

债市准备迎战调整期

——3 月经济数据点评 20220418

报告日期: 2022-04-18

主要观点:

首席分析师: 颜子琦

执业证书号: S0010522030002

电话: 13127532070

邮箱: yanzq@hazq.com

分析师: 张伟

执业证书号: S0010522030003

电话: 18811507660

邮箱: zhangwei@hazq.com

● 事件:

4 月 18 日, 统计局公布 2022 年一季度及 3 月经济数据。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%, 比 2021 年四季度环比增长 1.3%; 全国规模以上工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资 (不含农户) 累计同比分别为 +6.5%、+3.3%、+9.3%。

● 当前稳增长难度可能比 2020 年更大

一季度 GDP 增速录得 4.8%, 三年复合增速为 4.9%, 与去年四季度两年复合增速相比分别回落 0.4、0.3pct, 与去年一季度两年复合增速相比则分别回落 0.2、0.1pct。而季调环比增速录得 1.3%, 2011 年有数据以来同期值相比, 仅高于 2021 年一季度的 0.5%。无论从哪种计算口径来看, 今年一季度实际的经济增长都弱于去年, 显示出当前面临着更大的经济增长压力。

从结构上来看, 三次产业对一季度 GDP 同比的拉动分别为 0.3、2.2、2.3pct, 第二产业的拉动幅度环比提升了 1.2pct, 而第一、第三产业则分别回落 0.3、0.1pct, 反映出本轮疫情对春耕、服务业消费的冲击较为明显。

从需求端来看, 一季度拉动总需求的主要是基建投资和制造业投资, 累计同比分别较去年底提升 10.3、2.1pct; 出口增速仍然维持在 15.8% 的高位, 但相比去年仍然有较为明显的下滑; 而地产、消费则依旧构成了较为明显的拖累, 累计同比分别较去年底回落 3.7、9.2pct。

但需要注意的是, 3 月以来的疫情对经济的冲击较数据所体现的要更加明显。由于上海及周边既是我国重要的贸易港, 也是我国消费、生产重镇, 同时本轮疫情已经形成“多点开花”的局面, 多地物流受到较为严重的阻碍, 供应链问题同样冲击着生产端。

我们认为，当前所面临的局面可能比 2020 年首轮疫情期间更加复杂。第一，2020 年疫情尽管波及的省份更广，但除了武汉以外，多数地区并没有出现大面积的人员感染，生产和商品流通在相对较短的时间内就得到了恢复；而当前的疫情冲击的不仅是长三角这个经济重镇，同时由于奥密克戎有更强的扩散能力，当前恢复生产和供应链的难度相比 2020 年更大。第二，2020 年地产仍然处在上行周期中，弹性较大，因而疫情受控以后地产投资、地产消费可以带动经济迅速地进入“填坑”状态；而今年的状况刚好相反，今年地产处在下行阶段，内生的增长动力更弱，即使疫情受控以后，经济内生的复苏弹性也不如 2020 年。第三，疫情管控对国内外带来的影响恰好相反，今年有利于海外而不利我国，支撑 2020 年经济复苏的出口在今年也将面临着较大的挑战。

站在当前，无需对政策稳增长的决心产生怀疑。稳增长就是稳就业，即使 GDP 增速目标可以因实际情况而灵活处理，但就业目标具有较强的刚性约束。数据显示，当前的就业压力相对较大。3 月城镇调查失业率为 5.8%，环比提升 0.3pct，仍然处在从去年 11 月以来的攀升阶段；城镇新增就业人数当月仅 122 万人，有数据以来仅略高于 2020 年 3 月，1-3 月累计新增就业 285 万人，仅完成全年目标的 25.9%，较去年同期低 1.1pct。

所以，当前的经济环境面临着供需双紧的压力。需求端，亟待政府更进一步地加杠杆来扼制总需求的下滑，更加积极的财政政策出台的迫切性要远高于货币政策，其次产业政策对相关行业的松绑也极为关键。供给端，需求是影响供给的根本因素，同时也要关注疫情防控措施对供应链以及企业经营预期的影响。

◆ 供给侧：上游生产提速，产能利用率明显下滑

3 月工业增加值当月同比录得 5.0%，环比 1-2 月回落 2.5pct；同时，季调环比录得 0.39%，较 2 月回落 0.12pct，仅高于 2018 年 3 月 0.02pct。

分门类来看，上游生产有提速的趋势，而中下游或受制于需求、生产环境、供应链约束有所走弱。采矿业增加值当月同比为 12.2%，环比提升 2.4pct，主要得益于上游原材料提价过程中企业盈利预期走强。公共物流园吞吐量指数、整车货运流量指数自 3 月开始均出现了明显超季节性的回落，显示当前供应链的问题比较严重，叠加疫情对终端需求、生产环境都构成了较大的影响，制造业、电燃水的生产受到了比较严重的影响。制造业、电燃水业增加值当月同比分别录得 4.4%、4.6%，分别回落 2.9、2.2pct。

◆ 需求侧：基建一枝独秀，总需求亟待逆周期对冲

1) 消费方面：

3月社会消费品零售总额同比下降3.5%，较前值大幅回落10.2pct；3月季调环比下跌1.9%，2021年7月以来首次转负，较前值回落约2.1pct。剔除掉价格因素后，1-3月社会消费品零售总额同比实际增长1.3%，较前值回落约3.6pct。

