

# 疫情冲击下的冷热不均

——2022年一季度及3月经济数据解读

## 平安银行投研团队



秦红旭  
策略分析师



彭伟伟  
首席策略分析师

### ■ 事项

4月18日国家统计局公布最新经济数据，一季度国内生产总值同比增长4.8%，环比增长1.3%；3月工业增加值同比增长5.0%，前值7.5%；服务业生产指数同比增长-0.9%，前值4.2%；社会消费品零售同比增长-3.5%，前值6.7%；一季度固定资产投资同比增长9.3%，前值12.2%。

### ■ 核心观点

**现状：**一季度经济总体来看表现在市场预期范围内，3月份以来的新一轮疫情对经济的冲击已有所体现。随着疫情的发展，下半年需要单季经济增速达到较高水平才能实现全年目标，下半年“稳增长”的压力仍然不小。就3月经济数据来看，受疫情影响，供需两端趋弱，基建、出口、制造业投资仍是支撑经济的关键，“稳增长”政策驱动下的基建投资是唯一亮点。

**问题：**3月经济数据显示了现阶段国内经济面临的三个主要问题：**（一）就业持续恶化，最难就业季压力更大。在就业优先政策的指引下，国内“稳增长”的动力也会更强。**

**（二）出口存在中长期回落风险，投资消费恐受拖累。（三）房地产投资下一步有转负的可能性，投资增速的拐点还需等待新开工项目的回暖。**

向后看，疫情消退与否是经济基本面、市场情绪、政策等产生重要变化的关键。疫情持续时间越久，影响范围越大，不同类型企业冷热不均的现象就将会越剧烈。

### ■ 资产展望

**股票：**当前疫情还未见拐点，经济下行压力加大，受疫情冲击影响较大行业经营趋弱，“稳增长”政策进行对冲的动力较强，不同板块的分化也较为明显。因此，在稳增长阶段，价值板块相对占优。而待稳增长见效，市场估值收缩进程结束后，成长板块将有轮动机会。此外，疫情是短期影响市场的重要因素，疫后复苏、困境反转板块亦可作适度关注。

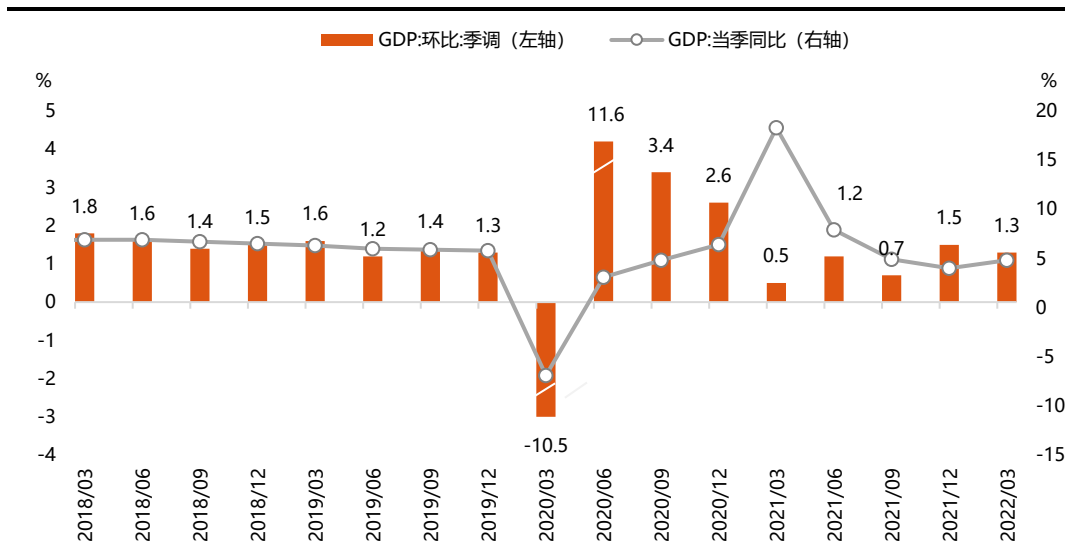
**债券：**目前的经济基本面对债券市场形成一定利好，但当前也基本定价。上周央行宣布降准，资金面仍较为充裕，因此短端压力不大。长端利率则在“宽信用”与“弱经济”之间摇摆，市场偏震荡格局为主。建议降低久期，选择布局偏短期债券基金度过震荡市场环境。

## ■ 疫情冲击供需两弱，基建是唯一亮点

一季度经济总体来看表现在市场预期范围内，3月份以来的新一轮疫情对经济的冲击已有所体现。在“稳增长”政策推动之下，一季度GDP同比高于去年四季度，而环比处于疫情前正常偏低水平。

