

经济下行压力进一步加大 内盘资产短期仍难乐观

摘要:

国内经济下行压力进一步加大。1-3月同步数据中，投资、消费、出口各大分项增速全面放缓，仅有基建投资稳增长有所发力。前瞻数据中，尽管社会融资规模存量同比增速有小幅回升，但社融主要靠短期票据支撑，关键的金融机构各项贷款余额增速，以及企业和居民中长期贷款仍未出现明显改善。

局面疫情冲击凸显，复工复产后消费难以迅速修复。疫情冲击下，线下消费、服务业增速大幅放缓，3月社会消费品零售总额当月同比增长-3.5%，其中餐饮收入当月同比更是大幅下跌16.4%。更为关键的是，居民收入和就业明显承压，2022年一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长5.4%，前值为8.2%。3月的城镇调查失业率和31个大城市调查失业率分别录得5.8%、6%，前值分别为5.5%、5.4%，消费端的长期驱动力进一步削弱，指向复工复产后，消费难以迅速修复。

今年基建发力相对前置，托底效果相对温和、持续。3月经济数据中，仅有基建表现亮眼，从结构来看，当下基建发力点更侧重于风电、光伏、能源等新基建，以及水利、环境等项目，有色板块受益相对明显。总理召开地方政府主要负责人座谈会时要求，上半年要大头落地，形成更多实物工作量。财政部的最新新闻发布会表示，提前下达专项债券额度大部分已发行完毕，对2021年发行的专项债券（预留1.2万亿今年使用），原则上在今年5月底前拨付使用；对2021年12月提前下达的2022年专项债券（今年新额度1.46万亿），原则上在今年9月底前拨付使用。对于3月底下达的第二批专项债券额度尽可能在今年加快使用。总体而言，今年二、三季度专项债将明显快于往年，但目前政策仍需传导时间，预计今年财政发力相对前置，对经济托底效果温和且持续。

4月降准预期最终落地，但市场计价较为充分。4月15日晚间，中国人民银行宣布，决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。并对符合条件的机构再额外多降0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元。此外，4月18日央行网站表示，截至4月中旬央行已向中央财政上缴结存利润6000亿元，主要用于留抵退税和向地方政府转移支付，相当于投放基础货币6000亿元，和全面降准0.25个百分点基本相当。但我们认为对资产价格利好有限，1、4月继续宽松的概率偏低，一方面是降准的执行时间是4月25日，显示央行已经前置投放流动性；2、央行明确指出“当前流动性已处于合理充裕水平”，且近期市场对政策宽松计价较为充分。

地产的堵点在于销售和信心。截至4月18日全国超70城市发布房地产相关政策超百次，主要涉及针对性放松限购政策、降低首付比例、发放购房补贴、降低房贷利率、取消限售、为房企提供资金支持等方面。但居民收入增速放缓，就业市场疲软，高频地产销售未有明显起色；地产企业的开工信心仍较为低迷，近期全国下游施工同比有所下降、但环比微弱改善，旺季不旺特征显著。

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

研究员:

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

投资咨询号: Z0017091

对于大类资产而言，一、降准预期兑现，叠加美联储5月4日议息会议临近（预期开启缩表+加息50bp），以及中-美利差倒挂的背景，A股内外环境均不乐观，短期维持中性；二、对于内需型工业品（黑色建材、传统有色铝、化工、煤炭），我们仍需等待更多的经济筑底信号，虽然基建已经有所发力，但政策传导周期较长，叠加国内疫情冲击，基建仍难完全对冲需求下行压力。更为关键的是，在居民收入增速放缓，就业市场疲软等长期因素拖累下，短期地产能否企稳仍是未知之数。

一、3月经济下行压力进一步加大

3月经济下行压力进一步加大。1-3月同步数据中，投资、消费、出口各大分项增速全面放缓，仅有基建投资稳增长有所发力。前瞻数据中，尽管社会融资规模存量同比增速有小幅回升，但关键的金融机构各项贷款余额增速，以及企业和居民中长期贷款仍未出现明显改善。特别是在国内疫情反复的背景下，线下消费、服务业增速明显放缓。

图 1： 中国 3 月经济数据一览

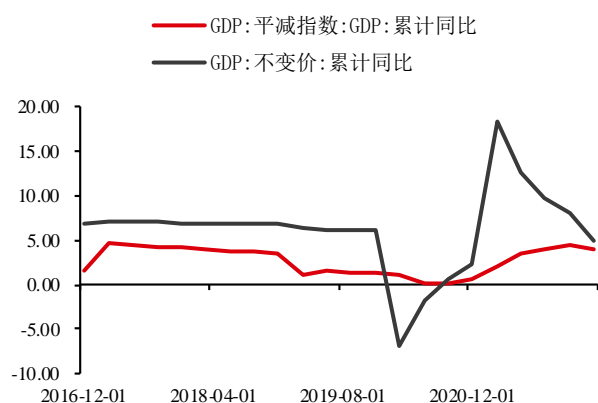
单位：%

经济指标		3月	前值	去年同期
GDP	GDP 当季同比	4.8	4	18.3
	固定资产投资完成额:累计同比	9.3	12.2	35
投资	基建投资累计同比	10.48	8.61	34.95
	房地产投资累计同比	0.7	3.7	38.3
	制造业投资累计同比	15.6	20.9	37.3
出口	出口:累计同比 (美元计价)	15.78	16.35	48.78
	进口:累计同比 (美元计价)	9.61	15.62	29.4
	贸易差额:当月值	473.8	304.96	117.73
消费	社会消费品零售总额:累计同比	3.3	6.7	33.9
	网上商品和服务零售额:累计同比	6.6	10.2	29.9
	商品房销售面积:累计同比	-13.8	-9.6	63.8
	乘用车销量:累计同比	8.99	14.37	75.11
价格	CPI:当月同比	1.5	0.9	0.4
	PPI:当月同比	8.3	8.8	4.4
领先指标	中采制造业 PMI	49.5	50.2	51.9
	社会融资规模存量:同比	10.6	10.2	12.3
	金融机构:各项贷款余额:同比	11.4	11.4	12.6

数据来源：Wind 华泰期货研究院

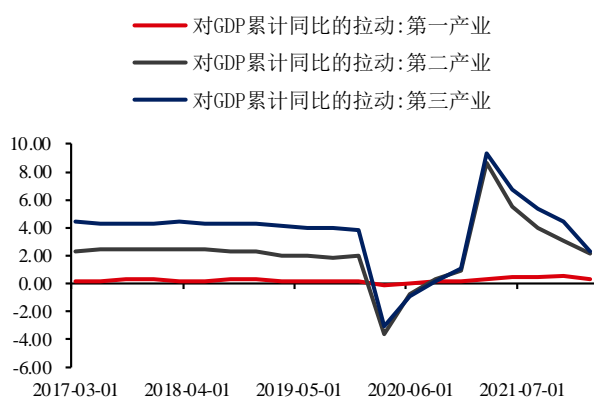
季度 GDP 增速有所放缓。2022 年一季度 GDP 当季同比录得 4.8%，较 4% 的前值有所改善，但环比增长 1.3%，较 1.5% 的前值有所放缓。受国内疫情反复影响，居民收入和就业明显承压，2022 年一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长 5.4%，前值为 8.2%。3 月的城镇调查失业率和 31 个大城市调查失业率分别录得 5.8%、6%，前值分别为 5.5%、5.4%，均较前值有明显上升，消费端的长期驱动力进一步削弱。

