

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 二季度经济还会更差

2022年4月18日

### 摘要:

- **多地疫情爆发扰动企业生产链条。**3月份,规模以上工业增加值同比实际增长5.0%,比1-2月份放缓2.5个百分点。疫情防控扰动企业生产以及物流运输,相关地区的企业开始出现减产、停产等现象,并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。从同比增速的回落幅度来看,汽车制造业的受损程度较为严重。上海、吉林都是国内重要汽车及汽车零部件生产基地,根据统计局数据计算,上海和吉林省各占全国生产的11%左右。通用设备制造业、电气机械制造业也同样受到了供应链的影响。
- **疫情抑制消费,社零负增长。**3月份,社会消费品零售总额同比-3.5%,1-2月为增长6.7个百分点。2016-2019年社零3月环比均值为0.68%,而本期为-1.93%,说明疫情对于消费形成了严重拖累。(1)疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻,3月的餐饮收入跌幅较大;出行相关消费,如服装类、金银珠宝类,也出现了明显的下降。(2)由于物流不畅,线上电商购物也受到影响。
- **房地产销售延续下滑,房地产投资增速转负。**先看销售,今年以来,全国已有超60个城市从降首付比例、下调房贷利率等方式放松了房地产调控政策,稳定房地产市场。然而,3月商品房销售出现进一步的恶化,说明政策的松绑没有带来市场的回暖。一是在房价边际下降的情况下,居民的购房意愿偏弱。二是受疫情封控的影响,居民看房、购房受到限制,对商品房销售形成负面冲击。再看房地产投资,销售的疲弱加大了房地产投资资金来源的压力,3月定金及预收款、个人按揭贷款大幅下降,限制了房地产投资的能力。
- **二季度经济还会更差。**一季度GDP同比增长4.8%,较去年四季度回升0.8个百分点。从环比看,一季度GDP增长1.3%,要弱于去年四季度的1.5%。疫情封锁限制供给、削弱需求,未来疫情封锁的不确定性与外部环境的复杂化对预期形成扰动。经济的压力也从失业率中得到反映。3月全国城镇调查失业率为5.8%,较2月上升0.3个百分点,突破了5.5%的红线。考虑到6-7月将有1000多万毕业生进入职场,下半年的保就业压力只增不减。往后看,我们预计二季度经济还会更差。第一,4月疫情仍处于高位运行。截至4月18日,已有23个省市出现本土病例。4月以来,西安、成都、广州、太原等多地开始实行部分或全部封控措施,影响范围要大于3月。考虑到本土疫情仍在发酵,我们认为疫情对二季度的冲击可能会高于一季度。第二,2021年一季度GDP环比增长0.5%,基数较低,而二季度增长1.5%,基数明显垫高。
- **风险因素:**疫情变异导致疫苗失效;国内政策超预期等。

目录

一、工业增加值增速明显回落.....	3
二、基建投资表现亮眼，房地产投资转负.....	4
三、疫情抑制消费，社零负增长.....	6
四、二季度经济还会更差.....	7
风险因素.....	8

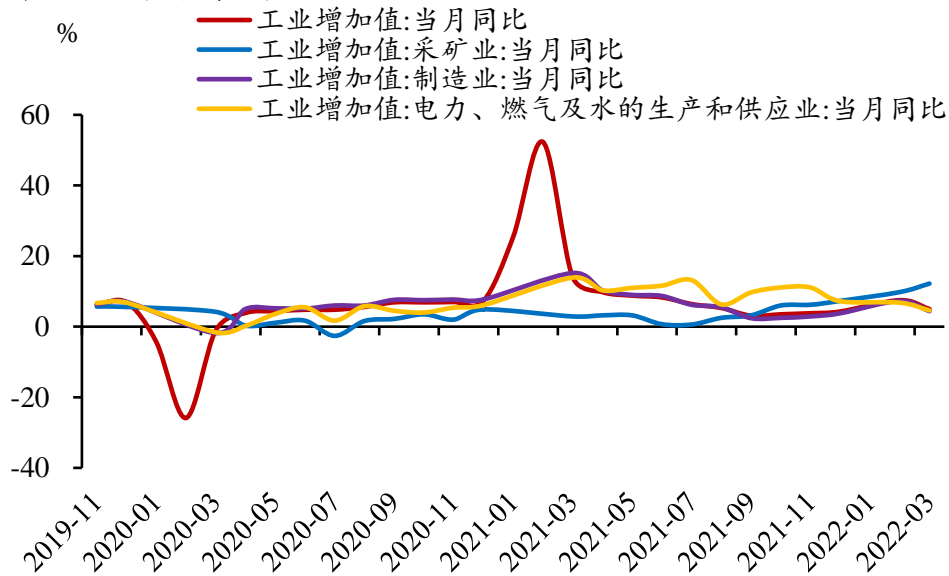
图目录

图 1：工业增加值同比增速回落.....	3
图 2：3 月各行业增加值同比.....	4
图 3：制造业各行业投资增速.....	4
图 4：商品房销售与居民的出行频率密切相关.....	5
图 5：基建投资加速，房地产投资转负.....	6
图 6：各类消费增速.....	6
图 7：3 月全国城镇调查失业率为 5.8%.....	7
图 8：一季度是低基数，二季度基数垫高.....	8

## 一、工业增加值增速明显回落

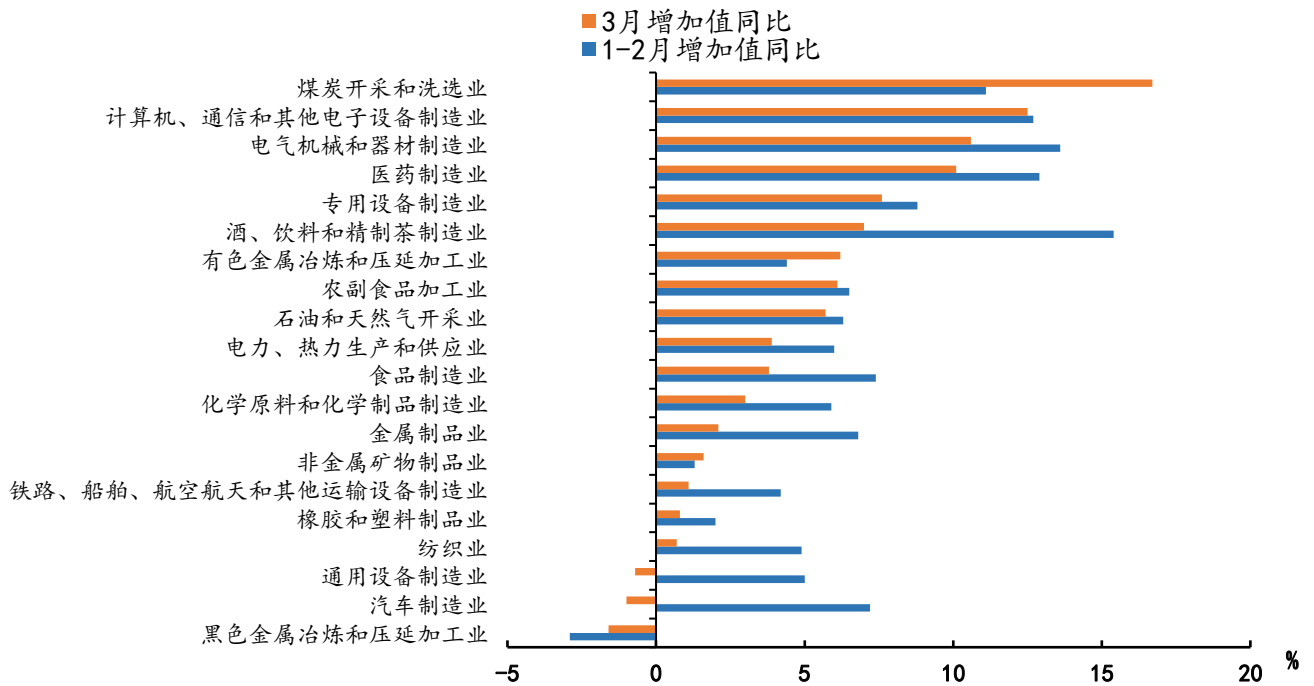
**工业增加值增速明显回落。**3月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.0%，比1-2月份放缓2.5个百分点。从环比看，3月份，规模以上工业增加值比上月增长0.39%，增速较2月下滑0.12个百分点。国内大宗商品保供稳价稳步推进，加上基建投资需求升温，采矿业同比增长12.2%，较上月加快2.4个百分点。制造业增加值同比增长4.4%，从1-2月7.3%的高位回落。

图 1：工业增加值同比增速回落



资料来源:万得, 信达证券研发中心

**多地疫情爆发扰动企业生产链条。**疫情防控扰动企业生产以及物流运输，相关地区的企业开始出现减产、停产等现象，并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。从同比增速的回落幅度来看，汽车制造业的受损程度较为严重。上海、吉林都是国内重要汽车及汽车零部件生产基地，根据统计局数据计算，上海和吉林省各占全国生产的11%左右。由于疫情原因，已有一汽大众、蔚来、长城坦克、特斯拉等多家车企停产。通用设备制造业、电气机械制造业也同样受到了供应链的影响。

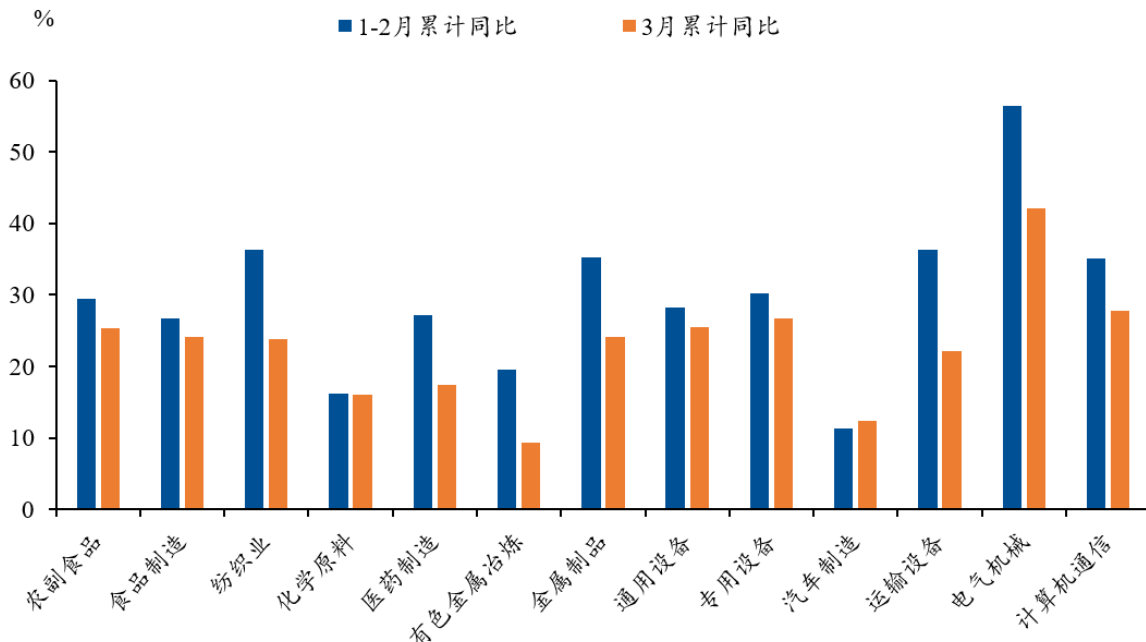
**图 2：3 月各行业增加值同比**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

## 二、基建投资表现亮眼，房地产投资转负

一季度，全国固定资产投资（不含农户）104872 亿元，同比增长 9.3%，比 2021 年放缓 2.9 个百分点。

得益于政策扶持，制造业投资延续高速增长。1-3 月制造业投资同比增速为 15.6%，前值为 20.9%，增速的下行主要是受到基数抬升的影响。一季度高技术制造业增长 32.7%，其中电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 37.5%、35.4%。制造业投资保持韧性的背后是政策对于制造业转型升级的支持。比如近期部分地区推动发放“技改专项贷”，通过技改贴息政策降低企业融资成本，带动制造业企业投资扩张。

**图 3：制造业各行业投资增速**


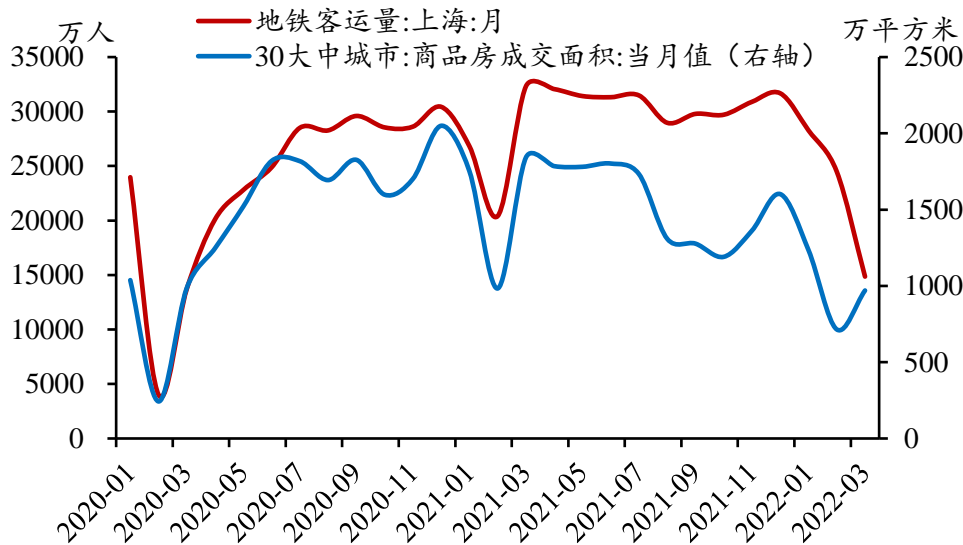
资料来源:万得, 信达证券研发中心

**基建投资继续提速。**3月基建同比增速为8.4%，较1-2月加快0.3个百分点。今年一季度专项债快速发行，新增专项债发行总量为12980.61亿元，超过历史同期最高发行量，发行进度为36%，为史上最快；专项债总量投向基建的比例达到了65.7%，较去年增加了5个百分点。项目方面，在12日国务院新闻办举行的政策例行吹风会上，财政部有关负责人表示，今年专项债储备项目达到7.1万个。在项目储备充裕的情况下，资金跟着项目走，加快项目开工和建设，基建将继续对“稳增长”起到支撑作用。

**房地产销售延续下滑，房地产投资增速转负。**

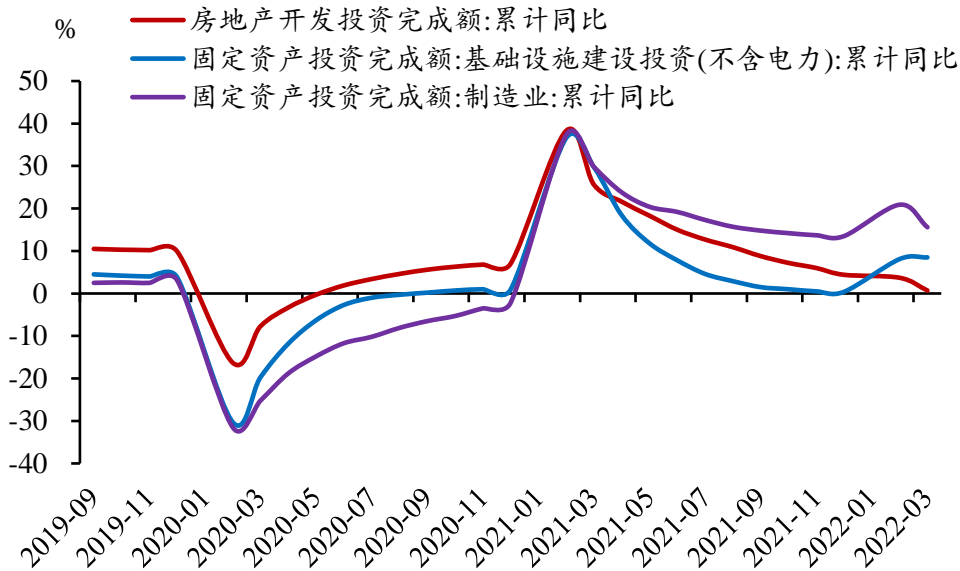
先看销售，今年以来，全国已有超60个城市从降首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度、加大引才力度、发放购房补贴等方式放松了房地产调控政策，稳定房地产市场。然而，3月商品房销售面积同比下降17.7%，较上期的下降9.6%进一步恶化，说明政策的松绑没有带来市场的回暖。一是以二线城市房价作为参考，3月二线城市新建商品房价格环比持平，二手房价格下滑0.1%，在房价边际下降的情况下，居民的购房意愿偏弱。二是受疫情封控的影响，居民看房、购房受到限制。商品房销售与居民的出行频率密切相关，3月上海、深圳、长春等地实施静态管理措施，对商品房销售形成负面冲击。

图4：商品房销售与居民的出行频率密切相关



资料来源:万得, 信达证券研发中心

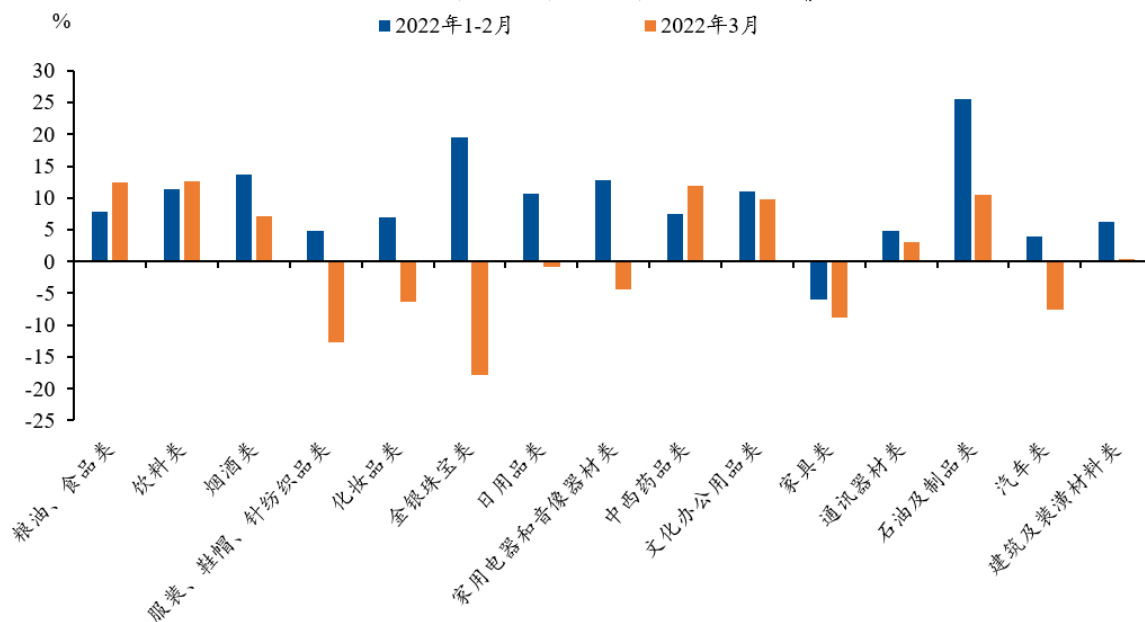
再看房地产投资。房地产投资当月同比下降2.4%，上期为增长3.7%。销售的疲弱加大了房地产投资资金来源的压力，3月定金及预收款、个人按揭贷款分别下降31.0%、18.8%，限制了房地产投资的能力。1-3月新开工面积累计同比下降17.5%。

**图 5：基建投资加速，房地产投资转负**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

### 三、疫情抑制消费，社零负增长

**疫情对消费形成显著拖累。**3月份，社会消费品零售总额同比-3.5%，1-2月为增长6.7个百分点。2016-2019年社零3月环比均值为0.68%，而本期为-1.93%，说明疫情对于消费形成了严重拖累。(1) 疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，3月的餐饮收入同比下滑16.4%，跌幅较大；出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也出现了明显的下降。(2) 由于物流不畅，线上电商购物也受到影响，3月线上购物仅增长2.7%，增速较上月下滑10.9个百分点。另一方面，食品类消费、药品类消费增速不降反升。疫情封控引起囤货需求，粮油、食品、饮料等生活必需品消费增速小幅上升，药品类消费也强于上期。

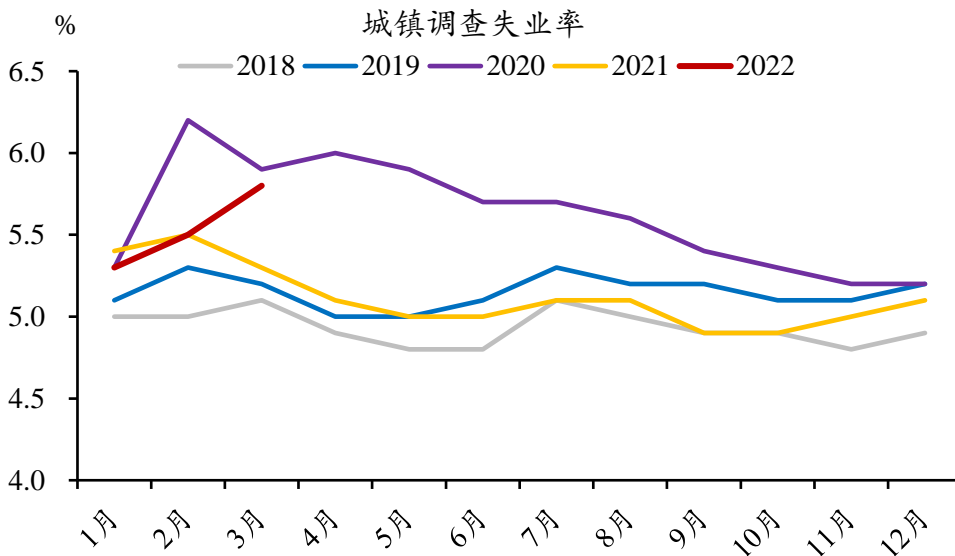
**图 6：各类消费增速**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

## 四、二季度经济还会更差

一季度的 4.8% 的经济增速明显落后于全年 5.5% 的目标，三重压力增大。一季度 GDP 同比增长 4.8%，较去年四季度回升 0.8 个百分点。从环比看，一季度 GDP 增长 1.3%，要弱于去年四季度的 1.5%。今年 1-2 月在“稳增长”政策发力和经济内生动能恢复等多因素的推动下，经济实现了开门红。然而 3 月国内疫情反复，国内经济转弱，“三重压力”增大。疫情封锁限制供给、削弱需求，未来疫情封锁的不确定性与外部环境的复杂化（俄乌冲突、美联储加息等）对预期形成扰动。一季度的 4.8% 的经济增速明显落后于全年 5.5% 的目标。经济的压力也从失业率中得到反映。3 月全国城镇调查失业率为 5.8%，较 2 月上升 0.3 个百分点，突破了 5.5% 的红线。其中 16-24 岁的失业率已经达到了 16%，远高于历史同期水平。考虑到 6-7 月将有 1000 多万毕业生进入职场，下半年的保就业压力只增不减。

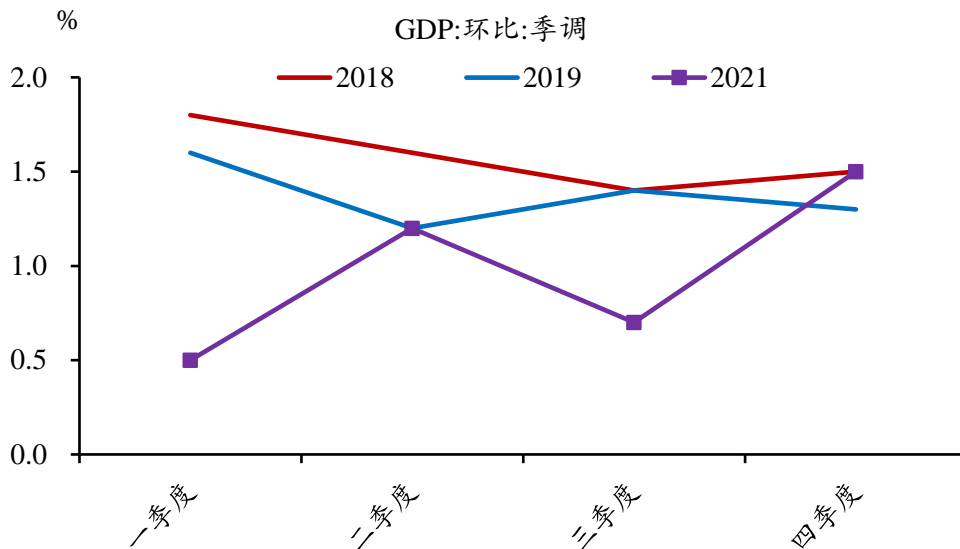
图 7：3 月全国城镇调查失业率为 5.8%



资料来源:万得, 信达证券研发中心

**二季度经济还会更差。**第一，4 月疫情仍处于高位运行。截至 4 月 18 日，已有 23 个省市出现本土病例。4 月以来，西安、成都、广州等多地开始实行部分或全部封控措施，影响范围要大于 3 月。考虑到本土疫情仍在发酵，我们认为疫情对二季度的冲击可能会高于一季度。第二，2021 年一季度 GDP 环比增长 0.5%，基数较低，而二季度增长 1.5%，基数明显垫高。整体来看，我们预计二季度 GDP 增速或将低于一季度。

图 8：一季度是低基数，二季度基数垫高



资料来源:万得, 信达证券研发中心

如果政府维持 5.5% 的增长目标以及 5.5% 以下的失业率目标, “稳增长” 政策需要进一步加大力度。

**货币政策方面, LPR 利率大概率调降。**我们认为 LPR 利率调降有两个原因。第一, 4 月 18 日, 中国人民银行表示将于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。降准将释放 5300 亿元资金, 可降低金融机构资金成本约 65 亿。回顾历史, 央行降准后降低 LPR 与保持 LPR 利率不变的情况都有发生, 因此单靠降准不足以触发 LPR 下调。但实际上, 除了降准之外, 近日市场利率定价自律机制召开会议, 鼓励部分中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点 (BP) 左右。虽然这一要求应并非强制, 但做出调整的银行或将其宏观审慎评估 (MPA) 考核有利。在这一奖励机制下, 我们估计中小银行下调存款利率的动力较强。降准与存款利率下调叠加, 我们认为可以触发 LPR 下调, 并引导实体经济融资成本下行。

**促消费政策蓄势待发。**4 月 13 日召开的国务院常务会议, 部署促进消费的政策举措, 包括促进新型消费, 扩大汽车、家电等重点领域消费, 以及将消费相关基础设施建设纳入专项债支持范围, 以投资带消费。另外, 多地发放消费券, 如深圳安排 5 亿元消费券, 北京发放 3 亿元绿色节能消费券。

**防疫政策逐步优化。**4 月 18 日, 全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议提出, 不得以等待核酸检测结果为由限制通行; 要着力稳定产业链供应链, 通过 2000 亿元科技创新再贷款和用于交通物流领域的 1000 亿元再贷款撬动 1 万亿元资金, 建立汽车、集成电路、消费电子、装备制造、农用物资、食品、医药等重点产业和外贸企业白名单。近期物流保通保畅政策持续出台, 物流运输情况有望好转, 有助于产业链修复。另外, 国务院联防联控机制选择 8 个城市作为新冠疫情防控措施优化试点研究工作试点地区, 探索缩短重点人群隔离时间。防疫政策的优化可以一定程度上释放城乡居民的消费力, 降低清零政策的经济成本。

## 风险因素

疫情变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。