3月份以来的新一轮疫情来势汹汹，奥密克戎病毒由于传播能力更强，致使确诊病例数远超第二轮至第五轮，因此其对国内经济产生的影响也更大。由于深圳于3月封城一周，上海则自3月28日开始分批实施封闭式管理，因此目前来看本轮疫情对经济影响最大的区间位于4月份。乐观估计疫情可能在4月底前得到初步控制，则二季度经济增速可能与一季度持平或更弱。考虑到全年经济增速5.5%左右的目标，随着疫情的发展，**下半年需要单季经济增速达到较高水平才能实现全年目标，下半年“稳增长”的压力仍然不小。**

图 1：疫情冲击稳增长发力，一季度 GDP 同比高于去年四季度



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

就3月经济数据来看，受疫情影响，**供需两端趋弱，基建、出口、制造业投资仍是支撑经济的关键**。本轮疫情最大特点就是物流运输受阻的情况非常明显，部分供应链集中于疫情区域的行业受较大影响。部分工厂停工停产，原材料供应等环节出现问题，生产端受到的影响可能已经超过了前几轮疫情期间的水平，进口同比大幅下滑至-0.1%，若考虑到进口的上游原材料价格的环比上行，实际进口量下滑幅度更大，国内供给侧冲击再现。因此，3月工业增加值及服务业生产指数均有大幅回落。

需求端来看，内需明显受挫，服务业及餐饮旅游等消费行业影响较大，尤其是餐饮行业大幅下滑 25.3 个百分点。**“稳增长”政策驱动下的基建投资是唯一亮点**。出口仍然有韧性，同比增速继续在高位运行。制造业投资在疫情影响下，增速边际减弱，但在基建与出口带动下依然较强。

图 2：3月供需两弱，基建成唯一亮点

	较前值	同比		两年平均增速 (%)										当月同比 (%)											
		3月	1-2月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月		
生产																									
工业增加值	-2.5	5.0	7.5	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	4.3	3.8	3.5	3.1	5.3	6.4	8.3	8.8	9.8	14.1		
服务业生产指数	-5.1	-0.9	4.2	5.3	5.6	5.5	5.3	4.4	5.6	6.5	6.6	6.2	6.8	3.0	3.1	3.8	5.2	4.8	7.8	10.9	12.5	18.2	25.3		
需求																									
固定资产投资	-2.9	9.3	12.2	3.9	3.9	3.8	3.8	4.0	4.3	4.4	4.2	3.9	2.9	4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3	12.6	15.4	1.2	25.6		
制造业投资	-5.3	15.6	20.9	5.4	4.3	3.8	3.3	3.3	3.1	2.0	0.6	-0.4	-2.0	13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3	18.2	20.4	23.8	29.8		
房地产投资	-3.0	0.7	3.7	5.7	6.4	6.8	7.2	7.7	8.0	8.2	8.6	8.4	7.6	4.4	6.0	7.2	8.8	10.9	12.7	15.0	18.3	21.6	25.6		
基建投资	0.4	8.5	8.1	0.6	0.7	0.4	0.4	0.2	0.9	2.4	2.6	2.4	2.3	0.4	0.5	1.0	1.5	2.9	4.6	7.8	11.8	18.4	29.7		
社会消费品零售	-10.2	-3.5	6.7	3.9	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	1.7	3.9	4.9	4.4	2.5	8.5	12.1	12.4	17.7	34.2		
商品零售	-8.6	-2.1	6.5	-	5.3	5.0	-	-	-	5.4	4.9	4.8	-	2.3	4.8	5.2	4.5	3.3	7.8	11.2	10.9	15.1	29.9		
餐饮收入	-25.3	-16.4	8.9	-	-	-	-	-	-	0.4	1.4	1.0	-	-2.2	-2.7	2.0	3.1	-4.5	14.3	20.2	26.6	46.4	91.6		
出口(美元)	-1.6	14.7	16.3	19.5	21.3	18.7	18.4	17.0	12.9	15.1	11.1	16.8	10.3	20.9	22.0	27.1	28.1	25.6	19.3	32.2	27.8	32.2	30.5		
进口(美元)	-15.6	-0.1	15.5	13.5	17.6	12.6	15.5	14.4	12.3	19.3	12.2	10.7	16.7	19.5	31.7	20.6	17.6	33.1	28.1	36.7	51.0	43.4	38.7		

