

周度经济观察

——短期冲击减弱，中期变数犹存

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 5 月 17 日

内容提要

4 月社交隔离措施的收紧对经济在供应和需求两个层面均形成了明显冲击，最终带来经济数据的全面下滑，以及金融数据的快速恶化。

从 5 月的货运和人流数据来看，社交隔离措施对经济的影响在减弱，经济的供需双方面有望出现反弹，这将推动经济在 5 月的回升。但是考虑到本次病毒的传染性更强，疫情未来能否快速得到管控存在不确定性，本次经济反弹的力度可能将弱于 2020 年二季度，下半年经济能否大幅回暖仍然取决于疫情变化的情况。

在经济总体偏弱、流动性环境宽松、信用扩张缓慢的背景下，我们倾向于认为债券市场利率系统性上行的风险有限，仍然存在下行空间。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、疫情对需求的冲击更为主导

4 月工业增加值同比增速-2.9%，较上月大幅下降 7.9 个百分点，经济出现明显减速。

三大门类均出现下行，采矿业和公用事业的回落幅度在 3 个百分点左右，而制造业增速大幅下滑 9 个百分点。

从已公布的行业数据来看，汽车、通用设备、医药等产业链较长的下游行业下行幅度最大，而石油和天然气开采业，黑色金属冶炼及压延加工业，电力、热力的生产和供应业等偏上游的行业表现稍好。这一行业层面的表现与 2020 年疫情爆发之初类似，主要反映了疫情对工业活动的冲击。

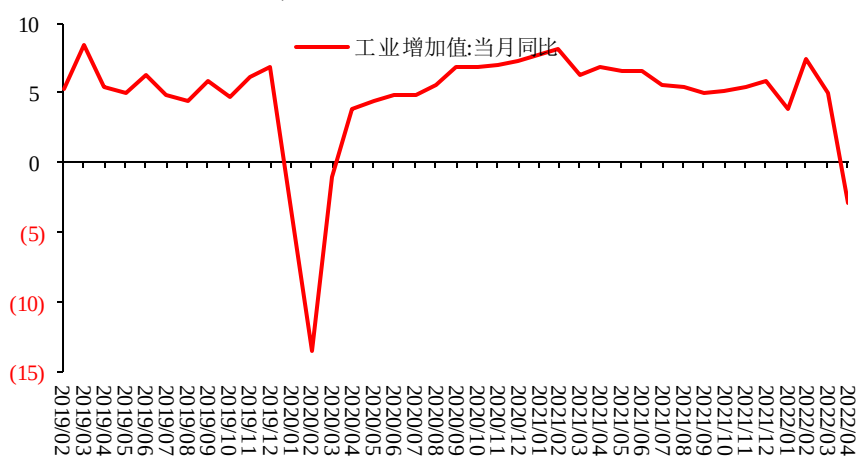
物量数据的表现类似，原煤、水泥、发电量等数据均出现下滑，焦炭、粗钢持续小幅抬升，反映了能耗双控政策放松的影响。

价格层面，4 月 PPI 环比增速高位回落，除原油价格以外，多数大宗商品价格出现走弱。

结合量价数据来看，疫情无疑在短期之内导致经济的供需两方面均出现收缩，而需求收缩的影响更为主导。

从 5 月的货运和人流数据来看，社交隔离措施对经济的影响在减弱，经济的供需两方面有望出现反弹，这将推动经济在 5 月份回升。考虑到本次病毒的传染性更强，未来疫情能否迅速受控仍存不确定性，而疫情本身是影响经济的最大变量，二季度是否是年内经济的底部存在变数，未来需要密切留意疫情发展的动向。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

4 月固定资产投资当月同比增速 1.8%，较上月大幅回落 4.9 个百分点。基建、制造业和房地产均出现明显下滑，这一下滑也主要与疫情的冲击有关。

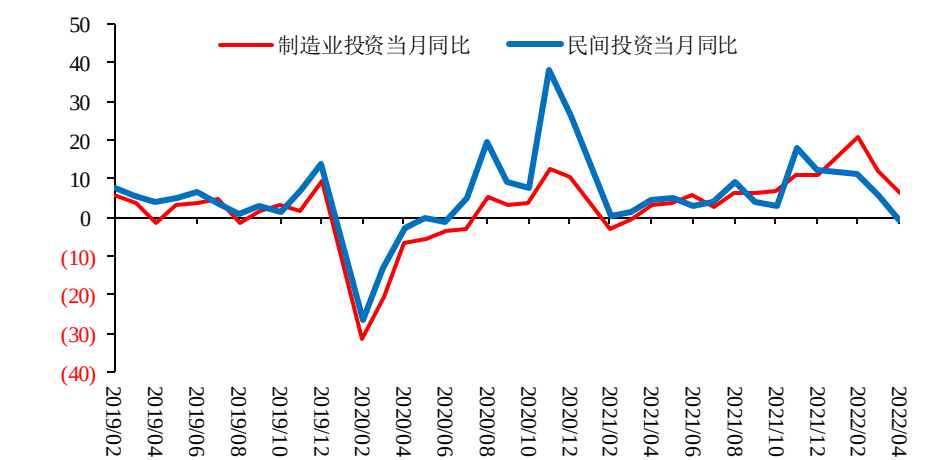
4 月基建投资（含电力）当月同比增速为 4.3%，较上月大幅回落 7.4 个百分点。社交隔离措施的收紧影响到基建项目施工进度，考虑到上半年基建资金和项目总体充裕，伴随 5 月防控措施对施工进度影响的减弱，基建增速有望快速反弹。

4 月制造业投资当月同比增速为 6.4%，较上月大幅回落 5.5 个百分点；民间投资的增速为-0.9%，较上月回落 6.6 个百分点。

与工业数据的行业结构类似，交通运输设备、医药、计算机等产业链较长的下游行业投资下滑幅度较大，而有色、化学原料等偏上游行业整体表现偏强。

制造业投资的大幅减速与企业中长期贷款的收缩形成印证，表明疫情对企业的投资意愿形成了显著冲击。从过去两年的经验来看，企业投资意愿随后会温和回升，这一过程将推动制造业投资缓慢恢复。当前需要密切留意的是，随着疫情影响时间的拖长以及预期的恶化，制造业投资新的中枢水平可能会相比去年出现下移。

图2：制造业投资和民间投资同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

4 月房地产投资当月同比增速-10.1%，较上月回落 7.7 个百分点。同时地产销售和 new 开工面积回落幅度尤其明显，接近 2020 年疫情期间的低位。前者为-38.3%，较上月回落 20.6 个百分点；后者为-44.2%，较上月回落 22 个百分点。

与其他行业类似，房地产市场数据也受到了疫情的显著冲击。此外，本身房地产行业正在经历流动性冲击和供给侧出清的过程，疫情放大了这一过程的影响。

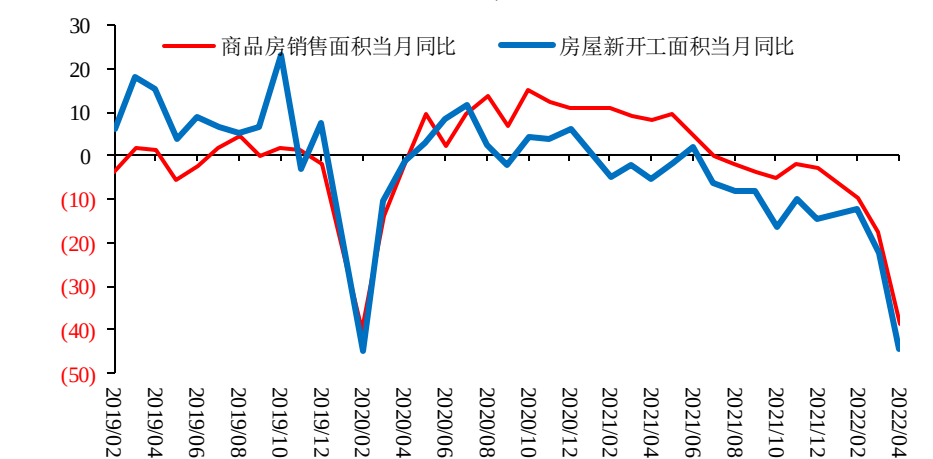
面对房地产行业的持续恶化，近期政策下调首套房贷款利率下限，这一政策的信号意义积极，但是考虑到当前全国首套房贷利率距离此前的下限有 70BP 左右的空间，本次 20BP 的下调在实际的效果上仍需观察。此前多数三四线城市加入到限购限贷放松的行列上来，不过迄今为止政策的效果有限，这背后反映出三四线城市的房地产市场可能正在步入中期下行的周期中。

房地产企业方面，财联社于 5 月 16 日发布，碧桂园、龙湖、美的置业 3 家民营房企被监管机构选定为示范房企，将在本周陆续发行人民币债券。为吸引投资人，创设机构将同时发行包括信用违约掉期(私募 CDS)或信用风险缓释凭证(CRMW)在内的信用保护工具，以帮助民营地产商逐步恢复公开市场的融资功能。

这些政策有助于更为直接地缓解民营房企的融资压力，具体的政策效果需要持续跟踪。

总体而言，4月社交隔离措施的收紧加速了房地产市场的下行，与经济的其他领域一样，5月伴随管控措施对经济影响的边际减弱，房地产行业将出现反弹。不过考虑到房地产行业本身在流动性和供应层面存在诸多压力，房地产行业的回升幅度将相对温和。

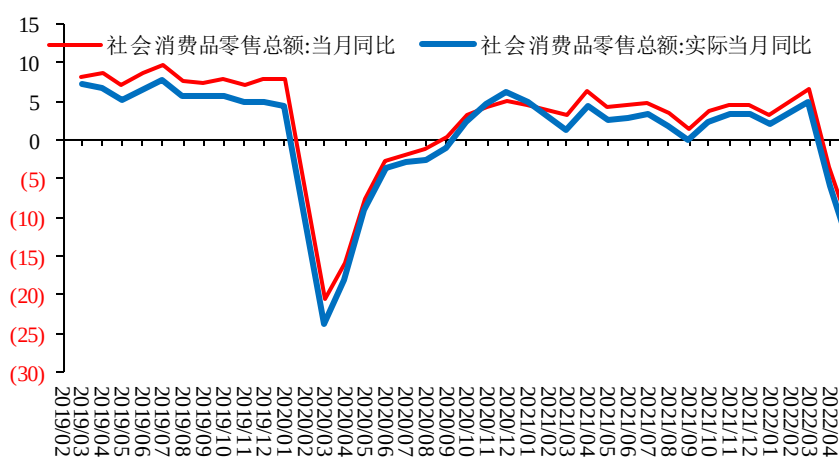
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

受社交隔离措施收紧的影响，4月社会消费品零售当月名义增速-11.1%，较上月大幅回落7.6个百分点。

图4：社零名义和实际同比，%

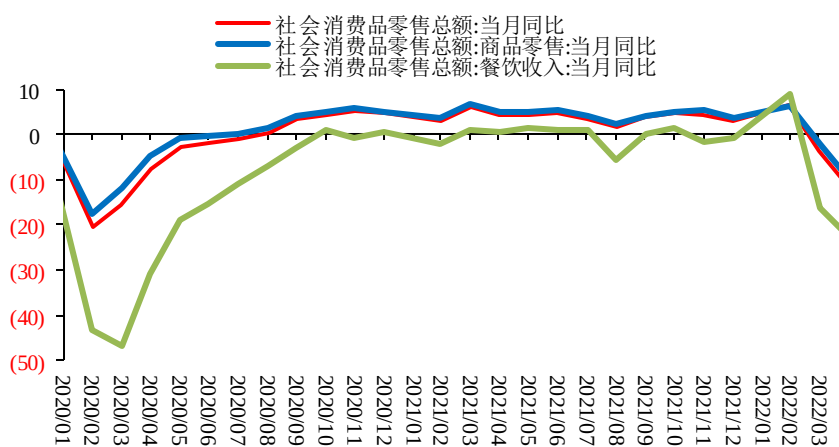


数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

分品类看，汽车、化妆品、烟酒和建筑装饰等可选消费的回落幅居前，而食品、饮料和药品等必选消费下滑幅度较低。餐饮收入延续回落，但远好于 2020 年初的场景。

5 月随着疫情管控措施对居民消费活动影响的减弱，消费将随之出现回升，但考虑到疫情防控政策持续的时间较长，以及居民预期的转弱，未来消费反弹的力度将弱于 2020 年。

图5：社零不同种类增速，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

总体而言，4月社交隔离措施的收紧对经济在供应和需求两个层面均形成了明显冲击，最终带来经济数据的全面下滑，以及金融数据的快速恶化。

从5月的货运和人流数据来看，社交隔离措施对经济的影响在减弱，经济的供需双方面有望出现反弹，这将推动经济在5月的回升。但是考虑到本次病毒的传染性更强，疫情未来是否能快速得到管控存在变数，本次经济反弹的力度可能将弱于2020年二季度，下半年经济能否大幅回暖仍然取决于疫情变化的情况。

二、债券市场收益率趋于下行

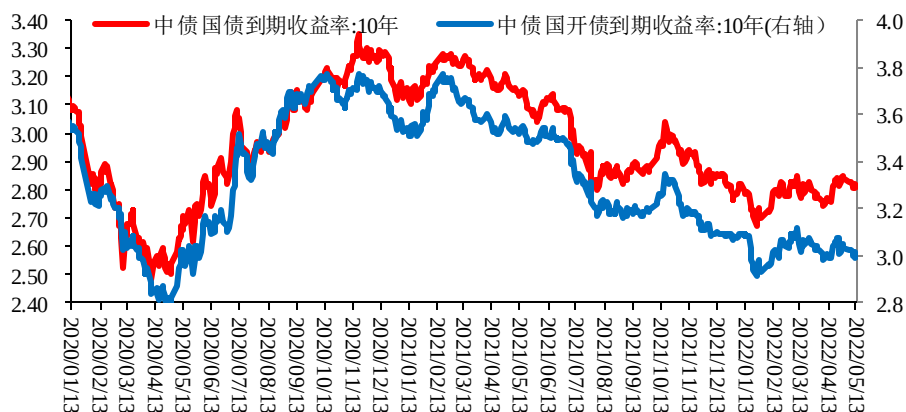
当前银行间市场流动性环境持续宽松，进而推动短端利率总体下行。过去两年类似的流动性宽松环境，一次发生在疫情爆发之初，一次出现在2020年11月永煤事件之后。而流动性环境最终回归正常前提一般是经济快速恢复、信用环境改善。从这个角度来看，当前客运、货运、人流数据恢复缓慢，房地产销售维持低迷，这意味着流动性宽松的环境有望在本月维持。

此外，与2020年二季度对比，经济的加速恢复，社融增速的大幅反弹最终持续推升债券市场收益率，而本次经济恢复的力度可能弱于2020年，与此同时，本次房地产行业很难像过去一样成为信用扩张的重要抓手，信贷环境的改善也将比较温和。

在经济总体偏弱、流动性环境宽松、信用扩张缓慢的背景下，我们倾向于认为长端利率系统性上行的风险有限，仍存在下行空间。

权益市场目前尚未看到明确的反转信号，未来仍需持续关注信用扩张的进度、海外市场对流动性收紧和经济减速的定价、以及相关行业监管政策的落地情况。

图6：10年期国债和国开债收益率，%

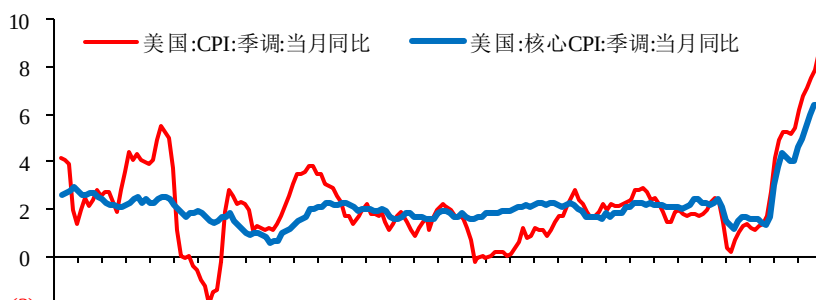


数据来源：Wind，安信证券

三、通胀高位波动，流动性冲击延续

美国4月CPI同比8.2%，较上月下滑0.3个百分点，为2021年8月以来的首次回落，但仍略高于市场预期的8.1%；核心CPI同比6.1%（前值6.4%），显示出在食品和能源以外的商品价格仍居于历史高位，通胀的上升仍具有广泛性。

图7：美国CPI同比和核心CPI同比，%



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_41904

