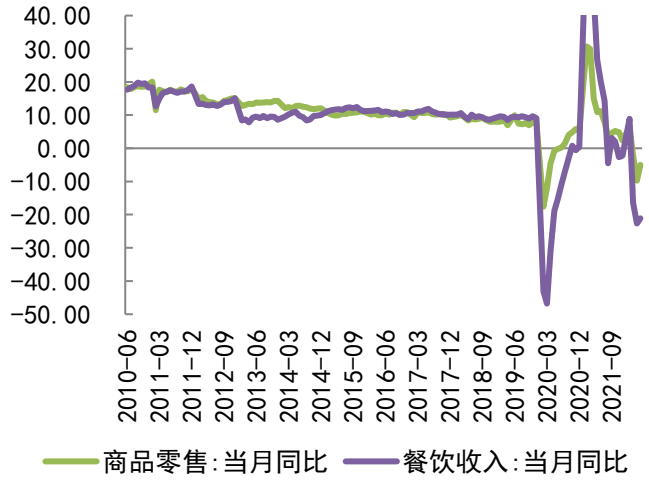
基本生活类商品销售回升。5月份，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额同比分别增长12.3%和7.7%，增速分别比4月份加快2.3和1.7个百分点；烟酒类增长3.8%，4月份为下降7%；服装、鞋帽、针纺织品类和日用品类商品零售额降幅分别比4月份收窄6.6和3.5个百分点。

图 1.1.1：消费同比跌幅缩小（%）



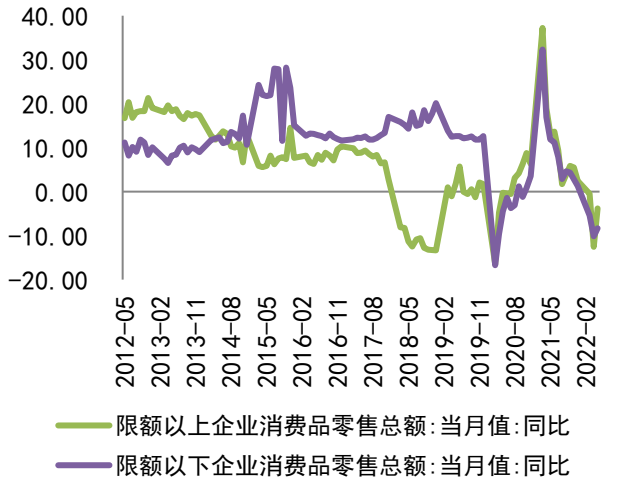
资料来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：服务消费最受伤，恢复最慢（%）



