

经济与就业压力呼吁政策加码

——3月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产相对有韧性。3月工业增加值同比增长5%，略逊于市场预期，疫情对工业生产的冲击初步显现，不过相对于需求端而言，生产端表现出一定韧性。工业生产具有以下结构特征：第一，上游生产相对更好。国内保供稳价持续推进，上游能源及原材料产能释放。且近期大宗商品价格上涨提振上游企业生产意愿。而制造业则由于疫情冲击引发的供需双弱而下行。第二，供应链较长的产业受到疫情冲击严重，比如汽车、半导体等行业。4月份国内疫情仍然较为严重，且随着库存的消耗，相关行业的生产将会面临更大的压力。第三，高技术制造业仍表现较好，是拉动工业生产的重要因素。高技术制造业增加值占规模以上工业增加值比重已经达到15.1%。因为高技术产业缺乏相应的高频指标跟踪，所以经常被市场的分析忽视。而近年来其相应的政策支持力度很大，增长很快，且高技术产业的生产和投资的体量目前已经在经济中比重较大，所以可能是很多预期差的来源。

消费受到疫情严重冲击。3月社零增速大幅下行且远低于市场预期，主要原因是多地疫情反弹及随之而来的封控导致消费场景缺失。结构上看，和外出消费相关的类别均断崖式下滑，房地产行业景气度的下行导致地产后周期相关消费进一步走弱，疫情封控也影响了居民的购车需求，但必选消费不降反升。4月份全国范围内疫情封控仍然严格，对消费的冲击预计不亚于3月。考虑到目前疫情防控难度的增加和未来发展出现反复的可能性，今年消费恢复的动力不足，整体上将表现较弱。

投资较为坚挺。1-3月固定资产投资累计同比增长9.3%，3月当月同比增速为7.1%。投资端的优异表现部分对冲了消费下滑，对托底总需求起到了决定性作用。基建投资持续上升。水泥、生铁、粗钢、钢材和有色金属等工业品的产量同比降幅亦有所收窄，反映出基建相关的供需边际改善。同时我们认为这些产品产量同比负增与基建同比正增长并不矛盾。一是产量并不等于消耗量，这之中还有库存因素。二是消耗量不等于投资额，这之中还有价格因素。我们认为上半年基建投资能够保持较高的增速，尤其是疫情稳定之后可能会迎来更多项目的开工。制造业投资边际下滑。制造业投资的顺周期特征较为明显，在消费与房地产投资都较弱的情况下，制造业企业的预期很难有明显好转。此外，疫情所导致的供应链障碍也是压制很多行业投资意愿的重要原因。

不过高端制造业和绿色经济方面的投资有政策强力的支持，将会有较好的相对表现。

房地产投资再度转负，但幅度不大。1-3月房地产投资累计同比增长0.7%，我们测算3月当月同比下滑2.4%。为什么房地产行业景气度大幅下滑的情况下，房地产投资下行幅度相对较小？因为房地产投资增速主要和施工面积增速相关。那么为什么新开工大幅下滑的情况下施工面积仍能增长？第一，施工面积和新开工与竣工面积的增速没有直接关系，与二者的差值有关。虽然新开工与竣工面积同比均在下滑，但是二者之差仍为正。第二，各级政府对房企“保交付”的要求促使更多的本来停工的项目重新开工。事实上，虽然新开工与竣工面积增速波动较大，但历史上房屋施工面积从未出现过同比负增长。对应着房地产投资也很少出现同比负增长。需求方面，疫情导致多地尤其是部分一线城市加大封控力度，严重影响了居民看房、买房。统计局商品房销售面积数据同比降幅仍然远低于中指院百强房企的销售下滑幅度，也低于30大中城市商品房交易面积降幅。一是因为统计局的口径中包括保障性住房，二是当前房企信用危机中涉及到部分头部企业的销售大幅下滑对百强房企和大中城市商品房销售数据影响很大，而小城市的本地房企反而因为杠杆率较低而表现相对较好，且近期小城镇降价促销力度更强。所以统计局统计的全国销售数据读数较大房企和大城市的数据更高。房企到位资金继续下降。目前房企面临两方面的困境，一是银行依然对房企惜贷，二是需求端的下滑带来的现金流冲击越来越大。

