

宏观点评 20220516

经济如何走出 4 月的“二次底”？

2022 年 05 月 16 日

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

《15 分钟核酸“采样圈”的稳增长深意》

2022-05-15

《金融数据点评：新增社融缩量，有效信贷需求为何降至冰点？》

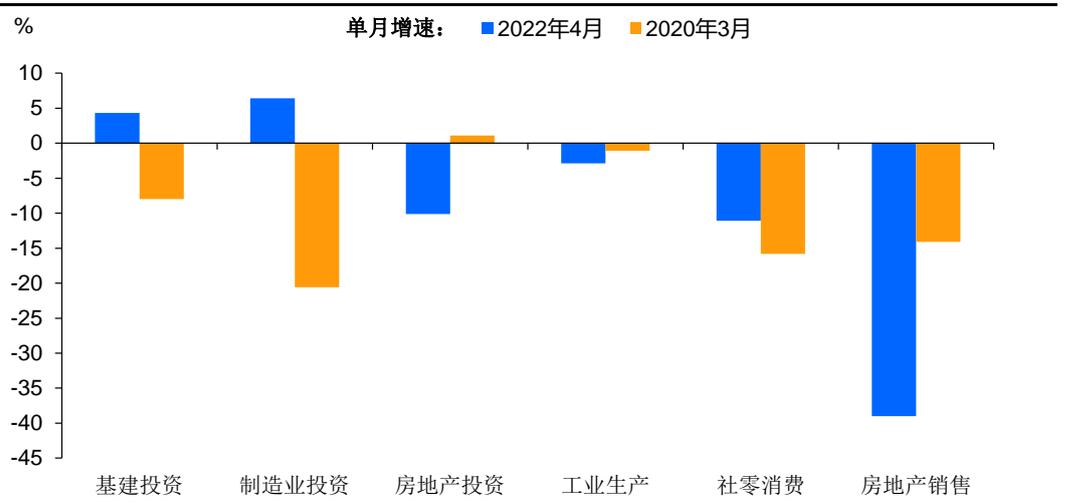
2022-05-13

《美国通胀见“顶”如何影响美联储加息节奏？》

2022-05-11

- 2022 年 4 月经济数据普遍弱于预期，即便与武汉疫情相比，也表明这轮奥密克戎疫情对全国经济造成了较大影响（图 1）。这是由于更具传染性的病毒导致全国范围内更为广泛的封控，然而，随着 5 月全国普遍推进常态化核酸检测助力复工复产，我们认为防疫模式的优化正赋予地方政府腾出手来稳增长的空间，这也意味着当前疫情防控和稳增长已迎来临界点。我们预计 5 月开始更多的稳增长措施有望密集出台，中国经济增长也将在 5-6 月进入一个底部缓慢修复阶段，并在 7 月的地方换届完成后明显反弹。
- 我们测算在常态化核酸这一新的防疫模式下，疫情对 2022 年中国 GDP 的影响为-0.9 个百分点。4 月经济活动的骤降、5 月的缓慢恢复将导致二季度 GDP 增速下滑至 1.6%，其中疫情的冲击达到了 2.6 个百分点，但在常态化核酸的模式下，后续每个季度疫情对经济的冲击将降至 0.5 个百分点。从而使得我们对于全年 GDP 增速的预测由 5.1% 下调至 4.2%。我们认为以基建和地产为抓手的政策加码仍可以兜牢稳增长的底线。从四月主要经济细项来看：
 - 尽快恢复物流是工业生产反弹的关键。2022 年 4 月工业增加值同比回落 2.9%，环比萎缩 7.08%，其中制造业受疫情防控和出口放缓的影响最大，而采矿业在保供政策下继续保持不低的增速（同比增长 9.5%）。4 月上海是全国封控的重点，作为汽车制造重镇，这直接导致 4 月汽车制造业增加值同比萎缩 31.8%，拖累工业增加值同比增速近 1.7 个百分点。我们结合整车货运指数发现，当前疫情带来的物流约束是工业生产放缓的主要矛盾，这也意味着之后随着疫情逐步得到控制，物流的恢复是工业生产反弹的关键（图 3 和 4）。
