

3月及一季度经济数据：目标或切换至保就业

核心观点

一季度GDP增长4.8%，低于我们预期。由于疫情仍有较大的不确定性，今年二季度经济面临更大的下行压力，参考20年武汉疫情经验，我们认为，4月政治局会议之后可能会把保就业放在更加突出的位置，强调就业优先，保市场主体、保居民就业。未来，财政货币将多措并举保居民就业。财政方面，发行新一轮的抗疫特别国债，帮助企业纾困；扩大阶段性减退税降费规模；加大失业保险稳岗返还力度，给予工资性补贴等。货币方面，降低MLF利率引导LPR下行，降低企业综合融资成本；增加专项再贷款额度，助力供应链恢复和物资保供，缓解企业现金流压力；加大对中小微企业支持力度，增加支持普惠小微贷款的再贷款额度等。

□ 多重压力共振，就业持续承压

3月全国城镇调查失业率为5.8%，较2月上升0.3个百分点，突破5.5%的目标阈值上限，去年同期为5.3%，就业持续承压。国内疫情多点爆发、北方地区节后复工较慢、企业盈利水平回落等多重因素共振，调查失业率冲高。向前看，由于疫情尚未缓解，4月就业压力或进一步提升。

□ Q1当季GDP同比增速为4.8%，经济增长动能较弱

2022年一季度GDP实际增速4.8%，低于我们前期预测（5.4%），但与市场一致预期基本接近（Wind一致预期为4.8%）。我们认为，经济基本面受到疫情外生冲击以及供应链局部断裂风险扰动。整体看，2022年一季度较2021年四季度环比增长1.3%，经济向上修复动能有所趋缓。考虑近期疫情演绎仍具有一定不确定性，我们维持全年GDP增速呈现“耐克”型走势。

□ 疫情扰动较强，工业生产承压

3月规模以上工业增加值同比增长5.0%，较前值回落较大，略低于我们预期，主因本轮疫情较为复杂，对地方稳增长进程产生扰动，使得工业生产承压，但仍保持一定韧性。在国内疫情加重及动态清零政策的背景下，线下消费冲击严峻，3月份服务业生产指数同比增速为-0.9%，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情影响较大。我们认为，在4月疫情延续、各地封控力度有所加强，若全国供应链未能得到及时修复、工业企业复工复产进度有限，则工业生产将进一步承压，服务业生产冲击剧烈，生产端回落压力较大。

□ 疫情形势严峻，消费大幅回调

3月社会消费品零售总额同比-3.5%，较前值6.7%有较大幅度回调，主要受疫情形势严峻以及去年基数较高所致，社零修复再次受阻。从结构上看，结构分化显著，必需品和宅经济景气延续，餐饮回调明显。向前看，4月份疫情没有得到显著缓解，其影响大概率延续至5月，4月社零大概率跌幅更深，消费复苏仍需耐心。

□ 投资需求平稳增长，产业基础再造和强链补链驱动制造业投资

1-3月全国固定资产投资（不含农户）同比增长9.3%，略高于市场一致预期8.6%。其中，房地产开发投资同比增长0.7%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.5%，制造业投资同比增长15.6%。从当月同比增速看，房地产、基建和制造业的同比增速分别为-2.4%、8.8%和11.9%。展望全年，我们认为：基建投资增速大概率呈现前高后低走势，制造业投资受产业基础再造、强链补链等多因素支撑，表现仍然较强，房地产投资预计有望实现正增长。

□ 风险提示：疫情超预期恶化；政策落地不及预期；地缘政治冲突超预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230521050001

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1《1-2月经济数据：经济开门红兑现》2022.03.15
- 2《1-2月数据预测：稳增长发力，开门红可期》2022.02.28
- 2《12月经济数据：应对需求萎缩是资主要方向》2022.01.17
- 3《12月数据预测：定调稳增长，蓄开门红》2022.01.01
- 4《11月经济数据：制造业持续引领地产投资降幅收窄》2021.12.15

