

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

疫情冲击供需和就业 政策助力二季度筑底

— 3月及一季度经济数据点评

2022年4月19日

分析师:

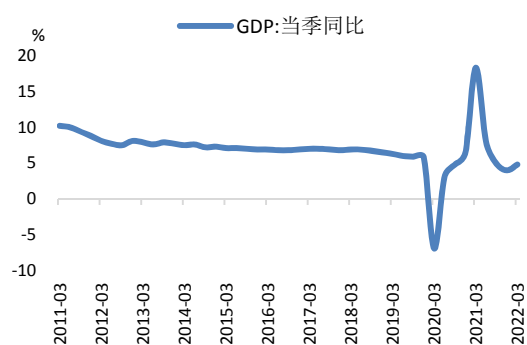
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《疫情冲击叠加内需偏弱拖累 PMI 逆季节性回落—3月 PMI 数据点评》

内容提要:

一季度 GDP 同比增长 4.8%，预期增长 4.8%，前值增长 4.0%；3 月工业增加值同比增长 5.0%，预期增长 5.1%，前值增长 12.8%；1-3 月固定资产投资累计同比增长 9.3%，预期增长 8.6%，前值增长 12.2%；3 月社会消费品零售总额同比下滑 3.5%，预期下滑 0.8%，前值增长 6.7%。

一季度 GDP 表现较弱，主要受到疫情、内需偏弱、出口景气度下降等因素影响。预计疫情冲击下的二季度 GDP 或仍低于 5%，下半年若疫情控制较好，在基建投资发力、地产投资企稳、就业市场回暖下消费复苏等合力的推动下，有望实现 5.5-6% 或更高的增长，全年则同比增长 5.3%。

生产端表现低于预期，疫情、内需偏弱、出口景气度下降是扰动生产的主要因素。同时，疫情影响下的消费端仍然较弱，就业压力增大。短期而言，疫情对消费的冲击在 3 月份还没有完全体现，4 月的冲击可能会更大。预计短期消费仍将偏弱，一方面是疫情影响；另一方面，在预期收入增速放缓、就业压力增加、经济下行压力尚存的情况下，居民消费意愿难以大幅回暖。

固定资产投资好于预期。其中，基建投资超预期发力提振整体固定资产投资，未来仍有上行空间；房地产投资再度转负，销售连续第 8 个月负增长；制造业投资持续回落。

近期政策加大对冲力度，二季度或迎来经济下行拐点。近一个月以来的 4 次国常会均强调发力稳增长；4 月 15 日央行下调准备金 0.25 个百分点（部分城商行与农商行额外降 0.25 个百分点），后续 LPR 仍有调降可能。未来，在“稳增长”和“宽信用”支撑下，增长动能或将有所恢复，国内经济有望在二季度迎来下行拐点。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

事件:国家统计局4月18日公布的数据显示,一季度GDP同比增长4.8%,预期增长4.8%,前值增长4.0%;3月工业增加值同比增长5.0%,预期增长5.1%,前值增长12.8%;1-3月固定资产投资累计同比增长9.3%,预期增长8.6%,前值增长12.2%;3月社会消费品零售总额同比下滑3.5%,预期下滑0.8%,前值增长6.7%。

点评:疫情冲击叠加内需偏弱拖累3月生产与消费,就业压力随之增大,但基建投资超预期发力部分对冲了上述负面影响。虽然一季度GDP符合市场预期,但下行压力尚存,若要实现5.5%左右的增长目标,未来政策端需要持续加码发力并着重落实。

1、一季度GDP符合预期,下行压力尚存

一季度GDP同比增长4.8%,符合市场预期(来源为Wind,下同);三年平均增长4.9%,比2021年四季度回落0.5个百分点;环比增长1.3%,弱于2017-2019年同期均值(1.7%)。