本月消费大幅下挫，主要原因在于3月以来全国范围内的新冠疫情反复，且主要集中在上海、深圳等经济实力相对较好的地区。具体来看：1) 疫情导致居民出行需求显著减少，在外餐饮、服装鞋帽等社交消费相应回落。本月餐饮消费、服装消费分别同比大幅下跌16.4%与12.7%，分别较前值回落25.3pct与17.3pct。2) 必选消费品继续发挥托底作用。本月必选消费表现平稳，其中粮油食品、饮料及中西药品类成为限额以上分类中仅有的三个同比增速不跌反涨的商品类型，本月同比增速均在两位数以上。3) 可选类消费品需求下行。本月金银珠宝、化妆品类零售同比增速分别较上月回落37.4pct与13.3pct，同时在地产销售持续走弱的影响下，地产后周期相关商品零售继续呈现低景气，家电音像零售同比增速大幅回落17.0pct，家具同比跌幅进一步扩大，汽车以及建筑装潢等消费增速分别下行11.4pct与5.8pct。

后续来看，本轮新冠疫情在国内影响范围相对较广，涉及地区经济实力相对较强，预计短期内消费难有明显起色，或将继续维持低位震荡。当前国内部分城市纷纷出台地产政策，力求刺激地产消费，后续需继续关注相关政策楼市回暖的实际效果，以及对地产后周期商品消费的带动作用。

2) 投资方面：

3月固定资产投资同比录得6.6%，较前值回落5.6pct，地产、制造业拖累较大。

3月地产投资当月同比增速为-2.4%，重新回到负增长的状态，较前值回落6.1pct。除土地购置方面的降幅有所收窄以外，其余分项均有承压。土地购置方面，购置面积、成交价款仍然处在负增长的状态，但出现了边际改善，其中购置面积同比-41.0%，下降程度小幅收窄1.3pct，成交价款同比-0.9%，降幅显著收窄25.8pct，反映土地出让市场存在回暖的迹

象。销售方面，商品房销售面积、销售额同比降幅分别扩大 8.1、6.9pct，考虑到各地在 3 月出台了大量放松购房约束的政策，因此 3 月销售的回落可能受疫情阻碍线下看房的影响更大。施工方面同样出现全面放缓，施工、新开工、竣工面积降幅分别扩大 23.3、10.1、5.7pct，同样受疫情影响较大。

宽、窄口径的基建投资增速分别为 11.8%、8.8%，较 1-2 月分别提升 3.2、0.7pct，“适度超前进行基建投资”的政策在持续地发力，是 3 月经济中为数不多的亮点。

制造业投资同比增长 11.9%，较 1-2 月大幅回落 9.0pct。制造业投资的承压，既存在疫情对施工条件的影响，也存在需求方面的拖累。

展望下一阶段，基建投资反弹的确定性最大，地产投资有望在政策持续放松下迎来改善，制造业投资则需要更多关注需求和疫情防控措施。结合上周政府债券发行使用吹风会来看，财政资金对基建预计将有更大的支持力度，基建投资在反弹的方向上具有较高的确定性，但空间方面还需要视城投融资等配套资金方面的政策变化而定。地产政策有望见到更大力度的放松，预计会存在边际改善，但修复的过程可能存在时滞。而制造业方面，一季度产能利用率录得 75.8%，较去年四季度下滑 1.6pct，下滑幅度超过去年三季度“限产限电”期间的 1.3pct；其中疫情导致客观条件恶化对产能利用率下滑的影响可能相对更大，是否会拖累后续制造业投资还需要观察需求回落的持续性以及疫情防控措施的变化。

● 投资策略：债市准备迎战调整期

如果说在本轮疫情爆发之前，经济政策还可以保持“小步快走”、“恰到好处”的风格边走边看，那么 3 月疫情以后，出台更多稳增长政策来提振总需求已经迫在眉睫。

我们在周度思考《与其博弈宽货币，不如期待特别国债》中已经指出，当前的货币环境并不是制约稳增长、宽信用的阻碍，也无益于总需求的提振，同时还面临通胀、资本外流的潜在压力，财政政策、产业政策的有效性和迫切性显然更大。我们建议关注特别国债推出以及更多核心二线城市地产政策放松的可能性。

综合债券市场的四大矛盾的来看（详见二季度策略报告《进攻是最好的防守》），政策重心正在向短期目标倾斜，但微观层面的多重约束、融资需求的缺位仍然没有出实现质性的改善。因此，债券市场短期内的压力尚处在可控的范围内，但中期的利空在持续积累，当前做多的性价比不高。

尤其是在货币宽松预期落空以后，债市也正在逐渐失去短期的支撑力量，利率债应更多地考虑防御而非进攻。

短期来看，稳增长仍在起步阶段，虽然货币政策难有更进一步的宽松，但形势也不允许央行收紧狭义流动性，因此缩短久期同时加杠杆套息是在防御姿态下最具有确定性的增厚收益策略。此外，由于宽货币预期正在降温，债市波段交易的空间预计会有所收窄，因此我们不再推荐强化交易的策略，当前应该更加注重票息而非交易。

中期来看，利空正在逐渐积累，本次降准的落地可能是利率阶段性拐点的确认，而疫情的受控则可能是债市调整的开始。建议维持组合久期在偏短的水平，利率债难有更大的获利空间，在稳增长政策加码的情况下，投资者应更多的向城投债、可转债要收益。

● 风险提示

疫情反复具有不确定性。

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_40585