图 2: GDP 增速 单位:%



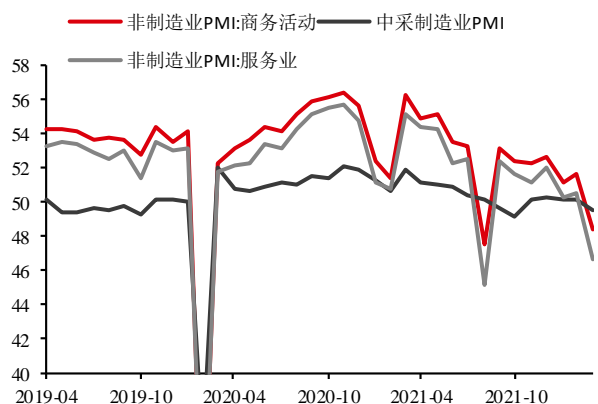
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 三大产业对 GDP 的贡献率 单位:%



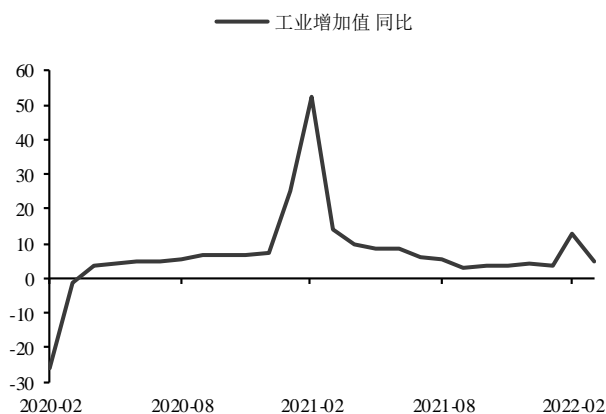
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 制造业 PMI 分项 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 工业增加值累计同比 单位:%

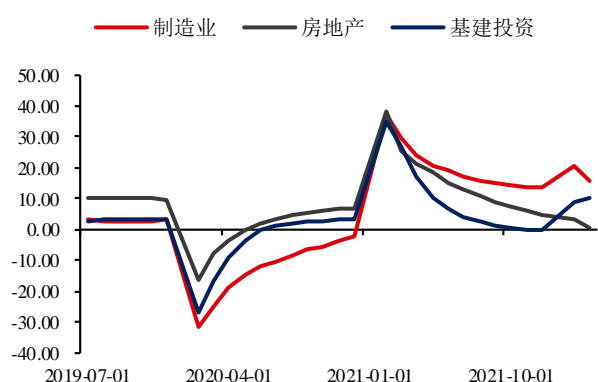


数据来源: Wind 华泰期货研究院

投资数据承压下行。2022 年 1-3 月固定资产投资完成额累计同比增长 9.3%，较 12.2% 的前值有所下行。分项中仅有基建投资表现亮眼：1-3 月基建投资完成额累计同比增长 10.5%，前值为 8.6%；1-3 月制造业投资完成额累计同比增长 15.6%，前值为 20.9%；地产投资增速接近负增长，1-3 月房地产投资累计同比增长 0.7%，前值为 3.7%。

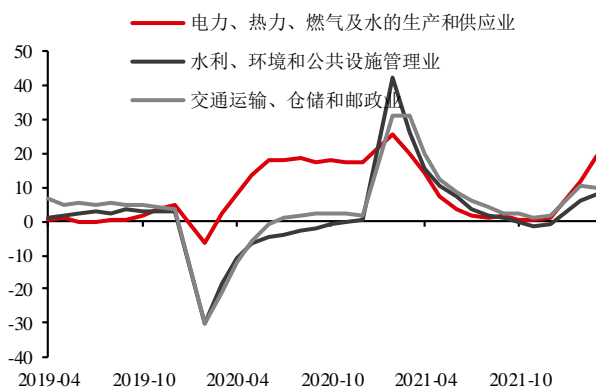
基建投资发力稳增长。在政府强调“适度超前开展基础设施建设”的指导下，基建投资三大分项增速显著回升，稳增长功能明显发力。1-3 月电、热、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业较前值有所增长，分别为 19.3%，8%；交通运输、仓储和邮政业累计同比增速 9.6%，较 10.5% 的前值放缓。显示当下基建发力点更侧重于风电、光伏、能源等新基建，以及水利、环境等项目，有色板块受益相对明显。

