

疫情扰动或延续

—3月经济数据点评

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

2022年04月18日

一季度国内生产总值同比增长4.8%，其中第一产业增加值同比增长6.0%；第二产业同比增长5.8%；第三产业增加值同比增长4.0%。疫情冲击、地缘局势的扰动，第三产业增速羸弱，一产、二产受扰动相对较小，增长幅度与总体较匹配。由于稳增长政策发力，投资端基建贡献明显，出口高位对工业生产仍有支撑。但3月受疫情冲击，社会消费品零售总额穿负，消费市场疲弱。3月全国固定资产投资增速回落至9.3%（前值12.2%）。基建投资端发力明显，3月基础设施投资同比增长10.48%（前值8.61%），制造业维持较高景气度。

• 3月工业生产景气度回落，但韧性仍在，PMI回落值得警惕。3月工业增加值同比增长5%，尽管较2月回落明显，但环比有增，且仍处5%左右较合理区间，相对仍有韧性。但3月份制造业采购经理指数为49.5%，处于收缩区间，是否暗示需求回落，值得警惕。结构上，上游周期行业中黑色冶炼增速环比小幅回升，有色冶炼受国际大宗涨价影响同比增长大幅回升。专用设备核心制造业仍受益于出口高位，且受上游价格影响较小整体保持高增，带动中游制造业继续快速增长。受疫情反复影响，下游医药制造业增速提高至10.1%（前值8.6%），缺芯及供应链冲击叠加疫情重启，汽车制造业穿负，食品制造业也大幅回落。

• 3月，房地产开发景气指数小幅回落，房地产投资端各分项持续回落。竣工大幅回落，销售继续降温并维持负增长，新开工持续走弱。房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长-17.5%（前值-12.2%），1%（前值1.8%），-11.5%（前值-9.8%），商品房销售额同比增长-22.7%（前值-19.3%）。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如多地接连放松限购，下调首套房贷款比例等）略有放松，但预期的扭转需要更多政策推动，由政策底到预期改善到销售投资回暖或面临更长的周期，今年年中以前难以看到超预期修复。

• 向后展望，政策底已出，但经济底或看今年年中。地产投资中长期下降，短中期继续边际松，二季度经济下行压力大的背景下，政策陆续宽松空间大。销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善，信贷端有望继续放松，但需金融机构配合，投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。

• 财政支出提速，基础设施建设贡献明显。在财政支出持续提速背景下，去年年底基建投资迎来触底反弹，至今年一季度投资仍保持大幅度增长。3月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长10.48%（前值8.61%），自去年年底扭负转正后，今年开年实现大幅增长。分细项来看，3月水利管理投资增长10%（前值22.5%），公共设施管理业投资增长8.1%（前值4.3%），道路运输业投资增长3.6%（前值：8.2%），铁路运输业投资增长-2.9（前值-8%）。

3月消费市场疲弱。年初消费市场出现弱复苏后，3月中旬以来疫情再次扰动，广义消费走弱。在年初疫情较好的控制背景下，叠加春节影响，今年开年消费市场恢复好于预期，但3月份受疫情冲击影响较大，消费下行，社会消费品零售总额增速近一年半以来首次穿负，为-3.5%（前值6.7%），其中必选相对有韧性，可选大幅回落。

• 必选相对有韧性，可选回落较大。分项上看，3月受疫情对社交环境的限制，服装鞋帽针纺织品类大幅度回落，食品饮料类小幅回升。除汽车外消费品零售额穿负，由于地产市场疲弱、竣工大幅度回落，建筑及装潢材料类、家具类等地产后周期相关消费持续走弱，此外通讯器材类等可选消费增速小幅回

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

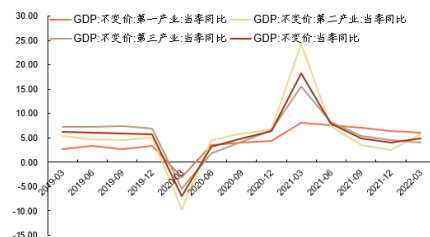
刘雅坤

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND，中港证券研究所

- 1、《总量强 结构弱：3月金融数据点评》2022-04-12
- 2、《短期要素推高通胀：3月通胀数据点评》2022-04-11
- 3、《等到经济底出现才有市场扭头上么：——复盘A股市场历次大跌系列二》2022-04-11
- 4、《经济隐患仍在：每周一图之经济系列》2022-04-06
- 5、《中美利差持续收敛：——每周一图之经济系列》2022-03-27

