

我们距离 5.5%，还有多远的路要走？

报告日期：2022-05-17

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_暗夜或已过，黎明即将到来》2022-01-18
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_弱现实不改强预期——1 月 PMI 点评》2022-01-30
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用来了，稳增长还会远吗？》2022-02-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_现实弱改善，预期仍偏强——2 月 PMI 点评》2022-03-01
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

主要观点：

● **事件：**2022 年 4 月工业增加值单月同比-2.9%（预期 1.1%）、累计同比 4.0%，社零 4 月单月同比-11.1%（预期-5.9%）、累计同比-0.2%，固定资产投资累计同比 6.8%（预期 6.5%）。其中，房地产、制造业、基建投资累计同比分别为-2.7%、12.2%和 8.26%。

● 一、工业生产增速转负，服务景气大幅下行

1、**工业生产 2020 年 3 月以来首次出现负增，4 月下滑 2.9%，环比季调大幅不及季节性**，与疫情造成的工业生产受阻有关，出口对工业生产也造成拖累。分行业看，中游制造业和下游消费业下滑幅度较大，多数中下游行业 4 月工业增加值同比增速跌为负值。疫情冲击下，汽车产销量同比下滑近 50%。

2、**受疫情冲击、地产销售低迷等影响，服务业景气大幅下行**。4 月服务业生产指数同比大幅下滑 6.1%，较前值回落 5.2 个百分点，应主要受疫情和地产拖累。

● 二、固定资产投资：地产行将见底，剔除基数效应的制造业投资偏弱，基建增速有所放缓。

4 月固定资产投资累计同比较 3 月下滑了 2.5 个百分点至 6.8%，三年复合平均增速 4.73%，连续两个月回落。

1) **地产：**投资回落、拿地销售开工跌幅扩大；融资端资金压力缓解效果仍不明显但出现积极信号；需求端政策加快出台但效果取决于居民加杠杆空间和能力。

2) **制造业：**高端制造业景气度较高，汽车分项拖累较大。

3) **基建：**基建投资持续发力，Q2 仍落在 7%-9% 区间。

● 三、消费和就业：疫情重创消费，失业率大幅上行、就业落实进度与 2020 年相近。

1) **消费方面，**4 月疫情由 3 月的多点扩散转向局部聚集，消费意愿低迷对消费分项拖累较大，结构上必选优于可选、地产后周期受创较重。我们认为后续促消费政策应更注重扭转疫情下的高储蓄低消费态势，做好精准刺激，释放消费潜能。

2) **就业方面，**城镇调查失业率较前值上升 0.3 个百分点至 6.1%，连续两个月高于全年失业率目标。我们测算 1-3 月城镇新增就业/城镇当年就业为 21.1%、落后于去年同期的 23.4%，整体节奏与 2020 年更相近。往后看，疫情扰动叠加高校毕业生季的到来，二、三季度失业率将继续承压。

● 四、我们距离 5.5%，还有多远的路要走？

1.根据 4 月月度数据，采用生产法预测二季度 GDP 同比为 2.1%左右

我们采用生产法测算二季度 GDP 同比。基准假设是 4 月参考已知月度数据，5 月逐步向疫情前回归，6 月基本回到略低于疫情前的增速（但房地产仍低迷），经时间和产业加权后，得到**二季度 GDP 同比为 2.1%左右**。

2.分地区法测算疫情对 Q2 GDP 的冲击约为 1.6 个百分点

4 月全国确诊病例为 65486 例，5 月、6 月预计为 6000、3000 例，我们根据确诊病例和 GDP 的映射关系测算疫情对各省 Q2 的冲击，并按 GDP 加权，同时假设 3 月、4 月疫情对下月造成次生冲击，得到**疫情对 Q2 的冲击约 1.6 个百分点**。以 4.5%-5.0%为基准，则加上一个 1.6 个百分点的向下

