

宏观

证券研究报告

2022年04月20日

“兜底”比“摸高”更重要—1季度数据的几点理解

3月经济数据出现大幅回落，经济下行压力凸显，权益市场的反应却与1-2月大超预期的数据发布时大相径庭。相较彼时，3月官方数据的最大特征在于两个契合：第一，包括GDP在内的多数数据与市场预期相契合，也符合我们对高频数据的持续观察和微观反馈；第二，少数数据仍然与非官方统计有一定差距，但各方数据的边际变化基本契合。

疫情冲击之下，3月数据大幅回落本身就在市场的观察和预期之内，而官方与市场的认知契合则降低了市场对于数据解读乃至政策前景的困惑和疑虑，这是我们将要重点讨论的内容。

风险提示：国内疫情形势超预期；美联储紧缩力度超预期；房地产下行风险超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：美国经济能承受多少加息》 2022-04-18
- 2 《宏观报告：二季度的主要交易逻辑》 2022-04-14
- 3 《宏观报告：风险定价-中美利差倒挂是果不是因-4月第3周资产配置报告》 2022-04-13

内容目录

一、GDP 和失业率数据暗示政策导向可能出现调整.....	3
二、房地产数据全线回落，但边际变化更值得关注.....	4
三、消费数据还没到最弱的时候.....	5
四、对市场而言，数据催化的政策变化比数据本身更重要.....	6

图表目录

图 1：3 月失业率水平显著上升（%）.....	3
图 2：70 大中城市二手住宅价格指数环比改善（%）.....	4
图 3：历史规律显示房价底部领先销售底部 1-2 个季度（%）.....	4
图 4：十城地铁客运量低位运行（万人）.....	5
图 5：观影人次低位运行（万人次）.....	5

3 月经济数据出现大幅回落，经济下行压力凸显，权益市场的反应却与 1-2 月大超预期的数据发布时大相径庭。相较彼时，3 月官方数据的最大特征在于两个契合：第一，包括 GDP 在内的多数数据与市场预期相契合，也符合我们对高频数据的持续观察和微观反馈；第二，少数数据仍然与非官方统计有一定差距，但各方数据的边际变化基本契合。疫情冲击之下，3 月数据大幅回落本身就在市场的观察和预期之内，而官方与市场的认知契合则降低了市场对于数据解读乃至政策前景的困惑和疑虑，这是我们将要重点讨论的内容。

一、GDP 和失业率数据暗示政策导向可能出现调整

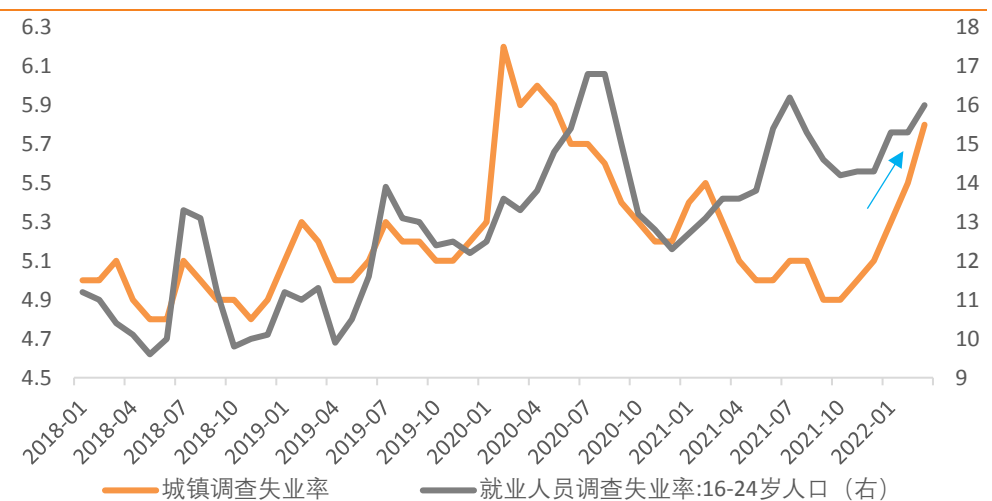
3 月最值得关注的的数据之一是失业率水平的显著上升，显示当前稳就业压力较大。3 月城镇调查失业率逆季节性上升至 5.8%，是 2020 年 6 月以来的最高水平，高于全年“5.5%左右”的失业率目标；16-24 岁人口调查失业率高达 16%，是近年同期的最高水平；1 季度城镇新增就业人数 285 万，按照近 5 年的季节性规律（不包括 2020 年），对应的全年新增就业人数约 1180 万，仅仅处于“1100 万人以上”目标的边缘。

另一项数据是 1 季度实际 GDP 同比增长 4.8%，这是一个符合市场观测、但明显低于“5.5%左右”的经济增长目标的数字。如果要实现全年 GDP 增长 5.5%，对应后面 3 个季度的平均 GDP 增速要达到 5.7%，常规情况下的实现难度已经较大，针对奥密克戎的动态清零策略约等于全国各地可能不定时进入区域或全域封控状态，更大大增加了达标的难度。

“5.5%左右”的经济增长目标是否仍然必须达成？我们认为，官方公布 1 季度 GDP 增速 4.8%，可能意味着当前形势下的政策导向已经做出调整，“兜底”比“摸高”更加务实，也更加重要。数据公布后的官方表态可以提供一定线索，例如权威人士在 4 月 18 日新华社《当前中国经济十问》中表示，“当前经济运行面临较大下行压力，困难挑战明显增多”、“当前一些突发因素超出预期，外贸延续去年高增长有一定难度”；同一天统计局在答记者问中也提到“3 月份以来世界局势复杂演变，国内疫情影响持续，有些突发因素超出预期”。

内外部的超预期因素促使保民生的优先级超过追求量化经济目标，预计下一阶段政策将向六保倾斜。一般情况下，失业率与经济增长负相关，疫情的特殊性在于加大了就业和增长的非对称性：一是疫情首要冲击消费服务业，而稳增长的主要抓手是扩大投资，就业群体的交集较低；二是动态清零策略下，疫情对局部地区的冲击预期是阶段性的，为企业纾困、减少裁员虽然不直接创造 GDP，但却是保就业、保市场主体的更高效办法。权威人士在《当前中国经济十问》中明确指出：“稳就业成为当前经济工作的重中之重”。

图 1：3 月失业率水平显著上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

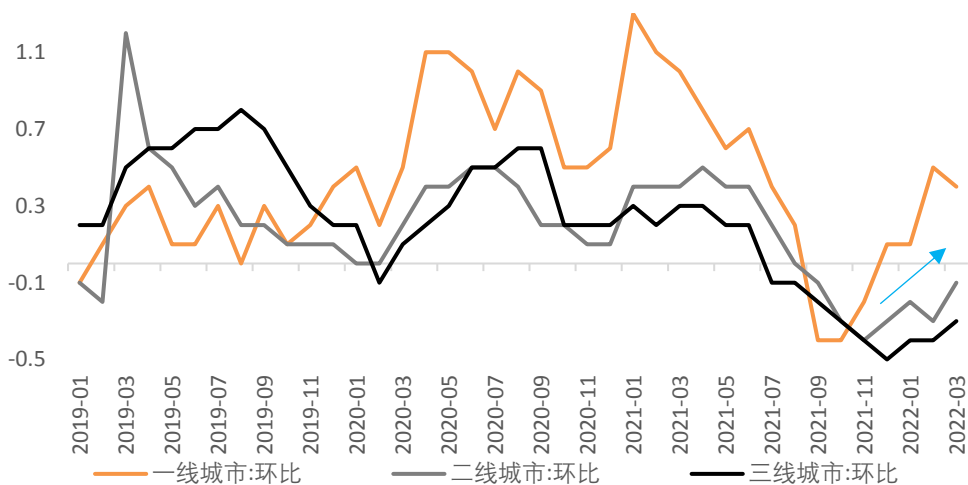
二、房地产数据全线回落，但边际变化更值得关注

房地产数据仍然在全线回落。房地产是少数本月官方数据与非官方观察仍然存在差距的项目之一，但各方数据的边际变化是一致的。3月当月，商品房销售面积同比增长-17.7%，较1-2月下滑8.1%；销售金额同比增长-26.2%，下滑6.9%；房地产开发投资同比增长-2.4%，下滑6.1%；新开工同比增长-22.4%，下滑11.2%；施工同比增长1.0%，下滑0.8%；竣工同比增长-15.5%，下滑5.7%。

但房价数据出现了边际改善。考察70大中城市二手住宅价格指数，今年以来环比降幅有所收窄。结构上，银根放松已经带动一线城市房价连续4个月环比上涨；一线城市涨价的旗帜效应叠加地方因城施策放松，二线和三线城市房价的环比跌幅也在震荡收窄。**按照历史规律，房价环比底部领先销售面积同比底部1-2个季度，因此短期来看，本轮销售下行在年中企稳的概率正在上升。**

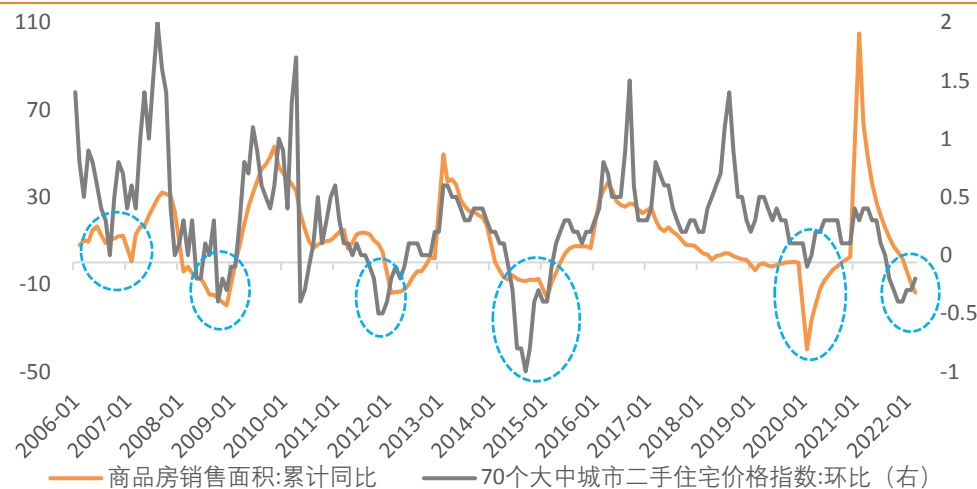
与历史不同的是，我们正处于自1998年房改以来从未出现过的位置上。房地产总需求见顶已经是大势所趋，这是由人口周期和城镇化水平决定的，刺激政策能在多长时间和多大程度上改善需求存在不确定性，疫情反复冲击居民收入和预期又带来了新的不确定性。

图2：70大中城市二手住宅价格指数环比改善（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图3：历史规律显示房价底部领先销售底部1-2个季度（%）



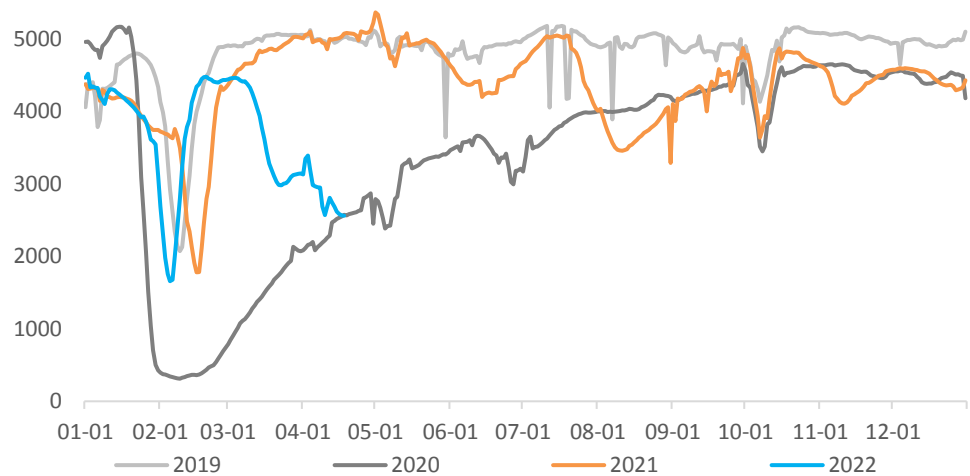
资料来源：WIND，天风证券研究所

三、消费数据还没到最弱的时候

三驾马车当中，疫情对居民消费的冲击幅度最大。3月当月，社零同比增长-3.5%，较1-2月大幅下滑10.2%；其中，餐饮消费同比增长-16.4%，创2020年5月以来新低，较1-2月大幅下滑25.3%；多数可选商品增速大幅下滑，服装鞋帽、家电、汽车等消费的下滑幅度均在10%以上，金银珠宝下滑超过30%；粮油食品、饮料和中西药品等必须消费增速逆势回升，可能与居民“囤货”有关。

