

疫情拐点后的经济

相对市场表现

——经济触底、政策调整与投资机遇

核心观点：

2022年3月疫情扩散对经济的影响超出预期，我们预计4月中国经济将较3月继续下滑。然而，伴随着上海疫情逐步受到控制和多项稳增长的政策持续发力，中国经济可能正在走过最差的时候。而未来的政策调整仍然可期。我们认为投资者应该关注从疫后复苏受益供需边际改善最大的相关行业，和稳增长的行业。此外，疫情防控的“优化”也可能意味着一些投资机遇。

投资要点

➤ 高频数据显示4月份经济可能持续恶化

春节以后疫情再度肆虐对中国经济的影响超出预期。3月份经济增长已经有显著放缓。而高频数据显示4月份经济可能较3月份明显恶化。汽车、化工、建材和电力的生产可能明显下滑。观影人次和汽车零售也持续恶化，而房地产销售和投资需求的数据同样表现不佳，出口也有进一步下行的迹象，我们预计二季度GDP增速为4.6%，较一季度有所放缓。

➤ 疫情拐点与经济拐点

伴随着上海疫情拐点的出现和复工复产的展开，我们认为中国经济正在走过最差的阶段。一些物流的高频数据已经开始展现出改善的迹象。与此同时，更大力度的宏观政策调整正在出现，而疫情防控也在不断“优化”。

➤ 机遇与挑战

投资者可以适当关注疫情影响淡化供需边际改善最大的一些行业，如物流、交运、餐饮、影视娱乐、线下零售、汽车零配件的改善。当然，受益于更多政策调整的稳增长相关的行业如地产、基建也值得关注。此外，疫情防控“优化”可能也意味着交运、航空、会展和旅游有潜在的获益机会。当然，由于一些出口订单外流之后就难以回流，叠加海外经济增长的放缓，即使疫情受控供应改善，中国的出口增速可能仍会在四季度出现负增长。

风险提示

经济不及预期；全球疫情恶化；政策不及预期

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《疫情极值季节调整噪音引发美国意外负增》— 2022.04.29
- 2、《年内基建投资增速上修的可能性增加》— 2022.04.28
- 3、《略超预期的经济数据》— 2022.04.21

正文目录

1.	高频数据显示二季度经济二次探底风险上升	4
1.1.	生产持续回落	4
1.2.	需求仍显疲软	6
2.	疫情对经济的冲击脉络梳理	10
2.1.	疫情影响三大需求	10
2.2.	供给端：直接冲击与供应链的放大效应	11
3.	疫情拐点正在出现：投资机遇与挑战	15
3.1.	经济触底与政策调整带来的投资机遇	15
3.2.	防疫优化带来的机遇	16
3.3.	出口或仍面临较大挑战	18
	风险提示	20

图表目录

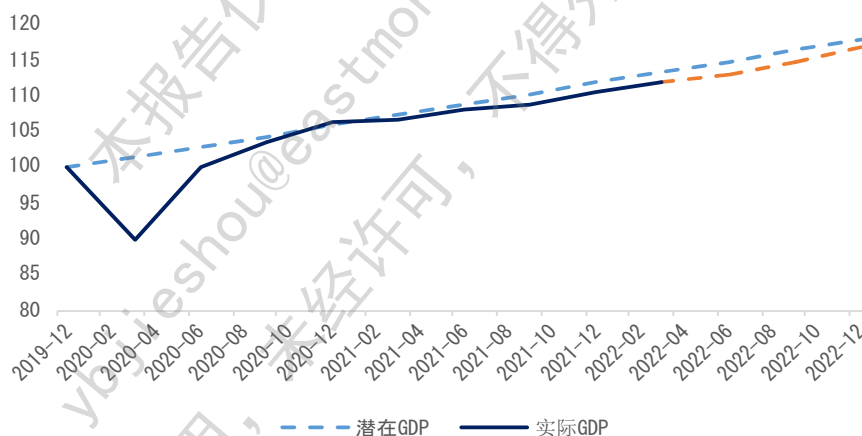
图表 1：中国潜在产出和实际产出及预测	4
图表 2：汽车半钢胎开工率回落相对较为明显	5
图表 3：247 家钢铁高炉开工率与近年同期相当	5
图表 4：PTA 开工率大幅回落	5
图表 5：PTA 江浙织机负荷率低于历史同期	5
图表 6：水泥发运率 3 月下旬显著低于历史	6
图表 7：石油沥青装置开工率年后维持在低位震荡	6
图表 8：沿海八省日均耗煤量 4 月以来下滑明显	6
图表 9：3 月以来观影人次持续下降	7
图表 10：乘用车销售 4 月连续两周同比下降超 30.0%	7
图表 11：30 大中城市商品房成交面积处于近年同期最低水平	7
图表 12：100 大中城市成交土地占地面积负向增长	8
图表 13：100 大中城市成交土地溢价率维持在低位	8
图表 14：CCFI4 月以来有所回落	8
图表 15：BDI 近日略微回升	8
图表 16：八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比持续回落	9
图表 17：疫情导致人均可支配收入/消费支出下降	10
图表 18：“更多储蓄”意愿占比一季度突破前高	10
图表 19：疫情对政府财政收入产生负面影响	11
图表 20：疫情背景下，卫生健康支出大幅增长	11
图表 21：3 月十城地铁客运量创 5 年新低	12
图表 22：3 月全国百城拥堵指数下滑明显	12
图表 23：3 月以来全国物流、快递明显下滑	12
图表 24：3 月上海和吉林整车货运流量显著降低	12
图表 25：2022 年春耕春播期预测	13
图表 26：吉林和山东主要农产品产量占比(%)	13
图表 27：上海主要制造业营业收入占比	13
图表 28：3 月建筑业分项 PMI 下滑明显	14
图表 29：3 月服务业商务活动指数出现下滑	14
图表 30：剔除上海的疫情于 3 月底 4 月初出现拐点	15
图表 31：上海疫情也显现出自高点回落的趋势	15
图表 32：整车货运流量指数小幅回升（七日平均）	16

图表 33: 快递及物流指数小幅回升 (七日平均)	16
图表 34: 积极探索“优化”动态清零举措.....	17
图表 35: 上海机场国际/国内飞机起降班次 (架次)	18
图表 36: 上海机场国际/国内旅客吞吐量 (万人次)	18
图表 37: 美国个人报酬同比增速下降	18
图表 38: 美国个人转移支付收入同比增速大幅下降	18
图表 39: 美国通胀水平创下新高.....	19
图表 40: 美国个人储蓄率已经低于疫情前.....	19
图表 41: 美国零售商库存 (单位: 亿美元)	19
图表 42: 欧盟居民工资收入增速回落(2015=100).....	19
图表 43: 欧盟通胀水平创下新高.....	19
图表 44: 东南亚国家制造业产能显著回升.....	20

1. 高频数据显示二季度经济二次探底风险上升

春节以后疫情再度扩散对中国经济的影响超出预期。虽然本轮疫情对经济增长的影响程度不会超过 2020 年初，但是目前看来二季度经济同比增速较一季度下滑的风险在上升。我们下调二季度 GDP 到 4.6%，但是维持 3 季度和 4 季度 GDP 5.5% 和 5.7% 的预测。

图表 1：中国潜在产出和实际产出及预测



来源：Wind，国联证券研究所

本轮疫情对经济冲击小于 2020 年初的首轮疫情有两个方面原因：一是防疫和应对的经验更为丰富，且奥密克戎毒株相比于新冠原株的致死率大大降低，降低了社会恐慌，因此对经济增长的负面影响较小。二是本轮疫情除上海和吉林等重点区域外，封控措施相比于 2020 年初更为缓和，封控持续时间较小。

然而，由于奥密克戎毒株的高传染率与高隐匿性特征加大了动态清零难度，疫情在上海等地的扩散和持续时间超出了预期。此外，除疫情重点地区实施全域封控措施之外，部分地区在疫情发生初期也选择了全域封控措施并进行全民核酸检测——甚至一些地方出现了只要有一例阳性病例就全面封城的现象。这些因素还是对经济活动构成了明显的限制作用。

从近期公布的 3 月份经济数据来看，很大程度上受到疫情冲击，中国经济增长已经有显著放缓。而高频数据显示 4 月份经济可能较 3 月份明显恶化。

1.1. 生产持续回落

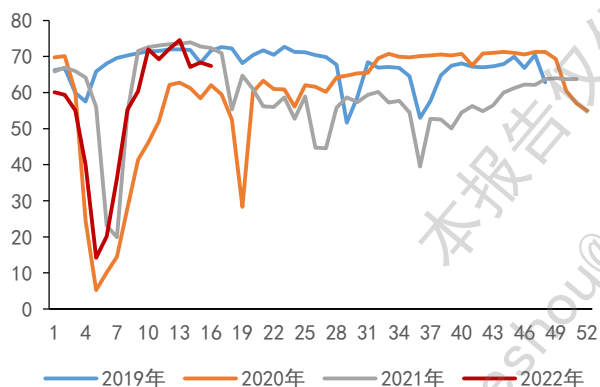
生产端的数据显示，4 月汽车、化工、建材和电力的生产可能已经出现明显下滑。

汽车半钢胎 4 月前 3 周开工率明显低于 3 月最后一周及去年同期水平。PTA 开工率、PTA 江浙织机负荷率大幅回落，甚至低于 2020 年第一轮疫情冲击下水平。水泥发运率从 3 月下旬开始显著低于历史同期水平，自 2022 年 3 月 25 日当周以来，已连续四周与去年同期相比下降超过 50.0%。石油沥青装置开工率年后也维持在低位震

荡，显著弱于季节性。此外，沿海八省的日均耗煤量4月以来下滑明显，处于近年同期低位。

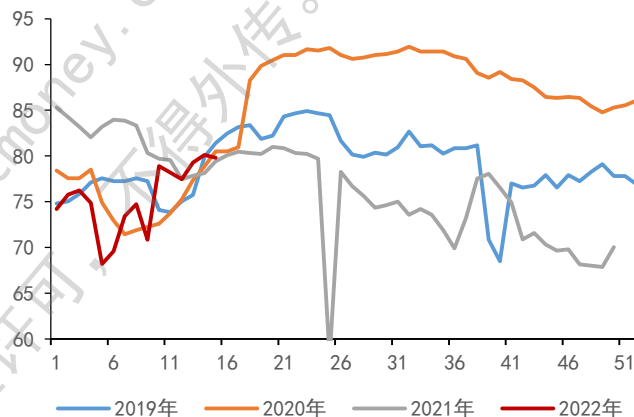
目前看来，仅有钢铁生产方面的高频数据相对较好，全国247家钢铁高炉开工率未见明显下滑，与近年同期水平基本相当。

图表2：汽车半钢胎开工率回落相对较为明显



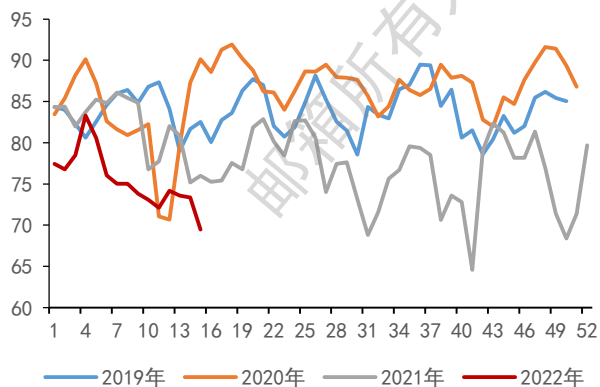
来源：Wind，国联证券研究所

图表3：247家钢铁高炉开工率与近年同期相当



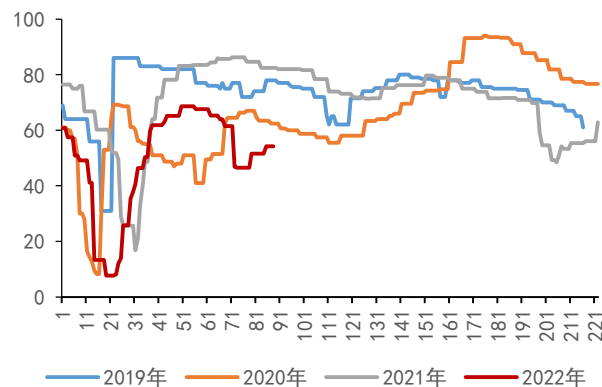
来源：Wind，国联证券研究所

图表4：PTA开工率大幅回落



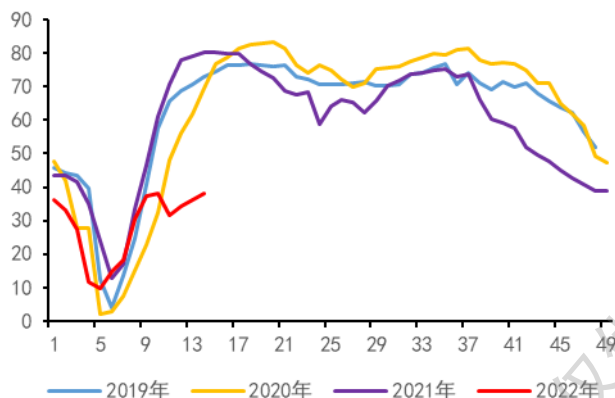
来源：Wind，国联证券研究所

图表5：PTA江浙织机负荷率低于历史同期



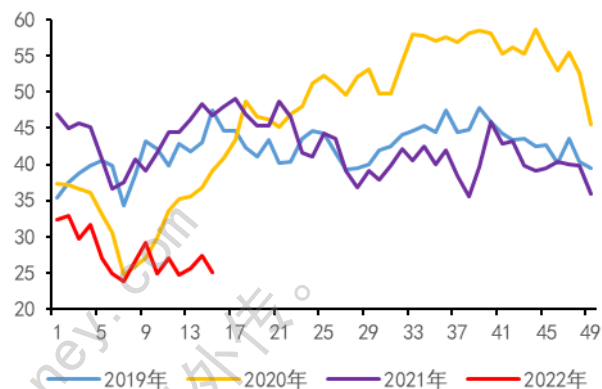
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：水泥发运率 3 月下旬显著低于历史



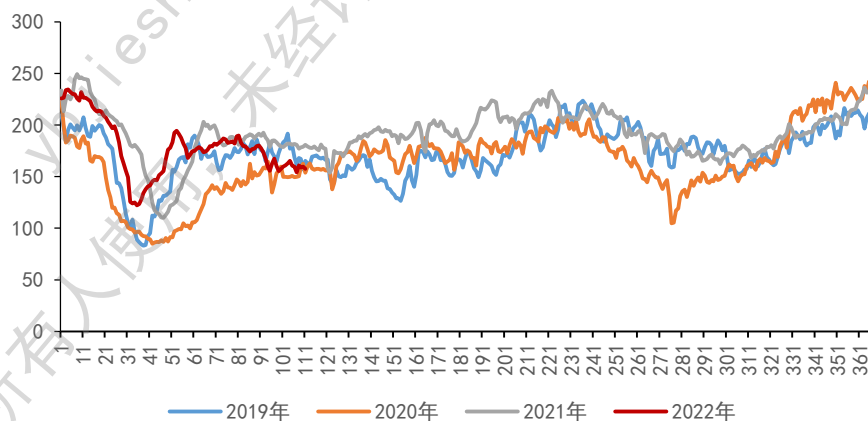
来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：石油沥青装置开工率年后维持在低位震荡



来源：Wind，国联证券研究所

图表 8：沿海八省日均耗煤量 4 月以来下滑明显



来源：Wind，国联证券研究所

总体而言，我们预计 4 月份工业生产可能会较 3 月（同比增长 5%）明显放缓，并对二季度的数据造成拖累。

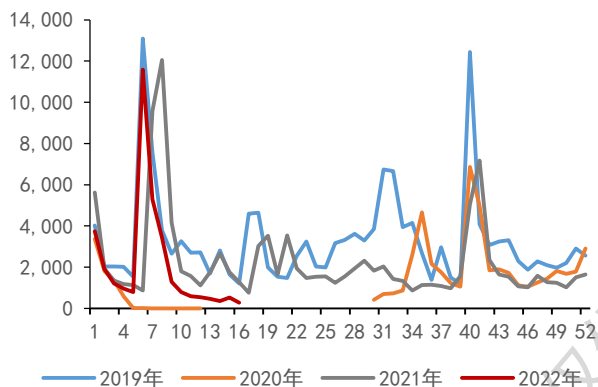
1.2. 需求仍显疲软

大部分需求端的高频数据在 4 月份也并不乐观。

➤ 消费持续承压

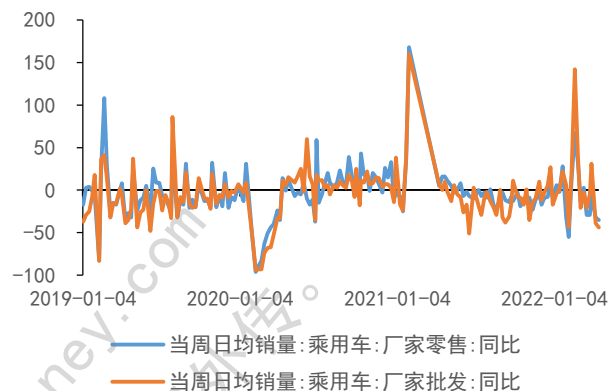
从消费高频数据来看，服务消费中的文娱行业，3 月以来观影人次持续下降，除去季节性因素外，仍远低于除 2020 年以外的近年同期水平。实物消费中的乘用车销售方面，4 月 10 日当周及 4 月 17 日当周厂家零售及厂家批发同比下降均超过 30.0%。

图表 9：3 月以来观影人次持续下降



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：乘用车销售 4 月连续两周同比下降超 30.0%



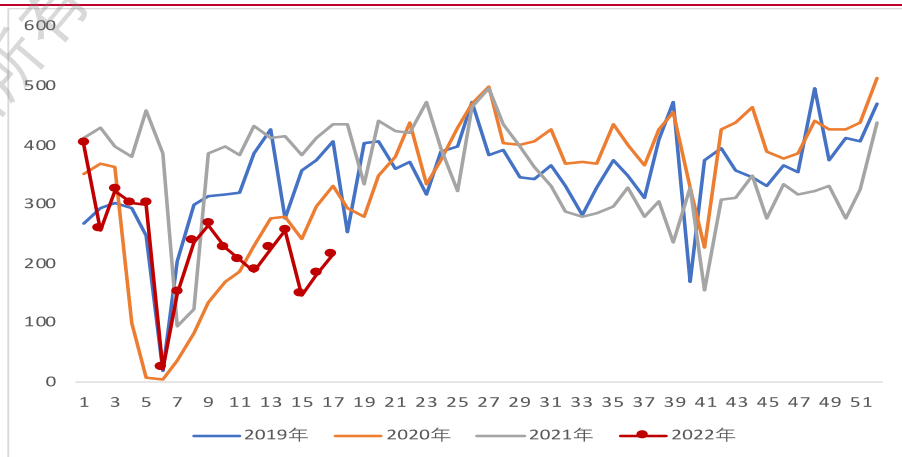
来源：Wind，国联证券研究所

➤ 房地产销售、投资相关数据处于低位

虽然受到季节性因素影响，30 大中城市商品房成交面积绝对值近两周有所回升，但目前仍处于近年同期商品房成交面积最低水平，地产需求疲软。

从 100 大中城市成交土地数据来看，成交土地占地面积今年以来当周同比持续大幅负向增长，降幅持续加大，4 月 24 日当周同比增速为-36.0%；成交土地溢价率也持续维持在低位，开发商投资拿地热情不高。

图表 11：30 大中城市商品房成交面积处于近年同期最低水平



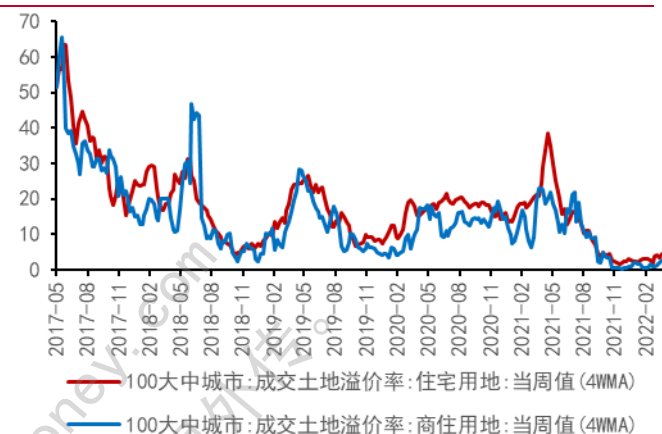
来源：Wind，国联证券研究所

图表 12: 100 大中城市成交土地占地面积负向增长



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 100 大中城市成交土地溢价率维持在低位



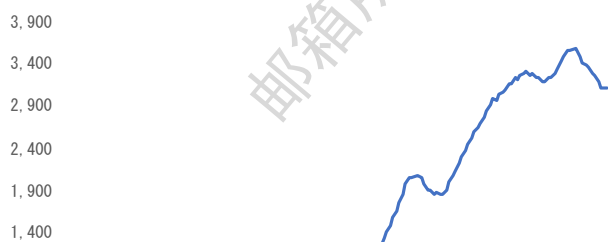
来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 出口也有进一步下行的迹象

大部分与出口相关的高频指数也表现不佳。中国集装箱货运价格指数 (CCFI) 4 月以来有所回落, 八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量旬同比增速持续回落且于近日进入同比负增长区间。

尽管 BDI 近日略微回升, 但是其受到全球大宗品贸易的影响较大, 与中国出口的相关性不高。

图表 14: CCFI4 月以来有所回落



图表 15: BDI 近日略微回升



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_41044

