

4 月中国宏观数据点评—— 经济倒春寒，何时能回暖？

4 月，中国经济遭遇倒春寒：制造业和非制造业 PMI 数据都显示经济周期正在探底（请见 [《4 月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善》](#)）；需求转弱、竞争回升、供应链受阻的三重考验下，出口延续边际回落（请见 [《4 月中国宏观数据点评——出口面临三重考验，进口结构分化显示“基建热、制造冷”》](#)）；工业生产放缓、投资整体偏冷、疫情导致消费继续下行。我们认为，4 月的宏观数据客观反映了疫情对经济的冲击，各项表现均在预期之内。倒春寒后，何时回暖？考虑到经济存在结构性差异，我们认为各项回暖的时点和路径均不同：

- 4 月，工业增加值同比下降 2.9%，低于 Bloomberg 市场预期（+0.5%）和前期增速（3 月为同比增长 5.0%）。制造业工业增加值同比下降 4.6%（3 月为同比增长 4.4%）。高新技术产品出口走弱，带动高技术制造业工业增加值的同比增速降至 4.0%；汽车制造业（-31.8%）和通用设备制造业（-15.8%）的工业增加值同比增速领跌。供应链恢复预计将支撑 5 月制造业工业增加值环比增长，但在整体出口走弱预期下，内需回暖才能缓解制造业工业增加值的下行趋势。
- 4 月，固定资产投资同比增速从前期的 3.5% 降至 -0.7%，降幅（4.2 个百分点）较前期（8.7 个百分点）略有收窄。考虑到基数回落，制造业投资 4 月 2.0% 的同比增速反映出实体经济融资需求仍乏力。4 月，房地产开发投资同比降幅从前期的 -5.3% 扩大至 -12.9%。居民贷款需求低迷叠加疫情因素，4 月新房销售额（-48.6%）和销售面积（-42.4%）的同比增速继续下行，降幅超过了 2020 年 1-2 月的水平。中国央行于 5 月 15 日下调了首套房利率下限，但我们认为，此次政策调整力度较有限，但信号作用明显。我们预计，中国央行未来仍存在降息的政策操作可能，以支撑投资增长。
- 4 月，社消零售总额同比降幅从前期的 -3.5% 扩大至 -11.1%，低于 Bloomberg 市场预期（-6.6%）。其中，商品零售的三年年均增速为 -0.5%；餐饮收入的三年年均增速为 -7.4%，疫情反弹的影响导致商品零售和餐饮收入不及疫情前的水平。我们认为当前的消费低迷并非可持续的。当疫情得到稳控后，消费将出现明显反弹，服务消费因弹性更大、将出现比商品零售更明显的回升。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 05 月 17 日

主要数据 (%)	22 年 4 月	22 年 3 月	22 年 1-2 月
工业增加值	-2.9	5.0	7.5
同比增速			
固定资产投资	6.8	9.3	12.2
累计同比增速			
房地产投资	-2.7	0.7	3.7
累计同比增速			
社消零售总额	-11.1	-3.5	6.7
同比增速			

资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

[《4 月中国宏观数据点评——出口面临三重考验，进口结构分化显示“基建热、制造冷”》](#)（2022-05-11）

[《4 月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善》](#)（2022-05-02）

[《3 月中国宏观数据点评——一季度喜中隐忧，疫情影响复苏进程》](#)（2022-04-20）

[《2022 年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不仅是增长》](#)（2022-03-07）



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

2022 年 4 月中国宏观数据点评——经济倒春寒，何时能回暖？

工业生产放缓，制造业首当其冲

工业生产整体放缓，三大门类工业增加值不同程度回落。4月，规模以上企业的工业增加值同比下降2.9%，低于Bloomberg市场预期(+0.5%)和前期增速(3月为同比增长5.0%)。4月，就工业增加值的同比增速而言，采矿业(9.5%)、公共事业(1.5%)、制造业(-4.6%)较前期分别回落2.7、3.1、9.0个百分点。

