

宏观经济宏观月报

疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳

核心观点

疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳。从国内实际 GDP 相对 2019 年的复合同比增速和季调后环比增速来看，2022 年一季度国内经济增长景气度较去年四季度有所减弱，主要受 3 月国内疫情冲击的影响。

从生产法来看，一季度国内经济景气度回落的主要拖累为第三产业；第二产业 GDP 增速逆势上升，或主要受采矿业和建筑业 GDP 同比增速明显上升所拉动。

从支出法来看，2022 年一季度国内经济走弱主要受国内最终消费走弱影响，其背后反映的是疫情对国内居民消费的冲击。此外，虽然一季度国内资本形成总额较去年四季度有所回升，但仍处于历史较低水平，后续仍有较大的提升空间。

从日新增阳性病例数量和全国医学观察病例数量来看，此轮疫情或已见顶回落。考虑到疫情对经济的负面影响可能存在一定的滞后性，因此 4 月疫情对国内经济的冲击或不会比 3 月小，预计 4 月国内 GDP 同比增速或略低于 3 月的 3.5%；在当前疫情已经缓和的情况下，此轮疫情冲击难以持续到 6 月，因此 6 月国内经济大概率将恢复正常，考虑到稳增长加码以及补偿性增长的加持效应，预计今年 6 月国内 GDP 同比增速将达到 6% 甚至超过 6%；5 月国内 GDP 同比或落在 3.5% 至 6.0% 之间，大致处于 4 月和 6 月中间的水平。

综上所述，我们预计二季度国内实际 GDP 同比或处于 4.3% 至 5.2% 之间，中间值大约是 4.8%，基本持平一季度的水平。

整体来看，我们倾向于认为 4 月是今年国内经济增长的低点，5 月起国内经济开始进入向上修复期。

若二季度国内实际 GDP 同比持平一季度的 4.8%，则下半年国内实际 GDP 同比增速平均达到 6%，今年就能实现全年 5.5% 的经济增长目标。考虑到去年下半年基数偏低，因此在稳增长政策加码的背景下今年实现全年 5.5% 的经济增长目标并非是不可能的事情。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观月报

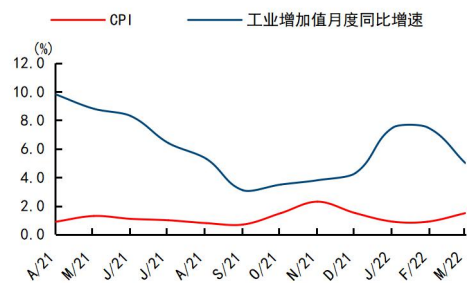
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	9.30
社零总额当月同比	-3.50
出口当月同比	14.70
M2	9.70

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济宏观月报-1-2 月国内经济实现开门红，后续稳增长政策或继续发力》——2022-03-16
 《今年资产配置该用哪个框架？-2022 年 3 月大类资产配置展望》——2022-03-01
 《宏观经济月报：四季度投资需求继续走弱，政府防疫支出增加提振最终消费》——2022-01-19
 《宏观经济月报：11 月经济延续回暖，房地产政策纠偏已在销售端体现》——2021-12-17
 《国信证券-宏观月报-后视镜看疫情以来资产配置框架》——2021-12-02

内容目录

疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳.....	4
3 月经济增长：疫情冲击下明显回落，基建发力对冲下行压力.....	7
生产端：工业和服务业生产均受到疫情冲击，服务业冲击幅度更大.....	8
需求端：投资——基建投资增速逆势上升.....	10
需求端：消费——疫情冲击影响较大，社消增速回落至负值区间.....	14
需求端：进出口——疫情冲击下进口与出口景气均转弱，但幅度可控.....	15
3 月通胀解读：国内 CPI 上升速度明显加快.....	17
2022 年 3 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	17
2022 年 3 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	21
风险提示.....	24
免责声明.....	25

