

# 宏观经济指标和经济运行分析

人保资产组合管理部

2022年5月

# 疫情冲击集中显现，4月经济指标全面回落

## 4月疫情及防疫管制政策波及范围不断扩大，对经济

### 造成全面冲击：

- 消费：供需双重冲击下社零大幅回落
- 投资：地产跌幅加速，制造业与基建仍有支撑
- 出口：供应链受阻叠加搞基数到处出口增速下滑
- 社融：实体需求不足，人民币贷款大幅度减少拖累社融
- M2：央行上缴利润支撑财政支出与留抵退税共同发力
- 通胀：短期负面因素可能集中爆发但长期无忧
- 就业：就业压力扩散且有上行趋势，全年5.5%失业率目标实现压力开始显现

## 本轮疫情经济受冲击幅度弱于2020年，5月起各项经济指标有望抬升，结构性不均衡下需求端恢复速度或慢于供给端。

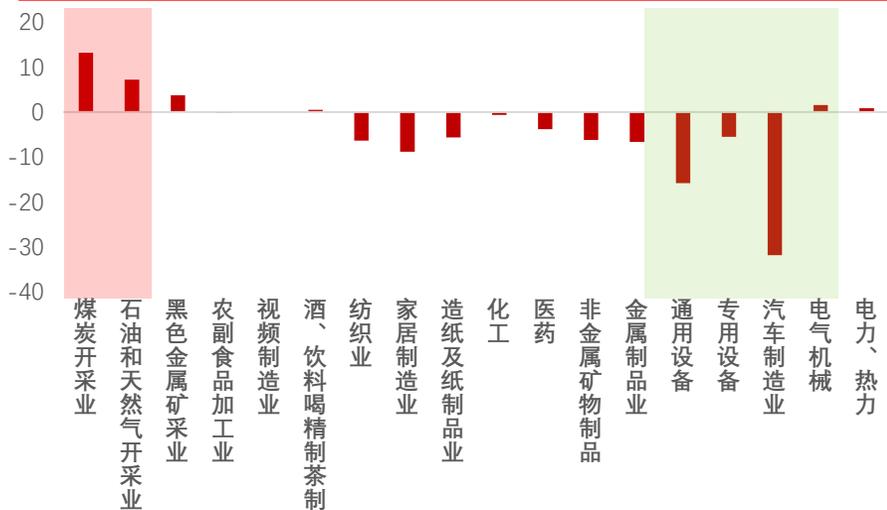
经济指标		2020年4月 相较于3月	相较于 2020年3月	相较于上月	2022-04	过去5年 历史分位	趋势	
消费	社会零售总额	8.3	4.7	-7.6	-11.1	1.2%		
投资	固定资产投资	10.1	11.8	-4.8	2.3	35.5%		
	主要 分项	地产	5.6	11.3	-7.7	-10.1	0.1%	
		制造业	13.9	27.0	-5.5	6.4	60.2%	
	基建	12.8	12.3	-7.4	4.3	61.7%		
贸易	出口(美元计)	9.9	10.8	-10.8	3.9	38.6%		
	进口(美元计)	-13.0	1.4	0.1	0.0	29.1%		
金融	社融存量规模	0.5	-1.3	-0.4	10.2	7.9%		
	M1	0.5	0.1	0.4	5.1	52.4%		
	M2	1.0	0.4	0.8	10.5	90.5%		
工业	工业增加值	5.0	-1.8	-7.9	-2.9	6.8%		
	发电量	4.9	0.3	-4.5	-4.3	0.2%		
服务业	服务业生产指数	4.6	3.0	-5.2	-6.1	0.2%		
价格	CPI	-1.0	-2.2	0.6	2.1	45.3%		
	PPI	-1.6	9.5	-0.3	8.0	97.71%		
景气	PMI	-1.2	-4.6	-2.1	47.4	14.6%		
	主要 分项	PMI生产	-0.4	-9.7	-5.1	44.4	4.7%	
		PMI新订单	-1.8	-9.4	-6.2	42.6	2.2%	
		PMI出口	-12.9	-4.8	-5.6	41.6	13.3%	
		PMI进口	-4.5	-5.5	-4.0	42.9	5.9%	
		PMI库存	0.2	1.2	1.4	50.3	99.9%	
建筑业PMI	4.6	-2.4	-5.4	52.7	16.0%			
	服务业PMI	0.3	11.8	-6.7	40.0	0.3%		
就业	城镇调查失业率	0.1	0.2	0.3	6.1	98.7%		