 - 发挥地产稳经济的作用还需更多政策支持。在疫情和基数的因素下，市场对于地产数据的惨淡表现已有预期，4 月地产投资同比萎缩 10.07%，剔除价格上涨的因素，面积数据下跌更加明显，除竣工面积外，销售、开工、施工和购置面积均录得超过 30% 的跌幅（图 5）。其中 4 月土地购置面积仅达 427 万平米，创 1999 年 2 月以来新低，作为开工和地方政府土地收入的领先指标，这一方面反映了地产新开工短期内仍缺乏动力，另一方面也意味着在稳增长和抗疫情的双重压力下地方政府的财政压力也越来越大。尽管央行周末下调了居民首套住房贷款利率的下限，但从利率下调到销售回暖再到地产投资企稳的传导有至少两个季度的滞后（图 6 和 7），如果要及时发挥地产稳经济的作用，可能需要更多的政策支持，例如降低首付、放松限购限售，加强预售资金监管的落地等。
 - 稳定汽车消费是支持消费的重要抓手。4 月社零同比降 11.1%（彭博一致预期降 6.6%）：最大拖累为汽车，同比增速跌破 30%，拖累社零增速 9.3 个百分点；必需品和石油外产品的零售额同比增速普遍转负；餐饮消费跌幅扩大至 22.7%（3 月跌 16.4%）（图 8 至 9）。不过，5 月初常态化核酸以来，以北京、广州、深圳为代表的部分城市地铁客运量有所修复（图 10）。此外，部分车企也开始复工复产，我们认为尽管 2022 年全年消费呈疲软态势，但最艰难的时段已经过去。
 - 专项债加大发力，基建投资增速将回升。继 3 月基建投资增速突破双位数增长后，4 月基建投资增速大幅回落：4 月广义基建投资增速较上月回落近 7.5 个百分点至 4.3%，总体规模较上月回落 1803 亿元。分结构来看，水利、交运、公共设施建设依然是基建投资的重点领域。其中水利等公共设施管理业为当月拉动基建投资增速的主要因素，当月同比达 5.7%；然而交运，尤其是道路运输对基建的拖累较大。本月专项债对基建投资的支撑作用有所下滑，提前批专项债额度即将用完，新增专项债发行规模较上月回落近 75% 至 1038 亿元。根据中央财经委员会的政策部署，预计基建投资还将在交通、能源、水利等网络型基础设施建设方面继续发力，同时还将加强信息、科技类重大科技基础设施布局建设。根据已公布的专项债发行计划，预计 5 月新增专项债发行规模将回升至 3 千亿元以上，将对广义基建形成较大支撑，5 月基建投资增速有望回升。
 - 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

图1: 2022年4月奥密克戎疫情与2020年3月的武汉疫情对经济影响的对比



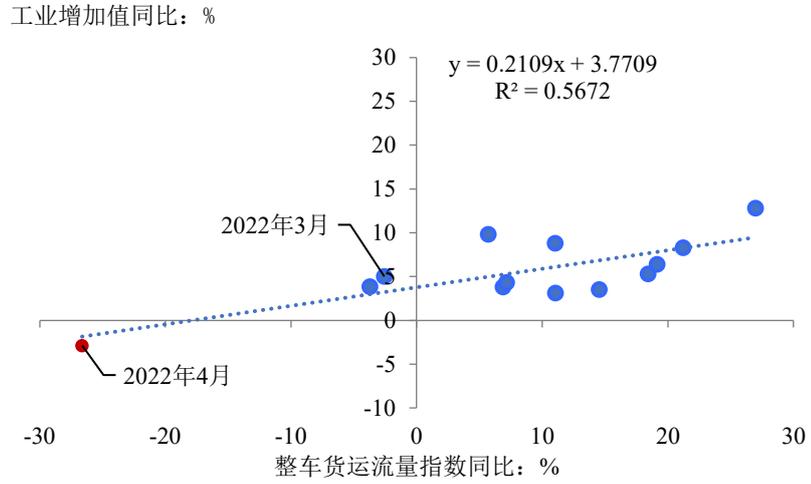
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 我们测算常态化核酸在全国推广将使得全年疫情对经济的影响降至 0.9 个百分点