图 6: 固定资产投资分项累计同比 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 基建投资各分项 单位:%



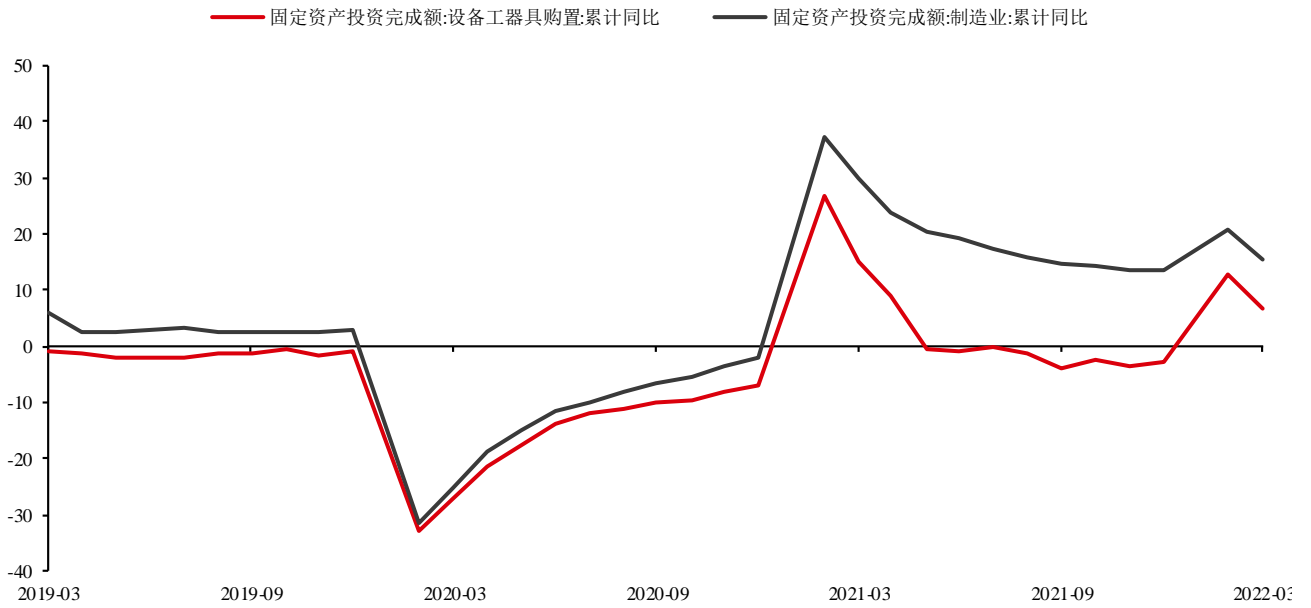
数据来源: Wind 华泰期货研究院

制造业投资企再度承压。1-3 月制造业投资累计同比增长 15.6%，较 20.9% 的前值大幅下滑。前瞻指标也给出不利结论：制造业 PMI 跌破枯荣线、新订单大幅下滑至 48.8%，同时设备工器具购置累计同比增速也录得 6.8%，前值为 12.8%。从工业企业利润的分行业数据来看，上游原材料的持续涨价使得上游采掘业占据了工业利润的大头，中游加工和下游产成品利润增速持续回落；而小型企业 PMI 录得 46.6%，中型企业 PMI 录得 48.5%，同样跌破枯荣线。

国内工业的库存周期有见顶回落的迹象。2021 年 12 月-2022 年 2 月国内的工业企业库存已经持续 3 个月下降。2019 年 11 月至 2021 年 11 月的本轮补库周期已经持续 24 个月，远超过三轮平均 16 个月的补库周期，一旦本轮库存周期见顶回落，参考上三轮平均 17.6 个月的去库周期来看，在库存去化的阶段，不利于制造业扩大资本开支，即长周期制造业投资扩张将面临更大的压力。