冲击，Q2 当季 GDP 同比落在 2.9%-3.4%。

3.我们距离 5.5%的增速，还有多远的路要走？

1) 若以生产法测算为基准，即 4 月数据较差，5-6 月稳步恢复，则二季度 GDP 同比 2.1%，全年完成 5.0%的增速需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 6.3%-6.4%左右，实现 5.5%需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 7%以上，需要付出极大努力。

2) 若以分省测算为基准，即疫情对二季度 GDP 拖累大概 1.6 个百分点左右，二季度 GDP 同比落在 2.9%-3.4%，这里取二季度 GDP 同比 3.0%，则全年完成 5.0%的增速需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 5.9%左右，实现 5.5%需要 Q3 和 Q4GDP 同比在 6.8%-6.9%，即实现 5.0%问题不大，但实现 5.5%仍要付出极大努力。

4.信用经济走弱，稳增长政策持续性将超预期

4 月信贷社融总量、结构均差，经济数据全面走弱，往后看，稳增长政策仍需继续加速加码，且持续性将超预期。维持此前判断：1) 货币政策方面，央行指出“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但同时关注物价稳定和海外货币政策，叠加美联储可能鹰派加息，预计国内短期全面降准降息较难，结构性政策将成主力，也有望通过压降存款利率的方式降低贷款利率，LPR 可能再下调。2) 房地产政策方面，在 429 政治局会议“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”的要求下，各地“花式松地产”，包括限售放松，利率下调，加大保障性安居工程建设等，预计后续“稳地产”政策将在供需端进一步加码。3) 财政政策方面，专项债更加前置、做好减税降费工作，增量工具安排方面特别国债、消费券等都是可选工具，将进一步做好扩基建、稳地产、稳外贸、促消费工作。

● 风险提示

货币政策超预期收紧，地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

正文目录

一、生产：工业生产增速转负，服务景气大幅下行.....	5
二、固定资产投资：地产行将见底，剔除基数效应的制造业投资偏弱，基建增速有所放缓。	6
三、消费和就业：疫情重创消费，失业率大幅上行、就业落实进度与 2020 年相近。	9
四、我们距离 5.5%，还有多远的路要走？	11
风险提示	14

图表目录

图表 1 工业增加值同比增速大幅下滑	6
图表 2 工业生产环比季调增速大幅走低	6
图表 3 地产基本面边际恶化	6
图表 4 地产融资未见改善	6
图表 5 居民生活和消费半径收缩，地产持续承压	7
图表 6 制造业投资小幅回落	8
图表 7 高端制造景气度较高，汽车承压	8
图表 8 基建投资小幅放缓	8
图表 9 基建投资仅水利一项环比提高	8
图表 10 疫情多点扩散冲击消费	9
图表 11 可选和必选消费持续分化，地产后周期受创仍重	9
图表 12 失业率持续上行	10
图表 13 高校和非高校群体就业状况均恶化	10
图表 14 小型企业用工形势较快恶化	10
图表 15 今年城镇就业进度接近于 2020 年	10
图表 16 “裁员”搜索量 4 月激增	11
图表 17 假设二季度疫情逐步受控的 GDP 增速预测	12
图表 18 预计 6 月疫情进入“常态化”	12
图表 19 上海疫情修复向好	12
图表 20 分省市测算疫情对二季度 GDP 冲击	13
图表 21 二季度 GDP 2.1% 情况下，年底达到 5.0% 对应的 Q1-Q4 经济增速	13
图表 22 二季度 GDP 2.1% 情况下，年底达到 5.5% 对应的 Q1-Q4 经济增速	13
图表 23 二季度 GDP 3.0% 情况下，年底达到 5.0% 对应的 Q1-Q4 经济增速	14
图表 24 二季度 GDP 3.0% 情况下，年底达到 5.5% 对应的 Q1-Q4 经济增速	14

一、生产：工业生产增速转负，服务景气大幅下行

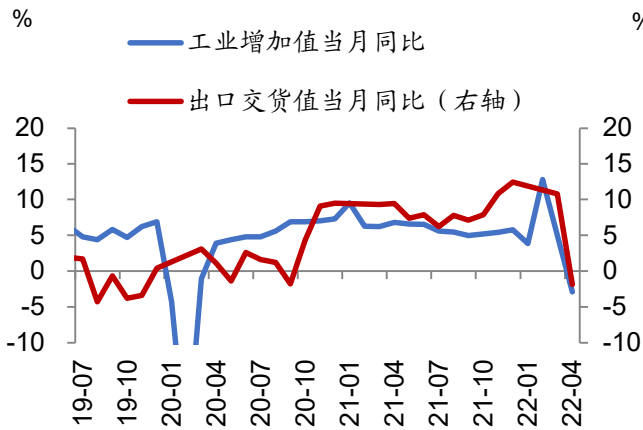
1、工业生产 2020 年 3 月以来首次出现负增，4 月下滑 2.9%，环比季调大幅不及季节性。分行业看，中游制造业和下游消费业下滑幅度较大，汽车受创最严重。

1) 疫情拖累下，工业生产同比增速下滑，环比季调大幅不及季节性。工业增加值同比增速衡量的是扣除价格变动因素影响后的工业生产实际增长速度。4 月工业增加值同比增长由正转负，下滑 2.9%，较前值回落 7.9 个百分点；累计同比增长 4.0%，较前值回落 2.5 个百分点。环比看，4 月工业增加值环比季调为-7%，低于去年同期的 0.52%，也低于过去四年同期均值的 0.47%（剔除 2020 年异常值），表明工业生产环比增速大幅不及季节性。工业增加值同比增速下滑，与疫情造成的工业生产受阻有关，高频指标看，4 月秦皇岛港煤炭库存量平均为 472 万吨，环比下降 6.1%；4 月粗钢产量同比下降 5.2%，螺纹钢产量周同比平均下降 15%；PTA 开工率较 3 月下滑。出口对工业生产也造成拖累，4 月出口交货值当月同比下滑 12.7 个百分点至-1.9%，累计同比下滑 4.5 个百分点至 9.9%。

2) 分行业看，中游制造业和下游消费业下滑幅度较大，多数中下游行业 4 月工业增加值同比增速跌为负值。疫情冲击下，汽车产销量同比下滑近 50%。4 月中下游行业工业增加值当月同比较 3 月明显下降，中游的金属制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、铁路等运输设备制造业、电气机械制造业、计算机等电子设备制造业当月同比较前值分别回落 8.7、15.1、13.1、7.1、9.0、7.6 个百分点至-6.6%、-15.8%、-5.5%、-6%、1.6%、4.9%。下游的农副食品加工业、茶酒饮料制造业、纺织业、医药制造业、汽车制造业、橡胶和塑料制品业当月同比较前值分别回落 6.2、6.5、7.0、13.9、30.8、8.9 个百分点至-0.1%、0.5%、-6.3%、-3.8%、-31.8%、-8.1%。从已公布数据看，仅有石油和天然气开采业同比较上月提升 1.5 个百分点至 7.2%，增速提高。与之对应，大部分工业产品 4 月产量下滑，其中下游工业品下滑幅度更大，其中发电量、钢材、水泥、金属切削机床、工业机器人、汽车、微型电子计算机、智能手机、发电设备产量同比下滑 4.5、2.6、13.3、22.6、25、38.6、12.9、6.9、35.2 个百分点至-4.3%、-5.8%、-18.9%、-19%、-8.4%、-43.5%、-16.8%、-3.8%、-15.7%。疫情冲击上海、长春等汽车供应链，中国汽车工业协会数据显示，4 月汽车产销量分别为 120.5 万辆和 118.1 万辆，环比分别下滑 46.2%和 47.1%，同比分别下滑 46.1%和 47.6%。

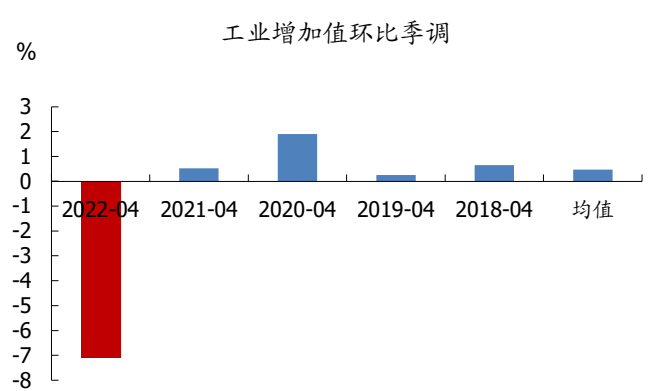
2、受疫情冲击、地产销售低迷等影响，服务业景气大幅下行。4 月服务业生产指数同比大幅下滑 6.1%，较前值回落 5.2 个百分点；累计同比为 0.3%，较 1-3 月下滑 2.2 个百分点，应主要受疫情和地产拖累。如 4 月中国仓储指数再下滑 0.4 个百分点至 46.5%，30 大中城市商品房成交面积同比为-53.8%（3 月是-47%）。

图表 1 工业增加值同比增速大幅下滑



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 2 工业生产环比季调增速大幅走低



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 均值不包括 2020 年

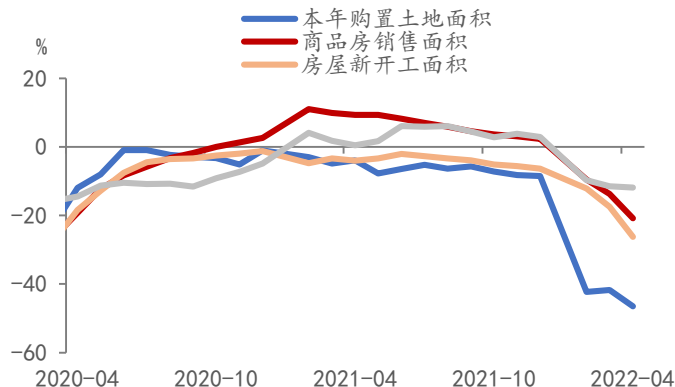
二、固定资产投资: 地产行将见底, 剔除基数效应的制造业投资偏弱, 基建增速有所放缓

4 月固定资产投资累计同比较 3 月下滑了 2.5 个百分点至 6.8%, 三年复合平均增速 4.73%, 连续两个月回落。

1) 地产: 投资回落、拿地销售开工跌幅扩大; 融资端资金压力缓解效果仍不明显但出现积极信号; 需求端政策加快出台但效果取决于居民加杠杆空间和能力。具体看:

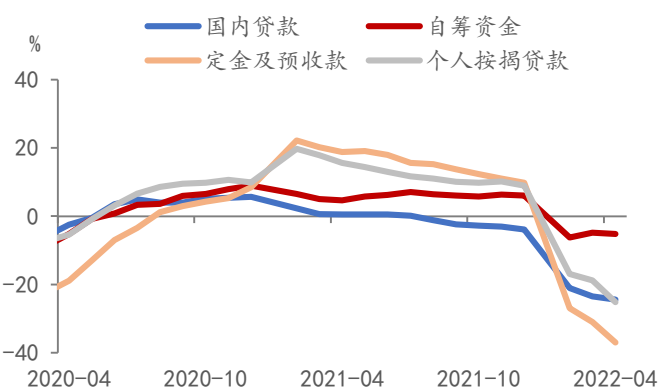
其一, 投资端全线低迷。1-4 月地产投资累计同比较前值回落 2.0 个百分点至 -2.7%, 土地购置费错位要素消退叠加价格因素回落, 投资数据开始反映地产基本面。前端看, 销售、拿地、新开工降幅扩大, 1-4 月商品房销售面积同比 -20.9% (前值 -13.8%), 土地购置面积同比 -46.5% (前值为 -42.3%), 新开工面积同比 -26.3% (前值 -17.5%); 后端看, 竣工面积同比回落至 -11.9% (前值为 -11.9%)。我们以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标, 该指标领先 30 城商品房成交面积约 3 周, 本周全国十城地铁客运量日均 1749.6 万人次、较 3 月初高位下滑 60.8%, 北京、南京、郑州、广州出现明显下行, 总体来看地铁客运量指标尚未见底, 预计疫情防控对地产销售的影响将持续至 6 月底。

图表 3 地产基本面边际恶化



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 4 地产融资未见改善



资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 2021 年为两年复合增速

图表 5 居民生活和消费半径收缩，地产持续承压



资料来源: wind, 华安证券研究所

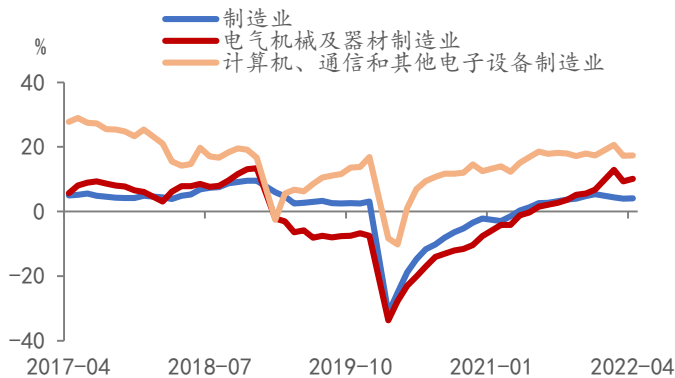
其二，融资出现积极信号、逐步见底。1-3月开发资金来源累计同比-23.6%，结构上表现为“自融企稳、销售相关仍弱”，自筹资金累计同比为-5.2%（前值为-4.8%）、国内信贷累计同比为-24.4%（前值为-23.5%），但定金及预收款、个人按揭贷款受疫情影响，仍呈下行态势。资金端出现积极信号，出险项目方面，央行和银保监会鼓励优质房企发行并购债、并购贷款融资，收并购出险房企的优质项目；预售资金方面，4月29日中央政治局会议定调“支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，目前已有山西省以及南京、佛山、吉林、长春等超过10个城市优化预售资金监管办法，房企资金压力有望得到进一步缓解。

其三，需求端宽松效果取决于居民加杠杆空间、能力和意愿。开春以来超过100个城市出台地产宽松政策，4月下旬逐步从三四线城市转向二三线城市，包括上周苏州、南京、长沙等强二线城市的密集松绑，5月15日央行、银保监会宣布下调商业性房贷利率，首套房贷利率为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减20个基点，**中央层面释放积极信号进一步打开了“因城施策”的空间，但地产宽松能否转化为实际地产消费则取决于居民加杠杆的空间、能力和意愿。**加杠杆空间方面，疫情之后的2021-2022年一季度，居民部门杠杆率基本稳定在62%左右、较疫情前略有提升。根据央行《2020年第四季度中国货币政策执行报告》的解释，我国居民杠杆率的特殊性在于其统计了工商户经营性贷款，这部分杠杆属于自偿性债务、具有可持续性，在计算居民杠杆率时应予以剔除，我们测算2022年Q1调整后居民杠杆率为47.4%，较社科院口径的62.1%相差14.7个百分点。47.4%的杠杆率距离65%警戒线仍有差距，也低于发达国家的75.7%和G20的65.1%；加杠杆能力方面，我国高储蓄和高首付比例为居民债务提供了安全垫，同时住户部门支配收入占GDP比重稳步抬升，从“十一五”期间平均的56.0%上升至“十三五”期间的59.5%，表明住户部门加杠杆能力强于其他部门。但疫情对居民收入造成了结构性冲击，包括财产性收入增速下滑幅度加大、中等收入群体收入恢复好于低收入群体，短期来看收入差距拉大将制约低收入群体加杠杆能力和意愿，长期来看居民收入增速将延续疫情前稳中趋降、与经济增速相匹配的增长形势，对居民小幅稳步加杠杆构成支撑。

2）制造业：高端制造业景气度较高，汽车分项拖累较大。1-4月制造业投资累计同比增长12.2%，基数效应较显著，2022年1-4月制造业投资的三年复合增速为4.1%，低于2021年全年5.4%的两年复合平均增速。分行业来看，计算机通信电子、医药制造、化学制品、电气机械及器材制造等高端制造表现较好，三年复合平均增速分别为17.3%、

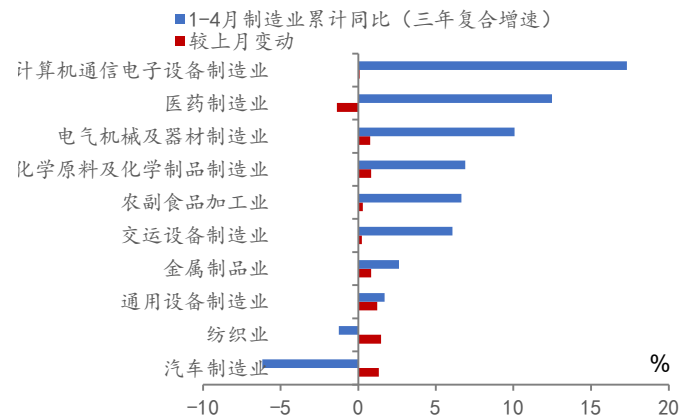
12.5%、10.1%、8.5%，一季度疫情形势较严峻的吉林得到较好控制，汽车制造业投资并未出现进一步下滑，三年复合平均增速为-6.2%、较前值改善了1.3个百分点。

图表6 制造业投资小幅回落



资料来源：wind，华安证券研究所

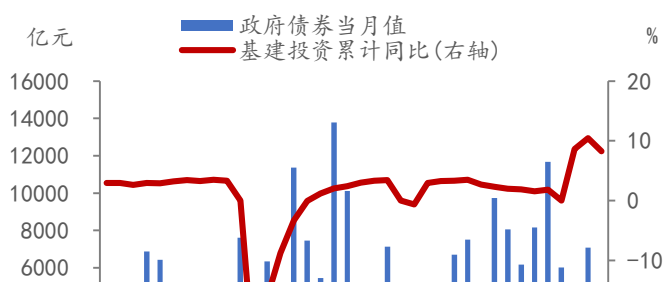
图表7 高端制造景气度较高，汽车承压



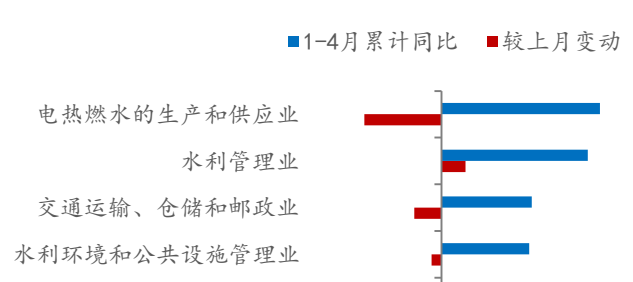
资料来源：wind，华安证券研究所

3) 基建投资持续发力，Q2 仍落在 7%-9% 区间。1-4 月广义基建增速为 8.26%，较 2022 年 1-3 月的 10.48% 下滑了 2.22 个百分点，与《一季度经济数据的喜与忧》中我们预测的 **7%-9%** 较为接近；狭义基建（不含电力）增速 8.5%，前值 8.1%。分行业看，铁路运输和道路运输投资持续低迷，分别为 0.4%、-7.0%，其余行业增速均高于 7%，其中水利管理业投资增速为 12.0%、较前值提高了 2.0 个百分点，作为仅有的环比提高的基建分项，有效落实了 3 月 29 日国常会“新开工一批条件成熟的水利工程，全年投资可完成约 8000 亿元”的部署安排。

图表8 基建投资小幅放缓



图表9 基建投资仅水利一项环比提高



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_41921

