

宏观点评 20220418

一季度 4.8% 如何守全年 5.5%?

2022 年 04 月 18 日

- 2022 年一季度 GDP 同比增速 4.8% 高于市场预期, 我们认为比这个数字更值得关注的是一季度环比增速 1.3%, 在这一增速下, 2022 年剩余三个季度的 GDP 有可能继续高于市场预期。尤其是考虑到此前 2021 年三季度 GDP 环比增速由 0.2% 上修至 0.7%。如果我们假设下半年经济在疫情得到控制的情况下逐步恢复, 则如图 1 所示, 即便 2022 年二季度 GDP 环比增长陷入停滞, 则全年 GDP 增速仍有望达到 5%。
- 因此, 我们预计未来的稳增长将逐步淡化 5.5% 的增速目标, 而是转向底线思维, 这一底线就是 5% 以上的全年经济增速。从 2022 年一季度来看, 尽管基建(第一季度同比增速 10.5%, 下同)和制造业投资(15.6%)已成为经济增长的主要拉动, 但房地产(0.7%)和消费(3.3%)的疲软依然是经济企稳回升的拖累, 尤其是疫情之下居民消费意愿持续疲软(图 2)。除此之外, 从短期来看, 由于二季度 17 个省级行政区面临地方换届, 因此稳增长从中央到地方的协同发力很可能要等到三季度(表 1)。
- 与时间赛跑, 复工进度是影响工业增速的关键。2022 年 3 月工业增加值回落至 5%, 第一季度增速 6.5% 并不差, 其中制造业受疫情防控和出口放缓的影响最大, 而采矿业在保供稳价的政策下继续加速。3 至 4 月, 上海市和吉林省作为全国封控的重点, 同时也是汽车制造重镇, 这直接导致 3 月汽车制造业增加值同比萎缩 1.0%, 和黑色冶炼一起成为制造业的主要拖累。我们结合百城拥堵指数发现, 当前疫情带来的物流约束是工业生产放缓的主要矛盾, 4 月上旬拥堵指数同比下降更加明显, 若下旬复工复产进度不佳, 工业增加值有可能同比零增长甚至负增长(图 3 和 4)。
- 松绑加速、传导不利, 地产企稳可能要到第三季度。受疫情和基数影响, 2022 年 3 月地产投资同比萎缩 2.4%, 拖累第一季度累计增速同比增速进一步回落至 0.7% (1 至 2 月为 3.7%), 面积数据全面降温, 动态清零和严格防控政策下, 地产销售、开工和施工全面受阻。尽管 2022 年以来尤其是 3 月以来, 地方政府频频因城施策、松绑地产, 但考虑到疫情扩散风险、政策时滞和基数原因, 第二季度地产依旧会是经济的重要拖累(图 5 和 6)。
- 消费跌至冰点, 二季度社零不及市场预期的趋势或将持续。2022 年 3 月社零同比降 3.5% (彭博一致预期降 3%), 一季度同比升 3.3%。疫情多点爆发导致的封锁升级下, 餐饮消费大跌 16.4% (1-2 月为升 8.9%)。从产品看, 3 月社零受到出行和消费升级类产品拖累(金银珠宝、服装、家具、汽车), 居民囤积物资下必选消费品领涨(饮料、粮食和食品、中西药品)(图 8)。从贡献程度看, 主要拉动来自粮食食品、石油制品和中西药品(图 9)。我们此前的报告指出, 在疫情爆发区域中, 仅江浙沪占全国社零比例就超过 20%, 二季度以服务为代表的可选消费料将持续对消费形成拖累。
- 电力投资发力, 3 月基建投资增速上双。2022 年一季度广义基建继续加速, 同比增速大 10.5%, 其中 3 月单月同比增速较 1 至 2 月加快超过 3 个百分点 11.8%, 排除疫情期间的异常值, 已达 2018 年以来最高水平, 其中电力等公用事业投资增速独占鳌头(3 月同比超过 24%)。和制造业投资一起成为第一季度经济增速能够达到 4.8% 的重要保障。一季度专项债已提前发力支持基建投资, 新增专项债规模近 1.3 万亿元, 而 2021 年同期仅为 264 亿元。同时, 募集资金主要向市政及产业园区建设、交通基础设施倾斜等基建领域倾斜, 占比超 50%。在“十四五”规划 102 项重大工程的推动下, 预计 2022 年基础设施投资还将保持较高增速。
- 风险提示: 疫情扩散超市场预期, 政策对冲经济下行力度不及市场预期

