

4月经济数据：供应链是经济修复关键

核心观点

4月疫情形势较为严峻，经济社会生产生活受到较大影响。供应链受阻和复工复产较缓对企业生产影响较大，工业增加值同比-2.9%，较前值5%回落。消费方面，4月疫情贯穿始终，消费场所大量关闭，线下消费受到一定冲击，与此同时，物流不畅导致线上消费同样受到影响，4月社零增速回落至-11.1%。投资方面，房地产投资保持回落态势，制造业和基建受疫情扰动较小，增速略有回落。

我们认为，供应链是经济修复关键，未来重点关注常态化核酸检测实施后的经济复苏。通过高频次、饱和式的人员筛查，第一时间发现疫情并及时扑灭，降低严格静态管理的概率，在付出一定时间和财务成本的基础上，实现人与物的自由流动。我们维持全年经济走出耐克型走势的判断，二季度经济探底，下半年涅槃重生。

大类资产方面，我们认为最大预期差在常态化核酸检测带来的人员流动提高，重点关注与之相关的航空、机场、旅游、酒店、餐饮等消费产业链。此外，继续看多稳增长链条，如金融、地产、建筑、建材，也提示关注美债收益率见顶后成长股企稳向上。固收方面，预计此后10年期国债收益率在2.7%-3%区间宽幅震荡，三季度达到高点3%，收益率曲线重回陡峭化。

□ 疫情形势较为严峻，就业市场持续承压

4月全国城镇调查失业率为6.1%，较3月上升0.3个百分点，4月疫情形势严峻，就业持续承压。疫情面广、点多且频发，工业、服务业生产放缓，员工薪酬、房屋租金、经营贷款等现金流压力与日俱增，用工需求收缩。国常会连续三周对保就业工作部署具体要求，未来就业优先政策将持续发力，重点为企业纾困，缓解企业现金流压力，新一轮的特别国债有望推出。

□ 疫情严峻生产滑坡，工业触底未来可期

4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，较前值5%回落较大，大幅低于市场及我们预期。除去年同期高基数影响外，主因在于本轮疫情较为复杂，供应链受阻严重，使得工业产业链的中间产品及产成品运输不畅，企业生产原料供应不足同时产成品被动垒库影响生产，对地方稳增长进程产生巨大扰动，使得工业生产大幅滑坡。疫情严峻冲击线下消费，4月份服务业生产指数同比增速下探至-6.1%。随着国内疫情形势逐步改善，工业生产有望逐步修复，未来在常态化核酸检测背景下，“以快制快”有望及时精准防控，降低疫情大面积扩散的可能性，有利于工业稳增长下半年顺利推进。

□ 线上线下均受影响，消费回落幅度较大

4月社会消费品零售总额同比-11.1%，前值-3.5%，低于市场一致预期-5.9%。4月疫情贯穿整月，社零回落幅度较大。其一，疫情严峻导致消费场所大量关闭，线下消费受限；其二，物流不畅导致线上消费同样受到影响，实物网上零售额当月同比转负；其三，汽车零售回落幅度较大，主要受生产停滞、终端闭店影响。

□ 投资需求平稳增长，疫情对制造业和基建投资冲击较为有限

1-4月全国固定资产投资(不含农户)同比增长6.8%，略高于市场一致预期6.5%(Wind一致预期)，但低于我们的预期。其中，房地产开发投资同比下跌2.7%，基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长6.5%，制造业投资同比增长12.2%。从当月同比增速看，房地产、基建和制造业的同比增速分别为-10.1%、3.0%和6.4%。展望年内后续走势，我们认为基建投资大概率震荡走高后回落，制造业投资受产业基础再造、强链补链等支撑不宜悲观，房地产投资预计有望实现正增长。

风险提示：疫情超预期恶化；政策落地不及预期；地缘政治冲突超预期。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：zhanghao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120070054

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

联系人：潘高远

执业证书编号：S1230121070015

邮箱：pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

- 1《4月数据预测：供需双弱，关注增量工具》2022.05.01
- 2《3月及一季度经济数据：目标或切换至保就业》2022.04.18
- 3《3月数据预测：预计一季度GDP同比增长5.4%》2022.04.01
- 4《1-2月经济数据：经济开门红兑现》2022.03.15
- 5《1-2月数据预测：稳增长发力，开门红可期》2022.02.28