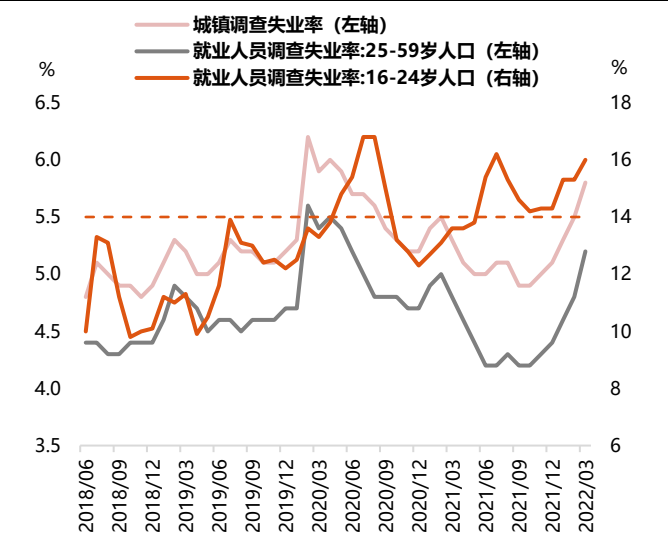
数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

## ■ 经济面不可忽视的三个主要问题

3月经济数据显示了现阶段国内经济面临的三个主要问题：

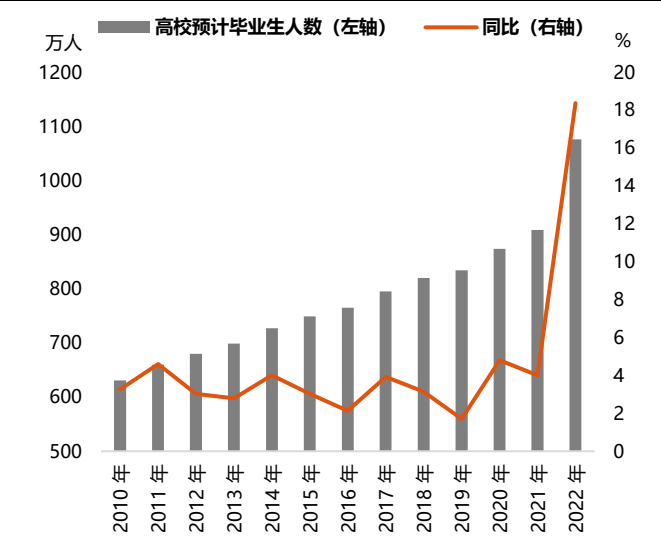
**(一) 就业持续恶化，最难就业季压力更大。**“就业是最大的民生”。城镇调查失业率自去年四季度后持续上行，25-59岁的壮年劳动力失业率上升趋势更为陡峭，而16-24岁青年劳动力失业率持续处于高位，反映在经济承压的背景下，就业形势面临严峻形势。然而，另一方面，今年高校毕业生人数预计将突破1000万人，较去年大幅上涨18.4%，“最难就业季”之下，全年的就业压力更大。**在就业优先政策的指引下，国内“稳增长”的动力也会更强。**

图 3：城镇调查失业率持续高于目标值



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 4：今年高校毕业生人数再创历史新高

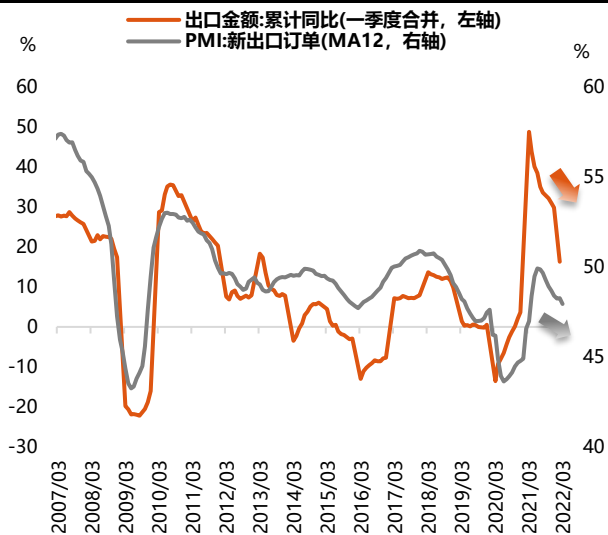


数据来源：教育部，平安银行投顾中心投研团队

**(二) 出口存在中长期回落风险，投资消费恐受拖累。**从3月PMI新出口订单来看，短期我国出口仍将保持较高增速，但下行趋势难以避免。而随着海内外疫情松紧差的变化，尤其是东南亚国家复工复产的推进，订单转移的风险不容小觑。此外，中美经贸摩擦在疫情

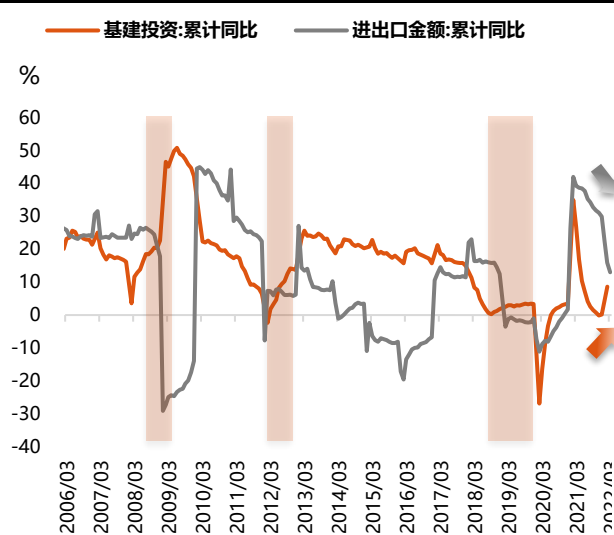
消退后重新进入议事日程，美国等将继续推动产业链从中国外移，**我国的出口可能存在中长期回落的风险**。考虑到出口在近几个季度的重要支撑作用，**制造业投资、消费等也将不可避免受到拖累**。

图 5：出口短期有韧性但下行趋势难以避免



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

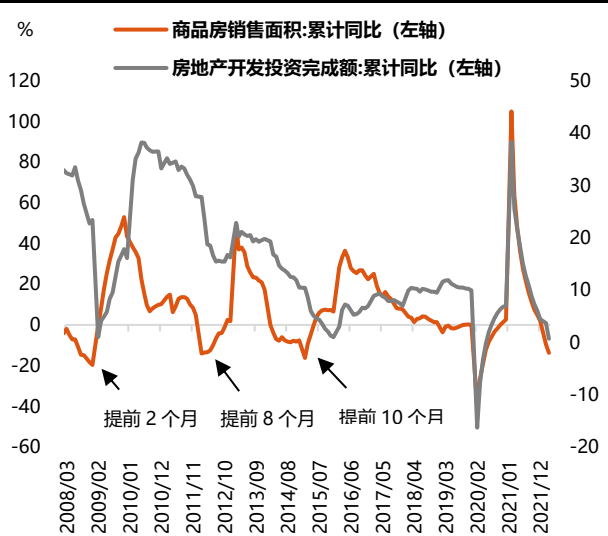
图 6：历史上出口显著下滑将有较大力度稳增长



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

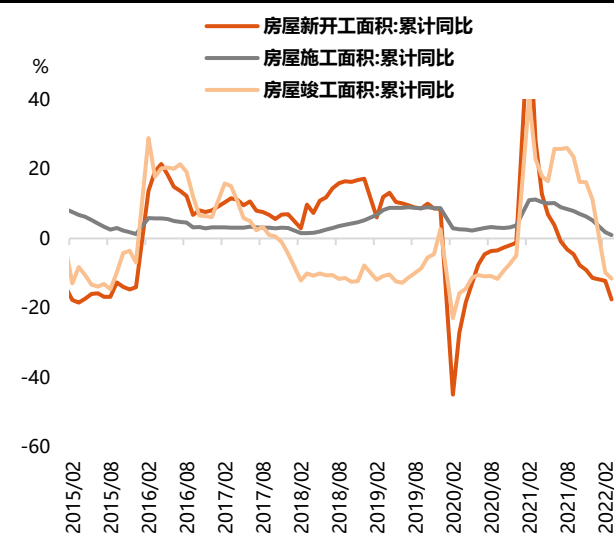
**(三) 房地产投资下一步有转负的可能性**。3 月房地产投资增速继续下滑，目前已接近零值。近期房地产政策明显放松，多地对限购限贷及房贷利率等均有调整，部分地区房地产销量已出现拐点。不过从全国来看，3 月商品房销售面积累计同比还未转正，而**房地产开发投资通常滞后于商品房销售面积，政策传导还需一定的时间**，而未来几个月房地产投资有转负的可能性。从房地产开发作业来看，在“保交楼”政策下，虽新开工面积和竣工面积在持续收缩，但施工面积仍维持一定正向增长。然而，当“保交楼”政策相关项目完工后，房地产投资增速将缺乏支撑，**房地产投资增速的拐点还需等待新开工项目的回暖**。

图 7：商品房销售拐点领先于房地产投资



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 8：“保交楼”后房地产投资还待新开工项目回暖



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

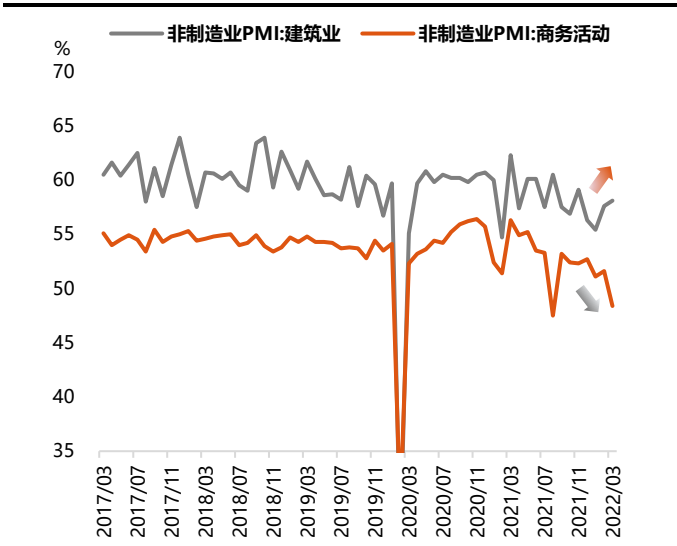
## ■ 疫情消退是关键变量

向后看，疫情消退与否是经济基本面、市场情绪、政策等产生重要变化的关键。疫情持续时间越久，影响范围越大，不同类型企业冷热不均的现象就将会越剧烈。

随着疫情的发展，疫情与稳增长板块之间的分化加剧，“稳增长”下的基建、地产、大型企业等预计会得到更强的政策推动，而疫情则导致中下游企业、服务业及餐饮旅游等消费板块承压。另外，中小微企业 PMI 景气度虽然有所回升，但绝对值仍处低位。中小微企业多位于中下游产业链中，上下游挤压之下，经营压力依旧较大。

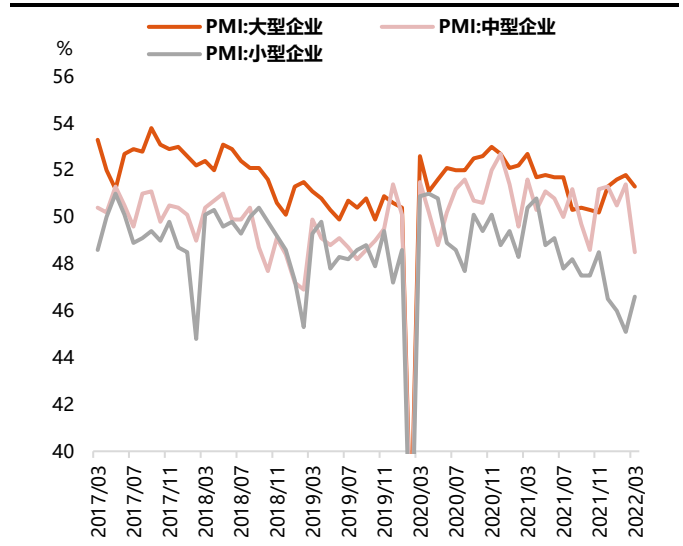
总结来说，在疫情出现拐点之前，不同行业及大类资产之间的冷热不均将继续演绎；而在拐点出现之后，消费与工业生产有望率先反弹，经济则将正式迈向复苏进程。

图 9：稳增长 VS 疫情，“冷热不均”加剧



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

图 10：大中小型企业体感温度分化



数据来源：Wind，平安银行投顾中心投研团队

## ■ 资产策略展望

### 股票市场

当前疫情还未见拐点，经济下行压力加大，受疫情冲击影响较大行业经营趋弱，“稳增长”政策进行对冲的动力较强，不同板块的分化也较为明显。因此，在稳增长阶段，价值板块相对占优。而待稳增长见效，市场估值收缩进程结束后，成长板块将有轮动机会。此外，疫情是短期影响市场的重要因素，疫后复苏、困境反转板块亦可作适度关注。

### 债券市场

目前的经济基本面对债券市场形成一定利好，但当前也基本定价。上周央行宣布降准，资金面仍较为充裕，因此短端压力不大。长端利率则在“宽信用”与“弱经济”之间摇摆，市场偏震荡格局为主。建议降低久期，选择布局偏短期债券基金度过震荡市场环境。

免责声明：报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料、数据的客观与公正，但不对其准确性和完整性作出保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。本文仅供一般参考，并不构成对任何证券或其他金融工具的任何交易或采用任何对冲、交易和投资的要约、推荐或建议。本报告版权归本公司所有，未经许可，不得以任何形式复制和发布。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安银行的立场。