图 8: 制造业投资明显回升

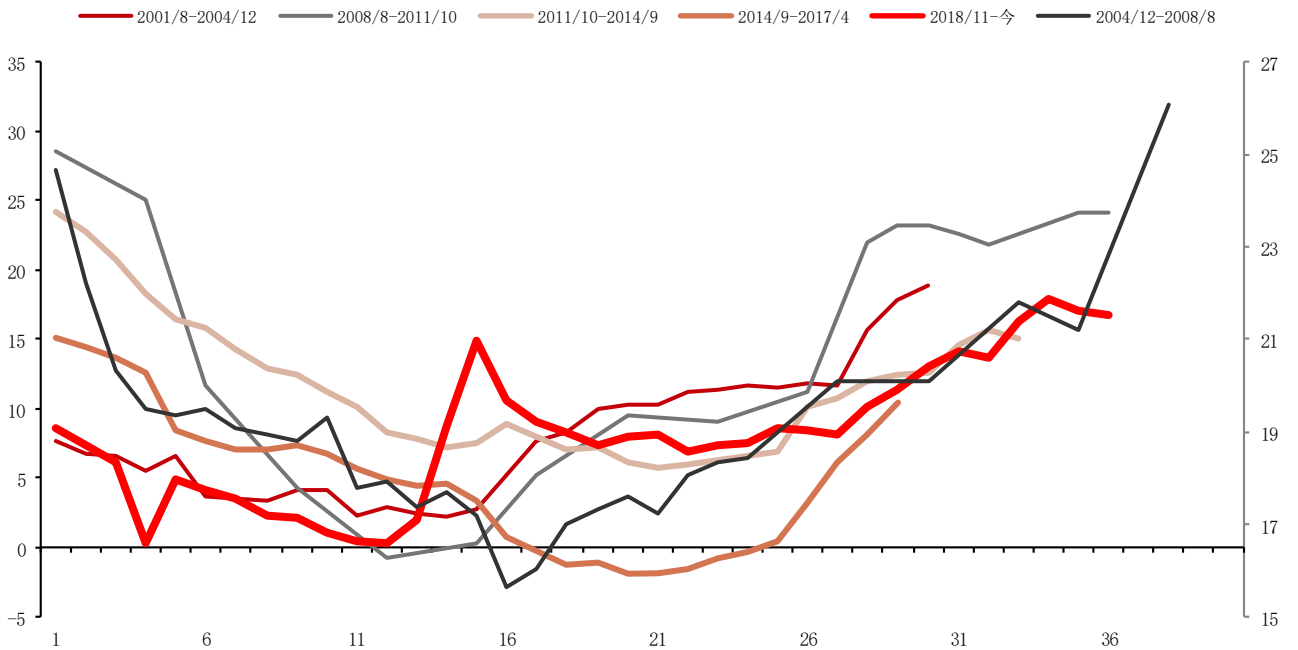
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 国内本轮库存周期有见顶回落的迹象

单位: %

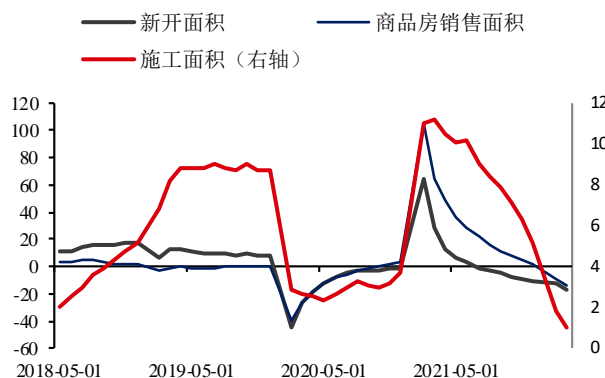


数据来源: Wind 华泰期货研究院

房地产投资仍是当前经济的短板。地产投资的各个分项目前仍明显承压, 1-3 月商品房销售面积, 新屋开工面积, 施工面积, 竣工面积累计同比增速分别为-13.8%, -17.5%, 1%, -11.3%,

