

迎接经济低点与政策加码的叠加——月度宏观经济回顾与展望

报告发布日期

2022年05月05日

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860518050001 香港证监会牌照: BQJ932

联系人

陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn
孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn

研究结论

- **考虑到疫情的反弹，一季度经济数据表现尚可**，从疫情后的平均增速来看，2021年至今五个季度GDP分别同比增长4.9%、5.5%、4.8%、5.2%和4.9%（2022Q1为三年平均），今年一季度比上季度回落了0.3个百分点；环比来看，在受到疫情明显影响的背景下，一季度GDP环比（季调）增长1.3%，相比前值1.5%降低幅度不多。这一数据意味着限电限产问题的改善部分冲抵了疫情的负面影响，同时今年强调早开工、早见效的政策基调也有所体现。
- **但需要注意的是，4月经济受到的冲击较3月更大**。从PMI看，4月制造业PMI指数录得47.4%，3月49.5%，其中新订单PMI下降6.2个百分点至42.6%，为2020年3月以来最低值，非制造业商务活动指数41.9%，3月48.4%，都出现明显下滑；物流来看，主要快递企业分拨中心吞吐量月均值同比增速4月份为-37%，3月份为-18%，下滑幅度更深。
- **我们不妨用一季度数据计算疫情所带来的损失程度，并基于一定的假设，推算二季度经济表现**：（1）假设在没有疫情的情况下，今年二季度的社会消费品零售将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知，疫情及其防控导致3月全国层面上消费损失3天。我们假设4月损失6天、5月损失3天、6月损失0.5天，则二季度单季消费增速-4%；（2）投资的角度，运用同样方法计算可得疫情缺口约为1.6天，较消费受到的冲击小。我们假设4月继续损失3天，5月损失1.5天，6月损失0.5天，则二季度单季投资增速为6%；（3）相比投资和消费来说，工业生产更为稳健，3月份疫情缺口（基于工业增加值定基指数计算）约为0.7天，假设4月继续损失1.5天，5月损失0.5天，6月恢复正常，则二季度单季工业增加值增速为5%。综合以上测算，**二季度单季GDP可能会触及2020年Q2以来最低水平，或在1-2%之间**（以上测算基于本轮疫情即将受到控制的假设，即5、6月份的损失较4月明显更小且逐步趋近于0）。
- **因此，二季度将成为开工节奏靠前、疫情冲击生产消费、稳增长政策加码这三方面因素的叠加**。4月政治局会议在坚持全年目标、地产、平台经济政策表述，提前量、冗余度、增量工具提法等等多个方面夯实了稳增长的基调，在经济受超预期因素冲击的背景下，为各行业注射了强心针，也改善了市场预期和信心。
- **除了中央层面的文件之外，受到疫情影响较大的地区所发布的区域性稳增长文件同样值得关注**，例如长春《关于支持市场主体纾困促进经济恢复发展若干政策措施的通知》涉及疫情防控、普惠性纾困、工业经济纾困、服务业重点行业纾困、春季农业生产纾困五个方面，提出24条措施；深圳市《关于应对新冠肺炎疫情进一步帮助市场主体纾困解难若干措施》把降低成本作为政策实施的重要发力点，围绕房屋租金减免、减轻水电气费用负担、疫情消杀补贴、缓缴社会保险费等方面，预计将为全市市场主体减负超750亿元；上海在3月末即发布《全力抗疫情助企业发展的若干政策措施》综合了退税减税、降费让利、房租减免、财政补贴、金融支持、援企稳岗等多种助企纾困政策，根据官方初步测算，仅税收相关政策2022年就可以为全市相关行业和企业减负1400亿元左右。

风险提示

- 疫情导致供应链不稳定现象短期内难以快速缓解的风险。
- 假设条件变化影响测算结果的风险：文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

相关报告

一线城市防控如何影响全国经济——月度宏观经济回顾与展望	2022-04-02
在积极看待当下的同时期待两会——月度宏观经济回顾与展望	2022-03-03
消费的复苏并非一蹴而就——月度宏观经济回顾与展望	2022-02-07

目录

二季度：稳增长与本土疫情的叠加	3
疫情冲击已有显现，二季度将更为明显	3
进入今年最重要的稳增长政策出台窗口期	3
经济数据回顾	7
地缘冲突和新冠疫情持续推升物价	7
需持续关注物流对企业生产的影响	7
消费失速难以避免，有待政策托底	7
高技术制造业和基建投资是后续看点	8
社融总量回升，结构仍待改善	8
出口韧性仍在但后续喜忧参半	9
风险提示	9

二季度：稳增长与本土疫情的叠加

疫情冲击已有显现，二季度将更为明显

考虑到疫情的反弹，一季度经济数据表现尚可，从疫情后的平均增速来看，2021年至今五个季度GDP分别同比增长4.9%、5.5%、4.8%、5.2%和4.9%（2022Q1为三年平均），今年一季度比上季度回落了0.3个百分点；环比来看，在受到疫情明显影响的背景下，一季度GDP环比（季调）增长1.3%，相比前值1.5%降低幅度不太多。这一数据意味着限电限产问题的改善部分冲抵了疫情的负面影响，同时今年强调早开工、早见效的政策基调也有所体现。

但需要注意的是，4月经济受到的冲击较3月更大。从PMI看，4月制造业PMI指数录得47.4%，3月49.5%，其中新订单PMI下降6.2个百分点至42.6%，为2020年3月以来最低值，非制造业商务活动指数41.9%，3月48.4%，都出现明显下滑；物流来看，主要快递企业分拨中心吞吐量月均值同比增速4月份为-37%，3月份为-18%，下滑幅度更深。

我们不妨用一季度数据计算疫情所带来的损失程度，并基于一定的假设，推算二季度经济表现：

- 假设在没有疫情的情况下，今年二季度的社会消费品零售将基于1-2月社零数据以及2021年同期的环比增速增长，将这一数据对比实际产生并公布的数据，可以得到疫情导致的缺口。计算可知，疫情及其防控导致3月全国层面上消费损失3天。我们假设4月损失6天、5月损失3天、6月损失0.5天，则二季度单季消费增速-4%；
- 投资的角度，运用同样方法计算可得疫情缺口约为1.6天，较消费受到的冲击小。我们假设4月继续损失3天，5月损失1.5天，6月损失0.5天，则二季度单季投资增速为6%；
- 相比投资和消费来说，工业生产更为稳健，3月份疫情缺口（基于工业增加值定基指数计算）约为0.7天，假设4月继续损失1.5天，5月损失0.5天，6月恢复正常，则二季度单季工业增加值增速为5%。
- 综合以上测算，二季度单季GDP可能会触及2020年Q2以来最低水平，或在1-2%之间（以上测算基于本轮疫情即将受到控制的假设，即5、6月份的损失较4月明显更小且逐步趋近于0）。

进入今年最重要的稳增长政策出台窗口期

二季度将成为开工节奏靠前、疫情冲击生产消费、稳增长政策加码这三方面因素的叠加。4月政治局会议在坚持全年目标、地产、平台经济政策表述，提前量、冗余度、增量工具提法等等多个方面夯实了稳增长的基调，在经济受超预期因素冲击的背景下，为各行业注射了强心针，也改善了市场预期和信心。

除了中央层面的文件之外，受到疫情影响较大的地区所发布的区域性稳增长文件同样值得关注，例如长春《关于支持市场主体纾困促进经济恢复发展若干政策措施的通知》涉及疫情防控、普惠性纾困、工业经济纾困、服务业重点行业纾困、春季农业生产纾困五个方面，提出24条措施；深圳市《关于应对新冠肺炎疫情进一步帮助市场主体纾困解难若干措施》把降成本作为政策实施的重要发力点，围绕房屋租金减免、减轻水电气费用负担、疫情消杀补贴、缓缴社会保险费等方面，预计将为全市市场主体减负超750亿元；上海在3月末即发布《全力抗疫情助企业发展的若干政策措施》综合了退税减税、降费让利、房租减免、财政补贴、金融支持、援企稳岗等多种

助企纾困政策，初步测算，仅税收相关政策 2022 年就可以为全市相关行业和企业减负 1400 亿元左右。

表 1：4 月份全国层面重点政策/会议一览

时间	会议	关键词	主要内容
2022/4/29	中共中央政治局会议	疫情防控、宏观政策、地产调控、平台经济	1) 坚持动态清零； 2) 加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度； 3) 支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管； 4) 要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
2022/4/26	中央财经委员会第十一次会议	加强基建	全面加强基础设施建设；要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的设施，同时把握好超前建设的度； 加强交通、能源、水利等网络型基础设施建设；国家综合立体交通网主骨架；分布式智能电网；国家水网主骨架和大动脉；产业升级基础设施建设；综合交通枢纽及集疏运体系建设；城市基础设施建设；农业农村基础设施建设；国家安全基础设施建设； 推动政府和社会资本合作模式规范发展、阳光运行，引导社会资本参与市政设施投资运营。
2022/4/26	中国人民银行有关负责人就当前金融市场情况接受金融时报采访	货币政策助企纾困	我们关注到近期金融市场出现一些波动，主要受投资者预期和情绪的影响。当前我国经济基本面良好，经济内生增长潜力巨大，防范化解金融风险取得实质性进展。金融系统落实党中央、国务院决策部署，统筹疫情防控和经济社会发展，支持物流畅通和促进产业链供应链稳定，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。按照市场化、法治化、国际化方针，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，促进平台经济健康发展。人民银行将加大稳健货币政策对实体经济的支持力度，特别是支持受疫情影响严重行业和中小微企业、个体工商户，支持农业生产和能源保供增供，推出科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，增加 1000 亿元再贷款支持煤炭开发使用和增强储能，增加支农支小再贷款和民航专项再贷款，保持流动性合理充裕，促进金融市场健康平稳发展，营造良好的货币金融环境。
2022/4/25	央行公告	降低外汇存款准备金率	自 2022 年 5 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%。
2022/4/25	国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	促消费	应对疫情影响，促进消费有序恢复发展： 1) 围绕保市场主体加大助企纾困力度；2) 做好基本消费品保供稳价；3) 创新消费业态和模式； 全面创新提质，着力稳住消费基本盘： 1) 推进实物消费提质升级；2) 促进健康养老托育等服务消费；3) 拓展文化和旅游消费；4) 绿色消费；5) 县乡消费； 完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力： 1) 推进消费平台健康持续发展； 2) 加快健全消费品流通体系；3) 增加就业收入提高消费能力；4) 合理增加公共消费； 持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境： 1) 破除限制消费障碍壁垒；2) 健全消费标准体系；3) 加强消费领域执法监管；加强消费者权益保护； 强化保障措施，进一步夯实消费高质量发展基础： 1) 加强财税支持；2) 优化金融服务；3) 强化用地用房保障。

2022/4/13	国务院常务会议	促消费、稳外贸、降准	<p>综合施策释放消费潜力：一要应对疫情影响，二要促进新型消费，三要扩大重点领域消费，四要挖掘县乡消费潜力，五要加强保障；</p> <p>外贸：一是对加工贸易企业在国家实行出口产品征退税率一致政策后应退未退的税额，允许转入进项税额抵扣增值税。将外贸企业取得的出口信保赔款视为收汇，予以办理退税。扩大离境退税政策覆盖范围，推行“即买即退”等便利措施。二是加快退税进度。强化部门数据共享，精简退税所需资料，做到申报、审核、反馈全程网上办，今年将正常退税办理时间由平均 7 个工作日进一步压缩至 6 个工作日内。支持外贸综合服务企业集中代办退税。三是持续优化外贸营商环境；</p> <p>适时运用降准等货币政策工具。</p>
2022/4/20	关于进一步加大出口退税支持力度促进外贸平稳发展的通知	出口退税等	<p>要求强化出口信用保险与出口退税政策衔接，完善加工贸易出口退税政策，挖掘离境退税政策潜力，进一步扩大境外旅客购物离境退税政策覆盖地域范围；持续精简出口退税环节报送资料，积极推行出口退税备案单证电子化，帮助企业提高出口业务办理效率；支持跨境电商健康持续创新发展，深化落实外贸综合服务企业代办退税管理办法，进一步提高集中代办退税备案及实地核查效率。</p>
2022/4/19	金融支持实体经济座谈会	货币政策助企纾困	<p>会议强调，金融系统要充分认识做好疫情防控和经济社会发展金融服务的紧迫性和重要性，切实抓好金融政策的落地工作。要用好用足各项金融政策，主动靠前服务实体经济，重点围绕接触型服务业、小微受困主体、货运物流、投资消费等重点支持领域，及时在信贷资源配置、内部考核、转移定价等方面出台配套措施。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，更好满足购房者合理住房需求。</p>
2022/4/18	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（23 条）	货币政策助企纾困	<p>加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持，货币政策重点在助企纾困；抓好金融支持实体经济政策落地，保障粮食、能源稳定供应；设立普惠养老再贷款，用好创业担保贷款政策；依法合规保障融资平台公司合理融资需求。因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。提高新发放企业贷款中民营企业贷款占比，货币政策支持物流畅通和促进产业链供应链稳定；对优质企业提供外汇收支便利化政策支持，提高企业跨境人民币使用效率，完善企业汇率避险管理服务。此外，央行指出靠前发力加快向中央财政上缴结存利润，截至 4 月中旬已上缴 6000 亿元，和全面降准 0.25 个百分点基本相当。加大再贷款等结构性货币政策工具预计带动金融机构贷款投放多增 1 万亿元。</p>
2022/4/17	公告加快增值税期末留抵退税实施进度	留抵退税	<p>加快小微企业留抵退税政策实施进度，抓紧办理小微企业留抵退税，积极落实微型企业、小型企业存量留抵税额分别于 2022 年 4 月 30 日前、6 月 30 日前集中退还的退税政策；提前退还中型企业存量留抵税额，明确符合条件的制造业等行业中型企业，可以自 2022 年 5 月纳税申报期起向主管税务机关申请一次性退还存量留抵税额。2022 年 6 月 30 日前，在纳税人自愿申请的基础上，集中退还中型企业存量留抵税额。</p>
2022/04/15	央行公告	降准	<p>4 月 15 日央行宣布决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。</p>
2022/4/8	中国银保监会办公厅关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知	货币政策助企纾困	<p>加大信用贷款投放力度，力争普惠型小微企业贷款余额中信用贷款占比持续提高；</p> <p>强化对重点领域和薄弱环节小微企业的金融支持，包括制造业企业、科技创新、外贸企业、新市民和个体工商户等微观主体等</p>

2022/4/6	国务院常务会议	疫情纾困	<p>要加大稳健的货币政策实施力度；研究采取金融支持消费和有效投资的举措，提升对新市民的金融服务水平，优化保障性住房金融服务，保障重点项目建设融资；设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款，央行对贷款本金分别提供再贷款支持；</p> <p>餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业，在二季度实施暂缓缴纳养老保险费；继续执行失业保险保障扩围政策，提高中小微企业失业保险稳岗返还比例，加大失业保险对职业技能培训的支持。</p>
----------	---------	------	---

数据来源：新华社等，东方证券研究所

表 2：重点地区疫情后纾困政策

地区	发布时间	会议/采访/发布会/文件	关键词	主要内容
长春	2022/4/21	长春市人民政府办公厅关于支持市场主体纾困促进经济恢复发展若干政策措施的通知	助企纾困	<p>从疫情防控、普惠性纾困、工业经济纾困、服务业重点行业纾困、春季农业生产纾困五个方面提出 24 条措施。</p> <p>普惠性纾困支持措施包括：全面落实减税降费系列政策，推动减免房屋租金，延缓缴纳水电气费用，缓缴或减免社会保险费，缓缴或降低住房公积金，实施稳岗扩岗系列政策，降低市场主体融资成本，加大对基层的财政支持力度，鼓励企业升规入统，助推项目落位建设。</p> <p>工业经济纾困支持措施包括：鼓励企业扩大排产生产，全力支持企业扩大投资，发挥龙头企业带动作用。</p> <p>服务业重点行业纾困支持措施包括：推动住宿餐饮业纾困发展，加大交通运输业减负力度，助力旅游业加快恢复，支持其他服务业行业共渡难关。</p>
上海	2022/3/28	上海市全力抗疫情助企业促发展的若干政策措施	助企纾困	<p>综合了退税减税、降费让利、房租减免、财政补贴、金融支持、援企稳岗等多种助企纾困政策；初步测算，仅税收相关政策 2022 年就可以为全市相关行业和企业减负 1400 亿元左右。</p> <p>上海市房屋租金减免对象从国家规定的服务业拓展到所有行业；除了国家规定的五个重点行业外，对会展业也给予纾困扶持，同时对零售、餐饮等行业的企业新增贷款给予贴息。</p>
深圳	2022/3/24	深圳市关于应对新冠肺炎疫情进一步帮助市场主体纾困解难若干措施	助企纾困	<p>共 8 部分 30 条，把降成本作为政策实施的重要发力点，围绕房屋租金减免、减轻水电气费用负担、疫情消杀补贴、缓缴社会保险费等方面，这些政策措施预计将为全市市场主体减负超 750 亿元。具体包括扩大“六税两费”减征范围、减免“房土两税”、缓缴或减免社会保险费、缓缴或降低住房公积金、实施失业保险稳岗返还政策、减免房屋租金、降低用水用电用气成本、引导金融机构加大贷款投放力度等，还有对工业制造、餐饮业、批发零售业、文体旅游业、交通运输等受疫情影响较大的行业的具体纾困政策。</p> <p>支持符合条件的零售企业在电商平台开设店铺，对企业实际支出开店费用、运营费用、推广费用的 10% 给予补助，每家企业最高不超过 50 万元。在大型电商平台设立“深圳专区”，组织我市消费电子、服装服饰、黄金珠宝、眼镜钟表、家装家居、食品饮料等领域重点企业入驻，安排5 亿元资金发放消费券，推动以数字人民币红包形式发放。</p>

数据来源：新华社等，东方证券研究所

经济数据回顾

地缘冲突和新冠疫情持续推升物价

3月CPI同比为-1.5%，前值0.7%，环比为0%，前值0.6%。由于疫情封控等原因，物流运输难度明显增加，相应食品项CPI同比较前值上行2.4个百分点。其中，蔬菜受到影响更大，春季为南方蔬菜生产旺季，但是疫情增加物流难度造成部分蔬菜产地外销渠道不畅，导致供需不匹配；猪肉尚未迎来拐点，猪肉CPI同比小幅上行1.1个百分点至41.4%。从高频数据来看，4月菜篮子产品批发价格有明显下行，后续随着天气转热、北方蔬菜大量上市，以及物流运输疏通后，蔬菜价格有望继续回落，食品CPI或再回归平稳。

非食品CPI同比为2.2%，前值为2.1%，虽然较前值小幅上升，但各分项走向出现一定分化：（1）俄乌冲突导致能源价格大幅波动，工业消费品价格同比上涨3.5%，涨幅比上月扩大0.4个百分点。其中，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨24.6%（前值23.9%）、26.9%（前值26.3%）和27.1%，涨幅均有扩大；（2）新冠疫情发酵使得服务业需求疲弱，服务CPI同比下行0.1个百分点至1.1%，其中机票价格同比涨幅下降18.2个百分点至0.2%，景点门票和在外住宿价格同比涨幅均有回落。3月核心CPI同比与前值持平。展望后续，考虑到国际形势更趋复杂严峻，部分工业消费品价格短期内仍会高企，同时服务需求疲软会持续抑制核心CPI修复。

需持续关注物流对企业生产的影响

3月疫情及其防控措施对工业生产影响比较有限（可能更多在4月体现），规模以上工业增加值当月同比增长为5%，较1-2月累计同比下行2个百分点，但依然高于2021年12月当月同比4.3%。分结构来看：（1）煤炭行业生产扩大支撑整体增速，煤炭开采和选洗业3月工业增加值累计同比上升2.1个百分点至13.2%，其中原煤产量累计同比维持在10.3%高位；（2）对于一些链条较短、满足居民刚需的行业来说，韧性相对更强，如农副食品加工业3月累计同比6.4%，仅较前值下行0.1个百分点；（3）供应链长的行业受到的负面影响更大，3月汽车制造业累计同比4%，前值为7.2%。

疫情对生产的影响渠道包括停工停产和物流的堵塞。2022年一季度产能利用率较前值下降了1.6个百分点，与2013-2019年均值的差值缩小0.63个百分点至0.66%。此外，4月PMI显示当前疫情和国际形势对经济的冲击较大，供货商配送时间PMI达到历史次低值（最低为2022年2月），购进价格和出厂价格PMI的差值进一步扩大也表明中下游企业成本压力进一步加剧。展望后续，

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_41165