全国常态化核酸模式下每个季度经济受疫情影响的测算			
	GDP增速	拖累GDP	原预测
2022Q1	4.8	-	-
2022Q2E	1.6	-2.6	4.2
2022Q3E	5.0	-0.5	5.5
2022Q4E	5.3	-0.5	5.8
2022E	4.2	-0.9	5.1

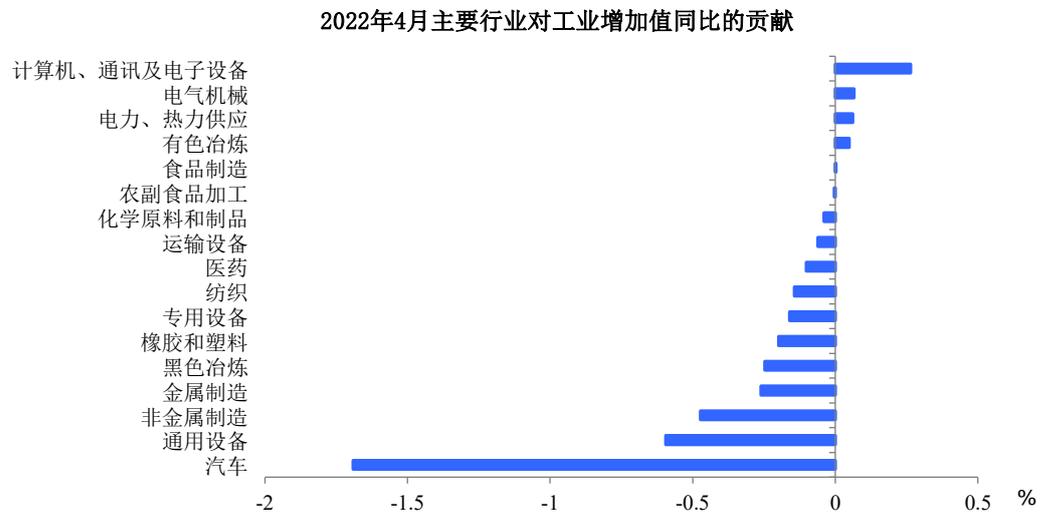
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3：2022年4月物流依旧是工业生产最主要的约束之一



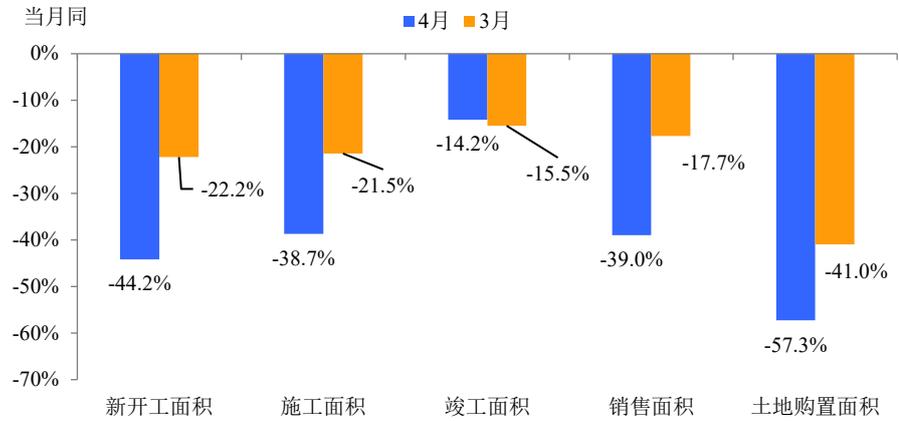
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2022年4月汽车制造是工业生产最大的拖累



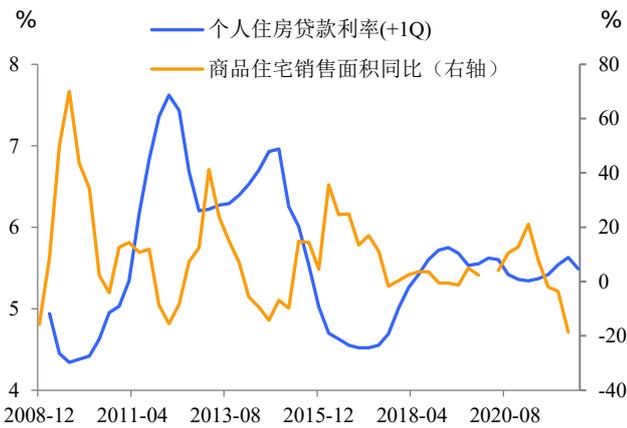
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022年4月地产数据受疫情冲击明显



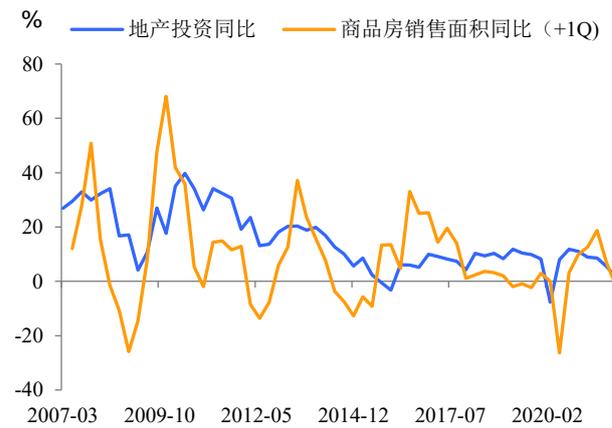
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：房贷利率下调往往领先销售触底一个季度



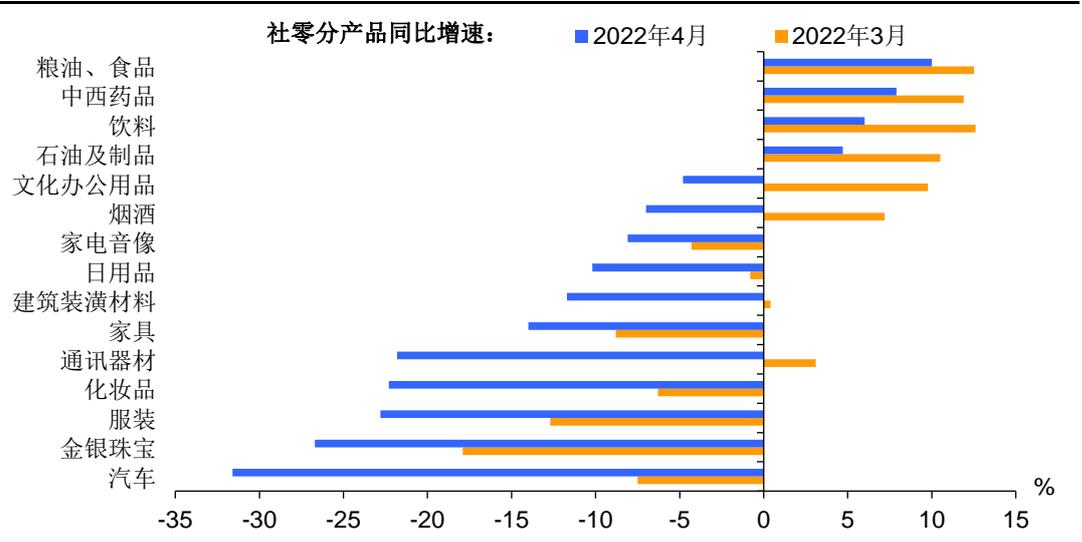
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：地产销售往往领先地产投资一个季度



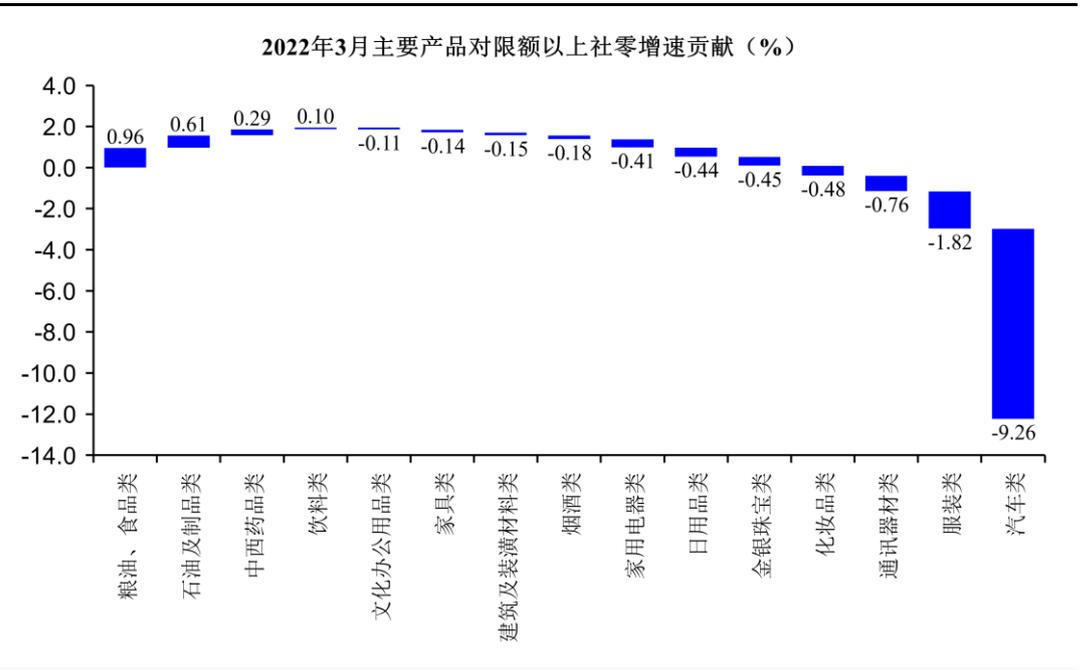
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022年4月，必需品和石油外产品的零售额同比增速普遍转负



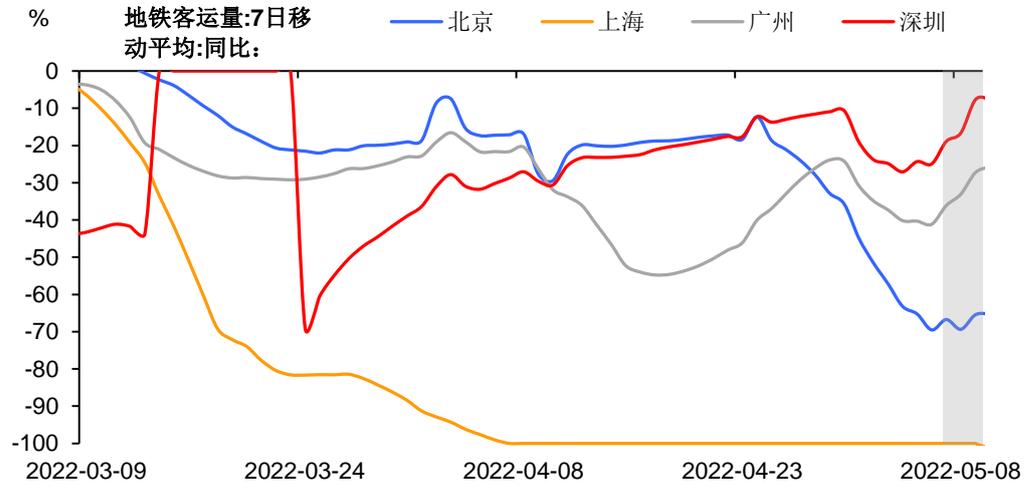
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022年4月汽车、服装类产品为限额以上社零增速的最大拖累