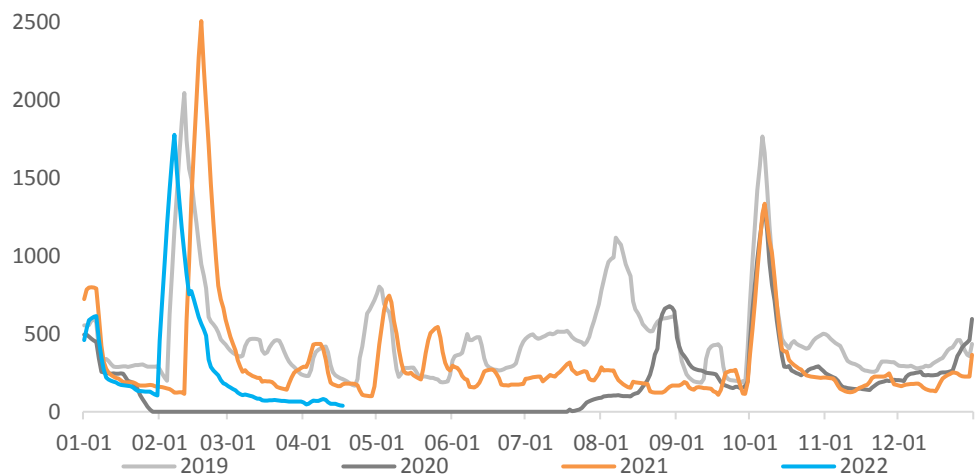
不过3月还不是消费最弱的时候。本轮疫情冲击主要落在3月中下旬，3月上旬的经济活动还处于相对正常的状态。根据我们对人员流动和接触性消费等高频数据的观测，截至4月中上旬，相关数据均在较低水平企稳震荡，边际上尚没有明确改善的迹象，这与国内疫情形势仍然焦灼的现实状态是一致的。作为参考，清明小长假发送旅客量为2019年同期的35%，疫情以来仅略高于“就地过年”的2021年春运；实现旅游收入为2019年同期的39%，仅高于2020年刚刚经历初代疫情的清明和五一。照此推算，4月的消费数据将比3月更弱。

图4：十城地铁客运量低位运行（万人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图5：观影人次低位运行（万人次）



资料来源：WIND，天风证券研究所

四、对市场而言，数据催化的政策变化比数据本身更重要

对于权益市场，随着六保政策的优先级超过稳增长，政府对量化经济目标的诉求可能降低，较强的政策预期重新转弱，市场定价又会回归到偏弱的基本面现实。稳增长交易未来的变数在于，如果后续疫情得到控制、六保得以落实，传统稳增长的重要性可能重新上升。近期央行发布《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，提及“保障融资平台公司合理融资需求”，实际上是为拓展广义财政空间留了口子，后续效果值得关注。

历史上房地产板块的行情在销售的上行拐点出现之后还会持续一段时间。当前商品房销售增速尚未企稳，各方面的政策力度还有加码空间，如果后续出口开始趋势性回落，稳住地产的紧迫性进一步上升，政策力度可能继续强化（详见《出口是今年的胜负手》）。如果年中前后房地产销售企稳，则需要关注地产后周期的景气度修复。

对于债券市场，疫情冲击和政策调整意味着利率的上行风险不高，但下行空间又被外部因素所限制。央行降准 25BP+ 不降息的操作已经表明货币政策的内外空间都不再充裕，虽然经济压力下央行仍然会将流动性价格中枢压制在政策利率下方，但系统性调降利率走廊显然是受到美联储加息缩表的掣肘。短期看，国内疫情和房地产走势将确定利率的上限，美国通胀和出口走势将确定利率的下限。（详见《今年货币和利率的关键路标》）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com