正文目录

1. 4月疫情影响较大，未来供应链是经济修复关键	3
2. 疫情形势较为严峻，就业市场持续承压	3
3. 疫情严峻生产滑坡，工业触底未来可期	4
4. 线上线下均受影响，消费回落幅度较大	6
5. 4月投资增速边际放缓，基建、制造业韧性较强	7
5.1. 1-4月制造业投资累计增速12.2%，高技术制造业是重要支撑	9
5.2. 无惧疫情扰动，基建发力兑现	10
5.3. 地产：预计政策放松将助力地产投资当月增速将在Q2止跌	11
风险提示	15

表目录

图 1: 4月全国城镇调查失业率为6.1%，较3月上升0.3个百分点	3
图 2: 4月餐饮业PMI生产经营人员较3月下降10个百分点	4
图 3: 2月旅游业从业者稳定就业的仅占13.8%	4
图 4: 工业增加值主要门类：4月同比	5
图 5: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	5
图 6: 4月票房回落至10年之前水平	6
图 7: 民航执飞量处半年来低位	6
图 8: 快递吞吐量同比回落40%以上	6
图 9: 实物商品网上零售额转负	6
图 10: 疫情影响后，消费分化结构明显	7
图 11: 固定资产投资（不含农户）累计增速	8
图 12: 固定资产投资（不含农户）当月增速	8
图 13: 部分制造业子行业投资增速	9
图 14: 预计受益于政策刺激和低基数，基建后续回升可期	11
图 15: 各省基建投资占比	11
图 16: 房地产投资各项累计同比增速（%）	12
图 17: 30大中城市商品房销售面积累计增速（%）	14
表 1: 2022年首轮集中供地拍卖结果	13
表 2: 2022年至今三城放松棚改货币化政策	14

1. 4月疫情影响较大，未来供应链是经济修复关键

4月疫情形势较为严峻，经济社会生产生活受到较大影响。供应链受阻和复工复产较缓对企业生产影响较大，工业增加值同比-2.9%，较前值5%有所回落。消费方面，4月疫情贯穿始终，消费场所大量关闭，线下消费受到一定冲击，与此同时，物流不畅导致线上消费同样受到影响，4月社零增速回落至-11.1%。投资方面，房地产投资保持回落态势，制造业和基建受疫情扰动较小，增速略有回落。调查失业率进一步上行至6.1%，劳动力市场持续承压。

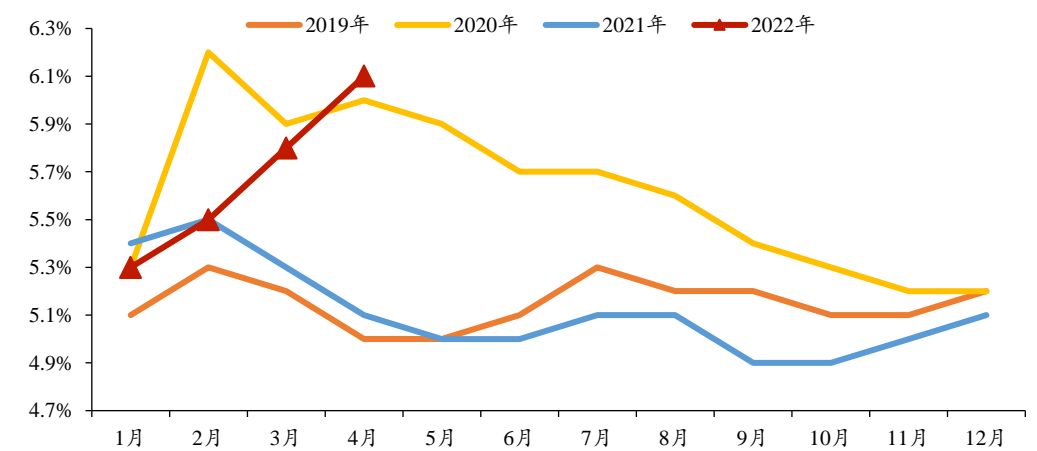
我们提示，未来重点关注常态化核酸检测实施后的经济复苏。通过总结两年多的抗疫经验，并结合奥密克戎毒株高速传播的特性，我国探索出一条新的防疫模式——常态化核酸检测，防疫思路从“灭火”转变成“防火”。通过高频次、饱和式的人员筛查，第一时间发现“火苗”并及时扑灭，即使有零星疫情，也难以形成规模性反弹，出现全城严格静态管理的概率也大大降低，在付出一定时间和财务成本的基础上，实现人与物的自由流动，使经济再次回到复苏轨道。我们维持全年经济走出耐克型走势的判断，二季度经济探底，下半年涅槃重生。

大类资产方面，我们认为最大预期差在常态化核酸检测带来的人员流动提高，重点关注与之相关的航空、机场、旅游、酒店、餐饮等消费产业链。此外，继续看多稳增长链条，如金融、地产、建筑、建材，也提示关注美债收益率见顶后成长股企稳向上。固收方面，预计此后10年期国债收益率在2.7%-3%区间宽幅震荡，三季度达到高点3%，收益率曲线重回陡峭化。

2. 疫情形势较为严峻，就业市场持续承压

4月全国城镇调查失业率为6.1%，较3月上升0.3个百分点，疫情形势较为严峻，就业市场持续承压。4月城镇新增就业121万人，较去年同期的140万人回落幅度较大，略低于2020年4月的125万人。

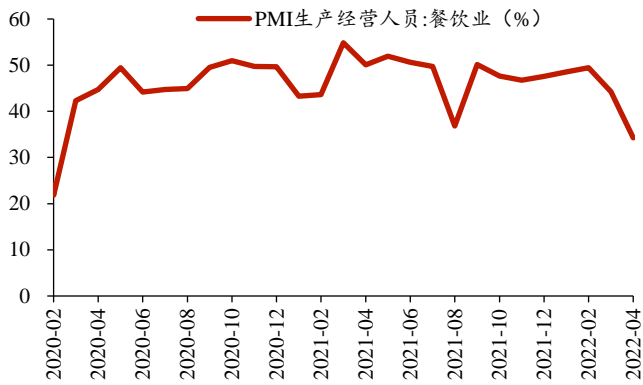
图 1：4月全国城镇调查失业率为6.1%，较3月上升0.3个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

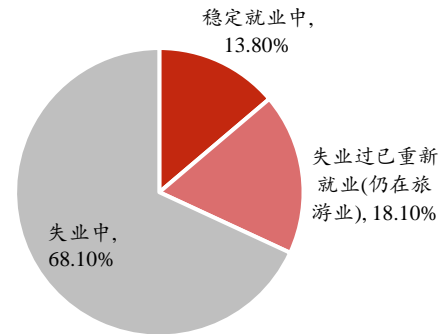
一方面，疫情面广、点多且频发，经济社会生产生活受到较大影响，用工需求收缩。住宿餐饮、批发零售、交通运输、租赁和商务服务业以及其他生活服务业等线下接触型行业景气度显著回落，其中4月餐饮业PMI从业人员指数较3月下降10个百分点，为2020年3月以来新低。另外，全国工商联旅游业商会发布的《疫情期间旅游业失业专项调研报告》显示，2022年2月旅游业从业者稳定就业的仅占13.8%，失业比重高达68.1%，近六成以上的从业人员失业时间已超过1年。

图 2：4 月餐饮业 PMI 生产经营人员较 3 月下降 10 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2 月旅游业从业者稳定就业的仅占 13.8%



资料来源：国家旅业网及全联旅游业商会，浙商证券研究所

另一方面，由于担心疫情从外省传入，各地物流管控趋严，上下游企业受到共振影响。以汽车行业为例，上海汽车生产停滞导致整个长三角地区汽车工业停摆，甚至波及到更远地区。根据乘联会数据，4月上海地区五家主力车企生产环比3月下降75%，长春地区合资主力车企生产下降54%，其他地区总体下降38%。我们看到，汽车产业链上游的全钢胎开工率和半钢胎开工率也显著下降。

国常会连续三周对保就业工作部署具体要求，未来就业优先政策将持续发力，重点为企业纾困，缓解企业现金流压力，新一轮的特别国债有望推出。4月27日国常会将阶段性缓交社保政策扩大到受疫情影响的所有困难中小微企业、个体工商户。5月5日国常会部署进一步为中小微企业和个体工商户纾困举措，如新增普惠小微贷款1.6万亿元、全面排查清偿拖欠的中小企业账款等。5月11日国常会强调，将就业放在突出位置，指出“财政、货币政策要以就业优先为导向”，要进一步研究运用多种政策工具，调动地方积极性并压实责任，切实稳岗位稳就业。往前看，随着上海疫情得到有效控制，复工复产、复商复市逐步落地，就业形势有望逐步好转。

3. 疫情严峻生产滑坡，工业触底未来可期

4月规模以上工业增加值同比下降2.9%，较前值5%回落较大，大幅低于市场及我们预期，主因本轮疫情较为复杂，供应链受阻严重，对地方稳增长进程产生巨大扰动，使得工业生产大幅滑坡。

4月疫情影响导致工业生产景气受挫较为明显。同时，供应链受阻使得工业产业链的中间产品及产成品运输不畅，企业生产原料供应不足同时产成品被动垒库影响生产。

从生产高频数据来看，4月汽车全钢胎、半钢胎开工率、PTA产量、主要港口煤炭调入量较上月均有不同程度回落，黑色系开工率及产量较上月相对平稳，但较去年同期降幅较大。从发电煤耗高频数据上来看，4月南方八省电厂日均耗煤量环比及同比均大幅回落，相较去年同期降幅约12.6%，体现此轮疫情波及面较广，各地以快制快封控阻止人流过程中，工业生产有所停滞。从数据上来看，主要快递企业吞吐较去年同期下降约37%，国内执行航班下降约80%，整车货运下降约26%，体现供应链受阻严峻。

4月疫情影响导致需求侧对工业生产支撑进一步走弱，结构上国内制造业投资相对积极、出口有韧性。在内需方面，制造业投资积极，地产投资和基建投资在今年稳增长目标下有望向好，但在供应链受阻和复工复产不足情况下阶段性受挫，对工业生产的支撑阶段性走弱但在疫情受控、供应链和复工复产恢复常态后有望继续发力。在出口方面，4月我国出口回落但仍有一定韧性，供应链不畅有所冲击但对出口影响较可控，我国在相关产业链供给（如机电产品）优势带动了永久性替代形成一定出口韧性，对制造业生产有所支撑。

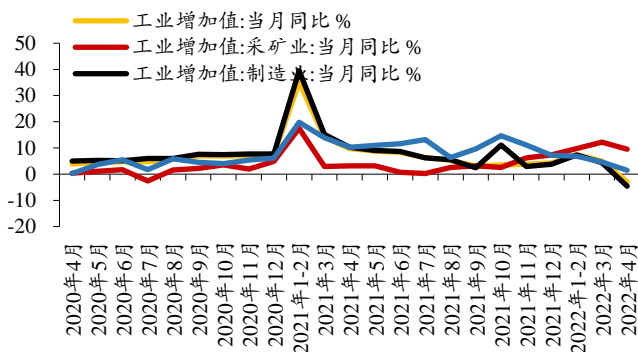
此轮疫情冲击对服务业的负面影响亦较为严峻。疫情严峻冲击线下消费，4月份服务业生产指数同比增速下探至-6.1%，前值为-0.9%，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情影响较大，对相关制造业产业链生产有所拖累。

从分项数据上看，3月份采矿业增加值同比增长9.5%、制造业下降-4.6%、电力、热力、燃气及水生产和供应业增长1.5%，制造业增速滑坡幅度较大。一方面，在能源保供政策延续，原煤仍保持较高增长，带动采矿业增速较强。另一方面，疫情导致的供应链冲击和停工停产对制造业负面影响较为严峻。

4月高技术制造业保持韧性，同比增长4.0%，体现我国高质量发展的趋势不变。分产品看，新能源汽车、太阳能电池、移动通信基站设备等绿色智能数字产品产量分别增长112.7%、27.5%、25.9%。我们主要关注的工业产品中，4月份除原煤（10.5%）高增、十种有色金属（0.7%）微增外，发电量（-4.3%）、汽车（-31.8%）、水泥（-18.9%）和钢材（-5.8%）均有所不同程度滑坡。

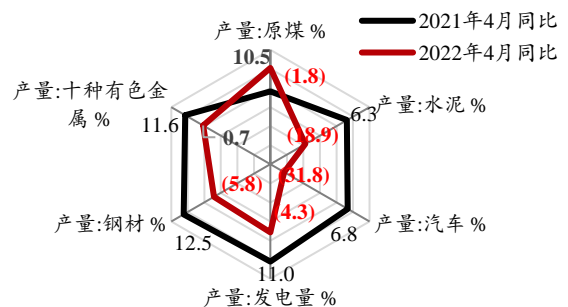
我们认为，5月疫情有所缓释但仍处攻坚阶段，全国供应链和工业企业复工复产有所修复，工业生产有望逐步修复，但完全恢复常态仍需待此轮疫情抗疫获胜。未来在常态化核酸检测背景下，“以快制快”疫情有望精准防控，极大地降低大面积扩散的可能性，有利于工业稳增长下半年顺利推进。

图 4：工业增加值主要门类：4月同比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：主要工业产品产量增速与去年同期对比



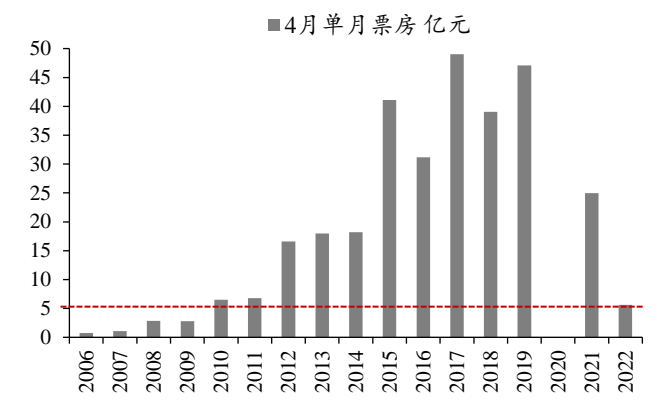
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 线上线均受影响，消费回落幅度较大

4月社会消费品零售总额同比-11.1%，前值-3.5%，市场一致预期-5.9%，更接近我们的预测。4月疫情贯穿整月，社零回落幅度较大。从三年复合增速来看，4月社零复合增速-1.1%，前值2.9%，社零修复再次受阻。

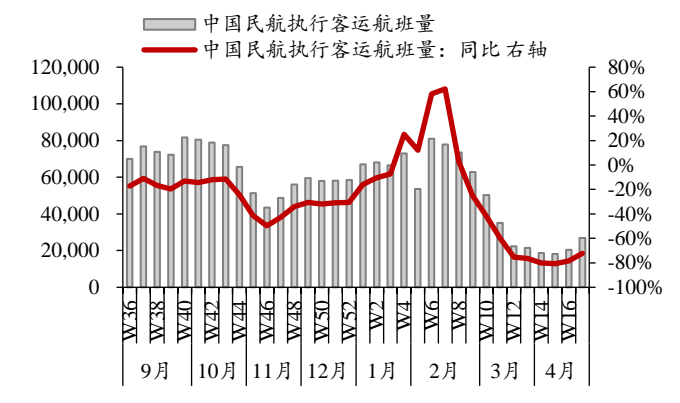
其一，4月疫情贯穿全月，新增感染者超过50万，线下消费受到直接冲击。吉林、长春、上海等地实施严格静态管理，广州、北京、合肥、芜湖、杭州等多地采取严格防范措施，线下消费场所大量关闭。高频数据显示，10城地铁客运量同比下降近40%；民航执飞量同比下降近80%；4月票房仅为5.6亿元，同比下降78%。

图 6：4月票房回落至10年之前水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

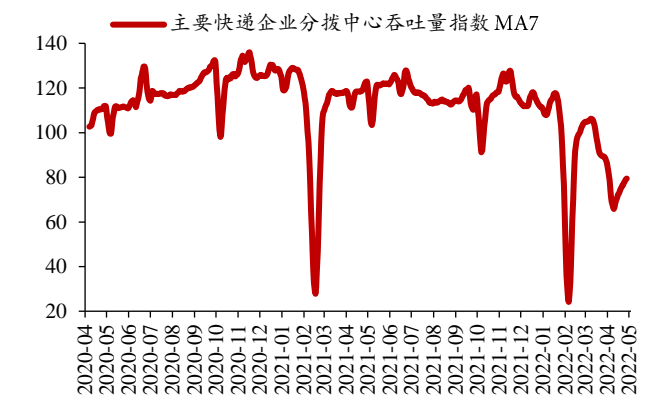
图 7：民航执飞量处半年来低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

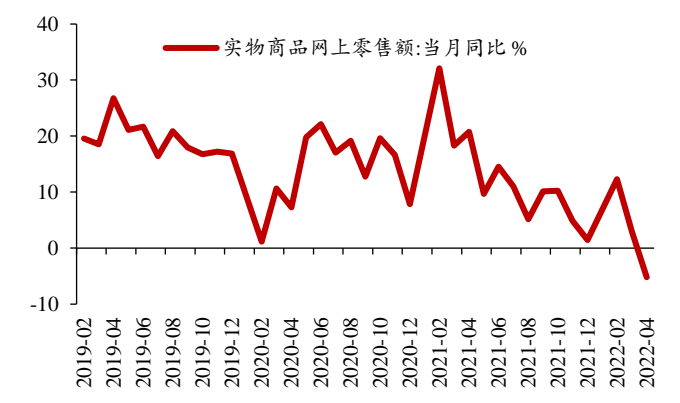
其二，疫情阻塞物流，线上消费不暢。疫情导致多地停发快递，高频数据显示，快递吞吐量自4月初快速下降，同比减少40%。20年武汉疫情发生后，“宅经济”、线上消费从一定程度上对冲了线下消费的萎缩，但此轮疫情线上消费亦受到影响。数据显示，实物商品网上零售额当月同比转负，比2020年2月更低。

图 8：快递吞吐量同比回落40%以上



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：实物商品网上零售额转负

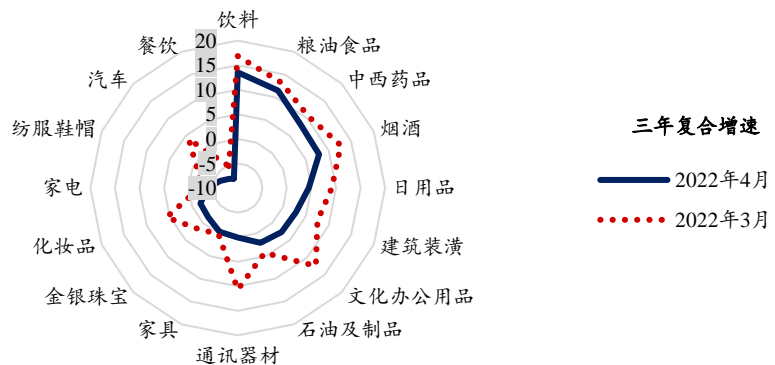


资料来源：Wind，浙商证券研究所

其三，受疫情影响，汽车再度减产减销。乘联会数据显示，4月广义乘用车销量106.2万辆，同比减少35%，受生产停滞、终端闭店影响较大。4月18日，上汽、特斯拉等重点汽车企业开始逐步复工复产，但由于人员到岗率低、零部件库存吃紧，整体产能率较低，临时停产时有发生。

从结构上看，由于疫情影响较大，除了必需品消费保持韧性之外，其他类别的消费出现了全面收缩。其中，食品饮料、中西药品、日用品等生活必需品零售额保持正增长；高社交属性消费，如餐饮、纺织服装持续垫底；地产后周期消费也呈现回落态势。

图 10：疫情影响后，消费分化结构明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

向前看，5月上海疫情得到显著控制，社零有望触底回升，但恢复到疫情水平仍需抱有一定耐心。随着新增感染人数中枢持续回落，上海于5月16日起开始推动复商复市，预计餐饮、美容美发、洗染等行业将逐步恢复运营，消费数据将开始好转。

未来，常态化核酸检测的推广有望助力消费确定性复苏。通过常态化核酸检测，在付出一定时间和财务成本的基础上，实现对于新冠疫情的有效防控，保障人与物的自由流动，是消费复苏的最大利好。未来即使出现零星疫情，也可以通过高频次核酸检查第一时间发现，疫情蔓延的概率极低，那么零星疫情的出现将不再影响居民出行以及线下消费行业的正常经营。消费场所能够稳定营业，消费者能够安心消费，经济进入“消费复苏→企业盈利上升→就业形势好转、员工收入上升→消费复苏”的正向循环，消费将进入供需双向扩张的新常态。

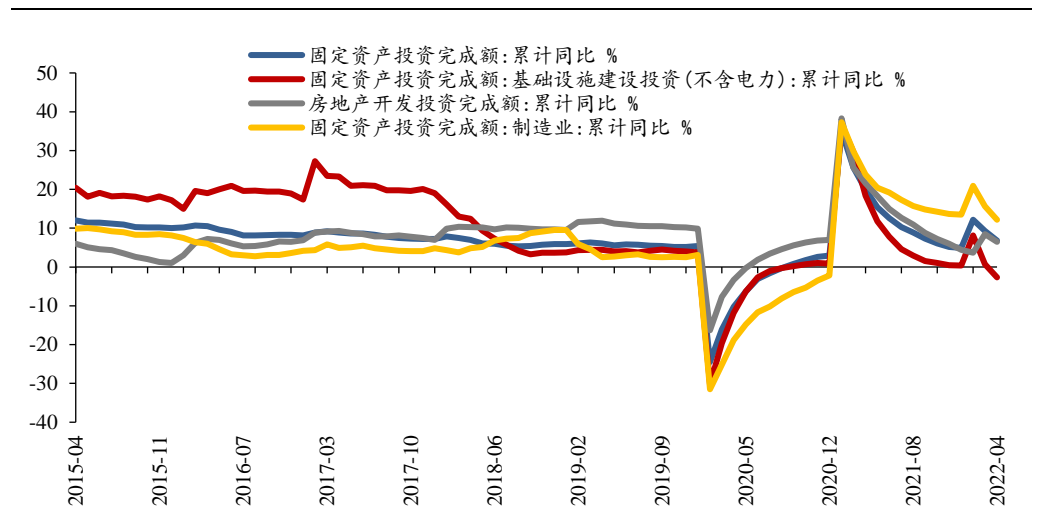
5.4 月投资增速边际放缓，基建、制造业韧性较强

据国家统计局，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%，小幅高于市场一致预期（Wind一致预期为6.5%），但低于我们的预期。基建和制造业是固定资产投资的主要支撑，其中：房地产开发投资同比下跌2.7%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.5%，制造业投资同比增长12.2%。从当月同比增速看，房地产、基建和制造业的同比增速分别为-10.1%、3.0%和6.4%。据我们测算，4月当月固定资产投资（不含农户）同比增长1.8%，较一季度下滑7.5个百分点。

点。从环比看，4月份固定资产投资（不含农户）下降0.82%，为近一年来首次转负，表明投资的恢复性增长动能受到负向影响。

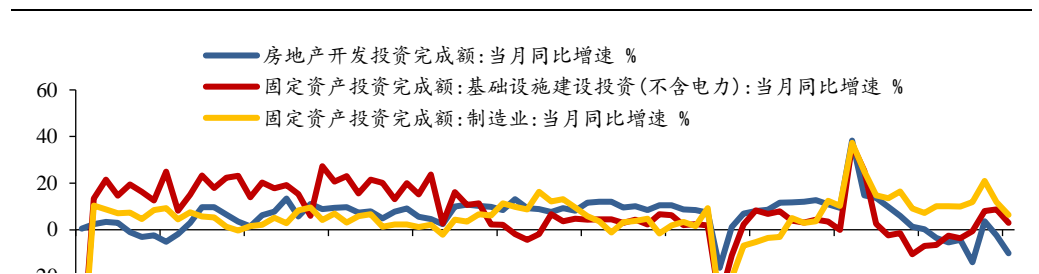
分产业看，第二产业资本开支仍然偏强，基础设施投资具有较强的逆周期宏观调控特征。据国家统计局数据，1-4月份，第二产业投资增长12.6%，其中：采矿业投资增长18.8%，制造业投资增长12.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长13.0%。尤其是高技术制造业延续了2021年以来的高景气度，1-4月份，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长30.8%、29.4%。此外，在政策靠前发力的驱动下，基建投资为对冲经济下行压力起到托底作用。1-4月份，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.5%。

图 11：固定资产投资（不含农户）累计增速



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 12：固定资产投资（不含农户）当月增速



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_41928



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>