

4月中国宏观数据点评—— 经济倒春寒，何时能回暖？

4月，中国经济遭遇倒春寒：制造业和非制造业 PMI 数据都显示经济周期正在探底（请见《[4月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善](#)》）；需求转弱、竞争回升、供应链受阻的三重考验下，出口延续边际回落（请见《[4月中国宏观数据点评——出口面临三重考验，进口结构分化显示“基建热、制造冷”](#)》）；工业生产放缓、投资整体偏冷、疫情导致消费继续下行。我们认为，4月的宏观数据客观反映了疫情对经济的冲击，各项表现均在预期之内。倒春寒后，何时回暖？考虑到经济存在结构性差异，我们认为各项回暖的时点和路径均不同：

- 4月，工业增加值同比下降2.9%，低于Bloomberg市场预期（+0.5%）和前期增速（3月为同比增长5.0%）。制造业工业增加值同比下降4.6%（3月为同比增长4.4%）。高新技术产品出口走弱，带动高技术制造业工业增加值的同比增速降至4.0%；汽车制造业（-31.8%）和通用设备制造业（-15.8%）的工业增加值同比增速领跌。供应链恢复预计将支撑5月制造业工业增加值环比增长，但在整体出口走弱预期下，内需回暖才能缓解制造业工业增加值的下行趋势。
- 4月，固定资产投资同比增速从前期的3.5%降至-0.7%，降幅（4.2个百分点）较前期（8.7个百分点）略有收窄。考虑到基数回落，制造业投资4月2.0%的同比增速反映出实体经济融资需求仍乏力。4月，房地产开发投资同比降幅从前期的-5.3%扩大至-12.9%。居民贷款需求低迷叠加疫情因素，4月新房销售额（-48.6%）和销售面积（-42.4%）的同比增速继续下行，降幅超过了2020年1-2月的水平。中国央行于5月15日下调了首套房利率下限，但我们认为，此次政策调整力度较有限，但信号作用明显。我们预计，中国央行未来仍存在降息的政策操作可能，以支撑投资增长。
- 4月，社消零售总额同比降幅从前期的-3.5%扩大至-11.1%，低于Bloomberg市场预期（-6.6%）。其中，商品零售的三年年均增速为-0.5%；餐饮收入的三年年均增速为-7.4%，疫情反弹的影响导致商品零售和餐饮收入不及疫情前的水平。我们认为当前的消费低迷并非可持续的。当疫情得到稳控后，消费将出现明显反弹，服务消费因弹性更大、将出现比商品零售更明显的回升。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022年05月17日

主要数据 (%)	22年 4月	22年 3月	22年 1-2月
工业增加值 同比增速	-2.9	5.0	7.5
固定资产投资 累计同比增速	6.8	9.3	12.2
房地产投资 累计同比增速	-2.7	0.7	3.7
社消零售总额 同比增速	-11.1	-3.5	6.7

资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

《[4月中国宏观数据点评——出口面临三重考验，进口结构分化显示“基建热、制造冷”](#)》（2022-05-11）

《[4月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善](#)》（2022-05-02）

《[3月中国宏观数据点评——一季度喜中隐忧，疫情影响复苏进程](#)》（2022-04-20）

《[2022年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不只是增长](#)》（2022-03-07）



扫码关注浦银国际研究

工业生产放缓，制造业首当其冲

工业生产整体放缓，三大门类工业增加值不同程度回落。4月，规模以上企业的工业增加值同比下降2.9%，低于Bloomberg市场预期(+0.5%)和前期增速(3月为同比增长5.0%)。4月，就工业增加值的同比增速而言，采矿业(9.5%)、公共事业(1.5%)、制造业(-4.6%)较前期分别回落2.7、3.1、9.0个百分点。

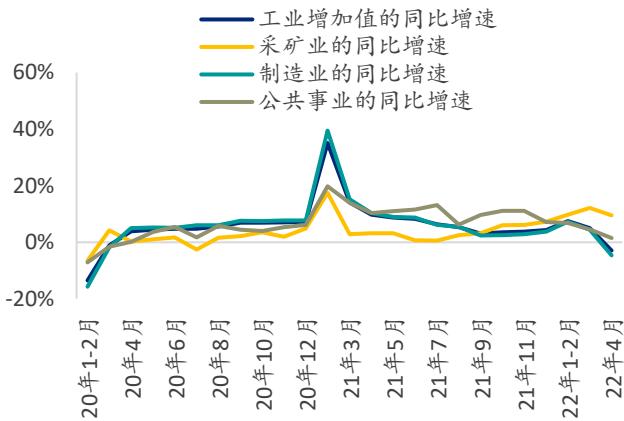
价格支撑采矿业、投资带动公共事业，制造业生产则面临供需双重压力。工业生产整体放缓的背景下，三大门类之间仍出现工业增加值的小幅分化。4月，采矿业工业增加值回落幅度相对较小，主要是受益于大宗商品价格高企。在专项债进度前倾、城投政策边际转松、新基建投资加速的驱动下(请见[《3月中国宏观数据点评——一季度喜中隐忧，疫情影响复苏进程》](#))，公共事业工业增加值4月仍维持正增长。在供需均亟待改善的情况下，供应链受阻进一步拉低了生产(请见[《4月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善》](#))，制造业工业增加值在4月出现显著下滑。

高新技术产品出口边际走弱，带动高技术制造业工业增加值的增速回落。制造业中，高技术制造业明显受到需求(尤其是出口)驱动。4月，高新技术产品出口额的同比增速从前期的9.6%降至-5.0%。受此影响，4月高技术制造业的工业增加值同比增长4.0%，较前期下降9.8个百分点，结束15个月的双位数增长。我们预计，在出口增速继续回落的预期下，高技术制造业工业增加值的同比增速仍有下行空间。

主要行业中，汽车和通用设备的工业增加值领跌。4月，就工业增加值同比增速而言，汽车制造业(-31.8%)和通用设备制造业(-15.8%)是下跌最明显的两个行业。相比1-3月累计同比增速，汽车(-35.8个百分点)和通用设备(-18.4个百分点)4月的同比增速降幅最大，反映出汽车和通用设备生产边际放缓趋势加剧。4月，仍有5个行业的工业增加值维持同比正增长：其中，通信和其它电子设备制造业(4.9%)领跑，电气机械和器材制造业(1.6%)，有色金属冶炼和压延加工业(1.4%)，电力、热力生产和供应业(0.9%)，食品制造业(0.1%)的同比增速较低。

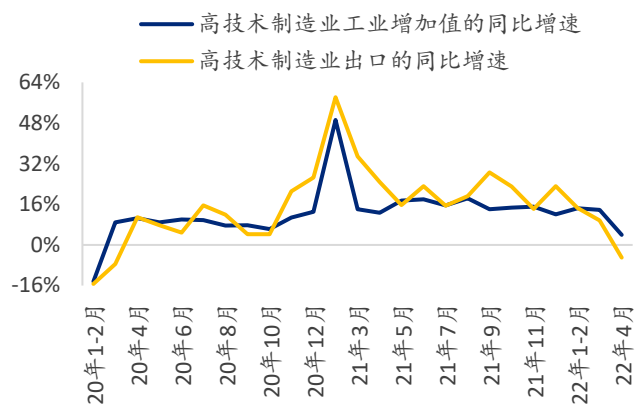
供应链恢复或将支撑5月制造业工业增加值环比增长，但长期仍依赖内需回暖。截至5月11日，中国整车货运流量指数(91.07点)、物流园吞吐量指数(91.53点)、快递分拨中心吞吐量指数(84.18点)较4月均出现大幅回升，显示出相关“稳供应链”会议部署初见成效。我们预计，公路货运恢复将缓解供应链压力，支撑制造业生产环比增长；但长期来看，在整体出口走弱的预期下，内需回暖才能缓解制造业工业增加值的下行趋势。

图表 1: 工业生产整体回落, 制造业工业增加值降幅明显



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 出口边际走弱, 带动高技术制造业工业增加值的增速回落



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 3: 2022年4月, 主要行业工业增加值的同比增速



注: 虚线为4月工业增加值同比增速-2.9%

资料来源: CEIC, 浦银国际

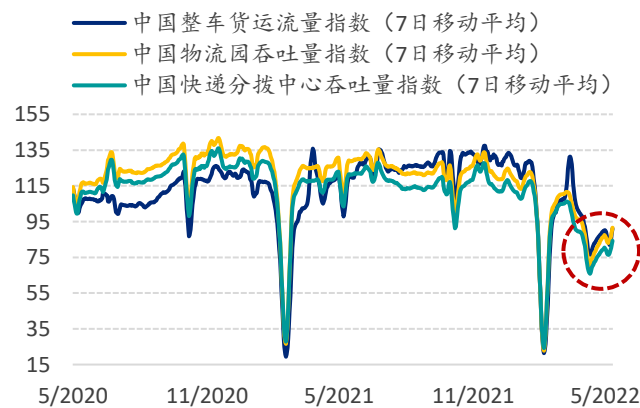
图表 4: 2022年4月, 主要行业工业增加值的同比增速较1-3月的变动幅度(百分点)



注: 虚线为4月工业增加值变动幅度-9.4个百分点

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 2022年4月下旬至5月中旬, 中国公路货运已有边际改善迹象



注: 截至2022年5月11日

资料来源: Wind, 浦银国际

固定资产投资仍偏冷，房地产开发投资增速继续下探

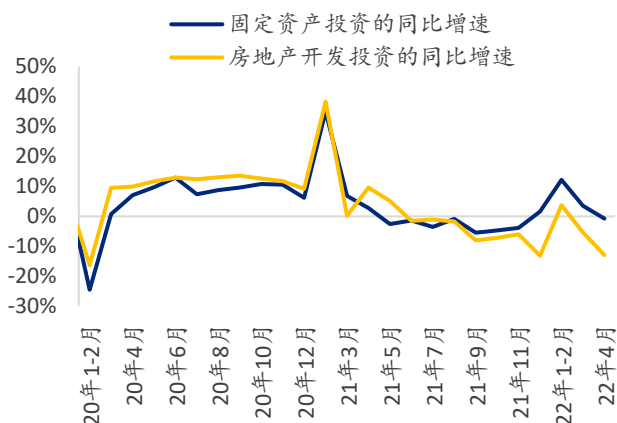
固定资产投资同比增速由正转负、降幅趋缓。4月，固定资产投资同比增速从前期的3.5%降至-0.7%，降幅（4.2个百分点）较前期（8.7个百分点）有所收窄。其中，制造业投资（2.0%）、基础设施投资（0.5%）、公共事业投资（-5.9%）的同比增速出现不同程度回落，较前期分别下降3.0、8.8、40.4个百分点。

制造业投资仍乏力，基础设施和公共事业投资增速4月出现暂时低迷。4月，虽然制造业投资同比正增长，但考虑到基数回落（去年3-4月，制造业投资同比增速从14.8%降至5.8%），2.0%的同比增速反映出实体经济融资需求仍乏力。今年一季度财政投放力度较大，基础设施和公共事业投资的同比增速在高基数下仍保持较快增长，因此，我们认为这两项4月的增速下降为暂时低迷。4月，政府债券融资规模同比多增3,943亿元，财政存款同比多减5,367亿元，反映出财政净投放力度边际加大。就地方政府专项债而言，2022年提前批专项债额度（1.46万亿元）需在5月底前发行完毕。我们预计将这些因素都将支撑接下来的基础设施和公共事业投资增速。

房地产开发投资增速继续下探。4月，房地产开发投资同比降幅从前期的-5.3%扩大至-12.9%。年初至今，虽然全国多个城市相继放松房地产调控政策（包括下调首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度等方面），但在居民贷款需求低迷的背景下，购房意愿仍较低。今年1-4月，居民贷款规模增长10,473亿元，低于2021年同期（30,912亿元）和2020年同期（18,760亿元）水平，显示贷款需求低迷。居民贷款需求低迷叠加疫情因素，4月新房销售额（-48.6%）和销售面积（-42.4%）的同比增速继续下行，降幅超过了2020年1-2月的水平（销售额的同比增速为-34.7%，销售面积的同比增速为-39.2%）。

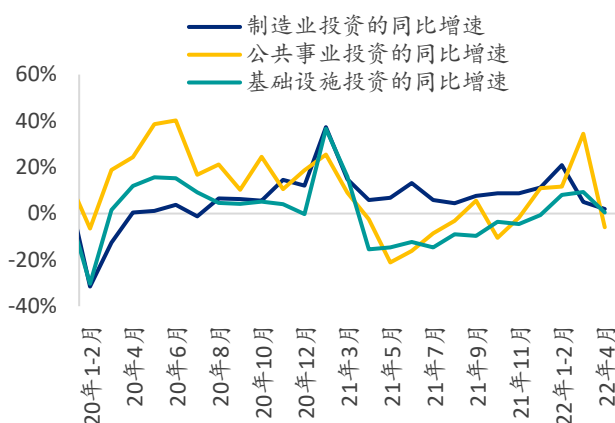
领先指标显示房地产投资增速下行空间有限，政策调整呵护居民购房需求。作为房地产开发投资的领先指标，100大中城市成交土地面积的同比增速从3月的-52.9%下降至4月的-58.03%，但仍好于今年2月疫情反弹后的低位（-67.9%），我们预计未来土地成交逐渐回暖将带动房地产投资降幅收窄。此外，5月15日，中国央行调整住房信贷政策，将首套房利率下限调整为5年期LPR减20个基点。虽然此次政策调整力度较有限，但是信号作用明显，我们预计，中国央行未来仍存在降息的政策操作可能。

图表 6: 固定资产和房地产开发投资的同比增速



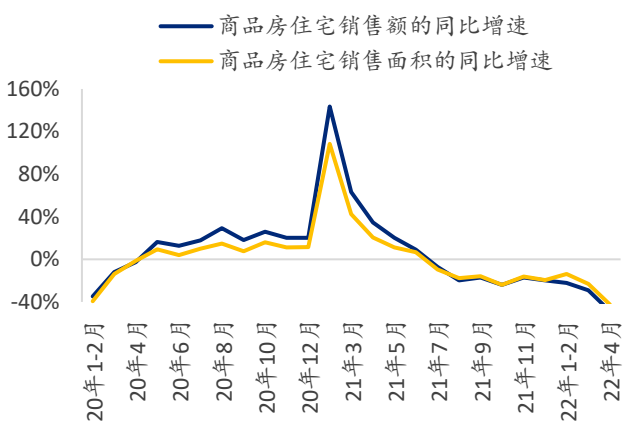
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 7: 固定资产投资中主要项目的同比增速



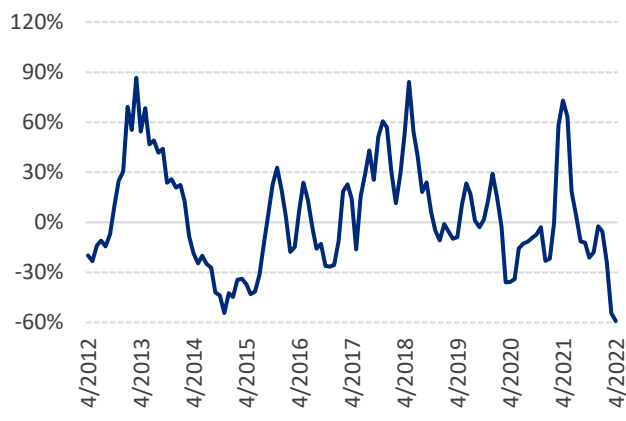
资料来源: CEIC, 浦银国际计算

图表 8: 商品房住宅销售额和销售面积的同比增速继续下降



资料来源: CEIC, 浦银国际

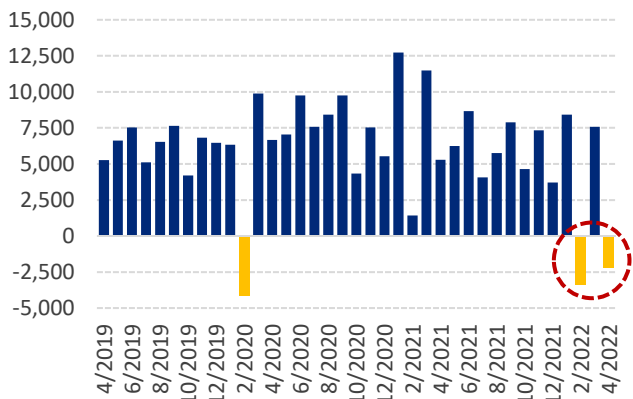
图表 9: 100 大中城市住宅用地成交土地规划建筑面积的同比增速



注: 3个月移动平均

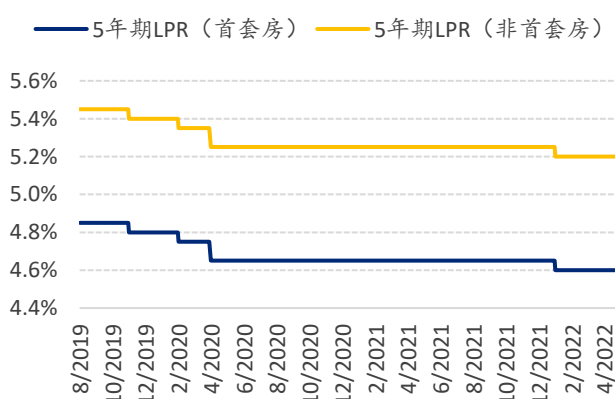
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 2022 年 2 月和 4 月, 居民贷款规模分别净减少 3,370 和 2,170 亿元, 显示贷款需求低迷



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 5 月 15 日, 中国央行调整住房信贷政策, 首套房利率下限调整为 5 年期 LPR 减 20 个基点



资料来源: Macrobond, 浦银国际

疫情导致消费继续下行，汽车销售遇冷、必选消费保持增长

消费增速进一步下跌，商品零售和餐饮收入不及疫情前的水平。4月，社消零售总额同比降幅从前期的-3.5%扩大至-11.1%，低于Bloomberg市场预期（-6.6%）。就绝对值来看，3月社消零售总额为2.9万亿元，低于2019年4月（3.1万亿元），三年年均增速为-1.2%。其中，商品零售的三年年均增速为-0.5%；餐饮收入的三年年均增速为-7.4%，疫情反弹的影响导致商品零售和餐饮收入不及疫情前的水平。

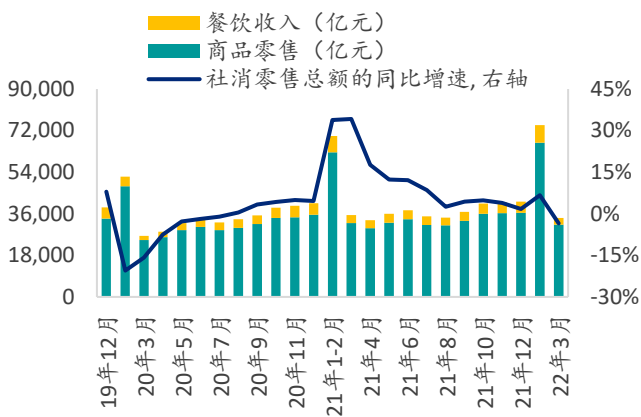
线上、线下的商品、服务消费均有所放缓。4月，就三年年均增速而言，线上商品(11.2%)>线下商品(2.9%)>线下服务(-1.6%)>线上服务(-3.7%)。相较于今年3月，4月线上服务(-5.5个百分点)、线下服务(-1.6个百分点)、线上商品(-1.3个百分点)、线下商品(-1.0个百分点)的三年年均增速出现不同程度下降。在当前严格的疫情管控措施下，服务消费和商品零售均表现低迷，短期内仍未显现明显改善迹象。今年的疫情反弹对消费的影响与2020年疫情暴发时期不同。2020年，线上消费等新经济受惠于疫情封锁；但现在的疫情管控措施使得物流效率下降，导致基于创新经济的消费因物流受阻而减少。但是，我们认为当前的消费低迷并非可持续的。当疫情得到稳控后，消费将出现明显反弹，服务消费因弹性更大、将出现比商品零售更明显的回升。

疫情反复冲击消费信心、推高预防性储蓄的同时造成失业率上升，使得整体消费低迷。4月，城镇调查失业率升至6.1%，仅略低于2020年2月的最高值（6.2%），失业率上升幅度（0.3个百分点）与3月持平、较2月（0.2个百分点）继续加快。除了疫情因素，2022年高校毕业生规模将首次超过1,000万人大关，供应量巨大本身也会加大就业市场压力。因此，疫情因素叠加严峻的就业形势，都将压制消费引擎的复苏。

供需两端双重影响下，汽车销售继续遇冷。4月，汽车销售同比连续负增长，降幅从前期的-7.5%扩大至-31.6%，限额以上的汽车销售额（256.7万亿元）同比减少约111.8万亿元、不及2019年同期（305.4万亿元）。除了需求疲软的因素外，汽车消费下滑还可以明显看到供应端的制约：受疫情管控的影响，上海等地区汽车生产和装配企业停产、汽车的上游原材料（例如，芯片）的供应受阻。根据中汽协的数据，4月的汽车产量为120.5万辆，同比下降46.1%、环比下跌46.2%。考虑到汽车销售是社消零售总额中占比最大的行业，需求疲软和供应端约束并存的情况下，整体消费复苏将受到制约。

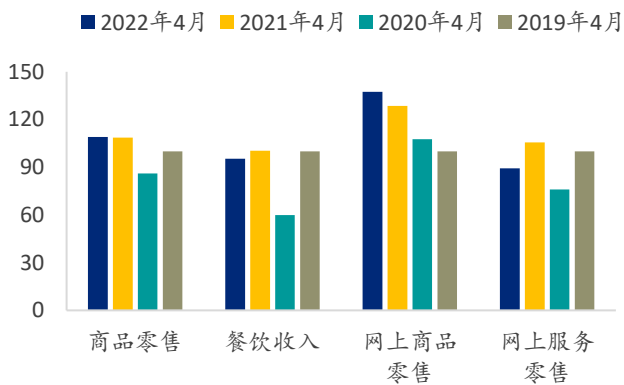
必选消费保持增长。通过比较4月零售额的三年年均增速，我们发现：消费行业中必需品零售额表现较好，其中饮料类（12.4%），粮油、食品类（9.9%），烟酒类（6.5%）的增速处于主要行业的领先地位。我们认为，在整体经济下行、消费低迷时期，必选消费因消费者粘性较高，因而能保持较高增速；对于消费者粘性相对较低且线下购买途径更普遍的可选消费行业（例如，汽车），其增速将受到一定的负面冲击。

图表 12: 2022 年 4 月，社消零售总额的同比增速明显下滑



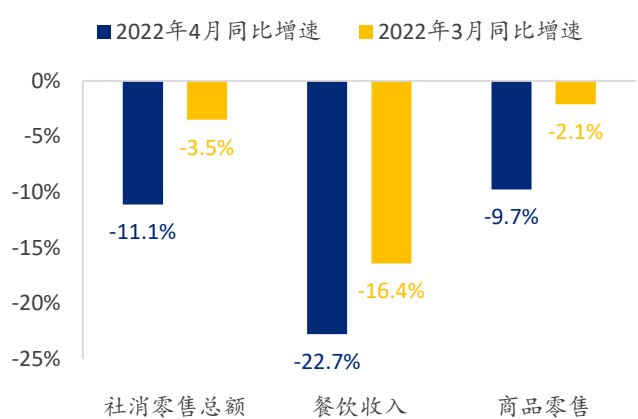
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 14: 以 2019 年 4 月各项零售额为准(100)，线上、线下的商品、服务消费均有所放缓



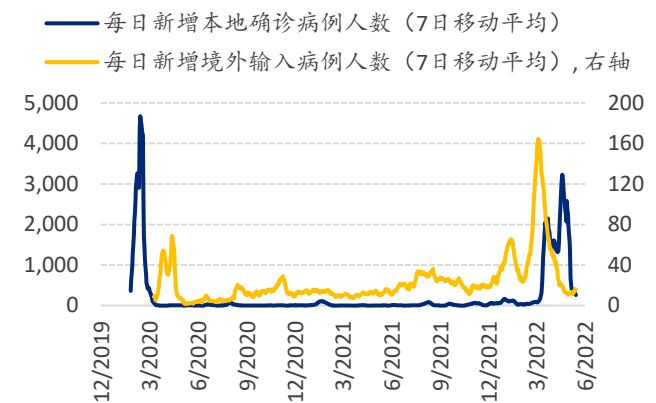
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 13: 2022 年 3-4 月，社消零售总额、餐饮收入、商品零售的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 15: 2020 年 1 月至今，全国新冠肺炎新增确诊病例详情



注：截至 2022 年 5 月 15 日

资料来源：Wind，浦银国际

图表 16: 2022 年 4 月, 城镇调查失业率较前期继续回升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 17: 2022 年 4 月, 各行业零售额的同比增速



注: 虚线为 4 月零售额的同比增速-11.1%

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 18: 2022 年 4 月与 2021 年 4 月, 各行业零售额 (万亿元) 对比



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 19: 2022 年 4 月, 各行业零售额的三年年均增速



注: 虚线为 4 月零售额的三年年均增速-1.2%

资料来源: CEIC, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

