

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

最艰难的时刻可能已经过去

2022年5月17日

摘要:**房地产松绑+基建专项国债+疫情影响消退=经济复苏**

- **疫情对工业生产和消费造成严重冲击。**从生产端来看，工业增加值增速由正转负。疫情防控扰动企业生产以及物流运输，相关地区的企业出现减产、停产等现象，并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。汽车制造业的受损程度最为严重，还有通用设备、运输设备、专用设备等行业生产链条较长的行业增速均落入负增长。从消费端来看，社零回落幅度进一步加大。疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，4月的餐饮收入同比大幅下滑；出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也延续了全面收缩。线上电商购物受到物流的限制，4月线上购物同比转负。
- **房地产行业数据跌幅加深。**先看销售，4月商品房销售面积同比下降39.0%，较前值下降17.0%进一步走弱。一二三线城市成交面积的下滑幅度均高于3月份。在市场信心尚未恢复的情况下，疫情对居民的就业、收入产生冲击，再加上疫情防控静态管理导致居民看房、购房受到限制，居民的购房需求疲弱。再看房地产投资。房地产投资当月同比下降10.1%，上期为-2.4%。受到资金紧张和预期不振两方面制约，房企投资的积极性不足。
- **另一方面，基建、制造业投资保持韧性。**得益于政策扶持，制造业投资延续高速增长。在生产受阻、物流不畅、企业利润承压的大环境下，制造业投资能继续保持两位数的高增实属不易，其背后离不开政策的扶持。比如4月1日起实施的大规模留抵退税政策；4月份，央行设立2000亿元科技创新再贷款，支持高新技术、专精特新等科技型企业。在政策推动下，专项债发行偏快，对基建形成支撑。基建投资将继续发挥稳定经济增长的压舱石作用。
- **最艰难的时刻可能已经过去。**疫情的影响下，经济遭受了全方面的冲击。无论是从时间维度还是空间维度，4月疫情对于经济的影响都要大于3月，这很好的解释了为什么4月经济比3月下行压力更大。往后看，我们认为，最艰难的时刻可能已经过去，经济将在三条主线之下逐步修复。第一，央行下调首套房贷利率，释放出强烈的“稳市场”信号。房贷利率下调将与各地限购限售松绑形成合力，带动房地产销售逐步回暖。第二，我们预计财政部将在下半年发行基建专项国债，对冲内外部因素对经济基本面的消极影响。第三，疫情影响逐步消退，在常态化核酸检测的新模式下，经济有望迎来复苏。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、工业增加值增速由正转负	3
二、基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深	4
三、社零回落幅度进一步加大	6
四、最艰难的时刻可能已经过去	7
风险因素	9

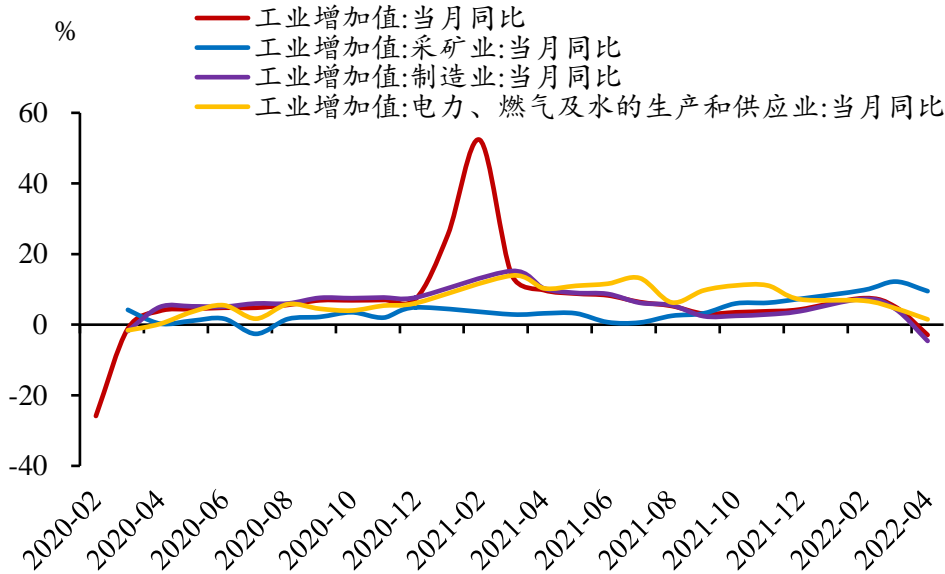
图目录

图 1：工业增加值同比增速大幅回落	3
图 2：4 月各行业增加值同比	4
图 3：制造业各行业投资增速	5
图 4：一二三线城市成交面积均大幅下滑	5
图 5：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深	6
图 6：各类消费增速	6
图 7：首套住房贷款利率存在较大的下调空间	7
图 8：贷款利率与商品房销售负相关	8
图 9：5 月货运物流指数出现了明显的改善	8

一、工业增加值增速由正转负

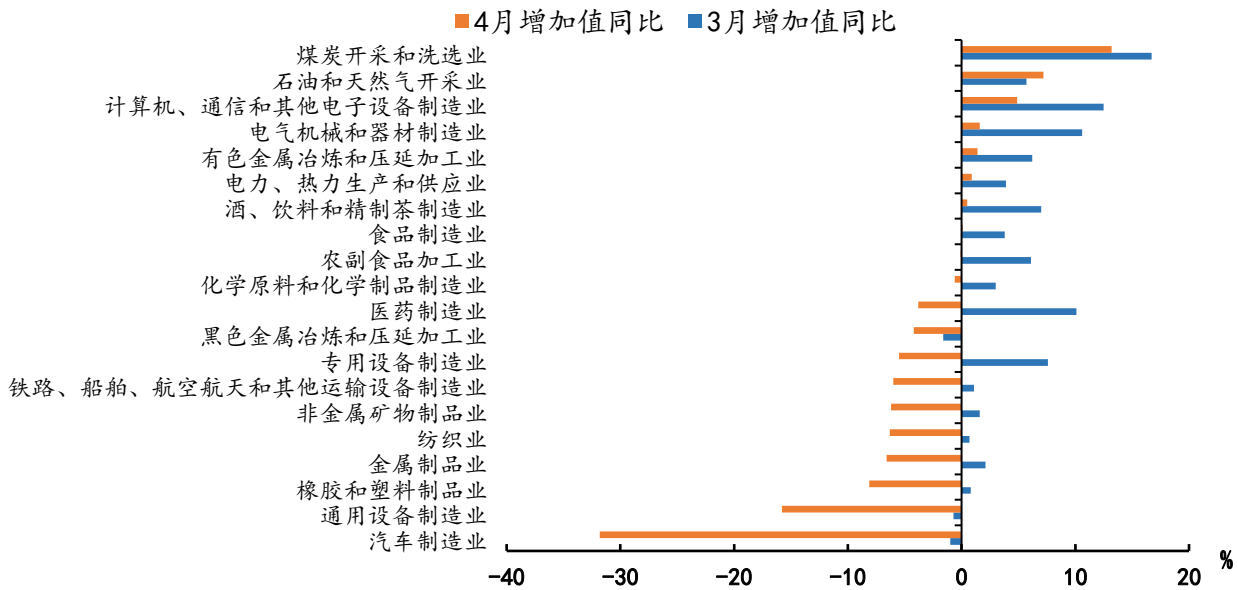
工业增加值增速由正转负。4月份，规模以上工业增加值同比下降2.9%，3月份为增长5.0%。从环比看，4月规模以上工业增加值比上月下降7.08%，3月份为增长0.39%。国内“保供稳价”政策继续推进，采矿业同比保持在较高增速，同比增长9.5%，较上月下降2.7个百分点。制造业增加值同比下降4.6%，增速较上月下降9个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，较上月下降3.1个百分点。

图 1：工业增加值同比增速大幅回落



资料来源:万得, 信达证券研发中心

多地疫情爆发扰动企业生产链条。疫情防控扰动企业生产以及物流运输,相关地区的企业出现减产、停产等现象,并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。4月长三角地区工业生产受到疫情的严重冲击,考虑到长三角地区在计算机通信、纺织、汽车制造业等多个行业中居于全国供应链、产业链的核心地位,本轮疫情的影响透过产业关联而蔓延至全国。4月PMI供货商配送时间录得37.2%,较3月下降9.3个百分点,侧面印证了疫情防控升级致使物流运输困难,且受影响程度要明显大于3月。各行业增加值的下降程度延续了3月份的特征。汽车制造业的受损程度最为严重,同比下滑31.8%,还有通用设备、运输设备、专用设备等生产链条较长的行业增速值均落入负增长。

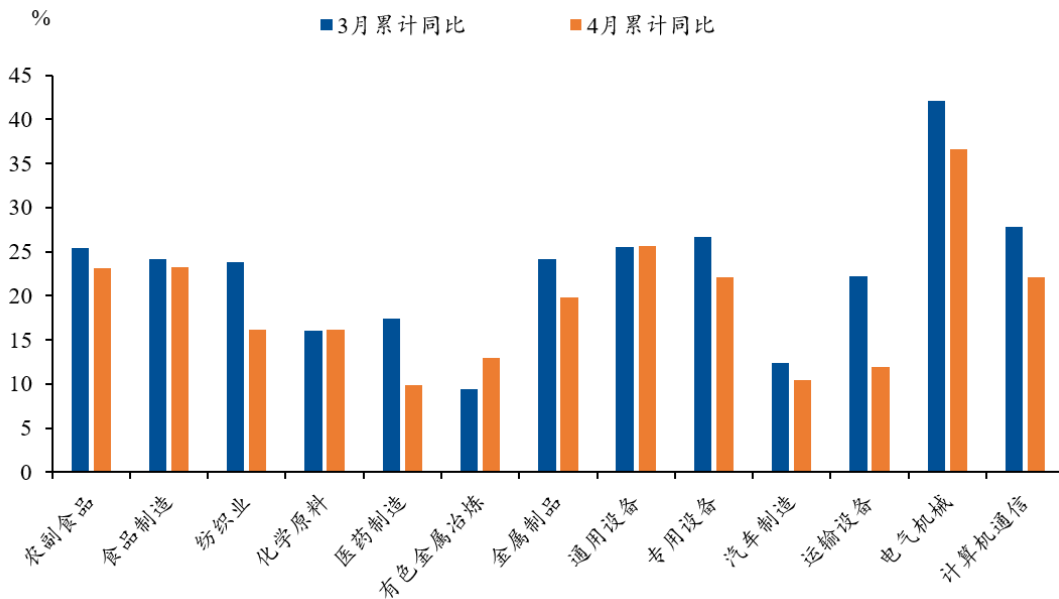
图 2：4 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深

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%，比 1-3 月份回落 2.5 个百分点。

得益于政策扶持，制造业投资延续高速增长。1-4 月制造业投资增长 12.2%，前值为 15.6%。在生产受阻、物流不畅、企业利润承压的大环境下，制造业投资能继续保持两位数的高增实属不易，其背后离不开政策的扶持。比如 4 月 1 日起实施的大规模留抵退税政策，首月全国已有 8015 亿元增值税留抵退税款退到纳税人账户上，缓解了企业端的经营压力；4 月份，人民银行设立 2000 亿元科技创新再贷款，支持高新技术、专精特新等科技企业，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。1-4 月高技术制造业投资同比增长 25.9%，电子及通信设备制造业投资增长 30.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 29.4%，计算机及办公设备制造业投资增长 21.4%。

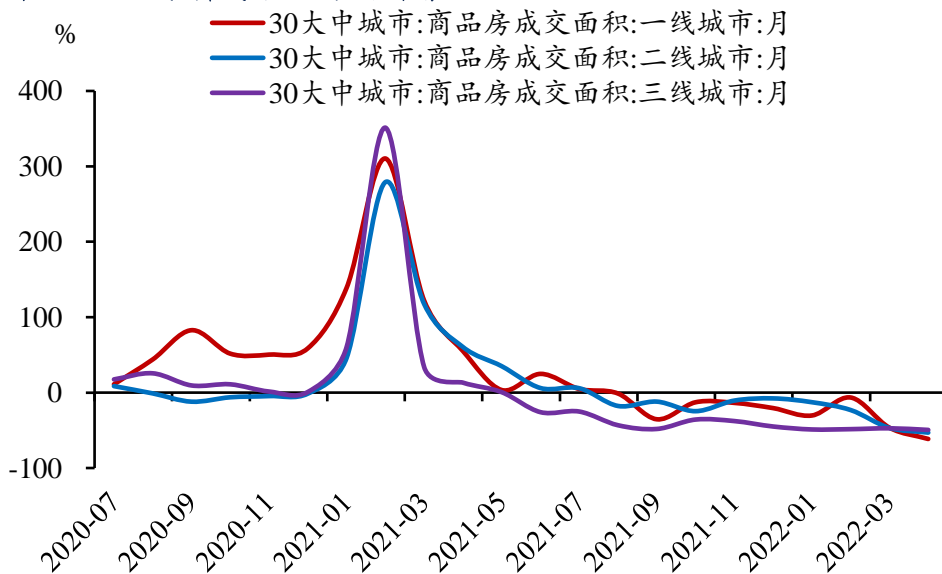
图 3：制造业各行业投资增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资维持较快增速。1-4月基建同比增速为6.5%，前值为8.5%。政策端来看，4月26日中央财经委员会第十一次会议强调“全面加强基础设施建设”，4月29日召开的中共中央政治局会议上提出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。”，基建将继续发挥稳定经济增长的压舱石作用。资金端，今年1-4月新增专项债发行进度接近40%，根据“6月底前基本完成2022年新增专项债的发行工作”的要求，5、6月每月将发行约9000亿元左右的专项债。由此看来，基建资金较为充裕。

房地产销售延续下滑，房地产投资增速转负。

先看销售，4月商品房销售面积同比下降39.0%，较前值下降17.0%进一步走弱。一二三线城市成交面积的下滑幅度均高于3月份，尤其是一线城市同比大幅下降61.5%。在市场信心尚未恢复的情况下，疫情对居民的就业、收入产生冲击，再加上疫情防控静态管理导致居民看房、购房受到限制，居民的购房需求疲弱。

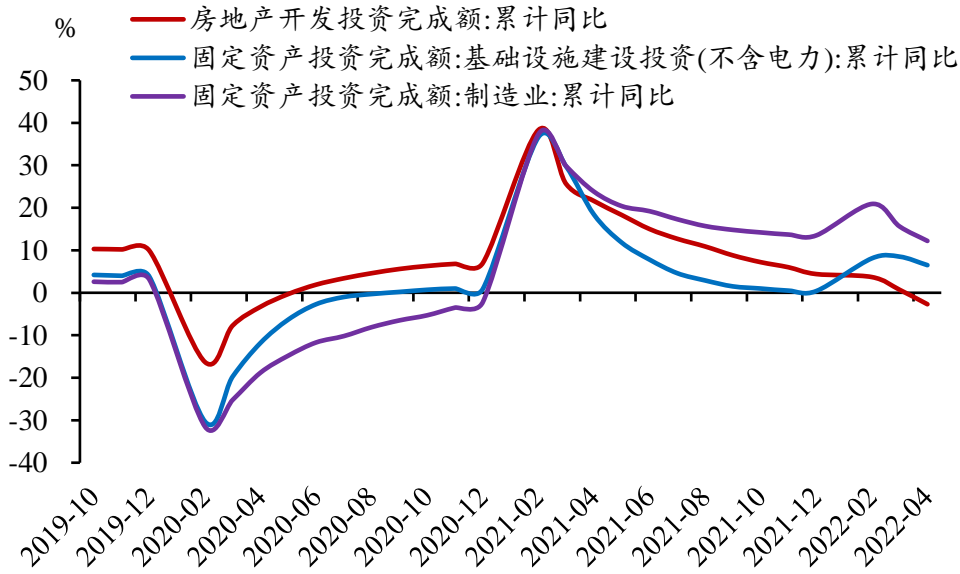
图 4：一二三线城市成交面积均大幅下滑


资料来源:万得, 信达证券研发中心

再看房地产投资。房地产投资当月同比下降10.1%，上期为-2.4%。受到资金紧张和预期不振两方面制约，房企投资的积极性不足。另外，新开工、施工与竣工增速相较上月均继续下滑，1-4月新开工面积累计同比下降26.3%

(上期为-17.5%)，施工面积同比持平(上期为1.0%)，竣工面积同比下降11.9%(上期为-11.5%)。

图 5：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深

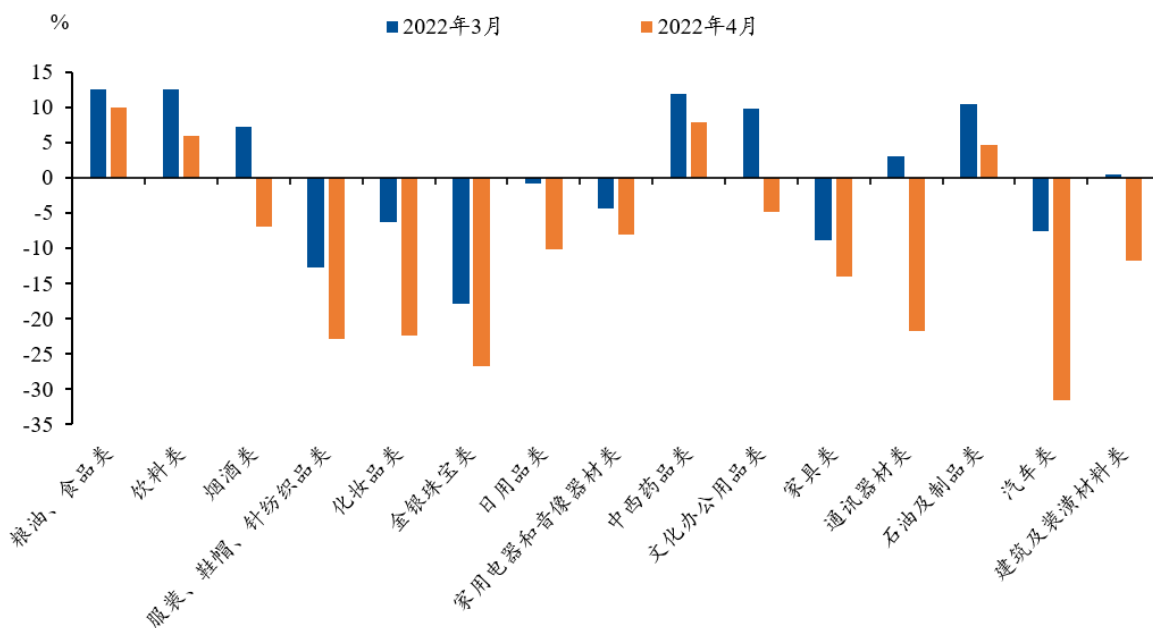


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、社零回落幅度进一步加大

疫情对消费形成严重冲击。4月份，社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%，3月为下降 3.5%。(1) 疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，4月的餐饮收入同比大幅下滑 22.7%；出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也延续了全面收缩。(2) 线上电商购物受到物流的限制，4月线上购物同比转负，下降 1.0%，上期为增长 2.7%。(3) 汽车类消费下行幅度加大，乘联会公布数据显示，4月汽车销量同比下降 47.6%。另一方面，粮油、食品、药品等生活必需品消费受到的影响较小。

图 6：各类消费增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

警惕疫情对于消费的中长期影响。我们可以用就业、人均收入、消费倾向这三个因素对消费进行拆解。不难看出，

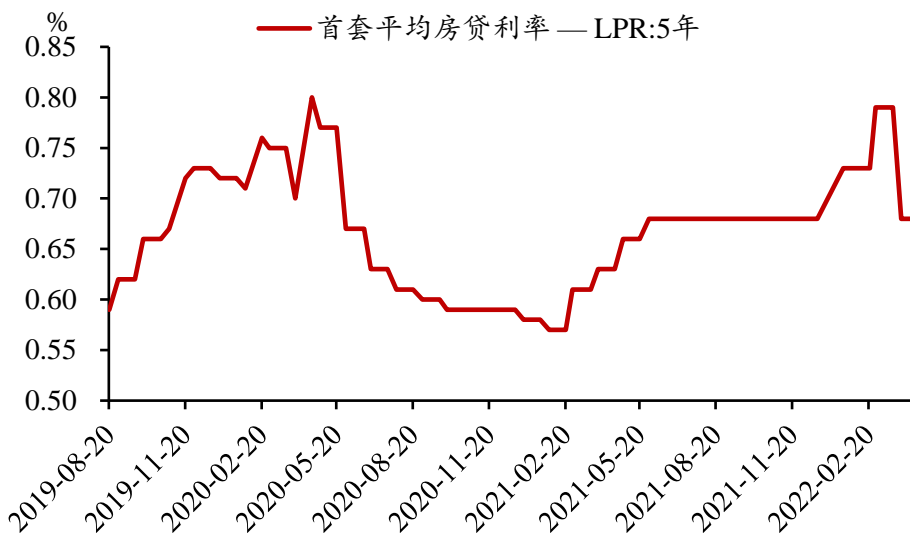
疫情影响这三个因素中的每一项。4月全国城镇调查失业率为6.1%，比上月上升0.3个百分点，连续6个月上行。其中16-20岁的失业率达到了18.2%，创了2018年1月有数据以来的新高。收入方面，疫情冲击导致企业中小经营困难，4月中小企业发展指数降至88.3，连续4个月下降。企业运行的好坏直接影响居民的收入。消费倾向上，疫情反复之下，居民的预防性储蓄意愿有所增强，可能会对中长期的消费造成负面影响。

四、最艰难的时刻可能已经过去

疫情的影响下，经济遭受了全方面的冲击。无论是从时间维度还是空间维度，4月疫情对于经济的影响都要大于3月，这很好的解释了为什么4月经济比3月下行压力更大。时间维度上，3月疫情的影响主要发生在后半期，而疫情贯穿了整个4月。空间维度上，4月疫情的影响范围更广，4月新增确诊与无症状感染者数量超过60万，约为3月的5倍；用拥堵延时指数的同比变化作为各个城市封控程度的替代指标，4月100个重点城市中，有3个城市拥堵延时指数下降20%以上，16个下降10%以上，14个下降5%以上。4月经济被砸出了一个深坑，往后看，我们认为，最艰难的时刻可能已经过去，经济将在三条主线之下逐步修复。

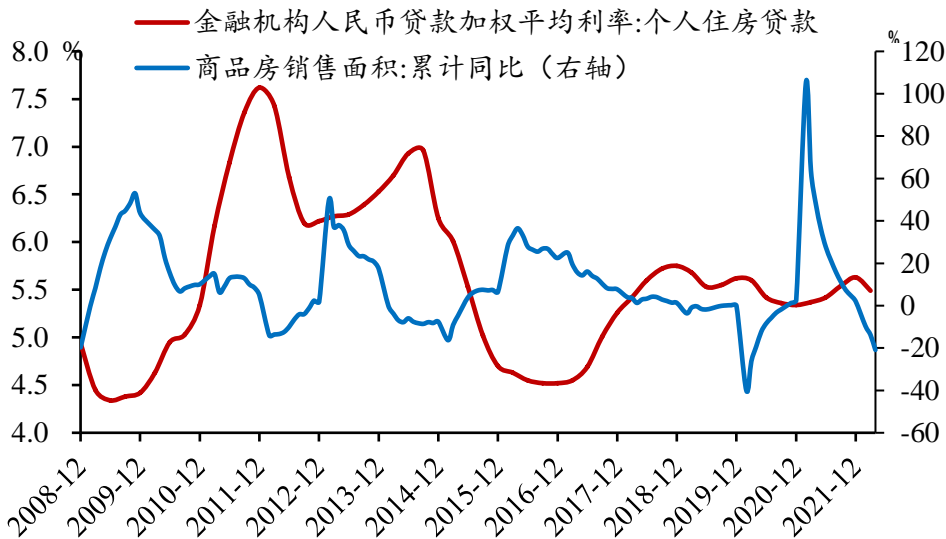
第一，央行下调首套房贷利率，释放出强烈的“稳市场”信号。5月15日，央行银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》。通知指出，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。《通知》将首套房的贷款利率由2019年8月提出的“不低于5年期LPR”调整为了“不低于5年期LPR-20BP”，二套房利率不变，仍执行“LPR+60”个基点的下限标准。截至今年3月末，我国首套平均房贷利率约为5.28%，高于“5年期LPR-20BP”0.88个基点，这意味着住房贷款利率存在较大的下调空间。央行、银保监会调整差别化住房信贷政策是对政治局会议“支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”精神的落实，有助于提升市场信心，改善居民房价预期偏弱的现状。

图 7：首套住房贷款利率存在较大的下调空间



资料来源:万得, 信达证券研发中心

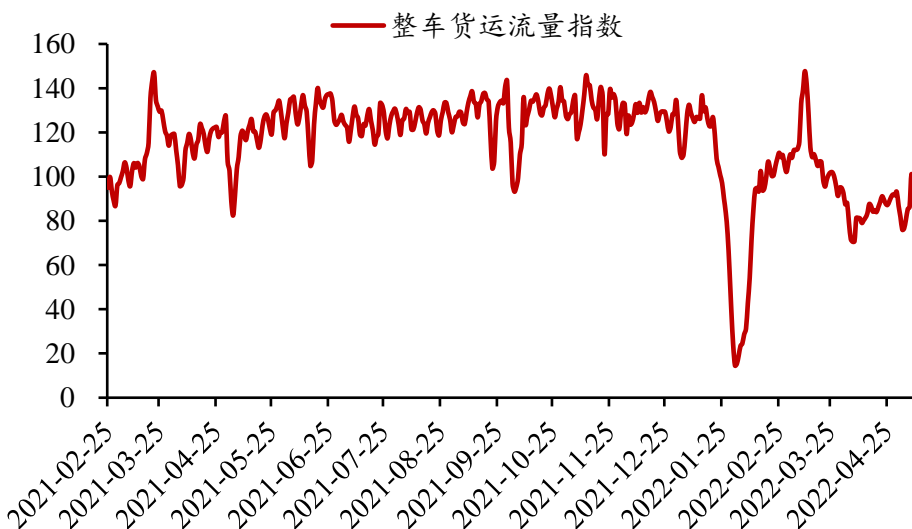
房贷利率下调将与各地限购限售松绑形成合力，带动房地产销售逐步回暖。今年以来，多个城市在“因城施策”的框架下放松限购限售政策。比如郑州、苏州、合肥等地放松限购，南京、常州等地缩短限售年限；东莞明确二孩或三孩家庭允许新增购一套房，长沙明确“租赁住房”不纳入家庭住房套数计算。但从实际情况来看，政策所产生的效果较为有限。此时，央行、银保监下调首套房贷利率下限，或将对楼市的松绑政策起到一定的放大作用。房贷利率下调将与各地限购限售解绑形成合力，带动房地产销售逐步回暖。在“稳增长”的背景下，房地产行业作为国民经济的支柱产业，后续可以期待力度更大的支持政策。

图 8：贷款利率与商品房销售负相关


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第二，财政部发行基建专项国债，对冲内外部因素对经济基本面的消极影响。应对当前局面，值得总结借鉴 1998 年的经验，即“采取更加积极有力的财政政策，扩大国债发行规模，进一步增加基础设施建设资金的投入，带动银行信贷的支持，具有易操作、见效快的特点”。当年下半年增发 1000 亿国债，同时配套 1000 亿银行贷款，全部用于基建，支撑经济强力回升，接近实现全年预定目标。我们认为 4.29 政治局会议提到的“增量政策工具”或同样为增发国债，大概率在下半年，规模可能超万亿，同时搭配银行贷款，重点支持基建投资。一方面，预算草案的编制时间早于 3 月中下旬爆发的疫情，故其对应的是疫情不严重情况下的财政安排。另一方面，今年专项债发行前置，若在下半年使用“增量政策工具”，可有力支持四季度项目建设，使全年基建投资都具备强度。

第三，疫情影响逐步消退，在常态化核酸检测的新模式下，经济有望迎来复苏。5 月以来尽管疫情形势依然严峻，但边际上已经有所好转。从货运物流指数来看，5 月以来物流情况出现了明显的改善，5 月上旬均值为 86.5，较 4 月同期上升 6.1。另外，上海宣布从 5 月 16 日起，分阶段推进复商复市。伴随物流运输条件不断向好，上海地区逐步恢复生产生活秩序，经济有望迎来复苏。

图 9：5 月货运物流指数出现了明显的改善


资料来源:万得, 信达证券研发中心

建议关注基建、地产相关的投资机会，可适当提前布局消费板块，如餐饮、酒店、旅游、航空等。

风险因素

疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。