落，但仍维持正增长。缺芯影响叠加疫情重启，汽车消费增速再次走负，达到-7.5%（前值3.9%）。受疫情影响，线下餐饮收入大幅回落，3月餐饮收入增速为-16.4%（前值8.9%）。

- ◆ **疫情冲击下3月消费市场低迷，消费制约或延续至4月且难言超预期修复。**消费制约因素较多，3月的主要变量是疫情防控的客观环境和就业水平（3月城镇新增就业人数同比-18.1%，低于1-2月的10.1%）。正如我们前述报告中提到以往数次疫情反复都导致消费同比穿负，预计疫情逐渐平稳将驱动线下餐饮消费有所回暖。经济面临下行压力背景下，就业承压，造成居民收入增速放缓和消费意愿下降，考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但相比2020年的疫情的数次冲击，当前居民资产负债表脆弱性更高，难言疫情可控后的“补偿性消费”。

3月中国对全球出口高基数下依然维持高增，量价维度上看，价格是主要要素。3月，进出口总额14789亿美元（前值9734.5亿美元），其中，进口金额为2287亿美元，增长-0.1%，出口金额为2760.8亿美元，同比增长14.7%，高基数下依然维持高增。量上有所回落，3月出口价格指数由110.5回落到93.2。价格是主要贡献，3月出口价格指数继续上拉由109.5到111.7。

风险提示：预期外宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2022年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
实际 GDP	6.7	6.1	1.6	8.1	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.9	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.5	6
CPI	2.1	2.9	2.5	0.9	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.1	4
出口	7	5	4	29.9	10
利率（1年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.37	6.2

资料来源：WIND，申港证券研究所

内容目录

1. 一季度经济数据略低于预期	4
1.1 地产拖累明显 疫情反复消费疲软	4
1.2 工业生产景气度回落	5
1.3 投资端基建高贡献 地产系继续拖累	6
1.4 疫情拖累下广义消费走弱	8
1.5 出口韧性仍在 但价格是主要要素	9

图表目录

图 1: 工业生产有所回落 (单位: %)	5
图 2: 固定资产投资 (单位: %)	7
图 3: 房屋新开工、施工和竣工面积 (%)	8
图 4: 3 月社会消费品零售总额大幅回落 (%)	8
图 5: 发达经济体工业景气指数回落但相对高位 (%)	9
图 6: 出口新订单预期持续处于收缩区间 (%)	10

1. 一季度经济数据略低于预期

1.1 地产拖累明显 疫情反复消费疲软

一季度国内生产总值同比增长 4.8%，其中第一产业增加值同比增长 6.0%；第二产业同比增长 5.8%；第三产业增加值同比增长 4.0%。疫情冲击、地缘局势的扰动，第三产业增速羸弱，一产、二产受扰动相对较小，增长幅度与总体较匹配。

由于稳增长政策发力，投资端基建贡献明显，出口高位对工业生产仍有支撑。但 3 月受疫情冲击，社会消费品零售总额穿负，消费市场疲弱。3 月全国固定资产投资增速回落至 9.3%（前值：12.2%）。基建投资端发力明显，3 月基础设施投资同比增长 10.48%（前值：8.61%），制造业维持较高景气度。

- ◆ **3 月工业生产景气度回落，但韧性仍在，PMI 回落值得警惕。** 3 月工业增加值同比增长 5%，尽管较 2 月回落明显，但环比有增，且仍处 5% 左右较合理区间，相对仍有韧性。但 3 月份制造业采购经理指数为 49.5%，处于收缩区间，是否暗示需求回落，值得警惕。结构上，上游周期行业中黑色冶炼增速环比小幅回升，有色冶炼受国际大宗涨价影响同比增长大幅回升。专用设备核心制造业仍受益于出口高位，且受上游价格影响较小整体保持高增，带动中游制造业继续快速增长。受疫情反复影响，下游医药制造业增速提高至 10.1%（前值 8.6%），缺芯及供应链冲击叠加疫情重启，汽车制造业穿负，食品制造业也大幅回落。
- ◆ **3 月，房地产开发景气指数小幅回落，房地产投资端各分项持续回落。** 竣工大幅回落，销售继续降温并维持负增长，新开工持续走弱。房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长-17.5%（前值-12.2%），1%（前值 1.8%），-11.5%（前值-9.8%），商品房销售额同比增长-22.7%（前值-19.3%）。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如多地接连放松限购，下调首套房贷款比例等）略有放松，但预期的扭转需要更多政策推动，由政策底到预期改善到销售投资回暖或面临更长的周期，今年年中以前难以看到超预期修复。
- ◆ **向后展望，政策底已出，但经济底或看今年年中。** 地产投资中长期下降，短中期继续边际松，二季度经济下行压力大的背景下，政策陆续宽松空间大。销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善，信贷端有望继续放松，但需金融机构配合，投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。
- ◆ **财政支出提速，基础设施建设贡献明显。** 在财政支出持续提速背景下，去年年底基建投资迎来触底反弹，至今年一季度投资仍保持大幅度增长。3 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 10.48%（前值 8.61%），自去年年底扭负转正后，今年开年实现大幅增长。分细项来看，3 月水利管理投资增长 10%（前值 22.5%），公共设施管理业投资增长 8.1%（前值 4.3%），道路运输业投资增长 3.6%（前值：8.2%），铁路运输业投资增长-2.9（前值-8%）。

3 月消费市场疲弱。 年初消费市场出现弱复苏后，3 月中旬以来疫情再次扰动，广义消费走弱。在年初疫情较好的控制背景下，叠加春节影响，今年开年消费市场恢复好于预期，但 3 月份受疫情冲击影响较大，消费下行，社会消费品零售总额增速近一年半以来首次穿负，为-3.5%（前值 6.7%），其中必选相对有韧性，可选大幅

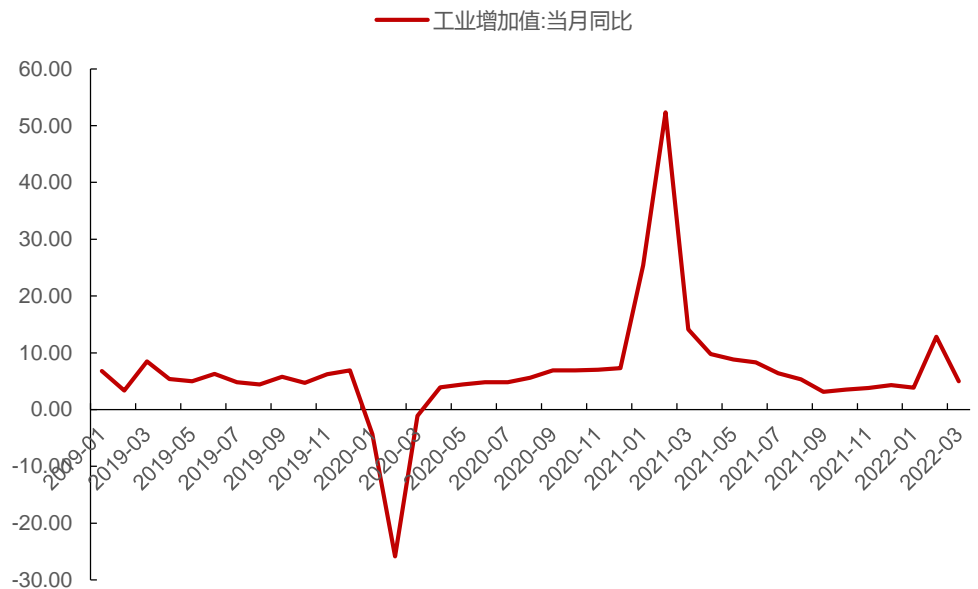
回落。

- ◆ **必选相对有韧性，可选回落较大。**分项上看，3月受疫情对社交环境的限制，服装鞋帽针纺织品类大幅度回落，食品饮料类小幅回升。除汽车外消费品零售额穿负，由于地产市场疲弱、竣工大幅度回落，建筑及装潢材料类、家具类等地产后周期相关消费持续走弱，此外通讯器材类等可选消费增速小幅回落，但仍维持正增长。缺芯影响叠加疫情重启，汽车消费增速再次走负，达到-7.5%(前值3.9%)。受疫情影响，线下餐饮收入大幅回落，3月餐饮收入增速为-16.4%(前值8.9%)。
- ◆ **疫情冲击下3月消费市场低迷，消费制约或延续至4月且难言超预期修复。**消费制约因素较多，3月的主要变量是疫情防控的客观环境和就业水平(3月城镇新增就业人数同比-18.1%，低于1-2月的10.1%)。正如我们前述报告中提到以往数次疫情反复都导致消费同比穿负，预计疫情逐渐平稳将驱动线下餐饮消费有所回暖。经济面临下行压力背景下，就业承压，造成居民收入增速放缓和消费意愿下降，考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但相比2020年的疫情的数次冲击，当前居民资产负债表脆弱性更高，难言疫情可控后的“补偿性消费”。

1.2 工业生产景气度回落

3月工业生产景气度回落，但韧性仍在。受疫情影响，3月下旬以来近20个省份相继出台了停工停产政策，劳动力供给不足以及生产间歇性停滞，同时俄乌冲突导致产品价格大幅上涨，对供给有所抑制，从而导致工业生产景气度回落。一季度全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，但3月工业增加值同比增长5%，较2月回落明显，但仍处5%左右较合理区间。此外3月份制造业采购经理指数为49.5%，处于收缩区间，值得警惕。

图1：工业生产有所回落(单位：%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

结构上，上游周期行业中黑色冶炼增速环比小幅回升，有色冶炼受国际大宗涨价影

响同比增长大幅回升。专用设备为核心制造业仍受益于出口高位，且受上游价格影响较小整体保持高增，带动中游制造业继续快速增长。受疫情反复影响，下游医药制造业增速提高至 10.1%（前值 8.6%），缺芯及供应链冲击叠加疫情重启，汽车制造业穿负，食品制造业也大幅回落。

- ◆ 上游周期行业中黑色冶炼增速环比小幅回升，保供稳价对工业改善的持续性不强，上修趋势持续性走弱。
- ◆ 受出口高位及能耗影响较少的中游高端制造业整体保持维持高位，电气机械和器材制造业、通用设备及专用设备制造业增速领先。开年以来皆保持较高幅度的增长，整体仍维持在高增长区间，反映了核心制造业高速发展势头与景气度延续。
- ◆ 下游制造业，受疫情反复影响，下游医药制造业增速提高至 10.1%（前值 8.6%），仍维持绝对 10% 以上高位。缺芯影响叠加疫情冲击，汽车制造业回落，3 月汽车制造业走负，增速为 -1%（前值 2.8%）。

表1：上中下游主要行业工业增加值情况（单位：%）

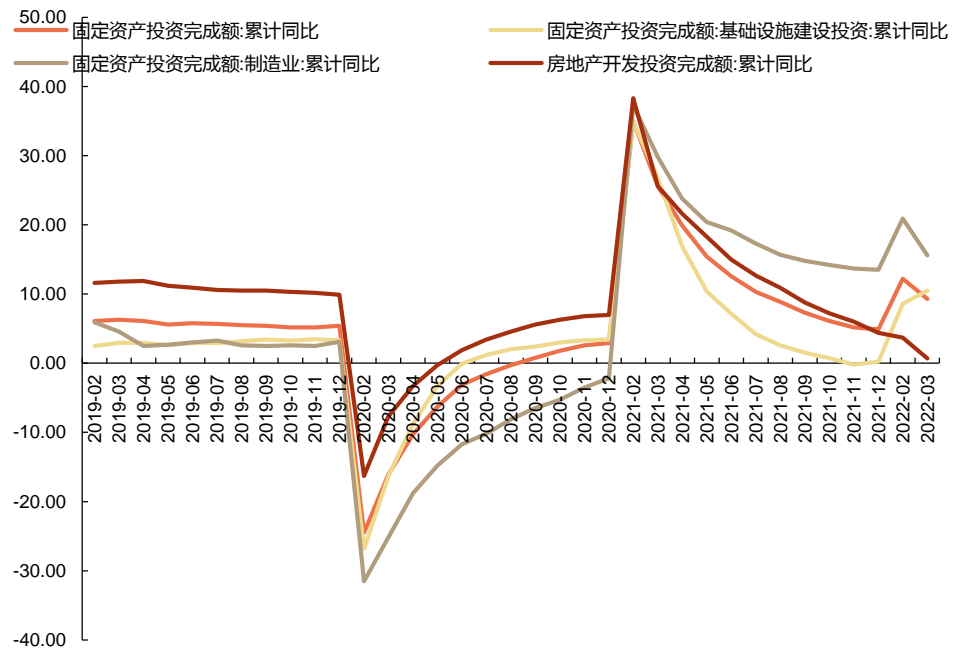
指标名称	黑色冶炼	有色冶炼	通用设备	专用设备	电气设备	医药	食品	汽车
2021-09	-9.70	1.20	3.00	8.80	6.80	26.50	2.80	-8.20
2021-10	-12.80	0.00	1.00	7.20	5.30	16.30	6.80	-7.90
2021-11	-11.20	-1.20	2.80	4.00	9.40	17.00	9.00	-4.70
2021-12	-2.50	-0.80	1.50	7.40	5.80	8.60	9.10	2.80
2022-03	-1.60	6.20	-0.70	7.60	10.60	10.1	3.80	-1.00

资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 投资端基建高贡献 地产系继续拖累

今年开年以来，地产全口径持续走弱，出口高增叠加供给约束放松背景下制造业投资增长幅度明显，政府债发行与稳增长诉求下项目提速，基建投资持续走强。3 月房地产开发投资增长 0.7%（前值 3.7%），在上年 4 季度房地产销售、投资紧缩环境的环境下，对投资端下拉显著。3 月制造业投资同比增长 15.6%（前值 20.9%），环比回落，但仍处高位。3 月基础设施投资分别同比增长 10.48%（前值 8.61%），基建端发力明显，一季度保持较高景气度。

图2：固定资产投资（单位：%）



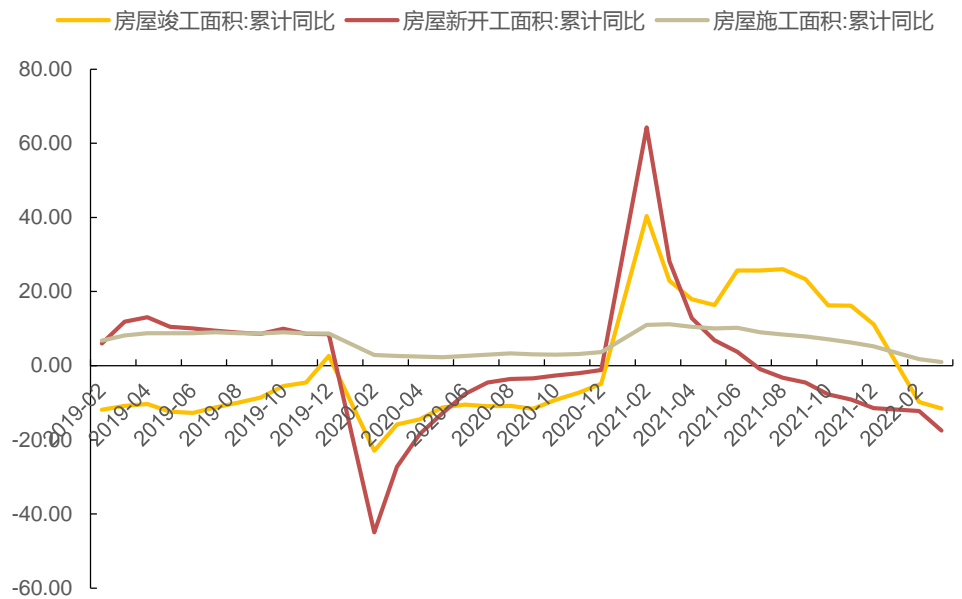
资料来源：Wind，申港证券研究所

财政支出提速，基础设施建设贡献明显。在财政支出持续提速背景下，去年年底基建投资迎来反弹，至今年3月投资仍保持大幅度增长。3月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长10.48%（前值8.61%），去年年底扭负转正后，一季度实现大幅增长。分细项来看，水利管理投资增长10%（前值22.5%），公共设施管理业投资增长达8%（前值6%），道路运输业投资增长3.6%（前值8.2%），铁路运输业投资增长-2.9%（-8%）。

房地产投资端各分项均持续回落。竣工、新开工持续走弱，销售继续降温。融资端，尽管部分地区销售融资资格（如多地接连放松限购，下调首套房贷款比例等）略有放松，但预期的扭转需要更多政策推动，房地产企业拿地、销售、开工等仍疲弱。

- ◆ **房地产销售额继去年12月持续回落，融资端与居民中长期贷款疲弱交叉验证，**高基数下今年一季度房地产销售同比大幅下降，3月商品房销售额增速为-22.7%。3月，全国商品房销售面积31046万平方米，同比下降13.8%（前值-9.6%），较上期继续回落，与居民中长期贷款疲弱交叉验证，融资端对房地产销售抑制明显。
- ◆ **3月地产数据全面走弱。**房地产新开工面积、施工面积、竣工面积同比增长-17.5%（前值-12.2%），1%（前值1.8%），-11.5%（前值-9.8%）。近期地产在首套房房贷利率下调、多地放松限购等政策边际放松下下滑幅度收敛，但由政策底到预期改善到销售投资回暖或面临更长的周期，今年年中以前难以看到超预期修复。后续稳增长政策将陆续推行，仍需关注房地产投资失速风险及包括一线准一线等主要城市相关政策推行及降低首付比例等相关政策推行。

图3：房屋新开工、施工和竣工面积（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ **向后展望，政策底已出，但经济底或看今年年中。**地产投资中长期下降，短中期继续边际松，二季度经济下行压力大的背景下，政策陆续宽松空间大。销售端疲软或持续到今年年中，政府持续的保交房稳房价或对居民购房谨慎预期有所改善，信贷端有望继续放松，但需金融机构配合，投资端有起色或看下半年，保障性住房加快推进并开工或令时点提前。（具体参见《疫后修复下的此消彼长：-2022年宏观展望》）

1.4 疫情拖累下广义消费走弱

但受疫情冲击，3月消费走弱，社零、服务业生产指数同比分别为-3.5%（前值6.7%）、-0.9%（前值3%）。3月受疫情冲击，全国多省出台停工停产政策，城市内部及城市间大范围、长时间的交通封锁，对消费冲击大于生产。3月社会消费品零售总额增速穿负，回落至-3.5%（前值6.7%）。

图4：3月社会消费品零售总额大幅回落（%）



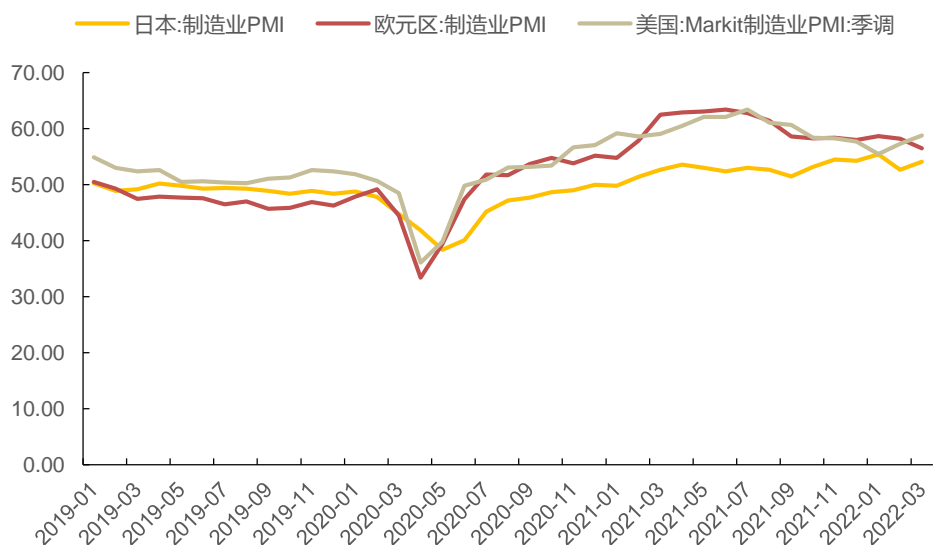
资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 相较而言，必选有韧性，可选回落较大。3月除汽车外的社会消费品零售同比增长至-3%（前值7%），其中服装鞋帽针纺织品类同比增速为-12.7%（前值4.8%），饮料类零售同比增速为12.6%（前值11.4%）。
- ◆ 可选消费持续回落，地产端由于竣工后劲不足（竣工回落），建筑及装潢材料类、家具类等地产后周期相关消费继续回落，此外通讯器材类等可选消费增速有所回升。3月受竣工增速有所回落的影响，对建筑建材支撑力度不足，建筑及装潢材料类同比增长6.2%（前值7.5%），其他后地产周期相关的消费支出也明显偏弱，比如家具类同比增长-6%（前值3.1%），通讯器材类增速由4.8%回落至3.1%。
- ◆ 缺芯影响叠加疫情冲击，汽车消费增速再次穿负。3月汽车消费同比增长-7.5%（前值为3.9%），回落至去年年底水平。
- ◆ 餐饮收入大幅回落走负。开年受春节影响及疫情得到有效控制，1-2月餐饮收入扭负转正。但以往数次疫情反复都导致消费同比穿负，开年餐饮修复归因于春节假日的影响，但作用并不持久。3月的疫情反复打断了回暖节奏，餐饮收入同比增长-16.4%（前值8.9%），预计疫情逐渐平稳将驱动线下餐饮消费有所回暖。
- ◆ 消费制约因素较多，其中就包括疫情防控的客观环境和就业水平，疫情对服务业的制约明显。居民收入修复进度或仍缓慢，疫情反复对线下服务消费仍有扰动，消费年内难以超预期修复。考虑疫情对中低收入人群的影响偏大，低收入居民的消费意愿更取决于收入及收入预期，但居民收入修复进度或仍缓慢且疫情反复对服务消费仍不乐观，消费年内难以超预期修复（修复至2019年常态）。

1.5 出口韧性仍在 但价格是主要要素

3月中国对全球出口高基数下依然维持高增，量价维度上看，价格是主要要素。3月，进出口总额14789亿美元（前值9734.5亿美元），其中，进口金额为2287亿美元，增长-0.1%，出口金额为2760.8亿美元，同比增长14.7%，高基数下依然维持高增。量上有所回落，3月出口价格指数继续上拉由110.5回落到93.2。价格是主要贡献，3月出口价格指数继续上拉由109.5到111.7。

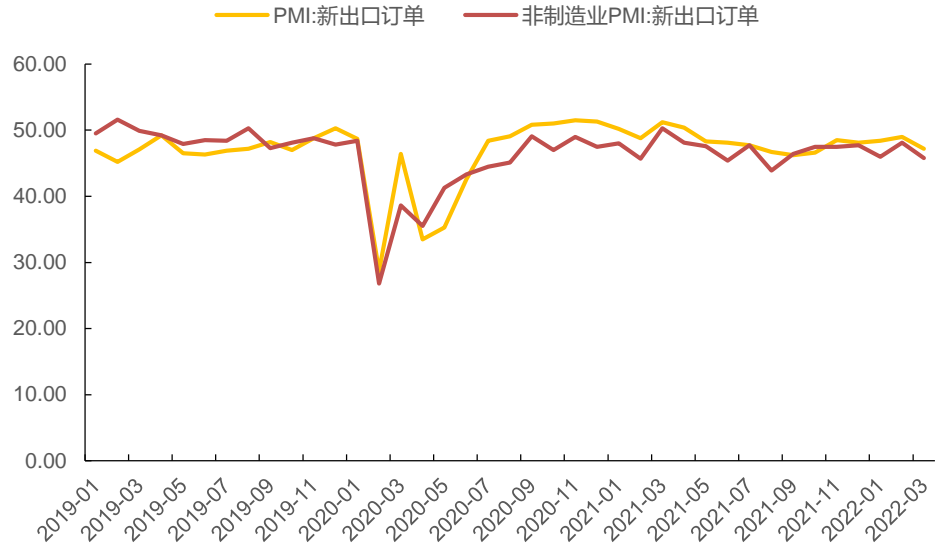
图5：发达经济体工业景气指数回落但相对高位（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

新订单等前瞻指标自 2021 年 5 月回落到 50 以内的收缩区间至今已有 11 个月。考虑到海外供需缺口逐步修复，美国居民高储蓄率对需求侧支撑效果存疑，后续持续关注出口新订单等前瞻指标。

图6：出口新订单预期持续处于收缩区间（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上