

## 疫情冲击严重，4月或为全年经济数据低点—— 2022年4月经济数据点评

2022年5月16日

### ➤ 事件：

1—4月，社消总额同比-0.2%，较前3月-3.47PCTS，单独4月，社消总额同比-11.1%，较3月-7.57PCTS；1—4月，固投（不含农户）同比+6.8%（较前3月-2.5PCTS），其中，制造业+12.2%（较前3月-3.4PCTS）、房地产-2.7%（较前3月-3.4PCTS）、基建+8.26%（较前3月-2.22PCTS）；1—4月，规上工业增加值同比+4.0%（较前3月-2.5PCTS）。单独4月，工业增加值同比-2.9%（较3月-7.9PCTS）。

### ➤ 总体观点：

#### （1）疫情严重影响之下，消费萎缩超市场预期

2022年4月，社会消费品零售总额同比-11.1%（市场预期-5.9%），继上月之后继续同比为负（上月为2020年8月以来首次为负），且萎缩幅度加深，同比增速较上月-7.57PCTS。总体上，4月因疫情防控形势较3月更为严峻，社零受到的拖累较3月更明显。5月开始，疫情有所缓和，疫情最严重的上海已经制定详细复工复产方案。从10大城市地铁客流量来看，有6个城市5月第二周客流量同比降幅较第一周下降，疫情影响在减退。但另一方面，5月第一周和第二周10大城市合并客流量同比分别为-52.0%和-49.7%，表明截止目前疫情对居民出行的影响依然比较大。与4月相比，5月社零大概率出现边际改善，但预计较难回到今年前2月的水平，消费较大幅度的回暖仍需时日。

#### （2）4月固投降速，房地产投资拖累作用明显

2022年1—4月，固投同比+6.8%，略超市预期的6.5%，较1—3月-2.5PCTS。单独4月看，固投同比+1.8%，较3月-4.8PCTS，其中，制造业投资同比+6.39%（较3月-5.55PCTS）、基建投资同比+4.35%（较3月-7.45PCTS）、房地产开发投资同比-10.07%（较3月-7.68PCTS）。4月，房地产投资带动固投下行2.67PCTS，制造业投资和基建投资分别带动固投上行2.42PCTS和1.45PCTS，房地产投资的加速下行，叠加制造业投资和基建投资增速不同程度的趋缓，带动固投增速较3月趋缓。

#### ——2022年4月制造业投资增速较3月降低，主因疫情冲击和原材料价格高位运行：

2022年1—4月，制造业投资同比+12.2%，高于固投总体的+6.8%，历史数据看，这一增速高于疫情前2015—2019年历年前4月制造业投资同比增速。但是单独4月看，制造业投资+6.39%，较3月-5.55PCTS，也带动1—4月制造业投资同比增速较1—3月-3.40PCTS。4月制造业投资增速的下降，主要原因在于疫情冲击和原材料价格高位运行下制造业的预期边际转弱，投资需求受到压制。往后看，5月开始，疫情已现缓和趋势。从高频数据看，公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数及整车货运流量指数等物流指数自4月中下旬以来持续改善，物流阻塞对制造业生产和需求的干扰持续减弱，制造业预期有望边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计制造业投资仍将保持较强的韧性。

#### ——4月房地产投资下行幅度加大，继续拖累固投增速：

2022年1—4月房地产开发投资同比-2.7%，较前3月-3.4PCTS，单独4月，房地产投资同比-10.07%，较3月-7.68PCTS。4月房地产投资数据继续筑底，除房屋竣工下滑幅度略有减小外，无论是房企施工、居民购房或是房企购地均呈现继续下滑态势。2022年1—4月，房企开发到位资金及其组成部分国内贷款、定金及预收款下滑幅度进一步加深，表明居民购房热情仍然不高（与2022年4月负增长的居民房贷相互印证），房企获取资金能力仍然在走弱。今年以来各地纷纷出台楼市松绑政策，但从房地产投资相关数据看，政策效果尚未显现。5月前两周，30大中城市商品房成交面积、100大中城市土地成交面积仍在同比下滑，下滑幅度均超过4月水平，居民购房和房地产商购地仍然不积极，此外，100大中城市成交土地溢价率也低于去年较多，5月房地产投资或仍难以企稳。5月15日，人民银行、

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

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。通知明确，对于贷款购买普通自住住房的居民家庭，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贷款市场报价利率减 20 个基点。此次下调利率有助于激发部分刚需购房需求，政策的具体效果仍需观察。若地产投资持续加速下行，后期不排除有更大的放松调控措施出台的可能。

#### ——4 月基建投资增速下降，后续无忧：

2022 年 1-4 月，基建投资同比+8.26%，较前 3 月-2.22PCTS。单独 4 月，基建投资同比+4.35%，较 3 月-7.45PCTS。4 月基建投资增速的下行，一方面与前 3 月存在一定“抢跑”，挤压 4 月基建份额有关，同时也受到疫情发酵，开工受限的影响（4 月建筑业商务活动指数 52.7%，较 3 月-5.4PCTS）。往后看，基建投资增速无忧。财政部要求 6 月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，在假设对应的发行完成度为 70%到 90%之间的情况下，5 月和 6 月总计发行专项债大概在 1.21 万亿元到 1.94 元之间，平均每月 0.60 万亿元到 0.97 万亿元。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

#### （3）疫情冲击之下，4 月工业增加值同比负增长

2022 年 1-4 月，工业增加值同比+4.0%，较前 3 月-2.5PCTS。单独 4 月，工业增加值同比-2.9%（市场预期+1.1%），为 2020 年 4 月以来首次为负。疫情冲击之下，制造业增加值同比的负增长是 4 月工业增加值同比为负的主因。4 月，随着上海开始实质性封城以及全国多个城市疫情加剧，全国物流网络受到较大程度影响，PMI 供货商配送时间指数录得 37.2%，为仅次于疫情爆发的 2020 年 2 月（2020 年 2 月 PMI 供货商配送时间指数 32.1%）的历史第 2 低位。统计局表示，不少企业反映物流运输困难加大，甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅，上下游相关企业生产经营均受到较大影响。制造业处在产业链下游，受到的影响更大，制造业增加值的同比下行，最终带动了 4 月工业增加值同比为负。往后看，5 月开始疫情已现缓和趋势，高频物流指数自 4 月中下旬以来也在持续改善，疫情对工业生产的扰动缓解之下，预计 5 月工业增加值同比有望转正。

