

不要浪费任何一次冲击。疫情冲击也不例外。

我们知道今年4月中国经历了一场罕见的疫情冲击，各项经济读数毫无悬念下行，这一点已在市场预期之内。尤其是4月消费、工业生产和房地产链，三大经济板块大幅走弱，相关指标读数幅度直逼2020年2月，对此市场业已做出充分的心理铺垫。本月数据解读，总量下行趋势并不是我们最关心的。

相较总量趋势，我们更加关心4月疫情冲击背后蕴含的结构影响。因为结构差异可以给出更多信息——疫情冲击之下，谁承担了更多成本？复工复产之时，谁的修复弹性更大？

➤ **综合出口、金融和PMI数据，4月经济数据描绘了这样一幅结构分化的图景。**

需求板块方面，消费和地产受冲击最大。

出口增速从一季度的15.8%下降至4月的3.9%，虽然降幅约12个百分点，4月出口同比依然维持正值。基建和制造业投资相对韧性，地产和消费这两块内需降幅较大。4月社零和地产投资走出了双位数负增长（-11%和-10%）。

地产投资方面，中西部受影响大于东部地区。

本月东、中、西部房地产投资同比，分别较上月回落6个百分点、9.7个百分点和9.8个百分点。4月中西部地区地产投资受疫情冲击大于东部地区。

工业生产方面，中下游受影响大于上游产业。

4月中游设备制造、原材料加工、消费品制造业的增加值同比分别为12.8%、-11.4%和-18.9%，较上月分别回落9.3%、24.5%和44.6%。越靠近终端消费的制造业，受疫情冲击越大，越靠近上游的采矿业，受疫情影响越小。4月原材料加工业的工增同比回落幅度大于中游制造业，或因地产投资过于疲弱有关。

经济部门方面，私营部门大于国有部门。

同比口径，4月社零（-11.1%）表现最差，其次是房地产开发投资（-10.1%），然后是工增（-2.9%）、基建投资（4.3%）和制造业投资（6.4%）。我们知道越靠近消费、地产和下游制造业，越是民营企业集中；越靠近基建和上游工业，越是国有企业集中。

就业方面，青年就业承压大于其他人群。

本月16-24岁调查失业率高达18.2%，高于2020年2月（13.6%），创下历史新高。

➤ **我们可以得到两点结论**

第一，疫情冲击之下，谁来承受更多成本？

本轮华东疫情之下，地区影响是中西部大于东部，产业影响是中下游大于上游，部门影响是私营部门大于国有部门，人口影响是青年就业承压大于其他人群。

第二，复工复产之时，谁将迎来更大弹性修复？

既然疫情之下，经济板块的韧性优先排序为：出口、生产、地产和消费。则后续复工复产推进之时，经济修复的弹性排序大概率也是出口、生产、地产和消费；并且东部地区强于中西部地区。

4月宏观经济数据清晰地向我们展示了，疫情冲击的不仅是总量经济，还进一步固化原有经济结构，损耗潜在经济增长。当下疫情防控加大财政收支缺口，尤其加大财政收入下滑压力。坚持“动态清零”原则下积极推进复工复产，尤为迫切。

此外，坚持“动态清零”总原则下，通过高频次的常态化核酸检测，尽早发现传染源，精细调控，控制传染范围，尽量压缩静态管理时长和地域范围，这或许是未来更加经济也更加有效的抗疫模式。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

一、4月经济下行压力紧逼 2020年2月	3
二、从经济结构看疫情冲击影响由谁承担	3
三、从就业结构看疫情冲击由谁承担	5
四、坚持“动态清零”原则下尽快复工复产	6
五、风险提示	7
插图目录	8

一、4月经济下行压力紧逼 2020 年 2 月

疫情冲击之下，4月各项经济指标读数毫无悬念地拐头向下。过去一个月，市场已经通过各项微观高频数据，验证4月经济下行力度直逼2020年年初。

4月表现最糟糕的是社零、工增和房地产投资。

同比口径，4月社零同比-11.1%，工增同比-2.9%，房地产投资同比-10.1%，纵向对比历史，本月社零和工增同比为历史次低，仅次于2020年疫情期间（-20.5%、-13.5%和-16.3%）。

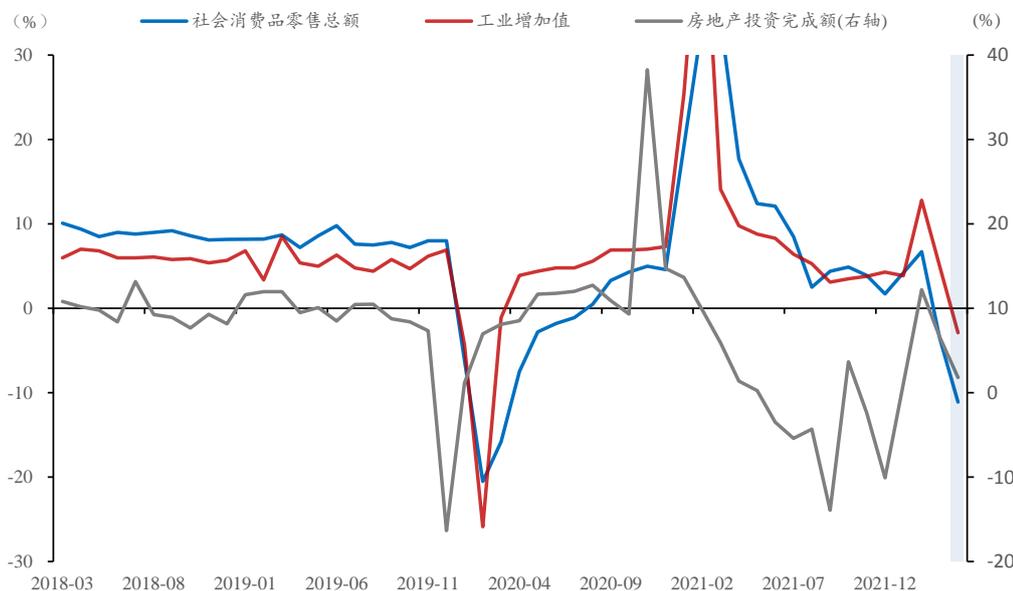
环比口径，4月工增环比接近2020年2月。本月-7.1%与2020年2月-22.1%是工增环比历史上唯二的负读数。

4月基建和制造业投资表现尚可，好于其他经济板块。

4月基建和制造业同比读数分别为4.3%和6.4%，虽较上月明显下滑（11.8%和11.9%），增速绝对水平仍然高于2021年全年复合同比（1.8%和5.4%）。基建和制造业投资韧性或与两点因素有关，一是基建资金充裕且项目充足，二是制造业投资受益于增值税留退税。

2020年疫情爆发以来，中国已经经历大大小小五轮本土疫情。2021年大部分本土疫情对经济带来的负面扰动有限。本轮疫情对经济的影响明显大于去年本土疫情，疫情影响经济的程度直逼2020年初疫情，消费、地产和工业生产三块领域体现的尤甚。

图1：4月社零、工增和房地产投资表现糟糕（指标同比）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

二、从经济结构看疫情冲击影响由谁承担

本轮疫情冲击力度及所致影响，市场之前已经有充分心理铺垫。这次4月经济数据公布之后，我们不再过多关注经济下行的总面压力有多大，而将更多注意力聚焦于本轮疫情的结构冲击。

通过观察结构性影响，我们能够更加清晰地感知，本轮疫情冲击，最终引致哪些部门承担更多成本。换言之，本轮疫情冲击更多由谁“买单”？

立足需求、产业好地区结构，我们最终发现本轮疫情在结构冲击上存在四点特征。以下“>”符号表示经济板块受本次疫情冲击的影响幅度，前者大于后者。

总量需求方面，内需>外需。

本轮疫情之所以区别于 2021 年其他几轮本土疫情，核心原因在于本轮疫情约束供应链，进而冲击出口和工业生产。即便如此，我们发现 4 月出口所受影响，程度上仍小于内需。

4 月出口同比 4%，较一季度 15.8% 下降 12 个百分点，但不论如何 4 月出口仍维持了正个位数增长。4 月社零同比双位数负增长（-11.1%）；同样作为重要的内需，4 月地产投资也触及双位数负增长。

内需板块方面，消费>地产投资>基建投资>制造业投资

同比口径，4 月社零（-11.1%）表现最差，其次是房地产开发投资（-10.1%），然后是工增（-2.9%），基建投资（4.3%）和制造业投资（6.4%）。

这一冲击影响链条意味着，越靠近终端居民投资和消费行为的板块，表现越弱。以消费和地产为典型代表。

工业生产方面，消费品制造>原材料加工>中游设备制造>采掘业。

4 月采矿业、高技术产业（多为中游设备制造业）和制造业的工业增加值同比分别为 9.5%、4% 和 -4.6%。4 月中游设备制造、原材料加工和消费品制造的制造业增加值同比分别为 12.8%、-11.4% 和 -18.9%，分别较上月回落 9.3%、24.5% 和 44.6%。

上述数据表现我们发现，越靠近终端消费的制造业，受疫情冲击越大，越靠近上游的采矿业，受疫情影响越小。唯一值得关注的是，4 月原材料加工工业工增同比回落幅度大于中游制造业，或因地产投资过于疲弱有关。本质上依然体现出这样的特征，越靠近终端消费，受疫情冲击越深。

房地产投资方面，西部>中部>东部。

4 月东、中、西部房地产开发投资，同比分别较上月回落 6 个百分点、9.7 个百分点和 9.8 个百分点。4 月疫情冲击下，西部地区房地产受疫情冲击幅度，大于中部地区，也大于东部地区。

房地产投资主要与两个因素有关，房企融资条件和房地产销售景气度。东中西部地区差异，显示了本轮疫情扰动下，中西部房地产市场反而受更多影响。

疫情之下，经济板块的韧性优先排序为：出口、生产、消费和地产。

因为海外需求仍在，典型例证是 4 月越南出口同比再度上行。4 月出口下行主要与国内供应链约束有关。后续复工复产推进，出口链条将迎来反弹。

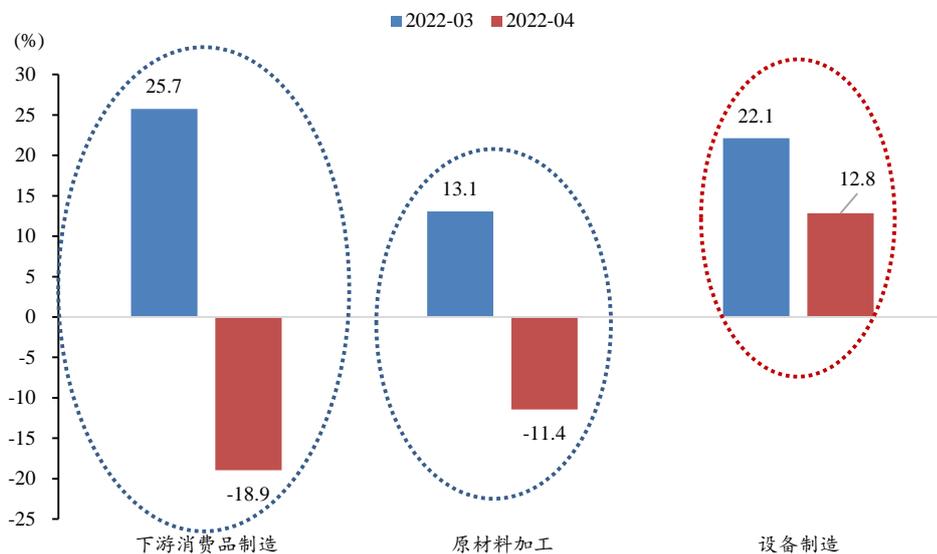
这就意味着疫情以来，生产强于消费、外需强于内需的格局会重演，届时反弹幅度排序或是出口、生产、地产和消费。

就地区经济而言，无论出口、生产、消费和地产都是东部地区更具优势。**若后续复工复产推进，经济弹性修复的幅度也是东部强于中西部。**

任何一次外生冲击，对经济的影响都不可能是均匀的，本轮疫情亦是如此。本轮疫情的结构冲击以及后续复工看似恢复原状。然而这个过程中，隐含的疫情冲击成本可能并非简单地平摊。**反常识的是，疫情前阶段性受益的经济板块和地区（东部地区、出口链和制造业生产），经历本**

轮疫情中，承担的成本更小，后续修复弹性更大。

图 2：制造业投资同比增速



资料来源：Wind, 民生证券研究院

三、从就业结构看疫情冲击由谁承担

与快速下滑的经济指标相呼应，4月就业状况快速恶化。

本月失业率几乎是历史最差水平。

城镇调查失业率再次上升，6.1%的读数水平几乎持平于2020年2月（6.2%），为历史次高。同为本土疫情，去年失业率优于今年。原因在于去年出口和制造业生产较为景气，制造业吸纳了一部分就业，故而去年失业压力主要集中在非制造业。

本轮华东疫情冲击供应链，工业生产和出口同样受到扰动，制造业失业率也在走高，这是今年4月华东疫情区别于去年几轮本土疫情最大差异之处。作为印证，我们看到今年3月以来，制造业PMI和非制造业PMI双双大幅下降，与4月6.1%的历史次高失业率相呼应。

当下青年就业问题相对更为严重。

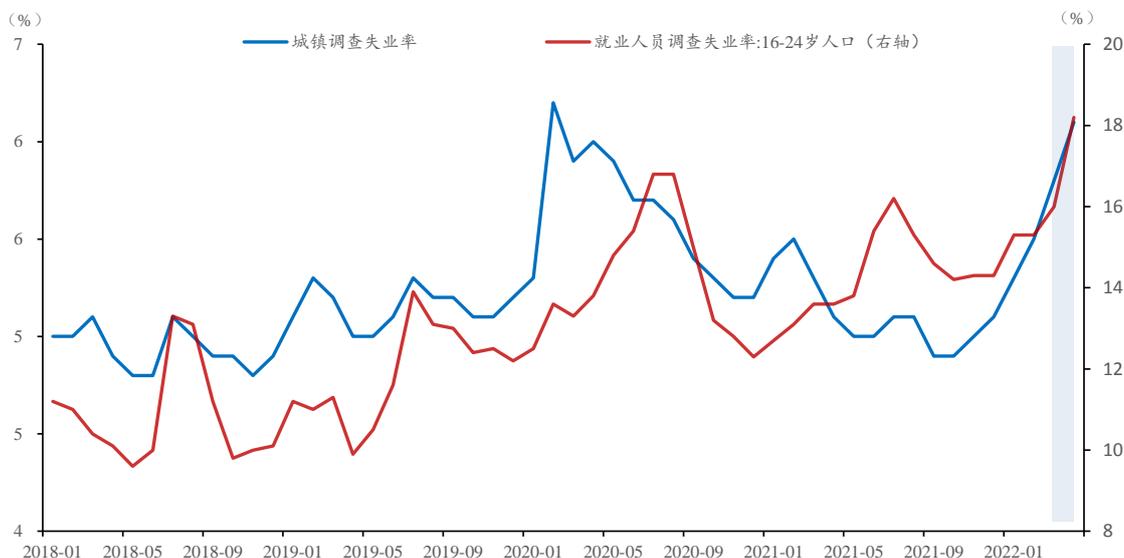
本月16-24岁调查失业率高达18.2%，甚至高于2020年2月（13.6%），创下历史新高。更令人值得担忧的是，今年青年就业压力仍有可能进一步提升。原因有二：

第一，16-24岁调查失业率会随季节性进一步上升，通常季节性高点在7-8月。

第二，今年大学生毕业新增人数远超以往。根据教育部，2022年，普通高校毕业生生人数预计达到1076万人，环比增加167万人。而过去十年间，这一数字仅为约30万人。

结构性失业问题意味着，疫情冲击下年轻人以及劳动密集型就业人员将承担更多压力。

图 3：青年就业问题更加凸显



资料来源：Wind, 民生证券研究院

四、坚持“动态清零”原则下尽快复工复产

我们愿意相信疫情对当下经济冲击更多是短期性质。随着疫情约束放开之后，我们会看到出口、生产、消费等板块修复。然而必须承认的是，疫情对经济的冲击存在明显的结构差异。受疫情冲击影响大的群体，实则承担更多疫情冲击的成本，这是我们无法逃避的客观事实。

本轮华东疫情之下，地区影响是中西部大于东部，产业影响是中下游大于上游，部门影响是私营部门大于国有部门，人口影响青年就业承压大于其他人群。

疫情冲击的不仅是总量经济，还进一步固化原有经济结构，损耗潜在经济增长效率。再者，当下疫情防控加大财政收支缺口，尤其是加大财政收入下滑压力。坚持“动态清零”原则下积极推进复工复产，尤为迫切。

目前我们已经看到中央层面复工复产的决心和措施。4月29号，政治局会议提出“保障城市核心功能运转、确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链”。5月5日，国务院常务会议中，李克强总理指出：“要着力保订单和稳定重点行业、劳动密集型行业进出口，保障外贸领域生产流通稳定”。5月7日的全国稳就业工作会议中，李克强总理指出“要着力支持稳岗，推进企业在做好疫情防控条件下复工达产”。

传染性极强的奥密克戎病毒给疫情防控增添压力。在疫情防控常态化下，追求复工复产也就意味着坚持“动态清零”总原则不变情况下，未来探索更有效经济的抗疫模式。

通过高频次的常态化核酸检测，尽早发现传染源，精细调控，控制传染范围，尽量压缩静态管理时长和地域范围，这或许是未来更加经济也更加有效的抗疫模式。

五、风险提示

- 1) **经济走势超预期。**经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。
- 2) **疫情发展超预期。**新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。
- 3) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

插图目录

图 1：4 月社零、工增和房地产投资表现糟糕（指标同比）	3
图 2：制造业投资同比增速	5
图 3：青年就业问题更加凸显	6

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001