

一季度经济数据的喜和忧

报告日期: 2022-04-18

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

● **事件:** 2022 年一季度 GDP 增速 4.8% (预期 4.8%)，工业增加值累计同比 6.5%，社零累计同比 3.3%，固定资产投资累计同比 9.3% (预期 8.6%)。其中，基建投资 10.5%，制造业投资 15.6%，房地产投资 0.7%。

● **一、GDP:** 2022 年 Q1 GDP 同比回升至 4.8%，符合我们预期；剔除基数的同比略低于 2021Q4，环比略低于疫情前季节性，说明经济仍在探底。

单季看: 2022 年 Q1 实际 GDP 同比增长 4.8%，较前值回升 0.8 个百分点，即较 2021 年 Q4 好转；但如果剔除基数效应，这个增速并不算高，即 2022 年 Q1 GDP 同比三年复合增速为 4.9%，略低于 2021 年 Q4 两年复合增速的 5.2%；季调环比 1.3%，虽高于 2021 年同期的 0.5%，但是低于疫情前 2015-2019 年同期的 1.7%，说明经济仍在探底。分产业看，一、二、三产业增加值同比分别较前值变化-0.4、3.3、-0.6 个百分点至 6.0%、5.8%、4.0%；较 2021 年同期两年复合增速变化 3.7、-0.2、-0.6 个百分点，由此可见，三产增加值增速回落最为明显，体现了 3 月疫情对服务业的冲击。

收入端: 2022 年 Q1 人均可支配收入累计实际同比为 5.1%，略高于实际 GDP 增速的 4.8%，经济-收入增速差进一步缩窄 (2021 年 Q1-Q4 为 4.6%、0.7%、0.1%、0%、-0.3%)；城镇和农村人均可支配收入累计实际同比分别为 4.2% 和 6.3%，城镇-农村收入增速差虽较前置小幅回升，但仍维持低位，城乡不平衡状况不突出。

收入结构看: 若以 2022Q1 与 2021Q4 两年复合增速相比，事实上今年一季度居民财产性收入增速下滑较大，从 8.4% 降至 6.1%，也是拖累居民名义收入增速的主要分项，可能与房地产低迷、资本市场调整等有关；居民工资性收入较为稳定。

总体看: 2022 年 Q1 GDP 同比符合我们预期，环比增速略低于疫情前的季节性幅度，未来需持续关注疫情对第三产业的扰动，以及房地产、资本市场对居民财产性收入的影响，而由此进一步影响到后续居民的消费意愿和消费能力。

● **二、生产:** 工业生产同比增速下滑，环比季调增速不及季节性，主要受下游消费和中游制造拖累；受疫情冲击、地产低迷等影响，服务业景气大幅下行。

1、工业生产增速下滑，下游消费和中游制造增速拖累较大，环比季调仍低于季节性。

1) 工业生产同比增速下滑，环比季调增速不及季节性。工业增加值同比增速衡量的是扣除价格变动因素影响后的工业生产实际增长速度。数据显示，3 月工业增加值同比增长 5%，累计同比增长 6.5%，较 1-2 月累计同比的 7.5% 有所回落，工业生产增速下滑。环比看，3 月工业增加值环比季调为 0.39%，低于去年同期的 0.6%，也低于过去四年同期均值的 0.55% (剔除 2020 年异常值)，表明工业生产环比增速不及季节性。总体看，工业生产增速下滑主要受中游制造和下游消费类行业影响，与疫情扰动有关。出口交货值累计同比仅较前值下滑 2.5 个百分点至 14.4%，代表外需仍有韧性。

2) 分行业看，下游消费和中游制造拖累较大，与成本压力和疫情冲击等因素有关。3 月累计同比较 2 月明显走强的是煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼等上游行业，可能与上游原材料涨价推动生产扩大，以及基建的拉动有关；与之对应，3 月焦炭、十种有色金属、水泥等产量累计同比增速也较 2 月有所提升。增速较前值下滑较多的为下游的酒、饮料和精制茶制造业、纺织业，以及中游的金属制品业、通用设备制造业、汽车制造业，与上游原材料成本上行和疫情等影响有关。

2、受疫情冲击、地产销售低迷等影响，服务业景气下行。 3 月服务业生产指数同比下滑 0.9%，累计同比为 2.5%，较 1-2 月下滑 1.7 个百分点，仍低于去年全年服务业的情况 (2021 年服务业生产指数两年复合增速在 4.4%-6.7% 之间)，与疫情反复和地产销售低迷等因素有关，如 3 月中国仓储指数下滑 4.4 个百分点至 46.9%，30 大中城市商品房成交面积同比为 -47.3% (1-2 月均为 -30% 左右)。

● **三、固定资产投资:** 地产延续下行趋势，剔除基数效应的制造业投资偏弱，基建稳增长持续发力。

一季度固定资产投资同比较 1-2 月下行了 2.9 个百分点至 9.3%，三年复合平均增速 4.82%，改善幅度超市场预期。

1) 地产: 投资好于预期，拿地销售开工竣工跌幅扩大；融资端资金压力缓解效果仍不明显；需求端政策有进一步发力的空间。具体看:

其一，投资端仍低迷。 1-3 月地产投资累计同比较前值回落 3.0 个百分点至 0.7%，推測价格因素和土地购置费错位贡献较大。前端看，销售、拿地、新开工降幅扩大，1-3 月商品房销售面积同比 -13.8% (前值 -9.6%)，土地购置面积同比 -42.3% (前值 -41.8%)，新开工面积同比 -17.5% (前值 -12.2%)；后端看，竣工面积同比回落至 -11.5% (前值 -9.8%)。值得注意的是疫情对地产销售的冲击仍有余波，以地铁客流量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先 30 城商品房成交面积约 3 周，上周全国十城地铁客流量日均 1509 万人次，较 3 月初高位下滑 66%，预计疫情对地产销售的影响在二季度仍难充分消退。

其二，融资尚未明显改善。 1-3 月开发资金来源累计同比 -19.6%，自筹资金跌幅收窄 1.4 个百分点至 -4.8%，国内信贷、定金及预收款、个人按揭贷款延续下滑态势。目前，融资端资金偏向央企、国企，民企外溢不足，二季度地产中资美元债集中到期，违约风险进一步攀升。

其三，政策端需进一步发力。 开春以来超过 70 城出台地产业宽松政策，三四线城市为主，调控措施逐步体现出全面性，包括云南房地产调控“25 条”、兰州、丽水等城市的多措并举，但尚未扩散至高能级城市，销售->融资->投资链条短期难回暖。在《地产需求投资两弱，保障性安居工程能力挽狂澜吗？》中，我们测算保障性安居工程三大项 2022 年新增投资 2561 亿元、拉动地产投资约 1.74%，其中棚改负向拉动不容忽视，“稳地产”仍需政策进一步加码。

2) 制造业: 高端制造业景气度较高，汽车分项拖累较大。 1-3 月制造业投资累计同比增长 15.6%，基数效应较显著，2022 年 1-3 月制造业投资的三年复合增速为 3.9%，低于

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_暗夜或已过，黎明将到来》2022-01-18
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_8 大要素 25 张图看懂 2022 年地方两会》2022-01-28
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_弱现实不改强预期——1 月 PMI 点评》2022-01-30
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_现实弱改善，预期仍偏强——2 月 PMI 点评》2022-03-01
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16

2021年全年5.4%的两年复合平均增速。分行业来看，例如化学制品、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、电气机械、计算机通信电子、医药制造、电气机械及器材制造、专用设备制造等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为17.2%、13.9%、9.3%、8.5%，3月上海和吉林疫情致汽车行业承压，终端生产受阻和供给短缺导致的外溢效应是二季度工业投资生产边际修复的较大扰动。

3) **基建投资持续发力，Q2 仍高增。**Q1 广义基建增速为10.48%，较2022年1-2月的8.61%提高了1.87个百分点，与开年经济数据点评中我们预测的9%-10%较为接近；狭义基建（不含电力）增速8.5%，前值8.1%。基建高增的背后，为去年四季度项目结转、专项债提前下达、今年一季度各地积极筹备重大重点项目、多省开工向好，多因素驱动快速形成实物工作量。分行业看，铁路运输和道路运输投资较低迷，其余行业增速均高于8%，其中电热燃水的生产和供应业、水利管理业、交运仓储邮政业投资累计同比分别为7.6%、10%、9.6%。

一季度资金、项目双线并进，助推基建持续发力，印证了我们此前的判断（可参考报告《我们为什么看好基建？》）。资金方面，专项债整体发行前置，投入基建领域规模增加。截至4月18日，2022年专项债发行总规模为13173.2亿元，其中用于基建领域的专项债资金为4617亿元，占比35%；项目方面，截至4月15日，26省重大项目年内计划投资总额为11.2万亿元，可比口径下23省重大项目年内计划投资总额9.71万亿元，同比增速12.0%。

向后看，3月30日国常会、提出“部署用好政府债券扩大有效投资，决定新开工一批条件成熟的水利工程”，4月6日国常会强调“把稳增长放在更加突出的位置”，基建高增长确定性进一步增强。但一季度房企拿地偏谨慎、多地流拍，地方财政压力进一步加大，此前我们测算2022年基建资金来源为5.9%，下半年基建投资可能与2021年截然相反、呈现为“项目等资金”，资金来源的补足情况有待观察，提示“特别国债”发行的可能。预计2022年Q2基建增速落在7%-9%区间。节奏前高后低，全年增速5.9%。

● **四、消费和就业：3月疫情多点扩散、防控持续升级，对消费分项拖累较大。失业率维持上行趋势，目前国内疫情拐点初步显现，后续仍需促消费、稳民生政策的紧密配合，提振居民信心、释放消费潜能。**

1) **消费方面**，受疫情影响，3月社零累计同比下滑至3.3、较前值降低了3.4个百分点，当月同比-3.5%、较前值降低了10.2个百分点。行业方面，必选消费表现较好、地产后周期受创较重，石油制品、饮料、烟酒、办公用品、粮油同比增长19.7%、11.8%、11.8%、10.6%和9.3%，家用电器、建筑装饰、汽车、家具类较前值下降了6.8、2.4、4.2和1.1个百分点。3月疫情快速蔓延呈点多、面广、频发特征，动态清零政策下防控措施持续升级，进而拖累消费和服务业活动。一方面，疫情扩散抑制居民消费欲望，被动提高预防性储蓄比例，体现为一季度央行城镇储户问卷调查中消费和储蓄意愿此消彼长，消费意愿较上季度减少1.0个百分点至23.7%，储蓄意愿增加2.9个百分点至54.7%；另一方面，居民生活和消费半径受防控趋严而收窄，导致部分消费需求无法被满足，依赖线下实景的接触性消费受到直接冲击。向后看，4月13日国常会强调“部署促消费举措，促进医疗健康、养老、托育等服务消费，支持新能源汽车消费和充电桩建设”，目前疫情拐点初步显现，未来促消费、稳民生政策有望紧密配合、协同发力，稳定消费服务市场主体，综合施策提振居民信心、释放消费潜能。

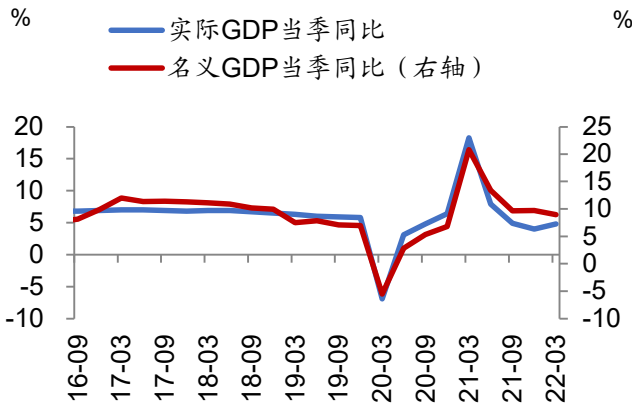
2) **就业方面**，城镇调查失业率较前值上升0.3个百分点至5.8%，已高于5.5%的全年失业率中枢，25-59岁就业人员调查失业率上升0.4个百分点至5.2%，两个指标均连续5个月上行指向目前就业形势严峻，二季度失业率或持续高于目标。根据统计局数据，今年中国城镇新增劳动力约1600万、创多年来新高，稳就业的根本在于稳增长，疫情扰动和就业挑战指向稳增长的持续发力。

● **风险提示**

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

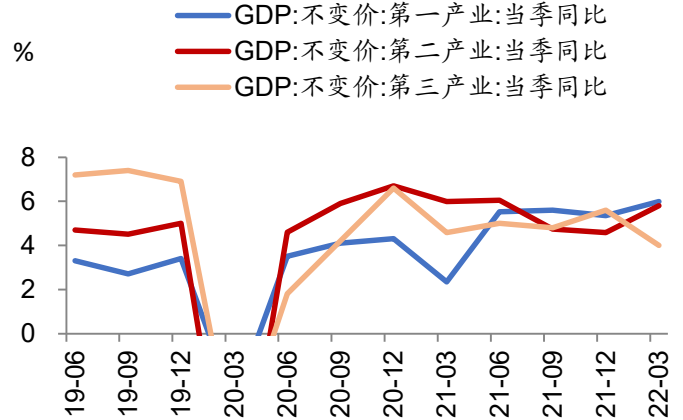
¹ 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示2021年和2022年均披露相同口径的数据。

图表 1 2022 年 Q1 实际 GDP 同比上行



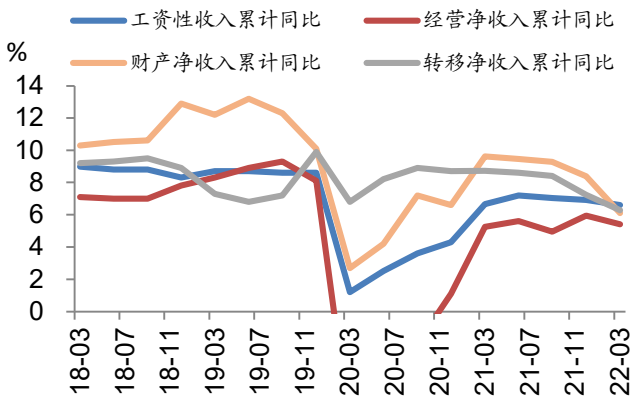
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 2022Q1 第三产业回落较多



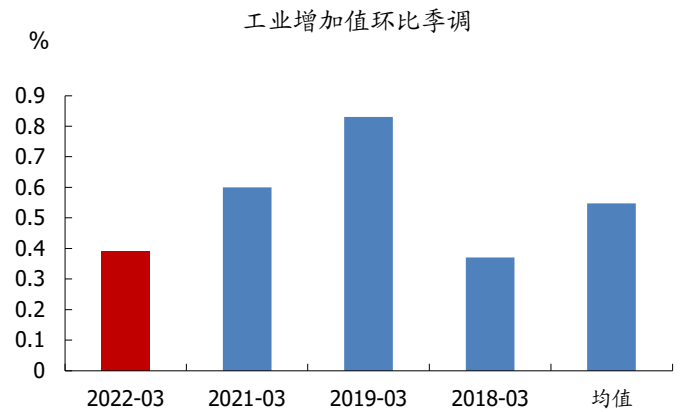
资料来源: wind, 华安证券研究所注: 2021 年为两年复合增速

图表 3 财产净收入增速回落较大



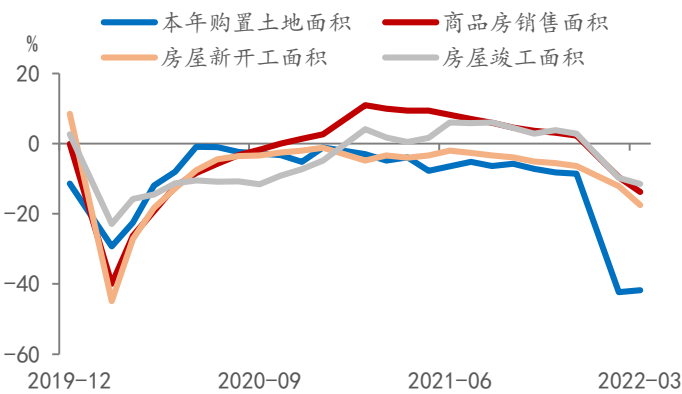
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 工业生产环比季调增速仍差



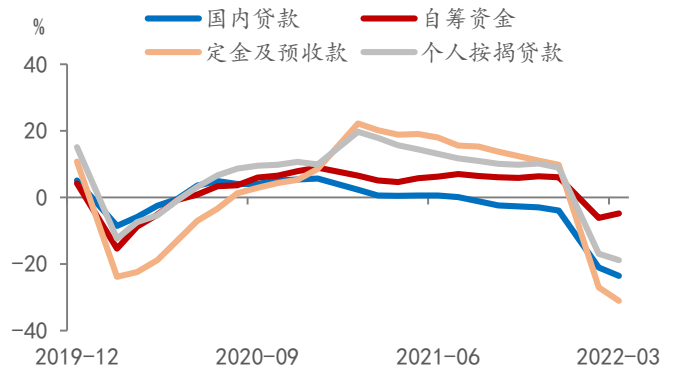
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 地产基本面边际恶化



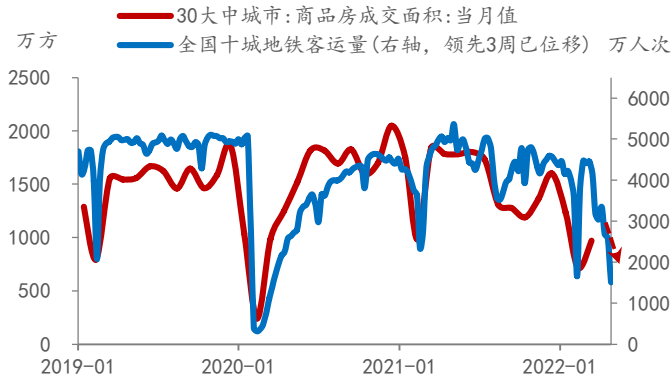
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 6 地产融资未见改善



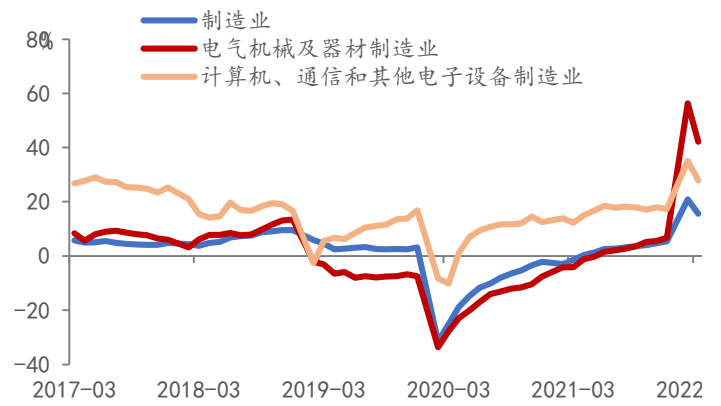
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 7 居民生活和消费半径收缩，地产持续承压



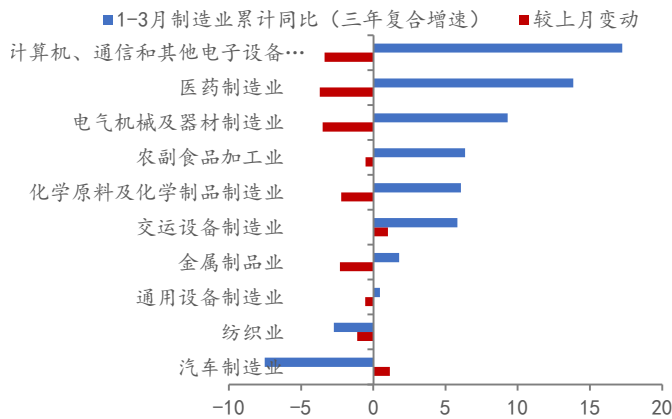
资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 8 制造业投资小幅回落



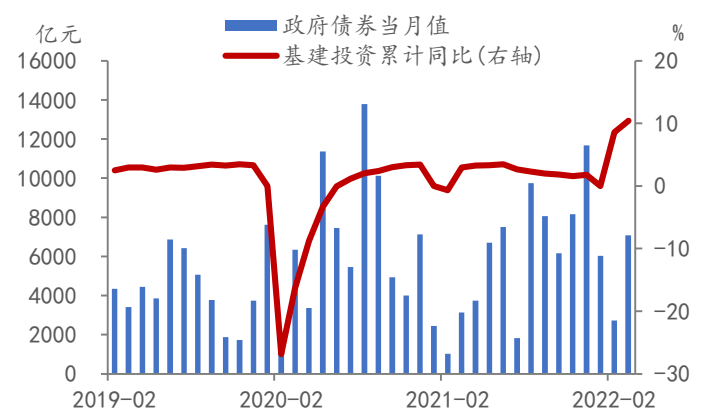
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 高端制造景气度较高，汽车承压



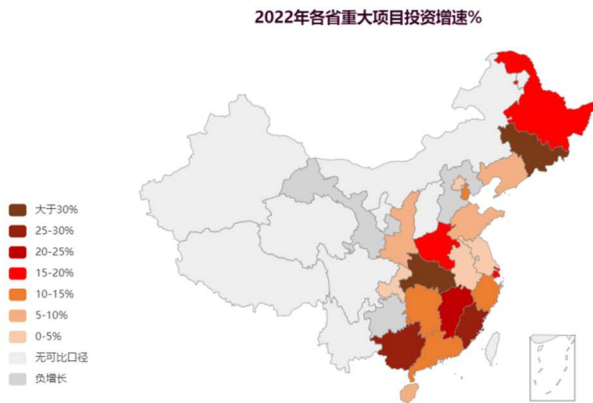
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 基建投资持续发力

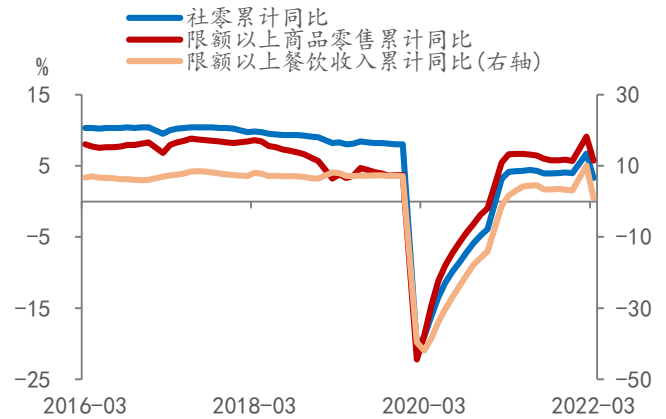


资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 可比口径下 2022 年重大项目投资增速 12.0%



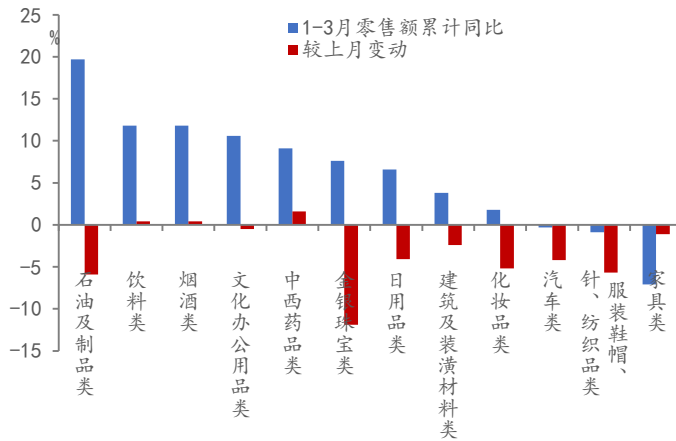
图表 12 疫情多点扩散冲击消费



资料来源: wind, 华安证券研究所

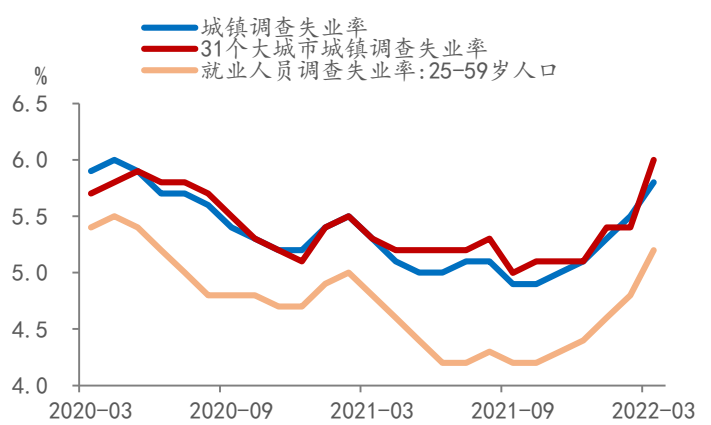
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 可选和必选消费分化, 地产后周期受创较重



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 失业率持续上行



资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。