

宏观快评 | 2022年4月18日

### 研究部

宗韶晖

shzong@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

### 关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

### 报告摘要

- **3月以来经济迎来了明显的倒春寒，内外部负面因素叠加。**内部因素来看，疫情多地爆发，生产和消费双双降温；外部因素来看，俄乌冲突爆发后烈度和持续时间均超出市场预期，国际大宗商品价格飙升，我国输入性通胀压力明显上升，并压缩了企业盈利空间。从各部分增长的动能来看，**服务业、消费和居民部门这一链条受冲击最为明显，是当前经济中压力最大的部分。**
- **工业生产仍存韧性，服务业再受冲击。**一季度规上工业增加值同比增长6.5%，第二产业增加值同比增长5.8%，明显低于规上工业增加值增速，反映出目前工业生产中存在明显分化，小企业显著承压。相较于工业生产总体尚存韧性，3月服务业受疫情冲击较为明显，一季度第三产业增加值同比增长4%。服务业内部也出现明显的冷热不均，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情冲击明显。
- **基建明显发力，投资保持高增。**3月固定资产投资累计同比增长9.3%，较1-2月下降2.9个百分点。其中广义基建投资同比增长10.5%，狭义基建投资同比增长8.5%，制造业投资同比增长15.6%，房地产开发投资同比增长0.7%。**3月房地产投资走弱**，单月同比增速下降至-2.4%，较1-2月下降6.1个百分点，施工端和销售端均继续下行。固然疫情对于项目开工和销售形成短期冲击，但居民购房预期较弱、房企现金流承压、信用风险上升的负向循环并未被打破。目前房地产政策的重心仍在需求端，具体表现形式在于通过因城施策防控地方的土地和行政政策，目前仍不足以彻底扭转销售的低迷。**基建投资力度进一步加大**，3月广义基建投资同比增长达到两位数，较1-2月继续提升，逆周期调节政策明显发力。一季度基建投资在项目和资金来源上均有保障，重大项目提前开工、专项债发行明显前置均支撑了基建投资进一步走高。在二季度经济仍受到疫情冲击的情况下，基建投资仍将维持高增。**制造业投资保持韧性**，一方面制造业投资仍受到低基数的支撑，另一方面地方重大项目开工以及绿色低碳转型下企业技改投资加快等政策性因素也推动了制造业投资维持韧性。尤其是高技术制造业保持高增。
- **疫情冲击消费，必选好于可选。**3月疫情对消费形成明显冲击，社消零售总额增速大幅下行。疫情对消费的直接冲击主要是限制居民出行，线下接触性消费场景丧失，餐饮收入严重受损，必选消费保持韧性韧性，可选消费回落明显。**疫情通过居民收入与居民消费意愿对消费产生更长远的影响。**一季度失业率突破了目标线，居民收入增速恢复缓慢；疫情也影响了居民消费意愿，居民储蓄意愿上升，边际消费倾向离疫情前仍有较大差距。
- **居民部门显著承压。**在疫情冲击下，居民部门受损明显，服务业、居民收入与居民消费形成了负向反馈，居民消费和房地产均受到影响，今年稳增长的压力显著上升。在此情况下，想要实现5.5%的增长目标的难度进一步上升。



## 目录

一、工业生产仍存韧性，服务业再受冲击.....	3
二、基建明显发力，投资保持高增.....	3
三、疫情冲击消费，必选好于可选.....	5
四、居民部门显著承压.....	6

## 图表目录

图表 1：第三产业增速下行.....	3
图表 2：3 月工业增加值增速下行.....	3
图表 3：基建投资增速上升.....	4
图表 4：施工端转弱.....	4
图表 5：地产销售仍较为低迷.....	5
图表 6：高技术制造业投资高增.....	5
图表 7：消费增速大幅下行.....	6
图表 8：必选消费优于可选消费.....	6
图表 9：失业率突破红线.....	6
图表 10：居民收入增速放缓.....	6
图表 11：三驾马车对于 GDP 的贡献.....	7
图表 12：三驾马车对 GDP 的拉动.....	7
图表 13：GDP 增速贡献拆分.....	7

