

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：数据点评

2022年4月18日

疫情影响显现，政策托底加强

——2022年3月经济数据点评

固定收益/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座
28层

山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **3月工业增加值增速边际下滑，下游工业生产受疫情拖累较为明显，中上游工业生产继续恢复。**3月工业增加值同比+5.0%（前值+12.8%，2021年同期两年平均增速+6.42%）。分行业大类看，能源开采业表现仍较好；中上游原材料加工业生产继续恢复；消费品工业受国内疫情爆发的影响有所显现，工业增加值累计增速边际有所下滑，但整体稳定；工业品制造业生产也有所拖累。

➤ **3月社零增速明显下降，场景类消费、非生活必需品受疫情冲击明显。**3月社零累计增速+3.3%（前值6.7%），当月增速-3.5%（前值6.7%），实际当月增速-6.0%（前值4.9%），2016年以来仅好于2020年2月至4月，主要受疫情大面积爆发的影响。从消费类型看，商品和餐饮均受到较大冲击，但餐饮受冲击更强。从商品类别看，粮油、食品类、饮料类、中西药品类等生活必须类消费增速持续恢复，但化妆品类、日用品类受疫情冲击较大，不过这两类疫情受控后反弹也比较迅速。可选消费中，服装鞋帽类、金银珠宝类等受疫情影响较大。房地产链条相关的消费如家用电器、家具等本身就处于下降通道，叠加疫情影响和3月房地产销售降幅扩大，3月表现不佳。

➤ **房地产销售低迷和资金来源受控制约房地产投资增速。**2022年3月房地产开发投资完成额累计增速0.7%（前值3.7%），房屋施工面积下滑至1.0%（前值1.8%）。今年以来虽然多地房地产市场放开限购限售，降低公积金使用门槛，加快购房贷款审批等，但整体而言房地产销售下滑趋势还未得到有效遏制。在“房住不炒”总基调下，房地产市场预期还未发生明显改善迹象。3月房地产开发资金来源累计-19.6%（前值-17.7%），创历史新低。

➤ **基建逆周期调节、超前发力效应持续显现。**3月基建投资累计增速8.5%（前值8.1%），是三大投资中唯一持续恢复的分项。一方面，根据今年1月10日国常会布局，在“适度超前开展基础设施投资”的基调下，“十四五”规划重点领域和重大项目快速推进。另一方面，一季度基建资金来源充裕。一是2021年四季度发行的1.2万亿元地方政府专项债券资金逐步落到具体项目。二是今年专项债发行靠前，3月29日国常会要求专项债去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕。截止2022年4月18日，一季度新增专项债已发行1.28万亿元，完成全年额度的35%。去年四季度专项债未使用额度叠加一季度新发行额度是一季

度基建回暖的重要支撑。整体而言今年基建基调仍聚焦扩大有效投资，专项债注重发挥效能，因此基建今年托底效应明确，强刺激有限，全年增速难以持续上行。

➤ **制造业投资边际下滑，但三年平均增速相对平稳。**3月制造业累计增速15.6%（前值20.9%），三年平均增速4.1%（前值4.6%）。制造业投资增速平稳一是和2021年一季度制造业投资负增长造成的低基数有关，二是和2021年以来工业企业利润回暖有关，三是受益于货币金融的推动，一季度工业中长期贷款余额增速仍大幅增长20.7%。

➤ **4月需求端或继续分化，生产端平稳。**从需求端看，3月需求端主要受疫情、房地产销售和投资萎缩的影响。4月需求数据可能继续回落。一是4月下旬疫情管控逐渐解除有利于消费端的恢复。但从2020年疫情初发时的情况看，疫后消费并不能完全回补且恢复速度很慢，从而4月社零同比大概率还会下滑。二是制造业投资增速可能稳中有降。支撑一季度制造业投资回暖因素如低基数、工业企业利润增长面临变数，1-2月制造业企业利润增速已经掉头负增。三是房地产市场还未观察到明显的回升拐点，但政策底逐渐显现，房地产销售可能率先企稳。4月18日，央行、外汇局出台23条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务提出，因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。从供给端看，由于3月生产端好于需求端，且主要是中上游原材料加工业持续恢复，工业企业产销率创新低，因此4月如果需求恢复不够强势，生产端可能有所回落，但另一方面，当前价格传导逐渐顺畅，有利于中下游企业生产恢复，因此4月生产端或保持平稳。

➤ **3月经济数据下滑未超预期，政策集中释放压制市场情绪。**4月经济数据仍有下调可能，但随着疫情管控逐步解除和疫后经济的自发修复和政策推动，预期边际好转。城镇调查失业率攀升至5.8%，高于政策目标，一方面拖累需求端恢复，另一方面也对稳增长政策提出更高需求。整体而言，降准落地、货币政策调度难度加大、稳增长政策集中释放，短期需关注收益率上调风险，但二季度来看，房地产投资拐点难以显现、失业率高位损伤需求，宏观环境仍有利于利率低位运行。



目录

1. 事件回顾.....	4
2. 2022 年 3 月经济数据分析.....	4
3. 风险提示.....	7

图表目录

图 1：工业增加值累计同比走势（%）.....	4
图 2：黑色、有色冶炼及压延加工业累计增速（%）.....	4
图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）.....	5
图 4：化妆品和日用品受疫情影响较大（%）.....	5
图 5：固定资产投资总额累计增速（%）.....	6
图 6：制造业投资累计增速（%）.....	6
图 7：基建投资累计增速（%）.....	7
图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）.....	7

1. 事件回顾

4月18日,统计局发布2022年一季度及3月经济数据。3月份,规模以上工业增加值同比实际增长5.0%;一季度,全国固定资产投资(不含农户)同比增长9.3%。其中制造业投资增长15.6%,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长8.5%,全国房地产开发投资同比增长0.7%。一季度,社会消费品零售总额同比增长3.3%。其中,除汽车以外的消费品零售额增长3.6%。扣除价格因素,一季度社会消费品零售总额同比实际增长1.3%。3月份,社会消费品零售总额同比下降3.5%。

2. 2022年3月经济数据分析

3月工业增加值增速边际下滑,下游工业生产受疫情拖累较为明显,中上游工业生产仍持续恢复。受1-2月数据的支撑,一季度工业增加值累计增速+6.5%(前值+7.5%,2021年同期两年平均增速+7.02%)。3月工业增加值同比+5.0%(前值+12.8%,2021年同期两年平均增速+6.42%)。分行业大类看,能源开采业表现仍较好。3月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业工业增加值累计增速分别+13.2%(前值+11.1%)、+6.1%(前值+6.3%),煤炭开采和洗选业当月增速达到+16.7%。中上游原材料加工业继续恢复。如黑色金属冶炼及压延加工业-2.4%(前值-2.9%)、有色金属冶炼及压延加工业+5.1%(前值+4.4%)。3月,消费品工业受国内疫情爆发的影响有所显现,工业增加值累计增速边际有所下滑,但整体稳定。其中,农副食品加工业+6.4%(前值+6.5%)、食品制造业+6.0%(前值+7.4%)、酒饮茶+12.1%(前值+15.4%)、纺织业+3.2%(前值+4.9%)、医药制造业+11.8%(前值+12.9%)。同样,工业品制造业生产也有所拖累。从工业增加值看,3月化学原料及化学制品制造业+4.7%(前值+5.9%)、橡胶和塑料制品制造业+1.5%(前值2.0%)、非金属矿制造业+1.4%(前值1.3%)。

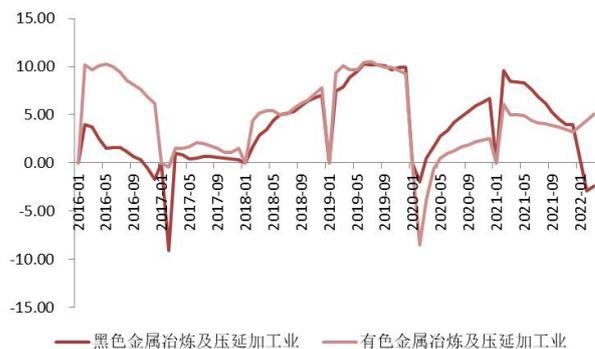
工业企业产销率大幅下降,关注疫后需求端恢复状况。值得注意的是,尽管工业增加值表现相对平稳,尤其是中上游行业受疫情的影响不大,但3月工业企业产销率累计值创2016年来新低。

图 1: 工业增加值累计同比走势 (%)

图 2: 黑色、有色冶炼及压延加工业累计增速 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

3月社零增速明显下降，场景类消费、非生活必需品受疫情冲击明显。3月社零累计增速+3.3%（前值6.7%），当月增速-3.5%（前值6.7%），实际当月增速-6.0%（前值4.9%），2016年以来仅好于2020年2月至4月，主要受疫情大面积爆发的影响。从消费类型看，商品和餐饮均受到较大冲击，但餐饮受冲击更强。3月商品零售当月增速-2.1%（前值6.5%），餐饮收入当月增速-16.4%（前值8.9%）。从商品类别看，粮油、食品类、饮料类、中西药品类等生活必须类消费增速持续恢复，但化妆品类、日用品类受疫情冲击较大，当月增速分别下降至-6.3%（前值7.0%）、-0.8%（前值10.7%），不过这两类疫情受控后反弹也比较迅速。可选消费中，服装鞋帽类、金银珠宝类等受疫情影响较大，3月分别-12.7%、-17.9%。房地产链条相关的消费如家用电器、家具等本身就处于下降通道，叠加疫情影响和3月房地产销售降幅扩大，3月表现不佳。

图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：化妆品和日用品受疫情影响较大（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

房地产销售低迷和资金来源受控制约房地产投资增速。2022年3月房地产开发投资完成额累计增速0.7%（前值3.7%），房屋施工面积下滑至1.0%（前值1.8%）。今年以来虽然多地房地产市场放开限购限售，降低公积金使用门槛，加快购房贷款审批等，但整体而言房地产销售下滑趋势还未得到有效遏制，3月房地产销售面积增速-13.8%（前值-9.6%）。在“房住不炒”总基调下，房地产市场预期还未发生明显改善迹象。国房景气指数3月再度下滑至96.66，3月土地购置面积累计同比-41.8%（前值-42.3%），房企拿地意愿和实力不足，住宅新开工面积累计同比-20.3（前值-14.9%）。房地产开发资金来源增速仍在下滑。3月房地产开

发资金来源累计-19.6%（前值-17.7%），创历史新低。其中国内贷款增速-23.5%（前值-21.1%），定金及预收款增速和个人按揭贷款增速分别负向扩大至-31.0%、-18.8%。在资金来源受限的情况下，房地产自筹资金能力加强，3月累计增速4.8%（前值-6.2%）。

图 5：固定资产投资总额累计增速（%）



图 6：制造业投资累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

基建逆周期调节、超前发力效应持续显现。3月基建投资累计增速8.5%（前值8.1%），是三大投资中唯一持续恢复的分项。一方面，根据今年1月10日国常会布局，在“适度超前开展基础设施投资”的基调下，“十四五”规划重点领域和重大项目快速推进。另一方面，一季度基建资金来源充裕。一是2021年四季度发行的1.2万亿元地方政府专项债券资金逐步落到具体项目。二是今年专项债发行靠前，3月29日国常会要求专项债去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕。截止2022年4月18日，一季度新增专项债已发行1.28万亿元，完成全年额度的35%。去年四季度专项债未使用额度叠加一季度新发行额度是一季度基建回暖的重要支撑。整体而言今年基建基调仍聚焦扩大有效投资，专项债注重发挥效能，因此基建今年托底效应明确，强刺激有限，全年增速难以持续上行。

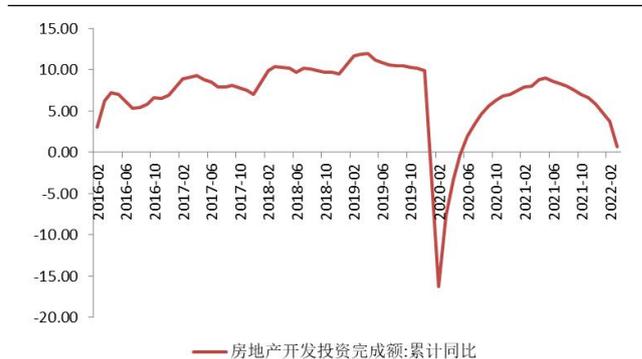
制造业投资边际下滑，但三年平均增速相对平稳。3月制造业累计增速15.6%（前值20.9%），三年平均增速4.1%（前值4.6%）。制造业投资增速平稳一是和2021年一季度制造业投资负增长造成的低基数有关，二是和2021年以来工业企业利润回暖有关，三是受益于货币金融的推动，一季度工业中长期贷款余额增速仍大幅增长20.7%。分行业看，消费品工业固定资产投资表现较强，如食品制造业24.1%（前值26.7%），纺织业23.8%（前值36.3%），医药制造业17.4%（前值27.2%）；设备制造业投资也保持了一定增速，如通用设备制造业25.5%（前值28.3%）、专用设备制造业26.7%（前值30.2%）等。

图 7：基建投资累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

4月需求端或继续分化，生产端平稳。从需求端看，3月需求端主要受疫情、房地产销售和投资萎缩的影响，4月需求数据可能继续回落，但预期好转。一是4月下半月疫情导致的管控逐渐解除有利于消费端的恢复。但从2020年疫情初发时的情况看，疫后消费并不能完全回补且恢复速度很慢，从而4月社零同比大概率还会下滑。二是制造业投资增速可能稳中有降。支撑一季度制造业投资回暖因素如低基数、工业企业利润增长面临变数，1-2月制造业企业利润增速已经掉头负增。三是房地产市场还未观察到明显的回升拐点，但政策底逐渐显现，房地产销售可能率先企稳。4月18日，央行、外汇局出台23条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务提出，因城施策，合理确定商业性个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求，支持房地产开发企业、建筑企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。从供给端看，由于3月生产端好于需求端，且主要是中上游原材料加工业持续恢复，工业企业产销率创新低，因此4月如果需求恢复不够强势，生产端可能有所回落，但另一方面，当前价格传导逐渐顺畅，有利于中下游企业生产恢复，因此4月生产端或保持平稳。

3. 风险提示

- (1) 国内宏观政策调控力度弱于预期。
- (2) 疫情恶化、俄乌地缘冲突若持续较长时间可能对全球供应链造成影响，加剧通胀。
- (3) 房地产严调控下，市场预期悲观，调控政策优化难以推动房地产情绪回升。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