正文目录

1. 疫情不确定性较大，目标或切换至保就业	3
2. 多重压力共振，就业持续承压	3
3. Q1 当季 GDP 同比增速 4.8%，经济增长动能较弱	4
4. 疫情扰动较强，工业生产承压	5
5. 疫情形势严峻，消费大幅回调	6
6. 投资对经济的拉动作用提升，基建、制造业共振上行	8
6.1. 1-3 月制造业投资同比增速 15.6%，关注强链补链和产业基础再造	10
6.2. 无惧疫情扰动，基建发力兑现	10
6.3. 地产：持续提示城市更新将是 2022 年地产投资超预期的强变量	13
风险提示	16

图表目录

图 1: 3 月全国城镇调查失业率为 5.8%，较 2 月上升 0.3 个百分点，突破 5.5% 的目标阈值上限	3
图 2: 2022 年一季度 GDP 同比实际增长 4.8%	5
图 3: 工业增加值主要门类：3 月同比	6
图 4: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	6
图 5: 10 城地铁客运量大幅回落	7
图 6: 3 月票房数据回落至 10 年前水平	7
图 7: 整车货运指数显著下滑	7
图 8: 快递吞吐量显著下滑	7
图 9: 必需品和宅经济景气延续，结构分化显著	8
图 10: 固定资产投资（不含农户）累计增速	9
图 11: 固定资产投资（不含农户）当月增速	9
图 12: 制造业部分行业投资增速（单位：%）	10
图 13: 各省基建投资占比	12
图 14: 各省疫情走势	13
图 15: 房地产投资各项累计同比增速（%）	14
图 16: 百城土地成交情况（%）	15
图 17: 3 月土拍溢价率流拍率维持稳定（%）	15
图 18: 30 大中城市商品房销售面积累计增速（%）	15
表 1: 2022 年首轮集中供地拍卖结果	14
表 2: 部分区域城市更新“十四五”投资规划汇总	16

1. 疫情不确定性较大，目标或切换至保就业

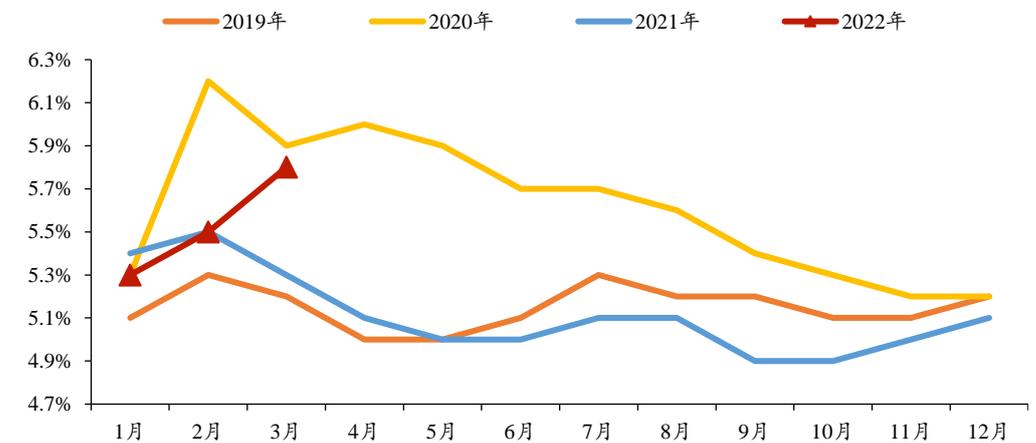
一季度 GDP 增长 4.8%，低于我们预期。由于疫情仍有较大的不确定性，今年二季度经济面临更大的下行压力，4 月政治局会议之后可能会把保就业放在更加突出的位置，强调就业优先，保市场主体、保居民就业。2020 年武汉疫情发生之后，GDP 增长目标淡化，政府工作目标切换至“六保”，调查失业率目标适度上调至 6.0%。受本轮疫情意外冲击影响，3 月调查失业率已冲破 5.5% 目标阈值上限，4 月有望进一步冲高，参考 2020 年武汉疫情经验，存在上调 5.5% 失业率目标的可能性。

我们认为，未来财政货币将多措并举保居民就业。财政方面，发行新一轮的抗疫特别国债，帮助企业纾困；扩大阶段性减退税降费规模，缓交社保；加大失业保险稳岗返还力度，给予工资性补贴等。货币方面，降低 MLF 利率引导 LPR 下行，降低企业综合融资成本；增加专项再贷款额度，助力供应链恢复和物资保供，缓解企业现金流压力；加大对于中小微企业支持力度，增加支持普惠小微贷款的再贷款额度等。

2. 多重压力共振，就业持续承压

3 月全国城镇调查失业率为 5.8%，较 2 月上升 0.3 个百分点，突破 5.5% 的目标阈值上限，去年同期为 5.3%，就业持续承压。3 月城镇新增就业 122 万人，较去年同期 149 万大幅回落，略高于 2020 年 3 月的 121 万。国内疫情多点爆发、北方地区节后复工较慢、企业盈利水平回落等多重因素共振，调查失业率冲高。

图 1：3 月全国城镇调查失业率为 5.8%，较 2 月上升 0.3 个百分点，突破 5.5% 的目标阈值上限



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 月失业率冲高有以下几方面原因：其一，3 月以来本土聚集性疫情呈现点多、面广、频发特征，频率与规模均高于往年同期，多省市上调疫情防控等级，部分线下消费场所关闭，短期内对服务业及其就业岗位造成一定冲击，如餐饮店员工、商场服务员、网约车司机等。其二，受两会及冬残奥召开影响，北方地区开工率较低，摩擦性失业保持较高水平。其三，经济面临新的下行压力，企业盈利水平下降，1-2 月工业企业盈利增速有所回落，中小型企业压力更大，小型企业 PMI 指数持续位于低位，用工需求难以提振。

向前看，由于疫情尚未缓解，4月就业压力或进一步提升：

其一，疫情面广、点多且频发，涉疫城市内部采取了严格的防控措施。以吉林、上海为例，全域静态管理举措下，除了线下服务业无法正常运营外，工业、建筑业甚至农业的生产供应都受到了一定影响，员工薪酬、房屋租金、经营贷款等现金流压力与日俱增。

其二，由于担心疫情从外省传入，各地物流管控趋严，上下游企业受到共振影响。以汽车行业为例，上海汽车生产停滞导致整个长三角地区汽车工业停摆，甚至波及到更远地区。汽车产业每增加1个就业岗位，就会带动相关产业增加7个就业岗位。部分省市和个别行业的影响正在外溢。

其三，上海疫情发生在春节之后，大部分农民工已经完成返城。武汉疫情发生恰逢春节，5000万农民工未返城，农村起到了一定就业蓄水池作用，失业率数据恶化程度低于预期。根据统计局披露，一季度末，外出务工农村劳动力总量1.78亿人，返城基本完成，城镇劳动力供给较为充分，突如其来的疫情或将对失业率造成更大的冲击。

由于疫情仍有较大的不确定性，今年二季度经济面临更大的下行压力，4月政治局会议之后可能会把保就业放在更加突出的位置，强调就业优先，保市场主体、保居民就业。2020年武汉疫情发生之后，经济增长目标淡化，目标切换至“六保”，调查失业率目标适度上调至6.0%。受本轮疫情意外冲击影响，3月调查失业率已冲破5.5%目标阈值上限，4月有望进一步冲高，参考20年武汉疫情经验，存在上调5.5%失业率目标的可能性。

我们认为，未来财政货币将多措并举保居民就业，宏观微观政策共同发力。财政方面，发行新一轮的抗疫特别国债，帮助企业纾困；扩大阶段性减退税降费规模，缓交社保；加大失业保险稳岗返还力度，给予工资性补贴等。货币方面，降低MLF利率引导LPR下行，降低企业综合融资成本；增加专项再贷款额度，助力供应链恢复和物资保供，缓解企业现金流压力；加大对于中小微企业支持力度，增加支持普惠小微贷款的再贷款额度等。另外，发改委、国资委、人社部、教育部等部门也有望出台一系列政策托底就业，盯住农民工和大学生等重点人群，扩充就业岗位、增加就业需求。

3. Q1当季GDP同比增速4.8%，经济增长动能较弱

据国家统计局初步核算，2022年一季度国内生产总值270178亿元，按不变价格计算，同比增长4.8%，低于我们前期预测（5.4%），但与市场一致预期基本接近（Wind一致预期为4.8%）。从环比看，2022年一季度较2021年四季度环比增长1.3%，经济向上修复动能有所趋缓。考虑近期疫情演绎仍具有一定不确定性，我们维持全年GDP增速呈现“耐克”型走势。

从供给侧看，3月奥密克戎病毒超预期扩散导致供应链中断、物流受阻，对二产、三产干扰较多。工业方面，产能利用率边际下滑。一季度，全国工业产能利用率为75.8%，比上年同期下降1.4个百分点，与2019年一季度基本持平。服务业方面，2022年一季度全国服务业生产指数同比增长2.5%，但其中3月份受冲击较为明显，单月同比下降0.9%。

从需求侧看，疫情反复下消费受到一定拖累。3月份，社会消费品零售总额同比下降3.5%，环比下降1.93%。从三驾马车看，2022年一季度最终消费支出拉动GDP增长3.3

个百分点,贡献率为 69.4%。资本形成总额拉动 GDP 增长 1.3 个百分点,贡献率为 26.9%。货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.2 个百分点,贡献率为 3.7%。

结合一季度经济基本面形势,我们认为后续政策需要综合考量稳增长、保就业、控制通胀和维持国际收支平衡。央行已于 4 月 15 日宣布降准 25BP,从 DR007 的走势判断后续仍存在降息窗口。在此组合下,我们提示长端利率未来更多关注宽信用,10 年期国债收益率将在二季度达到 2.9%左右的高点。权益方面,建议重点关注未来美债收益率见顶后带来的成长股切换机会。

图 2: 2022 年一季度 GDP 同比实际增长 4.8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4. 疫情扰动较强, 工业生产承压

3 月规模以上工业增加值同比增长 5.0%, 较前值回落较大, 略低于我们预期, 主因本轮疫情较为复杂, 对地方稳增长进程产生扰动, 使得工业生产承压, 但仍保持一定韧性。

3 月疫情冲击导致工业生产放缓。从高频数据上来看, 3 月工业生产景气与去年同期相比略低, 主因国内疫情复发强度较大、冲击面较广。3 月中下旬疫情大规模反弹情况下, 汽车半钢胎开工率、高炉开工率、焦煤生产率、螺纹钢产量、PTA 产量等生产高频数据走弱, 但未出现 2020 年初的断崖式下跌情形, 体现我国工业生产应对疫情冲击有一定韧性。从用电量上来看, 今年 3 月南方八省电厂日均耗煤量较去年同期回落约 4%, 第二产业用电量同比增长 2.3%, 增速较 1-2 月同比有所回落, 对工业生产的回落有所印证。

3 月需求侧对工业生产支撑偏弱, 结构上国内投资和出口相对积极。在内需方面, 3 月国内投资对工业生产有所支撑。第一, 在“四箭齐发”宽信用作用下, 制造业投资、基建投资仍较积极, 地产投资保持韧性; 第二, 下游消费受疫情冲击承压, 乘用车零售及 30 大中城市商品房成交面积较为低迷; 第三, 在国内疫情加重及动态清零政策的背景下, 线下消费冲击严峻, 3 月份服务业生产指数同比增速为-0.9%, 铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情影响较大, 对相关制造业产业链生产有所拖累。在

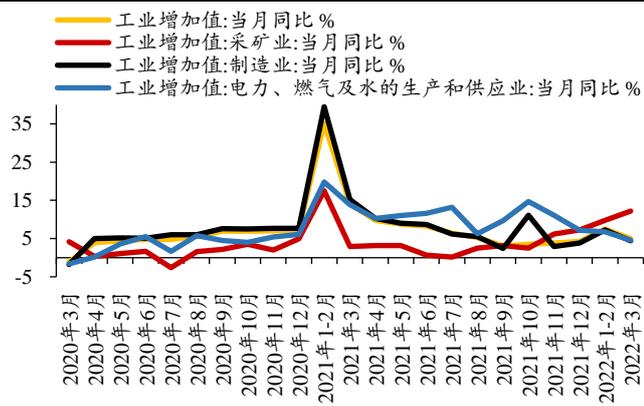
外需方面，3月我国出口仍有一定韧性，我国在相关产业链供给（如机电产品）优势带动了永久性替代形成一定出口韧性，对制造业生产有所支撑。

从分项数据上看，3月份采矿业增加值同比增长12.2%、制造业增长4.4%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.6%，制造业增速回落幅度较大。一方面，在能源保供政策延续，原煤保持较高增长，带动采矿业增速较强。另一方面，疫情导致的供应链冲击、疫情防控停工对制造业负面影响逐步显现。

高技术制造业保持强劲，体现我国制造业高质量发展。我们主要关注的工业产品中，3月份原煤（14.8%）、十种有色金属（3.1%）、发电量（0.2%）正增，汽车（-4.9%）、水泥（-5.6%）和钢材（-3.2%）有所下滑。高技术制造业同比分别增长13.8%、9.6%；分产品看，新能源汽车、工业机器人、太阳能电池产量同比分别增长150.5%、29.6%、26.4%。

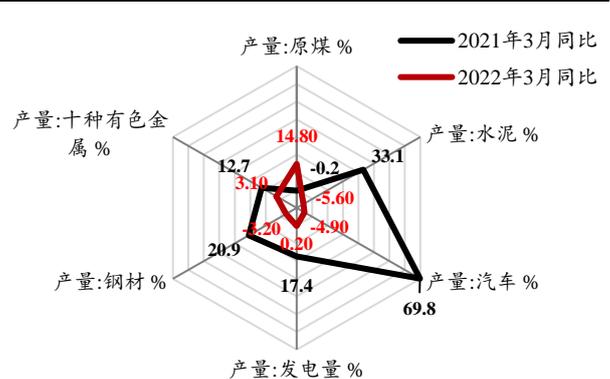
我们认为，4月疫情延续、各地封控力度有所加强，若全国供应链未能得到及时修复、工业企业复工复产进度有限，则工业生产将进一步承压，服务业生产冲击剧烈，生产端回落压力较大。

图 3：工业增加值主要门类：3月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 疫情形势严峻，消费大幅回调

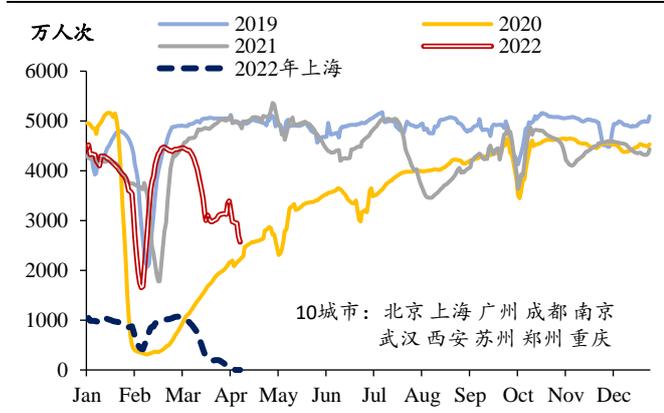
3月社会消费品零售总额同比-3.5%，大幅低于市场预期，与我们的判断更加接近，较前值6.7%有较大幅度回调，主要受疫情形势严峻以及去年基数较高所致。从三年复合增速来看，3月社零复合增速2.9%，前值3.7%，社零修复再次受阻。4月疫情仍在蔓延，全国防控措施趋严，预计对消费冲击更大。