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书: S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书: S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《金融条件越紧, 地产股越涨?》

2022-04-17

《4 月两期限 LPR 报价对称下降?》

2022-04-15

《MLF 点评: 等得来的降准等不来的降息》

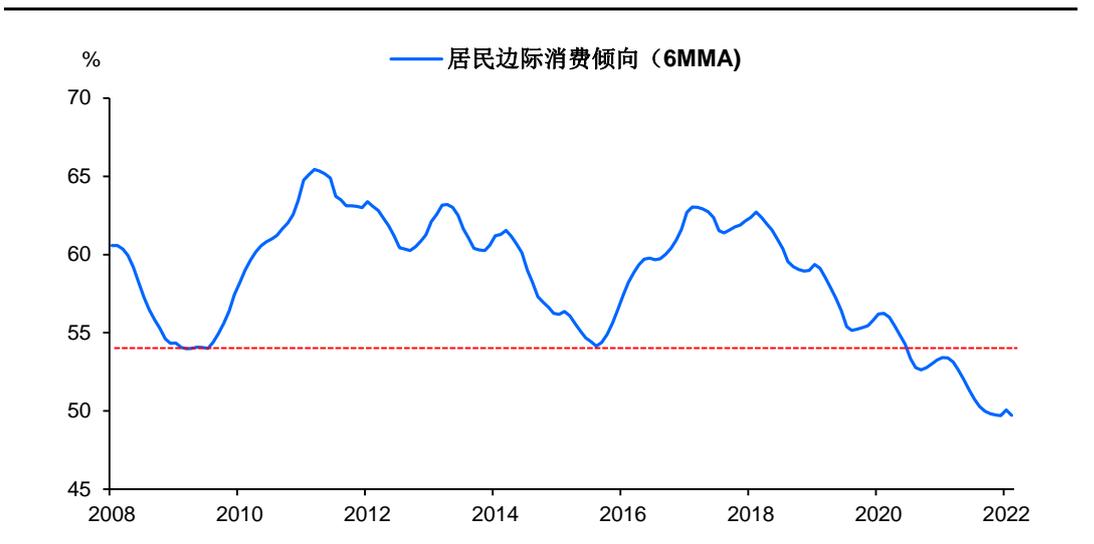
2022-04-15

图1: 一季度 GDP 增速公布后, 2022 年中国 GDP 有望实现 5% 以上增速

	同比 (%)	环比 (%)	主要考虑因素
2022Q1E	4.8	1.3	基建发力; 但新一轮疫情爆发下消费疲软, 房地产政策放松缓不济急, 地产投资延续负增长。
2022Q2E	3.9	0.3	基建刺激效果放缓, 疫情防控继续拖累消费复苏, 地产投资回升受制于高基数。
2022Q3E	5.5	2.2	地方换届完成, 二十大召开在即政策进一步发力, 但出口增速有所放缓; 低基数支持。
2022Q4E	5.8	1.9	美联储激进加息后全球经济增速放缓, 出口继续放缓, 房地产投资企稳回升; 低基数支持。
2022E	5.0		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 自疫情以来中国居民的边际消费倾向一直在创新低



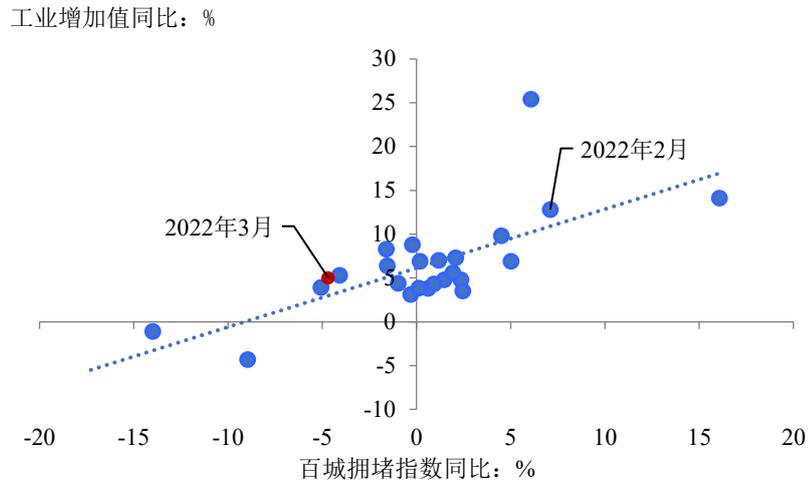
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 2022 年尚有 17 个省 (直辖市、自治区) 尚未完成省委换届

