

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

报告原因：数据点评

辩证看待 4 月数据，增量政策将持续释放

——2022 年 4 月经济数据点评

2022 年 5 月 16 日

固定收益/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

主要观点

➤ **4 月工业增加值增速大幅下滑。**4 月工业增加值累计同比 4.0%（前值 6.5%，2021 年同期两年平均 7.2%），当月同比-2.9%（前值 5.0%，2021 年同期两年平均 7.0%）。受疫情影响，工业增加值环比罕见深跌，环比-7.1%（前值 0.4%）。和 3 月生产数据相比，在终端需求萎靡以及疫情对产业链供应链的影响下，4 月生产放缓由消费品工业蔓延至工业品制造业和设备制造业，中上游行业对于生产的稳定器作用减弱。

➤ **辩证看待 4 月工业生产的放缓。**2020 年以来，生产端的韧性一直是疫情爆发期支撑经济的重要因素。从 2022 年一季度看，生产端一直好于需求端，中上游原材料加工业和部分工业品制造业持续恢复，工业企业产销率创新低，同时工业企业库存增速创 2016 年以来新高。往后看，一方面需关注 4 月工业全产业链走弱、库存高企、需求低迷对于企业信心的影响；另一方面也要看到疫情防控对于产业链供应链的冲击也是工业企业生产走弱的重要因素，随着产业链供应链恢复，企业生产也一定程度会自然恢复。在企业库存高位下，积极推进复工复产、稳增长政策前置、进一步降低企业融资成本等对于提振和保障企业信心的持续性具有重要作用。未来较长时期还需不断推动需求端恢复以解决企业库存高企问题。

➤ **4 月社零大幅下滑，场景类消费、非生活必需品零售额大幅下降，线上消费韧性强。**4 月社零累计同比-0.2%（前值 3.3%），当月同比-11.1%（前值-3.5%），实际当月同比-14.0%（前值-6.0%）。从消费类型看，商品和餐饮均进一步受到冲击，但餐饮受冲击更强。从商品类别看，粮油、食品类、饮料类、中西药品类等生活必须类消费虽降幅扩大，但当月仍保持正的增速，但化妆品类、日用品类受疫情冲击较大，不过这两类疫后反弹也比较迅速。可选消费中，服装鞋帽类、金银珠宝类等受疫情影响较大，这两类疫后恢复会较慢。通讯器材类 4 月同比-21.8%（前值 3.1%），但疫后恢复会较快。汽车零售当月同比-31.6%（前值-7.5%）。房地产链条相关的消费如家用电器、家具等本身就处于下降通道，叠加疫情影响和房地产销售持续下滑，4 月同比分别为-8.1%（前值-4.3%）、-14.0%（前值-8.8%）。在疫情的影响下，线上消费虽也受到冲击，但维持韧性。1-4 月网上商品和服务零售累计同比 3.3%（前值 6.6%），其中实物商品网上零售累计同比 5.2%（前值 8.8%）。

➤ **得益于制造业和基建投资韧性，固定资产投资同比增长 6.8%。**基建方

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





面，4月基建投资累计同比6.5%（前值8.5%），测算当月同比3.7%（前值8.7%）。尽管全年看基建可能前高后低，但对基建在全社会范围内、全生命周期的统筹布局有望加强基建储备和政策保障，在超前发力托底经济上降低政策时滞。整体而言今年基建基调仍聚焦扩大有效投资，专项债注重发挥效能，因此基建今年托底明确，强刺激有限，全年增速难以持续向上。

制造业投资方面，4月制造业累计同比12.2%（前值15.6%），测算当月同比7.28%（前值12.35%）。制造业投资边际下滑可以归结为三方面原因，一是疫情对企业投资活动和预期产生直接影响。二是2021年4月制造业投资当月同比由负转正导致基数抬高；三是2021年以来工业企业利润增速呈边际下滑态势也是制造业投资增速下滑的原因。但也要看到制造业投资韧性强，12.2%的累计增速在全部投资中是增长最快的。

房地产投资方面，在商品房销售大幅下滑和房企资金来源受限的情况下，4月房地产开发投资完成额累计-2.7%（前值0.7%），房屋施工面积下滑至0.0%（前值1.0%），国房景气指数4月再度下滑至95.89。近期房地产政策边际优化有利于稳定房地产市场需求和预期，但同时也要看到，房地产政策边界清晰，“房住不炒”总基调不变。

➤ **4月经济数据对市场扰动或告一段落**。由于疫情扰动4月的整个月份，因此经济数据边际走弱也在预期之内，此后市场预计将更加聚焦于稳增长和宽信用以及复工复产情况。从5月以来的情况看，前期受疫情影响较大的货运物流持续恢复，全国发电量等一些实物量指标也在改善。

