

宏观点评

需求消失的背后—全面解读4月经济

事件: 4月工业增加值同比-2.9% (前值5.0%)，三年平均增速3.5% (前值5.8%)；社零同比-11.1% (前值-3.5%)，三年平均增速-1.1% (前值2.9%)；1-4月固投累计同比6.8% (前值9.3%)，三年平均增速4.7% (前值4.8%)，其中：地产投资同比-2.7% (前值0.7%)，三年平均增速4.6% (前值5.3%)；狭义基建投资同比6.5% (前值8.5%)，三年平均3.6% (前值4.2%)；制造业投资同比12.2% (前值15.6%)，三年平均增速4.1% (前值3.9%)。

核心观点: 4月经济显著走弱、需求消失、结构恶化，不只是“疫情”所困，本质还是内需不足、信心不足，预计二季度GDP增速应会“破4”甚至“破3”。往后看，继续提示：政策底已现，经济底、市场底可能仍需磨；政策当务之急要全力稳信心、稳预期。

1、整体看，4月经济全线回落、且降幅大超预期，中微观仍存背离、但背离程度有所收窄。4月国内疫情冲击全面显现，经济再度探底已是市场共识，发电耗煤、地产&汽车销售、PMI等高频指标也已有明确体现，市场预期也较充分。其中，从中微观和高频数据看，消费、生产、出口、制造业投资等走势均与高频指标走势接近，基建和地产的变动方向与高频数据一致，但幅度上仍有较大背离（地产明显收窄，基建差距仍大）。

2、结构看，只有基建投资、制造业投资仍偏强，消费、地产、进出口、就业等均大幅走弱。其中，关注几个重点数据：4月社零增速降7.6个百分点至-11.1%，下跌幅度超预期；4月失业率升至6.1%，仅略低于2020年2月，青年失业率高达18.2%；地产投资当月同比跌幅扩大至-10.1%，地产销售跌幅扩大至-39%；4月出口环比增速0.9%，为2013年来次低。

3、原因看，不只是“疫情”所困，本质还是内需不足、信心不足；我们预计，二季度GDP增速应会跌破4%，甚至可能跌破3%。根据此前报告《全面评估当前疫情的经济影响与演变特征》的测算，本轮疫情拖累4月社零约7%、拖累Q2 GDP约2%左右，但从4月实际数据看，消费、工业增加值的跌幅均大幅高于我们和市场预期，指向除疫情直接冲击外，更为本质的应是内需不足、信心不足，集中体现在：4月房贷再度负增长，且创有数据以来最低；Q1居民储蓄意愿高位上行，消费和投资意愿继续下滑。综合看，鉴于疫情仍在反复、政策效果显现需要时间，疫情对二季度GDP的冲击可能大于我们此前测算的2个百分点，再叠加去年高基数，对应二季度GDP增速应会“破4%”，甚至可能“破3%”。

4、往后看，继续提示：政策底已现，经济底、市场底可能仍需磨；鉴于5.5%实现难度大，后续政策仍需全力稳增长，关键的抓手是“优化疫情防控、松地产、扩基建、强化政策落地”，同时，“信心比黄金重要”，当务之急要全力稳信心、稳预期。短期看，紧盯4点：央行下调房贷利率的信号意义强，核心一二线地产大概率陆续松绑；常态化核酸成本可控、效果较好，有望进一步推广；“降息”可期，更可能降LPR（最快5月20日）；“增量工具”有望陆续出台，比如特别国债的必要性提升、操作上可行。

5、具体看，4月经济数据有如下特征：

1) 消费端：下行幅度超预期，除了疫情冲击，更需关注居民信心的恶化。4月社零当月同比大降至-11.1%，大幅低于市场预期的-6%左右，较3月的-3.5%大幅回落7.6个百分点。原因看，除了疫情冲击，更重要的是居民信心的恶化。我们此前测算，本轮疫情拖累4月社零约7%左右，但考虑到4月社零的基数下降，实际7.6个点的回落幅度明显偏大，也大幅弱于市场预期；指向除疫情直接冲击外，居民信心预期恶化的影响愈发凸显。结构看，汽车、升级类消费跌幅最大，地产系、食品消费跌幅较小。往后看，随着国内疫情逐步受控、常态化核酸的推广，消费增速有望逐步触底反弹；但从五一假期等高频看，5月消费仍然低迷。