省委换届状态	省份 (直辖市、自治区)
已换届 (14 个)	安徽, 河南, 山西, 新疆, 湖南, 江苏, 河北, 广西, 福建, 云南, 内蒙古, 西藏, 江西, 辽宁
未换届 (17 个)	甘肃, 山东, 青海, 广东, 四川, 北京, 重庆, 上海, 天津, 宁夏, 吉林, 浙江, 湖北, 海南, 贵州, 陕西, 黑龙江

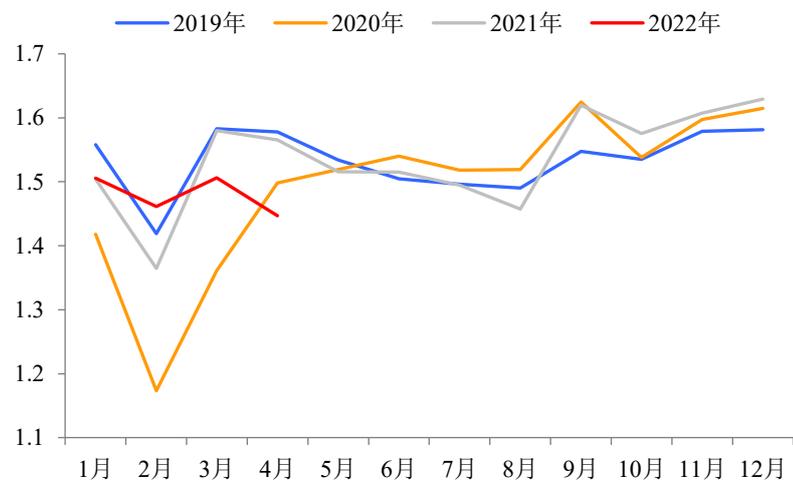
数据来源: 新华社, 东吴证券研究所

图3：2022年3月工业增加值的降温受到了疫情防控的影响



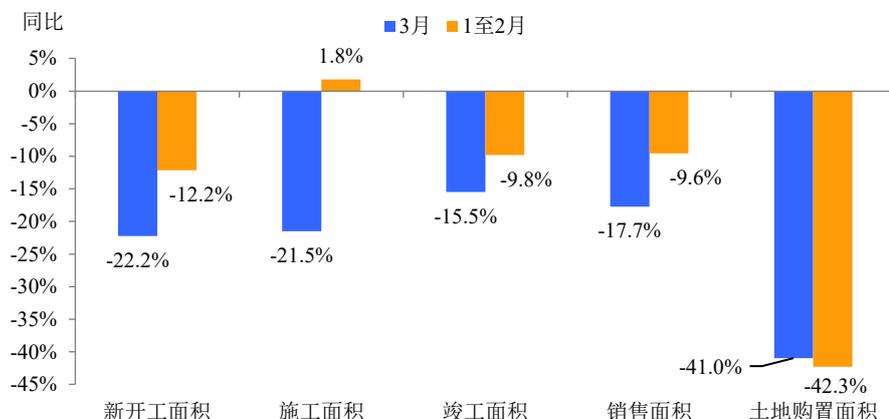
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：近4年百城拥堵指数：2022年4月继续降温



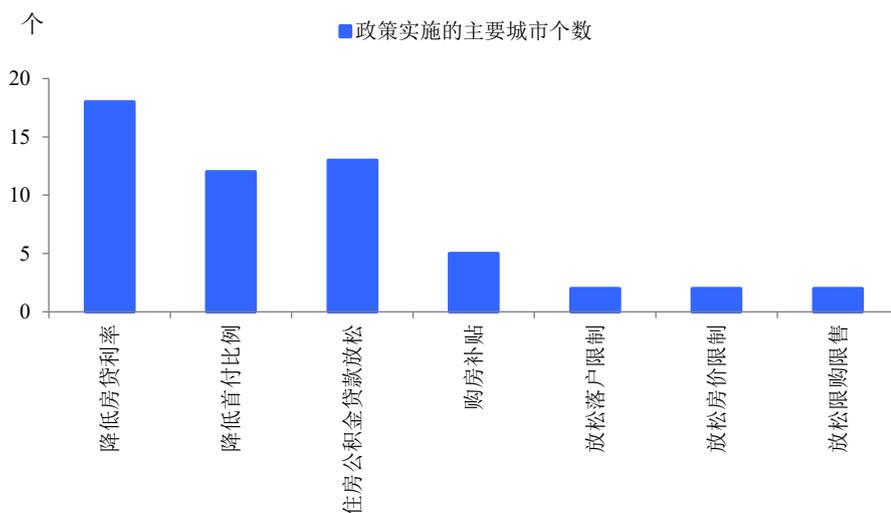
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 2022年3月地产数据全面降温