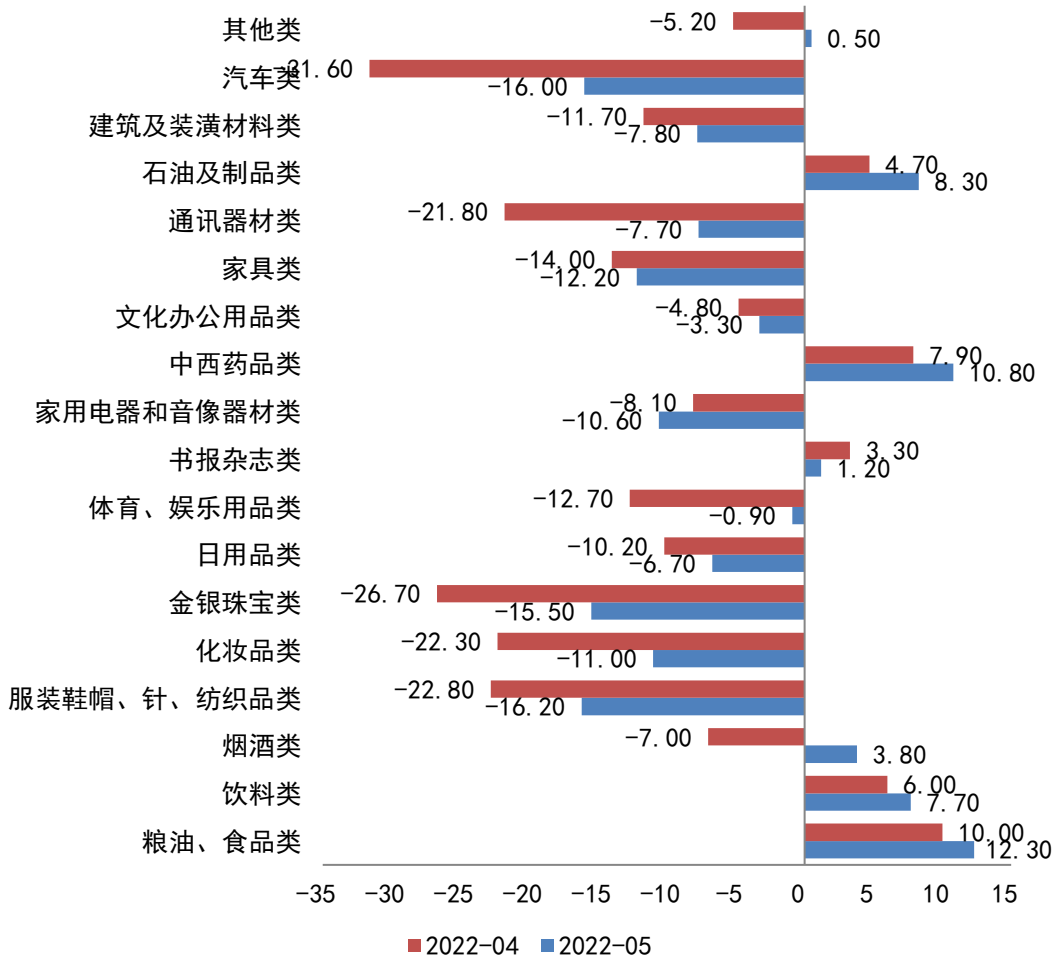
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.3：限额以下消费恢复缓慢（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：大多数品类消费同比改善（%）



资料来源：Wind 南华研究

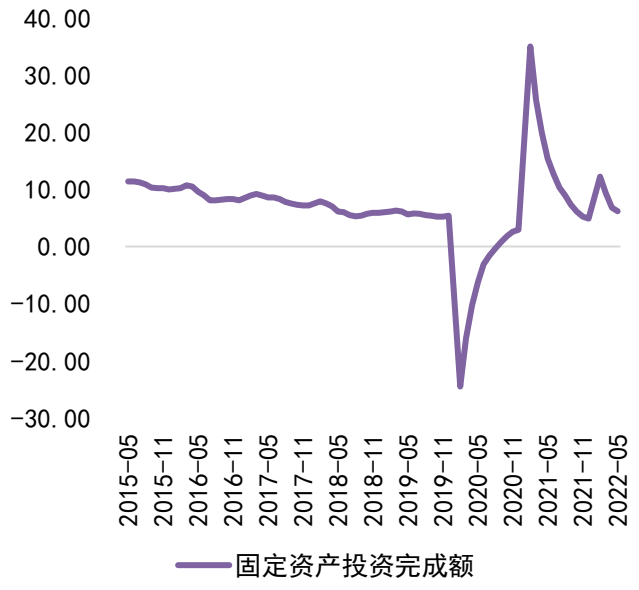
1.2. 投资分化：地产、制造业向下，基建持稳

5 月固定资产投资累计同比增长 6.2%。较 4 月回落 0.6 个百分点。其中地产累计同比继续落入负值区域，为-4%，较 4 月回落 1.3 个百分点。制造业也在回落，年初以来一直保持下行趋势，5 月累计同比增长 10.6%，较 4 月下降 1.6 个百分点。基建表现相对稳健，尽管前 4 个月也是下行趋势，但 5 月基建（不含电力）小幅回升 0.2 个百分点至 6.7%。

累计同比数据更多受到前 4 个月的影响，单月同比数据更能灵活反映现阶段信息。根据我们跟踪的单月同比数据显示，5 月固定资产投资同比增速相对 4 月均在回升。其中基建改善力度最大，广义基建回升 3.55 个百分点至 7.9%，狭义基建回升 4.27 个百分点至 7.22%。地产投资也有明显改善，但整体仍在负值区域低位徘徊，5 月同比跌幅减少 2.41 个百分点至 7.71%。制造业改善幅度最小，仅提升 0.67 个百分点至 7.06%。总体来看，基建的托举力量正在逐步形成。

