

研究所

分析师：魏大朋
SAC 登记编号：S1340521070001
Email: weidapeng@cnpsec.com

研究助理：崔超
SAC 登记编号：S1340121120032
Email: cuichao@cnpsec.com

2022年4月宏观月报

国民经济一季度开局良好
稳增长压力仍然较大

● 1 季度 GDP 偏弱，受疫情影响 2 季度更加严峻

1 季度，我国 GDP 同比增长 4.8%，整体仍然较弱，低于全年 GDP 5.5% 的增速目标。分产业看，第二产业贡献度较大，主要受财政、基建等供给端提前发力影响。3 月份以来，国内疫情多点散发，经济增速再度回落，四月疫情形势更加严峻，将在二季度显现。生产：生产恢复放缓，能源金属采选业保持韧性

生产同比明显回落。3 月工业增加值为 5%，较 1-2 月份（7.5%）大幅回落 2.5 个百分点，工业、制造业产能利用率震荡下行，为 2020 年 2 季度以来最低。上游原材料行业韧性优于中下游产业。3 月，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业等行业工业增加值同比分别增长 16.70%、5.70%、12.20%、11.40%，保持了较高水平的增长速度，俄乌冲突导致的能源和大宗商品价格上涨是重要因素之一。此外，稳增长政策基建项目的靠前发力，亦首先从产业链上游得到反映。

政策推动基建投资提速，制造业、房地产较弱。一季度固定资产投资（不含农户）同比增长 9.3%，较 2 月份下跌 2.9 个百分点。在剔除价格影响后，一季度固定资产投资增速将更低。基础设施建设投资同比增长 10.48%，较 2 月份提速 1.86 个百分点，主要受稳增长政策提前发力影响。制造业固定资产投资 15.6%，较 2 月份增速下降 5.3 个百分点。制造业固定资产投资增速下滑，一是去年 1-2 月份低基数造成今年 1-2 月份增速较快，去年 3 月基数提高带动今年 3 月增速下滑；二是受疫情影响，社会需求下降，企业投资意愿下降；三是原材料涨价降低了企业投资扩产意愿。房地产投资减速。一季度房地产投资同比增长 1.8%，较 2 月份下降 2.9 个百分点，但并未出现失速下滑。

消费受疫情冲击负增长，二季度仍不容乐观。疫情对社消造成严重冲击，3 月社会消费品零售总额当月同比下降 3.53%，2 月值为增长 1.70%，社消同比变动自 2020 年 7 月来再次下滑。餐饮、商品零售受疫情冲击较大。3 月份，商品零售 31298 亿元，同比下降 2.1%；餐饮收入 2935 亿元，下降 16.4%。4 月份全国疫情严重程度高于 3

月，5-6 月份疫情能否得到控制或者不再次陷入多点散发形势仍不能确定，预计二季度社会消费将持续收到疫情压制。

- **利率：市场利率下降，信用利差收窄**

4 月，1 年期、5 年期 LPR 利率维持不变，仍分别为 3.7%和 4.6%。LPR 利率连续三个月维持不变。截至 4 月 27 日，本月长短期资金价格整体呈下降趋势，信用利差收窄

- **汇率：短期急跌，人民币仍存在贬值空间**

人民币汇率短期快速贬值，利差倒挂是导火索。本轮人民币汇率贬值与中美利差收窄基本同步，中美利差出现倒挂是 4 月 19 日以来加速贬值的诱因。

资本流出压力增大，掣肘稳增长政策工具。中美利差收窄导致国内资产价格下跌，资本流出压力加剧。3 月陆股通外资大幅流出 450.83 亿元，4 月（截至 27 日）虽整体呈净流入状态，但金额已较之前大幅减少。中美利差收窄甚至倒挂对货币政策形成掣肘，降息政策将被谨慎使用。

央行出手稳汇率，人民币仍具有贬值空间。4 月 25 日，央行宣布 5 月 5 日起下调外汇存款准备金 1 个百分点。通过下调外汇存款准备金利率，央行向市场传递控风险决心，但防控的是人民币快速贬值导致的风险，而非贬值本身。在美国国内通胀率居高不下背景下，美联储加息预期逐步增强，而且近期国内疫情对经济负面影响增大，人民币仍存在一定贬值空间。

