



宏观研究

【粤开宏观】一季度 GDP 增速或跌破 5%，稳增长保民生迫在眉睫

2022 年 04 月 05 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】经济实现开门红，但仍有风险挑战：1-2 月经济数据解读》2022-03-15

《【粤开宏观】美国流动性盛宴结束：2022 年 3 月美联储议息会议点评》2022-03-17

《【粤开宏观】1-2 月财政收支的四大特征》2022-03-20

《【粤开宏观】稳地产就是稳经济：房地产数据背离的真实含义》2022-03-22

《【粤开宏观】解析美联储加息冲击与新兴市场危机》2022-03-27

导读

当前中国经济面临国内外四大风险：疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧。疫情反弹导致供需收缩、低迷的消费尤其是服务业再度受冲击；输入性通胀已体现在快速攀升的 PMI 价格分项指数，中小企业经营成本上升；全球流动性收紧、中美政策错位将引发资本外流以及资本市场受压制等影响。受此冲击，一季度 GDP 增速或降至 5% 以下（预计在 4.8%，若疫情持续蔓延封控继续，还将更低），中低收入人群和小微企业面临生存困境，民生压力显著增大。当务之急是采取积极措施遏制经济下滑趋势，财政和货币政策要以更大力度支持经济，同时对受疫情严重影响的中低收入人群做好社会保障兜底工作。

风险提示：疫情反弹超预期、俄乌冲突超预期、美联储货币政策收紧超预期



目 录

一、当前经济面临国内外四大风险：疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧.....	3
二、一季度 GDP 增速或降至 5%以下，中低收入人群和小微企业面临生存困境，民生压力显著增大.....	7
三、政策建议.....	9

图表目录

图表 1：全国百城拥堵延时指数下滑.....	3
图表 2：10 大城市地铁客运量下滑.....	4
图表 3：全国整车货运物流下滑.....	4
图表 4：30 大中城市商品房销售下滑.....	5
图表 5：预期房价上涨的居民占比持续下滑.....	5
图表 6：全球大宗商品价格上涨加剧输入性通胀压力.....	6
图表 7：3 月中美利差快速收窄，人民币汇率走弱.....	7
图表 8：3 月制造业和服务业 PMI 均显著下滑.....	8
图表 9：16-24 岁青年失业率显著高于历史同期水平.....	8

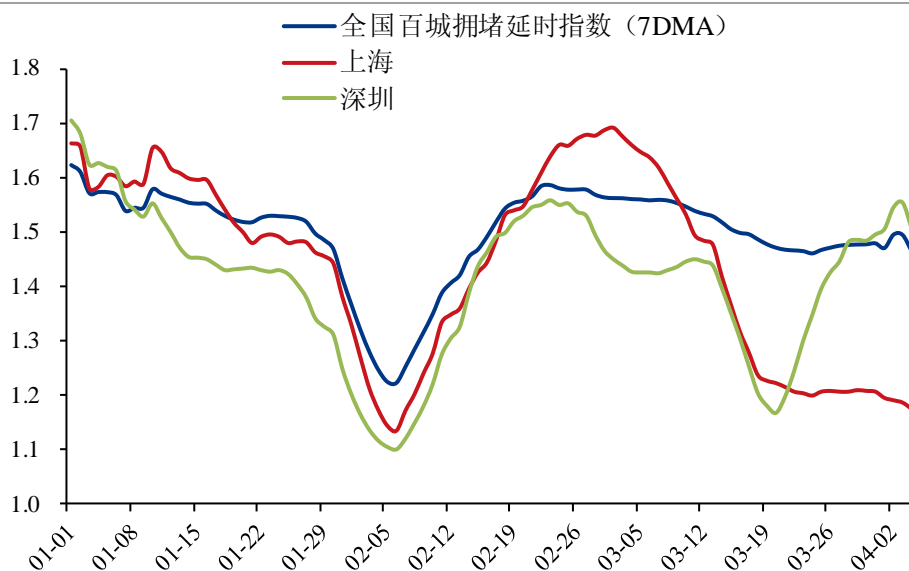


一、当前经济面临国内外四大风险：疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧

第一，疫情大范围反弹，严重冲击正常生产生活秩序。据4月1日国家卫健委消息，3月1日至31日，全国累计报告本土感染者10.4万例，波及29个省份，呈现出点多、面广、频发的特点。近日全国报告新增感染者90%来自于吉林省和上海市。其中，吉林省疫情仍处于发展阶段，累计报告感染者超过4.4万例，吉林市和长春市管控区域内社区传播还没有阻断；上海市疫情正处于快速上升阶段，累计报告感染者超过3.6万例，并外溢到部分省份，近期感染者数量仍将增加。此外，辽宁沈阳、河北唐山、福建泉州疫情社区传播的风险依然较高；山东、江苏、浙江的疫情整体趋好；广东疫情整体平稳，但外防输入压力时刻存在。

疫情反弹和防控趋严对线下聚集性活动形成明显制约，高频数据显示经济活跃度明显下降。3月1日至31日，全国百城拥堵延时指数下降5.4%，上海下降28.5%；10大城市地铁客运量下降29.2%，上海下降88.4%；全国整车货运流量指数下降9.2%，上海下降23.4%，吉林下降82.1%；30大中城市商品房成交面积降幅一度高达37.8%，上海下降84.2%。相较之下，疫情有效防控后的深圳，生产生活秩序已基本恢复正常。

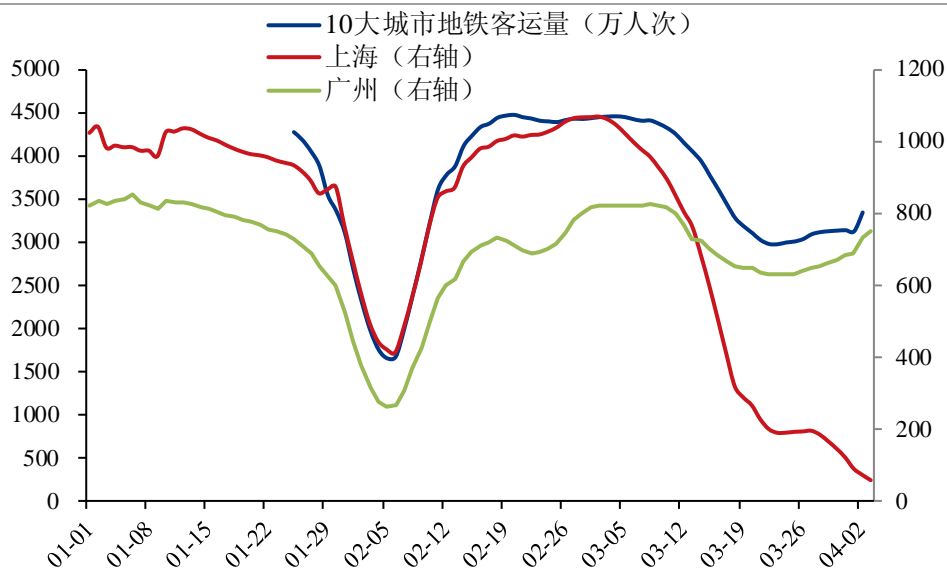
图表1：全国百城拥堵延时指数下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

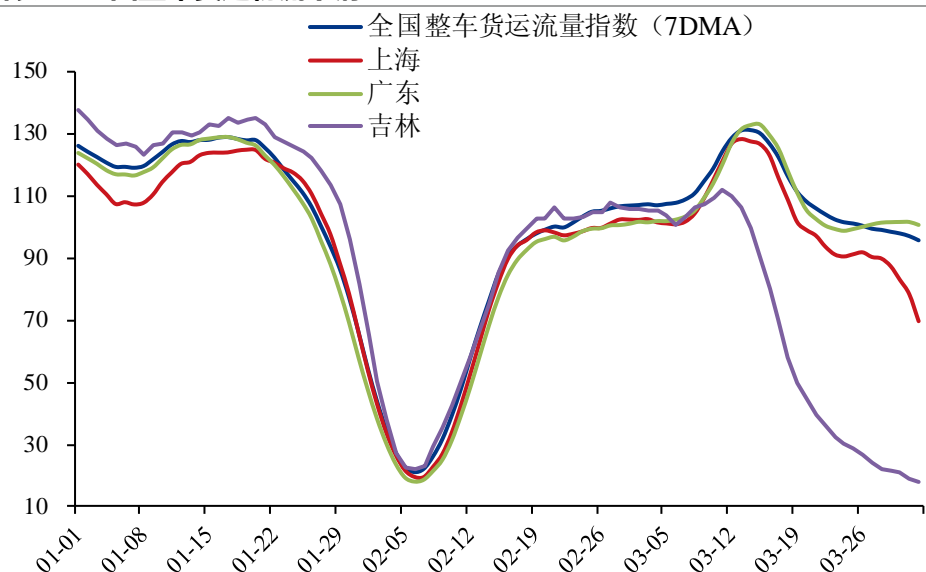


图表2：10大城市地铁客运量下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

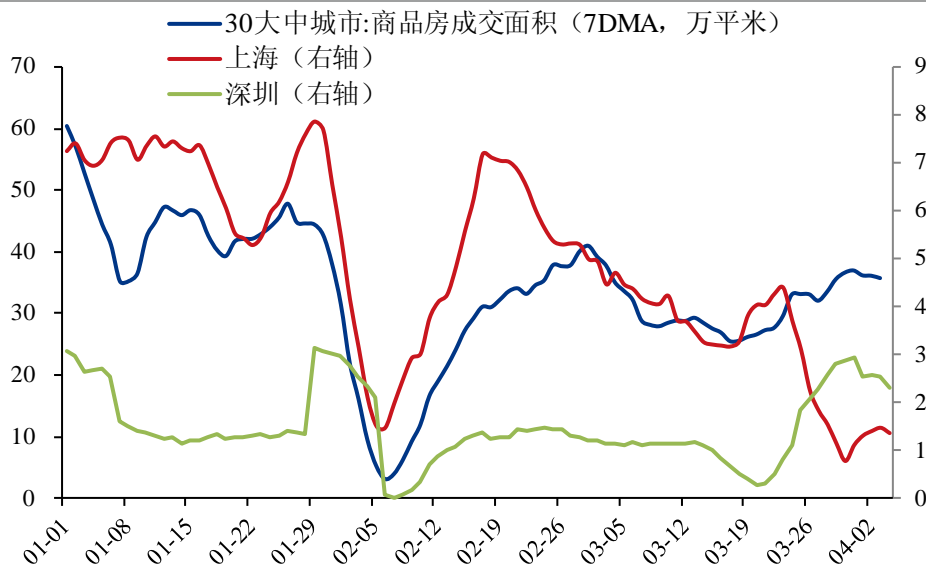
图表3：全国整车货运物流下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表4：30大中城市商品房销售下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，房地产销售和投资过快下行，房企债务违约风险仍存。尽管去年12月以来各地稳地产政策频出，但居民购房意愿不足导致楼市持续低迷。居民收入增速放缓，预防性储蓄上升，购房决策更加谨慎；楼市遇冷和期房交付风险也使购房者保持观望态度。1-2月商品房销售面积和销售额同比分别下降9.6%和19.3%，延续2021年7月以来的负增长态势。2月新增居民中长期贷款更是首次出现负值，反映出居民部门加杠杆更加审慎。央行一季度城镇储户调查问卷结果显示，预期未来房价上涨的比例降至16.3%，自去年下半年以来快速下滑。

房企债务风险仍未充分释放，上半年债务将集中到期。克而瑞数据显示，2022年100家典型房企的到期债券金额超过6000亿元。到期债券主要集中在上半年，3、4、6月份的到期量均超过600亿元。特别是境外债的偿还压力较大，1-6月境外债到期占今年总债券到期量超过60%。今年一季度已有多家房企发生债券违约或展期。

图表5：预期房价上涨的居民占比持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



第三，俄乌冲突加剧大宗商品价格上涨，输入性通胀压力加大。自俄乌冲突爆发以来，尽管市场对大宗商品涨价已有充分预期，但涨幅之高、增速之快依然超出想象。俄罗斯和乌克兰是全球重要的能源、农产品和镍钼等金属的出口国，战乱和西方国家对俄罗斯的各项制裁将严重影响这些大宗商品的供应，短期内供需缺口快速扩大引发价格剧烈波动。

我国原油、铁矿石、铜、镍、大豆等大宗商品对外依存度较高，国内价格走势跟随国际价格，相关系数较高。原油等大宗商品价格上涨将通过三大渠道影响国内通胀：一是直接推高相关商品价格，例如 CPI 中的水电燃料、交通工具用燃料同比上升；二是将成本向下游传导进而影响终端消费价格，例如油价上涨导致化肥成本上升，进而传导至粮价；三是推升公众通胀预期，形成“工资-通胀螺旋”。输入性通胀压力增大，将制约国内货币政策空间，同时会挤压下游行业利润，影响相关行业正常生产经营及投资意愿。

图表6：全球大宗商品价格上涨加剧输入性通胀压力



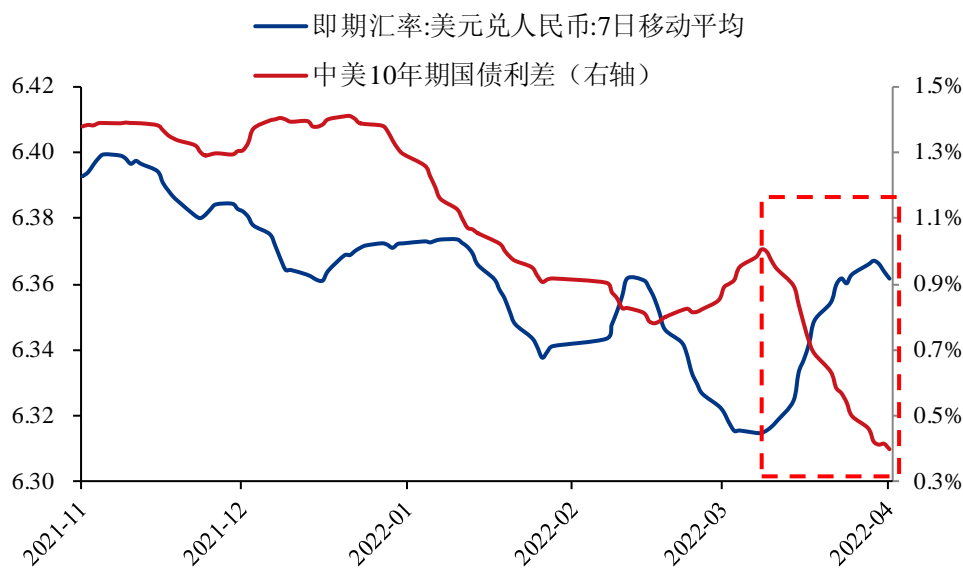
资料来源：Wind、粤开证券研究院

第四，欧美加速货币政策紧缩，影响我国出口、汇率、金融市场等的稳定。今年美联储加息可能超预期，欧央行退出 QE 后或于年内加息，英格兰银行已连续三次加息。欧美等发达经济体货币政策收紧，将通过贸易往来、资本流动、金融市场等多种渠道对我国产生外溢效应。去年四季度货币政策执行报告指出，主要发达经济体宏观政策转向是 2022 年重要的外部不确定性。

整体而言，我国国家资产负债表十分稳健，货币政策维持流动性合理充裕，国内通胀水平温和，充足的外储是人民币汇率的压舱石。但需未雨绸缪警惕四个压力：一是美国加息后外需放缓，国内稳增长压力增大；二是资本流出影响国际收支平衡，增大汇率贬值风险；三是避险情绪导致投资者风险偏好降低，国内金融市场风险资产价格下跌；四是个别行业基本面和融资条件变差，或引发美元外债偿债风险。



图表7：3月中美利差快速收窄，人民币汇率走弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、一季度 GDP 增速或降至 5%以下，中低收入人群和小微企业面临生存困境，民生压力显著增大

今年政府工作报告将全年经济增速目标定在 5.5%左右，是高基数上的中高速增长，体现了主动作为，需要付出艰苦努力才能实现。若一季度 GDP 增速降至 5%以下，二季度又面临高基数和经济短期下行压力仍大的双重挑战，全年经济增速目标实现难度将显著增大。

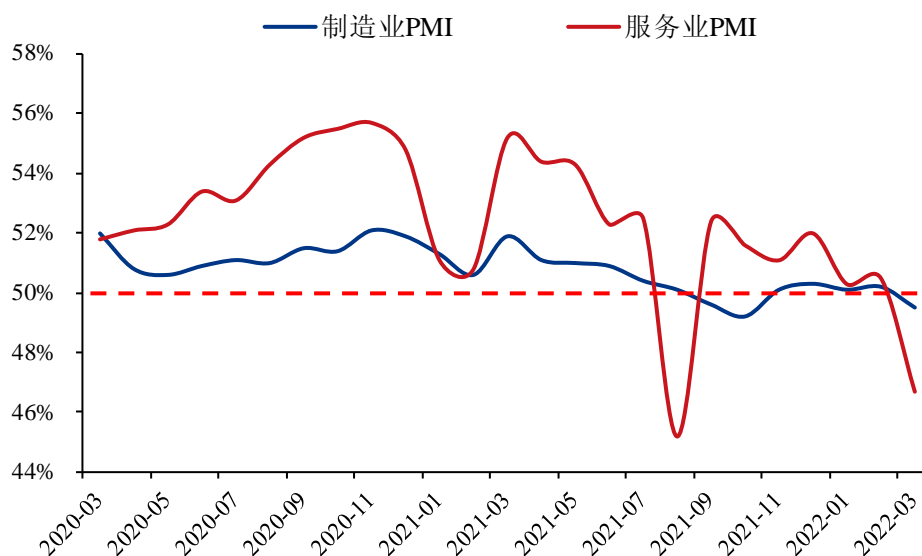
我们此前预计一季度 GDP 同比增速为 5.2%。疫情前一季度 GDP 环比增速基本稳定在-15.8%左右，若照此估算，今年一季度经济将同比增长 5.2%。1-2 月工业增加值同比增长 7.5%，消费、投资、出口也均超预期增长，原本有望顺利实现该预测增速。

但疫情冲击下，一季度 GDP 增速或降至 4.8%左右。3 月以来疫情大规模反弹，对一季度经济增速造成严重拖累。线下聚集性活动受到限制，餐饮旅游、房地产销售等下滑明显，建筑、货运物流等也受到显著干扰。投资和出口或难以有效对冲消费下滑，存在四大挑战：一是房地产销售下滑，房企拿地谨慎，房地产投资仍较低迷；二是基建投资有待继续发力，但疫情防控、建筑、货运物流等会造成限制；三是制造业投资将受企业经营预期转弱拖累；四是俄乌冲突进一步推高欧美通胀，生活成本上升或挤压海外消费需求。

3 月制造业和服务业 PMI 均跌至收缩区间。3 月制造业 PMI 为 49.5%，较上月下降 0.7 个百分点；其中生产和新订单指数分别为 49.5%和 48.8%，较上月下降 0.9 和 1.9 个百分点；生产经营活动预期指数为 55.7%，较上月下降 3.0 个百分点。3 月服务业 PMI 为 46.7%，较上月大幅下降 3.8 个百分点。



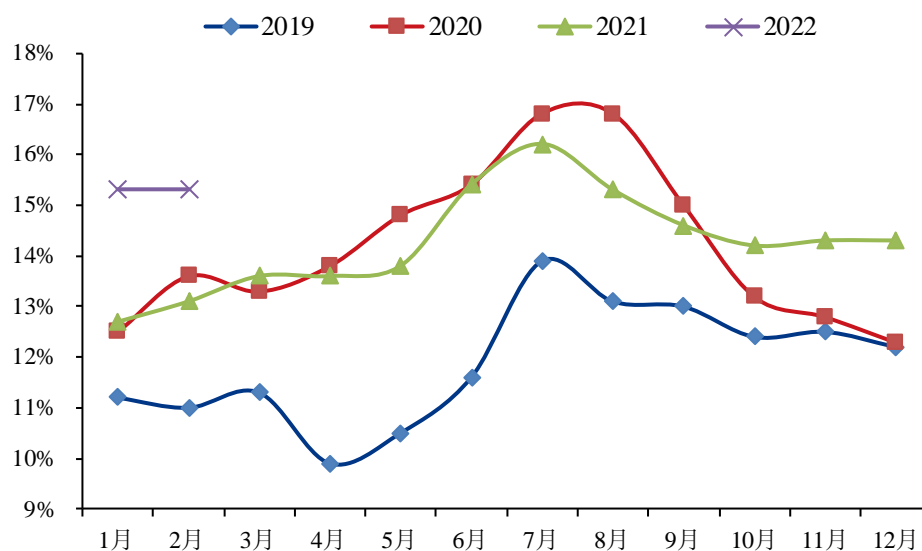
图表8：3月制造业和服务业PMI均显著下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

经济增速放缓将直接体现为中低收入人群和小微企业的生存困境，民生压力显著增大。李克强总理在两会答中外记者问时曾提到：“今年需要就业的城镇新增劳动力达到约1600万人，是多年来最高。高校毕业生1076万，是历年最高。还有近3亿农民工要有打工的机会，还要保障退役军人就业。还有一些企业生生死死，有些人要再就业。”就业目标的实现需要一定的经济增速，经济下行势必增大就业压力。尤其是疫情冲击下，受损最严重的恰恰是那些收入较低、存款较少、风险抵御能力较弱的中低收入人群和小微企业，他们面临“手停口停”的巨大风险和压力。

图表9：16-24岁青年失业率显著高于历史同期水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、政策建议

第一，对受疫情防控影响的中低收入人群和小微企业提供财政补助。本轮疫情反弹与前几轮相比，波及范围更广、感染人数更多、防控更严，对人民生活的影响也更大。餐饮行业及相关从业人员等弱势群体受损更为严重，或面临现金流中断、生活开支紧张等困难，财政方面应提供适当支持，以避免出现微观上的民生问题和宏观上的总需求收缩。

第二，适当下调房贷利率，降低居民购房成本，满足购房者合理住房需求。房地产既是本轮经济下行压力的来源之一，也是稳增长的重要抓手，要多措并举稳定房地产市场。通常而言，个人住房按揭贷款风险较低，因此利率要低于一般的企业贷款。但是自2020年以来，二者出现明显倒挂；且自2021年以来，倒挂程度持续增强。2021年四季度，个人住房贷款加权平均利率为5.63%，而一般贷款加权平均利率仅为5.19%。

第三，满足房企正常融资需求，防范化解房企债务风险。3月16日国务院金融稳定发展委员会召开会议提出：“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。”此后，央行表示要“防范化解房地产市场风险”；银保监会表示要“积极推动房地产行业转变发展方式，鼓励机构稳妥有序开展并购贷款，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目”；证监会表示要“积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险”。相关政策的出台和实施将有助于缓释市场风险，增强市场信心。

第四，财政货币政策靠前发力，有效提振基建和制造业投资力度。加快专项债发行和财政支出进度，加快项目审批和重大项目工程建设，尽快形成实物工作量。加大稳健的货币政策实施力度，扩大新增贷款规模，降低实体融资成本，提振制造业信贷和投资需求，实现从“宽货币”到“宽信用”的顺畅传导。

第五，确保粮食能源安全，全力做好保供稳价工作。粮食方面，重点保障化肥、玉米、大豆和生猪等的供应和价格稳定；能源方面，有序推进碳达峰碳中和工作，重点是做好煤炭保供稳价工作。打击资本恶意炒作，维护正常的交易和生产经营秩序。执行价格补贴联动机制，及时启动、足额发放价格临时补贴，有效保障困难群众基本生活；清理转供电环节不合理加价，支持地方对特殊困难行业用电实行阶段性优惠政策。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com