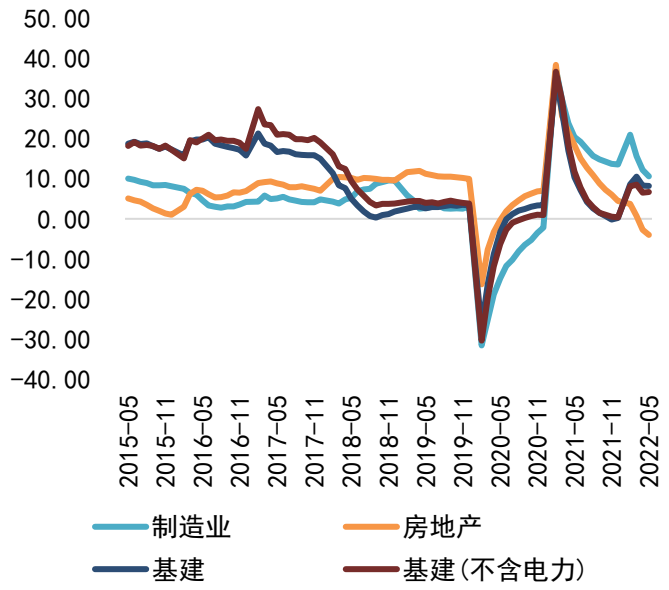
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.2.1：累计同比看，投资整体回落（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：累计同比看，制造业、地产向下，基建持稳（%）

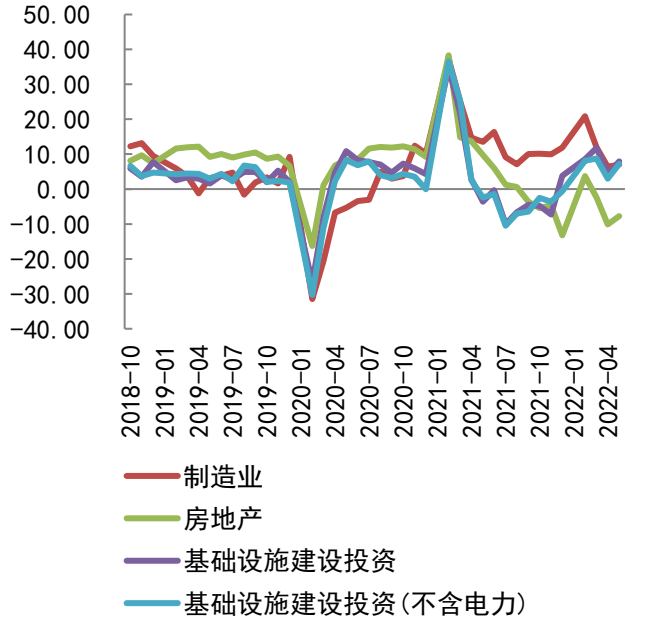


数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.3：当月同比看，固定投资开始回升（%）

数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.4：当月同比看，三大分项均有回升（%）



数据来源：Wind 南华研究

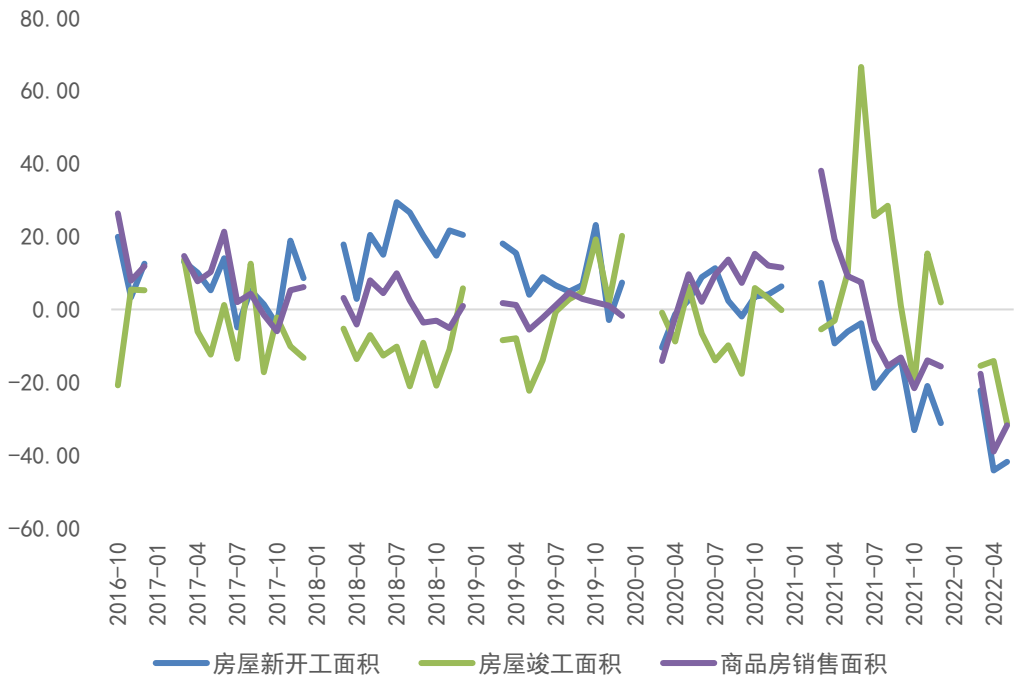
在经济数据公布后，我们看到市场情绪有所提振，表现为股市走高，以螺纹钢为代表的较多商品都有起色。其中一大原因在于市场对地产数据的表现较为认可。但其实仔细分析起来，地产的数据好转可能只是得益于 4 月被压制需求的集中释放。商品房销售

当月同比 31.77%，虽然较 4 月回升 7.23 个百分点，但仍远低于 3 月的-17.7%，表明如果不考虑疫情因素，可能地产仍在处于下探趋势。新开工数据当月同比也是有所回升，录得-41.85%，好于 4 月的-44.19%，但面临的情况与销售类似。此外，竣工面积当月同比值还在大幅萎缩。

虽然国有土地出让权收入较 4 月大幅回升 13.85 个百分点至-24.03%，与 3 月值较为接近，但这很可能与地方政府行为有关，即政府在 5 月出让更多的土地，或者出让更多优质土地。我们也可以看到 5 月，100 大中城市土地供应量较 4 月有明显的回升。

整体来看，地产还在底部运行。

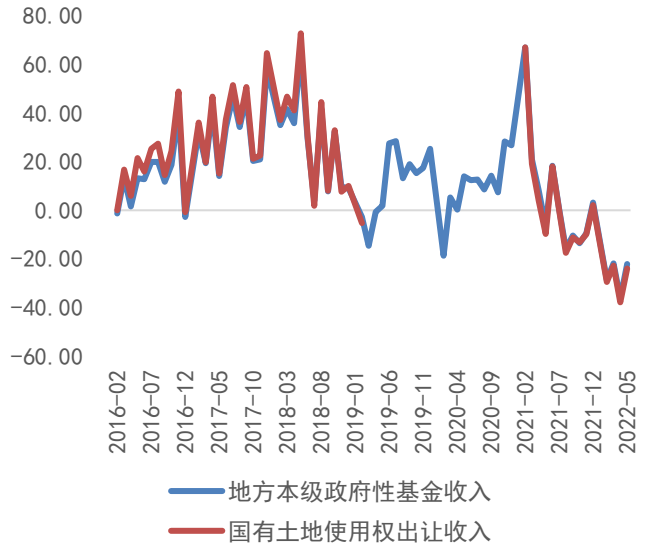
图 1.2.5：当月同比看，新开工、销售以及竣工面积均落入极低值（%）



资料来源：Wind 南华研究

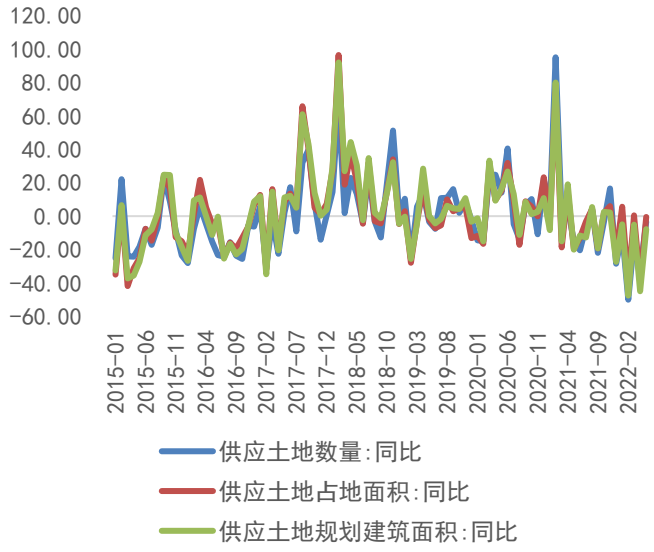
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.2.6：土地出让收入当月同比有所企稳（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.7：100 大中城市土地供应当月同比数量上升（%）



数据来源：Wind 南华研究

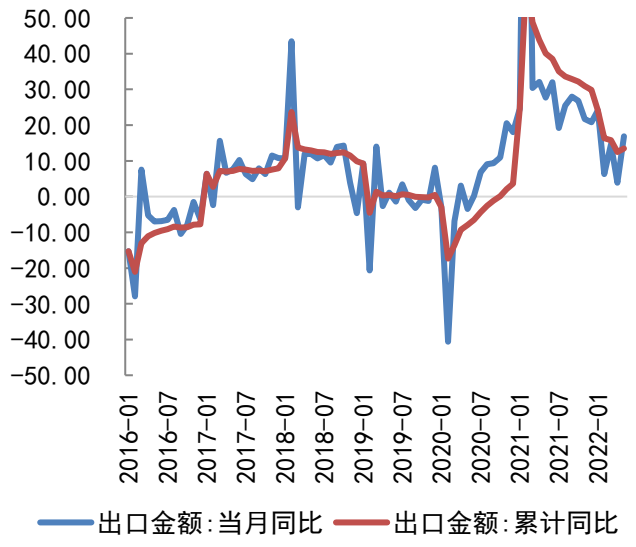
1.3. 出口超预期回升，恐昙花一现

要说 5 月最大的亮点在哪里，个人认为是出口。

5 月出口金额当月同比增长 16.9%，远高于预期的 8%和前值 3.9%。随着疫情逐步受控，复工复产推进，特别是外贸物流堵点逐步打通，供应链不畅等问题渐渐缓解，进出口增速明显回升。5 月八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比增幅 7.3%，较 4 月回升 5.4 个百分点，可见在疫情冲击有所缓解后，前期积压订单出现了集中释放。此外，去年 5 月出口基数较低以及老生常谈的价格效应继续提供正反馈。

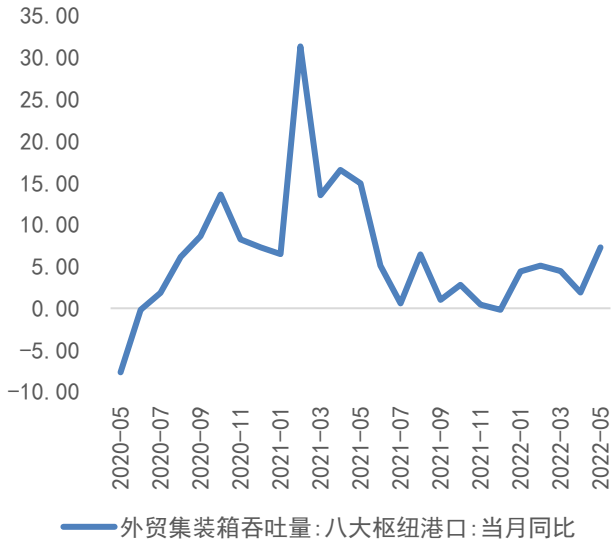
尽管 5 月数据远超预期，但预计更多是一种疫情后的反弹现象。后期随着外需逐步走弱（6 月韩国前 10 日出口金额下跌 12.7%），尽管价格效应仍将持续，但出口将继续呈现回落态势。

图 1.3.1：出口超预期回升（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.2：集装箱吞吐量大幅抬升（%）



