



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

疫情冲击延续，经济待修复

——2022年4月宏观数据点评

日期：2022年05月16日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《货币高增后临快落》
——2022年05月14日
- 《工业品涨势收敛》
——2022年05月11日
- 《疫情冲击出口显现》
——2022年05月10日

■ 主要观点

疫情冲击延续，固定投资挑大梁

受当期疫情影响，中国经济各项指标延续回落。工业生产转负，固定资产投资下滑，尤其是消费受到的冲击最为显著，跌幅最大。与此同时，4月份的失业率上升。当前经济稳增长、稳就业、稳物价的压力上升。值得关注的下，固定投资成为唯一保持增长的数据，其中基建与制造业保持了较为可观的增速，对冲了房地产投资的拖累。今年以来各地推进重大项目开工建设配合专项债以及积极财政支出，支撑了基建投资的增长，也将成为今年稳增长的重要抓手。而今年大规模的留抵退税以及各项助企纾困政策也有望进一步支撑制造业投资。

“抑”阶段中等待机会

受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变，目前仍是抑的阶段，资本市场短期或临波动增加态势。在疫情回升、地缘态势和楼市违约风险等综合影响下的扰动过去后，资本市场将重新步入平稳运行期，并在“抑”中等待“扬”的阶段到来。可等待美国下半年加息不及预期，以及中国降息确认的机会。

政策出击，经济待修复

在经济的三重压力下，今年经济维持平稳压力较大。而疫情无疑进一步增加了稳增长的紧迫性。我们认为经济增长动力也将更加倚重投资，消费在楼市泡沫叠加疫情影响下难有良好表现，财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。货币政策要加大支持力度，主动应对。总量与结构并重，降息降准可期。当前主要城市疫情形势好转，复工复产陆续推进，疫情冲击影响终将消退，在各项积极政策的支持下，经济待反弹修复。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：4 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产全面回落	3
2.2 主要行业均受影响，汽车制造业跌幅突出	4
2.3 固定资产投资勉力支撑	4
2.4 政策面改善，地产投资企稳仍待时日	5
2.5 消费冲击加深.....	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 疫情冲击延续，固定资产投资挑大梁	8
3.2 “抑”阶段中等待机会	8
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 政策出击，经济待修复	8
5 风险提示：	8

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）	7
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本月经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：4 月份宏观数据公布

工业生产负增。1—4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.0%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。4 月份，规模以上工业增加值同比下降 2.9%。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月下降 7.08%。

固定资产投资放缓。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%。其中，民间固定资产投资 86872 亿元，同比增长 5.3%。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.82%。

消费跌幅加深。1—4 月份，社会消费品零售总额 138142 亿元，同比下降 0.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 124807 亿元，增长 0.8%。4 月份，社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 26916 亿元，下降 8.4%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测中值
工业增加值（当月）	-2.9	5.0	1.1
固定资产投资（不含农户）	6.8	9.3	6.5
社会消费品零售（当月）	-11.1	-3.5	-5.9

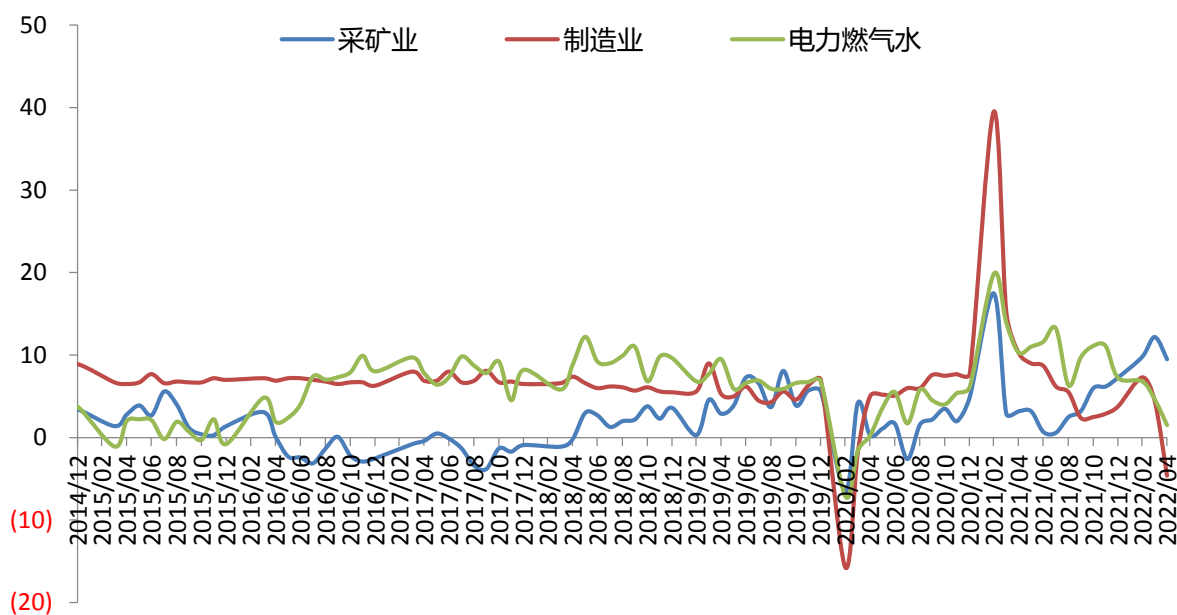
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产全面回落

4 月份，规模以上工业增加值同比下降 2.9%，工业生产全面负增。4 月主要城市疫情封控形势延续，企业停工停产，供应链、物流运转受到阻碍，对全国的工业生产也造成了冲击。分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比增长 9.5%；制造业下降 4.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.5%。三大门类悉数回落，制造业受到冲击最大，直接转负。从产量的增速来看，主要商品除焦炭、原油以及乙烯外均出现了不同程度的下滑，汽车、工业机器人、计算机、水泥、化纤等产品的降幅较大。

图1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

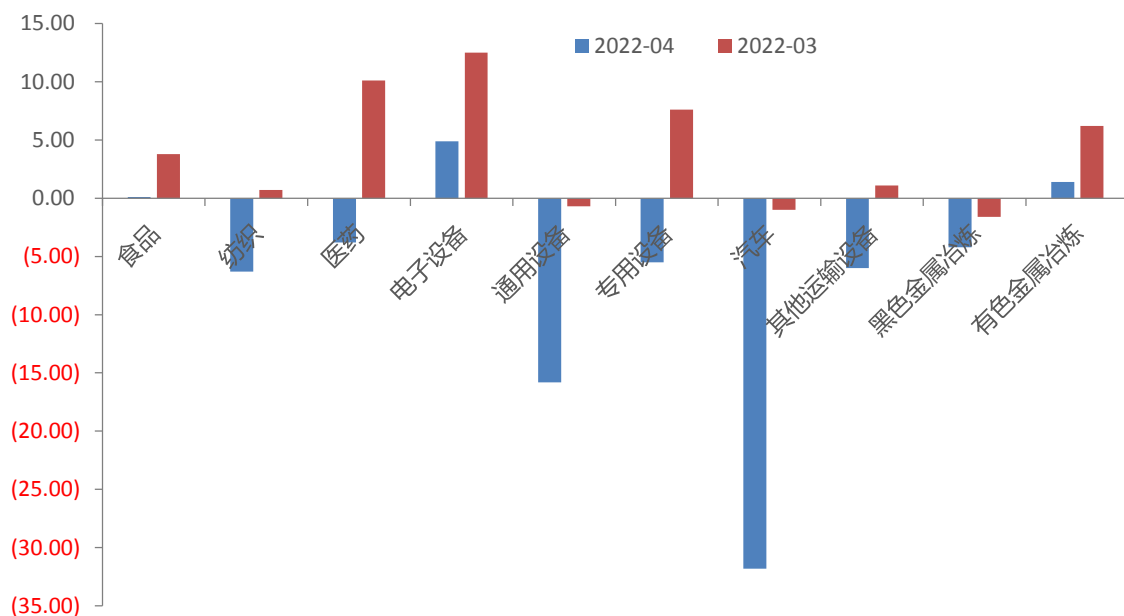


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 主要行业均受影响，汽车制造业跌幅突出

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，减少19个行业。主要行业中，其余行业生产均有明显下滑或直接转负，其中中下游行业受到的冲击较大，尤其是汽车制造业跌幅超过30%。

图2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

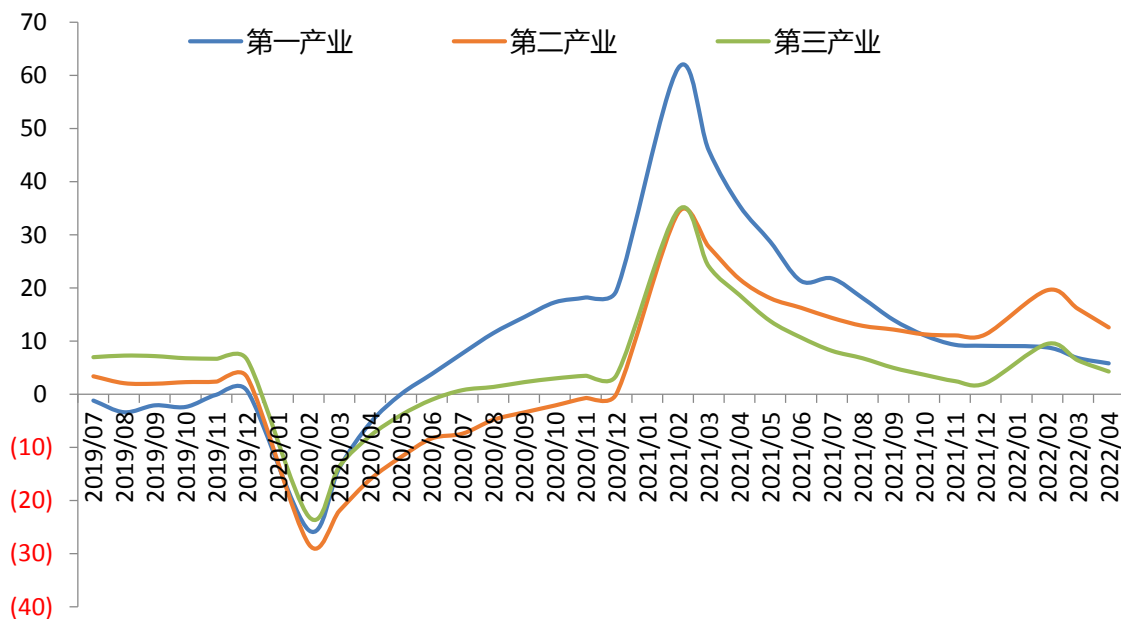
2.3 固定资产投资助力支撑

请务必阅读尾页重要声明

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%。其中，民间固定资产投资 86872 亿元，同比增长 5.3%。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.82%。其中，第一产业投资 3829 亿元，同比增长 5.8%；第二产业投资 47580 亿元，增长 12.6%；第三产业投资 102136 亿元，增长 4.3%。三大产业投资均有下滑。

分项来看，基建投资虽有下滑，但保持 6.5% 的增速，基建投资在积极财政配合专项债的发力下成为疫情冲击下经济的主要支撑。制造业受疫情冲击显著，制造业投资也较上月出现进一步回落，但增速仍然维持在 10 以上。制造业中高技术制造业投资虽有下滑，但仍然保持了 25.9% 高增速。在创新驱动发展战略的实施下，政策加大企业创新激励力度，对创新企业实施税收优惠和研发费用加计扣除，待疫情平稳之后，高技术制造业投资也将实现更快的恢复。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）



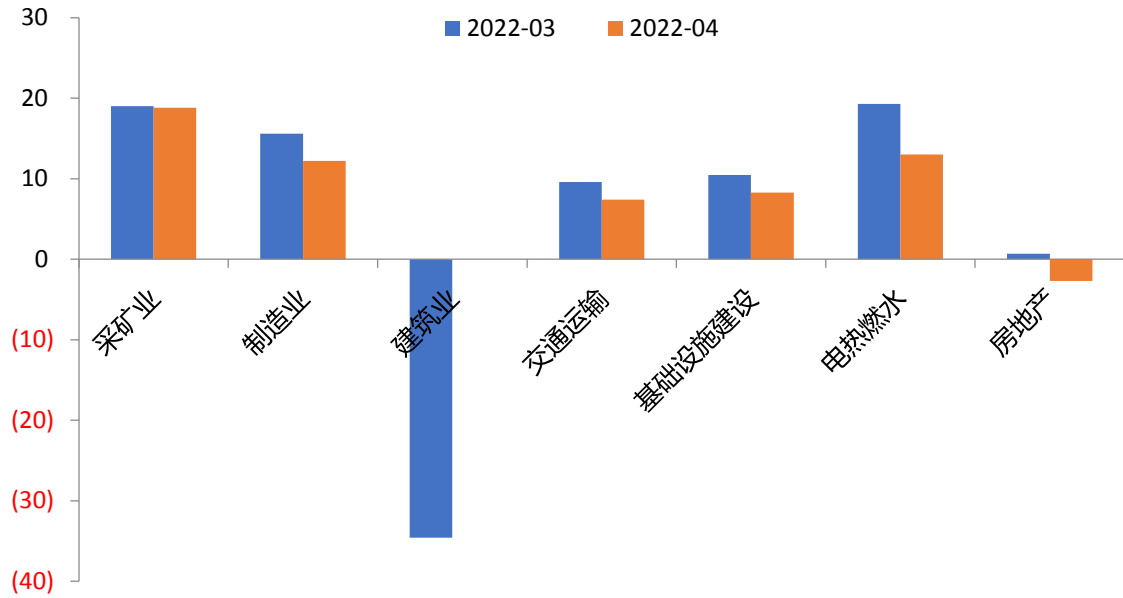
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 政策面改善，地产投资企稳仍待时日

1—4 月份，全国房地产开发投资 39154 亿元，同比下降 2.7%，由正转负，房地产投资额势难改。分项来看，新开工跌幅加深，施工数据趋于 0，销售降幅进一步扩大，土地购置面积降幅扩大。疫情形势下无疑进一步恶化地产现状，尤其对销售的冲击显著。从房企开发资金的来源来看，虽然主要资金来源仍在下滑。地产政策面在边际好转，近期部分地区房地产政策出现调整以及房贷利率的下调，体现了“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”的要求，但突如其来的疫情也增加了地产投资探底的时间。政策支持下，待疫情冲击消退，地产投资回稳可期。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

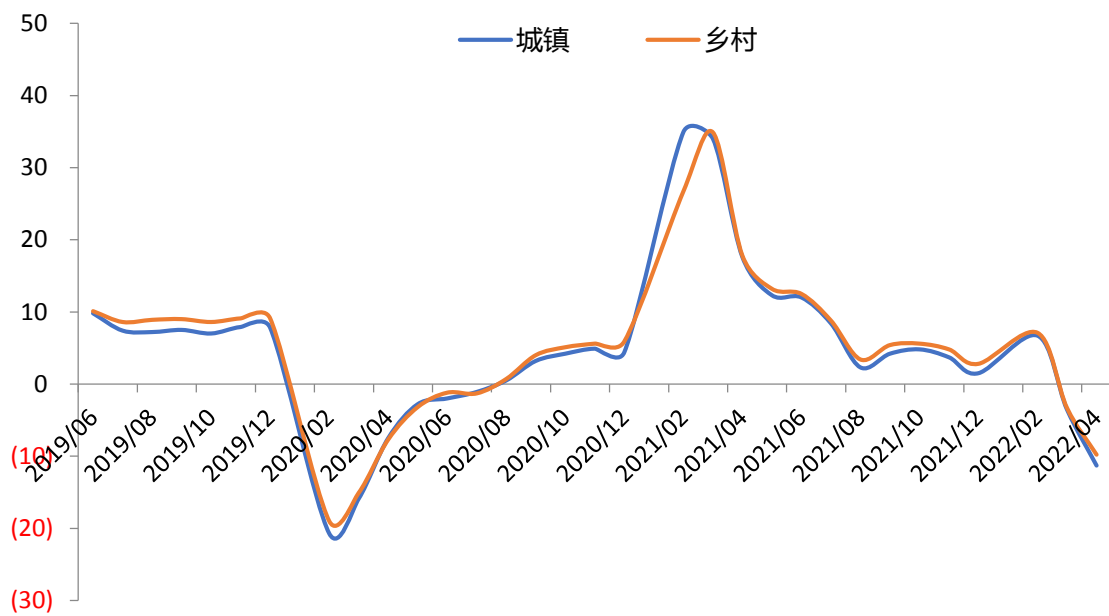


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费冲击加深

4月份，社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%，跌幅加深。按经营单位所在地分，4 月城镇消费品零售额同比下降 11.3%；乡村消费品零售额下降 9.8%。城乡市场消费跌幅近一步扩大。

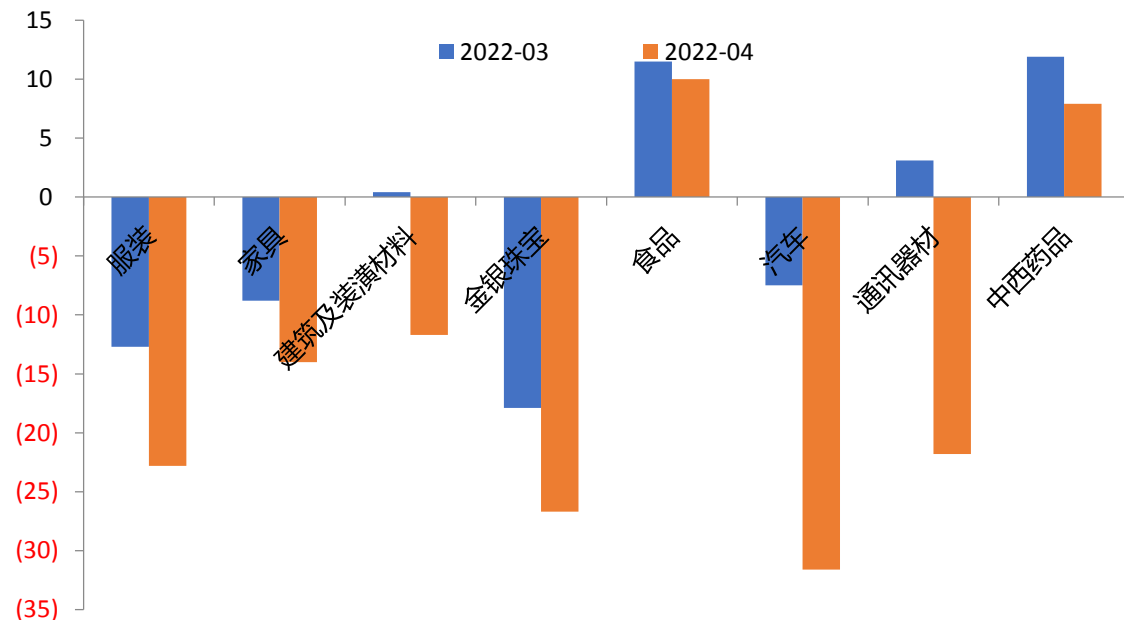
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

疫情对于消费的冲击影响最大。从消费类型来看，除食品、中西药品、石油制品等消费维持正增至外，其余均表现为负增。而餐饮收入等接触型消费较商品消费跌幅更大。疫情导致的封控管理、物流阻塞对供需两端均造成了冲击，消费在其中受到的影响最大。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

请务必阅读尾页重要声明

3.1 疫情冲击延续，固定投资挑大梁

受当期疫情影响，中国经济各项指标延续回落。工业生产转负，固定投资下滑，尤其是消费受到的冲击最为显著，跌幅最大。与此同时，4月份的失业率为6.1%，比上月上升0.3个百分点。当前经济稳增长、稳就业、稳物价的压力上升。值得关注的下，固定投资成为唯一保持增长的数据，其中基建与制造业保持了较为可观的增速，对冲了房地产投资的拖累。今年以来各地推进重大项目开工建设配合专项债以及积极财政支出，支撑了基建投资的增长，也将成为今年稳增长的重要抓手。而今年大规模的留抵退税以及各项助企纾困政策也有望进一步支撑制造业投资。

3.2 “抑”阶段中等待机会

受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变，目前仍是抑的阶段，资本市场短期或临波动增加态势。在疫情回升、地缘态势和楼市违约风险等综合影响下的扰动过去后，资本市场将重新步入平稳运行期，并在“抑”中等待“扬”的阶段到来。可等待美国下半年加息不及预期，以及中国降息确认的机会。

4 事件预测：趋势判断

4.1 政策出击，经济待修复

在经济的三重压力下，今年经济维持平稳压力较大。而疫情无疑进一步增加了稳增长的紧迫性。我们认为经济增长动力也将更加倚重投资，消费在楼市泡沫叠加疫情影响下难有良好表现，财政、投资力度目前已全面加码，疫情缓和后投资与经济景气度将回升。货币政策要加大支持力度，主动应对。总量与结构并重，降息降准可期。当前主要城市疫情形势好转，复工复产陆续推进，疫情冲击影响终将消退，在各项积极政策的支持下，经济待反弹修复。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。