

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

最艰难的时刻可能已经过去

2022年5月17日

摘要:**房地产松绑+基建专项国债+疫情影响消退=经济复苏**

- **疫情对工业生产和消费造成严重冲击。**从生产端来看，工业增加值增速由正转负。疫情防控扰动企业生产以及物流运输，相关地区的企业出现减产、停产等现象，并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。汽车制造业的受损程度最为严重，还有通用设备、运输设备、专用设备等行业生产链条较长的行业增速均落入负增长。从消费端来看，社零回落幅度进一步加大。疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，4月的餐饮收入同比大幅下滑；出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也延续了全面收缩。线上电商购物受到物流的限制，4月线上购物同比转负。
- **房地产行业数据跌幅加深。**先看销售，4月商品房销售面积同比下降39.0%，较前值下降17.0%进一步走弱。一二三线城市成交面积的下滑幅度均高于3月份。在市场信心尚未恢复的情况下，疫情对居民的就业、收入产生冲击，再加上疫情防控静态管理导致居民看房、购房受到限制，居民的购房需求疲弱。再看房地产投资。房地产投资当月同比下降10.1%，上期为-2.4%。受到资金紧张和预期不振两方面制约，房企投资的积极性不足。
- **另一方面，基建、制造业投资保持韧性。**得益于政策扶持，制造业投资延续高速增长。在生产受阻、物流不畅、企业利润承压的大环境下，制造业投资能继续保持两位数的高增实属不易，其背后离不开政策的扶持。比如4月1日起实施的大规模留抵退税政策；4月份，央行设立2000亿元科技创新再贷款，支持高新技术、专精特新等科技型企业。在政策推动下，专项债发行偏快，对基建形成支撑。基建投资将继续发挥稳定经济增长的压舱石作用。
- **最艰难的时刻可能已经过去。**疫情的影响下，经济遭受了全方位的冲击。无论是从时间维度还是空间维度，4月疫情对于经济的影响都要大于3月，这很好的解释了为什么4月经济比3月下行压力更大。往后看，我们认为，最艰难的时刻可能已经过去，经济将在三条主线之下逐步修复。第一，央行下调首套房贷利率，释放出强烈的“稳市场”信号。房贷利率下调将与各地限购限售松绑形成合力，带动房地产销售逐步回暖。第二，我们预计财政部将在下半年发行基建专项国债，对冲内外部因素对经济基本面的消极影响。第三，疫情影响逐步消退，在常态化核酸检测的新模式下，经济有望迎来复苏。
- **风险因素：**疫情变异导致疫苗失效；国内政策超预期等。

目录

一、工业增加值增速由正转负.....	3
二、基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深.....	4
三、社零回落幅度进一步加大.....	6
四、最艰难的时刻可能已经过去.....	7
风险因素.....	9

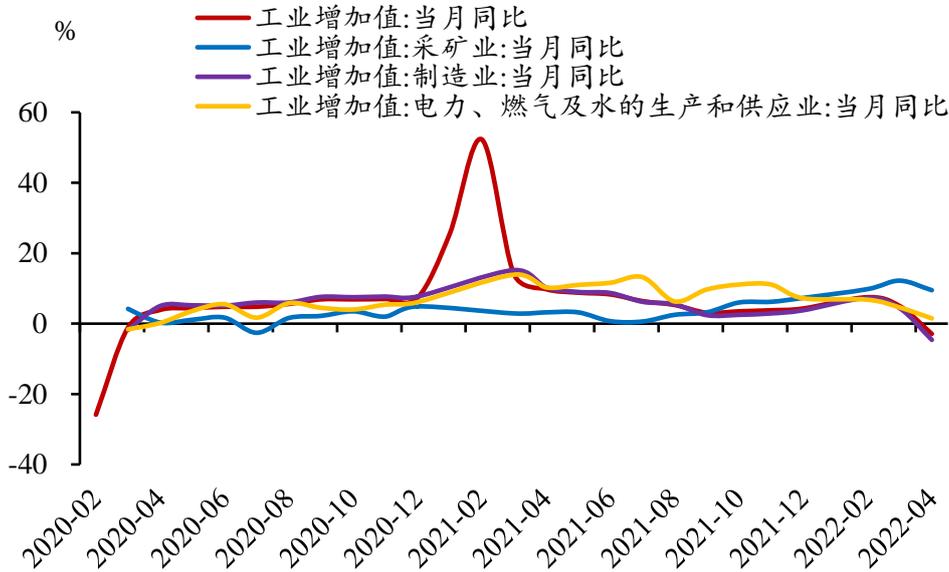
图目录

图 1：工业增加值同比增速大幅回落.....	3
图 2：4 月各行业增加值同比.....	4
图 3：制造业各行业投资增速.....	5
图 4：一二三线城市成交面积均大幅下滑.....	5
图 5：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深.....	6
图 6：各类消费增速.....	6
图 7：首套住房贷款利率存在较大的下调空间.....	7
图 8：贷款利率与商品房销售负相关.....	8
图 9：5 月货运物流指数出现了明显的改善.....	8

一、工业增加值增速由正转负

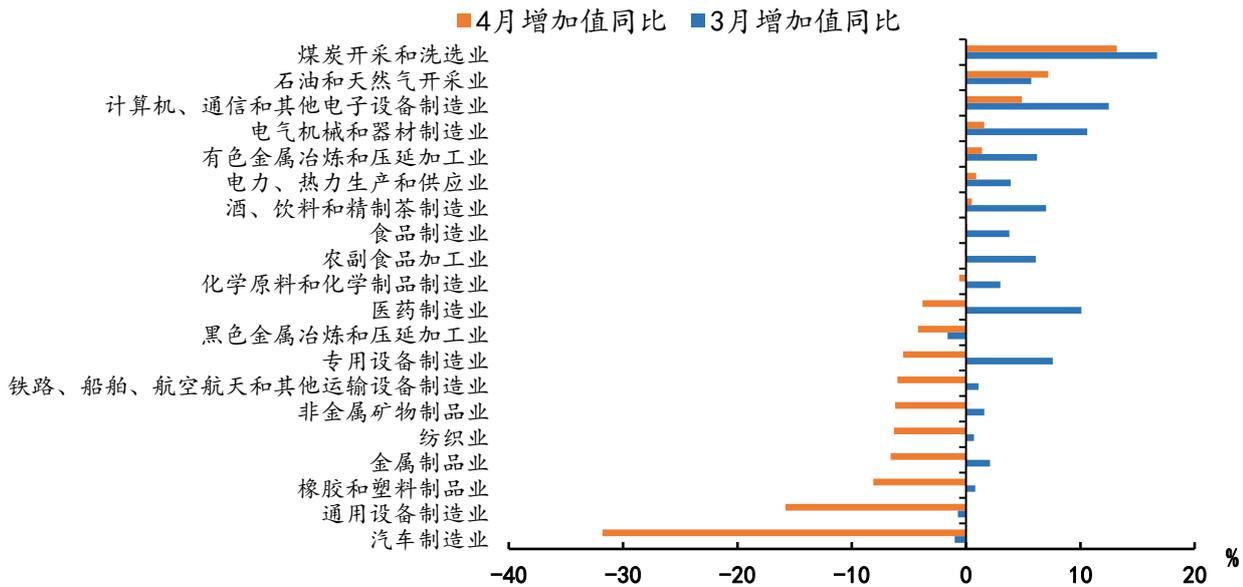
工业增加值增速由正转负。4月份，规模以上工业增加值同比下降2.9%，3月份为增长5.0%。从环比看，4月规模以上工业增加值比上月下降7.08%，3月份为增长0.39%。国内“保供稳价”政策继续推进，采矿业同比保持在较高增速，同比增长9.5%，较上月下降2.7个百分点。制造业增加值同比下降4.6%，增速较上月下降9个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，较上月下降3.1个百分点。

图 1：工业增加值同比增速大幅回落



资料来源:万得, 信达证券研发中心

多地疫情爆发扰动企业生产链条。疫情防控扰动企业生产以及物流运输,相关地区的企业出现减产、停产等现象,并且沿着产业链向上下游影响全国的生产活动。4月长三角地区工业生产受到疫情的严重冲击,考虑到长三角地区在计算机通信、纺织、汽车制造业等多个行业中居于全国供应链、产业链的核心地位,本轮疫情的影响透过产业关联而蔓延至全国。4月PMI供货商配送时间录得37.2%,较3月下降9.3个百分点,侧面印证了疫情防控升级致使物流运输困难,且受影响程度要明显大于3月。各行业增加值的下降程度延续了3月份的特征。汽车制造业的受损程度最为严重,同比下滑31.8%,还有通用设备、运输设备、专用设备等生产链条较长的行业增速值均落入负增长。

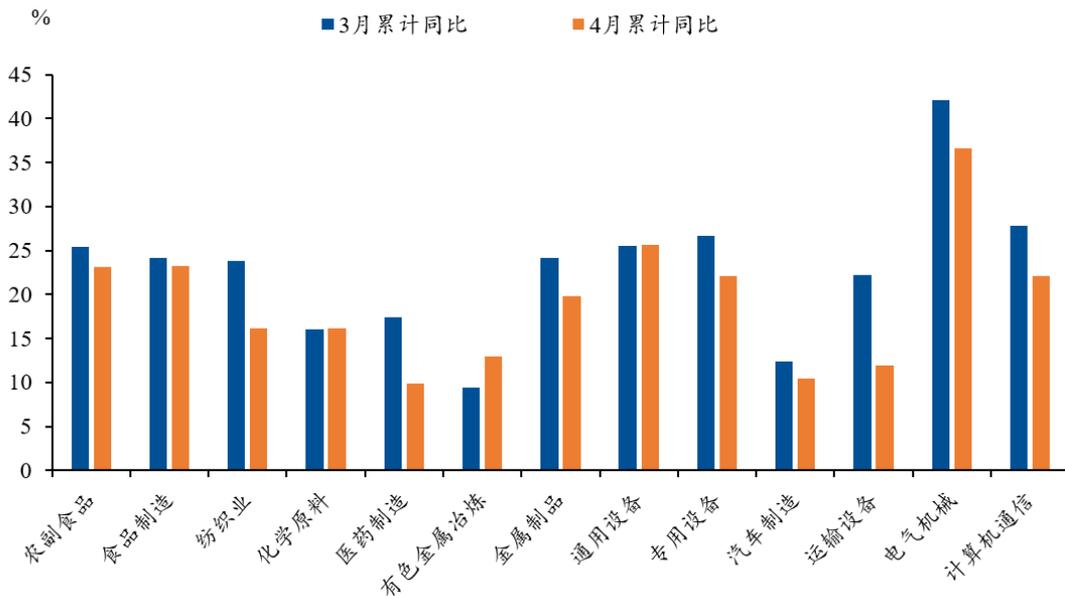
图 2：4 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深

1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）153544 亿元，同比增长 6.8%，比 1-3 月份回落 2.5 个百分点。

得益于政策扶持，制造业投资延续高速增长。1-4 月制造业投资增长 12.2%，前值为 15.6%。在生产受阻、物流不畅、企业利润承压的大环境下，制造业投资能继续保持两位数的高增实属不易，其背后离不开政策的扶持。比如 4 月 1 日起实施的大规模留抵退税政策，首月全国已有 8015 亿元增值税留抵退税款退到纳税人账户上，缓解了企业端的经营压力；4 月份，人民银行设立 2000 亿元科技创新再贷款，支持高新技术、专精特新等科技企业，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。1-4 月高技术制造业投资同比增长 25.9%，电子及通信设备制造业投资增长 30.8%，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 29.4%，计算机及办公设备制造业投资增长 21.4%。

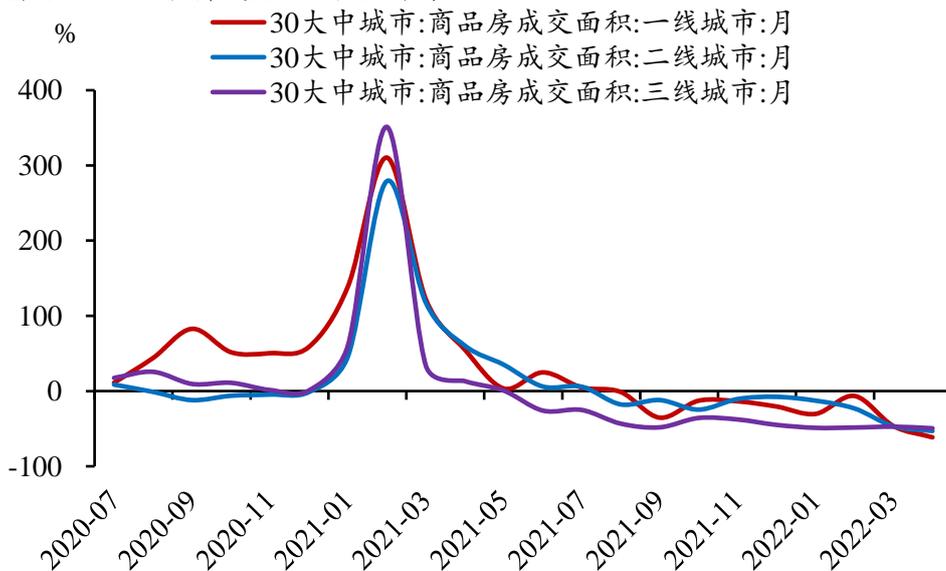
图 3：制造业各行业投资增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

基建投资维持较快增速。1-4月基建同比增速为6.5%，前值为8.5%。政策端来看，4月26日中央财经委员会第十一次会议强调“全面加强基础设施建设”，4月29日召开的中共中央政治局会议上提出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。”，基建将继续发挥稳定经济增长的压舱石作用。资金端，今年1-4月新增专项债发行进度接近40%，根据“6月底前基本完成2022年新增专项债的发行工作”的要求，5、6月每月将发行约9000亿元左右的专项债。由此看来，基建资金较为充裕。

房地产销售延续下滑，房地产投资增速转负。

先看销售，4月商品房销售面积同比下降39.0%，较前值下降17.0%进一步走弱。一二三线城市成交面积的下滑幅度均高于3月份，尤其是一线城市同比大幅下降61.5%。在市场信心尚未恢复的情况下，疫情对居民的就业、收入产生冲击，再加上疫情防控静态管理导致居民看房、购房受到限制，居民的购房需求疲弱。

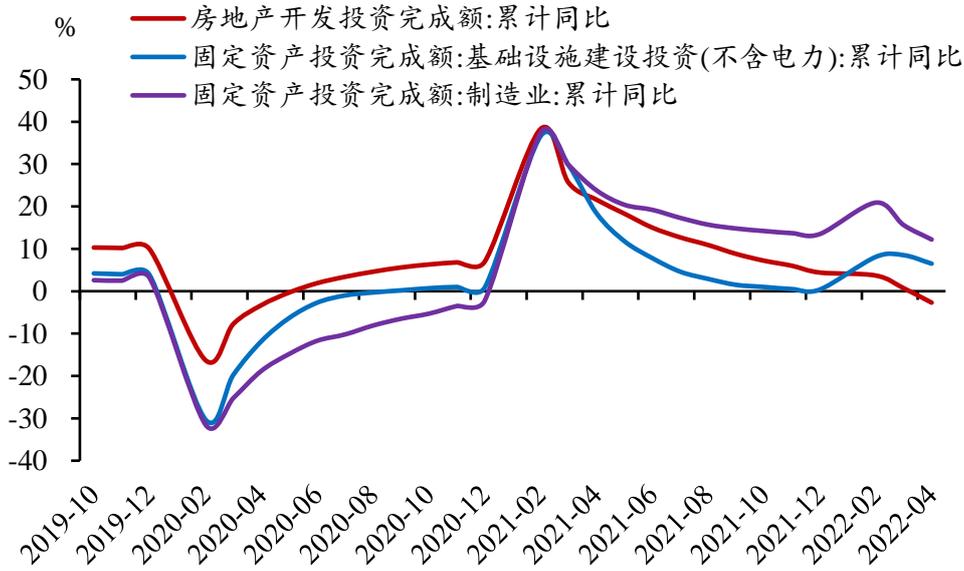
图 4：一二三线城市成交面积均大幅下滑


资料来源:万得, 信达证券研发中心

再看房地产投资。房地产投资当月同比下降10.1%，上期为-2.4%。受到资金紧张和预期不振两方面制约，房企投资的积极性不足。另外，新开工、施工与竣工增速相较上月均继续下滑，1-4月新开工面积累计同比下降26.3%

(上期为-17.5%)，施工面积同比持平(上期为1.0%)，竣工面积同比下降11.9%(上期为-11.5%)。

图 5：基建、制造业投资保持韧性，房地产投资跌幅加深

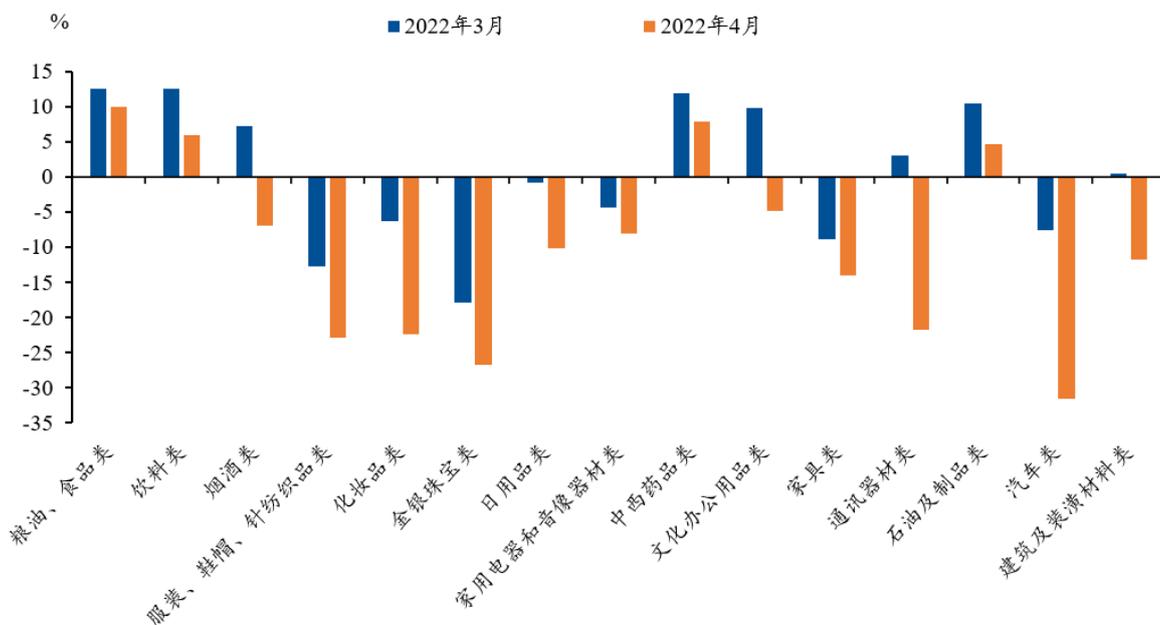


资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、社零回落幅度进一步加大

疫情对消费形成严重冲击。4 月份，社会消费品零售总额 29483 亿元，同比下降 11.1%，3 月为下降 3.5%。(1) 疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，4 月的餐饮收入同比大幅下滑 22.7%；出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也延续了全面收缩。(2) 线上电商购物受到物流的限制，4 月线上购物同比转负，下降 1.0%，上期为增长 2.7%。(3) 汽车类消费下行幅度加大，乘联会公布数据显示，4 月汽车销量同比下降 47.6%。另一方面，粮油、食品、药品等生活必需品消费受到的影响较小。

图 6：各类消费增速



资料来源:万得, 信达证券研发中心

警惕疫情对于消费的中长期影响。我们可以用就业、人均收入、消费倾向这三个因素对消费进行拆解。不难看出，

疫情影响这三个因素中的每一项。4月全国城镇调查失业率为6.1%，比上月上升0.3个百分点，连续6个月上行。其中16-20岁的失业率达到了18.2%，创了2018年1月有数据以来的新高。收入方面，疫情冲击导致企业中小经营困难，4月中小企业发展指数降至88.3，连续4个月下降。企业运行的好坏直接影响居民的收入。消费倾向上，疫情反复之下，居民的预防性储蓄意愿有所增强，可能会对中长期的消费造成负面影响。

四、最艰难的时刻可能已经过去

疫情的影响下，经济遭受了全方位的冲击。无论是从时间维度还是空间维度，4月疫情对于经济的影响都要大于3月，这很好的解释了为什么4月经济比3月下行压力更大。时间维度上，3月疫情的影响主要发生在后半期，而疫情贯穿了整个4月。空间维度上，4月疫情的影响范围更广，4月新增确诊与无症状感染者数量超过60万，约为3月的5倍；用拥堵延时指数的同比变化作为各个城市封控程度的替代指标，4月100个重点城市中，有3个城市拥堵延时指数下降20%以上，16个下降10%以上，14个下降5%以上。4月经济被砸出了一个深坑，往后看，我们认为，最艰难的时刻可能已经过去，经济将在三条主线之下逐步修复。

第一，央行下调首套房贷利率，释放出强烈的“稳市场”信号。5月15日，央行银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》。通知指出，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。《通知》将首套房的贷款利率由2019年8月提出的“不低于5年期LPR”调整为了“不低于5年期LPR-20BP”，二套房利率不变，仍执行“LPR+60”个基点的下限标准。截至今年3月末，我国首套平均房贷利率约为5.28%，高于“5年期LPR-20BP”0.88个基点，这意味着住房贷款利率存在较大的下调空间。央行、银保监会调整差别化住房信贷政策是对政治局会议“支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”精神的落实，有助于提升市场信心，改善居民房价预期偏弱的现状。

图 7：首套住房贷款利率存在较大的下调空间



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_41923