- **供给与需求失衡：**工业生产强于社零消费和服务业；PMI生产指数强于新订单指数；库存上升，企业被动累库。
- **上游与中下游冰火两重天：**工业上游在全球原材料价格高企及国内保供政策下，量价均较好；中下游面临需求下滑、利润挤压、供应链扰动等多重影响。
- **投资需求与消费需求分化：**疫情对消费需求的冲击明显强于投资需求，基建与制造业投资需求存在韧性。

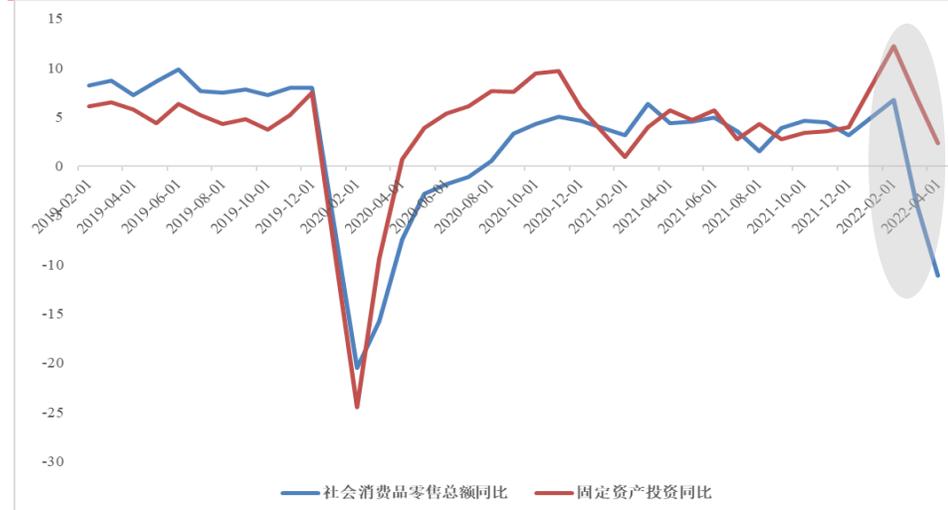
图：疫情对需求端的影响大于对供给端的影响



图：4月各行业工业增加值同比增速背向而行

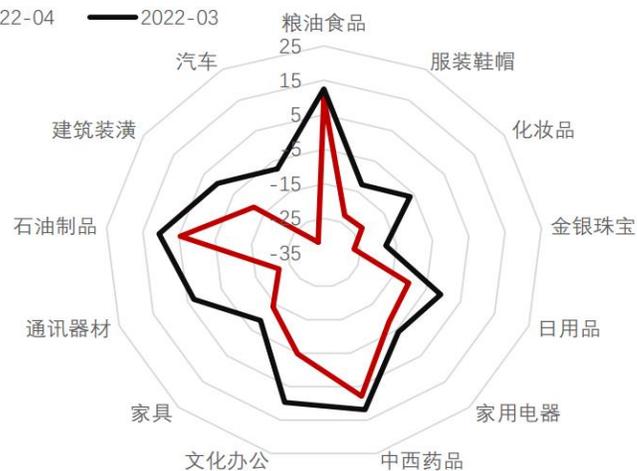


图：投资需求与消费需求分化

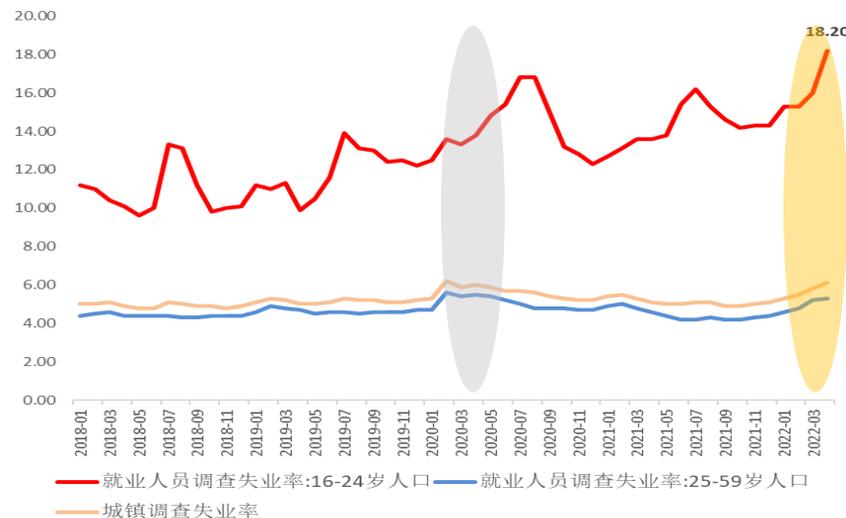


- **必选消费品韧性较强，可选消费品受到明显冲击：**粮油食品、中西药品等刚需、即时消费属性的必选消费受到影响不大，可选消费回落明显，汽车跌幅最大回落31.6%。考虑到受疫情影响最严重的长三角地区是汽车生产重镇，汽车消费的大幅度下滑不仅反应了需求的减少，也反应了供给端企业停工停产下生产供给能力下滑以及物流运输的影响。
- **可选消费需求的延后满足或可带来疫后反弹：**对于汽车、化妆品、服装、家电等可选消费品，消费需求存在一定的延后满足性，有望在疫情缓解之后迎来补偿性消费。
- **稳就业压力显现，渐成核心问题：**本轮疫情对就业，尤其是16-24岁年轻人就业的冲击较2020年更为严峻，而就业和收入的损失以及消费信心的下滑都将压制消费复苏的节奏与强度，稳就业从而稳收入是中长期消费复苏的关键。

图：可选消费与必选消费分化



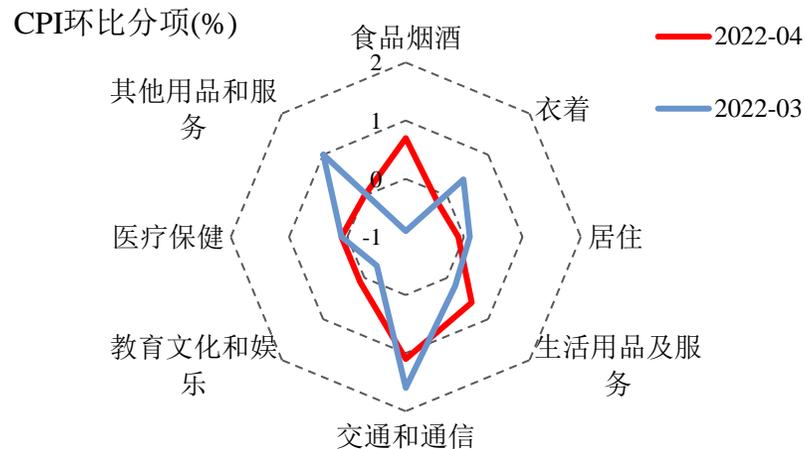
图：年轻人就业压力日趋严峻，稳就业势在必行



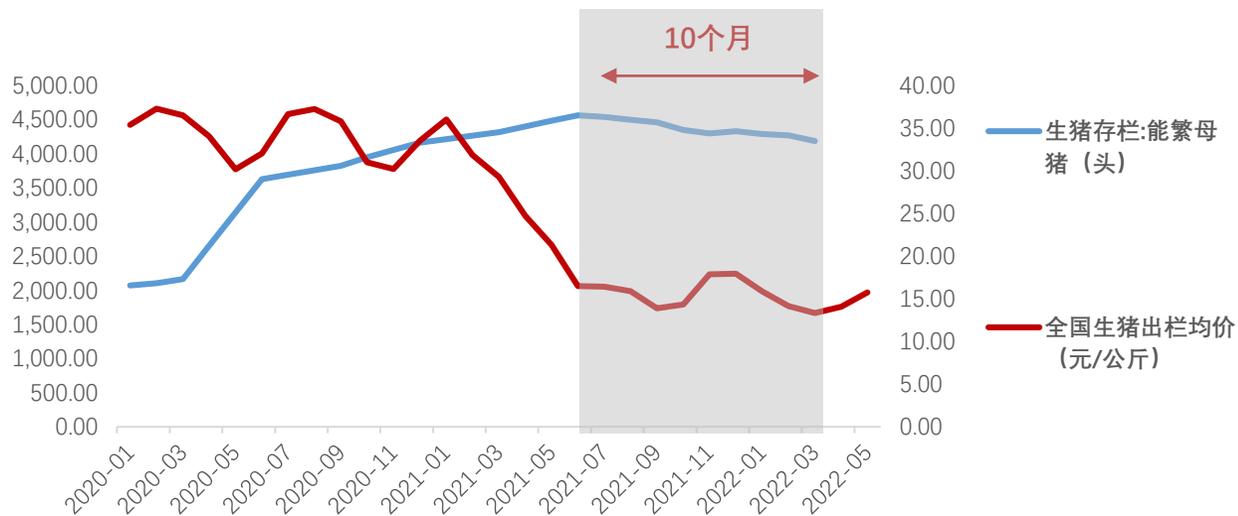
# 多重因素短期或推升通胀，但长期风险可控

- ❑ **食品阶段性推升CPI：**疫情影响下国内运输成本抬升，物资囤积需求等因素推动粮油菜蛋奶上涨，带动4月CPI超季节性走高。但核心通胀依然维持低位，CPI通胀压力不大。
- ❑ **4月“猪周期”底部已现：**猪肉价格后续或成为推动CPI上行的主要动能，不过产能去化并不显著，或将抑制“猪周期”上涨幅度。
- ❑ **PPI下行趋势不变：**上游原材料价格涨幅收窄，输入性通胀压力有所缓解，PPI全年下行趋势确定，但国际大宗商品价格及稳增长需求释放力度可能影响下行斜率。
- ❑ **整体看，疫情干扰、猪周期反转、输入性通胀等因素短期内或推高通胀水平，CPI可能阶段性破3，但长期风险可控。**