就业问题不容忽视。3月城镇调查失业率超预期上行至5.8%，经济下行对就业市场的压力已经不容忽视。而且从数据结构可以看出，目前就业的压力主要集中在高校毕业生上，这会对社会效率和稳定的负面影响更大。城镇调查失业率中，3月外来户籍人口的失业率为6.3%，较2月提升了0.7个百分点，本地户籍人口失业率则只提高了0.1个百分点至5.6%。同时，外来户籍人口中农业户籍人口调查失业率为5.9%，也就是说外来户籍中非农业户籍人口失业率更高，这一部分群体中存在较多的毕业生甚至高校毕业生，意味着毕业生就业更加困难。另一个角度看，3月16-24岁人口的调查失业率为16%，远远高于正常季节性水平。这部分群体中包含着大量的毕业生，其失业率的快速提高也意味着当前毕业生找工作存在较大难度。李克强总理此前在多个场合中提到，就业优先是宏观政策，其他政策要配套。目前就业市场存在的压力，尤其是毕业生群体的就业难问题要求政策加大力度、稳定宏观经济。

稳增长政策需要再加码。我们认为虽然当前存在地缘政治、疫情等意

外冲击，但是 5.5% 的增长目标不会轻易放弃，因为放弃增速目标意味着就业压力会更大，这是政策的底线。一季度 GDP 实际同比 4.8%，按照不变价计算，要完成全年 5.5% 的目标，则需要未来三个季度的 GDP 平均增速达到 5.7%。考虑到二季度仍然受到疫情的严重影响，假设二季度 GDP 实际同比增长 5%，则下半年 GDP 增速需要达到 6%，完成这一目标难度不小。我们认为今年的宏观环境或与 2020 年有相似之处，投资发力+结构性纾困、保主体是政策的主导方向。首先是宏观审慎政策、主要是房地产政策调控的转向。为了顶住经济的下行压力，房地产市场需要更快回升。未来有必要进一步引导房贷利率下行，目前平均房贷利率较 5 年期 LPR 仍有接近 50bp 的溢价，还有下行空间。同时需要在一定程度上缓解房企的现金流危机。其次是财政政策加力。需要加大基建投资力度，并对受困企业进行必要帮扶。再次是货币政策。目前货币政策对经济的拉动力量有限，因为既无法解决消费场景缺失的问题，又无法有效改善经济预期而促进企业投资。其主要作用是降低企业的融资成本，以保住市场主体。我们认为未来货币政策宽松的空间较小，LPR 加点有少许下调的可能，但更多的“放水”不宜期待。

风险提示：疫情反弹超预期，稳增长政策力度不足。

目录

1. 数据.....	6
2. 工业生产相对有韧性.....	6
3. 消费受到疫情严重冲击.....	7
4. 投资较为坚挺.....	8
5. 就业问题不容忽视.....	11
6. 稳增长政策需要再加码.....	12

图表目录

图表 1: 上游生产相对下游更好.....	6
图表 2: 高技术增加值增速高于整体增速.....	7
图表 3: 疫情对消费结构的影响十分明显.....	8
图表 4: 固定资产投资增速高于正常年份.....	8
图表 5: 基建投资逐步上升.....	9
图表 6: 房地产投资和施工面积增速走势一致.....	10
图表 7: 商品房销售面积再度下滑.....	10
图表 8: 毕业生就业难度更大.....	11

1. 数据

3月工业增加值同比增长5%，预期（Wind一致预期，下同）5.1%，前值12.8%。

3月社会消费品零售总额同比下降3.5%，预期下降0.8%，前值增长6.7%。

1-3月固定资产投资总额累计同比增长9.3%，预期8.6%，前值12.2%。

3月城镇调查失业率5.8%，预期5.5%，前值5.5%。

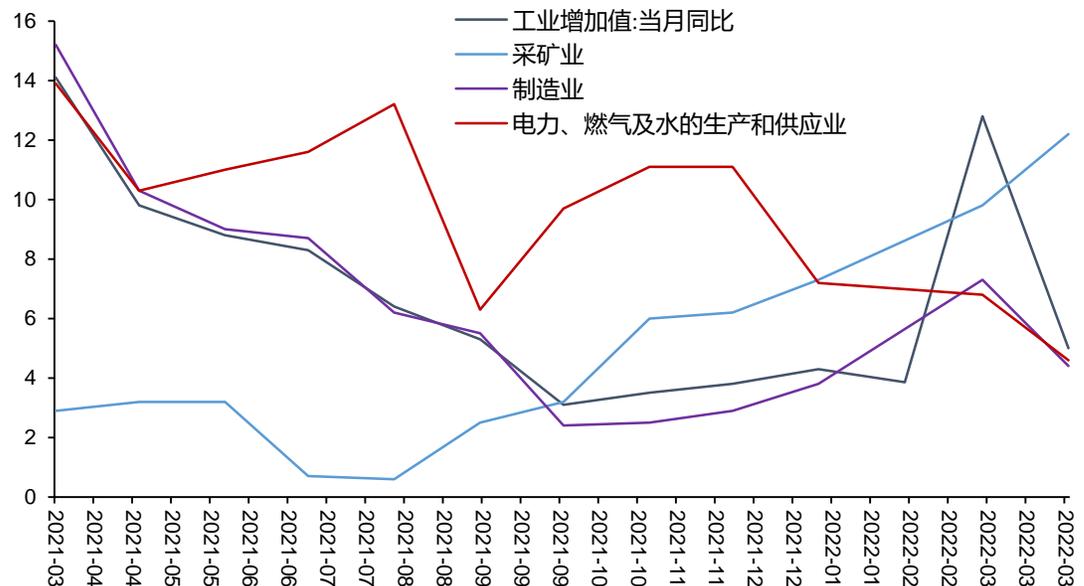
一季度中国GDP实际同比增长4.8%，预期4.7%，前值4%。

2. 工业生产相对有韧性

3月工业增加值同比增长5%，略逊于市场预期，疫情对工业生产的冲击初步显现，不过相对于需求端而言，生产端表现出一定韧性。整体来看，工业生产具有以下结构特征：

第一，上游生产相对更好。3月采矿业增加值同比增长12.2%，较1-2月累计同比增速提升2.4个百分点。制造业增加值同比增长4.4%，电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长4.6%，分别较1-2月累计同比增速降低2.9和2.2个百分点。上游生产较好的原因，一是国内保供稳价持续推进，上游能源及原材料产能释放；二是近期大宗商品价格上涨提振上游企业生产意愿。而制造业则由于疫情冲击引发的供需双弱而下行。

图表1：上游生产相对下游更好



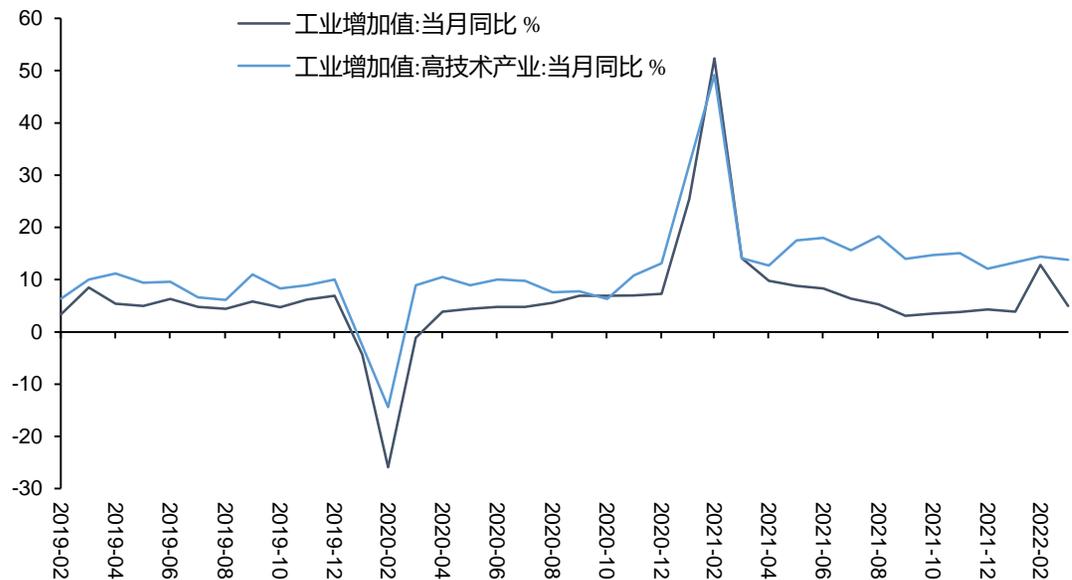
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，供应链较长的产业受到疫情冲击严重。本轮疫情的特点是局部爆发、多点爆发，所以供应链较长的产业更容易出现问题，比如汽车、半导体等行业。汽车制造业增加值同比下降1%，较1-2月累计增速下降8.2个百分点，汽车产量同比下降4.9%。较1-2月下降15个百分点。集成电路产量同比下降5.1%，较1-2月下降了3.9个百分点。4月份国内疫情仍然较为严

重，且随着库存的消耗，相关行业的生产将会面临更大的压力。

第三，高技术制造业仍表现较好，是拉动工业生产的重要因素。3月高技术制造业增加值同比增长13.8%，虽较1-2月小幅下降0.6个百分点，但增速依然远高于工业整体增速。统计局2021年公报显示，高技术制造业增加值占规模以上工业增加值比重已经达到15.1%。因为高技术产业缺乏相应的高频指标跟踪，所以经常被市场的分析忽视。而近年来其相应的政策支持力度很大，增长很快，且高技术产业的生产和投资的体量目前已经在经济中比重较大，所以可能是很多预期差的来源。

图表 2：高技术增加值增速高于整体增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

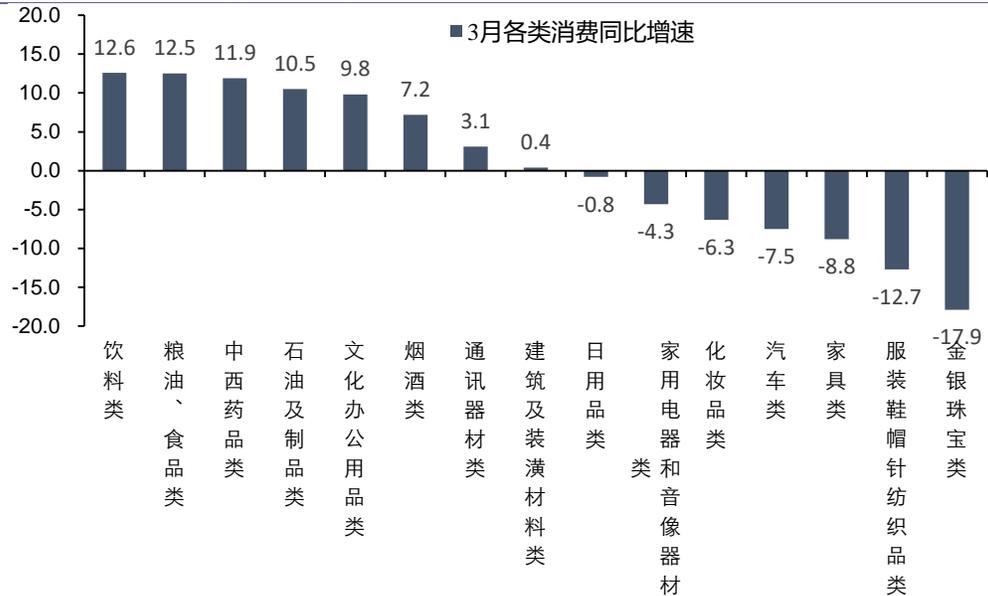
3. 消费受到疫情严重冲击

3月社零增速大幅下行且远低于市场预期，主要原因是多地疫情反弹及随之而来的封控导致消费场景缺失。

结构上看，和外出消费相关的类别均断崖式下滑。餐饮消费同比下降16.4%，服装鞋帽消费同比下降12.7%，金银珠宝类和化妆品类的消费同比分别下降17.9%和6.3%。居民出行下降导致石油及制品类消费增速较前月大幅下降，但在高油价的支撑下仍同比上升10.5%。此外，房地产行业景气度的下行导致地产后周期相关消费进一步走弱。家具类消费同比下降8.8%，家用电器和音像器材类消费同比下降4.3%。疫情封控也影响了居民的购车需求，汽车类消费同比下降7.5%。疫情影响下必选消费不降反升，粮油、食品类消费和饮料类消费分别同比上升12.5%和12.6%，中西药品类消费同比上升11.9%。

4月份全国范围内疫情封控仍然严格，对消费的冲击预计不亚于3月。同时商品房销售的下行和汽车行业供应链断裂也将影响房地产后周期及汽车类消费。未来预计会有刺激消费的政策出台，比如针对汽车、家电等。但考虑到目前疫情防控难度的增加和未来出现反复的可能性，今年消费恢复的动力不足，整体上将表现较弱。

图表 3: 疫情对消费结构的影响十分明显



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

4. 投资较为坚挺

1-3 月固定资产投资累计同比增长 9.3%，根据我们测算，3 月当月同比增速为 7.1%。虽然固定资产投资增速较 1-2 月有所下降，但仍显著高于近年平均水平，尤其是在疫情影响下能保持这一增速实属不易。投资端的优异表现部分对冲了消费下滑，对托底总需求起到了决定性作用。

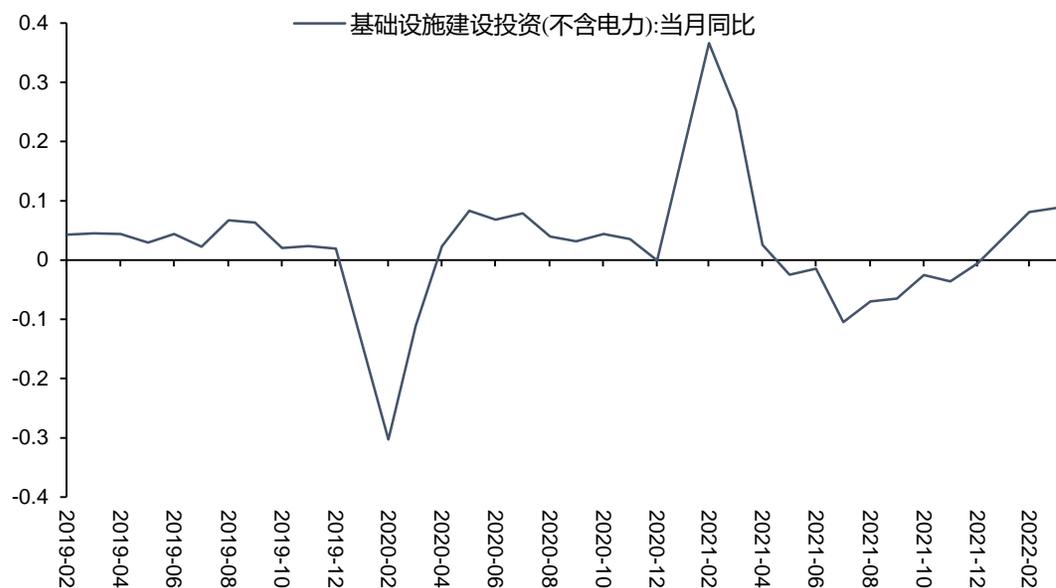
图表 4: 固定资产投资增速高于正常年份



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

基建投资持续上升。1-3月基建投资（不含电力）累计同比增长8.5%，我们测算3月当月同比增长8.8%。基建投资明显发力。水泥、生铁、粗钢、钢材和有色金属等工业品的产量同比降幅亦有所收窄，反映出基建相关的供需边际改善。同时我们认为这些产品产量同比负增与基建同比正增长并不矛盾。一是产量并不等于消耗量，这之中还有库存因素。我们观察到多种原材料库存都出现了下降，支撑基建投资的增长。二是消耗量不等于投资额，这之中还有价格因素。今年原材料价格较去年大幅上涨，投资额当然会明显增加，所以基建投资总额的正增长合乎逻辑。今年以来各地基建项目储备明显高于往年同期，且政府专项债发行较快、资金较为充足，所以我们认为上半年基建投资能够保持较高的增速，尤其是疫情稳定之后可能会迎来更多项目的开工。

图表 5：基建投资逐步上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

制造业投资边际下滑。1-3月制造业投资累计同比增长15.6%，我们测算3月当月同比增长11.9%。制造业投资读数较高的原因之一是去年基数不高。按照三年平均同比增速来看，3月制造业投资三年平均增速为3.6%，而1-2月为4.4%，边际上仍在下行。制造业投资的顺周期特征较为明显，在消费与房地产投资都较弱的情况下，制造业企业的预期很难有明显好转。此外，疫情所导致的供应链障碍也是压制很多行业投资意愿的重要原因。不过高端制造业和绿色经济方面的投资有政策强力的支持，将会有较好的相对表现。

房地产投资再度转负，但幅度不大。1-3月房地产投资累计同比增长0.7%，我们测算3月当月同比下滑2.4%。施工方面的情况来看，3月房屋新开工面积同比下滑22.2%，竣工面积同比下降15.5%，1-3月施工面积累计同比增长1%。为什么房地产行业景气度大幅下滑的情况下，房地产投资下行幅度相对较小？因为房地产投资增速主要和施工面积增速相关。那么为什么新开工大幅下滑的情况下施工面积仍能增长？第一，施工面积和新开工与竣工面积的增速没有直接关系，与二者的差值有关。施工面积的变化等于新开工面积与竣工面积的差值，加上此前停工而当期重新开工的面积，减去此前施工而当期停工的面积。虽然新开工与竣工面积同比均在下行，但是二者之差仍为正。第二，各级政府对房企“保交付”的要求促使更多的本来停工的项目重新开工。根据统计局数据，一季度，施工期在一年以上的房地产项目，投资增长速度超过10%。这表明“保交付”的政策确实起到了作用。这两点因素可以解释施

工面积的正增长。事实上，虽然新开工与竣工面积增速波动较大，但历史上房屋施工面积从未出现过同比负增长。对应着房地产投资也很少出现同比负增长。

图表 6：房地产投资和施工面积增速走势一致



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3月商品房销售面积当月同比下降17.7%，反映出房地产行业景气度仍在下行。疫情导致多地尤其是部分一线城市加大封控力度，严重影响了居民看房、买房。统计局商品房销售面积数据同比降幅仍然远低于中指院百强房企的销售下滑幅度，也低于30大中城市商品房交易面积降幅。一是因为统计局的口径中包括保障性住房，这部分房屋销售并不受行业景气度下滑的影响，而中指院百强房企和房管局的30大中城市数据都不包括这一项，所以统计局商品房销售面积数据读数更高；二是当前房企信用危机中涉及到部分头部企业的销售大幅下滑对百强房企和大中城市商品房销售数据影响很大，而小城市的本地房企反而因为杠杆率较低而表现相对较好，且近期小城镇降价促销力度更强。所以统计局统计的全国销售数据读数较大房企和大城市的数据更高。

图表 7：商品房销售面积再度下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

房企到位资金继续下降。1-3月房企到位资金同比下降19.6%，增速较1-2月下降1.9个百分点。其中，定金及预收款累计同比下滑31%，是主要的拖累项。而同时国内贷款降幅也继续扩大，1-3月累计同比下降23.5%。可以看出目前房企面临两方面的困境，一是银行依然对房企惜贷，二是需求端的下滑带来的现金流冲击越来越大。未来宏观审慎政策层面对房地产行业的调控有继续放松的必要。

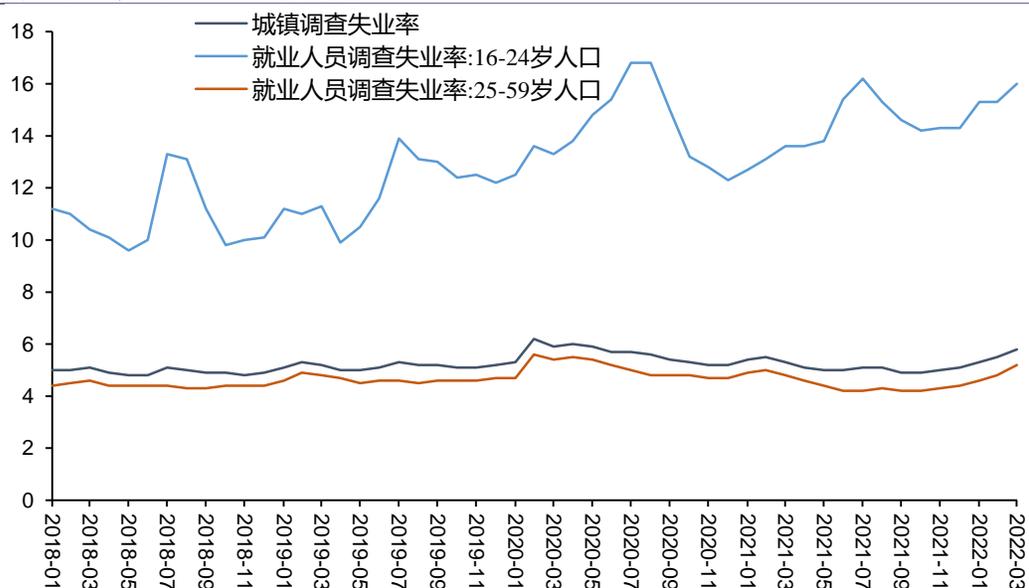
5. 就业问题不容忽视

3月城镇调查失业率超预期上行至5.8%，经济下行对就业市场的压力已经不容忽视。而且从数据结构可以看出，目前就业的压力主要集中在高校毕业生上，这会对社会效率和稳定的负面影响更大。

中国就业市场的两大动态群体是农民工群体和毕业生群体，两个群体的就业好坏都与经济增速相关性较高。不过对于农民工而言，可以在经济好时外出务工，经济差时回家务农，相对而言对社会的压力较小。毕业生群体的就业状况则较为关键。从统计局公布的数据来看，城镇调查失业率中，3月外来户籍人口的失业率为6.3%，较2月提升了0.7个百分点，本地户籍人口失业率则只提高了0.1个百分点至5.6%。同时，外来户籍人口中农业户籍人口调查失业率为5.9%，也就是说外来户籍中非农业户籍人口失业率更高，这一部分群体中存在较多的毕业生甚至高校毕业生，意味着毕业生就业更加困难。另一个角度看，3月16-24岁人口的调查失业率为16%，远远高于正常季节性水平。这部分群体中包含着大量的毕业生，其失业率的快速提高也意味着当前毕业生找工作存在较大难度。

李克强总理此前在多个场合中提到，就业优先是宏观政策，其他政策要配套。目前就业市场存在的压力，尤其是毕业生群体的就业难问题要求政策加大力度、稳定宏观经济。

图表 8：毕业生就业难度更大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

6. 稳增长政策需要再加码

1-2 月经济开局良好，但 3 月在疫情的冲击之下急转直下。目前来看疫情带给未来的不确定性难以消除，而就业压力也已经浮出水面，经济和就业的压力呼吁政策加大稳增长力度。

我们认为虽然当前存在地缘政治、疫情等意外冲击，但是 5.5% 的增长目标不会轻易放弃，因为放弃增速目标意味着就业压力会更大，这是政策的底线。一季度 GDP 实际同比 4.8%，按照不变价计算，要完成全年 5.5% 的目标，则需要未来三个季度的 GDP 平均增速达到 5.7%。考虑到二季度仍然受到疫情的严重影响，假设二季度 GDP 实际同比增长 5%，则下半年 GDP 增速需要达到 6%，完成这一目标难度不小，需要政策全面呵护经济。在疫情和国际环境的不确定性影响之下，今年消费和制造业投资都难有亮眼表现。出口虽然具有韧性，但下半年在高基数的作用下同比增速也趋于下行。我们认为今年的宏观环境或与 2020 年有相似之处，投资发力+结构性纾困、保主体是政策的主导方向。

首先是宏观审慎政策、主要是房地产政策调控的转向。目前各省市纷纷放松房地产调控政策，部分地区房地产市场已经出现回暖迹象。不过为了顶住经济的下行压力，房地产市场需要更快回升。未来有必要进一步引导房贷利率下行，目前平均房贷利率较 5 年期 LPR 仍有接近 50bp 的溢价，还有下行空间。同时需要在一定程度上缓解房企的现金流危机。目前房企到位资金仍在加速下滑，这对于未来商品房供给、以及信用危机引发的需求下降都有较大的负面影响。适当缓解房企资金困境才能带动未来供需上行。

其次是财政政策加力。一方面，基建投资仍需加力加速，这是目前顶住经济下行压力的最有效抓手。另一方面，对受疫情影响严重的企业给予必要的帮扶，稳定就业基本盘。此外，刺激消费、支持新经济领域的投资也是必要的政策手段。

再次是货币政策。目前货币政策对经济的拉动力量有限，因为既无法解决消费场景缺失的问题，又无法有效改善经济预期而促进企业投资。其主要作用是降低企业的融资成本，以保住市场主体。上周五的央行的“打折”降准表明目前货币政策不是最主要的对冲经济下行的工具，且外部通胀和美联储的政策对我们的影响不能完全无视。所以我们认为未来货币政策宽松的空间较小，LPR 加点有少许下调的可能，但更多的“放水”不宜期待。

风险提示：疫情反弹超预期，稳增长政策力度不足。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。