数据来源：Wind 南华研究

1.4. 金融：水大需求仍疲弱

与 4 月相反，5 月新增社融和人民币贷款均超预期，其中，新增社融 2.79 万亿，高于市场预期的 2.37 万亿元，新增人民币贷款 1.89 万亿，高于预期的 1.41 万亿，单从数据看，宽信用进度好于市场之前的预估。

分结构来看，新增社融中，人民币贷款占据了主导地位，占比与 5 年均值接近。政府债依然是主要支撑力量，占比 38%，也就较 4 月占比降低了 5 个百分点，整体来看政府托市痕迹还是很明显。此外，其他类型的融资渠道多为负值。

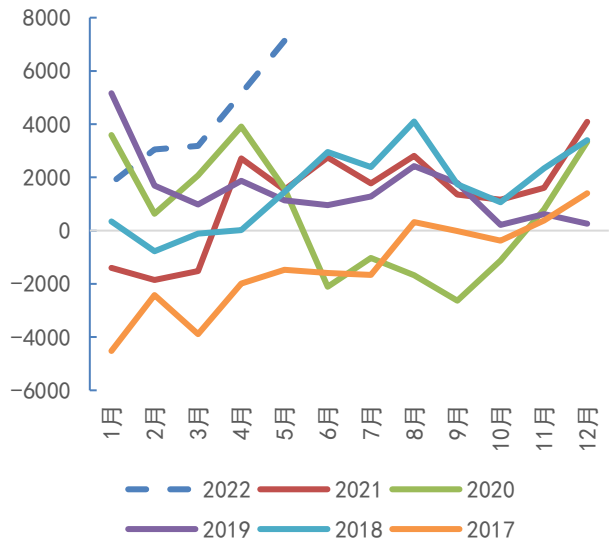
新增人民币贷款方面，短期贷款和票据融资占比超高，远高于以往数据，表明人民币贷款表现出色的背后其实底子还是虚，不过令人欣慰的是中长期贷款绝对值已接近 2019 年同期水平，相对 4 月增幅是非常明显的。相比于企业中长期贷款，居民中长期贷款虽然环比有改善，但相比以往水平还是大幅缩减，表明居民部门的改善力度不及企业部门。

M0 同比持续走高，持币需求仍在走高。M1 同比则回落，M2-M1 剪刀差则走阔，表明企业活化资金减少，扩大投资意愿依然不高。

整体来看，有改善，但数据传达的改善质量仍存泡沫，居民还是不乐意贷款消费，企业的投资动力依然不强。

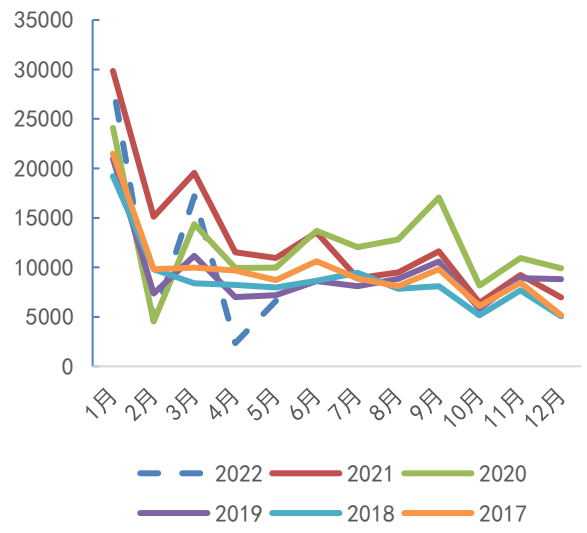
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.4.1：票据融资季节性（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.4.2：中长期贷款季节性（亿元）



数据来源：Wind 南华研究

1.5. 小结

5 月经济整体有改善，但随着疫情的逐步缓解和政策的持续发力，数据的改善是应该的。从幅度来看，除出口外，其他数据的改善程度给人的感觉更多是理所应当，是疫情压抑一个月后的集中释放。另外，从消费以及地产的细分项来看，复苏之路依然困难重重，预计消费与地产的利好政策仍在路上。也正因为消费以及地产的拖累，基建的托举之力更为关键，我们预计基建增速将在 6 月明显发力。

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点