

2022年4月19日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

4.8%的信号与选择：经济承压，政策加力

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

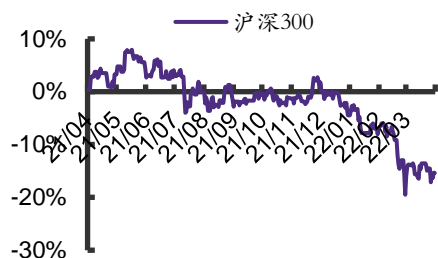
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》20220416

《当稳增长遇上高通胀：中国版

“FAANG”配置价值几何》20220408

《工业企业“量价利”背后的行业配置信号》20220330

国家统计局4月18日发布2022年一季度国民经济运行情况，初步核算，2022年一季度GDP同比增长4.8%，高出2021年四季度0.8个百分点。

投资要点

投资要点

- 1、对一季度经济数据总体评价：喜忧参半，忧大于喜，结构分化。
- 2、一季度GDP增速4.8%，明增实降，经济下行风险再度凸显。
- 3、广义基建增幅超过10%，表现一枝独秀，电力、水利投资保持高增长。
- 4、工业生产表现并不差，一季度环比略有回升，但要警惕疫情引致的产业链供应链风险。
- 5、制造业投资同比增长15.6%，高位略有回落，关注企业预期变化。
- 6、出口同比增长13.4%，韧性犹存，高位运行，但环比隐忧开始显现。
- 7、地产开发投资增速为0.7%，疫情使地产探底之路更加曲折。
- 8、春节效应难抵疫情冲击，一季度社零增速为3.3%，3月再度转负。
- 9、俄乌冲突叠加疫情冲击，内需不足凸显，3月进口增速转负。
- 10、3月失业率飙升至5.8%，远高于5.5%以内的目标，稳就业保民生形势严峻。

风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

1、对一季度经济数据总体评价：喜忧参半，忧大于喜，结构分化

对一季度经济数据总体评价：喜忧参半，忧大于喜，结构分化。总体来看，GDP增速高于市场预期，开局平稳，但内外扰动仍需要关注。分项来看，表现较好的是基建和制造业，表现一般的是出口，表现较差的是地产、消费和进口，冲高的失业率值得警惕。

2、一季度GDP增速4.8%，明增实降，经济下行风险再度凸显

一季度GDP增速4.8%，明增实降，经济下行风险再度凸显。一季度GDP增速落在了我们之前用社零法和百城拥堵指数两个维度测算的4.60%-4.80%区间的上限（具体测算过程详见《本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望》），较2021年四季度的4%的增速环比回升1.3%，相比去年18.3%的高基数，已实属不易。但较2021年四季度5.2%的两年平均增速，出现了明显的回落，明增实降，也远低于全年5.5%的增长目标，稳增长依旧任重而道远。且从单月数据来看，原本的经济修复被突如其来的疫情反复中断，1-2月经济数据趋于回升，但3月数据受疫情拖累大幅下滑。考虑到上海疫情还在高位运行，4-5月经济依旧承压，预计经济底得到二季度中下旬才能出现。

3、广义基建增幅超过10%，表现一枝独秀，电力、水利投资保持高增长

广义基建增幅超过10%，表现一枝独秀，电力、水利投资保持高增长。基建是一季度经济数据中难得的亮点，Q1广义基建投资增速高达10.5%，3月单月高达11.8%，不降反增；特别是电力投资增速大增19.3%，重大项目集中落地。Q1不含电力的基建投资增速也是高位运行，为8.5%，较1-2月的8.1%，也有不小的增幅，特别是水利增速明显加快，为10.0%。政策、项目、资金三者同步发力，2022年是较为明确的基建大年。基建已成为稳增长的主要发力点，重大工程项目是支撑，电力、水利及生态环境，这部分增速较为突出；规模占优的还是综合交通、市政项目等传统基建项目。

4、工业生产表现并不差，一季度环比略有回升，但要警惕疫情引致的产业链供应链风险

工业生产表现并不差，一季度环比略有回升，但要警惕疫情引致的产业链供应链风险。一季度规模以上工业增加值同比增长6.5%，相比去年四季度两年复合增速6.15%，小幅回升了0.35%。特别是1-2月工业生产得到了较好的修复，同比增速高达7.5%。但3月再度回落，主要是受疫情冲击，不少经济重镇几近停摆，企业被迫停工停产，3月同比增长回落至5.0%，降幅明显，背后的供应链风险开始显现，即使4月复工复产开始推进，也难有明显的改善。当然，3月也有不少工业生产表现强势，最突出的就是采矿业，尤其是煤炭开采和洗选业，同比增长16.7%，仍处于高景气区间。

5、制造业投资同比增长15.6%，高位略有回落，关注企业预期变化

制造业投资同比增长15.6%，高位略有回落，关注企业预期变化。由于保供稳价成效显著，制造业投资生产明显修复，再加上出口高增速支撑，1-2月同比大增20.9%，表现亮眼。3月受疫情冲击和海外大宗商品高位运行影响，制造业增速回落至11.9%。从先行指标制造业PMI也可以看出，3月再次回落至荣枯线之下，生产经营活动预期指数虽还在荣枯线之上，但降幅较为明显，回落了3个百分点，企业预期变化值得关注。整体来看，得益于高技术和装备制造业投资26.3%的高增速支撑，一季度制造业投资增速高达15.6%，仍处于高位运行区间。

6、出口同比增长13.4%，韧性犹存，高位运行，但环比隐忧开始显现

出口同比增长13.4%，韧性犹存，高位运行，但环比隐忧开始显现。受益于海外需求回升的带动和物价上行的催化，一季度出口韧性犹存，维持高位运行，同比增长13.4%。但环比增速开始回落，1-2月出口增速为13.7%，3月仅为12.9%，虽然疫情影响不算太明显，也有一定的降幅，环比变化趋势值得关注。另外值得关注的是，当前出口的韧性更多是价格因素的催化，剔除价格上涨的拉动，出口数量早有回落。也就是价格上行掩盖了数量回落，其中的风险值得警惕。

7、地产开发投资增速为0.7%，疫情使地产探底之路更加曲折

地产开发投资增速为0.7%，疫情使地产探底之路更加曲折。一季度地产开发投资增速较去年四季度大幅回落4.89个百分点，特别是3月受疫情冲击明显，小阳春缺席，施工受阻，供需两端均弱，地产全产业链3月数据均大幅下滑，一季度仅房屋施工维持正增速。具体来看，需求较为疲软，居民中长贷同比新增已连续4月为负增长，居民购房意愿不足，疫情反复及防控升级也严重影响了线下看房和销售；供给较为低迷，3月房地产开发资金来源同比下降19.6%，房企融资困难加剧了资金链压力，拿地和新开工动力不足，销售端和融资端回款难度加大，房企只能通过加快施工来满足预售资金提取和使用要求来缓解资金压力。当前经济下行压力加剧，对未来的不确定性陡增，居民加杠杆购房的行为会越发慎重，目前央行已推出降首付降利率大招，政策提振效果值得期待，第三季度的地产底可期。

8、春节效应难抵疫情冲击，一季度社零增速为3.3%，3月再度转负

春节效应难抵疫情冲击，一季度社零增速为3.3%，3月再度转负。1-2月在春节效应和冬奥经济的催化下，社零表现突出，同步增长6.7%，较2021年12月加快5.0个百分点。但3月多地疫情反复多发，消费再次首当其冲，社零增速由正转负，降至-3.5%，特别是高度依赖线下消费的餐饮收入大幅下滑，降至-16.4%，即使一季度有季节效应的支撑，环比增速仍在快速回落。分项来看，必选消费中粮油食品受春节消费及当前疫情影响下“囤货”大幅增长，仍具韧性；但可选消费明显回落，管控升级叠加经济不确定性增强，居民储蓄意愿上升，可选消费受疫情冲击明显，金银珠宝3月同比降幅达17.9%。整体来看，一季度社零受疫情影响的范围并不大，而目前全国多地防控措施升级，线下消费场景缺失叠加物流运输迟迟难以恢复，对粮油食品以外的消费都带来较大的冲击，疫情对社零的影响预计会持续到二季度。预计后续促消费政策会从以下四个方面同步推进：一是控疫情，保障消费场景；二是松管控，释放消费资格；三是增收入，提升消费能力；四是加补贴，释放消费潜能。

9、俄乌冲突叠加疫情冲击，内需不足凸显，3月进口增速转负

俄乌冲突叠加疫情冲击，内需不足凸显，3月进口增速转负。一季度进口金额同比增长7.5%，弱于2021年四季度10.08%，主要受3月进口同比增速转负-1.7%拖累。俄乌冲突加剧全球供应链紧张局势，大宗价格持续高位，原油、大豆、铁砂矿等进口数量均回落拖累整体增速；同时疫情冲击下的内需不足加速显现，导致进口整体表现不佳。另外，值得关注的是，严格的封控政策下，卡车司机短缺、仓库关闭，严重影响了港口运行效率。短期俄乌冲突未见缓和迹象，大宗价格仍将高位运行，内需难以迅速改善，高

压防控加剧供应链压力，二季度进口将持续受到较大的冲击。

10、3月失业率飙升至5.8%，远高于5.5%以内的目标，稳就业保民生形势严峻

3月失业率飙升至5.8%，远高于5.5%以内的目标，稳就业保民生形势严峻。今年稳就业任务较为艰巨，既有教培、地产、平台经济等强监管遗留的存量就业问题，还有2022年创历史新高的1076万高校毕业生带来的新增就业挑战。所以两会设定的失业率目标在5.5%以内，相比去年的5.5%左右更加积极。3月冲高的失业率数据值得关注，为5.8%，较上月上升0.3个百分点，31个大城市城镇调查失业率高达6.0%，为疫情以来的最高水平。可见经济下行，就业本就承压，疫情进一步加大就业难度。而稳就业是六稳六保的基础，急需出台更多促就业新政。

11、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。