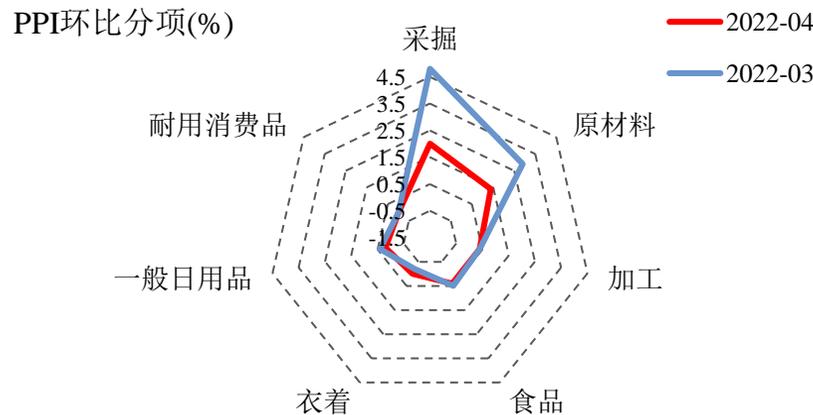
### 图：疫情干扰下食品与服务价格上涨推升4月CPI



### 图：4月“猪周期”底部已现



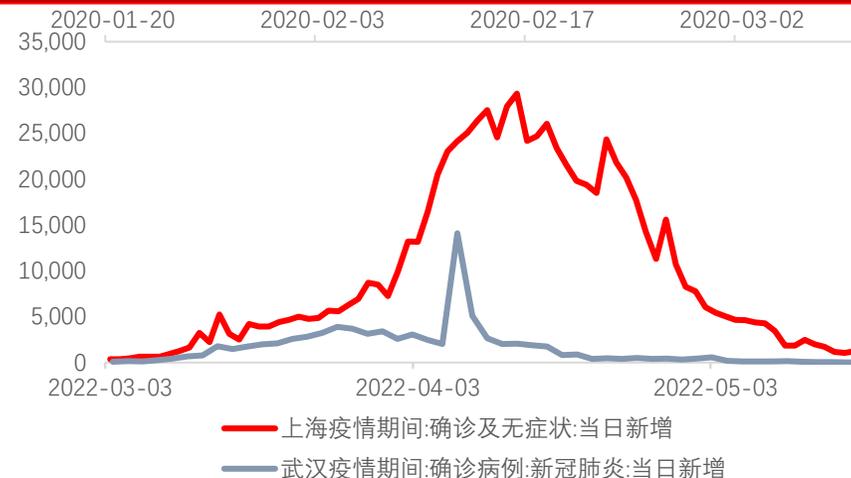
### 图：能源及原材料涨幅收窄，输入性通胀有所缓解



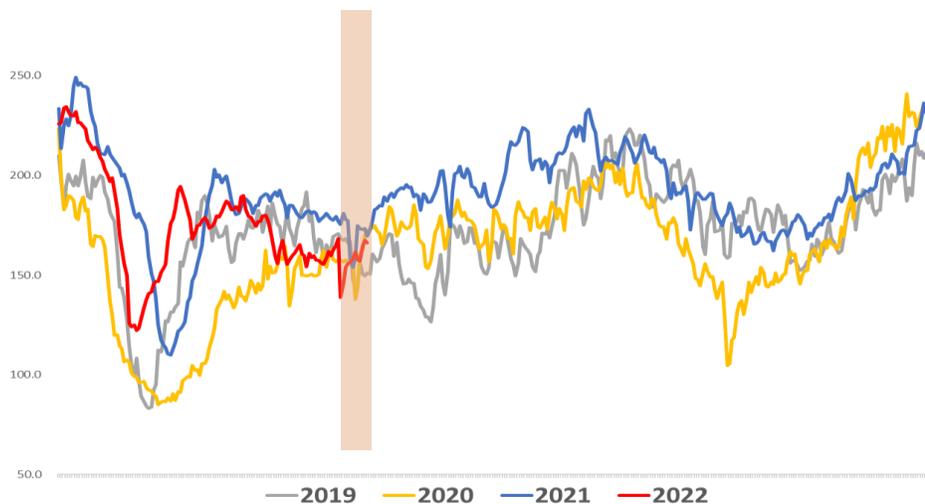
封控对4月影响最深，5月以来疫情有所缓解，复工复产加速推进，各项高频指标已有好转迹象，预计疫情对5月影响将边际减弱，5月各项经济指标有望企稳。

上海已明确复工复产时间进度表，经济活动从6月起逐步恢复至常态化水平，疫情影响将集中体现在二季度，对下半年影响较小。

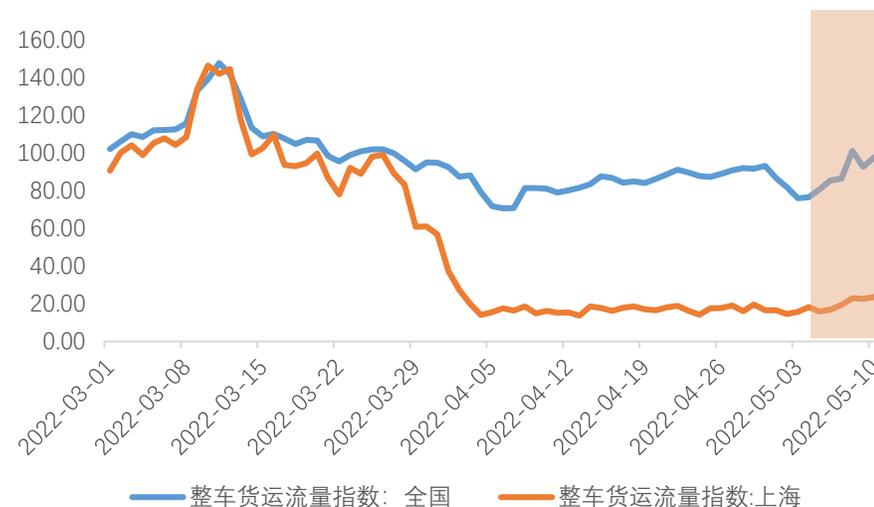
### 图：本轮疫情已接近尾声



### 图：沿海八省动力煤日耗同比降幅收窄

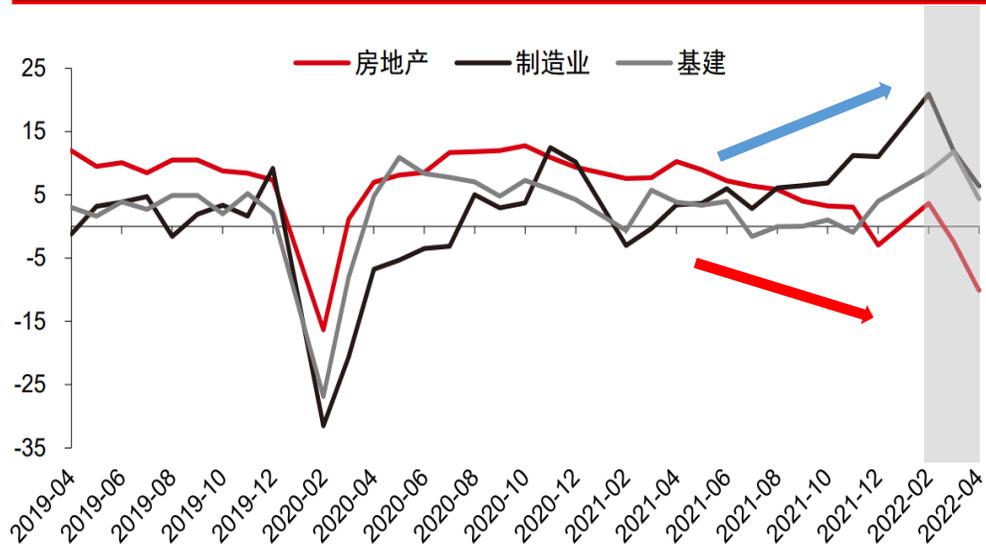


### 图：保供保通政策下供应链开始逐步恢复

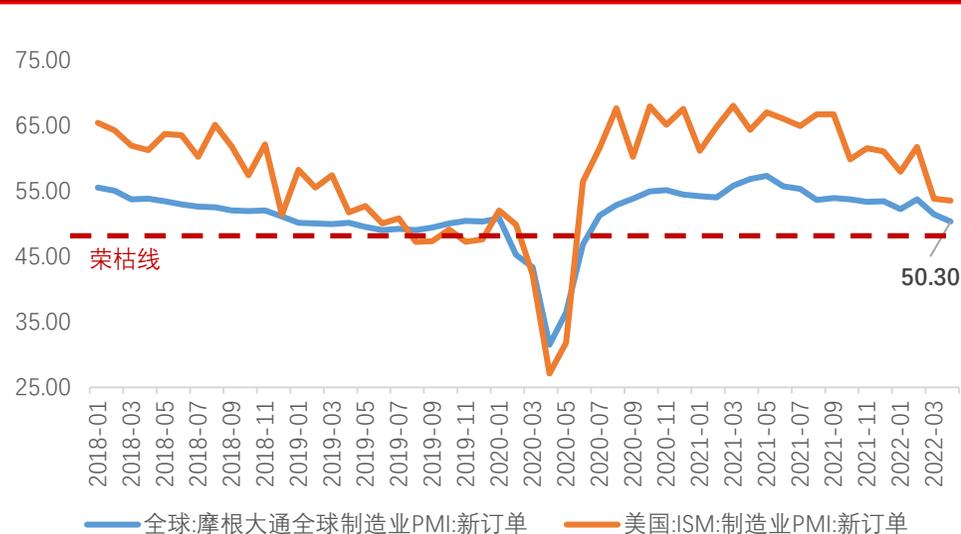


- 2020年外需的爆发和房地产的繁荣带动了下半年经济的快速复苏，但当下地产与外需均不具备当年的有利条件，疫后经济复苏或需要新的动能引领。
- 地产修复仍需待政策发酵：**4月地产、制造业、基建投资尽管都有所下行，但制造业与基建更多是上行周期受疫情短期冲击被打断，而地产则是受到周期性下行与疫情的双重冲击。随着近期地产相关政策的陆续放开，地产最黑暗的时刻或已经过去，但复苏仍需要等待政策发酵，静待销售端形成明显的改善。
- 出口“超级周期”或接近尾声：**全球制造业PMI新订单指数自2月起持续回落，4月已至50.3%逼近荣枯线，显示海外需求已有回落迹象，在美联储加息周期内，海外需求很难再长期维持过去两年的繁荣。预计在外需仍处高位区间的情况下，净出口仍将对经济起到拉动作用，但动能将有所减弱。

图：疫情冲击导致处于下行周期的地产雪上加霜



图：海外需求自今年2月起呈现加速回落的态势





# 稳增长仍有发力空间，政策落地有望提速



- 货币政策：**目前货币供应已较为宽松，流动性不存在显著压力，后续重点可能在宽信用与结构性支持，再贴现再贷款及创新货币政策工具或为优选。
- 财政政策：**财政政策今年以来发挥着支柱性作用，但在疫情冲击收入及稳增长和常态化防疫提升支出下，4月财政收支缺口走阔。若年内需要财政进一步发力，发行特别国债解除收支缺口的约束或有可能。
- 消费政策：**新一轮“汽车和家电下乡”以及更大规模的消费券刺激政策有望出台。此外，收入端的修复政策对中长期复苏高度可能更加重要，以保市场主体，尤其是中小企业主体为核心的稳就业政策有望进一步加码。

项目		2020年上半年	2022年上半年
货币	降息	LPR1Y 30BP LPR5Y 15B	LPR1Y 10BP LPR5Y 5BP 通过对房贷下限的放松变相向地产刚需端定向降息20bp
	降准	1.75万亿 1月全面降准8000亿 3月定向降准5500亿 4月定向降准释放4000亿)	5300亿 4月全面降准25BP
	MLF净投放	上半年净回收1400亿 1-3月净投放6000亿 4-5月回收2000亿 6月回收5400亿	前四月净投放4000亿 1-2月净投放3000亿 3月净投放1000亿 4月持平
	再贴现再贷款	专项3000亿 复工复产5000亿 经济恢复1万亿	科技创新2000亿 普惠养老400亿 煤炭开发储能1000亿 交通物流1000亿
	创新货币政策工具	普惠小微企业贷款延期支持工具400亿 普惠小微企业信用贷支持工具4000亿	接续转换，额度翻倍
	超额存款准备金利率	0.72%下调至0.35%	-
	金融系统让利	1.5万亿(全年)	-
	央行上缴利润	-	1.65万亿(前4月6000亿)
	地方政府专项债	3.75万亿 (全年)	3.65万亿 (6月发完, 8月使用到位)
	抗疫特别国债	1万亿	-
财政	赤字率	3.60%	2.80%
	减费降税	2.6万亿	2.64万亿
	财政支出	24.57万亿 (实际值)	目标值26.63万亿

做有温度的人民保险