2) 投资端：地产继续探底，基建和制造业投资高位小降

>地产投资继续探底，销售、新开工下降。4月商品房销售面积同比-39.0%，较3月回落21.3个百分点，土地成交继续回落。1-4月地产投资同比-2.7%，4月当月同比-10.1%，较3月回落7.7个百分点；开工施工竣工普遍回落，新开工加速下行。4月地产数据与中观高频数据变动方向一致，跌幅差距明显收窄：如4月百强房企销售额同比-58.4%，与统计局数据的差距明显收窄。近期央行下调首套房贷款利率下限20BP，信号意义显著；预计后续地产将继续松动。

>基建投资增速高位小幅回落，后续空间仍大。根据统计局数据，1-4月广义、狭义基建投资同比分别为8.3%、6.5%，较1-3月同比的10.5%、8.5%均小幅回落，与4月土木工程建筑业PMI高位小降的走势一致。4月基建数据与中高频指标走势一致，但幅度差别仍较大：如4月沥青开工率24.9%，较3月小幅回落，仍处于历史低位；挖掘机销量、水泥等建材价格增速也继续处于低位。往后看，专项债资金支撑仍强；财经委会议强调全面加强基础设施建设，维持前期观点：预计2022年新老基建共同发力，基建投资可能升至8%或更高。

>制造业投资高位继续回落，韧性仍强，企业预期继续恶化。1-4月制造业投资累计同比12.2%，较1-3月的15.6%继续回落，韧性仍强。4月企业投资前瞻指数等继续大幅回落，企业预期继续恶化。总体看，2022年制造业投资有望高增、韧性强，节奏上前高后低。

3) 供给端：工业生产增速转负，5月疫情拖累仍明显。4月工业增加值当月同比-2.9%，较3月同比的5.0%明显回落，季调环比-7.1%，与发电耗煤、制造业PMI大幅回落的走势一致。分行业看，汽车、医药、饮料、非金属矿物制品行业生产回落较多。往后看，5月疫情虽然趋于好转，但从发电耗煤等高频指标看，预计疫情对工业生产仍有明显拖累。

4) 就业端：城镇失业率破“6”，青年失业率创新高。4月城镇调查失业率续升0.3个百分点至6.1%，连续6个月上行，创有数据以来新高；31个大城市调查失业率续升0.7个百分点至6.7%，16-24岁青年调查失业率高达18.2%，就业形势较为严峻，稳就业政策亟待发力。

风险提示：疫情、外部环境、政策力度等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

执业证书编号：S0680120070018

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《高频数据半月观—需求消失，不只是“疫情”所困》2022-05-15
- 2、《常态化核酸成本、效果的测算》2022-05-14
- 3、《房贷“再负”，社融“腰斩”，有望“降息”》2022-05-13
- 4、《目前就业压力究竟有多大？》2022-05-12
- 5、《疫情冲击全面显现—4月PMI的5大信号》2022-04-30

内容目录

消费端：跌幅超预期，除了疫情冲击，更需关注居民信心恶化	3
投资端：地产再度探底，基建和制造业投资高位小降	4
地产投资：继续探底，销售、新开工大降	4
基建投资：高位小幅回落，后续空间仍大	5
制造业投资：高位继续回落，韧性仍强，企业预期持续恶化	6
生产端：工业生产增速转负，5月疫情拖累仍明显	6
就业端：城镇失业率破“6”，青年失业率创新高	8
风险提示	8

