



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

疫情冲击显著，基建独力支撑

——2022年3月宏观数据点评

日期：2022年04月18日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《海内外疫情形势改变，进口承压》
——2022年04月14日
- 《政策观察期利率下行趋势不变》
——2022年04月12日
- 《短期物价高位态势难变》
——2022年04月11日

■ 主要观点

疫情冲击显著，基建独力支撑

受当期疫情影响，中国经济各项指标均出现较大回落。工业生产放缓，固定投资下滑，尤其是消费受到的冲击最为显著，由正转负。一季度GDP同比增长4.8%，离全年5.5%的增长目标仍有差距。鉴于去年同期仍处经济恢复期，基数较低，以及4月疫情冲击延续的情况，未来经济各项指标仍将延续回落局面。值得关注的下，基建投资的逆势回升，成为本期数据的唯一亮点。今年以来各地推进重大项目开工建设配合专项债以及积极财政支出，有利地支撑了基建投资的增长，也将成为今年稳增长的重要抓手。

市场波动增加

中国当前的疫情反扑，不会恶化经济形势，只是延长了当前经济运行偏紧的境况长度。受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变，目前仍是抑的阶段，资本市场短期或临波动增加态势。

政策放松可期

在经济的三重压力下，今年经济维持平稳压力较大。而疫情无疑进一步增加了稳增长的紧迫性。我们认为经济增长动力也将更加倚重投资，消费在楼市泡沫叠加疫情影响下难有良好表现，财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。面对当前的经济下行压力，政策仍有放松的空间与必要性。降准已到来，未来货币政策直达实体的工具力度或加大，在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息或也将提速。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；货币政策超预期改变。

目 录

1 事件：3 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 仅有采矿业保持增长.....	3
2.2 主要行业均受影响，生产放缓.....	4
2.3 疫情冲击下，基建成唯一支撑.....	5
2.4 地产投资企稳仍待时日.....	6
2.5 消费转负，受疫情影响最大.....	7
3 事件影响：对经济和市场	8
3.1 疫情冲击显著，基建独力支撑.....	8
3.2 市场波动增加.....	8
4 事件预测：趋势判断	9
4.1 政策放松可期.....	9
5 风险提示：	9

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）.....	5
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	6
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	7
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）.....	7
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）.....	8

表

表 1：本月经济数据增速（%）.....	3
----------------------	---

1 事件：3 月份宏观数据公布

工业生产减速。3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.39%。一季度，规模以上工业增加值同比增长 6.5%。

固定资产投资明显回落。1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）104872 亿元，同比增长 9.3%。其中，民间固定资产投资 59622 亿元，同比增长 8.4%。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.61%。

消费负增。3 月份，社会消费品零售总额 34233 亿元，同比下降 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 30560 亿元，下降 3.0%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测中值
工业增加值（当月）	5.0	7.5	5.1
固定资产投资（不含农户）	9.3	12.2	8.6
社会消费品零售（当月）	-3.5	6.7	-0.8

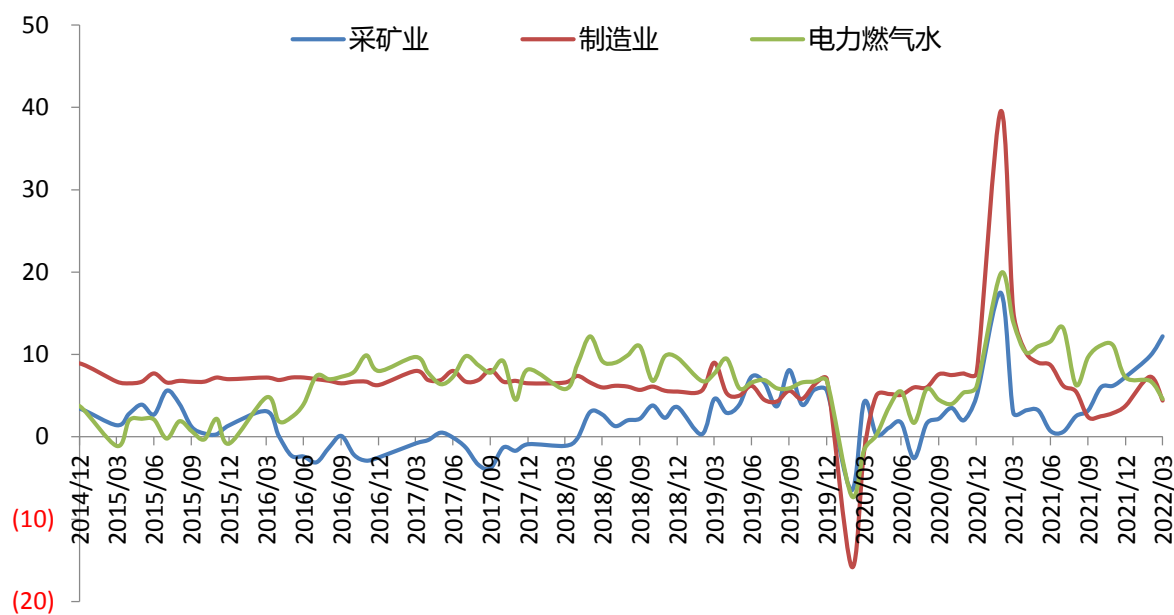
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 仅有采矿业保持增长

3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，比 1-2 月份回落 2.5 个百分点。3 月全国多地疫情反扑，防控措施不断升级，打断了传统的生产旺季，工业生产明显减速，与去年 9 月限电限产背景下工业生产两年平均增速相当。分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 12.2%；制造业增长 4.4%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.6%。三大门类仅有采矿业保持加快，制造业与公共事业均明显回落，制造业回落幅度更大，更受冲击。从产量的增速来看，上游商品产量仍在增加或降幅收窄，包括原煤、焦炭、钢材、有色、水泥等，而下游集成电路、汽车等产量大幅下滑，但手机产量逆势回升，而发电量明显下降。

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

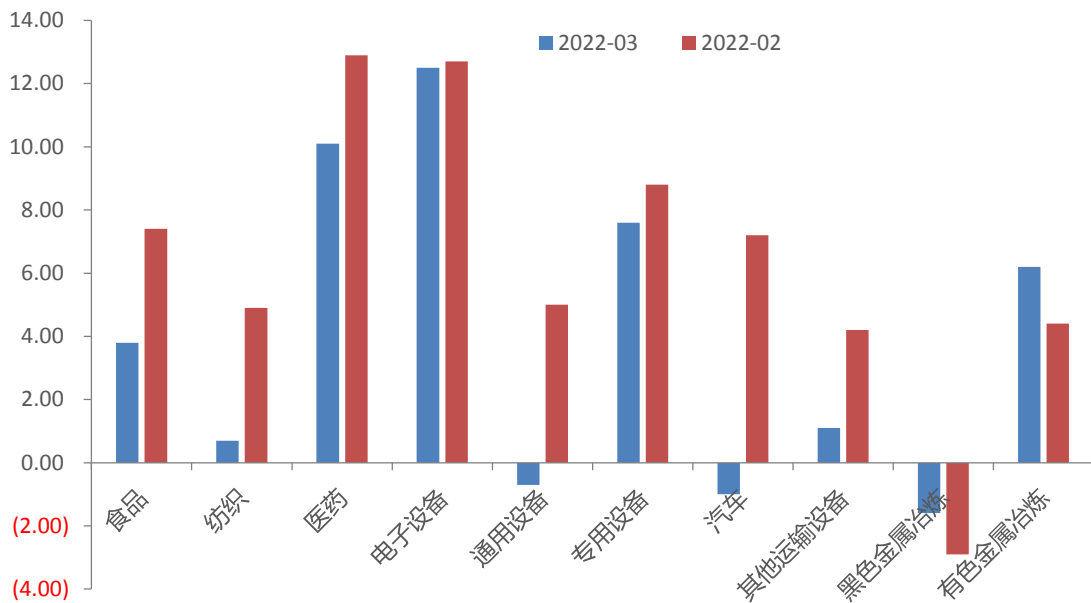


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 主要行业均受影响，生产放缓

分行业看，3 月份，41 个大类行业中有 37 个行业增加值保持同比增长。主要行业中，除有色金属冶炼之外，其余行业生产均有所下滑或转负。采矿业等相关行业受到的影响相对较少，保持上升。

图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



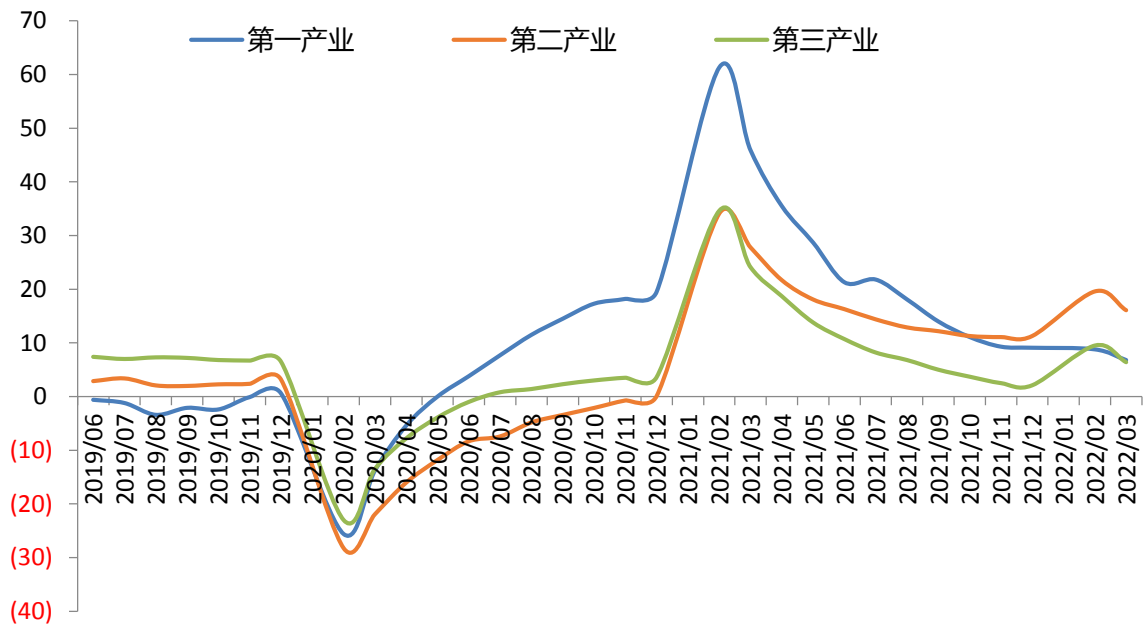
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 疫情冲击下，基建成唯一支撑

1—3 月份，全国固定资产投资（不含农户）104872 亿元，同比增长 9.3%，较 1-2 月下 2.9 个百分点。其中，第一产业投资同比增长 6.8%，第二产业投资增长 16.1%，第三产业投资增长 6.4%，均有回落。

分项来看，基建投资继续加快，与建筑业尤其土木工程业的高景气度相吻合。基建投资在积极财政配合专项债的发力下成为疫情冲击下经济的主要支撑。制造业受疫情冲击显著，制造业投资也较上月出现明显下滑。高技术制造业投资虽有下滑，但仍然保持了 30% 以上的高增速。在创新驱动发展战略的实施下，政策加大企业创新激励力度，对创新企业实施税收优惠和研发费用加计扣除，待疫情平稳之后，高技术制造业投资也将实现更快的恢复。

