

2022 年 4 月经济数据点评

更多稳增长政策在路上

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事件：

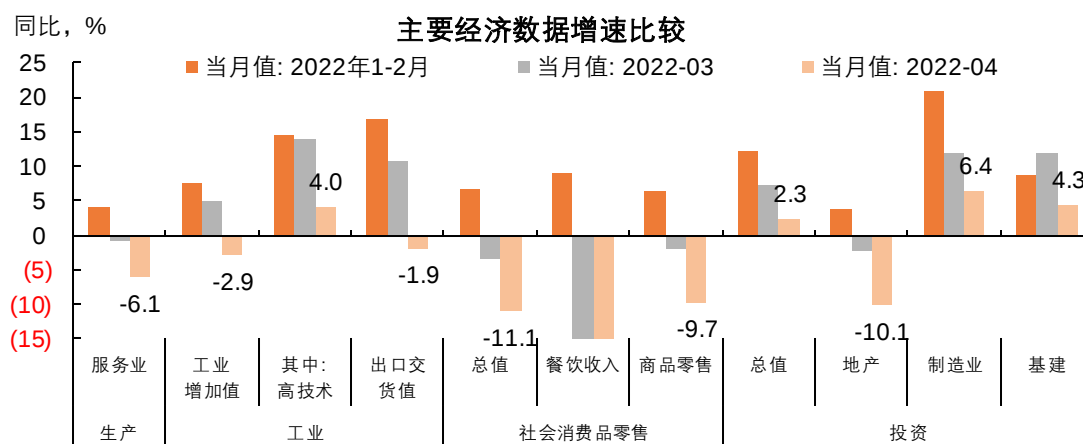
2022 年 5 月 16 日，国家统计局公布 4 月主要经济数据，同比增速较 3 月普遍下滑。“实现全年经济社会发展预期目标”需要付出艰苦卓绝的努力，也需要更大力度的稳增长组合拳。

核心摘要：

- **一，疫情冲击和需求走弱拖累工业生产。**4 月工业增加值同比-2.9%，前值为 5.0%。工业生产走弱，一是因疫情对生产和运输的压制，4 月全国整车货运流量指数同比下降接近三成；二是终端需求不足，尤其是出口景气较快下行，也抑制了工业企业的生产意愿。这体现在两点：一方面，三大门类中制造业的工业增加值同比降幅最大；另一方面，出口交货值同比从 3 月的 10.8%下降到-1.9%，在 4 月主要供、需两端数据中同比降幅最大。
- **二，基建投资增速高位回落，更多稳地产政策值得期待。**4 月固投当月同比 2.3%，与上月相比下滑幅度小于基建、房地产和制造业，主要因除上述三项外的其它固投分项（占比约为 1/4），在医疗基础设施、新基建等的支撑下，投资当月同比从 3 月的 5.0%逆势回升到 5.5%。**全口径基建投资**增速高位回落，除疫情影响外，可能也和基建投资的资金约束仍在显现有关。尽管政策部署“全面加强基础设施建设”，但若没有特别国债等工具来缓解基建项目融资难题，基建投资增速中枢年内或将进一步下移。**房地产**数据的增速全线回落，由于其在信用创造和托底经济时难以替代的作用，后续房地产政策大概率还将进一步放松，包括“优化商品房预售资金监管”，以及存在部分强二线和一线城市放松房地产调控的可能。**制造业投资**因企业的三重压力未减，内生投资动能趋弱。从上市制造业企业资本开支看，制造业投资或已触及景气高点，后续需从改善资金来源、促进信心修复和引导技改需求释放三方面着手，避免制造业投资增速较快回落。
- **三，稳消费、稳就业压力上升。**4 月国内疫情多点、面广，防疫力度加大，疫情和防控影响消费场景，社会消费品零售总额同比下滑到-11.1%。限额以上商品零售中，继续呈现必需消费表现好于可选消费，主要品类的 4 月同比均较 3 月回落。其中，汽车类因产业链受限和涨价，4 月限额以上销售同比-31.6%，增速在各限额以上行业中最低。疫情也冲击就业市场，稳就业压力明显加大。
- **四，更多稳增长政策在路上。**我们预计，疫情对经济冲击最大的时候可能已经过去，5 月将触底回升，不过内生性修复动力仍然不足。预计后续将出台更大力度的稳增长政策：一是更多城市松绑地产；二是围绕汽车和家电等大件消费出台刺激政策；三是多举措稳定制造业投资等；四是缓解基建融资难，今年三季度可能发行特别国债。

2022年4月，主要中国经济指标的当月同比，除固定资产投资外，其余的较3月下滑幅度均超过5个百分点。预计疫情对5月经济仍有明显拖累，“实现全年经济社会发展预期目标”需要付出艰苦卓绝的努力，也需更大力度的稳增长组合拳。

图表1 2022年4月主要经济指标的当月同比较前值均明显下滑



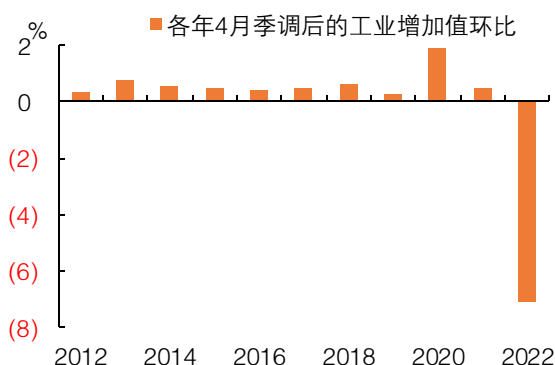
资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、疫情冲击和需求走弱拖累工业生产

4月工业增加值同比-2.9%，前值为5.0%，这是2020年4月以来首次负增长。季调后的4月工业增加值环比下降7.1%，而过去10年同期的均为正。工业产销率虽从3月的94.5%回升到96.3%，但仍明显低于过去10年同期的均值98.0%。

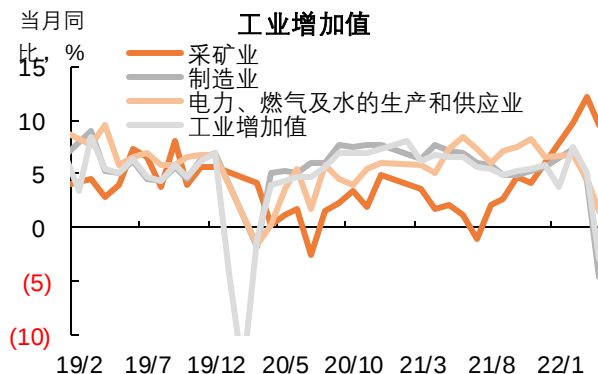
4月工业生产走弱，一是因疫情对生产和运输的压制，4月全国整车货运流量指数同比从前值-2.6%大幅下降到-26.6%，其中疫情相对严重的上海和吉林整车货运流量指数分别同比下降83.7%、79.7%；二是终端需求不足，尤其是出口景气较快下行，也抑制了工业企业的生产意愿。这体现在两点：一方面，三大门类中制造业的工业增加值同比降幅最大，从3月的4.4%下降到-4.6%。相比于采矿业和公用事业（电力、热力、燃气及水生产和供应业），制造业受需求尤其是外需的影响更大；另一方面，出口交货值同比从3月的10.8%下降到-1.9%，是今天公布的主要供、需两端数据中降幅最大的（如图1所示）。出口交货值是工业部门的出口创收，它的同比和出口同比有较强同步性，但波动相对较小，今年4月出口交货值同比大幅回落，或意味着出口企业的海外订单较快收缩，短期可能还将拖累相关企业的生产。

图表2 今年4月季调后的工增环比明显弱于往年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 三大门类中4月制造业增加值同比降幅最大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、基建投资增速高位回落，更多稳地产政策值得期待

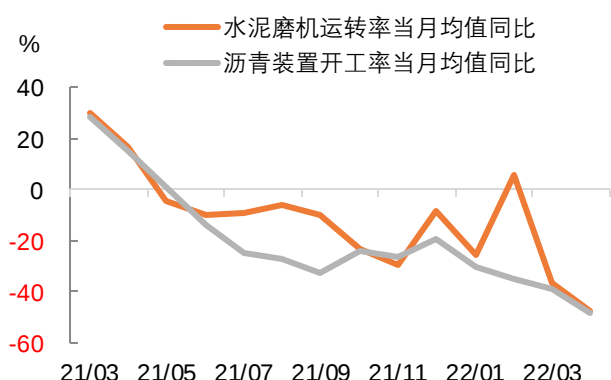
固定资产投资当月同比，从前值 7.1% 下降到 4 月的 2.3%。基建、房地产和制造业这三大分项，投资当月同比分别从 3 月的 11.8%、-2.4% 和 11.9%，下滑到 4 月的 4.3%、-10.1% 和 6.4%。固定资产投资单月同比的下滑幅度，小于上述三大分项的，原因是固定资产投资中占比约为 1/4 的其它分项（包括卫生和社会工作，信息传输、软件和信息技术服务业，公共管理、社会保障和社会组织等 12 个行业），在医疗基础设施、新基建等的支撑下，投资当月同比从 3 月的 5.0% 逆势回升到 5.5%，对总的固定资产投资增速放缓起到了一定对冲作用。

全口径基建投资增速高位回落，4 月当月同比从 3 月的 11.8% 下滑到 4.3%。一方面是受疫情的影响，4 月沥青装置开工率、水泥磨机运转率这两个高频指标的月度均值同比分别为 -48.1%、-47.5%，跌幅较 3 月进一步扩大。另一方面，可能也和基建投资的资金约束仍在显现有关。今年重大项目的开工时间早于往年，一季度专项债资金拨付金额达 8528 亿，两者和去年同期相比都存在时间错位。2018 年后固定资产投资采用财务支出法核算，资金拨付后（即使未形成实物工作量）就可算作已完成投资，这是今年一季度全口径基建投资同比增长 10.5%，且和高频指标同比明显分化的主因。但实际上，今年基建投资面临的资金约束并未明显缓解，一季度新增基础设施中长期贷款 1.39 万亿，和去年同期相比少增 2513 亿；1-4 月 Wind 口径城投债净融资 7389 亿，同比下降 22.0%，其中 4 月单月同比下降 38.8%。我们认为，尽管政策部署“全面加强基础设施建设”，但若没有特别国债等工具来缓解基建项目融资难题，基建投资增速中枢年内还将进一步下移。

房地产相关数据全线放缓。销售方面，商品房销售面积和金额的当月同比，分别从 3 月的 -17.7% 和 -26.2%，下滑到 4 月的 -39.0% 和 -46.6%。土地购置面积当月同比，从 3 月的 -41.0% 下跌到 -57.3%。投资方面，房地产新开工面积和投资完成额的单月同比，分别从 3 月的 -22.3%、-2.4%，下滑到 4 月的 -44.2%、-10.1%。疫情对房地产销售、拿地和施工都产生了较大冲击。

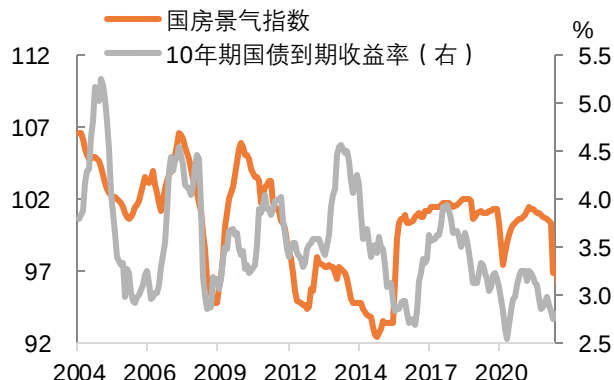
房地产是中国最重要的信用加速器，更多稳地产政策值得期待。历史数据显示，10 年期中国国债收益率和国房景气指数有较强的同步性，中国信用周期真正步入扩张阶段（内生性融资需求增加，而非由信贷供给驱动），有赖于房地产市场触底回升，而信用周期通常又领先于经济周期。由于房地产抵押贷款发放滞后于成交，4 月商品房成交金额同比下降近一半，5 月新增居民中长期贷款可能延续低迷，信用周期上行的动力不足。近期房地产政策又做了诸多调整，比如下调住房抵押贷款利率上限等。我们认为，由于房地产行业在信用创造和托底经济时难以替代的作用，后续房地产政策大概率还将进一步放松：一是根据 4 月政治局会议“优化商品房预售资金监管”，4 月地产开发投资资金来源于定金及预收款 3105 亿元，是 2016 年 3 月以来的最低水平，同比下降 53.0%，优化预售金管理可以更好平衡资金使用效率和防止项目烂尾；二是部分强二线和一线城市，或存在适度放松房地产调控的可能。

图表4 基建相关高频指标 4 月同比继续走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表5 10Y 国债收益率和国房景气指数有较强同步性



资料来源：Wind, 平安证券研究所

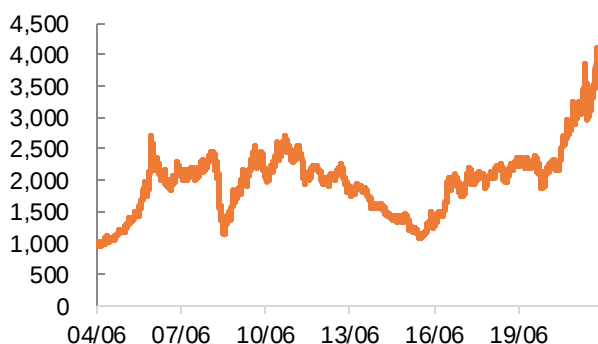
制造业企业面临的三重压力未减，内生投资动能趋弱。制造业投资当月同比，从前值 11.9% 下降到 4 月的 6.4%。除了疫情对短期投资活动的抑制外，也和三重压力尚未释放有关：大宗商品价格仍处于历史高位，终端需求短期难看到趋势性上升的

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

力量，部分上游产品的供给约束仍在。制造业上市公司资本开支同比已于 2021 年四季度见顶，其大致领先于在建工程的同比 1-2 个季度，即使没有疫情冲击，三重压力下制造业投资也可能已接近景气高点。

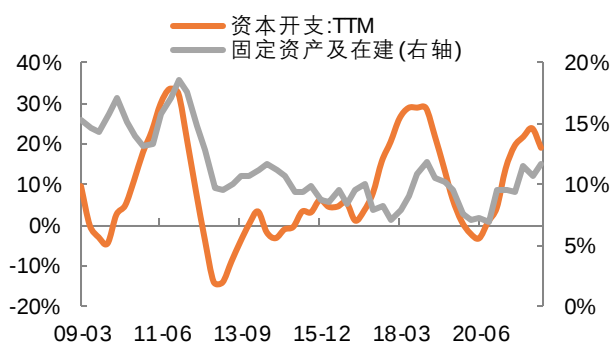
后续需从三个方面着手避免制造业投资较快回落：一是，资金端加强财政、货币政策的支持，包括加快剩余留抵退税资金拨付、继续引导银行发放中长期制造业贷款；二是，促进制造业企业信心修复、包括出台更大力度的稳增长组合拳、更好平衡抗疫和工业生产等；三是，引导企业释放技改投资需求，目前已有多个省市安排了工业转型升级专项财政资金，山东专门推出“技改专项贷”赋能制造业转型升级，可借鉴和扩大至更多省市。

图表6 南华工业品指数目前仍处历史高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 制造业上市公司资本开支同比已见顶



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 稳消费、稳就业压力上升

2022 年 4 月社会消费品零售总额同比-11.1%，较 3 月的-3.5%大幅回落，这也是 2020 年 4 月至今同比跌幅最大的一次。分消费类型看，4 月商品零售同比-9.7%，餐饮收入同比-22.7%。4 月国内疫情点多、面广，防控措施升级，牛津大学公布的中国新冠肺炎政府响应严格指数月度均值，从 3 月的 65.37 跳升到 4 月的 77.63，这影响了国内的消费场景。限额以上商品零售中，继续呈现必需品表现好于可选消费，主要品类的 4 月同比均较 3 月回落。其中，汽车类因产业链受限和涨价，4 月限额以上销售同比-31.6%，增速在各限额以上行业中最低。

展望 5 月，国内疫情虽有所好转，但防疫措施仍然严格，北京等地限制堂食，预计 5 月国内社会消费品零售总额同比回升的幅度可能有限。消费已成为稳定经济的“压舱石”，促进消费恢复的必要性进一步上升。

图表8 4 月 商品零售和餐饮收入同比均回落

图表9 4 月 国内疫情防控力度加大

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_41934