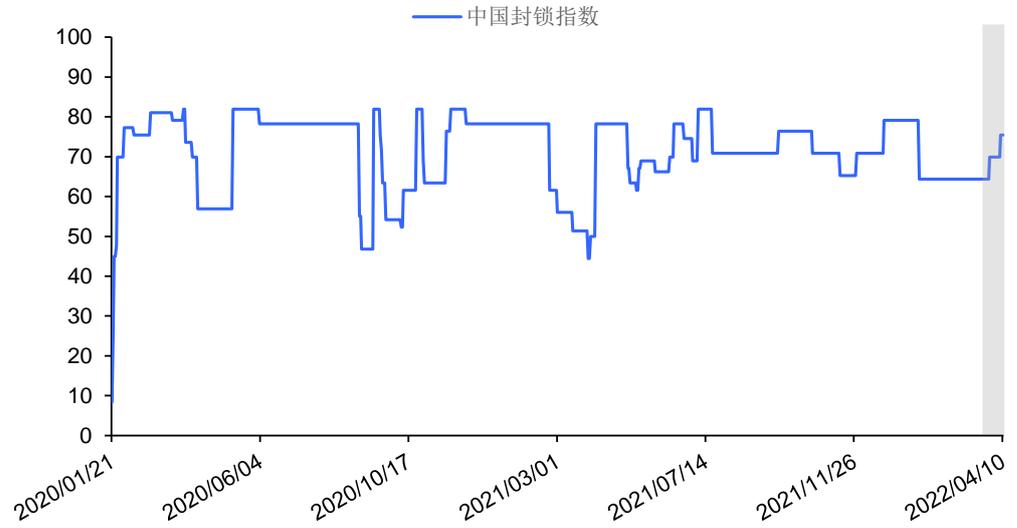
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022年以来主要地方地产松绑政策在加速



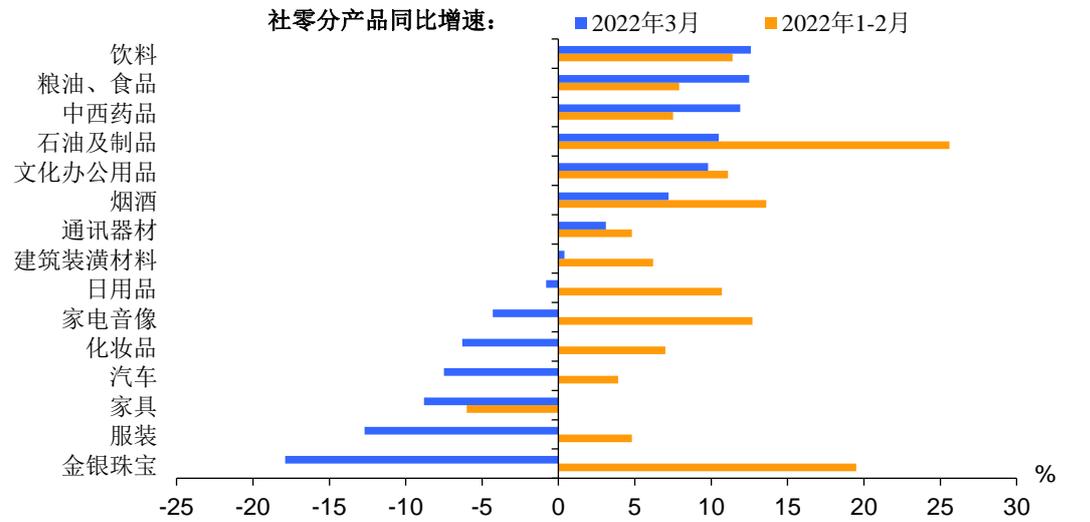
注: 主要统计 70 大中城市的地产松绑政策落地情况。
数据来源: 各地政府网站, 新华社, 东吴证券研究所

图7：2022年3月下旬以来疫情多点爆发下，我国封锁程度升级，对消费形成压制



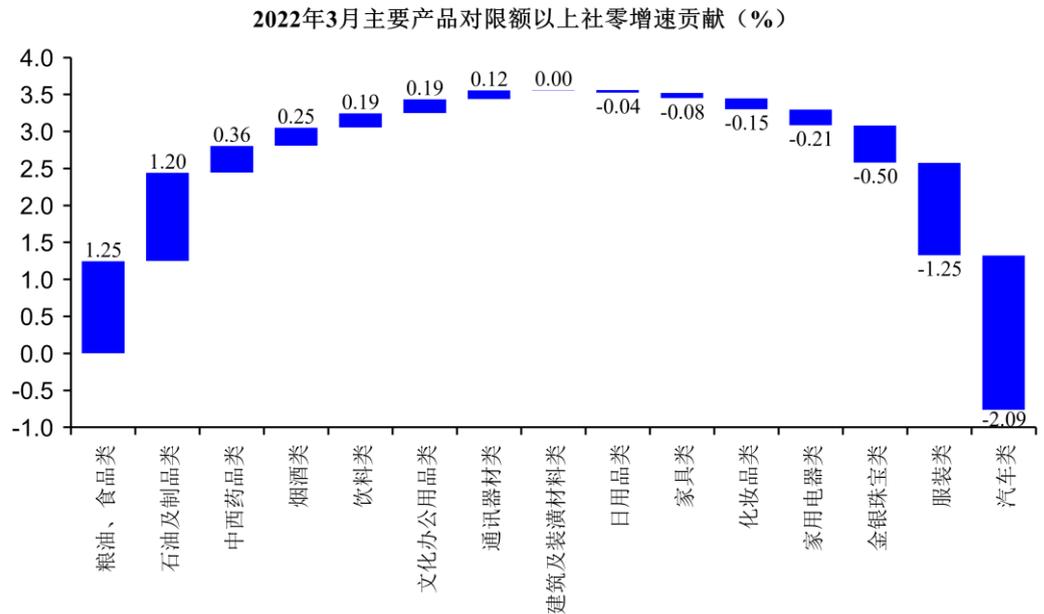
数据来源：OWID，东吴证券研究所

图8：2022年3月多种产品零售额的同比增速转负



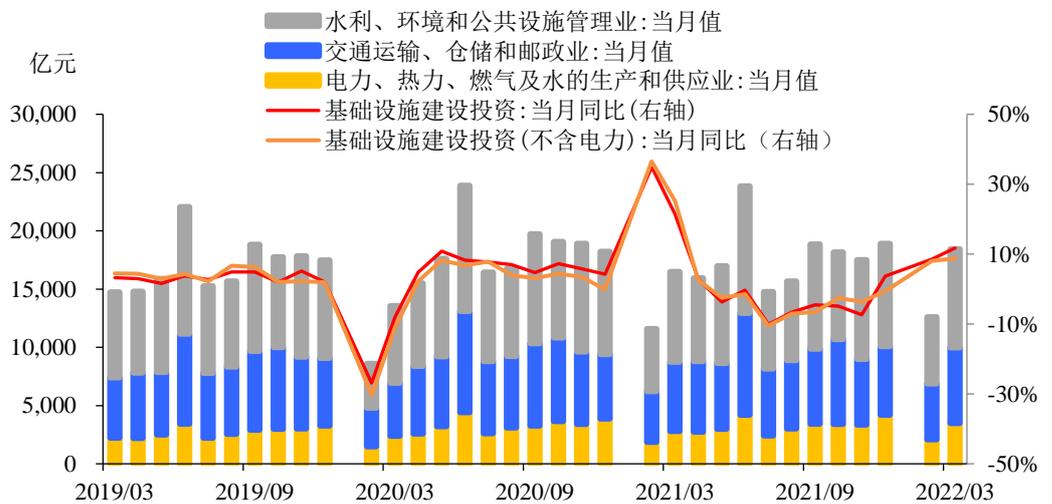
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022年3月汽车、服装类产品成为限额以上社零增速的最大拖累



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：专项债靠前发力支持基建投资，3月基建设施投资再次提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