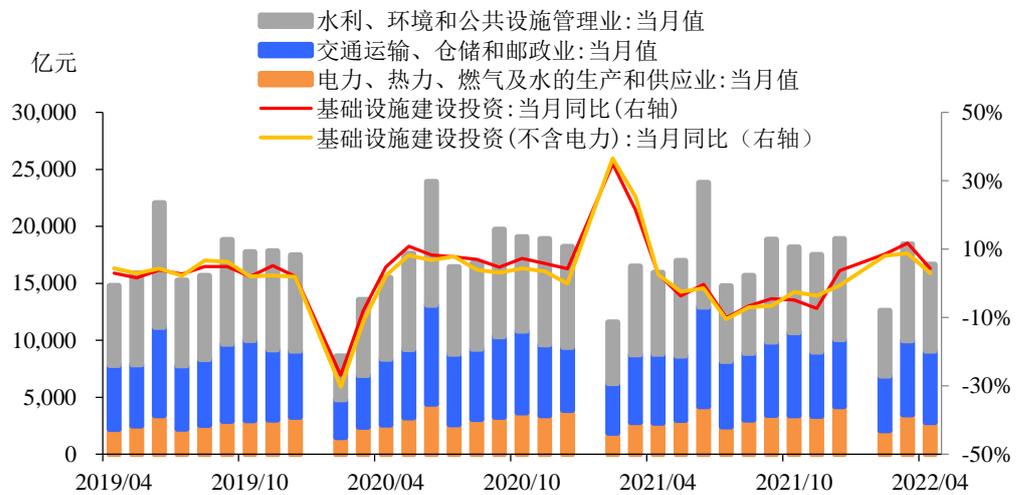
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2022年3月以来,北上广深地铁客运量的同比变化



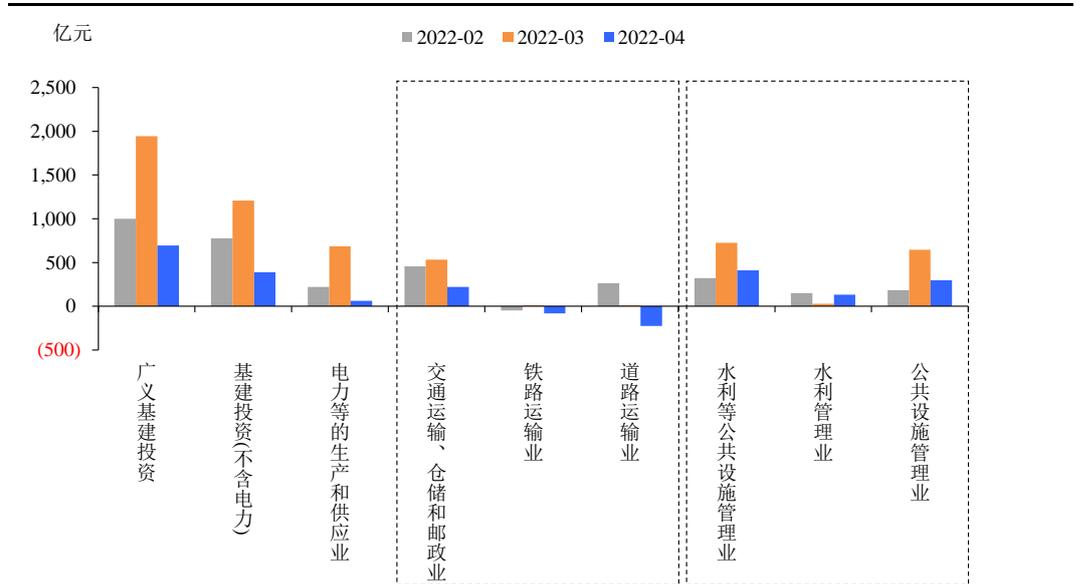
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 基建投资增速大幅回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 交通运输对4月基建投资的拖累较大



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>

