



宏观研究

【粤开宏观】疫情影响未充分显现，二季度经济或面临更大下行压力

2022 年 04 月 18 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】稳增长再发力——解读国常会精神》2022-04-07

《【粤开宏观】盘点历年积极的财政政策：回顾、比较与展望（1998-2021）》2022-04-08

《【粤开宏观】一季度专项债和城投债的发行与投向及其对基建的影响》2022-04-11

《【粤开宏观】社融超预期与中美利差倒挂，降准降息仍有空间》2022-04-12

《【粤开宏观】疫情之下的医疗资源比较：基于中国 31 个省市区和 36 城市的分析》2022-04-14

摘要

今年一季度实际 GDP 同比增长 4.8%，反映国民经济开局总体平稳，但与公众在疫情冲击下的微观感受有所背离。当前的经济形势到底如何？经济存在哪些风险？该如何应对？

1、一季度经济在内外部复杂环境中增长 4.8%，非常不易，但主要是 1-2 月打下的基础，3 月的主要经济指标如 PMI、社融、生产、房地产投资和消费全面下滑，实体经济下行压力与预期低迷交织，仅基建发力是主要的亮点，形势仍很严峻。从结构看，疫情对服务业的冲击最为明显，3 月份服务业同比下降 0.9%，餐饮收入同比下降 16.4%。汽车生产受产业链供应不足影响而大幅下滑；工业产能利用率大幅下降至 2020 年三季度以来的低点。从增长动能看，房地产投资和消费仍对经济产生了明显的拖累，房地产链条相关的消费调入家具、装潢等低迷，且下滑势头仍未止住。

2、宏观数据与微观感受之间的背离主要有三点原因：第一，经济中存在结构分化，宏观加总后形成对冲。规模以下企业和中低收入群体抗风险能力弱，数量却众多，感受更强烈；但规模以上企业和中高收入群体相对抗风险能力强，导致整体数据好于大部分感受。第二，统计数据存在滞后，与当前微观感受存在错位。公众感受到的经济下滑主要发生在 3 月下旬至 4 月，而当前公布的是 3 月数据，疫情影响还未充分显现。第三，统计口径和统计方式导致数据低估。

3、疫情影响尚未在 3 月数据中充分显现，二季度经济或面临更大下行压力。第一，二季度基数更高。2021 年二季度 GDP 两年平均增长 5.5%，高于一季度 0.6 个百分点。第二，疫情冲击或集中在 4 月乃至二季度。若疫情反弹和严格防控持续，工业生产和出口将受到更大冲击。第三，当前经济面临国内外四大风险：疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧。需求收缩和供给冲击将加剧预期转弱，居民和企业的消费、投资意愿低迷，市场信心不足，导致需求进一步收缩，形成恶性循环。

4、二季度经济表现取决于疫情延续时间以及稳增长政策的力度和效果。如果二季度 GDP 增速升至 5.0%，且下半年增速维持在 5.5%，全年经济增速将只有 5.2%，低于 5.5%左右的目标。因此二季度和下半年经济工作任务很重，需要尽快实现疫情有效防控，并加码稳增长政策。

5、关注疫情冲击的三大主体，中低收入人群、小微企业和基层政府，当务之急是统筹疫情防控与关键领域产业链供应链保供，畅通物流，避免经济停摆导致新的社会问题。疫情冲击之下，加大微观主体纾困和就业兜底，将是短期内的政策重点。值得注意的是，部分地区在加强疫情防控工作中存在“一刀切”现象，对春耕、货运物流、人民生活造成负面影响，目前政策已经纠偏。。疫情发生后，部分地方政府收入增速下降，但同时防疫和纾困支出增加，减收增支加大基层财政压力，中央加大对地方的转移支付力度也显得尤为必



要。未来政策仍将集中于抗疫纾困和提振经济。

风险提示：疫情反弹超预期、稳增长政策超预期、海外冲击超预期



目 录

一、如何看待 4.8% 的 GDP 增速？	4
二、如何理解宏观数据与微观感受之间的背离？	7
三、疫情影响尚未充分显现，二季度或面临更大下行压力	7
1、当前经济面临国内外四大风险：疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧	7
2、二季度下行压力加大，取决于疫情形势和政策对冲力度	8
四、稳增长有待持续加码，做好中低收入人群兜底和确保基层财政运转	9

图表目录

图表 1：3 月国内生产、需求全面走弱	4
图表 2：工业产能利用率创 2020 年三季度以来新低	5
图表 3：3 月失业率逆季节性上升	5
图表 4：一季度 GDP 增速回落	6
图表 5：一季度基建和出口高增	6
图表 6：4 月物流同比降幅大于 3 月（截至 4 月 17 日）	9
图表 7：央行城镇储户问卷调查显示，居民消费、投资意愿下降	9

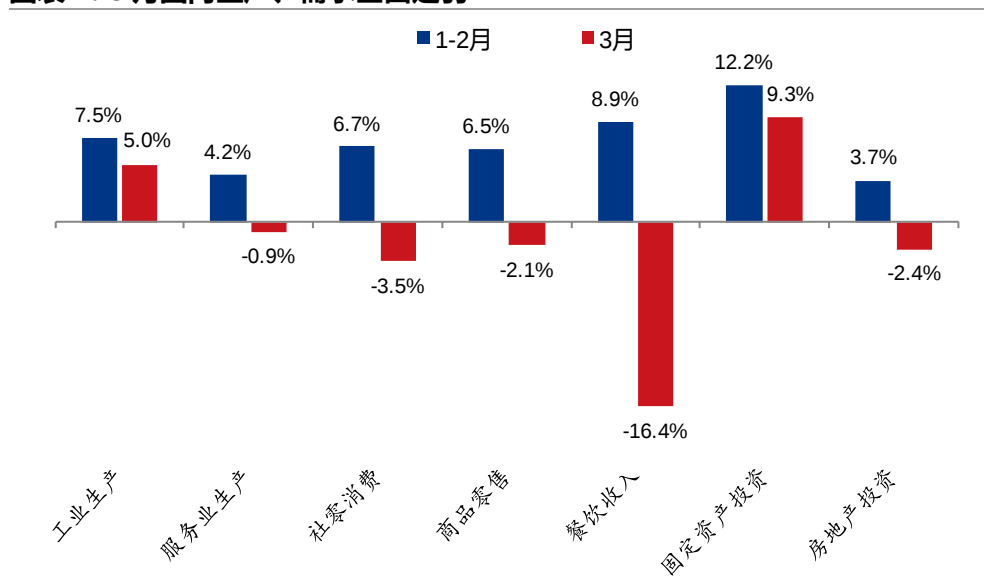


一、如何看待 4.8% 的 GDP 增速？

我们曾在 4 月 6 日发布的《一季度 GDP 增速或跌破 5%，稳增长保民生迫在眉睫》中指出：“今年政府工作报告将全年经济增速目标定在 5.5% 左右，若一季度 GDP 增速降至 5% 以下，二季度又面临高基数和经济短期下行压力仍大的双重挑战，全年经济增速目标实现难度将显著增大。”因此相对于全年 5.5% 左右的增速目标，一季度 4.8% 的 GDP 增速是明显偏低的。4 月 6 日国务院常务会议便对形势判断更加谨慎，坦承国内外形势发展“超出预期”，提出“新的下行压力进一步加大”。

第一，疫情冲击下国内生产、需求全面走弱。生产方面，3 月规模以上工业增加值同比增长 5.0%，较 1-2 月下降 2.5 个百分点；服务业生产指数同比下降 0.9%，较 1-2 月大幅收缩 5.1 个百分点。需求方面，3 月商品零售和餐饮收入同比分别下降 2.1% 和 16.4%，降幅仅次于 2020 年上半年疫情首次爆发时的冲击；3 月房地产投资同比下降 2.4%，销售面积和销售额同比分别下降 17.7% 和 26.2%，降幅进一步扩大；1-3 月固定资产投资完成额累计同比增长 9.3%，较 1-2 月下降 2.9 个百分点。

图表 1：3 月国内生产、需求全面走弱



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，防控趋严对物流、供应链等造成严重冲击。3 月 1 日至 31 日，全国整车货运流量指数下降 9.2%，上海市下降 23.4%，吉林省下降 82.1%；公共物流园吞吐量和主要快递企业分拨中心吞吐量分别下降 15.5% 和 17.3%。物流和供应链紧张严重冲击终端销售和工业生产。3 月汽车零售额同比下降 7.5%，汽车制造业增加值同比下降 1.0%，分别较 1-2 月大幅收缩 11.4 和 8.2 个百分点；一季度工业产能利用率为 75.8%，较去年四季度下降 1.6 个百分点，创 2020 年三季度以来新低。



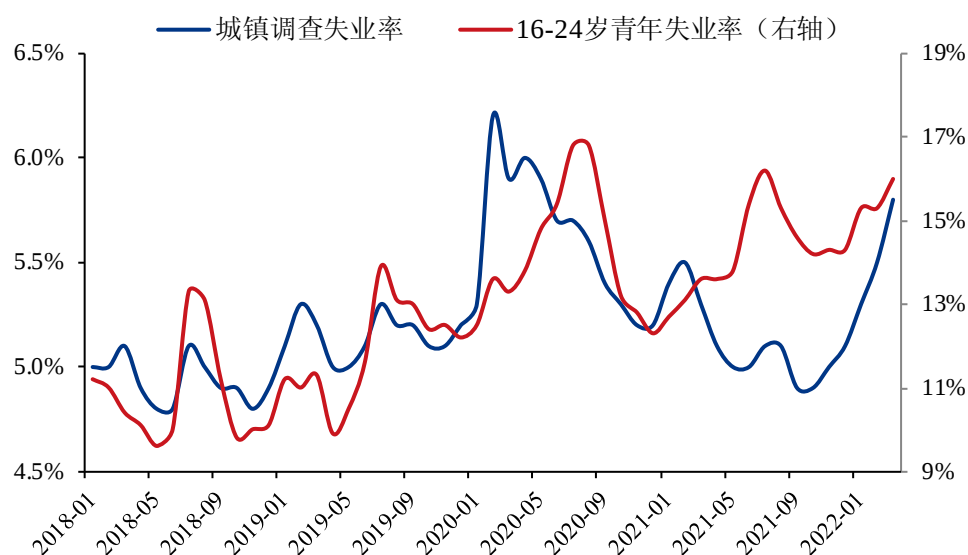
图表2：工业产能利用率创 2020 年三季度以来新低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，失业率上升，民生压力凸显。3月城镇调查失业率为5.8%，较上月逆季节性上升0.3个百分点，连续5个月上升；其中16-24岁青年失业率达16.0%，较上月上升0.7个百分点。一季度全国城镇新增就业285万人，低于去年同期的297万人。今年新增就业目标为1100万人以上，李克强总理在两会答记者问中提到“最好有1300万人以上”。与此同时，今年需要就业的城镇新增劳动力达到约1600万人，是多年来最高；其中高校毕业生1076万，是历年最高。

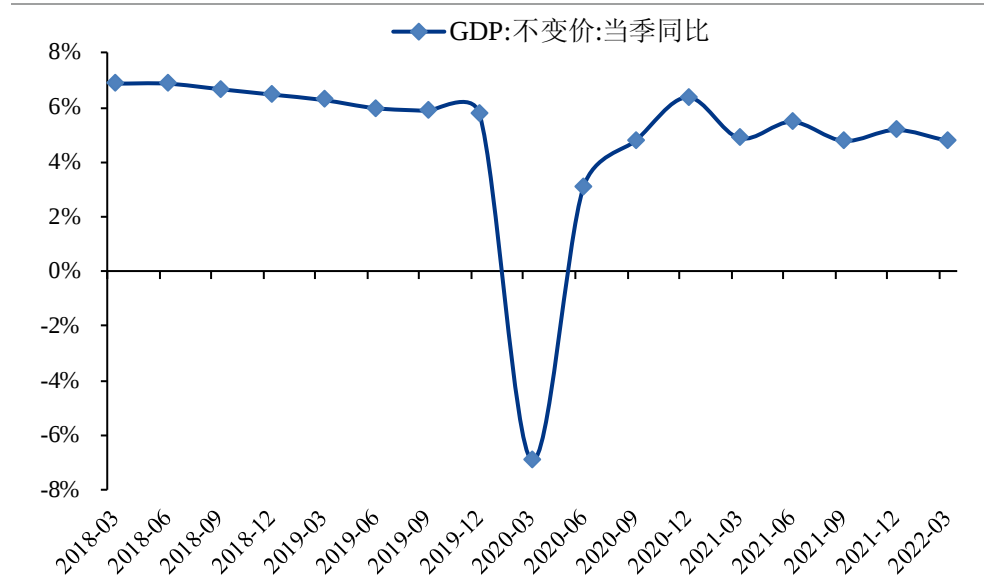
图表3：3月失业率逆季节性上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院



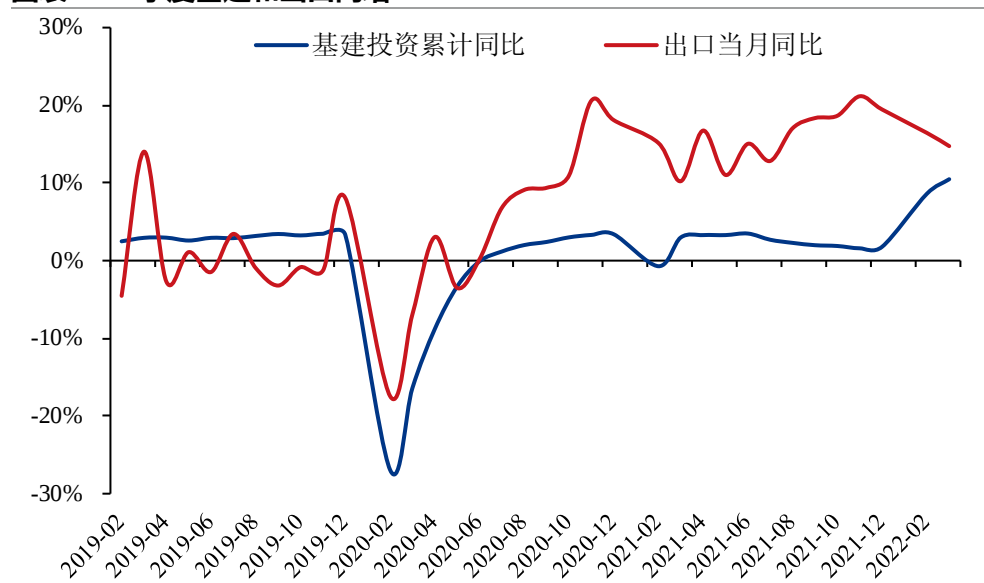
图表4：一季度 GDP 增速回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）

同时需要看到，一季度 4.8% 的增速主要是建立在今年 1-2 月增速较强、去年低基数以及基建发力的基础上，而这些因素仅基建将在后续仍将持续，其他均将对经济形成拖累。**第一，去年低基数的作用。**2021 年各季度 GDP 的两年平均增速分别为 4.9%、5.5%、4.8%、5.2%，全年 5.1%。因此今年一季度的 4.8% 实际上要打个折，二季度基数抬高将对未来经济增速形成压力。**第二，今年 1-2 月经济增速较高。**本轮疫情大规模反弹始于 3 月初，1-2 月基本未受疫情影响，并实现开门红。1-2 月工业增加值同比增长 7.5%，消费、投资、出口也均超预期增长，有力地托底一季度经济数据。例如 3 月社会消费品零售总额和餐饮收入当月同比分别为 -3.5% 和 -16.4%，但在 1-2 月 6.7% 和 8.9% 的同比增速支撑下，一季度同比仍维持正增长，分别为 3.3% 和 0.5%。**第三，基建发力，出口高增。**需求方面，虽然消费和房地产投资低迷，但稳增长政策下基建投资明显发力，海外供需缺口仍需中国弥补，出口维持高景气。1-2 月基建投资累计同比增长 8.6%，1-3 月累计同比增长 10.5%；1-2 月出口同比增长 16.3%，3 月同比增长 15.8%。

图表5：一季度基建和出口高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院（注：2021 年为两年平均增速）



二、如何理解宏观数据与微观感受之间的背离？

前期市场对经济预期相对悲观，因此 4.8% 的增速与市场及微观指标和市场感受仍存在较大差距，我们认为宏微观数据背离有四大原因：

第一，经济中存在结构分化，宏观加总后形成对冲。例如不少行业和企业均反映出出口形势恶化，但一季度出口总体同比增速仍高达 15.8%。二者并不矛盾，一季度家具、家电、灯具出口同比增速分别为 3.9%、-5.3%、-2.1%，较去年 20% 以上的增速大幅下滑；但箱包、通用设备、集成电路、汽车出口增速同比分别高达 26.5%、18.1%、23.2%、87.1%，支撑出口高增。不能以偏概全，也不能以全概偏，要客观分析经济中的结构分化问题，从而精准调控。

第二，统计数据存在滞后，与当前微观感受存在错位。例如本轮疫情反弹始于 3 月初，但上海直至 3 月 28 日才正式进入严格的封控管理，上海的整车货运流量指数也是 3 月下旬开始快速下跌。因此公众感受到的经济下滑其实是在 3 月下旬至 4 月，而当前公布的是 3 月数据，疫情影响还未充分显现。

第三，统计口径和统计方式导致数据低估。例如 3 月上海 CPI 和食品烟酒价格同比分别为 2.2% 和 2.3%，大幅低于居民的实际感受。一是月度数据为月内均值，逢五逢十为统计局 CPI 的采价日，封控管理之前的正常价格会拉低整月数值。二是 CPI 数据采集是定点采集，调查对象包括选中的商场、超市、农贸市场、服务网点和互联网电商等。而在上海，或许上述地点的价格仍相对正常，但处在封控区内的居民，却只能通过团购等方式采购物资，虽实际支出大幅上涨，但不在 CPI 统计之内。

三、疫情影响尚未充分显现，二季度或面临更大下行压力

1、当前经济面临国内外四大风险：疫情反弹、地产下行、输入性通胀、欧美货币政策收紧

第一，疫情反弹不仅影响消费和服务业，还将冲击物流、供应链、工业生产和出口。4 月 9 日蔚来汽车创始人李斌表示，受疫情影响，蔚来汽车零部件开始断供，整车生产受到影响。4 月 15 日，华为消费者业务 CEO、智能汽车 BU CEO 余承东表示，如果上海不能复工复产，5 月后所有科技、工业产业涉及上海供应链的都将面临停工停产。此外，若疫情冲击导致生产受阻、交货延迟，国外企业可能为规避无法按时交货的违约风险，将订单转移至日韩和东南亚国家，导致出口大幅回落。

第二，房地产销售和投资过快下行，房企债务违约风险仍存。3 月商品房销售面积和销售额同比分别下降 17.7% 和 26.2%，降幅较 1-2 月扩大 8.1 和 6.9 个百分点；房地产投资、新开工、施工、竣工面积同比分别下降 2.4%、22.2%、21.5%、15.5%，较 1-2 月大幅收缩 6.1、10.0、23.3、5.7 个百分点。房地产市场低迷使得房企销售回款缓慢、资金链紧张，债务风险仍未充分释放。尽管去年四季度以来房地产调控持续放松，对房企融资支持力度不断加大，今年以来仍有多家房企发生债券违约或展期。

第三，俄乌冲突加剧大宗商品价格上涨，输入性通胀压力加大。俄罗斯是全球重要能源、粮食、化肥出口大国，乌克兰玉米、小麦出口占全球份额较高。战乱和西方国家对俄罗斯的各项制裁将严重影响这些大宗商品的供应，短期内供需缺口快速扩大引发价格剧烈波动。输入性通胀压力增大，将制约我国货币政策空间，同时会挤压下游行业利润，影响相关行业正常生产经营及投资意愿。4 月 15 日央行表示未来将“密切关注物价



走势变化，保持物价总体稳定”。

第四，欧美加速货币政策紧缩，影响我国出口、汇率、金融市场等的稳定。我国和欧美发达经济体出现经济基本面和货币政策的背离，中美利差一度出现倒挂。需未雨绸缪警惕四个压力：一是美国加息后外需放缓，国内稳增长压力增大；二是资本流出影响国际收支平衡，增大汇率贬值风险；三是避险情绪导致投资者风险偏好降低，国内金融市场风险资产价格下跌；四是个别行业基本面和融资条件变差，或引发美元外债偿债风险。4月15日央行表示未来将“密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡”。

2、二季度下行压力加大，取决于疫情形势和政策对冲力度

如前所述，二季度或面临更大下行压力。

第一，二季度基数更高。2021年二季度GDP两年平均增长5.5%，高于一季度0.6个百分点。二季度若想实现5%以上的增速，难度将更大。

第二，疫情冲击或集中在4月乃至二季度。3月全国、吉林和上海整车货运物流平均同比分别下降2.6%、42.3%和6.8%，而4月（截至4月17日）平均同比降幅分别高达29.4%、84.9%和83.3%。3月30大中城市商品房成交面积平均同比下降47.3%，而4月（截至4月17日）平均同比降幅进一步扩大至61.2%。若疫情反弹和严格防控持续，工业生产和出口将受到更大冲击。

第三，经济面临的四大风险仍将持续，微观主体避险化趋势加剧。除了疫情以外，房地产销售、投资下滑，大宗商品价格持续上涨，美联储加快货币政策收紧，都将对经济恢复形成拖累。更严重的是，需求收缩和供给冲击将加剧预期转弱，居民和企业的消费、投资意愿低迷，市场信心不足，导致需求进一步收缩，形成恶性循环。2022年一季度央行城镇储户问卷调查显示，倾向于“更多消费”的居民占23.7%，比上季减少1.0个百分点，低于2019年同期的25.9%；倾向于“更多投资”的居民占21.6%，比上季减少1.9个百分点，低于2019年同期的29.2%；倾向于“更多储蓄”的居民占54.7%，比上季增加2.9个百分点，高于2019年同期的45.0%。

二季度经济表现将取决于疫情何时得到有效防控、以及稳增长政策力度和效果有多大。如果二季度GDP增速升至5.0%，且下半年增速维持在5.5%，全年经济增速也只有5.2%，低于5.5%左右的目标。因此二季度和下半年经济工作任务很重，需要尽快实现疫情有效防控，并加码稳增长政策。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40566