3月以来，疫情呈现点多、面广且频发的态势，波及全国几乎所有省份，深圳、吉林、上海等地采取严格的封控措施，全国多省市上调防控等级，致使消费场景关闭、员工无法返岗、物流运输不畅等问题。

其一，线下消费受到严重冲击，餐饮、商场、影院等出现大批关店现象。据中国连锁经营协会数据显示，麦当劳、肯德基关店数量超过1000家，星巴克关闭超过30%门店，尚未关停的门店受疫情形势严峻影响，客流量急剧下滑。高频数据显示，10城地铁客流量同比下降40%左右，3月单月票房数据回落至10年前。

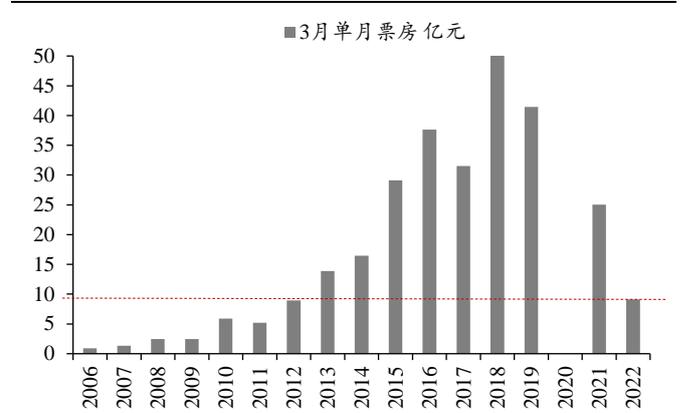
其二，疫情防控升级导致供应链紧张，部分电商平台出现发货延误、暂停发货现象，拖累线上消费。根据中国邮政局数据显示，3月中国快递发展指数为251.1，同比下降7.1%，主要快递企业分拨中心吞吐量指数同比下降近20%。

图 5：10 城地铁客运量大幅回落



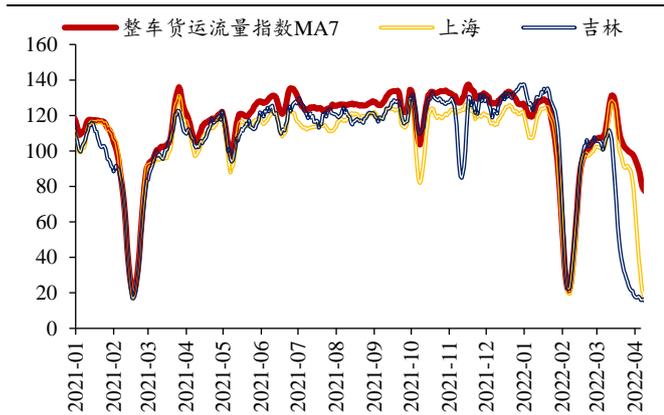
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：3 月票房数据回落至 10 年前水平



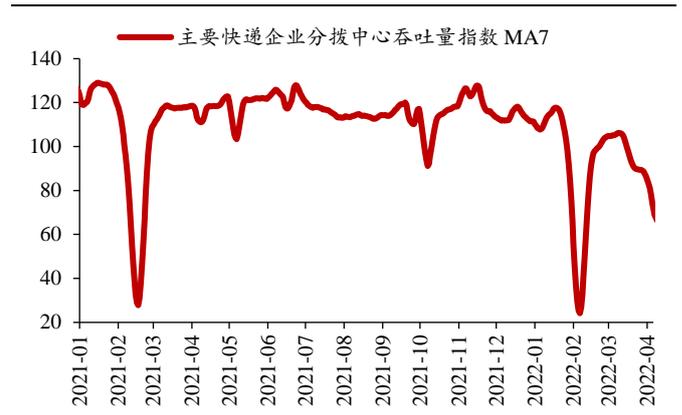
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：整车货运指数显著下滑



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

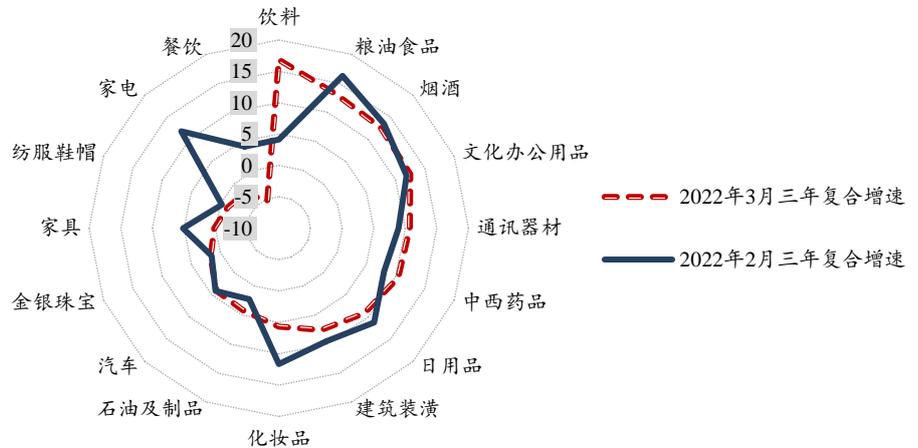
图 8：快递吞吐量显著下滑



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

从结构上看，受疫情防控措施影响，消费结构显著分化，必需品和宅经济景气延续，高社交属性消费表现较差。饮料、粮油和烟酒的三年复合增速名列前茅，分别达到16.9%、13.2%和12.7%；以文化办公用品和通讯器材为首的宅经济相关消费维持高景气度；餐饮消费受控最为明显，三年复合增速-5.2%，较前值1.5%显著回落。汽车消费表现欠佳，中汽协数据显示，3月汽车销量同比-11.7%，增速回落较多，需求端动能不足，生产端疫情管控和缺芯问题延续，特斯拉、上汽、蔚来等主机厂先后停产。

图 9：必需品和宅经济景气延续，结构分化显著



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

疫情复发后，消费场景受限和收入分配恶化两大逻辑再次影响消费复苏。一方面，一季度社会消费品零售总额名义同比+3.3%，而全国居民人均可支配收入名义同比+6.3%，收入增长没有充分体现到消费当中，疫情复发导致的严格防控（供给受限）和安全考虑（需求收缩）仍是社零回落的重要原因。另一方面，城镇居民可支配收入实际增长4.2%，远低于GDP增速，居民可支配收入的平均数增速连续9个季度高于中位数，调查失业率持续位于高位，收入分配结构恶化的趋势并未得到显著改善。

向前看，4月份疫情没有得到显著缓解，其影响大概率延续至5月，4月社零大概率跌幅更深。目前，深圳、上海、北京、天津等多地政府出台纾困举措，助力中小企业复工复产、复商复市。另外，疫后多地迎来新一轮的消费券发放，如深圳发放5亿元消费券，北京发放3亿元绿色节能消费券，对消费复苏有一定帮助，但参考20年武汉疫情的经验，消费复苏仍需一定耐心。

6. 投资对经济的拉动作用提升，基建、制造业共振上行

据国家统计局，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）104872亿元，同比增长9.3%，高于市场一致预期（Wind一致预期为8.6%），基建和制造业是固定资产投资的主要支撑。我们认为，今年以来，各地积极推进重大项目开工建设，受到疫情扩散与

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_40570