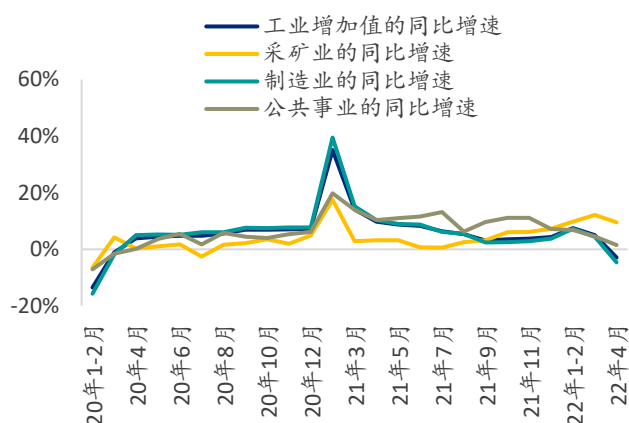
价格支撑采矿业、投资带动公共事业，制造业生产则面临供需双重压力。工业生产整体放缓的背景下，三大门类之间仍出现工业增加值的小幅分化。4月，采矿业工业增加值回落幅度相对较小，主要是受益于大宗商品价格高企。在专项债进度前倾、城投政策边际转松、新基建投资加速的驱动下(请见[《3月中国宏观数据点评——一季度喜中隐忧，疫情影响复苏进程》](#))，公共事业工业增加值4月仍维持正增长。在供需均亟待改善的情况下，供应链受阻进一步拉低了生产(请见[《4月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善》](#))，制造业工业增加值在4月出现显著下滑。

高新技术产品出口边际走弱，带动高技术制造业工业增加值的增速回落。制造业中，高技术制造业明显受到需求(尤其是出口)驱动。4月，高新技术产品出口额的同比增速从前期的9.6%降至-5.0%。受此影响，4月高技术制造业的工业增加值同比增长4.0%，较前期下降9.8个百分点，结束15个月的双位数增长。我们预计，在出口增速继续回落的预期下，高技术制造业工业增加值的同比增速仍有下行空间。

主要行业中，汽车和通用设备的工业增加值领跌。4月，就工业增加值同比增速而言，汽车制造业(-31.8%)和通用设备制造业(-15.8%)是下跌最明显的两个行业。相比1-3月累计同比增速，汽车(-35.8个百分点)和通用设备(-18.4个百分点)4月的同比增速降幅最大，反映出汽车和通用设备生产边际放缓趋势加剧。4月，仍有5个行业的工业增加值维持同比正增长：其中，通信和其它电子设备制造业(4.9%)领跑，电气机械和器材制造业(1.6%)，有色金属冶炼和压延加工业(1.4%)，电力、热力生产和供应业(0.9%)，食品制造业(0.1%)的同比增速较低。

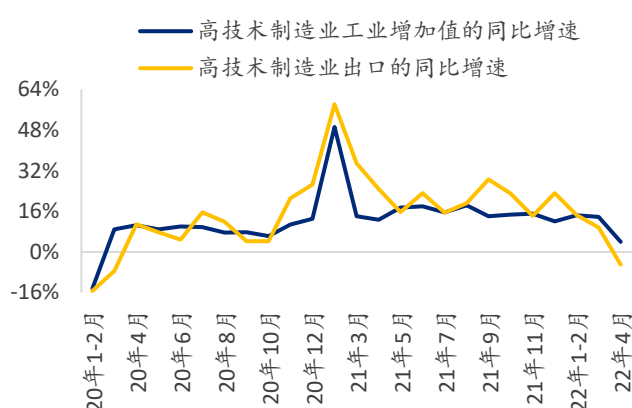
供应链恢复或将支撑5月制造业工业增加值环比增长，但长期仍依赖内需回暖。截至5月11日，中国整车货运流量指数(91.07点)、物流园吞吐量指数(91.53点)、快递分拨中心吞吐量指数(84.18点)较4月均出现大幅回升，显示出相关“稳供应链”会议部署初见成效。我们预计，公路货运恢复将缓解供应链压力，支撑制造业生产环比增长；但长期来看，在整体出口走弱的预期下，内需回暖才能缓解制造业工业增加值的下行趋势。

图表 1: 工业生产整体回落, 制造业工业增加值降幅明显



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 出口边际走弱, 带动高技术制造业工业增加值的增速回落



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 2022 年 4 月, 主要行业工业增加值的同比增速



注: 虚线为 4 月工业增加值同比增速-2.9%

资料来源: CEIC, 浦银国际

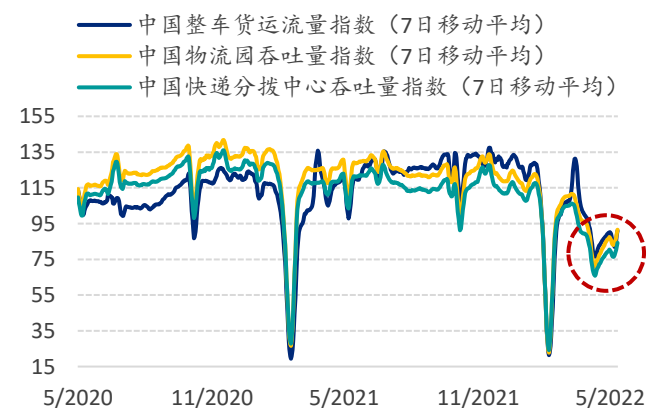
图表 4: 2022 年 4 月, 主要行业工业增加值的同比增速较 1-3 月的变动幅度 (百分点)



注: 虚线为 4 月工业增加值变动幅度-9.4 个百分点

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 2022 年 4 月下旬至 5 月中旬, 中国公路货运已有边际改善迹象



注: 截至 2022 年 5 月 11 日

资料来源: Wind, 浦银国际

固定资产投资仍偏冷，房地产开发投资增速继续下探

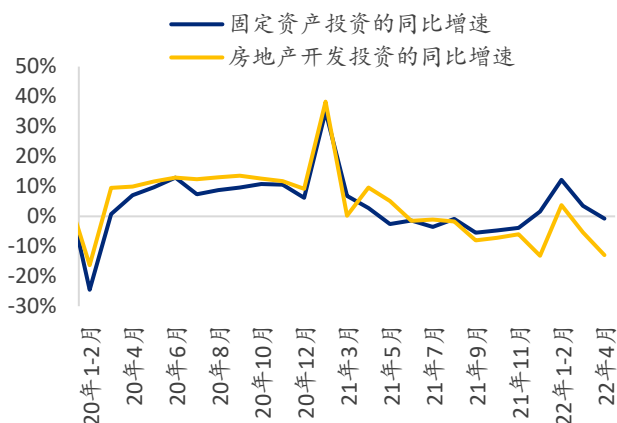
固定资产投资同比增速由正转负、降幅趋缓。4月，固定资产投资同比增速从前期的3.5%降至-0.7%，降幅（4.2个百分点）较前期（8.7个百分点）有所收窄。其中，制造业投资（2.0%）、基础设施投资（0.5%）、公共事业投资（-5.9%）的同比增速出现不同程度回落，较前期分别下降3.0、8.8、40.4个百分点。

制造业投资仍乏力，基础设施和公共事业投资增速4月出现暂时低迷。4月，虽然制造业投资同比正增长，但考虑到基数回落（去年3-4月，制造业投资同比增速从14.8%降至5.8%），2.0%的同比增速反映出实体经济融资需求仍乏力。今年一季度财政投放力度较大，基础设施和公共事业投资的同比增速在高基数下仍保持较快增长，因此，我们认为这两项4月的增速下降为暂时低迷。4月，政府债券融资规模同比多增3,943亿元，财政存款同比多减5,367亿元，反映出财政净投放力度边际加大。就地方政府专项债而言，2022年提前批专项债额度（1.46万亿元）需在5月底前发行完毕。我们预计将这些因素都将支撑接下来的基础设施和公共事业投资增速。

房地产开发投资增速继续下探。4月，房地产开发投资同比降幅从前期的-5.3%扩大至-12.9%。年初至今，虽然全国多个城市相继放松房地产调控政策（包括下调首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度等方面），但在居民贷款需求低迷的背景下，购房意愿仍较低。今年1-4月，居民贷款规模增长10,473亿元，低于2021年同期（30,912亿元）和2020年同期（18,760亿元）水平，显示贷款需求低迷。居民贷款需求低迷叠加疫情因素，4月新房销售额（-48.6%）和销售面积（-42.4%）的同比增速继续下行，降幅超过了2020年1-2月的水平（销售额的同比增速为-34.7%，销售面积的同比增速为-39.2%）。

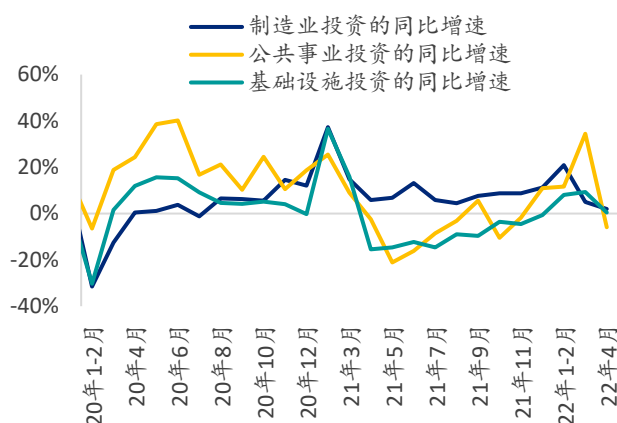
领先指标显示房地产投资增速下行空间有限，政策调整呵护居民购房需求。作为房地产开发投资的领先指标，100大中城市成交土地面积的同比增速从3月的-52.9%下降至4月的-58.03%，但仍好于今年2月疫情反弹后的低位（-67.9%），我们预计未来土地成交逐渐回暖将带动房地产投资降幅收窄。此外，5月15日，中国央行调整住房信贷政策，将首套房利率下限调整为5年期LPR减20个基点。虽然此次政策调整力度较有限，但是信号作用明显，我们预计，中国央行未来仍存在降息的政策操作可能。

图表 6：固定资产和房地产开发投资的同比增速



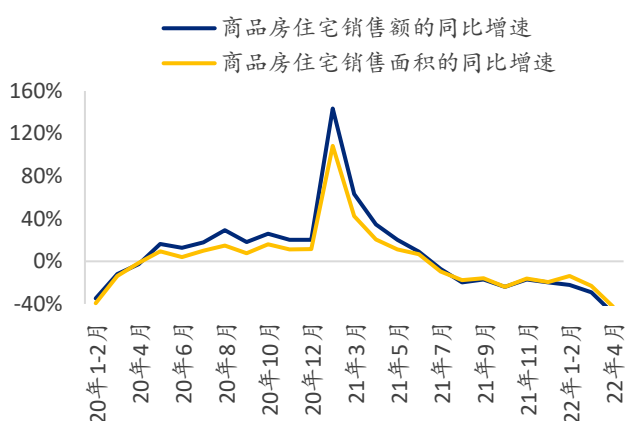
资料来源：CEIC，浦银国际计算

图表 7：固定资产投资中主要项目的同比增速



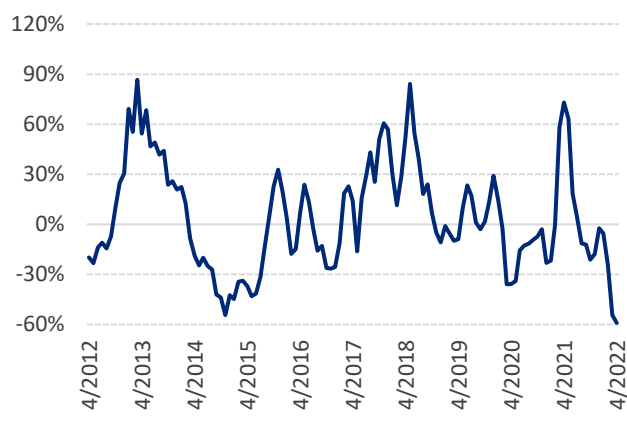
资料来源：CEIC，浦银国际计算

图表 8：商品房住宅销售额和销售面积的同比增速继续下降



资料来源：CEIC，浦银国际

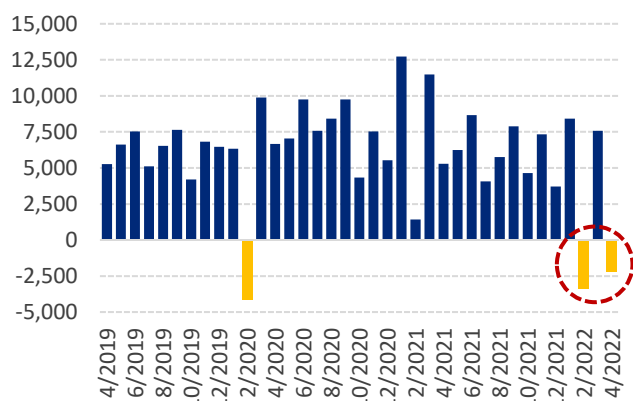
图表 9：100 大中城市住宅用地成交土地规划建筑面积的同比增速



注：3 个月移动平均

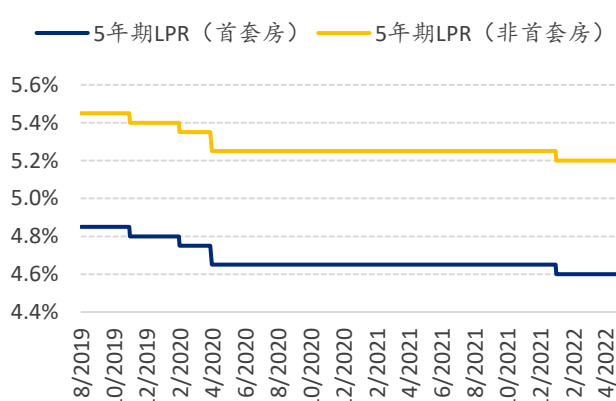
资料来源：Wind，浦银国际

图表 10：2022 年 2 月和 4 月，居民贷款规模分别净减少 3,370 和 2,170 亿元，显示贷款需求低迷



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11：5 月 15 日，中国央行调整住房信贷政策，首套房利率下限调整为 5 年期 LPR 减 20 个基点



资料来源：Macrobond，浦银国际

疫情导致消费继续下行，汽车销售遇冷、必选消费保持增长

消费增速进一步下跌，商品零售和餐饮收入不及疫情前的水平。4月，社消零售总额同比降幅从前期的-3.5%扩大至-11.1%，低于Bloomberg市场预期（-6.6%）。就绝对值来看，3月社消零售总额为2.9万亿元，低于2019年4月（3.1万亿元），三年年均增速为-1.2%。其中，商品零售的三年年均增速为-0.5%；餐饮收入的三年年均增速为-7.4%，疫情反弹的影响导致商品零售和餐饮收入不及疫情前的水平。

线上、线下的商品、服务消费均有所放缓。4月，就三年年均增速而言，线上商品（11.2%）>线下商品（2.9%）>线下服务（-1.6%）>线上服务（-3.7%）。相较于今年3月，4月线上服务（-5.5个百分点）、线下服务（-1.6个百分点）、线上商品（-1.3个百分点）、线下商品（-1.0个百分点）的三年年均增速出现不同程度下降。在当前严格的疫情管控措施下，服务消费和商品零售均表现低迷，短期内仍未显现明显改善迹象。今年的疫情反弹对消费的影响与2020年疫情暴发时期不同。2020年，线上消费等新经济受惠于疫情封锁；但现在的疫情管控措施使得物流效率下降，导致基于创新经济的消费因物流受阻而减少。但是，我们认为当前的消费低迷并非可持续的。当疫情得到稳控后，消费将出现明显反弹，服务消费因弹性更大、将出现比商品零售更明显的回升。

疫情反复冲击消费信心、推高预防性储蓄的同时造成失业率上升，使得整体消费低迷。4月，城镇调查失业率升至6.1%，仅略低于2020年2月的最高值（6.2%），失业率上升幅度（0.3个百分点）与3月持平、较2月（0.2个百分点）继续加快。除了疫情因素，2022年高校毕业生规模将首次超过1,000万人大关，供应量巨大本身也会加大就业市场压力。因此，疫情因素叠加

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_41976

