

2 季度 GDP 可能下滑，政策见效需等待封控结束

2022年3月经济数据点评

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com
分析师登记编码：S0130515030003

- **1 季度经济好转，冲击事件增多** 2022 年 1 季度经济增速仍然略超市场预期。1 季度经济运行受到多方面困扰，形势较为复杂。2 月末开始的俄乌冲突带来的供给混乱、金融混乱以及全球大宗商品价格紊乱，同时成本上行带来的通胀预期。3 月份美联储加息带来的全球货币收紧。3 月下旬我国新冠疫情防控再次收紧，对产业链、物流链的打击不容忽视，尤其是持续至 4 月的上海封控使得长三角地区工厂大部分停工，我国经济增长面临巨大的考验。
- **供给稍显平稳，3 月份冲击开始显现** 1 季度工业生产小幅弱于 2021 年 4 季度。PMI 显示订单回落，产成品库存上行，工业生产未来受到压制。3 月份工业生产再次走低，受到了疫情封控的影响，尤其是汽车行业等受影响较深。虽然原材料价格上行带来了上游生产的回升，但对整个下游需求均有压制。较好的方面是出口行业保持平稳，出口交货值创出新高，相关行业的生产平稳。
- **制造业和基建表现较好** 制造业投资表现较好，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资持续上行，1 季度基建投资快速上行，政府债券发行速度较快，基建投资上半年会持续走高。
- **房地产和消费继续下滑** 房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入、房地产新开工、商品房销售面积和销售额均处于回落状态。房地产资金到位情况并未好转，并且开年房地产预付款大幅上行，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在 3 月份负增长，1 季度仅有 3.3% 的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、石油制品、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝等均大幅下滑，食品和药品消费再次上行。对新冠疫情的防控在 4 月份仍然持续，消费仍然弱势运行。
- **政策已经开始发力，仍然继续实施** 政策层已经有积极反应，货币政策方面 4 月份央行再次下调存款准备金率，同时央行积极协调增加贷款增速；财政政策方面，政府债券融资快速上行，1 季度债券融资已经超过 2020 年 1 季度。4 月 18 日央行和外汇局出台 23 条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务已经较为充分的表达了货币政策积极的意图。接下来需要等待疫情防控政策的变化，生产可以逐步恢复正常，而对于疲软的消费财政政策可以给与居民让利，恢复居民信心。
- **降准降息可能要再次等待，经济在下半年回弹** 我们暂时降准降息可能需要等待，等待政策的效果以及封控的变化，政策对经济的支持没有犹豫。

一、1 季度经济好转，封控影响加大

2022 年 1 季度经济增速仍然略超市场预期。1 季度经济运行受到多方面困扰，形势较为复杂。2 月末开始的俄乌冲突带来的供给混乱、金融混乱以及全球大宗商品价格紊乱，同时成本上行带来的通胀预期。3 月份美联储加息带来的全球货币收紧。3 月下旬我国新冠疫情防控再次收紧，对产业链、物流链的打击不容忽视，尤其是持续至 4 月的上海封控使得长三角地区工厂大部分停工，我国经济增长面临巨大的考验。

从供给层面来看，1 季度工业生产小幅弱于 2021 年 4 季度。PMI 显示订单回落，产成品库存上行，工业生产未来受到压制。3 月份工业生产再次走低，受到了疫情封控的影响，尤其是汽车行业等受影响较深。虽然原材料价格上行带来了上游生产的回升，但对整个下游需求均有压制。较好的方面是出口行业保持平稳，出口交货值创出新高，相关行业的生产平稳。

从需求方面来看，制造业投资表现较好，制造业的投资额持续上行。持续的政策和资金加持带动了制造业的投资，政策效果已经在制造业显现。基建投资持续上行，1 季度基建投资快速上行，政府债券发行速度较快，基建投资上半年会持续走高。

表现较弱的是房地产投资和社会总零售。房地产投资方面，房地产先行指标卖地收入、房地产新开工、商品房销售面积和销售额均处于回落状态。房地产资金到位情况并未好转，并且开年房地产预付款大幅上行，房地产开发商资金较为紧张。社会零售消费在 3 月份负增长，1 季度仅有 3.3% 的增速。疫情防控已经对零售消费带来巨大的影响，汽车、石油制品、房地产相关的家用电器和家具、升级消费的金银珠宝等均大幅下滑，食品和药品消费再次上行。对新冠疫情的防控在 4 月份仍然持续，消费仍然弱势运行。

1 季度 GDP 增速 4.8%，主要得益于 1-2 月份工业生产和基建的上行，以及保持稳定的制造业投资。2 季度封控影响了整个 4 月份经济运行，而 5 月份仍然处于不确定的状态，2 季度 GDP 实际增速可能小幅低于 1 季度。2 季度 GDP 环比增速可能与 2021 年 3 季度持平，仅有小幅的增长。这种情况需要政策给与较大的支持，对于房地产领域不仅支持需求侧，也支持供给侧，对于消费也要给与资金鼓励。

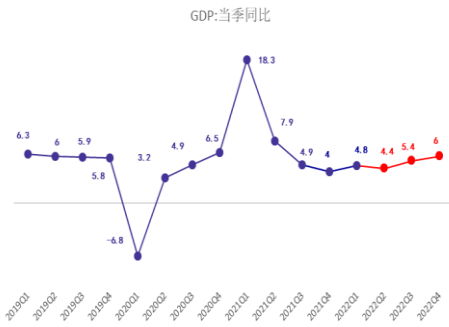
政策层已经有积极反应，货币政策方面 4 月份央行再次下调存款准备金率，同时央行积极协调增加贷款增速；财政政策方面，政府债券融资快速上行，1 季度债券融资已经超过 2020 年 1 季度。4 月 18 日央行和外汇局出台 23 条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务已经较为充分的表达了货币政策积极的意图。接下来需要等待疫情防控政策的变化，生产可以逐步恢复正常，而对于疲软的消费财政政策可以给与居民让利，恢复居民信心。

2022 年 1 季度 GDP 增长 270,178 亿元，同比增长 4.8%，名义增长 8.9%；比 2021 年 4 季度环比增长 1.3%，环比增速相对平稳。

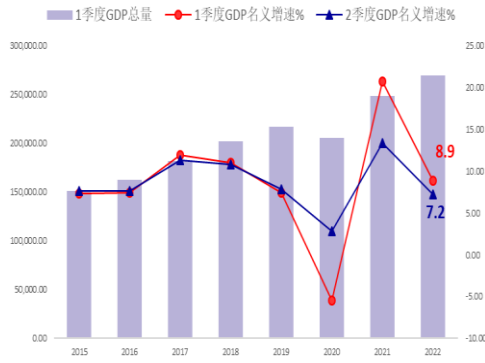
1 季度，规模以上工业增加值增长 6.5%，房地产投资增长了 0.7%，基建投资增长 8.5%，制造业投资增长了 15.6%，全社会消费总额上行了 3.3%，出口总额增长了 15.8%。从数据中可以看到，房地产投资和消费仍然较弱，基建投资回升，制造业投资相对平稳，出口仍然保持高速增长。2 季度来看，房地产投资继续回落，消费较为低迷，基建投资上行，制造业投资小幅回落，工业增加值走低。

图 1: 1 季度 GDP 实际增长 (%)

图 2: 1 季度 GDP 名义增长率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



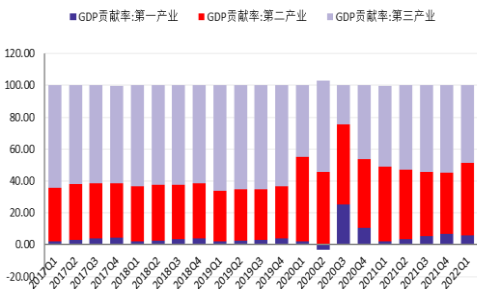
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从各部门对 GDP 的贡献来看，第二产业对 GDP 的贡献上行。第二产业的上行可以预计，工业生产仍然保持在较好的位置上，主要是出口拉动，而房地产较为低迷，疫情下交通、旅游、餐饮等较弱，带来了第三产业的低迷。

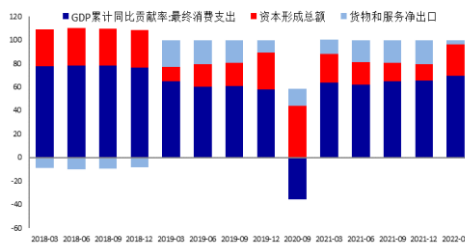
从支出来看，资本形成对 GDP 的贡献增长。基础设施建设快速上行，制造业投资平稳，房地产投资虽然减弱但仍然小幅正增长，资本形成对于经济的贡献持续上行。

图 3: 三产对 GDP 的贡献 (%)

图 4: 三大需求对经济的贡献 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、物流阻断生产，原材料行业仍然火热

工业增加值环比增速回落，3月份制造业全线回落，主要受到物流阻断的影响，汽车回落速度最快。1季度我国工业生产恢复受益于海外需求稳定和原材料生产的快速上行。但房地产产业链的低迷也压制着工业生产，预计工业生产2022年3季度才会恢复至正常水平。

3月份规模以上工业增加值同比增长5.0%，比2月份下降7.8个百分点，环比增长0.39%。工业增加值同比和环比双双回落，处于历史低水平区间。3月份同比增速同比回落，制造业和电力燃气及水的生产供应下滑，采矿业继续回升。

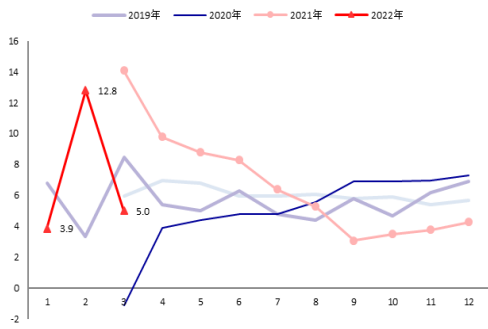
我国工业生产回落，疫情防控对产业链的阻断越加明显，制造业生产几乎全线下行，春季生产高峰推迟：(1)采矿业生产仍然高涨，得益于价格的持续上升。采矿业生产增速达到12.2%，比1-2月份上行2.4个百分点；其中煤炭洗选业生产增速16.7%，比上月上行5.6%；(2)主要行业生产均下行；16个制造业行业中，生产水平超过2月份仅有3个行业。其中黑色金属冶

炼虽然生产回升，但3月份仍然负增长；另外两个生产增长的行业为有色金属冶炼和非金属矿物制品，均属于上游行业；(3) 下游行业受到冲击较大。企业制造业从2月份7.2%的增速下滑在3月份-1%，产业链的阻断（吉林、上海）在汽车产业最为明显。通用设备、金属制品、纺织的生产下滑速度加快（江浙）。

工业生产的修复被疫情防控打断，加之 PMI 订单显示生产订单持续下滑，生产继续承压。现阶段需要封控措施变化以及政策支持，未来修复仍然可以预期：(1) 稳增长措施下，国内生产仍然会缓步回升，但回升过程较为曲折和反复，如黑色金属延压和汽车业；(2) 国内订单出现回落，同时物流出现困难，未来修复中能带动生产回升；(3) 海外需求平稳，出口增速回落，但出口量仍然处于高位。3月份工业企业实现出口交货值 13311 亿元，同比名义增长 10.8%，交货值总量增速仍然稳定。但是同时也要注意，受到地缘政治影响，大宗商品价格大幅上行，未来可能要面临价格普遍上行，高成本可能是今年的主题，这会影响到下游需求以及生产增速，我国生产增速恢复也面临困难。

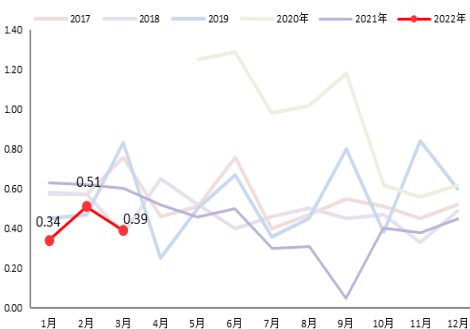
生产恢复至正常的时间可能在2季度末，稳增长的措施见效也可能在2季度，货币政策和财政政策相互配合才能稳定生产。

图 5：工业增加值同比增速回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：工业增加值环比零增长（%）

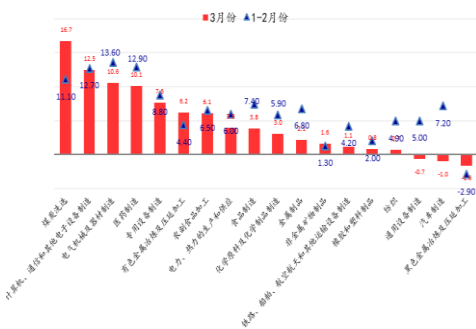


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

采矿业增速快速回升，制造业回落。采矿业生产快速上行，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业的走高。原材料行业表现均较好，3月份原煤、原油产量继续上行，铝的生产也同时回正，带动了十种有色金属产量走高，发电机组产量同时回升。

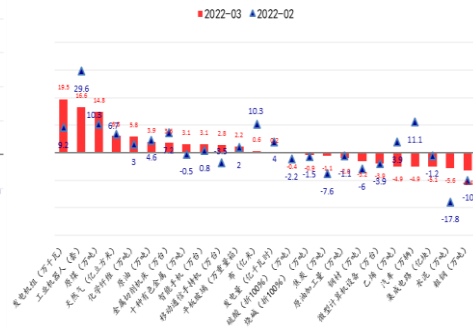
3月份汽车产量受到重大影响，产量从上个月的 11.1% 下滑至 -4.9%，单月产量仅有 238 万辆。水泥、钢材的产量也同时下行。这种情况需要产业链的重新畅通才能解决。

图 7：主要行业生产当月同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：主要工业品生产同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、消费受疫情防控影响大幅走低

社会零售品消费总额下行，3月份消费增速低于市场预期，新冠疫情对消费影响再次上行，零售消费再次出现负增长。3月份封城政策扩大化，食品和药品消费上行，汽车、石油制品、房地产相关产品消费均下滑。4月份消费增速预计仍然负增长，2季度消费增速可能在3.5%左右，2022年消费增速视疫情防控情况而定，预计在3.5%-4.5%左右。

3月份社会零售总额34,233亿元，增长速度为-3.5%，市场预期-0.8%；实际增速-6.0%，比1-2月下降10.2个百分点。2022年3月份社会消费零售增速回落，新冠疫情防控措施加强，各地相继封城，服务业大幅下滑。1季度社会零售总额108,659亿元，同比增长3.3%，略低于2021年的4季度的3.5%。

图9：2022年3月消费额下行（%）

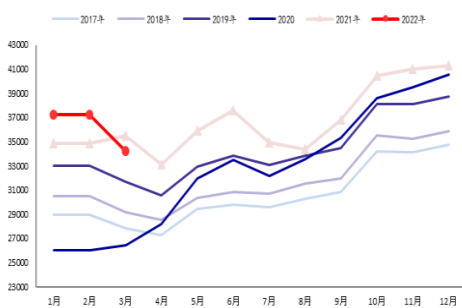
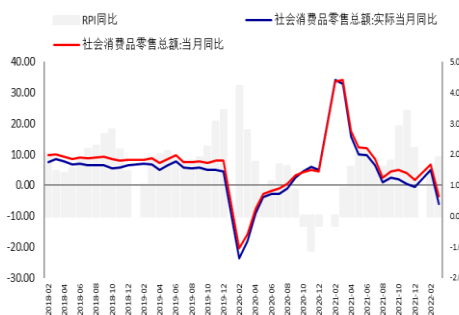


图10：消费额实际同比下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3月份商品零售和餐饮收入同时下滑，新冠疫情控制再次趋严，餐饮消费受到较大的冲击。3月份餐饮消费增速-16.4%，商品消费-2.1%，这种下滑仍然没有结束。

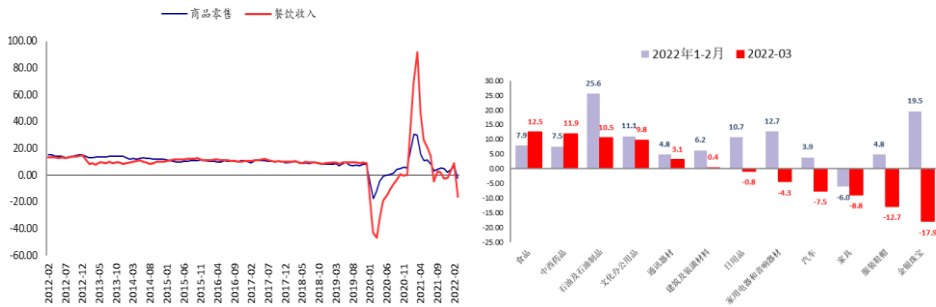
3月份各行业消费增速普遍走低，并且显示了出了疫情消费的特征：（1）居民食品和药品消费上行，这是为了适应居家生活以及储备药品的需求，使得两项产品消费量上行；（2）汽车消费大幅下滑，产业链不稳定以及居民观望情绪严重，同时石油及石油制品的消费也快速下滑；3月份汽车消费-7.5%，比上个月下行11.5%，石油和石油制品消费增速下行15.1%；（3）消费升级产品全部受到冲击，金银珠宝、服装鞋帽消费负增长，房地产相关的家具、家用电器和音响制品消费走低；（4）通讯器材消费保持了小幅稳定，但持续性有限。

2022年1季度人均可支配收入和支出下滑，居民未来消费会更显谨慎。1季度居民收入增速5.4%，比2021年下滑2.8个百分点，居民支出增速5.7%，下滑6.5个百分点。

受到居民收入水平和新冠疫情的影响，1季度社会消费零售总额仅有3.3%的增速。4月份新冠封控政策更加严厉，预计4月份消费仍然负增长，2季度消费增速预计在3.5%左右。社会零售消费在2022年上半年保持低位，随着新冠疫情防控的放松，预计下半年社会零售消费增长有所抬升至5%左右。根据2022年疫情防控的情况，预计全年消费增速可能在3.5%-4.5%左右。

图11：商品和餐饮零售销售增速（%）

图12：2022年3月份商品消费情况（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、基建继续上行，房地产仍然疲软

2022年开年投资增速走高，其中制造业投资增速超出预期，基建投资上行是政策加快的结果，房地产投资继续下滑。制造业投资仍然处于高位，虽然PMI显示制造业生产仍然没有修复，但2021年制造业的高订单继续带动制造业投资上行，这种高增速可能持续上半年。基建投资受益于政府投入的加快，1季度政府债券融资速度较快，财政资金直达下放也使得基建投资走高。房地产投资下滑，房地产销售、房地产新开工和竣工均持续走低，房地产行业的放松需要时间来消化，房地产商资金仍然紧张，房地产行业可能下半年好转。

2022年1-3月份，固定资产投资额104,872亿元，同比增长9.3%，高于8.4%的市场预期。民间固定资产投资59,622亿元，同比增长8.4%。从环比看，3月份固定资产投资增长0.61%。3月份固定资产投资额回升，投资逐步回落。

制造业投资上行，3月份单月制造业投资额2.04万亿，增速11.9%，制造业投资平稳。基建投资回升，3月份基建投资增加额1.49万亿，单月基建投资增速录得8.8%，比2021年的0.4%大幅上行，基建投资增速在加速上行。房地产投资继续下滑，3月投资额1.32万亿，当月投资增速-2.4%，比2021年的4.4%大幅下滑。

1-3月份固定资产投资中制造业投资贡献最大，制造业投资额占总投资额的34.1%，但比2021年的44.6%大幅下滑。房地产占比小幅回落，占总投资额的26.5%。基建投资占总投资额的24.2%，基建仍然会继续反弹。

图 13: 固定资产投资增速 (%)

图 14: 三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

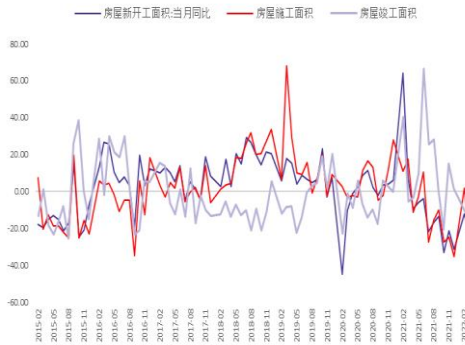
1、房地产先行指标仍然下行，暂时没有反转

2022年开年房地产总体投资增速继续下滑，3月单月投资额回落。房地产市场持续低迷，商品房价格回落。从1-3月份的房地产资金情况来说，房地产到位资金仍然较为紧张，其中，定金和预付款大幅下滑，这也与房地产销售陷入低谷有关。1-3月份我国居民长期信贷疲软，一方面对未来信心不足，另一方面疫情影响下消费者减少外出减少签约。1-3月份房地产新开工、土地出让面积、商品房销售面积和销售额持续回落，但商品房待售面积有小幅下滑，房地产景气度仍然需要等待。虽然央行下调了利率，并且对于房地产需求端的支持在不断加大，但房地产企稳需要信心和时间，政策持续支持是可以预期的。

2022年1-3月份年房地产投资额27,765亿元，比去年同期上行了0.7%。房地产单月投资负增长，1-2月份房地产投资额超出预期，可能与政策部分回暖相关，但3月份新冠疫情重新严控，房地产投资再次下滑。房地产行业相关政策放松，但这种放松暂时支持需求端，对于供给端仍然有所保留，房地产开发商普遍面临资金困难，整体行业资金情况仍然没有很大的好转。

图 15: 100 大中城市土地成交 (%)

图 16: 施工面积回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新屋开工和竣工面积1-3月份再次回落，仍然在下行通道，施工面积同时上行。房地产保护措施主要保护在建项目，房地产商加快竣工，但是3月份开工受到影响，侧面使得房地产生产停滞。3月份，新增房地产新开工面积仅有1.48亿平方米，比去年同期的1.91亿平方米下滑22.2%；竣工面积4729万平方米，下滑15.5%；施工面积比去年同期回落21.5%至21.7亿平方米。房地产新开工仍然负增长，2022年更需要资金予以支持。施工面积受到疫情控制有所减弱，随着复工复产会有所回升。从土地流转来看，3月份100大中城市土地成交面积增速下行29.9%，比上月下行5.4个百分点，房地产开发商拿地谨慎，已经连续8个月拿地面积下滑，房地产一级市场情况仍然不乐观。

从商品房销售面积和商品房销售金额低位走低。3月份单月商品房销售面积和销售金额增速分

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_40578



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn