

总量研究

主要指标均有明显下降，关注后续恢复情况

——2022年4月经济数据点评兼债市观点

要点

事件：

1) 4月规模以上工业增加值同比增长-2.9%，前值为5.0%；2) 1-4月固定资产投资同比增长6.8%，前值为9.3%；3) 4月社会消费品零售总额同比下降11.1%，前值为-3.5%。

点评：

工业生产同比环比均出现明显下降，制造业生产增速持续下降。2022年4月规模以上工业增加值同比增长-2.9%（前值为5%）；4月份环比增速为-7.08%（前值为0.39%）。同比和环比两项数据，均创下了2020年3月以来新低。2021年10月以来工业生产逐渐恢复。这一修复进程大致持续到今年2月。3月以来，疫情多点开花，对基本面冲击明显，供给端修复进程受阻，目前可能处在探底阶段。结构方面，截至4月，采矿业生产表现仍然较好，在能源和上游价格居高不下背景下，采矿业供给环境较好，电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速则是季节性下降；制造业生产同比增速持续下降。

投资走弱明显，需进一步观察基建投资增速下降是否只是短期现象。从当月增速来看，4月固定资产投资同比增速为1.8%（前值为6.6%，下降4.8个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-10.1%、6.4%和4.5%（前值分别为-2.4%、11.9%和11.8%），分别下降7.7、5.5和7.3个百分点。

结合来看，地产投资修复进程受阻；制造业投资继续维持在较高水平，但4月受疫情冲击不可小觑；基建投资增速同样走弱，但需进一步观察。

消费增速同样下降明显，除必选消费同比增速继续维持高水平外，可选消费、服务类消费同比增速继续下降。4月当月社消增速同比下降11.1%，前值为下降3.5%，下降7.6个百分点，当月增速创下2020年4月以来最低值。另外，从环比来看，4月社消环比增速为-0.69%，比3月降幅稍有收窄（3月环比增速为-1.97%）。从同比还是环比增速来看，目前消费仍处在疫情冲击影响下，恢复较为曲折。从消费品种类维度来看，除必选消费同比增速继续维持高水平外，可选消费、服务类消费同比增速均继续下降。

债市观点

从近期债市走势来看，影响国内债市主要矛盾的还是国内基本面走势以及后续宏观政策。4月以来，10Y国债收益率整体在2.80%左右波动，但资金市场利率下降推动1Y国债收益率下行，10Y、1Y国债收益率之间利差有所扩大。政策的适度宽松与基本面的修复结合在一起，债市可能很难出现较大的交易机会，择机入场也要适时退场。对于配置型机构来说，后续可以适时配置，10Y国债收益率在2.9%时具有较强的配置价值。

风险提示

近期疫情有所反复，后续全球经济复苏的不确定因素仍存；国内经济仍处于恢复进程中，疫情带来的衍生风险也不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebscn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebscn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebscn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebscn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebscn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebscn.com

相关研报

疫情冲击暂未使得基本面偏离恢复进程——
2022年一季度和3月经济数据点评兼债市观点
(2022-04-17)

1、事件

2022年5月16日，国家统计局公布2022年4月经济数据：

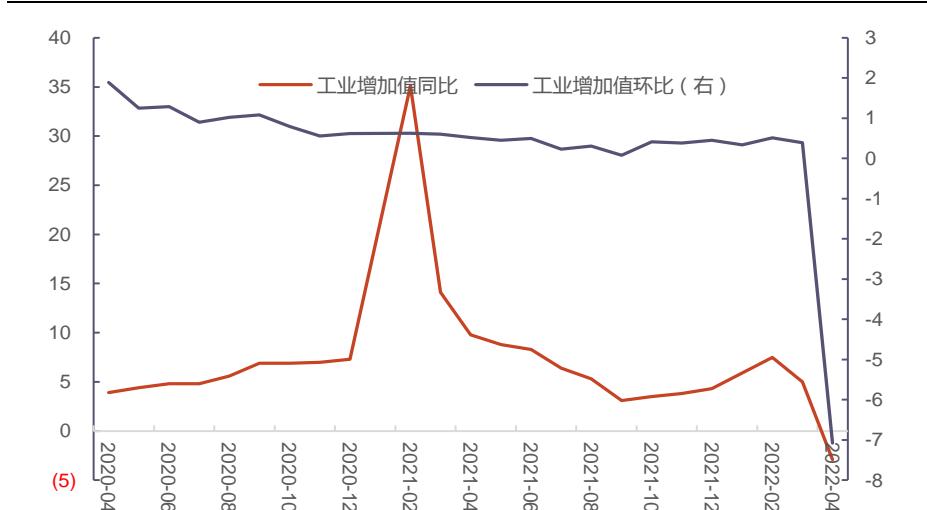
- 1) 4月规模以上工业增加值同比增长-2.9%，前值为5.0%；
- 2) 1-4月固定资产投资同比增长6.8%，前值为9.3%；
- 3) 4月社会消费品零售总额同比下降11.1%，前值为-3.5%。

2、点评

2.1、工业生产同比环比均出现明显下降，制造业生产增速持续下降

2022年4月规模以上工业增加值同比增长-2.9%（前值为5%）；4月份环比增速为-7.08%（前值为0.39%）。同比和环比两项数据，均创下了2020年3月以来新低。2021年10月以来，随着能源能耗政策的适时调整，供给约束逐渐放松，工业生产逐渐恢复。这一修复进程大致持续到今年2月。3月以来，疫情多点开花，对基本面冲击明显，供给端修复进程受阻，目前可能处在探底阶段。

图表1：4月以来规模以上工业生产同比和环比增速均出现明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

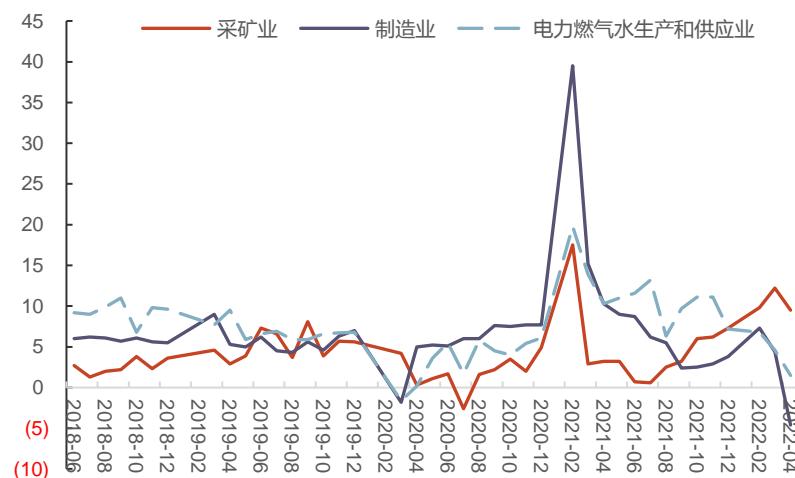
结构方面，截至4月，采矿业生产表现仍然较好，在能源和上游价格居高不下背景下，采矿业供给环境较好，电力、热力、燃气及水生产和供应业生产增速则是季节性下降；制造业生产同比增速持续下降。

从当月增速来看，4月采矿业增加值同比增长9.5%（前值为12.2%），制造业增加值同比增长-4.6%（前值为4.4%，下降9个百分点，与1-2月相比，则是下降了11.9个百分点），电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增长1.5%（前值为4.6%，下降3.1个百分点）。在能源价格居高不下背景下，采矿业增加值同比增速维持高位。电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比增速比上月有所降低，不过考虑到去年上半年基数较高，以及天气逐渐升温，增速

下降实属正常，如去年 4 月同比增速就比 3 月下降。制造业生产增速持续下降，4 月增速已经降至负值（2020 年 3 月以来最低），且 4 月较 3 月下降 9 个百分点同样是 2020 年 3 月以来最大降幅。

后续情况，从当前情况来看，目前疫情防控压力仍然较大，5 月供给面临较大的下行压力。

图表 2：3、4 两月制造业生产同比增速持续快速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2.2、投资走弱明显，需进一步观察基建投资增速下降是否只是短期现象

1-4 月全国固定资产投资 15.35 万亿元，同比增长 6.8%（前值为 9.3%）。**从环比增速来观察**，4 月固定资产投资环比增长-0.82%（前值为 0.35%），疫情冲击下投资下降较为明显。

从当月增速来看，4 月固定资产投资同比增速为 1.8%（前值为 6.6%，下降 4.8 个百分点），地产、制造业、广义基建投资同比增速分别为-10.1%、6.4%和 4.5%（前值分别为-2.4%、11.9%和 11.8%），分别下降 7.7、5.5 和 7.3 个百分点。

结合来看，对于固定资产投资，大致结论如下：

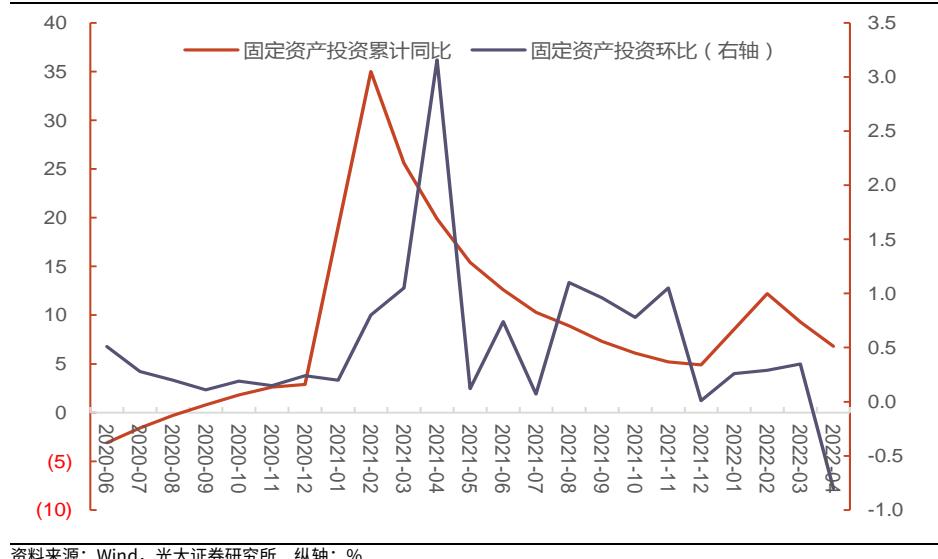
整体来看，一季度固定资产投资增速录得较高水平，4 月受地产拖累和疫情影响，走弱明显；

地产投资修复进程受阻。2021 年起房地产开发投资累计同比增速逐月下降（今年 3 月累计增速较去年同期下降了近 25 个百分点）。当月增速中，今年 1-2 月同比增速回升，超出市场预期，但 3 月再次下降（下降幅度较去年 9-12 月要小）。说明地产行业在政策纠偏后，整体有一定程度改善，但 4 月降幅再次扩大，说明疫情冲击下企业投资情况走弱。

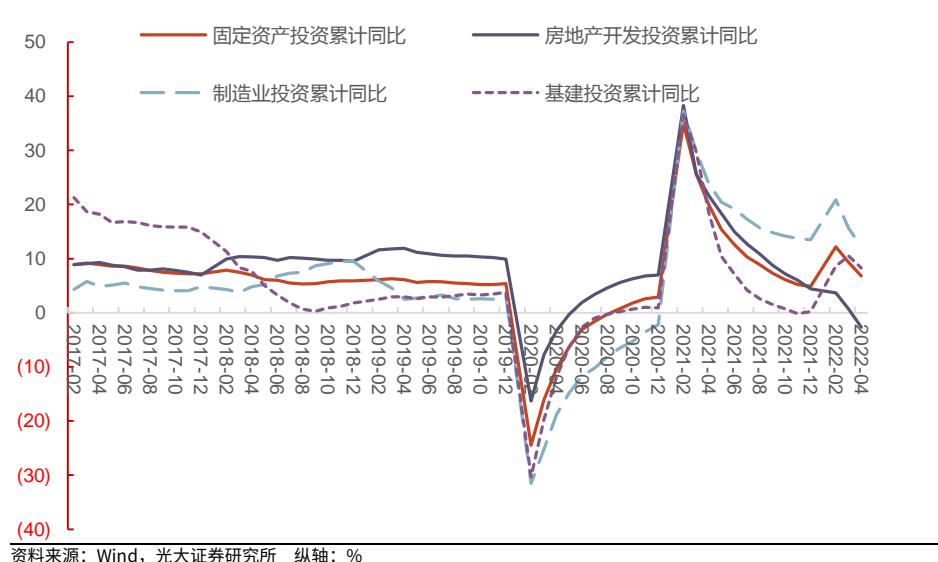
制造业投资继续维持在较高水平，但 4 月受疫情影响不可小觑。经过连续 5 个季度去杠杆之后，工业企业资产负债表已经达到一定程度的修复，工业企业有一定的扩张能力，制造业投资仍值得期待。4 月当月增速来看，4 月当月增速为 6.4%，相较 3 月下降 5.5 个百分点，受到疫情影响较大，后续也不易过于乐观。

基建投资增速同样走弱，但需进一步观察。地产投资外，基建投资也是拖累 2021 年固定资产投资增速下降的重要原因，随着稳增长成为后续经济工作主要目标和宏观政策的着力点，市场对基建投资期望较高。从 2022 年一季度表现来看，10.5% 的增速水平与市场预期基本一致。4 月单月，基建投资同比增速仅为 4.5%，较 3 月下降了 7.3 个百分点。基建投资是今年稳增长的重要支撑，4 月增速下降，到底是受疫情影响暂时走弱，还是自然回落，需要进一步观察。

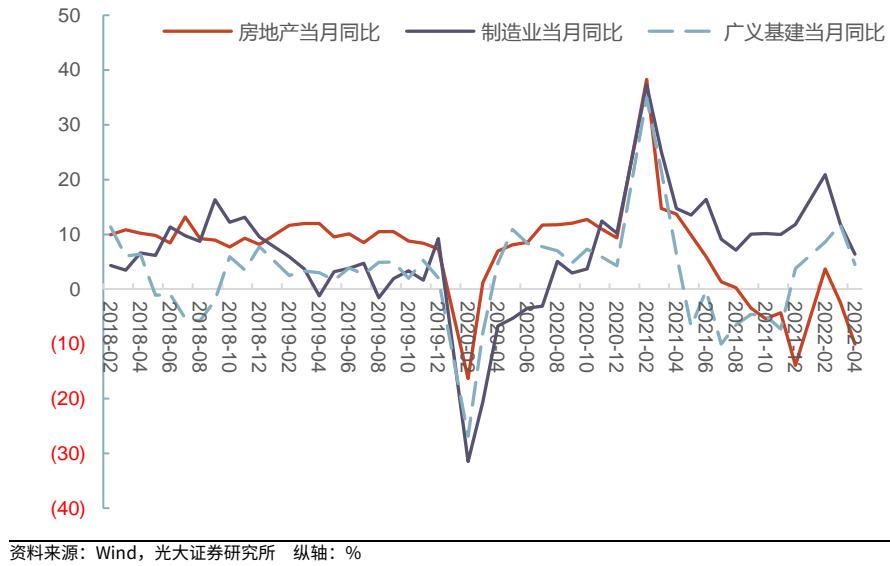
图表 3：4 月固定资产投资同比和环比增速均有一定幅度下降



图表 4：固定资产投资三大项累计增速情况



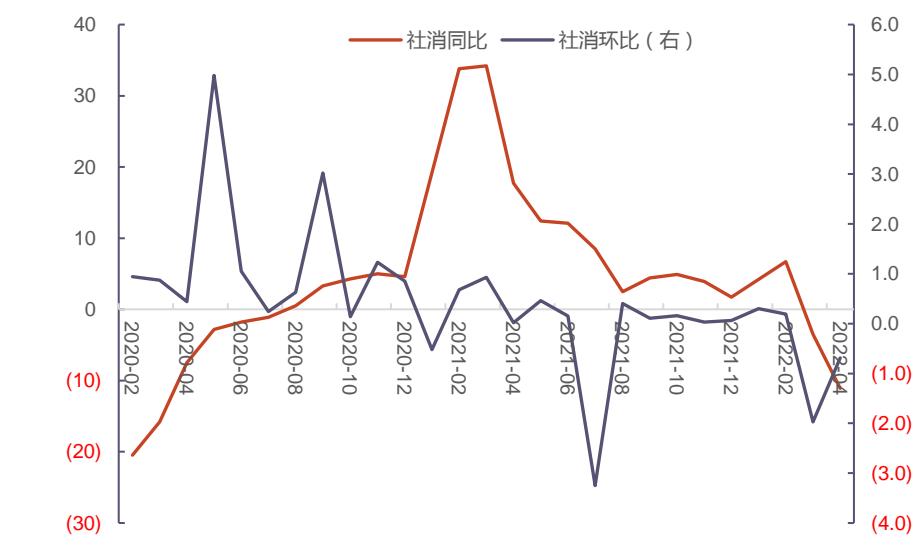
图表 5：4月固定资产投资中各分项同比增速均出现下降



2.3、消费增速同样下降明显，除必选消费同比增速继续维持高水平外，可选消费、服务类消费同比增速继续下降

1-4月份，社会消费品零售总额为13.81万亿元，同比下降0.2%。4月当月社消增速同比下降11.1%，前值为下降3.5%，下降7.6个百分点，当月增速创下2020年4月以来最低值。另外，从环比来看，4月社消环比增速为-0.69%，比3月降幅稍有收窄（3月环比增速为-1.97%）。从同比还是环比增速来看，目前消费仍处在疫情冲击影响下，恢复较为曲折。

图表 6：4月社会消费同比增速创2020年以来最低值

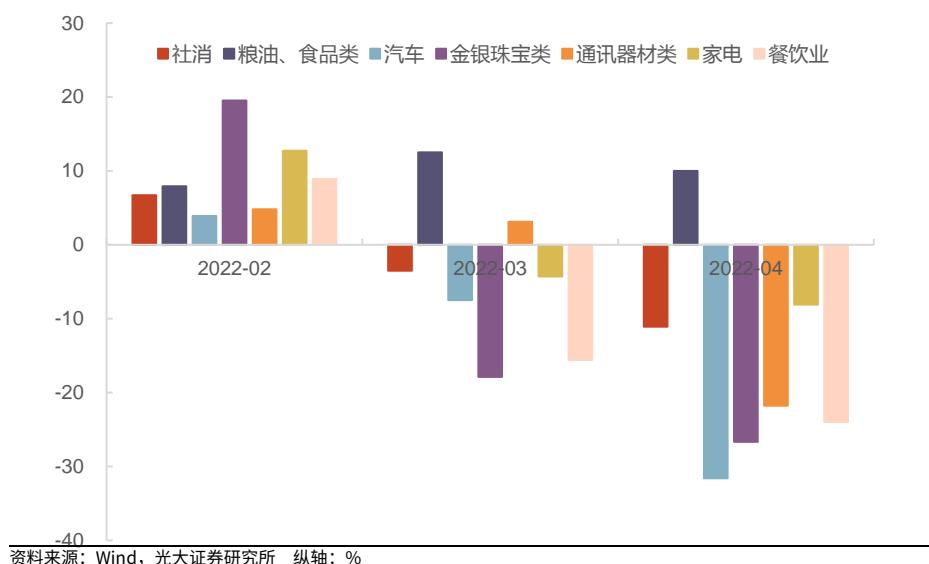


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从消费品种类维度来看，除必选消费继续维持高水平外，可选消费、服务类消费均继续下降。

4月全部消费品，粮油、食品类，汽车类，金银珠宝类，通讯器材类，家电，餐饮业（限额以上单位）消费同比增速分别为-11.1%、10%、-31.6%、-26.7%、-21.8%、-8.1%、-24%（前值分别为-3.5%、12.5%、-7.5%、-17.9%、3.1%、-4.3%、-15.6%），分别变动-7.6、-2.5、-24.1、-8.8、-24.9、-3.8、-8.4个百分点。从数据对比来看，除粮油、食品类这类必选消费同比增速继续维持较高水平外，其他可选消费、服务类消费同比增速下降非常明显，这一情况正好与3月基本类似。

图表 7：主要消费品当月同比增长情况



3、债市观点

当前国内疫情有所反复，尽管目前基本面受疫情冲击明显，但全年经济工作目标已在政府工作报告中明确，方向是明确的，后续更多是看基本面的走势。宏观政策方面，从近期财政活动情况来看，财政政策正处于发力进程中。财政部要求加快新增专项债发行进度，6月底前完成大部分新增专项债的发行工作，并

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_41929