- **价格：“猪下油上”有望转为“猪油同上”，未来通胀压力较大**

“猪下油上”，CPI 同比上涨 1.5%。本月涨幅最大的子项为交通通信，主要受交通工具用燃料价格大幅上涨所致。地缘政治危机导致国际能源价格上涨，进而向全产业链传导，汽柴油等交通工具用燃料首当其冲。3 月交通工具用燃料价格同比上涨 24.1%，环比上涨 7.1%，1-3 月同比上涨 22.6%，为涨幅最大子项。猪肉价格持续走低，环比下降 9.3%，同比下降 41.4%，仍处于行业周期底部。受疫情及春节后需求回落影响，服务价格环比下降 0.2%，同比上涨 1.1%。当前通胀水平仍处可控区间，随着能源、大宗商品价格向全产业链传导，预计 CPI 将继续保持温和上涨趋势。

大宗商品涨价是 PPI 环比上涨主要因素。3 月份 PPI 同比上涨 8.3%，环比上涨 1.1%。国际大宗商品价格上涨是推动 PPI 环比上涨的主要因素，涨幅较大的为石油和天然气开采业价格、石油煤炭及其他燃料加工业价格，分别上涨 14.1%和 7.9%。PPI 同比涨幅连续 5 个月回落，主要受去年同期高基数影响。

PPI-CPI 剪刀差连续 5 个月收窄。3 月 PPI 和 CPI 剪刀差收窄至 6.8 个百分点，连续第 5 个月下降。“剪刀差”的下降有助于缓解工业企业由大宗商品涨价带来的成本压力，是市场的良性调整。随着稳增长政策的不断推出，企业经营环境尤其是中小企业将在一定程度上得到改善。

今年通胀压力仍然较大。我们预计，随着猪肉逐步走出下跌周期，猪肉对 CPI 指数上涨的抑制作用将减弱。能源价格对国际政治形势的变化敏感，短期内仍无下降的迹象，有望在高位持续震荡。原油、有色金属等大宗商品价格的上涨将逐步向下游传导，当前“猪下油上”的形势有转变为“猪油同涨”的概率，今年通胀压力仍然较大。

● **外贸：一季度发展势头良好，RECP 有望拓展外贸空间**

一季度对外贸易继续保持稳步增长势头。一季度我国货物贸易进出口总值同比增长 13.00%。其中，出口增长 15.80%；进口增长 9.60%。一季度外贸进出口呈现五大特点：一是一般贸易进出口比重提升；二是与主要贸易伙伴进出口均实现增长；三是外贸经营主体进出口韧性足；四是主要大类产品出口保持较好态势；五是机电产品、农产品进口平稳运行。我国外贸进出口连续 7 个季度保持同比增长，为完成全年稳增长任务打下较好基础。

增速放缓为受去年高基数影响。受 2021 年高基数影响，2022 年一季度我国对前五大贸易伙伴进出口总额增速放缓；但相比疫情前增速大幅升高。一季度，我国对前五大贸易伙伴东盟、欧盟、美国、韩国和日本进出口总额(亿美元计价)分别增长 10.70%、12.20%、12.20%、14.60%和 3.90%；机电产品和劳动密集型产品出口均保持较快增长。当前国内外环境复杂不确定性超预期，但世界经济仍处于复苏阶段，国际产业链的复苏仍未阻挡对我国产品需求的扩大。

RECP 将在我国对外贸易中发挥重要作用。一季度对 RECP 成员国出口增速远高于进口，RECP 将助推出口在稳增长工作中发挥重要作用。一季度，我国对 RCEP 其他 14 个成员国进出口 2.86 万亿元，同比增长 6.9%，占我国外贸总值的 30.4%。其中，出口 1.38 万亿元，增长 11.1%；进口 1.48 万亿元，增长 3.2%。今年 1 月 1 日，RECP 正式生效，东盟市场进一步被打开，有望进一步拓展我国外贸前景。3 月份，东盟超越欧盟，重返我国第一大贸易伙伴地位。

● **风险提示**

政策施行效果不及预期、疫情恶化、国际关系恶化、地方债务风险集中爆发。

目录

1 一季度及3月经济数据分析	7
1.1 经济增长：一季度 GDP 偏弱，二季度受疫情影响更加严峻	7
1.2 生产：生产恢复放缓，能源金属采选业保持韧性	7
1.3 投资：政策推动基建投资提速，制造业、地产偏弱	9
1.4 消费：受疫情冲击负增长，二季度仍不容乐观	10
2 利率：市场利率下降，信用利差收窄	11
2.1 LPR 利率维持不变	11
2.2 流动性增强，市场利率下降	11
3 汇率：短期急跌，人民币仍存在贬值空间	13
3.1 中美利差收窄是导火索	13
3.2 资本流出压力增大，掣肘稳增长政策工具	14
3.3 适度贬值有利，防止过快过度贬值	15
4 价格：“油上”对冲“猪下”推涨 CPI，今年通胀压力仍然较大	15
4.1 “猪下油上”，CPI 同比上涨 1.5%	15
4.2 大宗商品涨价是 PPI 环比上涨主要因素	17
4.3 PPI-CPI 剪刀差连续 5 个月收窄	17
4.4 今年通胀压力仍然较大	18
5 外贸：一季度外贸发展势头良好，RECP 有望拓展外贸空间	18
5.1 一季度对外贸易继续保持稳步增长势头	18
5.2 增速放缓为受去年高基数影响	19
5.3 RECP 将在我国对外贸易中发挥重要作用	20

图表索引

图表 1 GDP 当月同比增速 (%)	7
图表 2 三大产业同比增速 (%)	7
图表 3 工业增加值同比变动 (%)	8
图表 4 工业及制造业产能利用率 (%)	8
图表 5: 能源、金属行业工业增加值同比变动	8
图表 6 固定资产投资累计同比变动 (%)	9
图表 7 分产业固定资产投资累计同比变动 (%)	9
图表 8: 基建、制造业、房地产投资累计同比变动 (%)	9
图表 9 社会消费品零售总额当月同比变动 (%)	10
图表 10 餐饮、商品零售当月同比变动 (%)	10
图表 11: 贷款市场报价利率 (LPR)	11
图表 12: DR001\DR007\R001\R007 利率走势	12
图表 13: 隔夜\1 周\2 周\1 个月 SHIBOR 利率走势	12
图表 14: 1 年\5 年\10 年期国债到期收益率走势	12
图表 15: 企业债、产业债、城投债信用利差走势 (AAA 级)	13
图表 16 中美 10 年期国债利率走势	13
图表 17 人民币在岸汇率与中美 10 年期国债利差	14
图表 18 近期沪深股通月度净流入情况 (亿元)	14
图表 19 CPI 同比与环比变化	15
图表 20 CPI 食品与非食品当月环比变化	16
图表 21 食品与非食品价格同比变化	16
图表 22 22 省市猪肉平均价格	16
图表 23 猪粮比价	16
图表 24 CPI 分类别环比涨跌幅	16
图表 25 CPI 分类别同比涨跌幅	17
图表 26 主要生产资料市场价格	17
图表 27 PPI 当月同比 (右轴) 与环比变化 (左轴)	17
图表 28 PPI-CPI 剪刀差	18

图表 29 进出口金额当月值	19
图表 30 进出口总值当月同比变化（美元计价）	19
图表 31 我国与前五大贸易伙伴进出口总额月度值（百万美元）	19
图表 32 进出口总值当月同比变化（美元计价）	19
图表 33 2019-2022 年中国与东盟 10 国一季度贸易总额（百万美元）	20

1 一季度及3月经济数据分析

1.1 经济增长：一季度 GDP 偏弱，二季度受疫情影响更加严峻

2022 年一季度，我国 GDP 同比增长 4.8%，较去年四季度增长 0.8 个百分点，但整体仍然较弱，低于全年 GDP 5.5% 的增速目标。

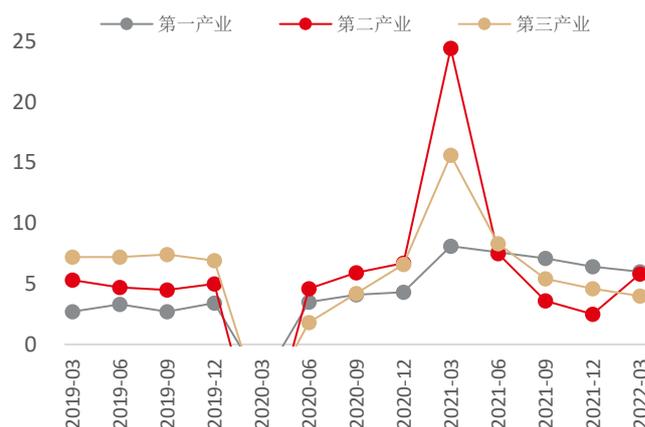
分产业看，第二产业贡献度较大。一季度，第一产业同比增长 6.00%，连续第四个季度增速下降；第二产业同比增长 5.8%，季度增速率先企稳回升，对 GDP 贡献较大，主要是受一季度稳增长政策下，财政、基建等供给端提前发力影响；第三产业同比增长 4.00%，与第一产业类似，连续第四个季度增速下滑，主要受疫情影响。3 月份以来，国内疫情多点散发，经济增速再度回落，疫情影响在一季度初步显现，而计入二季度的四月疫情形势更加严峻，负面影响将在二季度释放。

图表 1 GDP 当月同比增速 (%)



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 2 三大产业同比增速 (%)

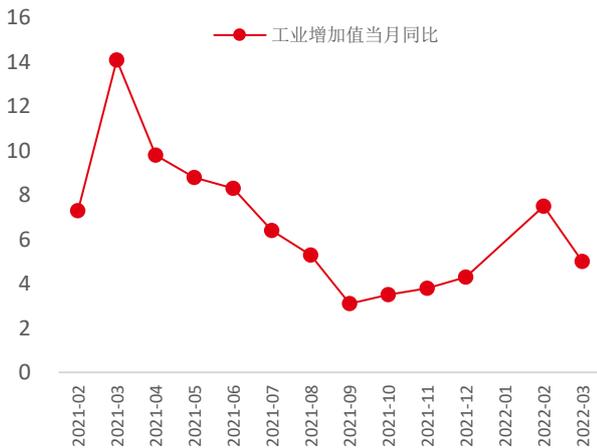


数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

1.2 生产：生产恢复放缓，能源金属采选业保持韧性

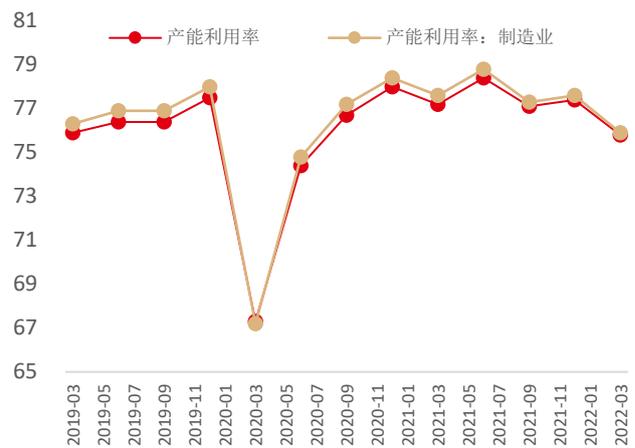
生产同比明显回落。3 月工业增加值为 5%，较 1-2 月份 (7.5%) 大幅回落 2.5 个百分点，结束了自去年 9 月份以来的增长趋势。工业、制造业产能利用率震荡下行，3 月工业产能利用率为 75.80%，制造业产能利用率为 75.90%，为 2020 年 2 季度以来最低。

图表 3 工业增加值同比变动 (%)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

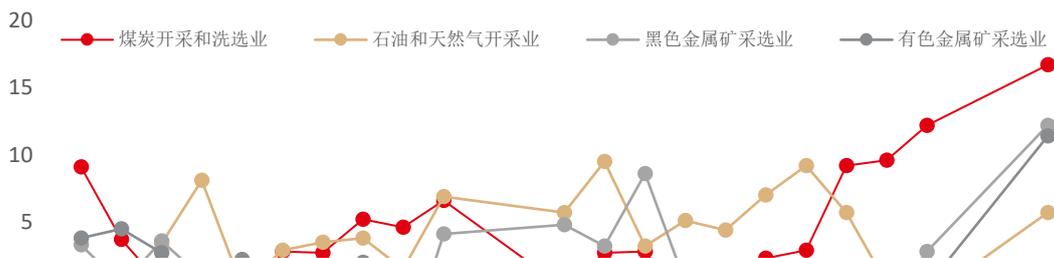
图表 4 工业及制造业产能利用率 (%)



数据来源: Wind, 中邮证券研究所整理

分行业看，上游原材料行业韧性优于中下游产业。3 月份，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业等四个行业工业增加值同比分别增长 16.70%、5.70%、12.20%、11.40%，保持了较高水平的增长速度，俄乌冲突导致的能源和大宗商品价格上涨是重要因素之一。此外，稳增长政策基建项目的靠前发力，亦首先从产业链上游得到反映。

图表 5: 能源、金属行业工业增加值同比变动



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_40968



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn