

宏观

证券研究报告

2022 年 04 月 20 日

“兜底”比“摸高”更重要——1 季度数据的几点理解

3 月经济数据出现大幅回落，经济下行压力凸显，权益市场的反应却与 1-2 月大超预期的数据发布时大相径庭。相较彼时，3 月官方数据的最大特征在于两个契合：第一，包括 GDP 在内的多数数据与市场预期相契合，也符合我们对高频数据的持续观察和微观反馈；第二，少数数据仍然与非官方统计有一定差距，但各方数据的边际变化基本契合。

疫情冲击之下，3 月数据大幅回落本身就在市场的观察和预期之内，而官方与市场的认知契合则降低了市场对于数据解读乃至政策前景的困惑和疑虑，这是我们将要重点讨论的内容。

风险提示：国内疫情形势超预期；美联储紧缩力度超预期；房地产下行风险超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：美国经济能承受多少加息》 2022-04-18
- 2 《宏观报告：二季度的主要交易逻辑》 2022-04-14
- 3 《宏观报告：风险定价-中美利差倒挂是不是因-4 月第 3 周资产配置报告》 2022-04-13

内容目录

一、GDP 和失业率数据暗示政策导向可能出现调整	3
二、房地产数据全线回落，但边际变化更值得关注	4
三、消费数据还没到最弱的时候	5
四、对市场而言，数据催化的政策变化比数据本身更重要	6

图表目录

图 1：3 月失业率水平显著上升（%）	3
图 2：70 大中城市二手住宅价格指数环比改善（%）	4
图 3：历史规律显示房价底部领先销售底部 1-2 个季度（%）	4
图 4：十城地铁客运量低位运行（万人）	5
图 5：观影人次低位运行（万人次）	5

3 月经济数据出现大幅回落，经济下行压力凸显，权益市场的反应却与 1-2 月大超预期的数据发布时大相径庭。相较彼时，3 月官方数据的最大特征在于两个契合：第一，包括 GDP 在内的多数数据与市场预期相契合，也符合我们对高频数据的持续观察和微观反馈；第二，少数数据仍然与非官方统计有一定差距，但各方数据的边际变化基本契合。疫情冲击之下，3 月数据大幅回落本身就在市场的观察和预期之内，而官方与市场的认知契合则降低了市场对于数据解读乃至政策前景的困惑和疑虑，这是我们将要重点讨论的内容。

一、GDP 和失业率数据暗示政策导向可能出现调整

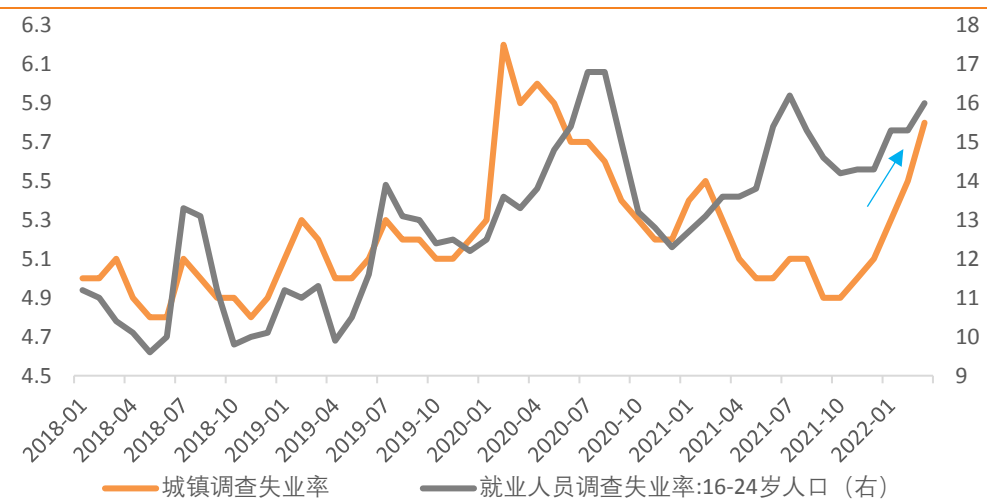
3 月最值得关注的的数据之一是失业率水平的显著上升，显示当前稳就业压力较大。3 月城镇调查失业率逆季节性上升至 5.8%，是 2020 年 6 月以来的最高水平，高于全年“5.5%左右”的失业率目标；16-24 岁人口调查失业率高达 16%，是近年同期的最高水平；1 季度城镇新增就业人数 285 万，按照近 5 年的季节性规律（不包括 2020 年），对应的全年新增就业人数约 1180 万，仅仅处于“1100 万人以上”目标的边缘。

另一项数据是 1 季度实际 GDP 同比增长 4.8%，这是一个符合市场观测、但明显低于“5.5%左右”的经济增长目标的数字。如果要实现全年 GDP 增长 5.5%，对应后面 3 个季度的平均 GDP 增速要达到 5.7%，常规情况下的实现难度已经较大，针对奥密克戎的动态清零策略约等于全国各地可能不定时进入区域或全域封控状态，更大大增加了达标的难度。

“5.5%左右”的经济增长目标是否仍然必须达成？我们认为，官方公布 1 季度 GDP 增速 4.8%，可能意味着当前形势下的政策导向已经做出调整，“兜底”比“摸高”更加务实，也更加重要。数据公布后的官方表态可以提供一定线索，例如权威人士在 4 月 18 日新华社《当前中国经济十问》中表示，“当前经济运行面临较大下行压力，困难挑战明显增多”、“当前一些突发因素超出预期，外贸延续去年高增长有一定难度”；同一天统计局在答记者问中也提到“3 月份以来世界局势复杂演变，国内疫情影响持续，有些突发因素超出预期”。

内外部的超预期因素促使保民生的优先级超过追求量化经济目标，预计下一阶段政策将向六保倾斜。一般情况下，失业率与经济增长负相关，疫情的特殊性在于加大了就业和增长的非对称性：一是疫情首要冲击消费服务业，而稳增长的主要抓手是扩大投资，就业群体的交集较低；二是动态清零策略下，疫情对局部地区的冲击预期是阶段性的，为企业纾困、减少裁员虽然不直接创造 GDP，但却是保就业、保市场主体的更高效办法。权威人士在《当前中国经济十问》中明确指出：“稳就业成为当前经济工作的重中之重”。

图 1：3 月失业率水平显著上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

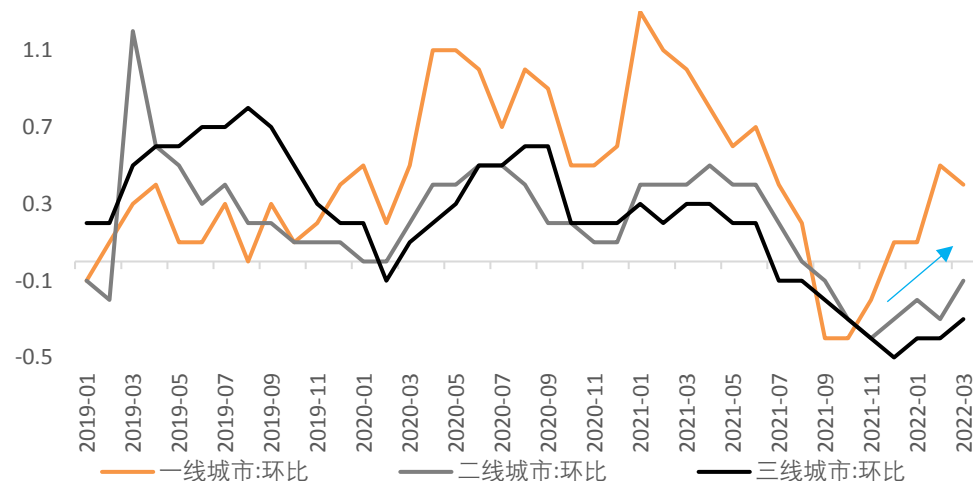
二、房地产数据全线回落，但边际变化更值得关注

房地产数据仍然在全线回落。房地产是少数本月官方数据与非官方观察仍然存在差距的项目之一，但各方数据的边际变化是一致的。3月当月，商品房销售面积同比增长-17.7%，较1-2月下滑8.1%；销售金额同比增长-26.2%，下滑6.9%；房地产开发投资同比增长-2.4%，下滑6.1%；新开工同比增长-22.4%，下滑11.2%；施工同比增长1.0%，下滑0.8%；竣工同比增长-15.5%，下滑5.7%。

但房价数据出现了边际改善。考察70大中城市二手住宅价格指数，今年以来环比降幅有所收窄。结构上，银根放松已经带动一线城市房价连续4个月环比上涨；一线城市涨价的旗帜效应叠加地方因城施策放松，二线和三线城市房价的环比跌幅也在震荡收窄。**按照历史规律，房价环比底部领先销售面积同比底部1-2个季度，因此短期来看，本轮销售下行在年中企稳的概率正在上升。**

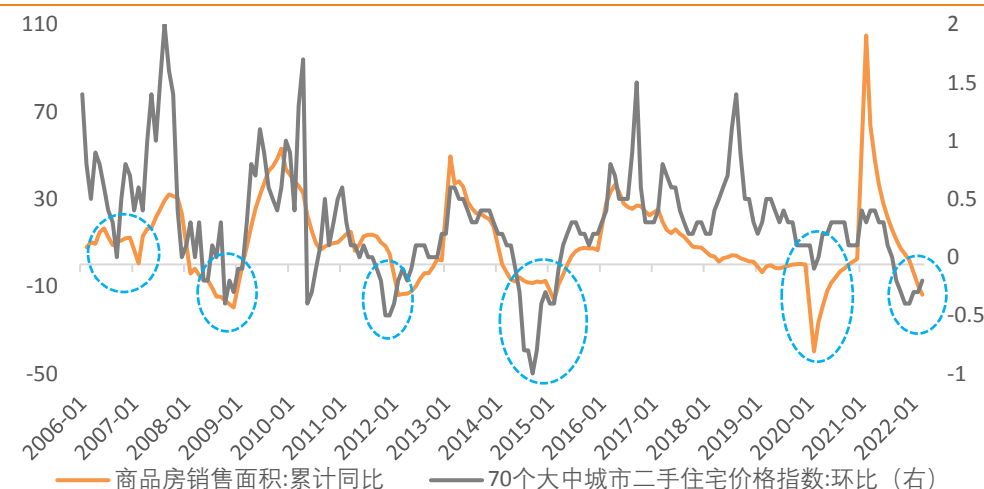
与历史不同的是，我们正处于自1998年房改以来从未出现过的位置上。房地产总需求见顶已经是大势所趋，这是由人口周期和城镇化水平决定的，刺激政策能在多长时间和多大程度上改善需求存在不确定性，疫情反复冲击居民收入和预期又带来了新的不确定性。

图2：70大中城市二手住宅价格指数环比改善（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图3：历史规律显示房价底部领先销售底部1-2个季度（%）



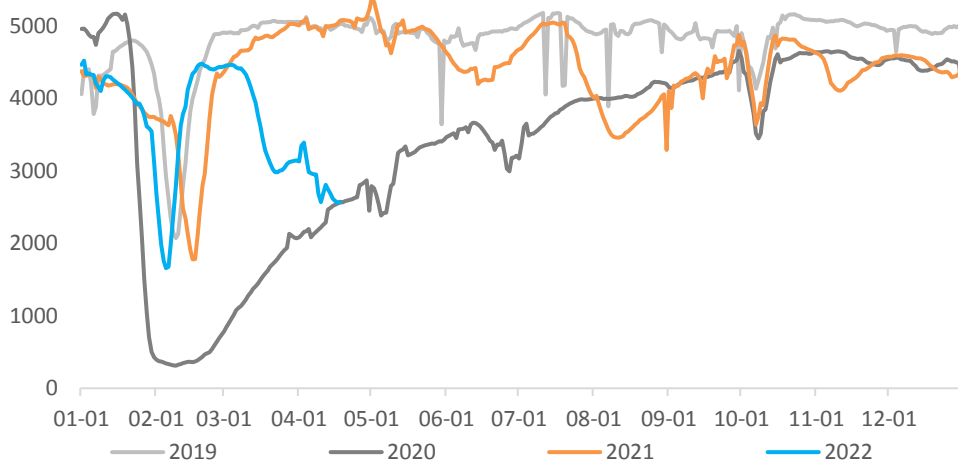
资料来源：WIND，天风证券研究所

三、消费数据还没到最弱的时候

三驾马车当中，疫情对居民消费的冲击幅度最大。3月当月，社零同比增长-3.5%，较1-2月大幅下滑10.2%；其中，餐饮消费同比增长-16.4%，创2020年5月以来新低，较1-2月大幅下滑25.3%；多数可选商品增速大幅下滑，服装鞋帽、家电、汽车等消费的下滑幅度均在10%以上，金银珠宝下滑超过30%；粮油食品、饮料和中西药品等必须消费增速逆势回升，可能与居民“囤货”有关。

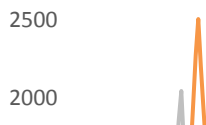
不过3月还不是消费最弱的时候。本轮疫情冲击主要落在3月中下旬，3月上旬的经济活动还处于相对正常的状态。根据我们对人员流动和接触性消费等高频数据的观测，截至4月中上旬，相关数据均在较低水平企稳震荡，边际上尚没有明确改善的迹象，这与国内疫情形势仍然焦灼的现实状态是一致的。作为参考，清明小长假发送旅客量为2019年同期的35%，疫情以来仅略高于“就地过年”的2021年春运；实现旅游收入为2019年同期的39%，仅高于2020年刚刚经历初代疫情的清明和五一。照此推算，4月的消费数据将比3月更弱。

图 4：十城地铁客运量低位运行（万人）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：观影人次低位运行（万人次）



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_40581

