

不要浪费任何一次冲击。疫情冲击也不例外。

我们知道今年4月中国经历了一场罕见的疫情冲击，各项经济读数毫无悬念下行，这一点已在市场预期之内。尤其是4月消费、工业生产和房地产链，三大经济板块大幅走弱，相关指标读数幅度直逼2020年2月，对此市场业已做出充分的心理铺垫。本月数据解读，总量下行趋势并不是我们最关心的。

相较总量趋势，我们更加关心4月疫情冲击背后蕴含的结构影响。因为结构差异可以给出更多信息——疫情冲击之下，谁承担了更多成本？复工复产之时，谁的修复弹性更大？

➤ **综合出口、金融和PMI数据，4月经济数据描绘了这样一幅结构分化的图景。**

需求板块方面，消费和地产受冲击最大。

出口增速从一季度的15.8%下降至4月的3.9%，虽然降幅约12个百分点，4月出口同比依然维持正值。基建和制造业投资相对韧性，地产和消费这两块内需降幅较大。4月社零和地产投资走出了双位数负增长（-11%和-10%）。

地产投资方面，中西部受影响大于东部地区。

本月东、中、西部房地产投资同比，分别较上月回落6个百分点、9.7个百分点和9.8个百分点。4月中西部地区地产投资受疫情冲击大于东部地区。

工业生产方面，中下游受影响大于上游产业。

4月中游设备制造、原材料加工、消费品制造业的增加值同比分别为12.8%、-11.4%和-18.9%，较上月分别回落9.3%、24.5%和44.6%。越靠近终端消费的制造业，受疫情冲击越大，越靠近上游的采矿业，受疫情影响越小。4月原材料加工业的工增同比回落幅度大于中游制造业，或因地产投资过于疲弱有关。

经济部门方面，私营部门大于国有部门。

同比口径，4月社零（-11.1%）表现最差，其次是房地产开发投资（-10.1%），然后是工增（-2.9%）、基建投资（4.3%）和制造业投资（6.4%）。我们知道越靠近消费、地产和下游制造业，越是民营企业集中；越靠近基建和上游工业，越是国有企业集中。

就业方面，青年就业承压大于其他人群。

本月16-24岁调查失业率高达18.2%，高于2020年2月（13.6%），创下历史新高。

➤ **我们可以得到两点结论**

第一，疫情冲击之下，谁来承受更多成本？

本轮华东疫情之下，地区影响是中西部大于东部，产业影响是中下游大于上游，部门影响是私营部门大于国有部门，人口影响是青年就业承压大于其他人群。

第二，复工复产之时，谁将迎来更大弹性修复？

既然疫情之下，经济板块的韧性优先排序为：出口、生产、地产和消费。则后续复工复产推进之时，经济修复的弹性排序大概率也是出口、生产、地产和消费；并且东部地区强于中西部地区。

4月宏观经济数据清晰地向我们展示了，疫情冲击的不仅是总量经济，还进一步固化原有经济结构，损耗潜在经济增长。当下疫情防控加大财政收支缺口，尤其加大财政收入下滑压力。坚持“动态清零”原则下积极推进复工复产，尤为迫切。

此外，坚持“动态清零”总原则下，通过高频次的常态化核酸检测，尽早发现传染源，精细调控，控制传染范围，尽量压缩静态管理时长和地域范围，这或许是未来更加经济也更加有效的抗疫模式。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；海外地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

一、4月经济下行压力紧逼 2020年2月	3
二、从经济结构看疫情冲击影响由谁承担	3
三、从就业结构看疫情冲击由谁承担	5
四、坚持“动态清零”原则下尽快复工复产	6
五、风险提示	7
插图目录	8

一、4月经济下行压力紧逼 2020 年 2 月

疫情冲击之下，4月各项经济指标读数毫无悬念地拐头向下。过去一个月，市场已经通过各项微观高频数据，验证4月经济下行力度直逼2020年年初。

4月表现最糟糕的是社零、工增和房地产投资。

同比口径，4月社零同比-11.1%，工增同比-2.9%，房地产投资同比-10.1%，纵向对比历史，本月社零和工增同比为历史次低，仅次于2020年疫情期间（-20.5%、-13.5%和-16.3%）。

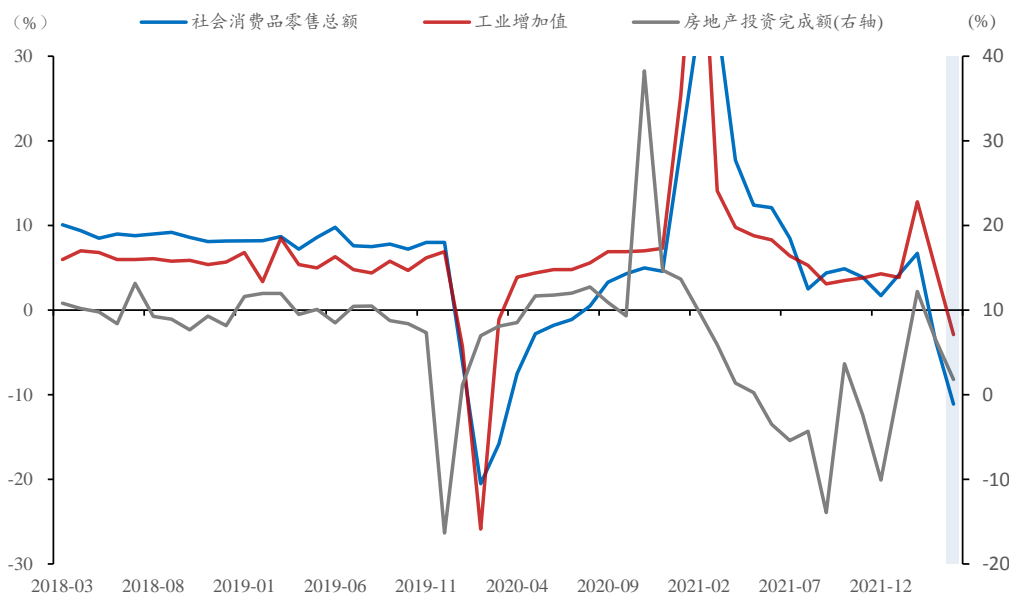
环比口径，4月工增环比接近2020年2月。本月-7.1%与2020年2月-22.1%是工增环比历史上唯二的负读数。

4月基建和制造业投资表现尚可，好于其他经济板块。

4月基建和制造业同比读数分别为4.3%和6.4%，虽较上月明显下滑（11.8%和11.9%），增速绝对水平仍然高于2021年全年复合同比（1.8%和5.4%）。基建和制造业投资韧性或与两点因素有关，一是基建资金充裕且项目充足，二是制造业投资受益于增值税留退税。

2020年疫情爆发以来，中国已经经历大大小小五轮本土疫情。2021年大部分本土疫情对经济带来的负面扰动有限。本轮疫情对经济的影响明显大于去年本土疫情，疫情影响经济的程度直逼2020年初疫情，消费、地产和工业生产三块领域体现的尤甚。

图1：4月社零、工增和房地产投资表现糟糕（指标同比）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

二、从经济结构看疫情冲击影响由谁承担

本轮疫情冲击力度及所致影响，市场之前已经有充分心理铺垫。这次4月经济数据公布之后，我们不再过多关注经济下行的总面压力有多大，而将更多注意力聚焦于本轮疫情的结构冲击。

通过观察结构性影响，我们能够更加清晰地感知，本轮疫情冲击，最终引致哪些部门承担更多成本。换言之，本轮疫情冲击更多由谁“买单”？

立足需求、产业好地区结构，我们最终发现本轮疫情在结构冲击上存在四点特征。以下“>”符号表示经济板块受本次疫情冲击的影响幅度，前者大于后者。

总量需求方面，内需>外需。

本轮疫情之所以区别于 2021 年其他几轮本土疫情，核心原因在于本轮疫情约束供应链，进而冲击出口和工业生产。即便如此，我们发现 4 月出口所受影响，程度上仍小于内需。

4 月出口同比 4%，较一季度 15.8% 下降 12 个百分点，但不论如何 4 月出口仍维持了正个位数增长。4 月社零同比双位数负增长（-11.1%）；同样作为重要的内需，4 月地产投资也触及双位数负增长。

内需板块方面，消费>地产投资>基建投资>制造业投资

同比口径，4 月社零（-11.1%）表现最差，其次是房地产开发投资（-10.1%），然后是工增（-2.9%），基建投资（4.3%）和制造业投资（6.4%）。

这一冲击影响链条意味着，越靠近终端居民投资和消费行为的板块，表现越弱。以消费和地产为典型代表。

工业生产方面，消费品制造>原材料加工>中游设备制造>采掘业。

4 月采矿业、高技术产业（多为中游设备制造业）和制造业的工业增加值同比分别为 9.5%、4% 和 -4.6%。4 月中游设备制造、原材料加工和消费品制造的制造业增加值同比分别为 12.8%、-11.4% 和 -18.9%，分别较上月回落 9.3%、24.5% 和 44.6%。

上述数据表现我们发现，越靠近终端消费的制造业，受疫情冲击越大，越靠近上游的采矿业，受疫情影响越小。唯一值得关注的是，4 月原材料加工工业工增同比回落幅度大于中游制造业，或因地产投资过于疲弱有关。本质上依然体现出这样的特征，越靠近终端消费，受疫情冲击越深。

房地产投资方面，西部>中部>东部。

4 月东、中、西部房地产开发投资，同比分别较上月回落 6 个百分点、9.7 个百分点和 9.8 个百分点。4 月疫情冲击下，西部地区房地产受疫情冲击幅度，大于中部地区，也大于东部地区。

房地产投资主要与两个因素有关，房企融资条件和房地产销售景气度。东中西部地区差异，显示了本轮疫情扰动下，中西部房地产市场反而受更多影响。

疫情之下，经济板块的韧性优先排序为：出口、生产、消费和地产。

因为海外需求仍在，典型例证是 4 月越南出口同比再度上行。4 月出口下行主要与国内供应链约束有关。后续复工复产推进，出口链条将迎来反弹。

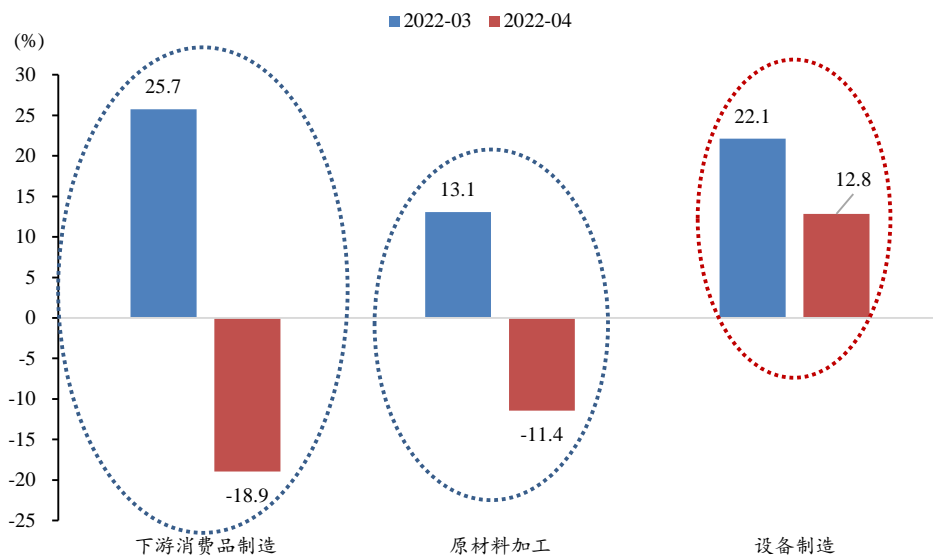
这就意味着疫情以来，生产强于消费、外需强于内需的格局会重演，届时反弹幅度排序或是出口、生产、地产和消费。

就地区经济而言，无论出口、生产、消费和地产都是东部地区更具优势。**若后续复工复产推进，经济弹性修复的幅度也是东部强于中西部。**

任何一次外生冲击，对经济的影响都不可能是均匀的，本轮疫情亦是如此。本轮疫情的结构冲击以及后续复工看似恢复原状。然而这个过程中，隐含的疫情冲击成本可能并非简单地平摊。**反常识的是，疫情前阶段性受益的经济板块和地区（东部地区、出口链和制造业生产），经历本**

轮疫情中，承担的成本更小，后续修复弹性更大。

图 2：制造业投资同比增速



资料来源：Wind, 民生证券研究院

三、从就业结构看疫情冲击由谁承担

与快速下滑的经济指标相呼应，4月就业状况快速恶化。

本月失业率几乎是历史最差水平。

城镇调查失业率再次上升，6.1%的读数水平几乎持平于2020年2月（6.2%），为历史次高。同为本土疫情，去年失业率优于今年。原因在于去年出口和制造业生产较为景气，制造业吸纳了一部分就业，故而去年失业压力主要集中在非制造业。

本轮华东疫情冲击供应链，工业生产和出口同样受到扰动，制造业失业率也在走高，这是今年4月华东疫情区别于去年几轮本土疫情最大差异之处。作为印证，我们看到今年3月以来，制造业PMI和非制造业PMI双双大幅下降，与4月6.1%的历史次高失业率相呼应。

当下青年就业问题相对更为严重。

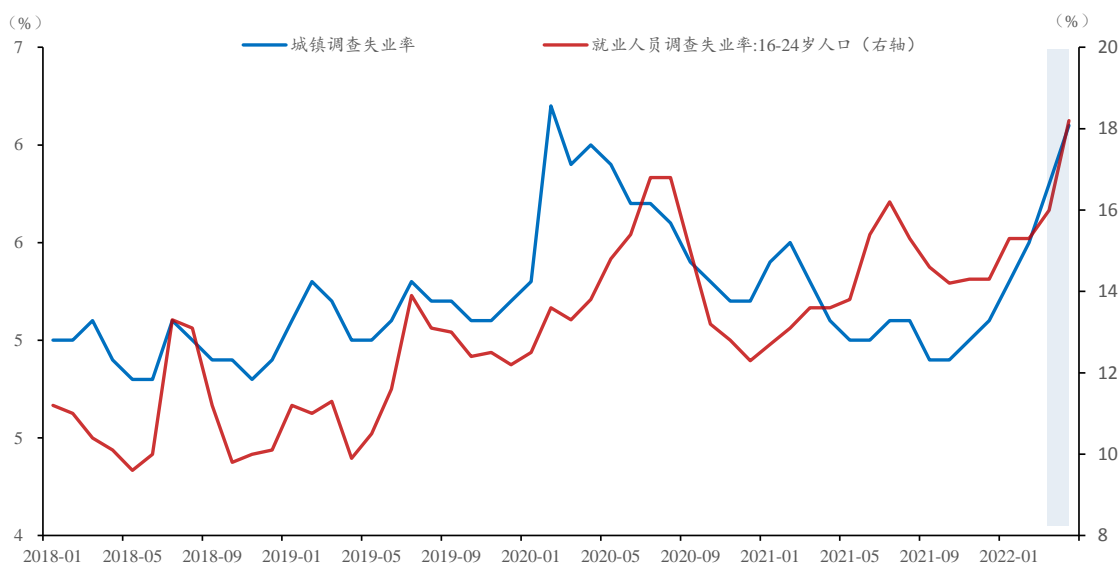
本月16-24岁调查失业率高达18.2%，甚至高于2020年2月（13.6%），创下历史新高。更令人值得担忧的是，今年青年就业压力仍有可能进一步提升。原因有二：

第一，16-24岁调查失业率会随季节性进一步上升，通常季节性高点在7-8月。

第二，今年大学生毕业新增人数远超以往。根据教育部，2022年，普通高校毕业生生人数预计达到1076万人，环比增加167万人。而过去十年间，这一数字仅为约30万人。

结构性失业问题意味着，疫情冲击下年轻人以及劳动密集型就业人员将承担更多压力。

图 3：青年就业问题更加凸显



资料来源：Wind, 民生证券研究院

四、坚持“动态清零”原则下尽快复工复产

我们愿意相信疫情对当下经济冲击更多是短期性质。随着疫情约束放开之后，我们会看到出口、生产、消费等板块修复。然而必须承认的是，疫情对经济的冲击存在明显的结构差异。受疫情冲击影响大的群体，实则承担更多疫情冲击的成本，这是我们无法逃避的客观事实。

本轮华东疫情之下，地区影响是中西部大于东部，产业影响是中下游大于上游，部门影响是私营部门大于国有部门，人口影响青年就业承压大于其他人群。

疫情冲击的不仅是总量经济，还进一步固化原有经济结构，损耗潜在经济增长效率。再者，当下疫情防控加大财政收支缺口，尤其是加大财政收入下滑压力。坚持“动态清零”原则下积极推进复工复产，尤为迫切。

目前我们已经看到中央层面复工复产的决心和措施。4月29号，政治局会议提出“保障城市核心功能运转，确保产业链供应链畅通，保障农业生产供给”。4月30日，国务院常务会议中

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_41925