图表目录

图 1: 疫情冲击下一季度国内经济表现弱于去年四季度	4
图 2: 国内三大产业 GDP 不变价复合同比走势一览	5
图 3: 国内三大需求 GDP 不变价金额同比多增量走势一览	5
图 4: 国内此轮疫情或已触顶	6
图 5: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览	8
图 6: 3 月采矿业增加值同比继续明显上升, 制造业、公用事业回落	9
图 7: 3 月粗钢、水泥产量增速上升, 汽车、乙烯下降	9
图 8: 3 月工业机器人产量同比有所回落	9
图 9: 历年 3 月工业增加值定基指数环比增速一览	10
图 10: 3 月服务业生产指数同比增速明显回落至负值区间	10
图 11: 1-2 月固定资产投资同比增速明显回升	11
图 12: 3 月国内固定资产投资金额环比仍高于疫情前的水平	11
图 13: 3 月基建投资同比增速继续明显上升, 房地产回落至负值区间	12
图 14: 3 月国内房地产开发投资金额环比偏弱, 基建投资环比明显偏高	12
图 15: 房地产销售当月同比增速一览	13
图 16: 房地产销售环比增速一览	13
图 17: 3 月消费同比增速明显回落至负值区间	14
图 18: 历年 1-2 月社会消费品零售总额环比一览	15
图 19: 中国进口、出口金额同比走势一览	16
图 20: 历年中国进口、出口金额环比走势一览	16
图 21: CPI 环比与历史均值比较	17
图 22: CPI 食品项环比与历史均值比较	18
图 23: CPI 非食品项环比与历史均值比较	18
图 24: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	19
图 25: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	19
图 26: 4 月首周食品价格继续上涨	20
图 27: 4 月蛋类、肉类、水产品、蔬菜、水果价格环比均高于历史均值	20
图 28: 非食品高频价格指数走势	21
图 29: 2022 年 3 月 PPI 生产资料环比高于历史均值	21
图 30: 2022 年 3 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	22
图 31: 2022 年 3 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	22
图 32: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	23

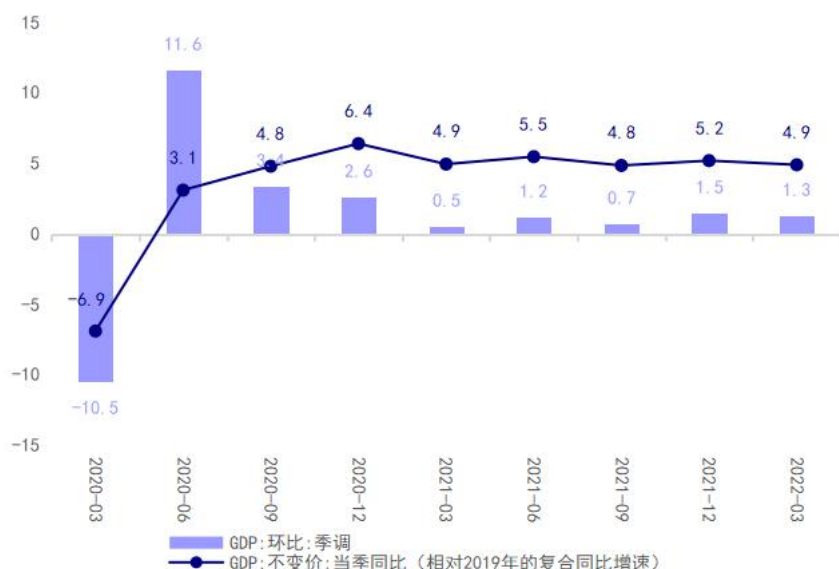
疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳

2022 年一季度中国实际 GDP 当季同比增长 4.8%，较去年四季度抬升 0.8 个百分点；2022 年一季度中国实际 GDP 相对 2019 年的复合同比增速为 4.9%，较去年四季度回落 0.3 个百分点。

从季调后环比来看，2022 年一季度 GDP 季调后环比为 1.3%，较去年四季度回落 0.2 个百分点。

从国内实际 GDP 相对 2019 年的复合同比增速和季调后环比增速来看，2022 年一季度国内经济增长景气度较去年四季度有所减弱，主要受 3 月国内疫情冲击的影响。

图1：疫情冲击下一季度国内经济表现弱于去年四季度

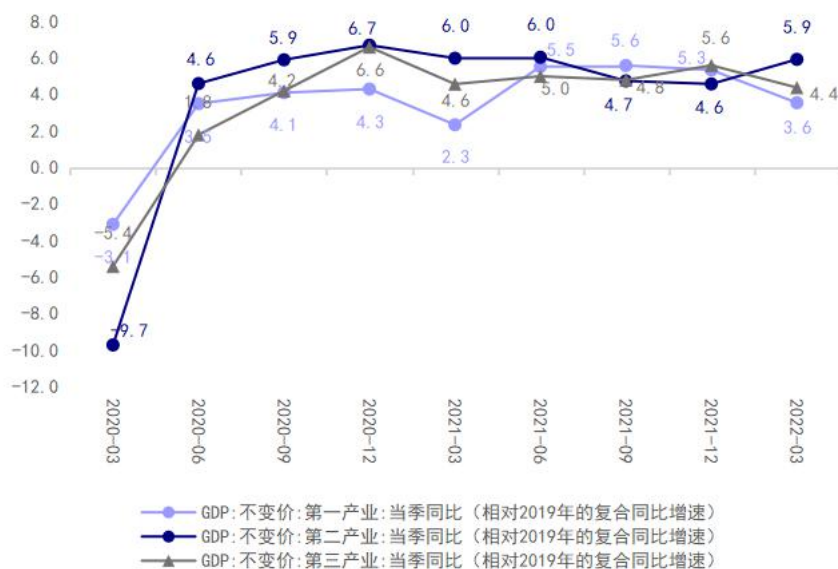


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从三大产业来看，四季度第一产业、第三产业 GDP 不变价相对 2019 年的复合同比增速较去年四季度分别回落 1.8、1.2 个百分点，第二产业则上升 1.3 个百分点。考虑到第一产业占比较小，因此一季度国内经济景气度回落的主要拖累为第三产业。

一季度第二产业 GDP 同比增速逆势上升，或主要受采矿业和建筑业 GDP 同比增速明显上升所拉动。

图2：国内三大产业 GDP 不变价复合同比走势一览



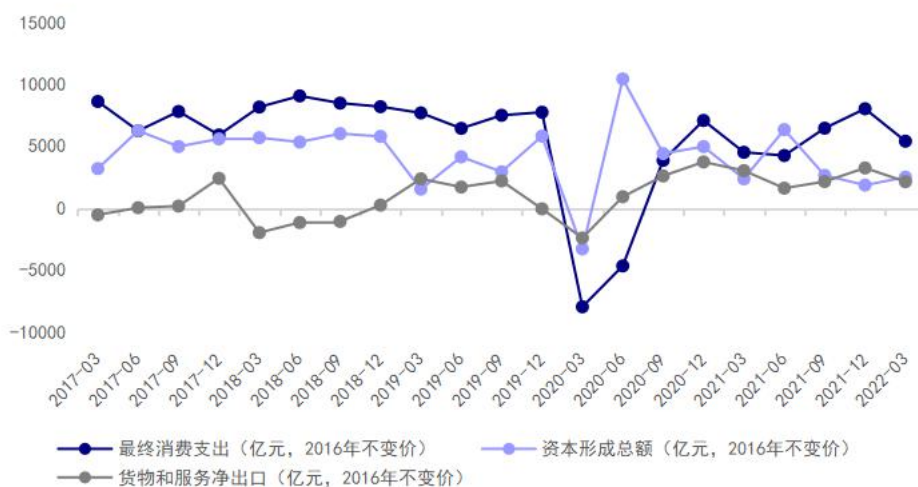
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从支出法三大需求来看，2022 年一季度最终消费支出不变价金额同比多增量较去年四季度明显回落，其中政府防疫相关支出或构成支撑，但难抵居民消费疲弱的下行压力；资本形成总额不变价金额同比多增量有所上升，但绝对水平仍偏低；货物和服务净出口不变价金额同比多增量有所回落，但仍处于较高水平。

因此从需求端来看，2022 年一季度国内经济走弱主要受国内最终消费走弱影响，而其背后反映的是疫情对国内居民消费的冲击。此外，虽然一季度国内资本形成总额较去年四季度有所回升，但仍处于历史较低水平，后续仍有较大的提升空间。

图3：国内三大需求 GDP 不变价金额同比多增量走势一览

三大需求不变价金额同比多增量（2021、2022年为较2019年的年均多增量）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

国内 31 个省市目前本土每天新增阳性病例数量（这里阳性指确诊和无症状感染者

合计) 在 4 月 13 日达到峰值, 而后震荡下行, 此轮疫情有见顶回落的迹象。

此外, 全国医学观察病例数量与国内封控程度密切相关, 目前这个数据在 4 月 10 日达到峰值, 而后持续回落, 这也表明国内此轮疫情或已触顶。

图 4: 国内此轮疫情或已触顶



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

值得注意的是, 疫情对经济的负面影响可能存在一定的滞后性, 例如由于原材料库存的存在, 疫情冲击早期供应链的不顺畅导致的负面影响较小, 但随着原材料库存的消耗, 疫情冲击导致的供应链负面影响会变大; 此外, 由于新冠疫情存在潜伏期, 即使疫情高峰已经过去, 但封控等较严厉的防疫手段仍然会延续一段时间。因此虽然目前看疫情似乎有所缓和, 但 4 月疫情对国内经济的冲击不一定比 3 月小。

去年 4 月工业生产和服务业生产的基数均较 3 月回落, 有利于今年 4 月工业 GDP 和服务业 GDP 同比较 3 月上升, 但考虑到疫情对 4 月国内经济的冲击可能大于 3 月, 因此 4 月国内实际 GDP 同比可能持平或低于 3 月的 3.5%。

对于今年 5、6 月份的 GDP 同比判断, 我们参考今年 1-2 月时的 GDP 增长水平。若没有疫情影响, 我们认为今年 5、6 月国内经济景气度应该能达到 1-2 月时的水平。

我们可以先比较计算同比面临的基数, 今年 5、6 月工业生产和服务业生产面临的基数均低于 1-2 月, 因此如果今年 5、6 月国内经济景气度与 1-2 月持平, 则今年 5、6 月国内实际 GDP 同比有超过 1-2 月 6% 水平的倾向。

考虑到此轮疫情目前已经出现触顶回落迹象, 因此此轮疫情冲击延续到 6 月份的概率比较小, 再考虑到稳增长加码以及补偿性增长的加持效应, 预计今年 6 月国内 GDP 同比增速将达到 6% 甚至超过 6%。

5 月国内 GDP 同比水平目前还比较难判断, 如果此轮疫情冲击到 4 月底明显缓解, 5 月基本恢复到较正常的状态, 则 5 月国内经济景气度或快速恢复至 1-2 月时的水平, 5 月实际 GDP 同比有望接近 1-2 月时的 6%; 若此轮疫情冲击一直延续至 5 月, 考虑到 5 月疫情冲击会小于 4 月, 因此这种情况下 5 月国内实际 GDP 同比或处于 3.5%-6% 之间。

综上所述，我们预计二季度国内实际 GDP 同比或处于 4.3%至 5.2%之间，中间值大约是 4.8%，基本持平一季度的水平。

整体来看，我们倾向于认为 4 月是今年国内经济增长的低点，5 月起国内经济开始进入向上修复期。

若二季度国内实际 GDP 同比持平一季度的 4.8%，则下半年国内实际 GDP 同比增速平均达到 6%，今年就能实现全年 5.5%的经济增长目标。考虑到去年下半年基数偏低，因此在稳增长政策加码的背景下今年实现全年 5.5%的经济增长目标并非是不可能的事情。

3 月经济增长：疫情冲击下明显回落，基建发力对冲下行压力

从生产端来看，3 月国内工业生产同比增速明显回落，服务业生产大幅回落至负值区间，3 月疫情冲击对国内经济影响较大。

从需求端来看，3 月国内固定资产投资完成额同比增速明显回落，但环比增速高于疫情前同期水平，高基数是 3 月固定资产投资完成额同比增速回落的主要原因。其中房地产开发投资同比增速明显回落至负值区间，环比增速明显低于疫情前同期水平；制造业投资同比增速明显回落，环比增速亦明显低于疫情前同期水平；基建投资同比增速逆势上升，环比增速明显高于疫情前同期水平；其他投资增速明显回落，但环比增速高于 2017、2018 年同期水平。疫情冲击下房地产开发投资、制造业投资同比和环比走势均偏弱，构成 3 月固定资产投资的拖累力量；基建投资同比和环比表现均很强劲，是固定资产投资的主要正面拉动力量；其他投资环比表现偏强，同比回落主要受高基数影响。

3 月社会消费品零售总额同比增速明显回落至负值区间，环比增速仍明显低于疫情前同期水平，亦明显低于去年同期水平。今年 3 月国内消费受疫情冲击影响较大，社会消费品零售总额同比增速自 2020 年 8 月以来首次进入负值区间。

3 月国内出口同比小幅回落，进口同比大幅回落至负值区间。3 月国内进出口数据均偏弱或主要反映国内疫情扩散的影响。考虑到今年 3 月出口环比高于 2018 年同期水平，进口环比高于 2019 年同期水平，表明今年 3 月国内进出口数据虽然偏弱，但幅度可控。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），1-2 月国内实际 GDP 同比增速约为 6.0%，3 月国内实际 GDP 同比增速约为 3.5%。

疫情冲击下 3 月国内实际 GDP 同比增速较 1-2 月明显回落约 2.5 个百分点，其中 3 月工业 GDP 同比增速下行拖累约 0.9 个百分点，建筑业 GDP 同比增速下行拖累约 0.1 个百分点，第三产业 GDP 同比增速下行拖累约 1.5 个百分点。

我们前期根据过去疫情冲击下的历史经验估计，疫情冲击下 3 月国内实际 GDP 同比增速较 1-2 月明显回落约 3.7 个百分点至 2.3%，其中 3 月工业 GDP 同比增速下行拖累约 1.8 个百分点，建筑业 GDP 同比增速下行拖累约 1.3 个百分点，第三产业 GDP 同比增速下行拖累约 0.6 个百分点。

对比统计局公布的实际情况与我们根据历史经验评估的结果，3 月疫情冲击下，国内工业、建筑业 GDP 同比增速下行拖累幅度小于历史经验评估值，第三产业 GDP

同比增速下行拖累幅度明显大于历史经验评估值。

今年3月疫情冲击下工业GDP拖累幅度小于历史经验评估值，一方面可能是由于防疫经验积累后国内工业更容易构建闭环生产来削弱疫情的负面影响，另一方面可能和原材料库存的支撑下供应链问题影响相对较小有关。

今年3月疫情冲击下建筑业GDP拖累幅度小于历史经验评估值或与3月基建投资同比增速逆势上升有关，政府支出明显增加在建筑业领域效果斐然，对冲了经济的下行压力。

生产端：工业和服务业生产均受到疫情冲击，服务业冲击幅度更大

3月规模以上工业增加值同比增速为5.0%，较1-2月回落2.5个百分点，疫情对工业生产构成冲击，其中高技术制造业受到的冲击相对较小。

图5：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，3月采矿业增加值同比增速继续明显上升，制造业、公用事业明显回落。2月采矿业同比12.2%，较1月继续上升2.4个百分点；制造业4.1%，较1月回落2.1个百分点；公用事业1.2%，较1月回落0.1个百分点。

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_41291