图3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

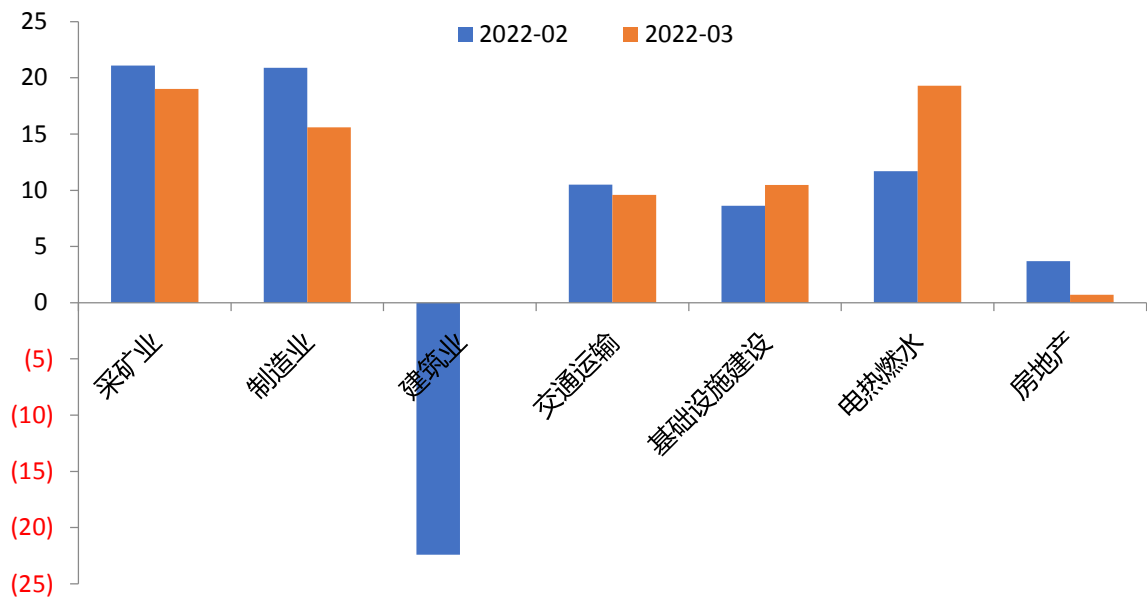


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.4 地产投资企稳仍待时日

1-3 月份全国房地产开发投资 27765 亿元，同比增长 0.7%，较上月下滑 3 个百分点，房地产投资仍在下滑。分项来看，新开工持续负增，且降幅扩大，施工数据虽然保持增长，但增速仍在持续回落，销售降幅进一步扩大，土地购置面积降幅略有收窄。疫情形势下无疑进一步恶化地产现状，尤其对销售的冲击显著。从房企开发资金的来源来看，虽然主要资金来源仍在下滑，但自筹资金项有所改善，体现了一定程度积极的信号。地产政策面在边际好转，近期部分地区房地产政策出现调整，体现了“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的要求，但突如其来的疫情也增加了地产投资探底的时间。待疫情冲击消退，地产投资回稳可期。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

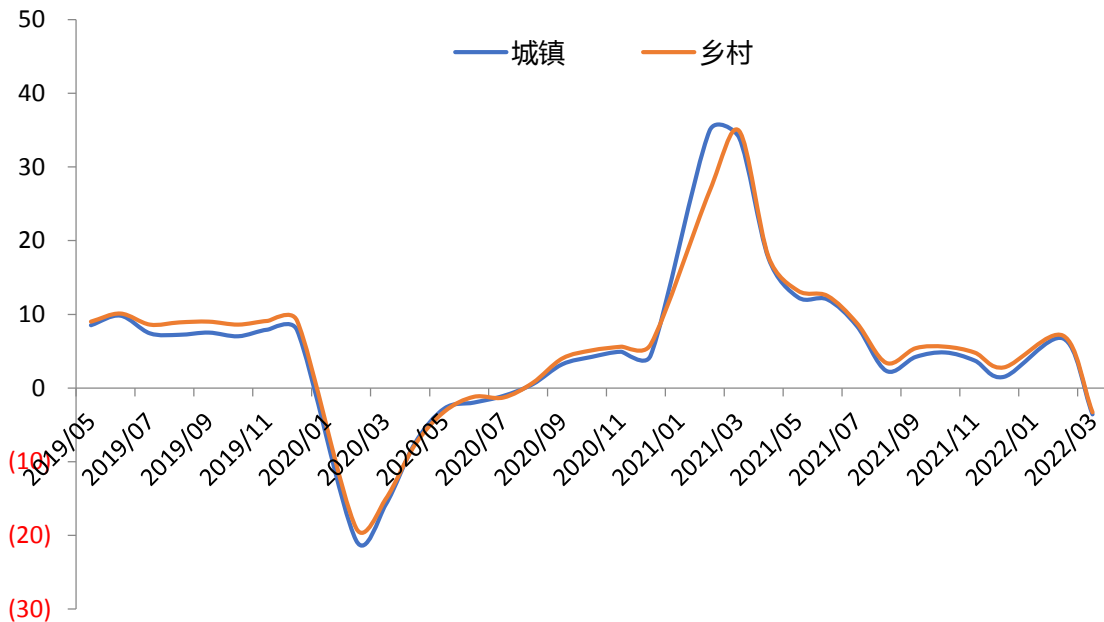


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.5 消费转负，受疫情影响最大

3 月份，社会消费品零售总额 34233 亿元，同比下降 3.5%，由正转负。按经营单位所在地分，3 月城镇消费品零售额同比下降 3.6%；乡村消费品零售额下降 3.3%。城乡市场均降至负区间。