1-2 月经济数据出现开门红，消费、投资、出口均表现良好。但 3 月以来经济也迎来了明显的倒春寒，内外部负面因素叠加。从内部因素来看，3 月疫情多地爆发，生产和消费双双降温。从外部因素来看，2 月底俄乌冲突爆发后，其烈度和持续时间均超出市场预期，国际大宗商品价格飙升，我国输入性通胀压力明显上升，并压缩了企业盈利空间，进一步加剧了“滞”的风险。从各部分增长的动能来看，服务业、消费和居民部门这一链条受冲击最为明显，是当前经济中压力最大的部分。

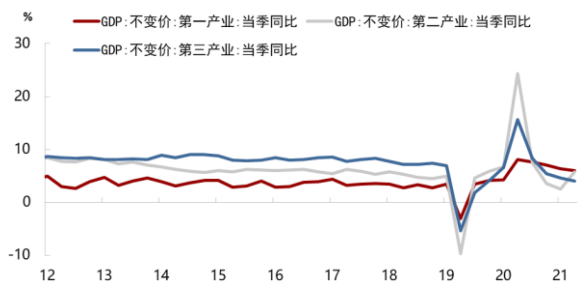
## 一、工业生产仍存韧性，服务业再受冲击

一季度规上工业增加值同比增长 6.5%，3 月规上工业增加值同比增长 5%，较 1-2 月下降 2.5 个百分点。一季度第二产业增加值同比增长 5.8%，明显低于规上工业增加值增速，当然第二产业中有 20% 左右是建筑业增加值，但这种差异依然能够反应出来目前工业生产中存在明显分化，小企业显著承压。

工业生产内部来看，采矿业增加值同比增长 12.2%，制造业增长 4.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.6%。行业层面上 3 月只有黑色、有色和非金属矿业制品业增速环比上行，其他行业受到俄乌冲突带来的成本压力和疫情带来的生产受限以及物流瓶颈，增加值环比均出现下行。高技术产业是工业生产的重要支撑，3 月高技术制造业增加值同比分别增长 13.8%，增速比规模以上工业快 8.8 个百分点，较 1-2 月继续拉大。

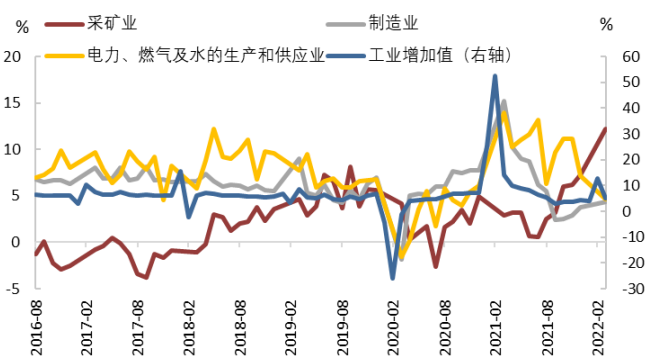
相较于工业生产总体尚存韧性，3 月服务业受疫情冲击较为明显，一季度第三产业增加值同比增长 4%，与去年底的两年平均增速相比下降较为明显。3 月服务业生产指数同比下降 0.9%，较 1-2 月大幅回落了 5.1 个百分点，服务业商务活动指数也下降至 46.7%。服务业内部也出现明显的冷热不均，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情冲击明显，而电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险业等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。

图表 1：第三产业增速下行



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：3 月工业增加值增速下行



来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、基建明显发力，投资保持高增

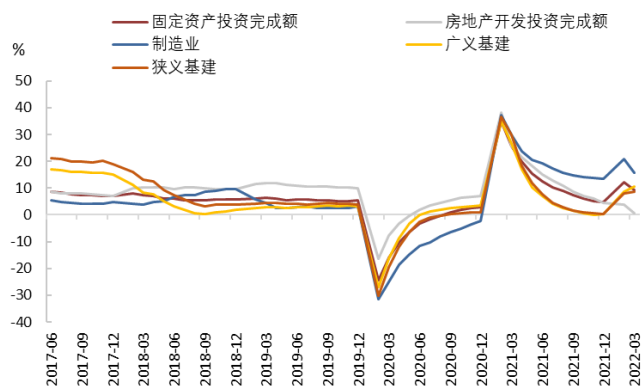
3 月固定资产投资累计同比增长 9.3%，较 1-2 月下降 2.9 个百分点。分领域看，一季度广义基建投资同比增长 10.5%，狭义基建投资同比增长 8.5%，制造业投资同比增长 15.6%，房地产开发投资同比增长 0.7%。3 月基建投资进一步发力，成为支撑投资的重要因素。

3月房地产投资出现走弱，单月同比增速下降至-2.4%，较1-2月下降6.1个百分点，不论是从施工端还是从销售端均继续下行。从施工端来看，1-2月房地产投资的主要支撑项，房屋施工面积，在3月下降了0.8个百分点至1%，新开工面积和竣工面积增速则分别下行至-22.2%和-15.5%。3月施工端数据的下行存在疫情冲击的原因，但根本性原因仍在于房地拿地能力和意愿不足，现金流紧张，施工持续降低。从销售端来看，3月商品房销售额同比增速降至-26.2%，疫情对于购房活动的限制形成短期冲击，但销售低迷的根本原因在于居民部门的收入和预期并未扭转。从3月房地产投资总体来看，固然存在疫情对于项目开工和销售的短期冲击，但居民购房预期较弱、房企现金流承压、信用风险上升的负向循环并未被打破。目前房地产政策的重心仍在需求端，具体表现形式在于通过因城施策放开地方的土地和行政政策，虽然政策放松范围持续扩张，但目前仍不足以彻底扭转销售的低迷，如果政策力度没有明显升级，预计二季度房地产销售可能继续维持低迷的状态。

基建投资力度进一步加大，3月广义基建投资同比增长达到两位数，较1-2月继续提升，这体现了逆周期调节政策明显发力。一季度基建投资在项目和资金来源上均有保障，重大项目提前开工、专项债发行明显前置均支撑了基建投资进一步走高。在二季度经济仍受到疫情冲击的情况下，基建投资仍将维持高增。但仅靠基建投资稳增长的难度也较大，尤其是从资金来源的角度看，防疫支出挤占公共财政的空间，土地出让收入受到地产低迷的制约，专项债资金也可能独木难支。

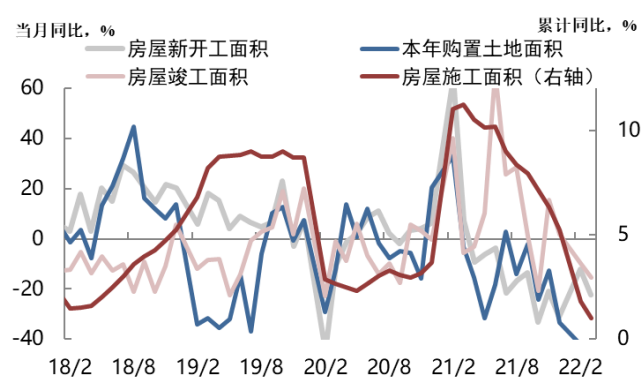
制造业投资保持韧性，3月制造业投资当月同比增长11.9%，较1-2月下降9个百分点。一方面制造业投资仍受到低基数的支撑，另一方面地方重大项目开工以及绿色低碳转型下企业技改投资加快等政策性因素也推动了制造业投资维持韧性。尤其是高技术制造业保持高增，一季度高技术制造业同比增长32.7%，加之出口保持韧性，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长37.5%、35.4%。

图表 3：基建投资增速上升



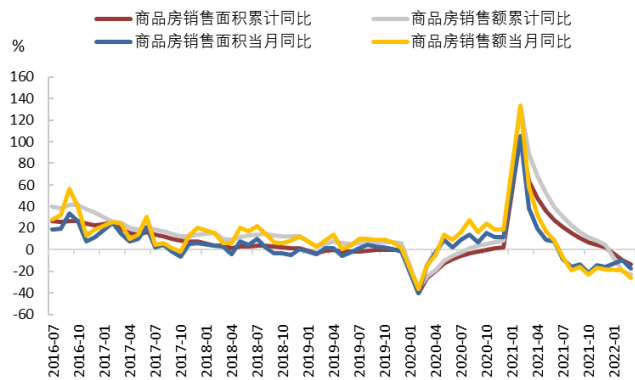
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：施工端转弱



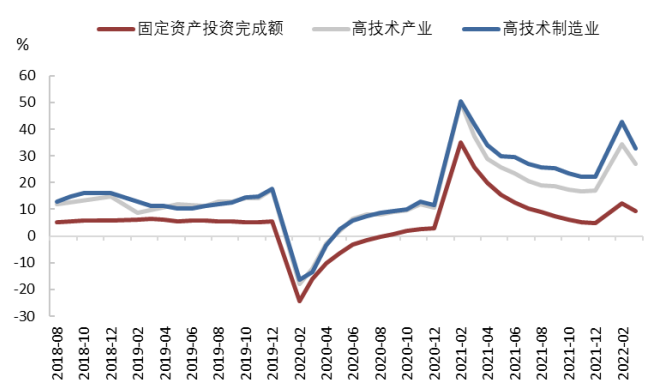
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：地产销售仍较为低迷



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 6：高技术制造业投资高增



来源：Wind，莫尼塔研究

### 三、疫情冲击消费，必选好于可选

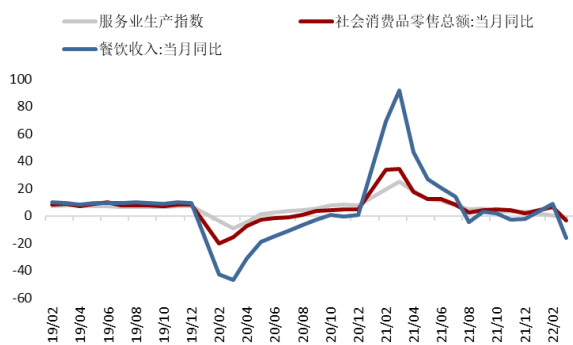
3月疫情对消费形成明显冲击，社消零售总额同比增速较1-2月下降10.2个百分点至-3.5%。疫情对消费的直接冲击主要是限制居民出行，从而使线下接触性消费场景丧失，因此消费受到的即时冲击非常强烈，尤其是餐饮收入严重受损，3月餐饮收入同比下降16.4%。

具体来看，必选消费表现出了较强韧性，3月粮油食品类、饮料类和中西药品类同比增速均超过10%，并且较1-2月有所提升。而可选消费回落明显，服装、金银珠宝等下降幅度超过10%。受到房地产销售低迷的影响，家具、家电等地产后周期类商品表现同样低迷。

除了即时冲击外，疫情通过居民收入与居民消费意愿对消费产生更长远的影响。首先从居民收入来看，疫情冲击下，一季度失业率突破了目标线。一季度全国城镇新增就业285万人。3月全国城镇调查失业率升至5.8%，比2月上升0.3个百分点，其中可能主要来自于疫情对于服务业就业的冲击。今年高校毕业生1076万人，4月疫情形势仍然十分严峻，稳就业的压力在逐月上升。在失业率走高的情况下，居民收入增速恢复缓慢，一季度全国居民人均可支配收入10345元，同比名义增长6.3%；扣除价格因素实际增长5.1%。其中城镇居民人均可支配收入实际增速仅为4.2%，经营净收入名义增速仅为5.4%。居民收入的受损将对消费构成长尾冲击。其次疫情也影响了居民消费意愿，2020年一季度城镇储户问卷调查中更多储蓄占比由45.7%上升至53%，到今年一季度则是上升到了54.7%，而边际消费倾向则为0.62，离疫情前仍有较大差距。

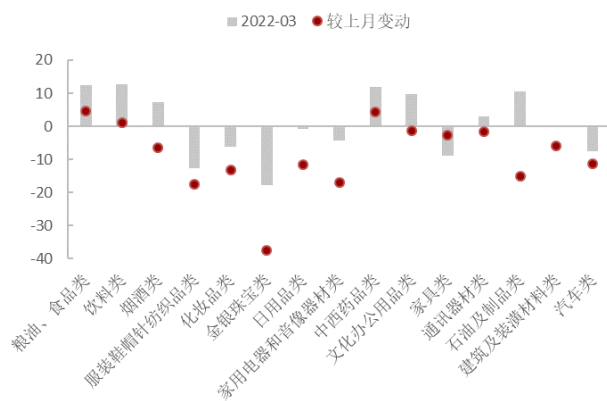


图表 7：消费增速大幅下行



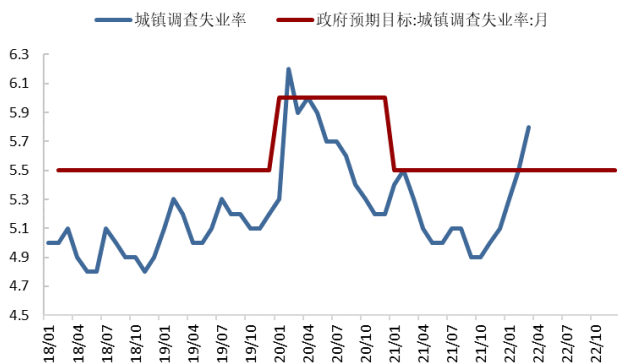
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：必选消费优于可选消费



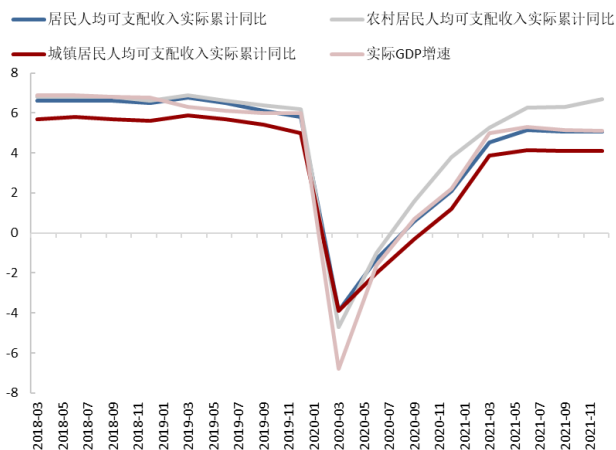
来源：Wind，莫尼塔研究

图表 9：失业率突破红线



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 10：居民收入增速放缓



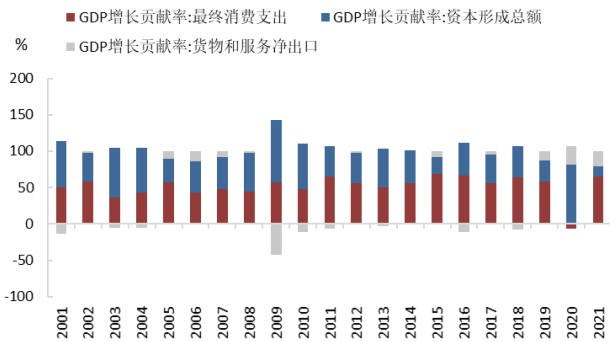
来源：Wind，莫尼塔研究

## 四、居民部门显著承压

在疫情冲击下，居民部门受损明显，服务业、居民收入与居民消费形成了负向反馈，从而使今年稳增长的压力显著上升。在此情况下，想要实现 5.5% 的增长目标的难度进一步上升。

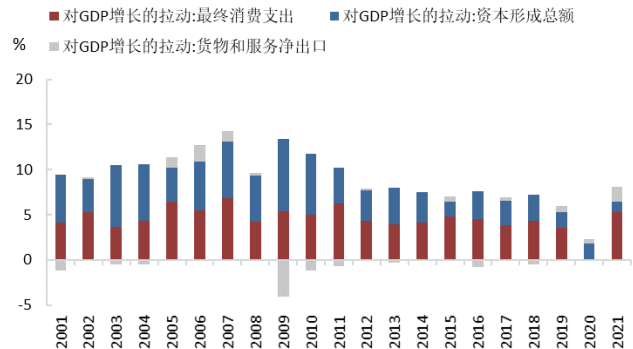
2011 年以来，除了 2020 年受疫情冲击外，消费对于经济增长的贡献一直高于 50%，也明显高于投资的贡献。消费在 GDP 中占的比重要高于投资，并且近几年以来有逐年上升的趋势。消费对经济的贡献不容小觑。在消费受损的情况下，若是想通过投资，尤其是基建投资进行弥补，那么基建投资的增速可能要达到 15% 左右，也存在相当大的难度。

图表 11：三驾马车对于 GDP 的贡献



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 12：三驾马车对 GDP 的拉动



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 13：GDP 增速贡献拆分

		最终消费支出	资本形成总额	货物和服务净出口	GDP
基准情形	贡献率	48.1%	36.5%	15.4%	100.0%
	拉动	2.5%	1.9%	0.8%	5.2%
实现5.5%目标	贡献率	45.1%	40.5%	14.4%	100.0%
	拉动	2.5%	2.2%	0.8%	5.5%

来源：Wind，莫尼塔研究

居民部门承压的后果除了持续制约消费外，也制约了房地产的恢复。在居民收入的不确定性上升的情况下，居民加杠杆的意愿受到影响，居民中长期贷款萎缩，房地产销售也难以快速恢复。

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

### 上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

### 纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: [sales.list@cebm.com.cn](mailto:sales.list@cebm.com.cn)