



疫情后经济复苏力度有多大



今年三月份至今，本土疫情呈现点多、面广、频发的特点，奥密克戎已蔓延至中国 29 个省份，东北、华东等多地受影响较严重。

吉林省 3 月份日均新增确诊 900 余例，自 3 月 14 日起限制跨省、跨市州流动；深圳 3 月 14 日至 20 日期间社区封闭式管理，全市公交、地铁停运；上海 3 月末开始疫情快速上升，4 月份平均单日新增确诊 1700 余例，全市静默管理。5 月北京管控措施升级，朝阳、海淀等六区转为居家办公。其余如山东、河北、福建、江苏、浙江、河南等多地受阶段性波及，迅速部署阶段性防控措施。

3 月份疫情对经济的负面影响已初步显现，零售消费首当其冲，就业压力上升；工业生产增速虽然较高，但在需求偏弱的背景下，工业企业库存高企。4 月份，疫情冲击全面显现，工业增加值同比负增、消费同比降幅扩大，失业率攀升至 6.1%。我们曾预估疫情影响将造成二季度经济下行压力较大，二季度 GDP 可能是全年低点，但在放缓幅度方面我们还是低估了疫情的冲击。三月份受吉林、广东等区域疫情冲击，一季度 GDP 同比 4.8%，低于我们预期的 5.4%。四、五月份东北、华东等多个重点城市疫情高位发展，我们原本预测的二季度 GDP 同比 5.0% 左右明显高估。4 月份固定资产投资完成额累计增速数据全线回落，工业增加值、社会消费零售总额同比负增，5 月份经济数据大概率与 4 月相比稍有好转。

5 月份疫情防控逐渐平稳，5 月 28 日北京房山区、顺义区由居家办公调整为正常上班；上海 6 月 1 日起取消企业复工复产“白名单”制，复工

复产有望全面开展。同时，随着疫情监测预警机制成熟，疫情有望得到更好控制，工业生产与消费有望逐渐恢复。

5 月份扶持性政策全面发力，前有央行首套房贷“两连降”，后有 5 月 23 日国常会 6 方面 33 条政策，5 月底执行层面政策密集出台，6 月份政策逐渐落地，效果可能初步见效，二季度 GDP 同比增速可能约为 1%-3% 之间。

1. 商品房销售面积同比或将在五月份见底

今年要实现经济增速目标，房地产放松政策是一个不可或缺的条件。去年 7 月份起，房地产单月销售面积同比便开始延续下降趋势，今年以来各地“一城一策”的边际放松政策陆续出台、“暖风”频吹，从放松限购、限贷、限售等多角度发力，但直至 4 月份，房地产销售市场依然较冷清，商品房销售面积累计同比低至-20.9%。商品房销售遇冷一方面可能由于房地产政策边际放松程度不够，但疫情暴发对购房者信心的冲击也加剧了楼市的降温。

5 月份中央明确稳楼市信号，央行一周之内两次出手：下调首套房贷利率下限 20BP、5 年期 LPR 降息 15BP，为房贷“减压”。地方层面，根据我们的不完全统计，5 月以来，哈尔滨、长沙、合肥、成都、武汉经开区、东莞、苏州等多个二线城市出台楼市新政，放开或调整限购及限售政策，地产放松政策逐渐从三、四线城市蔓延到一、二线城市，放松力度也不断提高。叠加当前疫情防控形势稳步向好，房地产放松政策对需求端有

一定的提振作用。

从5月份已更新的高频数据来看,5月份30大中城市商品房销售面积单月同比降幅已经开始缩窄,照此趋势,5月份商品房销售面积累计增速可能将触底回弹。我们认为房地产政策放松力度与广度都仍有空间,尤其是一线二线城市。下半年房地产销售仍可能逐步回升,二、三季度商品房销售面积累计同比增速可能分别为-13.2%、-5.4%,年底有望回升至-2%左右。我们二季度预计全年房地产销售面积同比可能在0%左右,但一方面各地房地产放松力度、降息程度低于我们预期;另一方面疫情影响商品房成交,因此我们下调了对下半年房地产销售的预期。

2.工业增加值下半年或将大幅回弹

4月份工业增加值同比增速为-2.9%,比3月份回落7.9个百分点。4月疫情防控升级,多地进入“静默期”,华东地区多家企业开工受阻;国内物流堵点增加,供应链压力抬升,工业生产受冲击。4月份发电量同比降低4.3%,较3月份的0.2%大幅下滑。多个重点城市供应链堵点增加,公路货物周转量同比下滑6.25%,与3月份降速持平;港口、航空货物周转量也同比负增。

高频数据显示5月份工业生产相关多个指标暂未出现明显好转,5月份全国规模以上工业增加值可能依然为负值,约在-0.4%左右,较前值回升2.5个百分点。企业开工方面,行业分化较明显,制造业所受冲击暂未消解,PTA、主要钢厂线材、螺纹钢、汽车半钢胎开工率(开工率数据截至5月27

日) 同比分别为-9.31%、-7.13%、-23.7%、-4.2%多数较上月降幅扩大。唐山钢厂高炉开工率、焦化企业开工率同比分别为 11.77%、7.67%，上游显示出一定韧性。公路货运方面，5 月整车货运流量指数同比-20%，前值-26.6%，降幅较上月出现一定好转，保供保畅取得一定效果，但公路货运堵点仍未完全清理。

从高频数据中我们可以初步预计 5 月份工业生产情况，但从全年角度出发，我们可以参考与工业增加值相关的领先指标。根据对历史数据的观察分析，我们发现商品房销售面积同比领先发电量同比大约 4 个月，而发电量又是反应工业增加值的一面“镜子”。因此我们将商品房销售面积作为工增同比的一个大致的“锚”进行预测，工业增加值同比的低点大致应当在三季度末出现。但我们可以看到，今年四、五月份工业增加值在疫情的冲击下，可能出现类似 2020 年二、三月份的异常低点，六月份以后工业生产可能将会在复工复产顺利进行下，迎来较大幅度修复性回弹，三季度末可能进一步在房地产销售回暖的带动下继续上扬。我们预测今年二、三、四季度工业增加值当季同比分别为 0.1%、3.1%、5.0%，全年工增累计同比可能修复至 3.7%左右。

3.社消同比有望在六月份后回正

4 月份社会消费品零售总额同比增速为-11.1%，比 3 月份回落 7.6 个百分点。与社消具有较强相关性的三个指标——商品房成交面积、地铁客运量与汽车销量也表现出降幅扩大趋势：4 月份 30 大中城市商品房成交面

积同比下降 61.2%，9 个重点城市日均地铁出行 2776 万人，环比下降 19%，同比下降 44%；乘联会数据显示 4 月份乘用车销量同比下降 35.7%，降幅均扩大。

5 月份上述三个指标的表现喜大于忧，商品房成交与乘用车销量同比分别为-53%与-14.7%，降幅均收窄；但 9 城日均地铁客运量 2592 万人，环比下降 6.6%，同比降幅略有扩大，5 月份北京多区居家办公，地铁客运量大幅下滑。综合来看，5 月份社零同比降幅有望迎来较大幅度缩窄，我们预测 5 月份社会消费品零售总额同比约为-5.5%，较上月提高 5.6 个百分点。

社消零售可能从今年 6 月份开始进入较为明显的回弹阶段。下半年在随着疫情监测预警机制成熟，疫情可以得到更好控制，刺激消费的多种政策有望为消费快速反弹注入动力。

5 月 23 日国常会强调下一步重点促进消费，放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。5 月 26 日，深圳市六部门联合印发实施《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》，提出新购置新能源汽车给予最高不超过 1 万元/台补贴、新增投放 2 万个普通小汽车增量指标；5 月 29 日，上海市政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，提出大力促进汽车消费，年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税。5 月 31 日工信部等四部门提出联合组织开展新一轮新能源汽车下乡活动。除减免车购税、增加汽车指标，4 月份以来针

对汽车行业的消费券、消费补贴也已发放了将近 15 亿元。6 月份之后汽车消费同比降幅有望继续快速收窄。

除汽车等大宗消费商品受到补贴，国内多地也已经积极开展其他各类商品的消费券、消费补贴发放活动。据我们统计，4 月份各地至今发放的消费券金额总计将近 40 亿元，重点涵盖餐饮、零售、文旅等疫情冲击较为严重的行业。按照 1 元消费券能撬动 3 至 5 元新增消费来估算，当前的各类消费券有望为 5-6 月份带来新增消费约 150 亿-250 亿元。

据商务部副部长王炳南公布的数据，2020 年疫情发生后截至当年 5 月中旬，有 28 个省份、170 多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放消费券达 190 多亿元。2020 年 1-2 月份社零同比-20.5%，在消费券等刺激政策拉动下，经过近半年恢复期，8 月份社零单月同比才首次回归正值，全年消费累计同比-3.9%。本轮疫情对社零的冲击底部约在四月份，单月同比-11.1%的深度约为 2020 年的一半，修复也应该比 2020 年更快，社零同比可能在六月份之后快速回正。

远月预测社会消费品零售总额数据，除了考虑消费券带来的一定提振效果，主要应当参考相关领先指标。从逻辑上讲，主导消费的一个重要因素是居民可支配收入，而居民收入与工业企业收入以及居民贷款密切相关。我们结合相关指标的回归结果，预测今年二、三、四季度社消零售当季同比分别为-4.3%、5.2%、6.5%，今年全年消费累计同比可能修复至 2.8% 左右。

4.当前出口重振旗鼓，下半年快速下降

4 月份疫情对进出口的影响全面显现，国内供应链受阻，出口景气度降低叠加部分外贸订单转移，美元计价出口同比增速从前三个月的平均 15% 水平大幅回落至 3.9%。5 月份出口同比 16.9%，回升幅度超预期。一方面 5 月份稳外贸政策成效显著，外贸企业复工复产较快，集装箱吞吐量等物流数据明显好转，5 月份 PMI 新出口订单指数环比上涨，显示 5 月份出口景气度回升。另一方面欧美 PMI 虽有回落趋势但仍在扩张区间，韩国出口也在上升，显示外需仍较强劲。美国通胀背景下，中国出口价格涨幅扩大，也在一定程度上拉动出口总额大幅回升。

2021 年欧美 PMI 持续高位，外需旺盛，国内疫情率先得以控制恢复生产，国内出口同比持续行驶在两位数的“快车道”上。今年一季度出口同比 15.8%延续了去年的出口同比高增，疫情冲击后，5 月份重回两位数的同比增速，6 月份出口增速可能依然较为强劲。但远月来看，一方面今年美联储加息周期仍未结束，全球流动性继续收紧，外需回落的趋势逐渐形成，出口动能减弱，下半年出口增速可能较快下滑；另一方面中国货币

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_43050