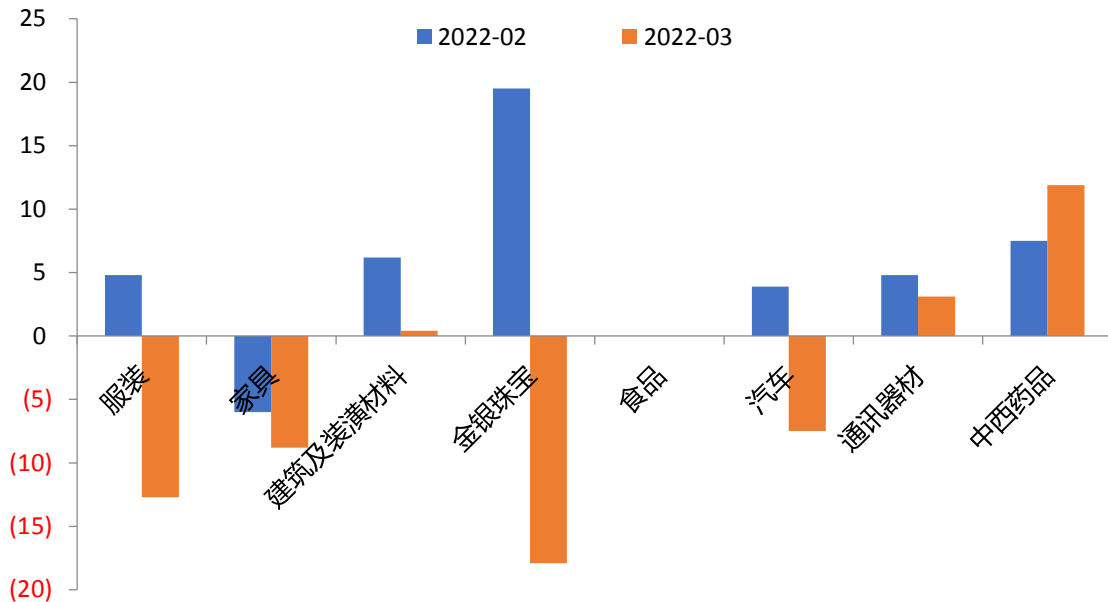
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

疫情对于消费的冲击影响最大。从消费类型来看，除中西药品消费受到疫情提振外，其余消费均出现了下滑甚至负增。而餐饮收入等接触型消费较商品消费下滑更多。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 疫情冲击显著，基建独力支撑

受当期疫情影响，中国经济各项指标均出现较大回落。工业生产放缓，固定投资下滑，尤其是消费受到的冲击最为显著，由正转负。一季度 GDP 同比增长 4.8%，离全年 5.5% 的增长目标仍有差距。鉴于去年同期仍处经济恢复期，基数较低，以及 4 月疫情冲击延续的情况，未来经济各项指标仍将延续回落局面。值得关注的下，基建投资的逆势回升，成为本期数据的唯一亮点。今年以来各地推进重大项目开工建设配合专项债以及积极财政支出，有利地支撑了基建投资的增长，也将成为今年稳增长的重要抓手。

3.2 市场波动增加

中国当前的疫情反扑，不会恶化经济形势，只是延长了当前经济运行偏紧的境况长度。受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变，目前仍是抑的阶段，资本市场短期或临波动

增加态势。待疫情冲击消退后，新生活方式和新经济结构将会逐渐演变成形，经济也将在新模式下恢复动力。

4 事件预测：趋势判断

4.1 政策放松可期

在经济的三重压力下，今年经济维持平稳压力较大。而疫情无疑进一步增加了稳增长的紧迫性。我们认为经济增长动力也将更加倚重投资，消费在楼市泡沫叠加疫情影响下难有良好表现，财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。面对当前的经济下行压力，政策仍有放松的空间与必要性，要强化跨周期和逆周期调节，着力稳定经济大盘。降准已到来，通过降低金融机构资金成本，促进降低社会融资成本，资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。未来货币政策直达实体的工具力度或加大，在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息或也将提速。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，对于企业经营生产、经济增长的影响进一步加大。

货币政策超预期改变：大宗商品高位，对国内政策制约加强，货币政策超预期改变。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。