一季度GDP表现较弱,主要受到疫情、内需偏弱、出口景气度下降、PPI持续高位等因素影响。首先,疫情对服务业及消费的冲击较大,3月非制造业PMI环比大降3.2个百分点至50%以下,有数据以来仅高于2021年8月(48.4%),而且主要影响将体现在4月。受疫情影响,3月失业率创近22个月新高,消费亦再度负增长。由于部分地区防疫管控增强,停工停产对工业上下游产业链的影响有所显现。其次,2020年下半年以来出口持续好于预期,对GDP的贡献度超出疫情前,但受外需回落、高基数以及国内散发疫情影响,今年一季度增速趋于回落,由此一季度净出口对GDP贡献率降至3.7%,为2019年以来最低。此外,一季度PPI同比虽有所回落但下行斜率放缓,而且3月环比仍高达1.1%,其中石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均超过70.0%,给中下游行业带来较大成本压力,一定程度上抑制了相关行业生产与投资。

考虑到当前经济内生动力偏弱,外需大概率回落,若要实现政府工作报告中提出的全年增长5.5%左右的目标,未来政策需要持续加码发力并着重落实。初步预计疫情冲击下的二季度GDP或仍低于5%,下半年若疫情控制较好,在基建投资发力、地产投资企稳、就业市场回暖下消费复苏等合力的推动下,有望实现5.5-6%或更高的增长,全年则同比增长5.3%。

2、生产端走弱

生产端表现低于预期。3月规模以上工业增加值同比增长5.0%，三年平均增长5.8%，后者较2月回落2.6个百分点，处于近1年来的低位（2021年7月-10月因为双控增强叠加煤炭供应紧张导致工业增加值三年平均增速回落至5-5.5%）。从环比看，3月工业增加值仅增长0.35%，为2017-2019年同期均值的60%。上述情况，与3月PMI生产指数逆季节性回落0.9个百分点至50%以下大体上是一致的。

疫情、内需偏弱、出口景气度下降是扰动生产的主要因素。一是疫情防控增强对工业生产的影响加大。其中，疫情对汽车产业链造成较大冲击，据每日经济新闻等媒体报道，上海、吉林等受疫情影响中最严重的地区，大量整车制造商被迫停产、停工，而且有对中国东部城市102家企业的最新调查显示，36%的公司在4月的第一、二周即因上海的封控措施遭遇停产，整车与零部件、半导体及相关行业均被波及。另据乘联会数据，多家车企3月产量出现大幅下滑，预计4月尤甚。同时，由于疫情防控，港口进出口的效率也有所下降，虽然交通运输部提出不得随意减少国际班轮挂靠上海港，但影响在所难免。二是除了基建投资超预期发力外，地产投资再度转负，制造业投资增速放缓，消费超预期下滑，内需整体偏弱拖累工业生产。三是部分地区因为环保原因工业开工率直至3月中旬后逐步恢复正常。四是出口交货值增速在外需放缓及高基数影响下趋于回落，部分拖累工业生产。

产业分化明显。3月，41个大类行业中有37个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业增长16.7%，电气机械和器材制造业增长10.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长12.5%；黑色金属冶炼和压延加工业下降1.6%，汽车制造业下降1.0%。一季度，高技术制造业增加值同比增长14.2%，明显快于全部规模以上工业增长；同时，装备制造业增加值同比增长8.1%，其中电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业增长均超过10%，二者拉动规模以上工业增长约1.7个百分点。

3、疫情影响下的消费端仍然较弱

3月社会消费品零售总额同比下滑3.5%，为2020年8月以来首次转负；三年平均增速为2.9%，较2月回落1.4个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额下滑3.0%。扣除价格因素，3月社会消费品零售总额实际回落6.0%，三年平均增长0.8%，后者较2月回落1.6个百分点。

疫情条件下，居民批零住餐、交通运输、文化旅游等接触性、聚集性消费有所减少。从三年平均增速角度看，粮油、食品类（13.2%）、文化办公用品类（12.5%）、建筑及装潢材料类（7.5%）、家具类（0.2%）有所加速；金银珠宝类（1.7%）、化妆品类（5.7%）、汽车（4.1%）等趋于下滑；服装（-1.3%）、家用电器和音像器材类（-2.2）增速转负。

疫情扰动、内需偏弱叠加外需回落导致就业压力增大。疫情和经济下行压力对中小微企业及部分民营企业影响增大，对就业造成一定冲击。3月全国城镇调查失业率为5.8%，比2月上升0.3个百分点。此外，教育部发布的数据显示，2022届高校毕业生规模预计1076万人，历史上首次突破千万人，未来就业压力会进一步增大。

短期而言，疫情对消费的冲击在3月份还没有完全体现，4月的冲击可能会更大。4月以来，上海等城市疫情防控加强，城市之间的流动减弱，对消费造成较大影响。预计短期消费仍将偏弱，一方面是疫情影响；另一方面，在预期收入增速放缓、就业压力增加、经济下行压力尚存的情况下，居民的消费意愿难以大幅回暖。根据央行《2022年第一季度城镇储户问卷调查报告》，一季度倾向于“更多消费”的居民占23.7%，比上季减少1.0个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占54.7%，比上季增加2.9个百分点。预计未来仍会通过保市场主体保就业、加大企业税费减免、有针对性发放消费券以及推动新一轮（新能源）汽车下乡活动等方面出台政策稳定消费。

4、基建投资超预期发力提振整体固定资产投资，制造业投资持续回落，房地产投资再度转负

1-3月固定资产投资（不含农户）同比增长9.3%，三年平均增速为4.8%，较1-2月上行0.25个百分点。从环比看，3月固定资产投资（不含农户）增长0.61%。

基建投资超预期发力，未来仍有上行空间。1-3月基础设施投资（不含电力）同比增长8.5%；三年平均增长4.2%，较1-2月大幅加快3.2个百分点，前者创下疫情后最快增长。2021年下半年以来地方政府专项债集中发行，今年一季度专项债发行节奏后来居上，现已初步形成实物工作量从而提振基建投资。截至3月底，地方累计发行约1.25万亿元，占提前下达额度的86%；各级财政部门累计向项目单位拨付债券资金8528亿元，占已发行新增专项债券的68%。此外，近期财政部要求加快新增专项债发行进度，6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，并于3

季度完成剩余额度发行扫尾工作，为后续政策实施留出空间。

房地产投资再度转负，销售连续第 8 个月负增长。1-3 月房地产开发投资同比增长 0.7%；3 月当月同比下降 2.4%，三年平均增长 4.2%，较前值回落 2 个百分点。3 月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-22.2%、-21.5%、-15.5%，均较 2 月大幅下滑，主要受疫情管控加强、市场尚未企稳等因素的不利影响；商品房销售面积同比下降 17.7%，连续第 8 个月负增长，较 1-2 月回落 8.1 个百分点。

一季度以来房地产政策不断松绑，但商品房销售仍在低位徘徊。据中指研究院的数据，一季度 60 多个城市发布房地产相关政策超百次，主要涉及针对性放松限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、降低房贷利率、取消限售、为房企提供资金支持等方面；另据央行数据，3 月以来全国已有 100 多个城市的银行自主下调房贷利率。但是，商品房销售仍未企稳，截至 4 月 18 日的 30 个大中城市商品房销售面积同比下滑超过 50%，较 3 月进一步扩大。一方面，在房住不炒的大背景下，居民的投资预期发生了改变；另一方面，在收入下降、经济下行压力加大、就业压力增大情况下，居民购房的意愿和能力都在下降。考虑到房地产市场平稳健康发展对中国经济跨周期平稳的重要性，预计未来仍存有因城施策进一步加大放松的可能性。

制造业投资回落。1-3 月制造业投资同比增长 15.6%，三年平均增长 3.9%，较 2 月回落 0.5 个百分点。高技术制造业投资继续发挥引领作用。一季度高技术制造业增加值同比增长 14.2%，信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长 10.8%，均保持较快增长。制造业投资总体保持平稳增长，主要和企业利润仍然较好、出口仍有韧性、政策支持力度加大等因素相关。央行数据显示，3 月末制造业中长期贷款余额同比增长 29.5%，比各项贷款的增速高 18.1 个百分点，其中高技术制造业中长期贷款余额增长 31.9%。

近期政策加大对冲力度，二季度或迎来经济下行拐点。近一个月以来的 4 次国常会均强调发力稳增长；4 月 15 日一季度金融统计数据发布会上显示一季度中长期贷款投放的抓手主要是制造业、基建和绿色领域贷款；同日央行下调准备金 0.25 个百分点（部分城商行与农商行额外降 0.25 个百分点），后续 LPR 仍有调降可能。未来，货币政策发力宽信用，财政政策留抵退税和专项债将在二季度加速落地，在“稳增长”和“宽信用”支撑下，增长动能或将有所恢复，国内经济有望在二季度迎来下行拐点。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层