

把握“稳”的内涵和后续发力

——4月经济数据点评

摘要

- **工业增加值增速不及预期，生产放缓。**1-4月，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，较1-3月增速继续回落2.5个百分点。在国内多地区疫情影响下，工业生产受到冲击，由于交通物流受阻等因素影响，工业生产出现下降。采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值都有不同程度回落，受疫情影响较大的制造业增加值回落明显。4月单月规模以上工业增加值同比下降2.9%，不及市场预期，受疫情冲击影响较大的地区工业增加值下降明显。后续随着疫情得到控制，交通物流逐步打通，生产循环改善，尤其是减税降费、助企纾困政策持续发力，将有助于提振企业信心，工业生产将进入恢复期。
- **专项债后续发行加快有望提振基建投资。**1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.8%，不及市场预期，狭义基础设施投资同比增长6.5%。4月单月，狭义基建投资同比上涨2.95%，受疫情影响及4月专项债发行较之前有一定程度放缓的影响，虽基数下降，但增速较前值回落5.83个百分点。5月以来，地方债发行明显提速，预计二季度的发行节奏较此前年份更快。在政策持续助力及基数持续走低之下，基建投资增速将重拾向好态势。
- **房地产开发投资持续回落，疫情影响购房需求。**1-4月，全国房地产开发投资同比下降2.7%，增速继续回落，自2020年6月来首次跌入负值区间。4月单月，房地产投资同比下降10.07%，较前值增速下滑7.68个百分点。4月以来，各地因城施策优化楼市调控的节奏逐渐加快，更多二线城市加入放松“三限”行列，但政策效果尚未显现，叠加部分城市疫情反复影响，全国商品住房销售继续走弱。近期中央及各部委频繁表态维稳房地产市场，各地宽松节奏明显加快，后续随着疫情的缓解，政策提振效果的显现，房地产市场有望企稳回暖。
- **稳增长政策或助力后续制造业投资。**1-4月，制造业投资增长12.2%，拉动全部投资增长2.9个百分点，在三大投资者中增速最快。从行业看，10个分行业投资增速较前值有回落，国内多地散点疫情对企业和供应链产生负面影响。高技术产业投资同比增长22.0%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长25.9%、13.2%。4月，制造业投资同比增速下滑至4%。在国内疫情复杂严峻及地缘政治冲突影响下，工业生产承压明显，但近期各地区各部门落实促进稳增长政策，大力推动重大制造业投资项目开工建设，实施大规模增值税留抵退税政策也有利于增强企业发展信心，制造业投资增长后续有支撑。
- **消费增速继续放缓，餐饮及非必选消费下滑较多。**1-4月社消总额同比下降0.2%，其中在疫情影响下餐饮收入同比下降5.1%，疫情下更多的消费者转移到线上消费。4月，社消总额同比下降11.1%，疫情的负面影响表现明显。其中商品零售同比下降9.7%，餐饮收入同比下降22.7%。升级类产品消费增速大多回落，与女性相关的非必选消费下降程度较多。受房市不景气影响，相关的家用电器和音像器材类、家具类和建筑装潢等增速回落明显。4月中下旬以来，国内疫情整体趋于下降，6月份后前期被压抑的消费会逐步得到释放。
- **风险提示：**外需恢复和经济复苏不及预期，海外变化超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-57631299
邮箱：wangm@swsc.com.cn

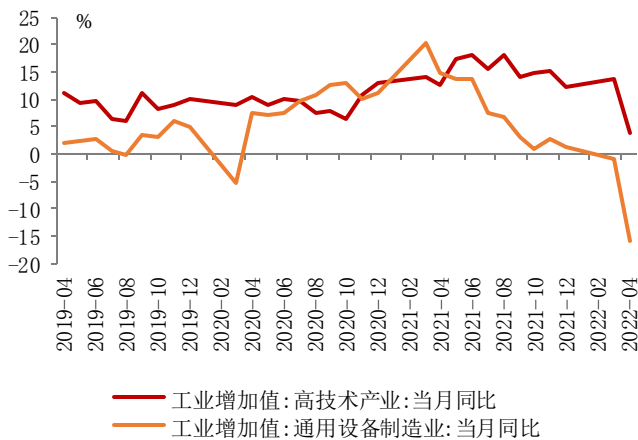
相关研究

1. 等待“黎明”的前一秒——4月社融数据点评 (2022-05-13)
2. 政策加力“松绑”持续，美国通胀回落不及预期 (2022-05-13)
3. 二师兄醒了，超预期上行能否持续？——4月通胀数据点评 (2022-05-10)
4. 疫情之下，如何展望财政加力？ (2022-05-10)
5. 多重压力下的外贸，意料之中与预期之外——4月贸易数据点评 (2022-05-10)
6. 放长视角，细说人民币汇率趋势 (2022-05-06)
7. 假期房地产数据仍弱，期待未来政策提振 (2022-05-06)
8. “宁静”的假期，全球紧缩继续蔓延 (2022-05-05)
9. 春寒更盛，景气待回升——4月PMI数据点评 (2022-05-01)
10. 又乘风浩浩荡荡——中央政治局会议解读 (2022-04-29)

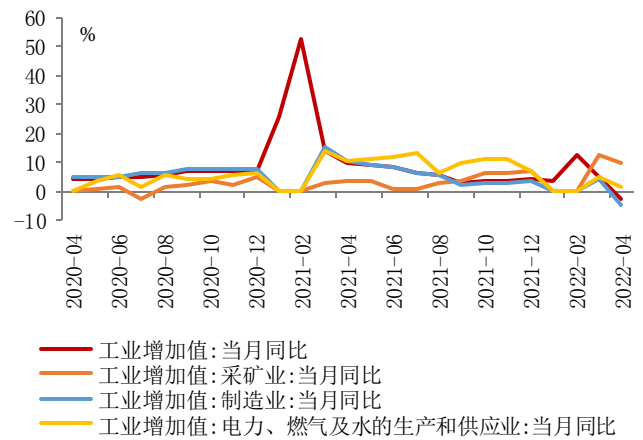
1 工业增加值增速不及预期，生产放缓

1-4月，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，较1-3月增速继续回落2.5个百分点。在国内多地区疫情影响下，工业生产受到冲击，由于交通物流受阻等因素影响，工业生产出现下降。采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值分别增长10.4%、3.2%和5.0%，分别较1-3月增速回落0.3、3.0和1.1个百分点，受疫情影响较大的制造业增加值回落明显。单月来看，4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，不及市场预期，较前值涨幅大幅回落7.9个百分点，环比下降7.08%。分三大门类看，4月份，采矿业增加值领涨，同比增长9.5%，较3月增速回落2.7个百分点；制造业下降4.6%，较前值增速大幅回落9.0个百分点，多地疫情对制造业的负面影响显现，也是自2020年4月后首次单月增速落至负值区间；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，增速放缓3.1个百分点。分行业看，4月份，41个大类行业中有18个行业增加值保持同比增长，较3月减少19个行业。其中，仅有煤炭开采和洗选业增长增速在两位数，汽车制造业下降31.8%，专用设备制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的降幅都在5%以上。分产品看，4月份，分产品看，4月份，617种产品中有169种产品产量同比增长，较上月减少135个，其中新能源汽车同比增长42.2%，增速最快，但涨幅较上月回落79.2个百分点；但钢铁、水泥产量继续下降。4月，工业企业产品销售率为96.3%，同比下降1.9个百分点。1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额19555.7亿元，同比增长8.5%。从地区看，4月中西部地区受疫情冲击影响比较小，工业生产继续保持增长，但长三角地区规模以上工业增加值下降14.1%，东北地区工业下降16.9%。当前，工业生产确实面临一定压力，主要表现在市场需求不足、产销衔接水平下降、产业链供应链存在一些堵点、生产循环不畅、生产成本上升、盈利能力下降。

4月份聚集性疫情多地散发，防疫形势较为严峻，供应链及交通物流有受到冲击，供需两端均受到冲击，制造业景气度回落，制造业PMI回落。5月11日，国常会指出4月份经济新的下行压力进一步加大，出台六大方面的举措：一是要求财政货币政策以就业优先为导向，退减税、缓缴社保费、降融资成本等都着力指向稳市场主体、稳岗、稳就业；二是确保粮食产量和供应稳定，夯实稳物价基础；三是确保能源供应，再向中央发电企业拨付500亿元可再生能源补贴；四是继续为企业纾困，对当前有困难的企业，给予住房公积金政策支持；五是抓紧研究养老保险费缓缴政策扩围、延长期限的措施；六是通过发行不动产投资信托基金等方式，盘活基础设施等存量资产。随着疫情得到控制，交通物流逐步打通，生产循环改善，尤其是减税降费、助企纾困政策持续发力，将有助于提振企业信心，预计工业生产将逐步恢复。

图 1：高技术产业增加值增速回落


数据来源: wind、西南证券整理

图 2：三大门类增加值回落


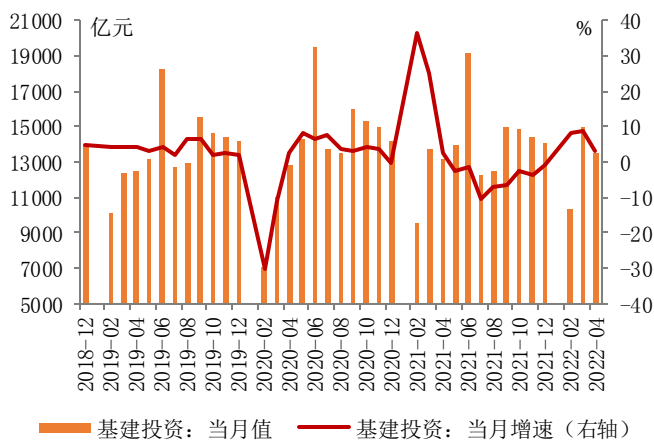
数据来源: wind、西南证券整理

2 专项债后续发行加快有望提振基建投资

1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）153544 亿元，同比增长 6.8%，不及市场预期，主要受疫情负面冲击，增速较前值回落 2.5 个百分点。其中，民间固定资产投资 86872 亿元，同比增长 5.3%，增速回落 3.1 个百分点，回落幅度较整体固定资产投资更大。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.82%，增速较 3 月回落 1.43 个百分点。

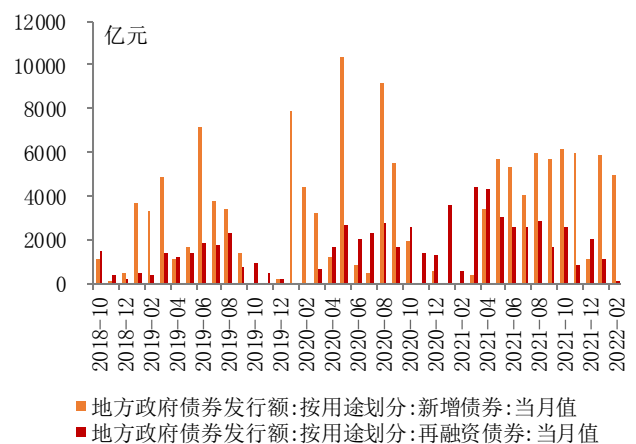
基建投资一定程度受疫情影响增速下滑，后续积极财政政策支持有望回升。1-4 月份基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.5%，低于整体固定资产投资增速 0.3 个百分点，差距进一步缩小，但增速较前值回落 0.4 个百分点；其中，除铁路运输业投资同比下降 7.0% 外，水利管理业、公共设施管理业和道路运输业投资增速分别为 12.0%、7.1% 和 0.4%，四项增速分别较前值回落 4.1、升 2.0、降 1.0 和降 3.2 个百分点。**单月来看**，4 月基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比上涨 2.95%，受疫情影响及 4 月专项债发行较之前有一定程度放缓的影响，虽然基数下降明显，但增速较前值回落 5.83 个百分点。从专项债发行情况来看，今年 1 月、2 月、3 月、4 月地方债的发行规模分别为 6988.57 亿元、5070.95 亿元、6186.67 亿元、2842.06 亿元，4 月地方债发行量和净融资规模环比、同比均有明显收缩。在前期地方新增债发行进展较快下，4 月政府债券融资放缓一定程度上也是为 5 月和 6 月留出发行空间。在投放领域上更向基建领域倾斜。五一假期期间监管部门紧急要求地方进一步加快专项债发行节奏，5 月以来，地方债发行明显提速，据统计 5 月以来地方债已发行 3179.89 亿元，超过 4 月发行总额。我们在专题《疫情之下，如何展望财政加力？》中指出，第二季度的财政支出会有所加快，比重或较一季度提升 3-5 个点至 27-29% 左右，支出规模约 7.2-7.7 万亿，结构上可能会进一步加大对民生领域的支出，除再次发行特别国债的可能性较大之外，第二季度的发行节奏较此前年份更快，按照上半年完成全年限额的 80%-90% 计算，二季度发行量或在 1.67 万亿元-2.04 万亿元。在政策持续助力以及基数持续走低，且天气较好进入建设旺季的作用下，若疫情控制得当，预计基建投资增速将向好。4 月，广义基建投资同比上升 4.35%，较前值增速继续减缓 7.35 个百分点。

图 3：基建投资增速减慢



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：专项债发行规模较大支撑基建投资



数据来源：wind、西南证券整理

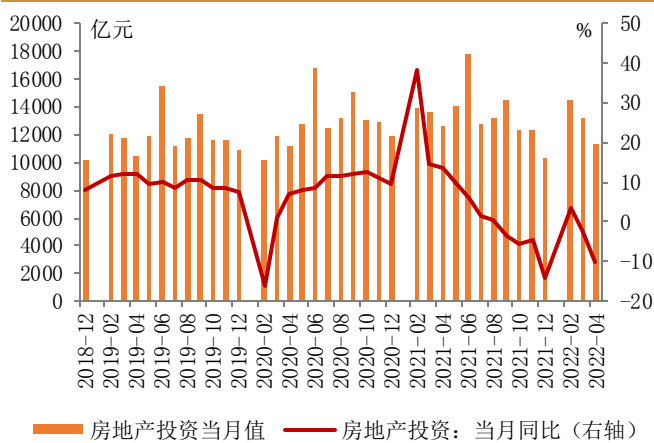
3 房地产开发投资持续回落，疫情影响需求

1-4 月，全国房地产开发投资 39154 亿元，同比下降 2.7%，比 1-3 月增速继续回落 3.4 个百分点，较整体固定资产投资增速慢 9.5 个百分点，也是自 2020 年 6 月以来房地产开发投资累计增速首次跌入负值区间。其中，住宅投资 29527 亿元，下降 2.1%，增速较前值继续回落 2.8 个百分点。从开发和销售数据看，1-4 月份，房地产开发企业房屋施工面积 818588 万平方米，同比持平，增速较前值继续回落 1.0 个百分点；房屋新开工面积 39739 万平方米，下降 26.3%，较前值继续下滑 8.8 个百分点，其中住宅新开工面积同比增速下降 8.1 个百分点至 -28.4%；房屋竣工面积较前值继续下降 0.4 个百分点至 -11.9%。1-4 月份，商品房销售面积 39768 万平方米，同比下降 20.9%，增速较前值大幅回落 7.1 个百分点；其中，住宅销售面积增速继续下降 13.6 个百分点至 -32.2%，对应居民住房贷款减少，与我们上月预期一致，房地产开发投资和居民购房需求短期仍受疫情和预期不佳的制约。单月来看，4 月房地产投资同比下降 10.07%，较前值增速下滑 7.68 个百分点。4 月房屋施工面积、新开工面积、销售面积以及住宅销售面积分别同比下滑 39%、44%、39%和 42%，较前值分别大幅回落 17、22、21 和 19 个百分点，回落幅度较大。

4 月份，各地因城施策优化楼市调控的节奏逐渐加快，更多二线城市加入了放松“三限”的行列，但政策效果尚未明显显现，叠加部分城市疫情反复影响，全国商品住房销售继续走弱。分区域来看，东部、中部、西部和东北部销售（金额和面积）同比跌势均较 1-3 月加大。其中，东部地区受疫情影响，销售降幅仅次于东北地区，但仍是拉动整体销售的主力军。4 月，房地产开发景气指数为 95.89，较 3 月回落 0.77 点，接近低景气水平。4 月，中央及各部委频繁表态维稳房地产市场，支持首套和改善性住房需求，地方政府亦在积极落实因城施策。根据不完全统计，2022 年以来全国已有超 100 城优化调整房地产政策超 200 次，尤其 4 月以来，各地出台政策的节奏明显加快，4 月有超 70 城出台政策百余次，明显高于 1-3 月，且政策进一步向优化限购、限贷、限售等方面延伸，城市向热点一、二线、长三角等热点区域扩围。5 月 15 日，央行、银保监会发布关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知，明确对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限 LPR 减 20 个基点；自 3 月至 4 月中旬，全国已经有一百多个城市的

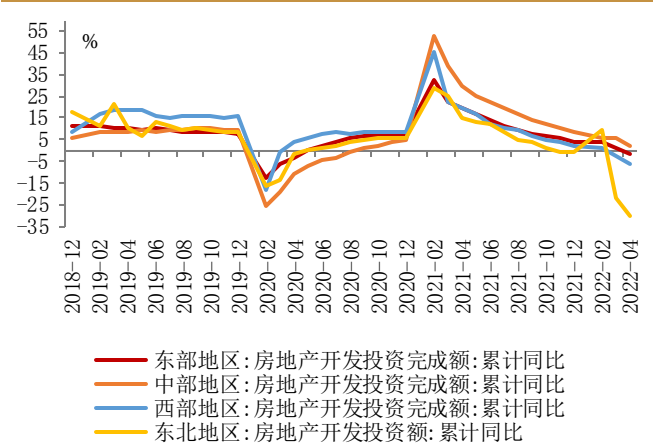
银行根据市场变化和自身经营情况，自主下调了房贷利率，平均幅度在 20 个基点到 60 个基点不等。后续随着疫情的缓解，政策提振效果显现，房地产市场有望企稳回暖。

图 5：房地产开发投资增速继续下降



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：各地房地产开发投资增速下降

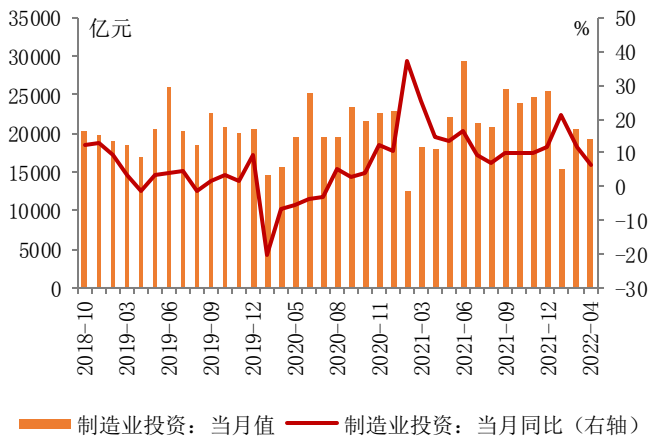


数据来源：wind、西南证券整理

4 稳增长政策助力制造业投资触底回升

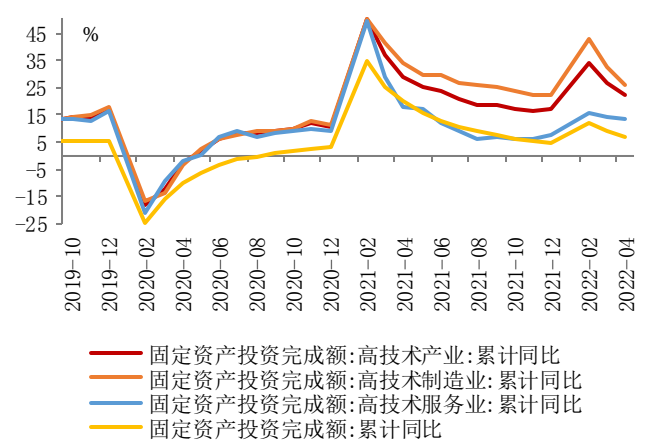
1-4 月，制造业投资增长 12.2%，拉动全部投资增长 2.9 个百分点，较整体固定资产投资增速高 5.4 个百分点，在三大投资者中增速最快，但较前值回落 3.4 个百分点。其中，装备制造业投资增长 22.9%，消费品制造业投资增长 21.6%，原材料制造业投资增长 13.2%。从行业看，除化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业、通用设备制造业增速微升之外，其他 10 个分行业 1-4 月投资增速较前值都有回落，国内多地散点疫情也对企业及供应链产生负面影响。其中，专用设备制造业投资在 1-4 月增长 22.1%，较前值增速回落 4.6 个百分点。1-4 月份，高技术产业投资同比增长 22.0%，拉动全部投资增长 1.7 个百分点。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 25.9%、13.2%；高技术制造业中，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 30.8%、29.4%、21.4%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业、研发设计服务业投资分别增长 35.6%、21.9%、21.1%。社会领域投资增长 14.4%，其中卫生、教育投资分别增长 24.9%、12.5%。4 月单月，制造业投资同比增速较前值下滑 7.94 个百分点至 4%，其中高技术制造业增加值也同比增长 4%。在国内疫情复杂严峻及国外地缘政治冲突影响下，4 月份工业生产承压明显，4 月制造业 PMI 为 47.4%，比上月下降 2.1 个百分点，低于临界点，制造业总体景气水平继续回落。受疫情影响，一些制造业企业生产经营困难增加，但近期各地区各部门落实促进工业经济平稳增长政策，大力推动重大制造业投资项目开工建设，实施大规模增值税留抵退税政策也有利于增强企业发展信心，制造业投资增长后续有支撑。

图 7：制造业投资增速有所回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：高技术制造业增速回落



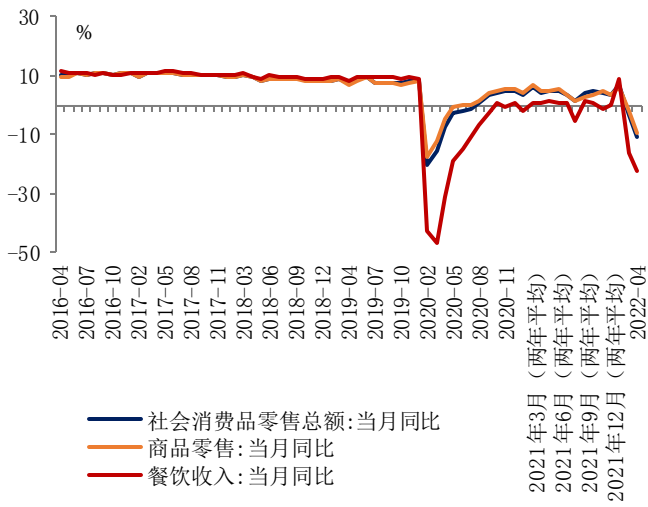
数据来源：wind、西南证券整理

5 消费增速继续放缓，餐饮及非必选消费下滑较多

消费市场受疫情冲击明显，线上零售保持增长。1-4 月，社会消费品零售总额 138142 亿元，同比下降 0.2%。按消费类型看，1-4 月商品零售同比增长 0.4%，增速较前值回落 3.2 个百分点；在疫情冲击下，餐饮收入同比下降 5.1%。按消费方式分，1-4 月全国网上零售额 38692 亿元，同比增长 3.3%，较前值回落 3.3 个百分点。其中，实物商品网上零售额 32887 亿元，同比增速较前值下滑 3.6 个百分点至 5.2%，占社会消费品零售总额的比重为 23.8%，散点疫情下更多的消费者转移到线上消费，占比较前值上升 0.6 个百分点；在实物商品网上零售额中，吃类、用类商品分别增长 12.9%、6.3%，穿类下降 1.7%。按商品类别分，在需求支撑下基本生活类商品销售良好，限额以上单位粮油食品类、饮料类和烟酒类商品零售额分别增长 9.5%、10.4%和 7.8%；升级类商品销售回落明显，家用电器和音像器材类、金银珠宝类商品零售额分别增长 2.4%、0.2%。

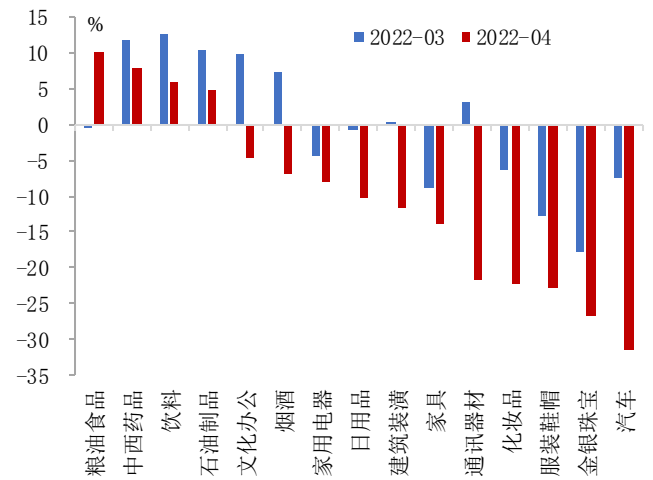
单月来看，4 月，社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%，较前值回落 7.6 个百分点，疫情的负面影响表现明显。从消费类型看，商品零售同比下降 9.7%，增速较前值回落 7.6 个百分点；餐饮收入同比下降 22.7%，增速较前值回落 6.3 个百分点，受疫情影响较严重。从商品类别看，4 月份限额以上单位 15 个商品类别中 4 类零售额同比保持正增长，较 3 月份减少 4 类，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额同比增长 10%、6%，增速较 3 月分别下降 2.5、6.6 个百分点；烟酒类零售额同比下降 7.0%，增速较 3 月下降 14.2 个百分点。升级类产品消费增速大多回落，文化办公用品类同比减少 4.8%，较前值回落 14.6 个百分点，服装、鞋帽、针纺织品类、化妆品类和金银珠宝类零售同比增速大幅下降，分别回落 10.2、16 和 8.8 个百分点至 -22.8%、-22.3%和 -26.7%，与女性相关的非必选消费下降程度较多。受房市不景气影响，相关的家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类的增速回落明显；另外，汽车类消费同比下降 31.6%，较前值回落 24.1 个百分点，石油及制品类商品零售额同比增速也回落 5.8 个百分点至 4.7%。从地区来看，受疫情冲击比较严重的长三角和东北地区限额以上单位消费品零售额同比下降幅度均超过 30%。总的来看，4 月份消费下降主要是受到疫情短期冲击影响，4 月中下旬以来，国内疫情整体趋于下降，上海和吉林的疫情逐步好转，后续若疫情控制有效，生产生活秩序恢复到正常的状态，前期被压抑的消费会逐步得到释放。

图 9：社零总额增速继续回落



数据来源: wind、西南证券整理

图 10：主要品类消费月度同比增速对比



数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn