

2022年4月经济数据点评

更多稳增长政策在路上

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：

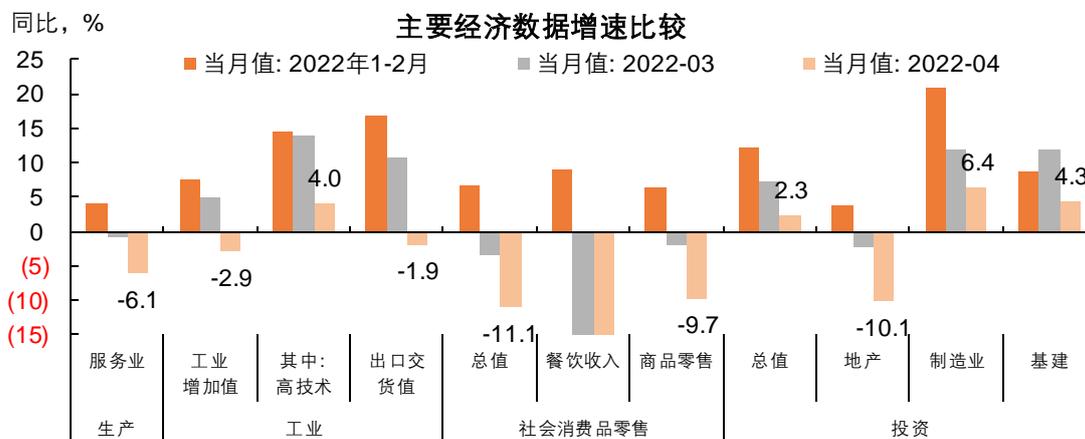
2022年5月16日，国家统计局公布4月主要经济数据，同比增速较3月普遍下滑。“实现全年经济社会发展预期目标”需要付出艰苦卓绝的努力，也需要更大力度的稳增长组合拳。

核心摘要：

- **一，疫情冲击和需求走弱拖累工业生产。**4月工业增加值同比-2.9%，前值为5.0%。工业生产走弱，一是因疫情对生产和运输的压制，4月全国整车货运流量指数同比下降接近三成；二是终端需求不足，尤其是出口景气较快下行，也抑制了工业企业的生产意愿。这体现在两点：一方面，三大门类中制造业的工业增加值同比降幅最大；另一方面，出口交货值同比从3月的10.8%下降到-1.9%，在4月主要供、需两端数据中同比降幅最大。
- **二，基建投资增速高位回落，更多稳地产政策值得期待。**4月固投当月同比2.3%，与上月相比下滑幅度小于基建、房地产和制造业，主要因除上述三项外的其它固投分项（占比约为1/4），在医疗基础设施、新基建等的支撑下，投资当月同比从3月的5.0%逆势回升到5.5%。**全口径基建投资**增速高位回落，除疫情影响外，可能也和基建投资的资金约束仍在显现有关。尽管政策部署“全面加强基础设施建设”，但若没有特别国债等工具来缓解基建项目融资难题，基建投资增速中枢年内或将进一步下移。**房地产**数据的增速全线回落，由于其在信用创造和托底经济时难以替代的作用，后续房地产政策大概率还将进一步放松，包括“优化商品房预售资金监管”，以及存在部分强二线和一线城市放松房地产调控的可能。**制造业投资**因企业的三重压力未减，内生投资动能趋弱。从上市制造业企业资本开支看，制造业投资或已触及景气高点，后续需从改善资金来源、促进信心修复和引导技改需求释放三方面着手，避免制造业投资增速较快回落。
- **三，稳消费、稳就业压力上升。**4月国内疫情多点、面广，防疫力度加大，疫情和防控影响消费场景，社会消费品零售总额同比下滑到-11.1%。限额以上商品零售中，继续呈现必需消费表现好于可选消费，主要品类的4月同比均较3月回落。其中，汽车类因产业链受限和涨价，4月限额以上销售同比-31.6%，增速在各限额以上行业中最低。疫情也冲击就业市场，稳就业压力明显加大。
- **四，更多稳增长政策在路上。**我们预计，疫情对经济冲击最大的时候可能已经过去，5月将触底回升，不过内生性修复动力仍然不足。预计后续将出台更大力度的稳增长政策：一是更多城市松绑地产；二是围绕汽车和家电等大件消费出台刺激政策；三是多举措稳定制造业投资等；四是缓解基建融资难，今年三季度可能发行特别国债。

2022年4月，主要中国经济指标的当月同比，除固定资产投资外，其余的较3月下滑幅度均超过5个百分点。预计疫情对5月经济仍有明显拖累，“实现全年经济社会发展预期目标”需要付出艰苦卓绝的努力，也需更大力度的稳增长组合拳。

图表1 2022年4月主要经济指标的当月同比较前值均明显下滑



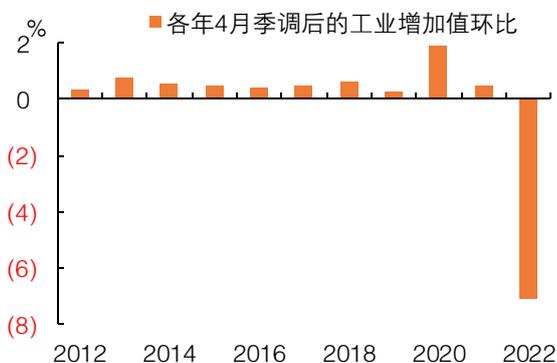
资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、疫情冲击和需求走弱拖累工业生产

4月工业增加值同比-2.9%，前值为5.0%，这是2020年4月以来首次负增长。季调后的4月工业增加值环比下降7.1%，而过去10年同期的均为正。工业产销率虽从3月的94.5%回升到96.3%，但仍明显低于过去10年同期的均值98.0%。

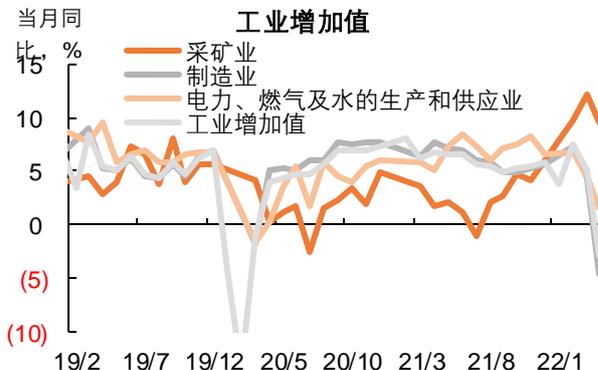
4月工业生产走弱，一是因疫情对生产和运输的压制，4月全国整车货运流量指数同比从前值-2.6%大幅下降到-26.6%，其中疫情相对严重的上海和吉林整车货运流量指数分别同比下降83.7%、79.7%；二是终端需求不足，尤其是出口景气较快下行，也抑制了工业企业的生产意愿。这体现在两点：一方面，三大门类中制造业的工业增加值同比降幅最大，从3月的4.4%下降到-4.6%。相比于采矿业和公用事业（电力、热力、燃气及水生产和供应业），制造业受需求尤其是外需的影响更大；另一方面，出口交货值同比从3月的10.8%下降到-1.9%，是今天公布的主要供、需两端数据中降幅最大的（如图1所示）。出口交货值是工业部门的出口创收，它的同比和出口同比有较强同步性，但波动相对较小，今年4月出口交货值同比大幅回落，或意味着出口企业的海外订单较快收缩，短期可能还将拖累相关企业的生产。

图表2 今年4月季调后的工增环比明显弱于往年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 三大门类中4月制造业增加值同比降幅最大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、基建投资增速高位回落，更多稳地产政策值得期待

固定资产投资当月同比，从前值 7.1% 下降到 4 月的 2.3%。基建、房地产和制造业这三大分项，投资当月同比分别从 3 月的 11.8%、-2.4% 和 11.9%，下滑到 4 月的 4.3%、-10.1% 和 6.4%。固定资产投资单月同比的下滑幅度，小于上述三大分项的，原因是固定资产投资中占比约为 1/4 的其它分项（包括卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，公共管理、社会保障和社会组织等 12 个行业），在医疗基础设施、新基建等的支撑下，投资当月同比从 3 月的 5.0% 逆势回升到 5.5%，对总的固定资产投资增速放缓起到了一定对冲作用。

全口径基建投资增速高位回落，4 月当月同比从 3 月的 11.8% 下滑到 4.3%。一方面是受疫情的影响，4 月沥青装置开工率、水泥磨机运转率这两个高频指标的月度均值同比分别为 -48.1%、-47.5%，跌幅较 3 月进一步扩大。另一方面，可能也和基建投资的资金约束仍在显现有关。今年重大项目的开工时间早于往年，一季度专项债资金拨付金额达 8528 亿，两者和去年同期相比都存在时间错位。2018 年后固定资产投资采用财务支出法核算，资金拨付后（即使未形成实物工作量）就可算作已完成投资，这是今年一季度全口径基建投资同比增长 10.5%，且和高频指标同比明显分化的主因。但实际上，今年基建投资面临的资金约束并未明显缓解，一季度新增基础设施中长期贷款 1.39 万亿，和去年同期相比少增 2513 亿；1-4 月 Wind 口径城投债净融资 7389 亿，同比下降 22.0%，其中 4 月单月同比下降 38.8%。我们认为，尽管政策部署“全面加强基础设施建设”，但若没有特别国债等工具来缓解基建项目融资难题，基建投资增速中枢年内还将进一步下移。

房地产相关数据全线放缓。销售方面，商品房销售面积和金额的当月同比，分别从 3 月的 -17.7% 和 -26.2%，下滑到 4 月的 -39.0% 和 -46.6%。土地购置面积当月同比，从 3 月的 -41.0% 下跌到 -57.3%。投资方面，房地产新开工面积和投资完成额的单月同比，分别从 3 月的 -22.3%、-2.4%，下滑到 4 月的 -44.2%、-10.1%。疫情对房地产销售、拿地和施工都产生了较大冲击。

房地产是中国最重要的信用加速器，更多稳地产政策值得期待。历史数据显示，10 年期中国国债收益率和国房景气指数有较强的同步性，中国信用周期真正步入扩张阶段（内生性融资需求增加，而非由信贷供给驱动），有赖于房地产市场触底回升，而信用周期通常又领先于经济周期。由于房地产抵押贷款发放滞后于成交，4 月商品房成交金额同比下降近一半，5 月新增居民中长期贷款可能延续低迷，信用周期上行的动力不足。近期房地产政策又做了诸多调整，比如下调住房抵押贷款利率上限等。我们认为，由于房地产行业在信用创造和托底经济时难以替代的作用，后续房地产政策大概率还将进一步放松：一是根据 4 月政治局会议“优化商品房预售资金监管”，4 月地产开发投资资金来源于定金及预收款 3105 亿元，是 2016 年 3 月以来的最低水平，同比下降 53.0%，优化预售金管理可以更好平衡资金使用效率和防止项目烂尾；二是部分强二线和一线城市，或存在适度放松房地产调控的可能。

图表4 基建相关高频指标 4 月同比继续走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 10Y 国债收益率和国房景气指数有较强同步性



资料来源：Wind, 平安证券研究所

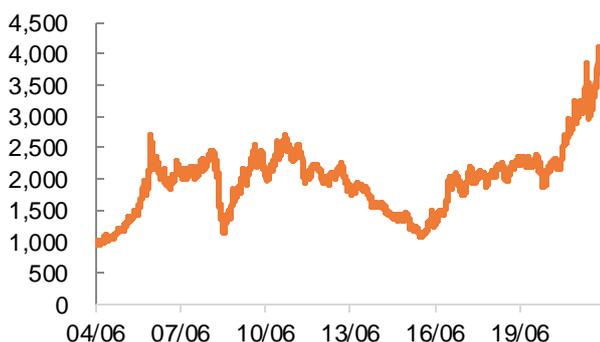
制造业企业面临的三重压力未减，内生投资动能趋弱。制造业投资当月同比，从前值 11.9% 下降到 4 月的 6.4%。除了疫情对短期投资活动的抑制外，也和三重压力尚未释放有关：大宗商品价格仍处于历史高位，终端需求短期难看到趋势性上升的

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

力量，部分上游产品的供给约束仍在。制造业上市公司资本开支同比已于 2021 年四季度见顶，其大致领先于在建工程的同比 1-2 个季度，即使没有疫情冲击，三重压力下制造业投资也可能已接近景气高点。

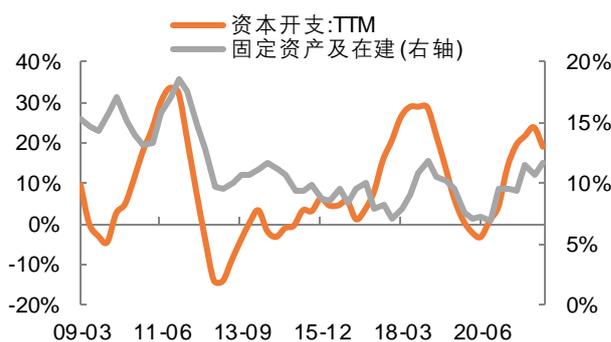
后续需从三个方面着手避免制造业投资较快回落：一是，资金端加强财政、货币政策的支持，包括加快剩余留抵退税资金拨付、继续引导银行发放中长期制造业贷款；二是，促进制造业企业信心修复、包括出台更大力度的稳增长组合拳、更好平衡抗疫和工业生产等；三是，引导企业释放技改投资需求，目前已有多个省市安排了工业转型升级专项财政资金，山东专门推出“技改专项贷”赋能制造业转型升级，可借鉴和扩大至更多省市。

图表6 南华工业品指数目前仍处历史高位



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 制造业上市公司资本开支同比已见顶



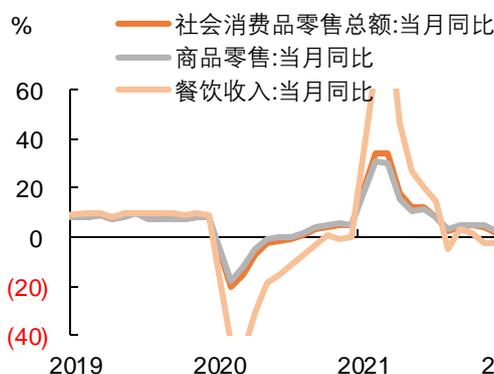
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、 稳消费、稳就业压力上升

2022 年 4 月社会消费品零售总额同比-11.1%，较 3 月的-3.5%大幅回落，这也是 2020 年 4 月至今同比跌幅最大的一次。分消费类型看，4 月商品零售同比-9.7%，餐饮收入同比-22.7%。4 月国内疫情点多、面广，防控措施升级，牛津大学公布的中国新冠肺炎政府响应严格指数月度均值，从 3 月的 65.37 跳升到 4 月的 77.63，这影响了国内的消费场景。限额以上商品零售中，继续呈现必需品表现好于可选消费，主要品类的 4 月同比均较 3 月回落。其中，汽车类因产业链受限和涨价，4 月限额以上销售同比-31.6%，增速在各限额以上行业中最低。

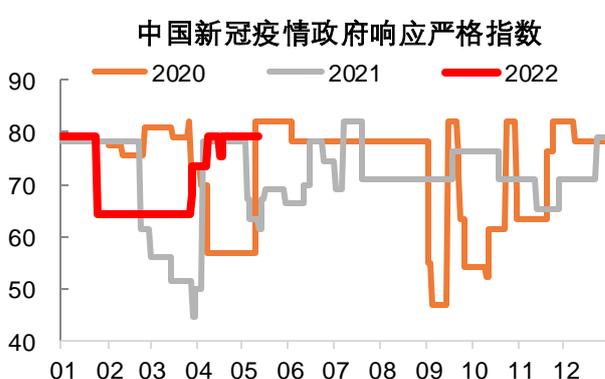
展望 5 月，国内疫情虽有所好转，但防疫措施仍然严格，北京等地限制堂食，预计 5 月国内社会消费品零售总额同比回升的幅度可能有限。消费已成为稳定经济的“压舱石”，促进消费恢复的必要性进一步上升。

图表8 4 月 商品零售和餐饮收入同比均回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 4 月 国内疫情防控力度加大



资料来源: Wind,平安证券研究所

疫情冲击下，4月数据显示稳就业压力上升。2022年4月城镇调查失业率为6.1%，比去年同期高1个百分点，这是2018年公布数据以来，仅次于2020年2月（为6.2%）的次高点。4月31个大城市调查失业率为6.7%，比疫情最严重的2020年2月高了1个百分点，多个城市防疫升级，令就业压力快速上升。16-24岁人口失业率从3月的16.0%进一步升高至18.2%，年轻人找工作的挑战更大。国常会屡次强调“保持经济运行在合理区间，主要是实现就业和物价基本稳定，要着力通过稳市场主体来保就业”，稳就业压力上升，或意味着需要出台更大力度的逆周期调节政策，以及针对中小微企业等吸纳劳动力主体的定向支持政策。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033