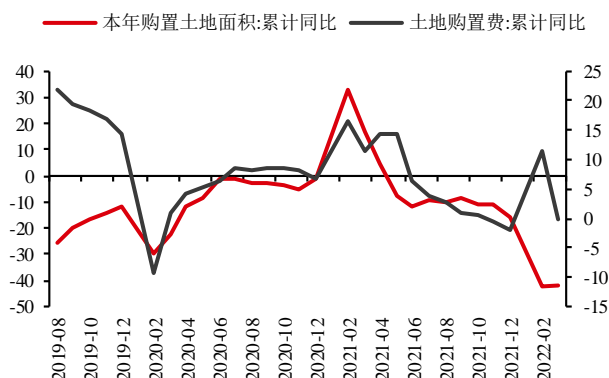
增速较前值进一步回落。1-3月购置土地面积累计同比增长-41.8%，拿地和销售疲软均指向后续地产仍难有起色。

图 10: 房地产各分项仍承压下行 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

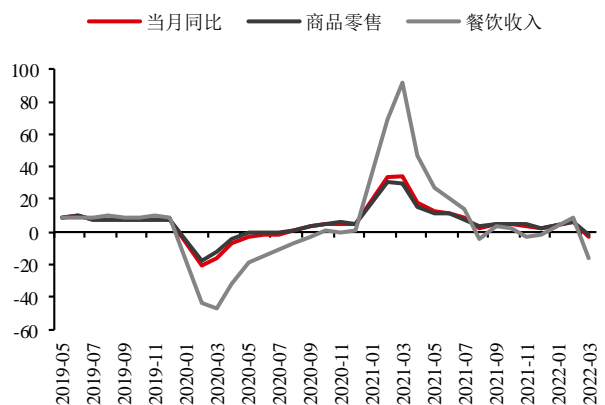
图 11: 开发商拿地仍未见起色 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

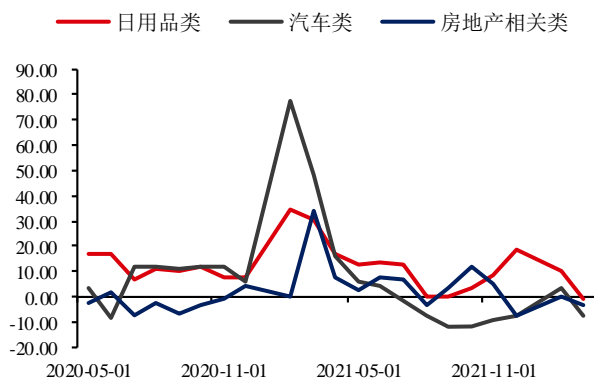
疫情反复下,消费明显放缓。3月社会消费品零售总额当月同比增长-3.5%,较6.7%的前值大幅放缓,其中3月的餐饮收入和商品零售当月同比分别为-16.4%和-2.2%,1-3月网上商品和服务零售总额累计同比增长6.6%,前值为10.2%。受国内疫情反复影响,居民收入和就业明显承压,2022年一季度城镇居民人均可支配收入累计同比增长5.4%,前值为8.2%。3月的城镇调查失业率和31个大城市调查失业率分别录得5.8%、6%,前值分别为5.5%、5.4%,均较前值有明显上升,消费端的长期驱动力进一步削弱。

图 12: 消费的各分项增速 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

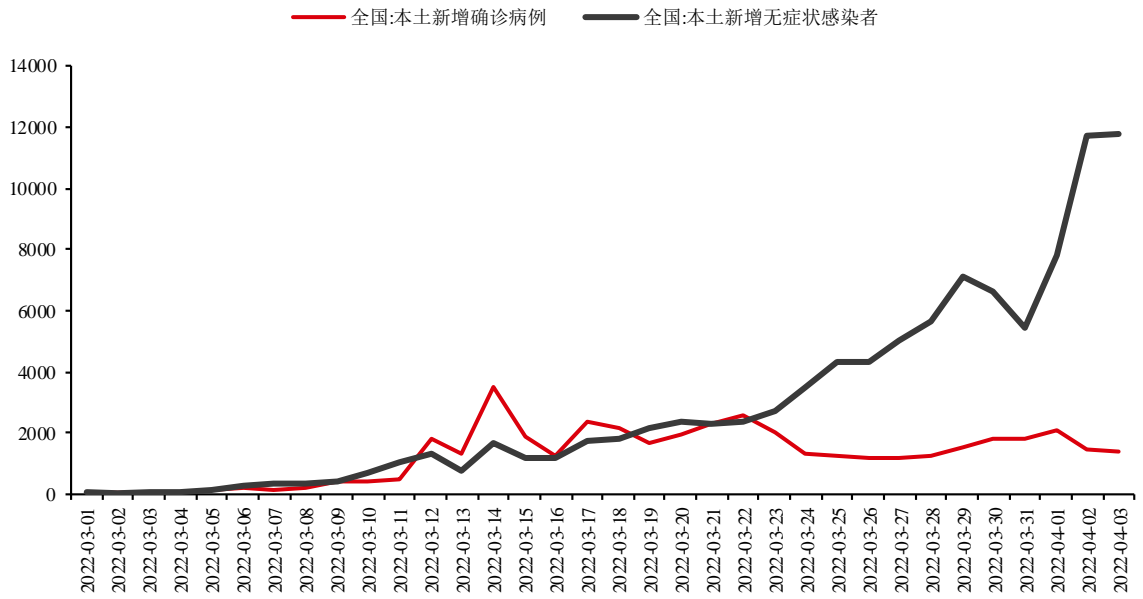
图 13: 消费的各分项增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 国内的本轮疫情反复预计将拖累后续消费

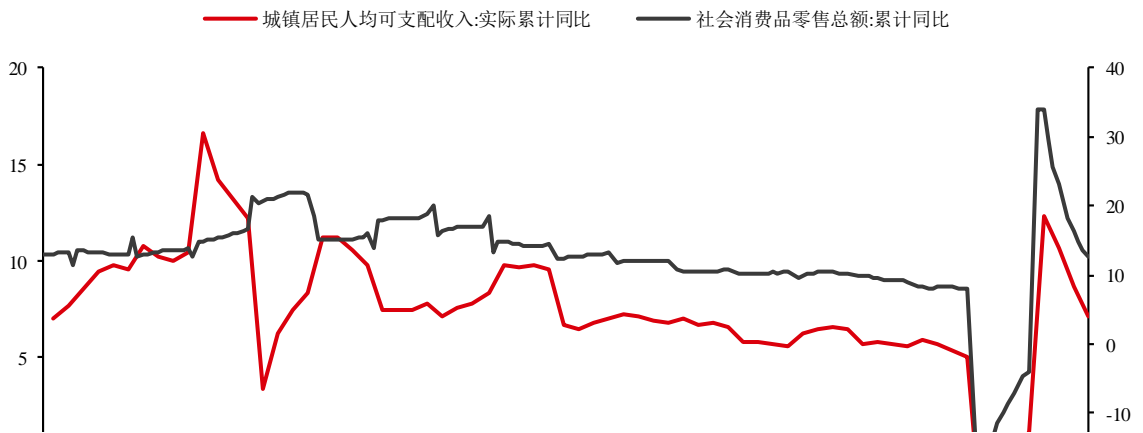
单位: 例



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 城镇居民人均可支配收入增速的回落并不利于后续消费改善

单位: %



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_40545



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn