

2022年4月18日，统计局公布一季度经济数据，一季度GDP同比增速4.8%。

## 一、一季度4.8%的GDP增速强于微观感受。

一季度GDP同比4.8%，高于去年四季度GDP增速（4%）。

今年一季度中国经济面临了内外扰动，海外俄乌冲突升级，国内本土疫情局部扩散。在此基础上，一季度GDP增速录得4.8%，展现出惊人的韧性，整体表现超出市场预期，也强于微观感受。毕竟3月大家普遍忧虑疫情对国内经济影响。

## 二、一季度经济背后的老故事，“海水火焰”各一半。

从去年11月开始，中国经济就呈现出典型的分化。向好的是基建和制造业，持续疲软的是地产和消费，再加出口表现平淡，韧性维持。今年一季度经济增长背后的老故事没有变化。

一季度基建增速10.5%，超预期放量的是电力投资（19.3%），符合年初国家基建重点项目投资导向。一季度制造业投资和生产都不弱，底层逻辑也还是在于出口高景气外加中下游供给约束放开。

2月以后一城一策地产政策放开，然而地产未见显著修复。尤其三线地产，量价仍弱。开年看似有改善苗头的消费，3月数据再度打回低位。一季度社零同比3.3%，较去年四季度3.5%进一步走弱。

## 三、一季度经济背后的新变化，疫情影响正在逐步扩散。

3月经济数据较1至2月回落，最大的影响变量还是疫情。对比以往几轮本土疫情，本轮疫情影响显著不同。最大差异在于，本轮疫情集中爆发在长三角地区，不仅影响消费（尤其是线下餐饮等服务消费），还深度冲击供应链和工业生产体系。

如果说过去几轮疫情影响停留在消费和投资，那么本轮疫情影响已经扩散至对外出口；如果说过去几轮疫情影响停留在需求，那么本轮疫情影响已经扩散至工业生产。

最能体现本轮疫情影响特殊性的是3月汽车链表现。3月疫情在吉林、上海等重要汽车产地升温，汽车消费增速从1-2月的3.9%下滑至3月的-7.5%；汽车行业工增同比从1-2月的7.2%下滑至3月的-1%。

目前疫情对经济影响逐步向工业生产和出口蔓延，我们预计4月经济弱于3月，也显著弱于一季度。

## 四、5.5%增长保卫战，怎样实现？

短期内疫情是当下影响经济的最大变量。现在已经看到实效的是宽财政政策效果，毕竟一季度基建实质性放量。地产政策虽然在一季度有序放开，然而我们承认效果有限，地产修复通道仍未打开。

如果疫情及防疫政策超预期，面对经济下行压力，能否有更多政策保证年初5.5%GDP增速目标？

中国抗疫已近三年，我们梳理过往抗疫经济政策，发现有效的政策无外乎两个，财政和地产。遗憾的是，除去地产和财政之外，我们并未见到更加行之有效的政策对冲工具。未来稳增长，有效抓手还是在于基建、地产，还有就是宽货币来稳定企业现金流。

当前经济面临的最大约束是疫情对供应链带来冲击，并且这一冲击威胁到出口动能持续性以及工业生产的稳定性。

我们认为未来一段时间内，政策重心向保供有所倾斜，重点修复供应链稳定。

## 五、风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。



### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 研究助理 谢文迪

执业证书：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

## 目 录

1 一季度 4.8% GDP 强于微观感受 .....	3
2 基建和制造业支撑一季度经济增长 .....	3
3 三月疫情对经济形成显著负向拖累 .....	5
4 今年 5.5%GDP 增速靠什么? .....	6
5 风险提示 .....	8
插图目录 .....	9

4月18日，统计局公布今年一季度经济数据。其中，一季度GDP、固投、工增、社零增速分别录得4.8%、9.3%、6.5%、3.3%，较去年四季度分别变动0.8、9.3、2.7、-0.2个百分点。

## 1 一季度4.8% GDP 强于微观感受

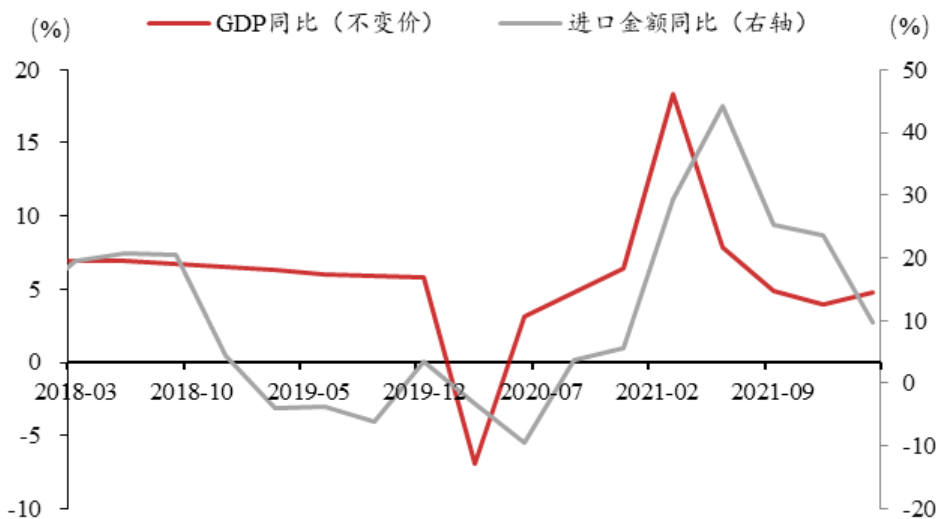
直接看GDP同比读数，一季度经济增长似乎强于我们的微观体感。**一季度GDP同比增速4.8%，高于去年四季度的4%。**

今年一季度中国经济面临了内外扰动，海外俄乌冲突升级，国内本土疫情局部扩散。**在此基础上，一季度GDP增速录得4.8%，展现出惊人的韧性，整体表现超出市场预期。**

我们判断增长动力，主要看内需和外需。一季度出口同比较去年四季度略有走弱，但外需动能整体维持一定韧性。**排除法角度，一季度经济增长的驱动力主要落在内需。**

进口可以用来观察国内需求强弱。3月进口同比-0.1%，是2020年Q3以来首次为负数。三月极弱的进口数据拖累今年一季度整体进口表现，一季度进口累计同比9.6%，大幅低于去年全年（30.1%）。一季度进口表现，尤其是3月进口表现，符合我们微观感知。近期经济增长压力较大，主要是突如其来的奥密克戎疫情所致。**从这一点看，一季度4.8%的GDP增速强于微观体感。**

图1：GDP增速与进口增速



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 2 基建和制造业支撑一季度经济增长

**基建投资成为一季度不可忽视的经济支撑力。**

去年四季度基建投资-2.9%，今年一季度基建投资10.5%。简单匡算一季度基建放量对一季度经济增长贡献超过1个百分点。

我们在去年鲜明判断今年一季度基建投资增速将超10%，原因是一季度基建项目资金充足，

项目储备充裕。年初财政预算数据、专项债发行节奏以及中长期贷款，**多重置信度较高的宏观指标均印证年初基建将迎来一个高增速。**

稍微超越我们预期的是3月基建投资。我们原以为疫情将影响基建项目投资强度，尤其东部地区基建项目开工下降，毕竟本轮疫情及防控措施力度较严。**然而3月基建增速显著高于1至2月，并将一季度整体基建带向10.5%的高增长。**

高频数据捕捉公路等基建投资3月的确受到疫情影响，然而3月真正带动基建投资的主要是电力投资。电力投资主要分布在中西部地区，本轮疫情主要扩散在东部沿海地区，**所以3月电力投资受疫情影响小，最终一季度电力投资报出了极高增长，同比录得19.3%。**

**图2：基建投资及电力分项基建投资**



资料来源：Wind, 民生证券研究院

### 一季度经济还有一个重要的支撑分项来自于制造业投资和生产。

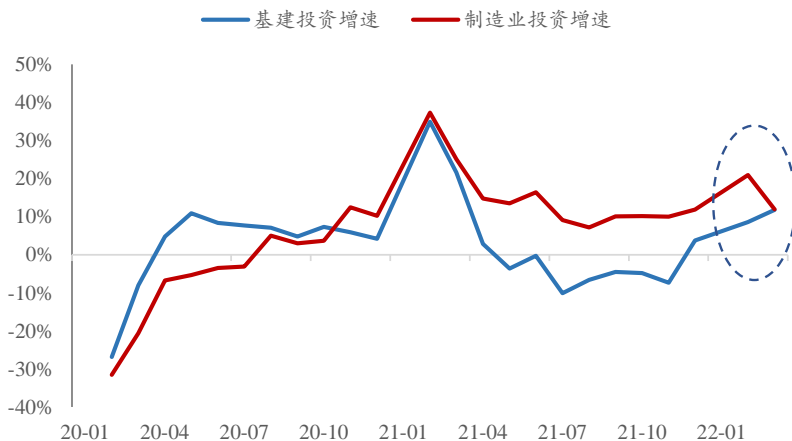
除了基建，一季度同样表现亮眼的是制造业投资。一季度制造业投资增速高达15.6%，其中**高技术及装备制造业投资增速约26.3%，贡献9成以上的制造业投资增量。**

制造业改善的背景无外乎两个。一是出口动能仍在，制造业生产景气度未被破坏；另一层原因是制约制造业生产的供给约束，在去年四季度以及今年一季度有显著改善。

我们知道，去年二季度以来汽车缺芯以及拉闸限电影响制造业生产能力的释放。正因如此，去年年中制造业投资以及工业增加值同比均有不同程度走弱。**而自供给约束放开之后，去年四季度和今年一季度制造业生产和投资随之修复。**

虽然一季度俄乌冲突，上游通胀仍处于较高位置，但是海外地缘冲突主要抬升能源及高耗能金属价格，中国下游制造业对此敏感度不高。**国内建筑材料、黑色金属等上游大宗价格，真正影响国内中下游投资，这些上游大宗价格上涨有限。**因而最终我们看到制造业生产和投资在一季度有所扩张。

图 3：基建和制造业投资支撑一季度经济基本面



资料来源：Wind, 民生证券研究院

### 3 三月疫情对经济形成显著负向拖累

老生常谈，一季度拖累经济的分项还是来自消费和地产。

消费偏弱仍与 3 月疫情相关，毕竟疫情对消费影响最为直接。一季度社零累计同比 3.3%，明显低于去年（复合同比 3.9%）。

一季度地产疲软的原因无需赘述，相当部分还是在于政策效果有限。还有部分原因在于 3 月疫情冲击。

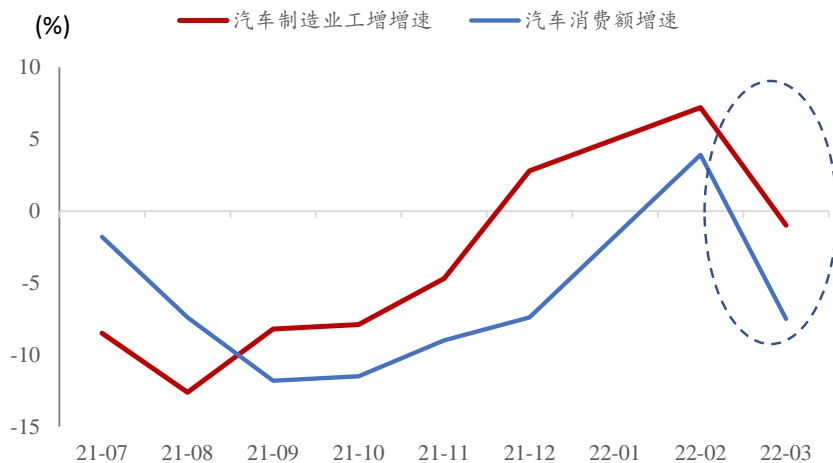
3 月一线城市成交量下降，显然与 3 月深圳、上海疫情扩散有关。二三线城市房地产销售和价格未有实质性修复，甚至三线城市房价同比降幅仍在扩大。这意味着年初以来的一城一策地产宽松仍然没有真正打开地产修复通道，一季度地产链延续颓势。

3 月奥密克戎疫情开始在深圳和上海等重要的东部沿海经济省市扩散开来。这一轮疫情对经济的影响不同以往几轮本土疫情。最大的差异在于，本轮疫情集中爆发在长三角地区，不仅影响消费（尤其是线下餐饮等服务消费），更重要的是影响生产链。

3 月汽车下降，联动拖累居民消费和生产投资，这是 3 月经济数据最大的边际变化，也是本轮疫情影响超乎预期所在。汽车是居民限额以上消费中占比最大的项目（近 3 成），而在生产方面，汽车制造业占据工业生产的 5%，不仅如此，汽车生产还联动影响上游钢材、塑料、有色金属等行业生产。

去年四季度以来，汽车缺芯有所缓解，制约汽车生产和消费的最大利空逐步消退。今年 1-2 月份汽车生产和消费大幅增长，是年初经济的重要贡献分项。然而 3 月疫情在吉林、上海等重要汽车产地升温，汽车消费增速从 1-2 月的 3.9% 下滑至 3 月的 -7.5%；汽车行业工增同比从 1-2 月的 7.2% 下滑至 3 月的 -1%。可以说汽车链供需下滑，是本轮疫情冲击 3 月经济的典型代表。

图 4：疫情升温后汽车产销两端走弱



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 4 今年 5.5%GDP 增速靠什么？

一季度 GDP 增速 4.8%，低于年初政府工作报告所设定的全年 5.5% 的增速目标。稳增长如何演绎？

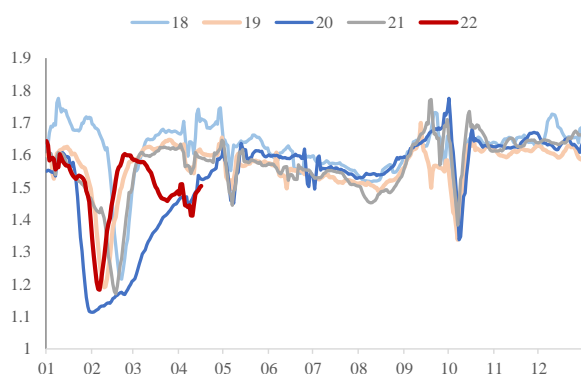
从经济动能来看，过去两年主要是出口，今年政府着重强调稳增长和内需。如果暂且不考虑出口动能大幅变化，我们认为今年经济增长能否如期实现 5.5%，就看两个关键变量，疫情及防控措施，以及稳增长政策力度。

### 先看疫情，警惕本轮疫情对供给层面带来的扰动。

本轮疫情对经济影响，不仅仅体现在压制需求，更为深刻的影响是冲击本土供应链，生产受挫，国内或面临微滞胀局面。高频数据显示，本轮疫情对供应链的冲击甚至要比 2021 年三季度双控引发的工增骤降更为严重。

主要原因在于，除了防控导致需求下滑外，本轮疫情对供应链的冲击涉及到物流方面的阻隔，产业链上下游顺产成本加大。尽管四月后疫情缓解，全国层面整体的市内运输情况正在逐步恢复，但是城市之间的物流运输却不断下滑，影响正常的工业生产。

图 5：百城拥堵延时指数清明节后逐步恢复



资料来源：iFind，民生证券研究院

图 6：整车货运指数走低反映城市间物流阻隔加深



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 再看稳增长，大概率是稳地产加有序扩基建。

我们梳理过往两年多中国抗疫政策，真正有效的还是财政和地产。根据我们的测算，若任由地产“自由落体”下滑，全年真实的地产投资增速或在-20%~-10%。这种极端的地产投资将深刻影响经济的方方面面，届时将不会是简单的 GDP 增速下降几个点，地产失速下滑会冲击财政、就业、金融等多个领域，或将成为今年经济不可承受之重。

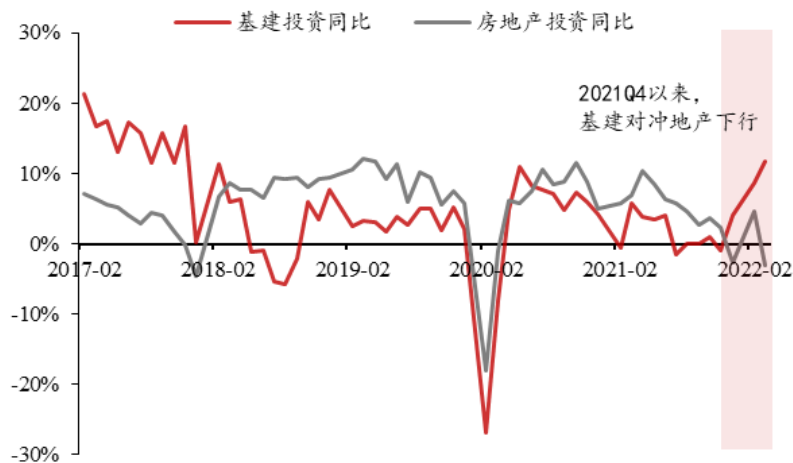
我们倾向于认为，今年最优的政策组合为稳地产加适当扩基建。**所谓稳地产，是引导地产走出风险区，结束无序下滑。而适当扩基建是指全年基建投资增速维持在 6%~10%，目的在于弥补地产增速下行所引发的建筑业需求收缩。**

### 后续稳增长政策主线不变，短期内更加注重工业生产保供问题。

本轮疫情及防疫政策不仅对消费等终端需求造成影响，亦或是扰动供应链体系。遗憾的是，面对供需两端冲击，目前仍缺乏有效的政策对冲。过往三年，中国真正能够有效对冲需求下滑的只有两个实质性操作，地产和基建。**未来稳增长，有效抓手还是在于基建和地产，还有就是宽货币来稳定企业现金流。**

**当前经济面临的最大约束是疫情对供应链带来冲击，故而我们认为未来一段时间内，政策重心将向修复供应链、保证工业生产倾斜。**

图 7：去年 Q4 以来基建投资对冲房地产投资



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 5 风险提示

**经济走势超预期**：经济大幅度变动。

**疫情发展超预期**：新增确诊人数出现大幅度的波动。

**海外地缘政治超预期**：海外冲突加剧，影响上游大宗价格。



## 插图目录

图 1：GDP 增速与进口增速.....	3
图 2：基建投资及电力分项基建投资.....	4
图 3：基建和制造业投资支撑一季度经济基本面.....	5
图 4：疫情升温后汽车产销两端走弱.....	6
图 5：百城拥堵延时指数清明节后逐步恢复.....	7
图 6：整车货运指数走低反映城市间物流阻隔加深.....	7
图 7：去年 Q4 以来基建投资对冲房地产投资.....	8

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001