➤ **5月需求或继续分化，关注政策发力**。4月消费和投资边际全线下滑，其中制造业投资和基建投资仍是重要支撑，未来大概率还会维持一定增速。消费在3月及4月受创后，未来虽然环比改善可期，但同比难以完全回补。随着全国疫情逐步得到有效控制，在经济循环内生动力修复的情况下，今年以来推出的促消费政策、助企纾困政策、稳岗就业政策等有望加快释放。需要关注，经济下行对就业造成的影响持续加深，一定程度上影响中长期需求。4月城镇调查失业率6.1%（前值5.8%），出于稳民生稳增长角度，稳就业成为未来经济工作的重中之重，对宏观调控政策的需求也会随之加大，我们认为政策底有望进一步夯实。

目录

1. 事件回顾.....	4
2. 2022 年 4 月经济数据分析.....	4
3. 4 月经济数据启示.....	7
4. 风险提示.....	8

图表目录

图 1：工业增加值累计增速（%）.....	4
图 2：煤炭开采和洗选业增加值累计增速（%）.....	4
图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）.....	5
图 4：化妆品和日用品零售总额累计增速（%）.....	5
图 5：固定资产投资总额累计增速（%）.....	6
图 6：制造业投资累计增速（%）.....	6
图 7：基建投资累计增速（%）.....	7
图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）.....	7
图 9：工业企业累计产销率（%）.....	8
图 10：工业企业产成品存货增速（%）.....	8

1. 事件回顾

5月16日，国家统计局公布2022年4月经济数据。4月，规模以上工业增加值同比-2.9%，累计同比4.0%；1-4月全国固定资产投资（不含农户）同比6.8%，其中制造业投资同比12.2%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比6.5%，全国房地产开发投资同比-2.7%；4月，社会消费品零售总额同比-11.1%，累计同比-0.2%，除汽车以外的消费品零售额同比0.8%。

2. 2022年4月经济数据分析

4月工业增加值增速大幅下滑。4月工业增加值累计同比4.0%（前值6.5%，2021年同期两年平均7.2%），当月同比-2.9%（前值5.0%，2021年同期两年平均7.0%）。受疫情影响，工业增加值环比罕见深跌，环比-7.1%（前值0.4%）。

和3月生产数据相比，在终端需求萎靡以及疫情对产业链供应链的影响下，4月生产放缓由消费品工业蔓延至工业品制造业和设备制造业，中上游行业对于生产的稳定器作用减弱。分行业大类看，能源开采业受影响不大。4月煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业工业增加值累计同比分别为13.2%（前值13.2%）、6.4%（前值6.1%），当月同比分别为13.2%（前值16.7%）、7.2%（前值5.7%）。4月，疫情对消费品工业影响集中体现。当月同比看，农副食品加工业-0.1%（前值6.1%）、食品制造业0.1%（前值3.8%）、酒饮茶0.5%（前值7.0%）、纺织业-6.3%（前值0.7%）、医药制造业-3.8%（前值10.1%）。同样，工业品制造业和设备制造业边际也大幅下行。当月同比看，化学原料及化学制品制造业-0.6%（前值3.0%）、橡胶和塑料制品制造业-8.1%（前值0.8%）、非金属矿制造业-6.2%（前值1.6%），金属制品、通用/专用设备、汽车制造、运输设备等跌幅也较大。在疫情管控、能源资源价格回升、下游需求萎靡的情况下，原材料加工业同比增速明显下滑。黑色、有色金属冶炼及压延加工业工业增加值当月同比分别-4.2%（前值-1.6%）、1.4%（前值6.2%）。

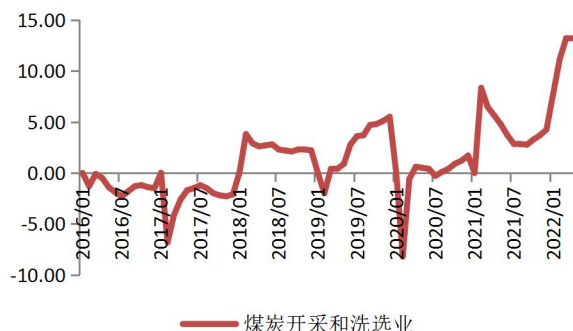
图 1：工业增加值累计增速（%）

图 2：煤炭开采和洗选业增加值累计增速（%）



工业增加值同比：累计

数据来源：Wind，山西证券研究所

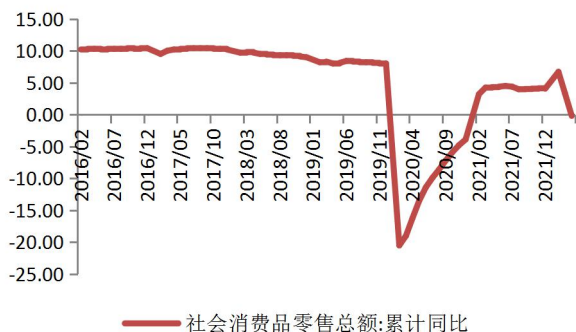


煤炭开采和洗选业

数据来源：Wind，山西证券研究所

4月社零大幅下滑，场景类消费、非生活必需品零售额大幅下降，线上消费韧性较强。4月社零累计同比-0.2%（前值3.3%），当月同比-11.1%（前值-3.5%），实际当月同比-14.0%（前值-6.0%）。从消费类型看，商品和餐饮均进一步受到冲击，但餐饮受冲击更强。4月商品零售当月同比-9.7%（前值-2.1%），餐饮收入当月同比-22.7%（前值-16.4%）。从商品类别看，粮油、食品类、饮料类、中西药品类等生活必须类消费虽降幅扩大，但当月仍保持正的增速，但化妆品类、日用品类受疫情冲击较大，当月增速分别-22.3%（前值-6.3%）、-10.2%（前值-0.8%），不过这两类疫情受控后反弹也比较迅速。可选消费中，服装鞋帽类、金银珠宝类等受疫情影响较大，4月同比分别为-22.8%（前值-12.7%）、-26.7%（前值-17.9%），这两类疫后恢复会较慢。通讯器材类4月同比-21.8%（前值3.1%），但疫后恢复会较快。汽车零售当月同比-31.6%（前值-7.5%）。房地产链条相关的消费如家用电器、家具等本身就处于下降通道，叠加疫情影响和房地产销售持续下滑，4月同比分别为-8.1%（前值-4.3%）、-14.0%（前值-8.8%）。在疫情的影响下，线上消费虽也受到冲击，但维持韧性。1-4月网上商品和服务零售累计同比3.3%（前值6.6%），其中实物商品网上零售累计同比5.2%（前值8.8%）。

图 3：社会消费品零售总额累计增速（%）



社会消费品零售总额：累计同比

数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：化妆品和日用品零售总额累计增速（%）



化妆品类 日用品类

数据来源：Wind，山西证券研究所

房地产销售低迷和资金来源受制影响房地产投资增速。2022年4月房地产开发投资完成额累计增速

-2.7%（前值 0.7%），房屋施工面积下滑至 0.0%（前值 1.0%），国房景气指数 4 月再度下滑至 95.89。今年以来虽然多地房地产市场放开限购限售，降低公积金使用门槛，加快购房贷款审批等，但整体而言房地产销售下滑趋势还未得到有效遏制，4 月商品房销售面积同比-20.9%（前值-13.8%。边际来看，5 月 1 日至 5 月 15 日 30 大中城市商品房销售面积同比仍下滑 53.35%，房地产销售下滑趋势还未得到遏制。4 月土地购置面积累计同比-46.5%（前值-41.8%），房企拿地意愿和实力不足，房屋新开工面积累计同比-26.3%（前值-17.5%）。房地产开发资金来源增速仍在下滑。4 月房地产开发资金来源累计-23.6%（前值-19.6%），创历史新低。

房地产政策优化有望推动量变积累。今年以来，房地产政策不断优化，先是多地因城施策，包括降低首付、降低房贷利率、松绑限售、放松限购等。再是全国层面的优化，如 4 月中央政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”；2022 年 5 月 15 日，央行、银保监会宣布下调商业性房贷利率，首套房贷利率为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 20 个基点。政策调整后，全国层面首套住房商业性个人住房贷款利率下限由不低于相应期限 LPR 调整为不低于相应期限 LPR 减 20 个基点（按 4 月 20 发布的 5 年期以上 LPR 计算为 4.4%）。房地产政策边际优化有利于稳定房地产市场需求和预期，但同时也要看到，政策边界清晰，“房住不炒”总基调不变。

图 5：固定资产投资总额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资累计增速（%）



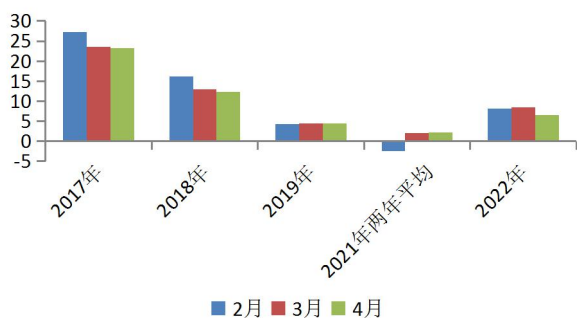
数据来源：Wind，山西证券研究所

4 月基建投资增速边际放缓，但有望继续支撑经济。4 月基建投资累计同比 6.5%（前值 8.5%），测算当月同比 3.7%（前值 8.7%）。4 月基建边际下滑主要有两个因素，一是受疫情导致的停工影响；另一方面 4 月基建增速下滑具有季节性。从资金来源看，截止 5 月 13 日，2022 年新增地方专项债已发行 1.62 万亿元，完成 3 月 30 日国常会“去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕”的要求，完成全年总额度的 44.4%，同时，按照“今年下达的额度 6 月底前发行完毕”的要求，5-6 月共计要发行 2.25 万亿元，占比 61.6%，单月发行量超过 1 万亿元，有力支撑基建资金需求。从项目看，4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议已从全面加

强基础设施建设，构建现代化基础设施体系方面做出未来较长时期基建的“顶层设计”。尽管全年看基建可能前高后低，但对基建在全社会范围内、全生命周期的统筹布局有望加强基建储备和政策保障，在超前发力托底经济上降低政策时滞。整体而言今年基建基调仍聚焦扩大有效投资，专项债注重发挥效能，因此基建今年托底效应明确，强刺激有限，全年增速难以持续上行。

多因素导致 4 月制造业投资边际下滑。4 月制造业累计同比 12.2%（前值 15.6%），测算当月同比 7.28%（前值 12.35%）。制造业投资边际下滑可以归结为三方面原因，一是疫情对企业投资和预期产生直接影响。二是 2021 年 4 月制造业投资当月同比由负转正导致基数抬高；三是从 2021 年以来工业企业利润增速边际下滑可以预期到制造业投资的未来的边际下滑。但也要看到制造业投资韧性较强，12.2%的累计增速在全部投资中是增长最快的。

图 7：基建投资累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：房地产开发投资完成额累计增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

3. 4 月经济数据启示

4 月经济金融数据对市场扰动或告一段落。由于疫情扰动 4 月的整个月份，因此经济数据边际走弱也在预期之内，此后市场预计将更加聚焦于稳增长和宽信用以及复工复产情况。从 5 月以来的情况看，前期受疫情影响较大的货运物流持续恢复，全国发电量等一些实物量指标也在改善。

辩证看待 4 月工业生产的放缓。2020 年以来，生产端的韧性一直是疫情爆发期支撑经济的重要因素。从 2022 年一季度看，生产端一直好于需求端，中上游原材料加工业和部分工业品制造业持续恢复，工业企业产销率创新低，同时工业企业库存增速创 2016 年以来新高。往后看，一方面需关注 4 月工业全产业链走弱、库存高企、需求低迷对于企业信心的影响；另一方面也要看到疫情防控对于产业链供应链的冲击也是工业企业生产走弱的重要因素，随着产业链供应链恢复，企业生产也一定程度会自然恢复。在企业库存高

位下，积极推进复工复产、稳增长政策前置、进一步降低企业融资成本等对于提振和保障企业信心的持续性具有重要作用。未来较长时期还需不断推动需求端恢复以解决企业库存高企问题。

图 9：工业企业累计产销率（%）



图 10：工业企业产成品存货增速（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

5月需求或继续分化，关注政策发力。4月消费和投资边际全线下滑，其中制造业投资和基建投资仍是重要支撑，未来大概率还会维持一定增速。消费在3月及4月受创后，未来虽然环比改善可期，但同比难以完全回补。随着全国疫情逐步得到有效控制，在经济循环内生动力修复的情况下，今年以来推出的促消费政策、助企纾困政策、稳岗就业政策等有望加快释放。需要关注，经济下行对就业造成的影响持续加深，一定程度上影响中长期需求。4月城镇调查失业率6.1%（前值5.8%），出于稳民生稳增长角度，稳就业成为未来经济工作的重中之重，对宏观调控政策的需求也会随之加大，我们认为政策底有望进一步夯实。

4. 风险提示

- （1）国内宏观政策调控力度弱于预期。
- （2）疫情恶化、俄乌地缘冲突若持续较长时间可能对全球供应链造成影响，加剧通胀。
- （3）房地产市场预期悲观，调控政策优化难以推动房地产情绪回升。

分析师承诺：

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为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自转载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