#### （4）4 月经济数据或为全年低点，财政政策发力迫切性凸显

4 月经济数据的下滑市场已有一定的预期，工业生产、消费、地产销售及投资等数据的走弱与此前公布的信贷数据之间相互印证。经济下行压力持续加大之下，稳增长政策需要持续发力。从 4 月金融数据看，居民和企业信用扩张动力受限，为实现稳增长，政府需通过资产负债表扩张稳增长，货币政策层面亦需给予配合。央行近期首提“宏观杠杆率会有所上升”，或预示着未来边际上加大货币宽松力度。但中美周期错配和目前货币市场利率已处低位之下，盲目宽松效果存疑。5 月 16 日，央行对 MLF 进行等量平价续作，未来央行进一步宽松的时点，或在疫情相对稳定，实体经济内在融资需求复苏后。在货币政策相对受限的情况下，财政政策发力的迫切性进一步凸显，预计后续政府财政积极加杠杆，通过政府资产负债表扩张来稳住需求。经济数据上，基于全国疫情 4 月中旬以来持续缓和，4 月数据有望成为低点，后续逐步修复。

## 1、消费：疫情严重影响之下，消费萎缩超市场预期

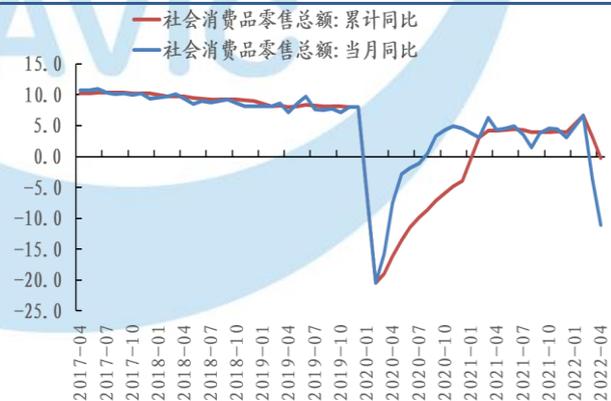
2022年4月社零环比-0.69%，是有记录以来（2011年2月以来）4月社零环比首次为负（上月为有记录以来3月社零环比首次为负）。2022年4月，社会消费品零售总额同比-11.1%（市场预期-5.9%），继上月之后继续同比为负（上月为2020年8月以来首次为负），且萎缩幅度加深，同比增速较上月-7.57PCTS。其中，城镇社零同比-11.3%（较上月-7.75PCTS）、乡村社零同比-9.8%（较上月-6.46PCTS）、商品零售同比-9.7%（较上月-7.59PCTS）、餐饮收入同比-22.7%（较上月-6.32PCTS），限额以上社零同比-14.0%（较上月-12.6PCTS）。

分商品类别，从对限额以上商品零售的拉动作用来看，本月初粮油和食品、石油及制品、中西药品和饮料类对限额以上商品零售拉动为正，其余项均对限额以上商品零售有不同拖累，其中汽车类和服装鞋帽针织品类拖累较明显，分别负向拉动限额以上商品零售9.93PCTS和1.96PCTS。今年4月限额以上15类商品中，有11类商品同比增速为负，全部商品均较3月增速下行。

总体上，4月因疫情防控形势较3月更为严峻，社零受到的拖累较3月更明显。4月10大城市的地铁客流量较去年同期总体下滑46.1%，除地铁几乎停止运营的上海外，下降最少的重庆降幅12.2%，下降幅度最大的苏州降幅达67.7%。在居民出行严重受限的情况下，消费场景严重缺失，尤其是依赖人群聚集的餐饮、旅游等服务性行业，受到的影响更大。旅游数据看，五一五天假期，全国国内旅游出游人数同比减少30.2%，仅为疫情前同期的66.8%，国内旅游收入同比减少42.9%，仅为疫情前同期的44.0%。居民的消费同时也是很大一部分居民的收入，在消费不足的情况下，居民收入也受到影响，预期转弱，反过来进一步抑制居民消费意愿。

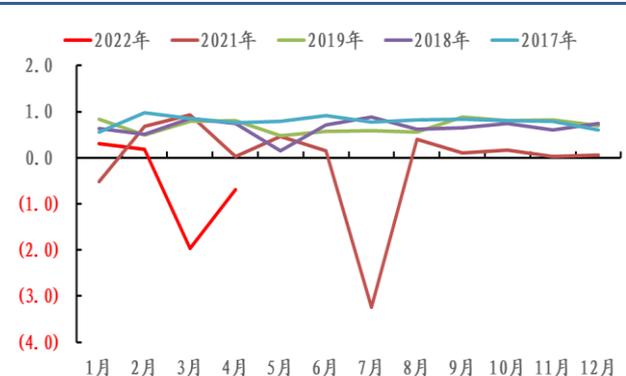
5月开始，疫情有所缓和，疫情最严重的上海已经制定详细复工复产方案。从10大城市地铁客流量来看，有6个城市5月第二周客流量同比降幅较第一周下降，疫情影响在减退。但另一方面，5月第一周和第二周10大城市合并客流量同比分别为-52.0%和-49.7%，表明截止目前疫情对居民出行的影响依然比较大。与4月相比，5月社零大概率出现边际改善，但预计较难回到今年前2月的水平，消费较大幅度的回暖仍需时日。

图表1：社零同比增速走势（%）



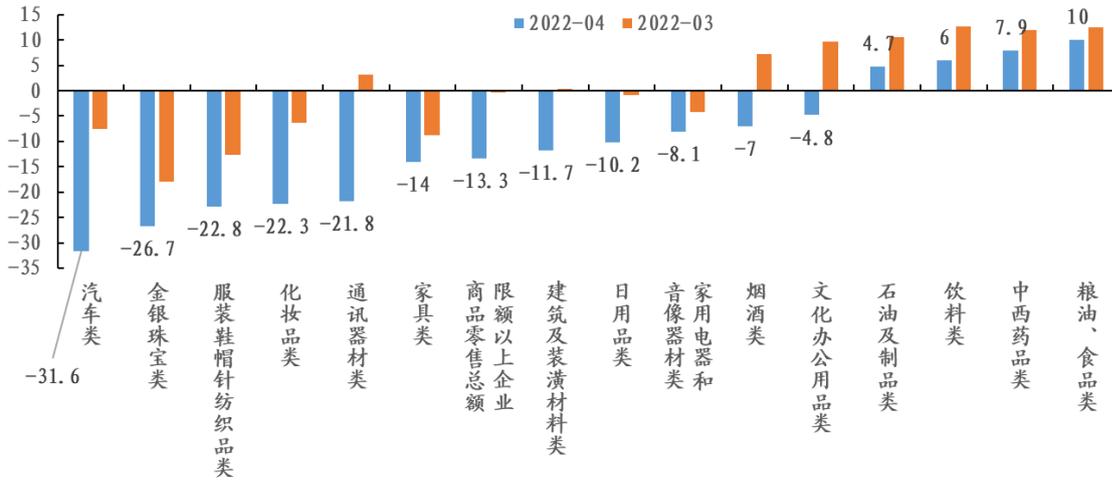
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图表2：社零环比走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 3: 今年 4 月和 3 月限额以上各类商品销售增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 4: 主要零售商品类别对限额以上企业商品零售额当月增速的拉动

| 商品类别         | 2022-04 | 2022-03 | 2022-02 | 2021-12 | 2021-11 | 2021-10 | 2021-09 | 2021-08 | 2021-07 | 2021-06 | 2021-05 | 2021-04 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 粮油、食品类       | 1.03%   | 0.91%   | 0.97%   | 1.09%   | 1.38%   | 1.04%   | 1.00%   | 0.97%   | 1.18%   | 1.54%   | 1.10%   | 0.73%   |
| 石油及制品类       | 0.55%   | 3.34%   | 3.03%   | 1.88%   | 2.75%   | 3.59%   | 2.14%   | 1.70%   | 3.33%   | 2.63%   | 2.56%   | 2.51%   |
| 中西药品类        | 0.31%   | 0.33%   | 0.28%   | 0.33%   | 0.32%   | 0.21%   | 0.32%   | 0.37%   | 0.34%   | 0.32%   | 0.28%   | 0.34%   |
| 饮料类          | 0.10%   | 0.20%   | 0.21%   | 0.18%   | 0.24%   | 0.15%   | 0.19%   | 0.21%   | 0.38%   | 0.51%   | 0.32%   | 0.37%   |
| 文化办公用品类      | -0.11%  | 0.30%   | 0.25%   | 0.19%   | 0.52%   | 0.27%   | 0.58%   | 0.51%   | 0.37%   | 0.72%   | 0.29%   | 0.17%   |
| 家具类          | -0.15%  | -0.07%  | -0.06%  | -0.04%  | 0.07%   | 0.03%   | 0.04%   | 0.07%   | 0.13%   | 0.15%   | 0.13%   | 0.22%   |
| 建筑及装潢材料类     | -0.16%  | 0.08%   | 0.06%   | 0.10%   | 0.17%   | 0.16%   | 0.16%   | 0.17%   | 0.15%   | 0.24%   | 0.25%   | 0.36%   |
| 烟酒类          | -0.20%  | 0.39%   | 0.52%   | 0.23%   | 0.35%   | 0.40%   | 0.53%   | 0.38%   | 0.40%   | 0.48%   | 0.40%   | 0.57%   |
| 家用电器和音像器材类   | -0.44%  | 0.72%   | 0.64%   | -0.39%  | 0.47%   | 0.52%   | 0.36%   | -0.31%  | 0.52%   | 0.73%   | 0.20%   | 0.36%   |
| 日用品类         | -0.47%  | 0.49%   | 0.51%   | 0.78%   | 0.43%   | 0.16%   | 0.02%   | -0.01%  | 0.50%   | 0.58%   | 0.51%   | 0.79%   |
| 金银珠宝类        | -0.48%  | 0.28%   | 0.45%   | 0.00%   | 0.10%   | 0.22%   | 0.35%   | 0.15%   | 0.24%   | 0.40%   | 0.57%   | 0.72%   |
| 化妆品类         | -0.51%  | 0.19%   | 0.17%   | 0.05%   | 0.30%   | 0.17%   | 0.09%   | 0.00%   | 0.06%   | 0.36%   | 0.37%   | 0.41%   |
| 通讯器材类        | -0.81%  | 0.21%   | 0.01%   | 0.02%   | 0.02%   | 1.32%   | 0.74%   | -0.63%  | 0.00%   | 0.73%   | 0.30%   | 0.53%   |
| 服装鞋帽、针、纺织品类  | -1.96%  | 0.37%   | 0.47%   | -0.23%  | -0.05%  | -0.34%  | -0.42%  | -0.50%  | 0.52%   | 1.07%   | 1.12%   | 2.42%   |
| 汽车类          | -9.93%  | 1.17%   | 1.14%   | -2.40%  | -2.58%  | -3.59%  | -3.74%  | -2.29%  | -0.57%  | 1.34%   | 1.98%   | 5.03%   |
| 限额以上企业商品零售总额 | -13.30% | 9.10%   | 9.10%   | 1.70%   | 4.50%   | 4.70%   | 2.70%   | 0.30%   | 7.70%   | 12.30%  | 11.10%  | 16.40%  |

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 5: 今年和去年十大城市地铁客运量对比 (单位: 万人次)

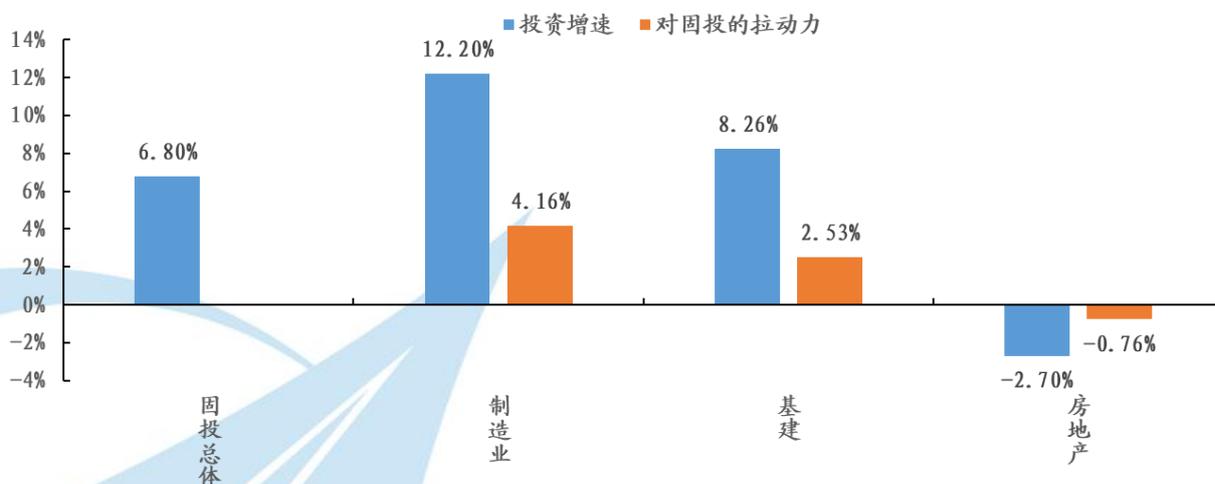
|         | 合计      |         | 北京      |        | 上海     |        | 广州     |        | 成都     |        | 南京     |        | 武汉    |        | 西安    |        | 苏州    |       | 郑州    |       | 重庆     |        |
|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
|         | 2022    | 2021    | 2022    | 2021   | 2022   | 2021   | 2022   | 2021   | 2022   | 2021   | 2022   | 2021   | 2022  | 2021   | 2022  | 2021   | 2022  | 2021  | 2022  | 2021  | 2022   | 2021   |
| 5月第二周   | 17,298  | 34,364  | 1,810   | 6,656  | 0.32   | 7,426  | 4,319  | 6,149  | 3,418  | 3,715  | 1,416  | 1,899  | 1,886 | 2,029  | 1,876 | 2,305  | 466   | 784   | 171   | 1,118 | 1,936  | 2,285  |
| 5月第一周   | 15,977  | 33,277  | 1,833   | 5,785  | 1.05   | 6,490  | 3,896  | 5,994  | 3,065  | 3,647  | 1,250  | 2,081  | 1,624 | 2,308  | 1,821 | 2,538  | 283   | 899   | 193   | 1,175 | 2,011  | 2,361  |
| 4月第四周   | 21,009  | 37,540  | 4,603   | 7,254  | 0.89   | 7,926  | 4,789  | 6,532  | 3,639  | 4,072  | 1,341  | 2,229  | 1,629 | 2,407  | 1,875 | 2,574  | 258   | 881   | 680   | 1,247 | 2,193  | 2,417  |
| 4月第三周   | 18,757  | 34,853  | 5,516   | 6,727  | 0.96   | 7,465  | 3,356  | 6,213  | 3,176  | 3,759  | 1,201  | 2,043  | 1,282 | 2,099  | 1,311 | 2,314  | 171   | 831   | 649   | 1,148 | 2,093  | 2,255  |
| 4月第二周   | 18,072  | 35,218  | 5,413   | 6,718  | 1.06   | 7,372  | 2,873  | 6,247  | 2,844  | 3,823  | 1,104  | 2,089  | 1,489 | 2,174  | 1,348 | 2,477  | 303   | 827   | 681   | 1,193 | 2,016  | 2,298  |
| 4月第一周   | 18,800  | 34,528  | 4,626   | 6,328  | 1.02   | 7,049  | 4,436  | 6,020  | 2,417  | 3,848  | 953    | 2,227  | 1,906 | 2,249  | 1,678 | 2,420  | 370   | 879   | 603   | 1,234 | 1,810  | 2,274  |
| 3月第五周   | 23,428  | 35,437  | 6,007   | 6,643  | 529    | 7,398  | 5,119  | 6,301  | 3,823  | 3,959  | 916    | 2,176  | 2,105 | 2,212  | 1,791 | 2,358  | 459   | 835   | 720   | 1,218 | 1,958  | 2,337  |
| 3月第四周   | 21,274  | 34,906  | 5,104   | 6,528  | 1,372  | 7,455  | 4,477  | 6,171  | 3,613  | 3,791  | 588    | 2,159  | 1,839 | 2,238  | 1,449 | 2,314  | 392   | 827   | 704   | 1,178 | 1,737  | 2,247  |
| 3月第三周   | 22,299  | 33,927  | 5,165   | 6,147  | 2,033  | 7,224  | 4,536  | 6,357  | 3,664  | 3,702  | 1,060  | 2,050  | 1,826 | 2,113  | 968   | 2,256  | 440   | 786   | 870   | 1,125 | 1,738  | 2,167  |
| 3月第二周   | 29,030  | 33,451  | 5,905   | 5,860  | 5,641  | 7,099  | 5,381  | 6,344  | 3,495  | 3,656  | 1,900  | 1,946  | 1,417 | 2,088  | 1,423 | 2,296  | 613   | 765   | 958   | 1,132 | 2,297  | 2,264  |
| 3月第一周   | 31,156  | 32,058  | 5,968   | 5,640  | 7,176  | 6,838  | 5,753  | 5,934  | 2,996  | 3,634  | 1,951  | 1,862  | 1,372 | 1,961  | 2,146 | 2,173  | 480   | 733   | 980   | 1,068 | 2,335  | 2,215  |
| 4月合计    | 76,638  | 142,138 | 20,158  | 27,027 | 4      | 29,812 | 15,454 | 25,012 | 12,076 | 15,502 | 4,598  | 8,588  | 6,306 | 8,929  | 6,213 | 9,786  | 1,103 | 3,418 | 2,613 | 4,822 | 8,113  | 9,243  |
| 3月合计    | 127,187 | 169,779 | 28,149  | 30,818 | 16,751 | 36,014 | 25,266 | 31,107 | 17,590 | 18,741 | 6,416  | 10,194 | 8,559 | 10,613 | 7,778 | 11,397 | 2,383 | 3,946 | 4,233 | 5,721 | 10,063 | 11,229 |
| 5月第二周同比 | -49.7%  | -72.8%  | -100.0% | -29.8% | -8.0%  | -25.4% | -7.0%  | -18.6% | -40.6% | -84.7% | -15.3% |        |       |        |       |        |       |       |       |       |        |        |
| 5月第一周同比 | -52.0%  | -68.3%  | -100.0% | -35.0% | -15.9% | -40.0% | -29.6% | -28.2% | -68.6% | -83.5% | -14.8% |        |       |        |       |        |       |       |       |       |        |        |
| 4月第四周同比 | -44.0%  | -36.5%  | -100.0% | -26.7% | -10.6% | -39.9% | -32.3% | -27.1% | -70.7% | -45.5% | -9.2%  |        |       |        |       |        |       |       |       |       |        |        |
| 今年4月同比  | -46.1%  | -25.4%  | -100.0% | -38.2% | -22.1% | -46.5% | -29.4% | -36.5% | -67.7% | -45.8% | -12.2% |        |       |        |       |        |       |       |       |       |        |        |
| 今年3月同比  | -25.1%  | -8.7%   | -53.5%  | -18.8% | -6.1%  | -37.1% | -19.3% | -31.8% | -39.6% | -26.0% | -10.4% |        |       |        |       |        |       |       |       |       |        |        |

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 黄色代表今年较去年人流量少, 绿色代表去年较今年人流量少, 每周时间取值为周日到周六)

## 2、固定资产投资: 4月固投降速, 房地产投资拖累作用明显

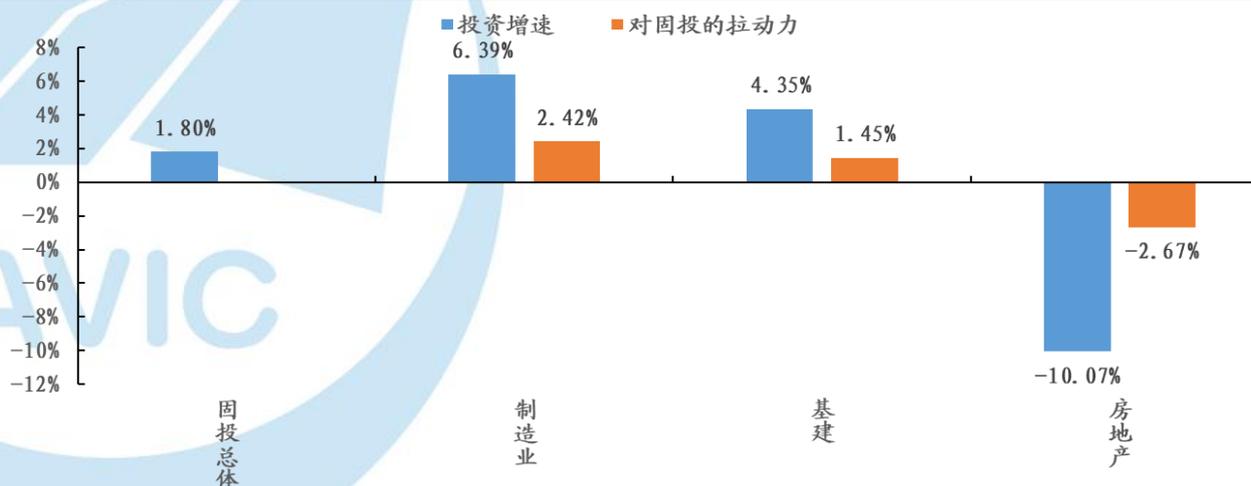
2022年1-4月，固投同比+6.8%，略超市场预期的6.5%，较前3月-2.5PCTS。其中，制造业投资同比+12.2%（较前3月-3.4PCTS）、基建投资同比+8.26%（较前3月-2.22PCTS）、房地产投资同比-2.7%（较前3月-3.4PCTS）。单独4月看，固投同比+1.8%，较3月-4.8PCTS，其中，制造业投资同比+6.39%（较3月-5.55PCTS）、基建投资同比+4.35%（较3月-7.45PCTS）、房地产开发投资同比-10.07%（较3月-7.68PCTS）。4月，房地产投资带动固投下行2.67PCTS，制造业投资和基建投资分别带动固投上行2.42PCTS和1.45PCTS，房地产投资的加速下行，叠加制造业投资和基建投资增速不同程度的趋缓，带动固投增速较3月趋缓。

图表6：2022年1-4月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

图表7：2022年4月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

### 2.1、2022年4月制造业投资增速较3月降低，主因疫情冲击和原材料价格高位运行

2022年1-4月，制造业投资同比+12.2%，高于固投总体的+6.8%，历史数据看，这一增速高于疫情前2015-2019年历年前4月制造业投资同比增速。但是单独4月看，制造业投资+6.39%，较3月-5.55PCTS，带动1-4月制造业投资同比增速较1-3月-3.40PCTS。

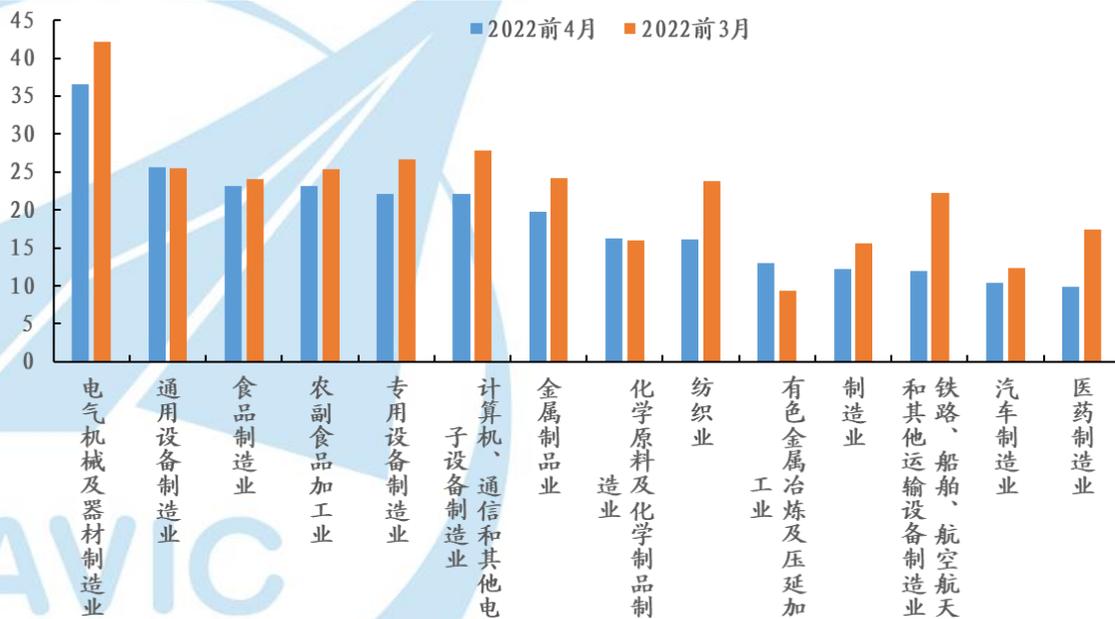
分子行业看，已公布投资增速的制造业13个子行业中，除有色金属冶炼及压延、化学原料及制品制

造业和通用设备制造业之外，其余行业4月累计同比投资增速均较3月不同程度下滑。此外，4月高技术制造业累计同比增速+25.9%，仍然高于制造业投资总体增速，对制造业投资总体增速具有一定向上拉动作用。

总体来看，4月制造业投资增速的下降，主要原因在于疫情冲击和原材料价格高位运行下制造业的预期边际转弱，投资需求受到压制：2022年4月官方制造业PMI录得47.4%，较上月-2.1PCTS，自去年11月以来，继上月之后第2次位于荣枯线之下，录得2020年3月以来最低值。4月较3月进一步加剧的疫情及伴随的封控措施严重影响了物流流通，物流的阻塞之下，企业原材料获取受限，产成品库存积压，部分企业减产停产，生产明显下降，市场需求走低，最终导致了4月制造业景气度下滑严重。此外，4月原材料价格继续高位运行，下游企业成本压力仍然很大，下游制造业企业投资趋于谨慎。

往后看，5月开始，疫情已现缓和趋势。从高频数据看，公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数及整车货运流量指数等物流指数自4月中下旬以来持续改善，物流阻塞对制造业生产和需求的干扰持续减弱，制造业预期有望边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计制造业投资仍将保持较强的韧性。

图表8：4月多数子行业累计投资增速较3月下行（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

## 2.2、4月房地产投资下行幅度加大，继续拖累固投增速

2022年1-4月房地产开发投资同比-2.7%，较前3月-3.4PCTS，对前4月固投负向拉动0.76PCTS。2022年1-4月，房屋竣工面积、施工面积和新开工面积同比分别为-11.9%（较前3月-0.4PCTS）、0（较前3月-1.0PCTS）和-26.3%（较前3月-8.8PCTS）。单独4月，房地产投资同比-10.07%，较3月-7.68PCTS，房屋竣工面积、施工面积和新开工面积同比分别为-14.19%（较3月+1.3PCTS）、-38.72%（较3月-17.24PCTS）和-44.19%（较3月-21.95PCTS），除竣工面积下滑幅度略有减小外，施工面积和新开工面积下滑幅度均加深。销售数据看，1-4月商品房销售面积同比-20.9%（较前3月-7.1PCTS），单独4月为-

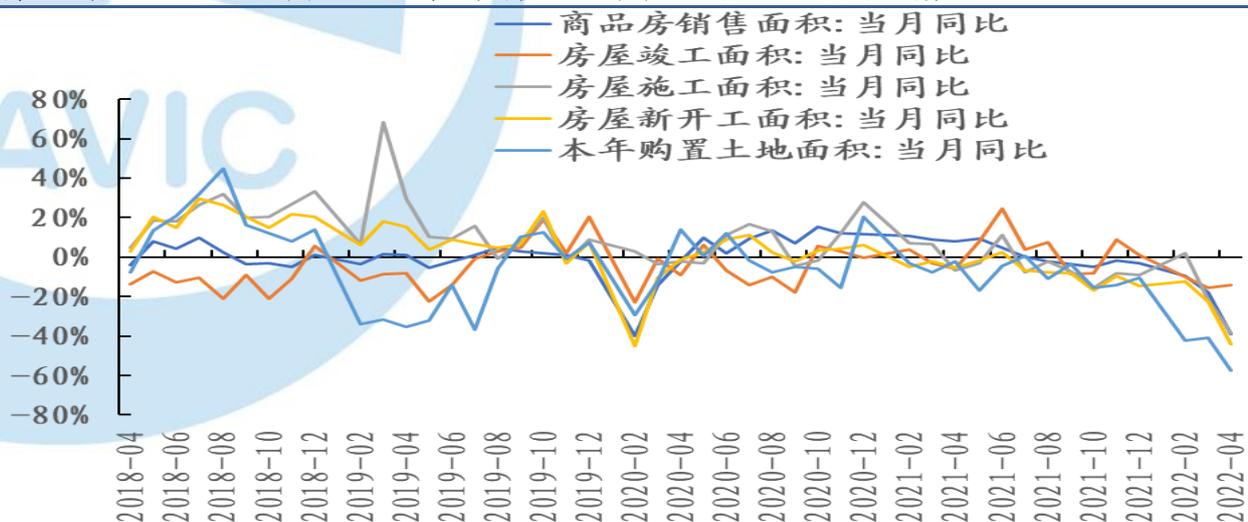
39.0% (较 3 月-21.29PCTS)。土地购置面积上看, 1-4 月同比-46.5% (较前 3 月-4.7PCTS), 单独 4 月为-57.29% (较 3 月-16.34PCTS)。

总体上, 4 月房地产投资数据继续筑底, 除房屋竣工下滑幅度略有减小外, 无论是房企施工、居民购房或是房企购地均呈现继续下滑态势。2022 年 1-4 月, 房企开发到位资金同比-23.6%, 下滑幅度较前 3 月的-19.6%进一步加深, 其中国内贷款同比-24.4% (较前 3 月-0.9PCTS), 定金及预收款同比-37.0% (较前 3 月-6.0PCTS), 表明居民购房热情仍然不高 (与 2022 年 4 月负增长的居民房贷相互印证), 房企获取资金能力仍然在走弱。

今年以来各地纷纷出台楼市松绑政策, 政策内容主要涉及取消/放松限购及限售、降首付比例、降低房贷利率、公积金贷款优惠、购房补贴、房企资金支持等。但从房地产投资相关数据看, 政策效果尚未显现。5 月前两周, 30 大中城市商品房成交面积、100 大中城市土地成交面积仍在同比下滑, 下滑幅度均超过 4 月水平, 居民购房和房地产商购地仍然不积极, 此外, 100 大中城市成交土地溢价率也低于去年较多, 5 月房地产投资或仍难以企稳。

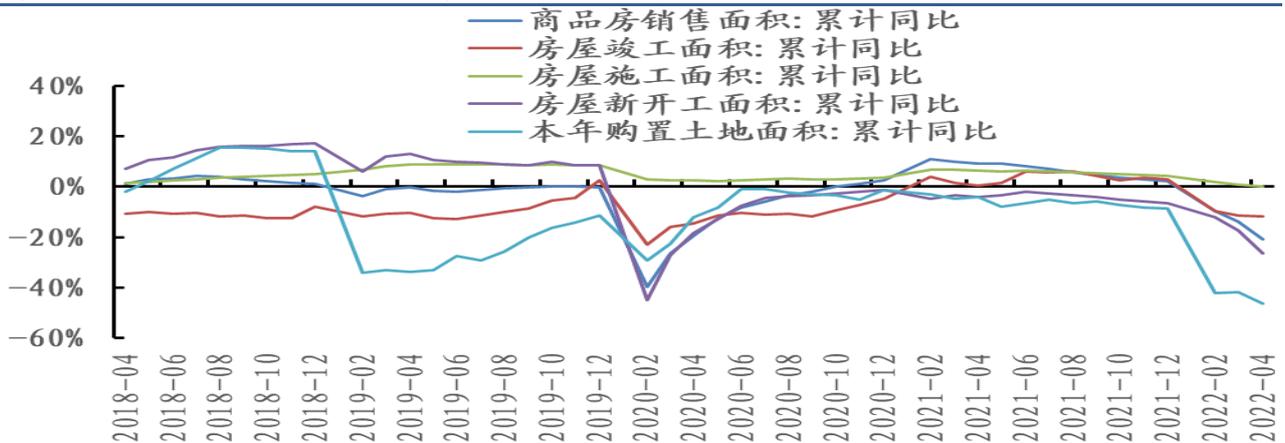
政策层面, 4 月 29 日政治局会议再次提出坚持“房住不炒”, 但提出支持各地从当地实际出发完善房地产政策, 支持刚性和改善性住房需求, 优化商品房预售资金监管, 促进房地产市场平稳健康发展, 总体基调与 4 月 19 日人民银行、银保监会联合召开的金融支持实体经济座谈会上对房地产的定位相近。此次会议关于房地产的表态是中央层面对前期多地房地产调控边际放松措施的进一步认可, 预示着调控放松预计还将在更大范围内扩散, 放松力度也可能进一步增强。5 月 15 日, 人民银行、银保监会发布关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知。通知明确, 对于贷款购买普通自住住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。此次下调利率有助于激发部分刚需购房需求, 政策的具体效果仍需观察。若房地产投资持续加速下行, 后期不排除有更大的放松调控措施出台的可能。

图表 9: 房屋施工、竣工、新开工面积, 商品房销售面积及本年土地购置面积当月同比走势



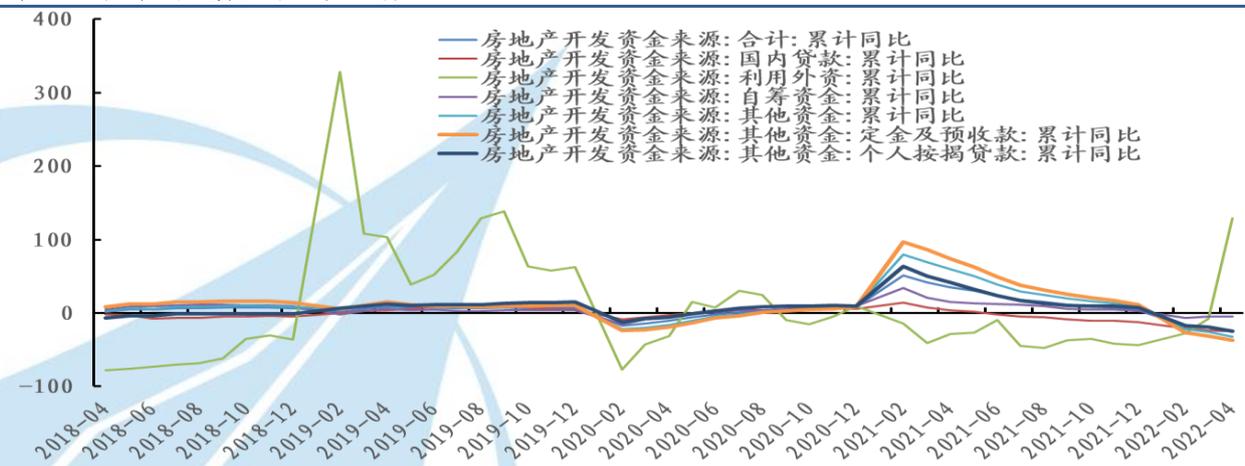
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 10: 房屋施工、竣工、新开工面积, 商品房销售面积及本年土地购置面积累计同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所(注: 2021 年为两年复合增速)

图表 11: 房地产开发资金到位情况走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 12: 今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

|         | 30大中城市商品房成交面积(万平方米) |        | 100大中城市供应土地面积(万平方米) |          | 100大中城市成交土地面积(万平方米) |         | 100大中城市成交土地溢价率(%) |       |
|---------|---------------------|--------|---------------------|----------|---------------------|---------|-------------------|-------|
|         | 2022                | 2021   | 2022                | 2021     | 2022                | 2021    | 2022              | 2021  |
| 5月第二周   | 217.5               | 457.1  | 659.12              | 1,870.36 | 378.1               | 2066.6  | 1.39              | 14.53 |
| 5月第一周   | 129.2               | 307.2  | 757.48              | 1,434.01 | 743.9               | 1430.5  | 0.98              | 20.07 |
| 4月第四周   | 221.6               | 458.8  | 2,719.81            | 4,231.06 | 1716.2              | 3406.3  | 6.79              | 21.17 |
| 4月第三周   | 214.7               | 419.7  | 1,776.91            | 2,465.30 | 1708.6              | 1805.9  | 4.10              | 27.78 |
| 4月第二周   | 181.5               | 410.1  | 1,725.06            | 2,169.17 | 1412.6              | 1465.8  | 2.74              | 28.62 |
| 4月第一周   | 152.0               | 367.6  | 968.15              | 3,242.17 | 773.7               | 1470.3  | 1.70              | 29.55 |
| 3月第五周   | 255.6               | 427.1  | 2,483.47            | 3,274.60 | 1990.9              | 1814.2  | 3.04              | 23.06 |
| 3月第四周   | 233.0               | 415.4  | 2,561.30            | 1,905.61 | 1305.5              | 1447.9  | 5.04              | 18.34 |
| 3月第三周   | 184.4               | 425.0  | 1,391.23            | 1,787.39 | 992.8               | 1433.4  | 4.32              | 16.40 |
| 3月第二周   | 203.3               | 377.9  | 2,414.81            | 1,905.13 | 1211.5              | 2676.8  | 5.12              | 20.11 |
| 3月第一周   | 238.0               | 412.8  | 1,903.04            | 1,974.48 | 1737.6              | 2742.7  | 4.82              | 14.02 |
| 4月合计    | 769.8               | 1656.2 | 7189.9              | 12107.7  | 5611.1              | 8148.3  | —                 | —     |
| 3月合计    | 1114.2              | 2058.1 | 10753.9             | 10847.2  | 7238.2              | 10115.0 | —                 | —     |
| 五月第二周同比 | -52.4%              |        | -64.8%              |          | -81.7%              |         | -90.4%            |       |
| 五月第一周同比 | -58.0%              |        | -47.2%              |          | -48.0%              |         | -95.1%            |       |
| 四月第四周同比 | -51.7%              |        | -35.7%              |          | -49.6%              |         | -67.9%            |       |
| 今年4月同比  | -53.5%              |        | -40.6%              |          | -31.1%              |         | —                 | —     |
| 今年3月同比  | -45.9%              |        | -0.9%               |          | -28.4%              |         | —                 | —     |

资料来源: wind, 中航证券研究所(注: 黄色代表今年较去年少, 绿色代表去年比今年少, 商品房成交每周取值为周日到下周六, 土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日)

### 2.3、4月基建投资增速下降，后续无忧

2022年1-4月，基建投资同比+8.26%，较前3月-2.22PCTS。单独4月，基建投资同比+4.35%，较3月-7.45PCTS。4月基建投资增速的下行，一方面与前3月存在一定“抢跑”，挤压4月基建份额有关，同时也受到疫情发酵，开工受限的影响（4月建筑业商务活动指数52.7%，较3月-5.4PCTS）。往后看，基建投资增速无忧。

今年前4月已经发行1.35万亿元专项债，与去年年末集中发行的专项债形成了有效衔接，为基建项目提供了充足的资金。根据媒体报道，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，并于三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。预计后续月份政府债发行有望继续加速。今年预期目标是发行新增专项债3.65万亿，而前4个月，地方政府已发行新增专项债券约1.35万亿元，剩余发行额度约2.3万亿元。在假设“6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作”对应的发行完成度为70%到90%之间的情况下，5月和6月总计发行专项债大概在1.21万亿元到1.94万亿元之间，平均每月0.60万亿元到0.97万亿元。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

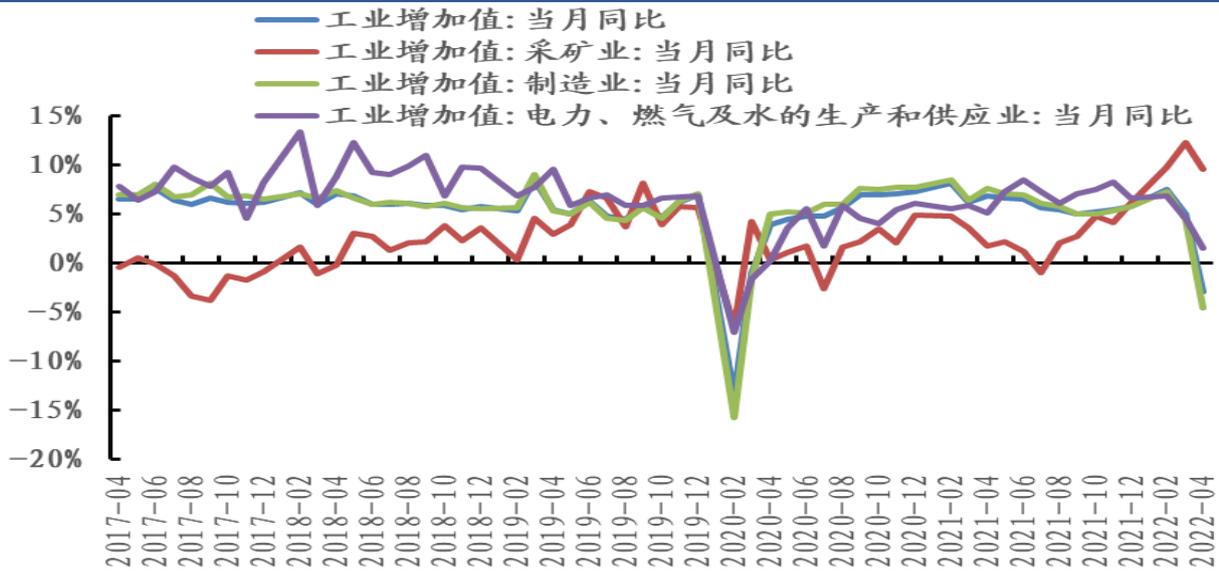
### 3、疫情冲击之下，4月工业增加值同比负增长

2022年1-4月，工业增加值同比+4.0%，较前3月-2.5PCTS。单独4月，工业增加值同比-2.9%（市场预期+1.1%），为2020年4月以来首次为负。分三大子行业看，4月，采矿业、制造业和公用事业同比分别为+9.5%（较3月-2.7PCTS）、-4.6%（较3月-9.0PCTS）、+1.5%（较3月-3.1PCTS）。疫情冲击之下，制造业增加值同比的负增长是4月工业增加值同比为负的主因。分子行业看，2022年4月，在已公布工业增加值的17个工业子行业中，有12个子行业增加值同比为负，全部的子行业增速均较3月出现下滑。

4月，随着上海开始实质性封城以及全国多个城市疫情加剧，全国物流网络受到较大程度影响，PMI供货商配送时间指数录得37.2%，为仅次于疫情爆发的2020年2月（2020年2月PMI供货商配送时间指数32.1%）的历史第2低位。4月，整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数环比、同比均出现较大幅度下降，显示4月全国物流与3月和去年同期相比均出现较大程度堵塞。统计局表示，不少企业反映物流运输困难加大，甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅，上下游相关企业生产经营均受到较大影响。制造业处在产业链下游，受到的影响更大，制造业增加值的同比下行，最终带动了4月工业增加值同比为负。

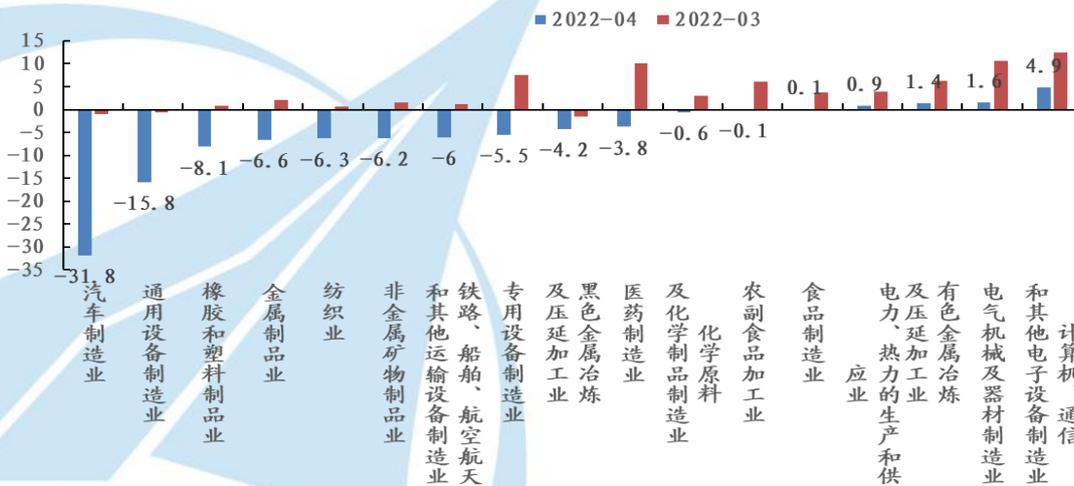
往后看，5月开始疫情已现缓和趋势，高频物流指数自4月中下旬以来也在持续改善，疫情对工业生产的扰动缓解之下，预计5月工业增加值同比有望转正。

图表 13: 工业增加值及其三大子行业同比走势



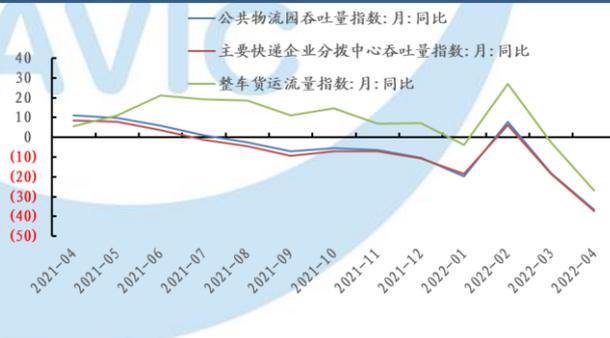
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 14: 4 月大多数子行业工业增加值同比增速为负



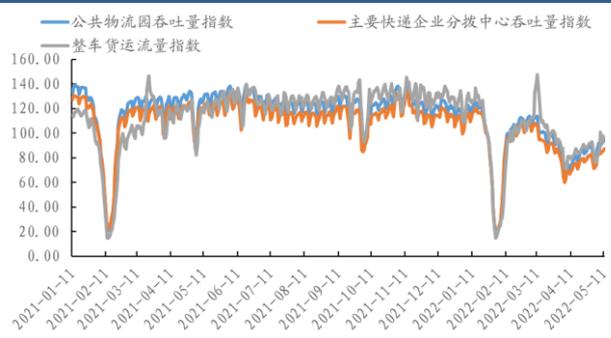
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 4 月物流同比阻塞严重 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 16: 4 月中下旬以来物流逐步改善



资料来源: wind, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

符昞（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。