图表目录

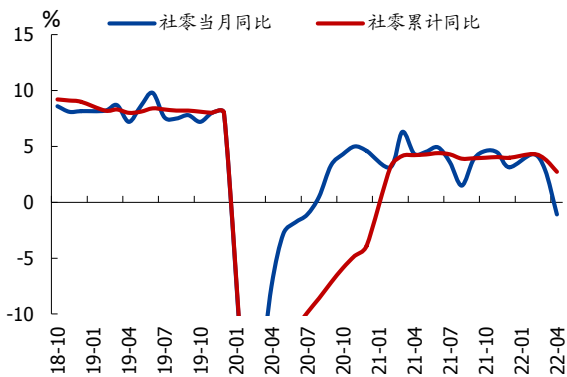
图表 1: 社零当月和累计同比增速	3
图表 2: 餐饮消费增速继续下滑	3
图表 3: 分行业消费增速变动	3
图表 4: 固定资产投资增速变化	4
图表 5: 商品房销售增速大幅下行	4
图表 6: 土地成交增速继续回落	4
图表 7: 地产投资增速变动	5
图表 8: 地产新开工、施工、竣工增速	5
图表 9: 基建投资增速变动	5
图表 10: 多个基建类中高频指标仍在低位	5
图表 11: 制造业投资韧性较强	6
图表 12: 企业投资预期大幅恶化	6
图表 13: 5月以来沿海八省发电耗煤跌幅收窄，但仍低于 2021 年水平	7
图表 14: 工业生产明显回落	7
图表 15: 服务业生产大幅下滑	7
图表 16: 分行业工业增加值增速变动	8
图表 17: 失业率攀升至近年来高位	8
图表 18: 青年失业率创历史新高	8

消费端：跌幅超预期，除了疫情冲击，更需关注居民信心恶化

4月消费大跌，下行幅度超预期。疫情冲击下，4月社零当月同比回落至-11.1%，大幅低于市场预期的-6%左右，较3月的-3.5%大幅回落7.6个百分点；4月社零三年平均增速为-1.1%，较3月的平均增速2.9%回落4.0个点。

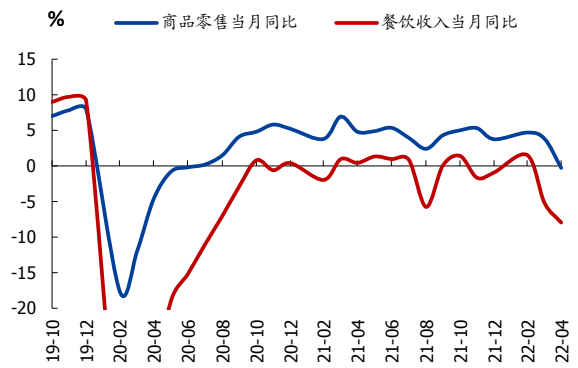
消费超预期下行，除了疫情冲击，还有居民信心的恶化。此前我们在报告《全面评估当前疫情的经济影响与演变特征》中测算，本轮疫情拖累4月社零可能约7%左右，但考虑到4月社零的基数下降（2021年3、4月社零当月平均增速分别为6.3%、4.3%），7.6个点的回落幅度明显偏大，指向除疫情直接冲击外，内外经济环境恶化，居民收入预期、信心大幅下行，导致消费意愿下滑的影响愈发凸显；反映为近期地产持续松动下，4月房贷再度负增；一季度居民储蓄意愿高位上行，消费和投资意愿则低位继续下滑。

图表1：社零当月和累计同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表2：餐饮消费增速继续下滑

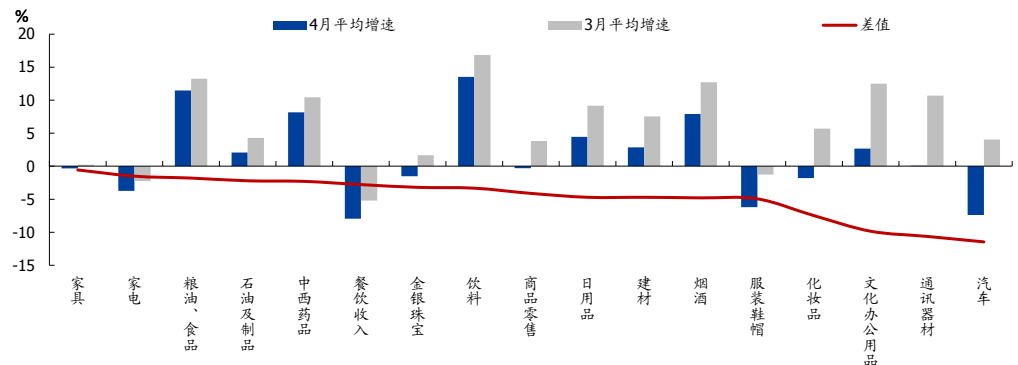


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

结构看，汽车、升级类消费跌幅最大，地产系、食品消费跌幅较小。

- 商品消费方面，4月商品零售同比-9.7%，三年复合增速-0.3%，较3月平均增速的3.8%回落，其中粮油食品增速维持高位，必选消费韧性凸显；汽车、通讯器材、文化办公用品等升级类可选消费跌幅较大，反映居民消费能力和消费意愿的下滑。
- 餐饮消费方面，4月餐饮消费同比-22.7%，三年复合增速-8.0%，较3月平均增速的-5.2%继续回落，疫情冲击显著。

图表3：分行业消费增速变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

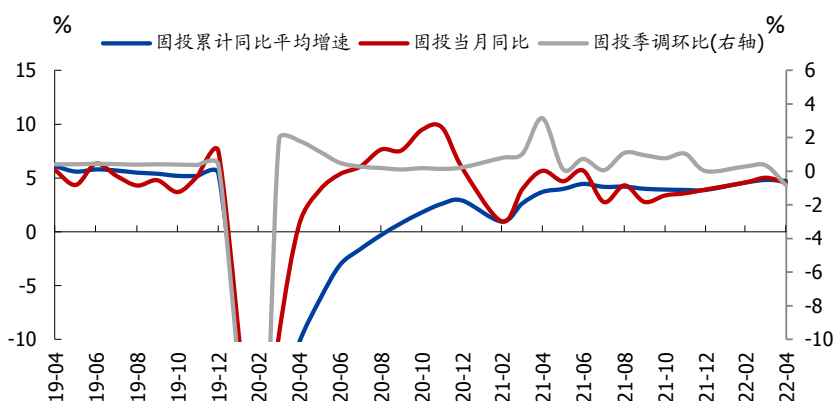
往后看，随着国内疫情逐步受控，各地常态化核酸的推广，年内消费增速有望逐步触底反弹；但从五一假期消费等高频数据来看，5月消费仍不容乐观。

投资端：地产再度探底，基建和制造业投资高位小降

根据统计局数据，1-4月固定资产投资同比6.8%，基本符合市场预期，较1-3月的9.3%回落，三年平均增速4.7%，较1-3月的4.8%微降；3月季调环比-0.8%，较3月的0.4%显著下滑。据我们测算，基数调整后，4月固定资产当月同比2.3%，较3月的7.1%下滑，三年平均增速4.5%，较3月的5.0%回落。

结构看，地产投资继续探底，基建投资、制造业投资高位小降。

图表4：固定资产投资增速变化

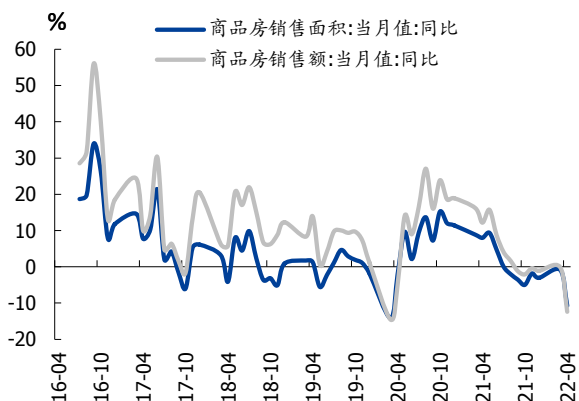


资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021、2022年增速为较2019年同期平均增长

地产投资：继续探底，销售、新开工大降

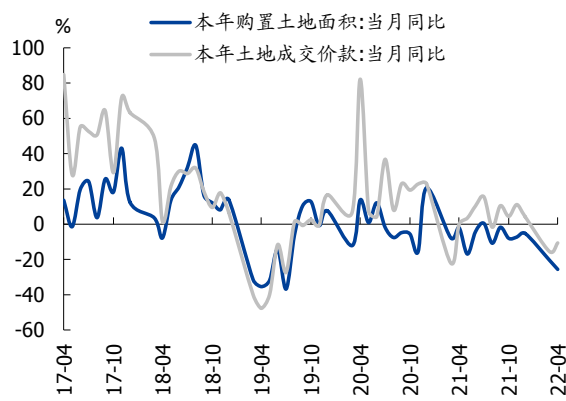
地产销售大降。4月商品房销售面积同比-39.0%，较3月回落21.3个点，三年平均增速-10.7%，较3月平均增速回落9.9个百分点。土地成交继续回落。4月土地购置面积当月同比-57.3%，较3月回落16.3个点，三年平均增速为-25.7%，也较3月回落。

图表5：商品房销售增速大幅下行



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

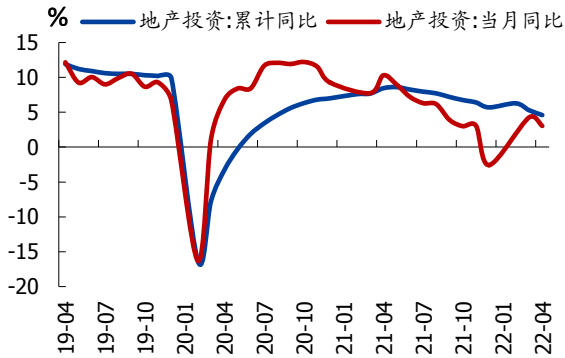
图表6：土地成交增速继续回落



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

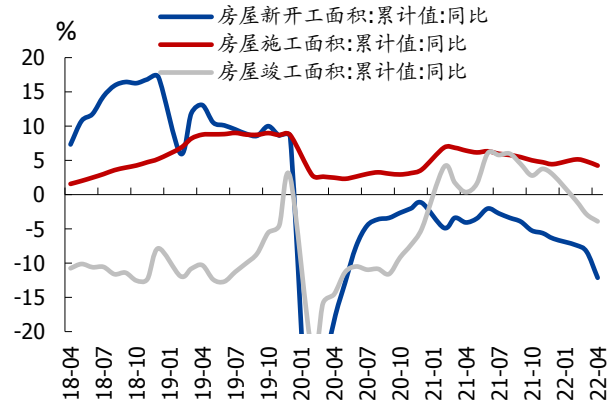
地产投资再度回落。1-4月地产投资同比-2.7%，较1-3月回落3.4个百分点，三年平均累计同比4.6%，较1-3月回落0.7个百分点；4月地产投资当月同比-10.1%，较3月回落7.7个百分点，三年平均3.0%，较3月回落1.2个百分点。开工施工竣工普遍回落，新开工加速下行。1-4月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-26.3%、0%、-11.9%，三年平均增速分别为-12.1%、4.2%、-3.9%，普遍较1-3月回落，其中新开工面积增速下行最多。

图表7: 地产投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表8: 地产新开工、施工、竣工增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

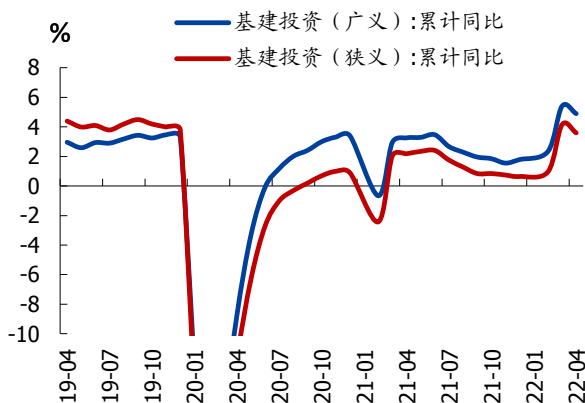
4月地产数据与中观高频数据变动方向一致，跌幅差距也明显收窄。4月百强房企操盘销售额同比-58.4%、30大中城市商品房成交面积同比-50.9%，虽仍大于本月统计局公布的商品房销售跌幅，但跌幅差距较1-3月明显收窄。

年初以来，地产政策持续松动，地产景气则继续下滑，尤其是4月疫情全面冲击下，地产景气大幅下行，再度探底；但地产是稳增长的重要抓手，5月15日央行已经统一下调首套房贷款利率下限20BP，信号意义显著，后续需求端（居民）和供给端（房企）进一步松动可期，尤其关注核心一二线地产可能松绑。

基建投资：高位小幅回落，后续空间仍大

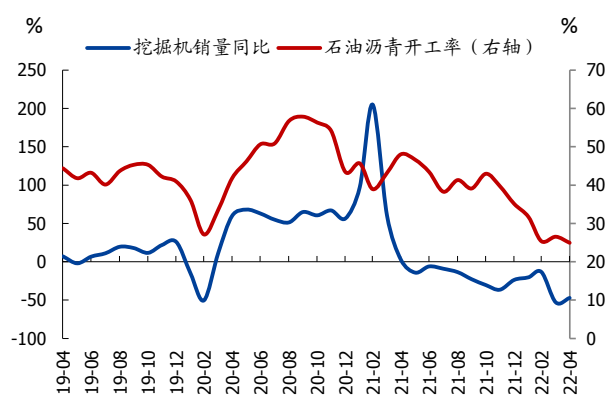
基建投资增速高位小降。根据统计局数据，1-4月广义、狭义基建投资同比分别为8.3%、6.5%，三年平均增速分别为4.9%、3.6%，均较1-3月同比的10.5%、8.5%，三年平均增速的5.4%、4.2%小幅回落，与4月土木工程建筑业PMI高位小降的走势一致。

图表9: 基建投资增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表10: 多个基建类中高频指标仍在低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

4月基建数据与中高频指标走势一致，但幅度差别仍较大。如4月沥青开工率24.9%，较3月小幅回落，仍处于历史低位；挖掘机销量、水泥等建材价格增速继续处于低位。

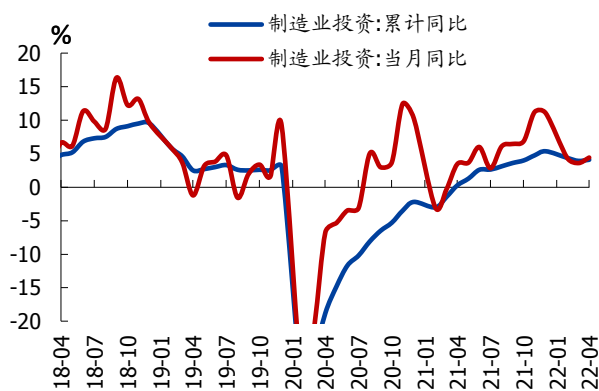
往后看，截止5月中旬，地方政府新增专项债已发行约1.6万亿元，叠加去年Q4结转的1.2万亿，基建投资的资金支撑仍强；4.26中央财经委会议强调，全面加强基础设施建设，打开基建中长期空间（可参考《基建的中长期空间打开—兼评财经委基建专题会议》）。维持前期观点：预计2022年新老基建共同发力，基建投资可能升至8%或更高。

制造业投资：高位继续回落，韧性仍强，企业预期持续恶化

制造业投资增速继续回落。根据统计局，1-4月制造业投资累计同比12.2%，较1-3月的同比15.6%继续回落；三年平均增长4.1%，较1-3月平均增速3.9%微升，韧性仍强。

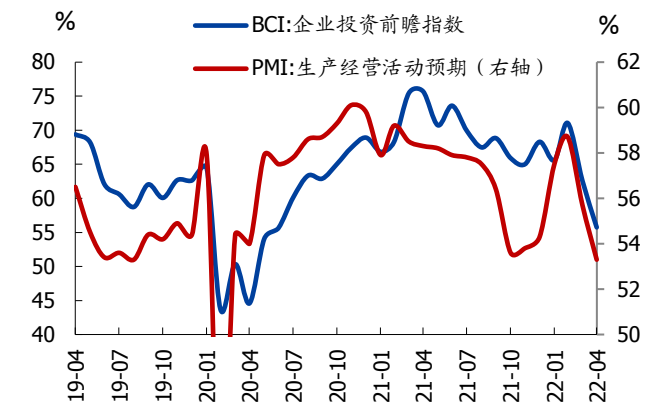
企业预期大幅恶化。4月PMI生产经营活动预期继续回落2.4个百分点至53.3%，企业投资前瞻指数大幅回落6.8个百分点至55.7%，均创2020年下半年疫情受控以来新低，反映企业预期短期内持续明显恶化。

图表 11: 制造业投资韧性较强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021-2022年增速为较2019年同期平均增长

图表 12: 企业投资预期大幅恶化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，维持此前观点，前期利润高增的支持下，预计2022年制造业投资韧性仍强；但制造业投资与出口增速走势较为同步，且经济压力较大，全年看仍趋回落。

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_41924



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn