



2021年4月20日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：姚兴航

• 从业资格编号 F3073320

• 投资咨询编号 Z0015370

邮箱: yaoxinghang@jinxinqh.com



疫情冲击下的经济数据

内容提要

国家统计局发布3月经济数据：1) 2022年一季度GDP同比4.8%（去年四季度为4%）；2) 3月工业增加值同比5%（1-2月为7.5%）；3) 3月固定资产投资累计同比9.3%（1-2月为12.2%），其中制造业投资累计同比15.6%（1-2月为20.9%），基建投资累计同比8.5%（1-2月为8.1%），房地产投资累计同比0.7%（1-2月为3.7%）；4) 3月社会消费品零售总额同比-3.5%（1-2月为6.7%）；5) 3月全国城镇调查失业率5.8%（2月为5.5%）。

一季度实际GDP同比4.8%，较去年四季度回升0.8个百分点，主要受到基数走低的提振，但三年复合增速较去年四季度回落0.5个百分点至4.9%。今年年初受低基数、稳增长动员等因素提振，1-2月经济实现开门红，但3月份宏观内外扰动加剧，国内疫情冲击及海外俄乌冲突对经济形成附加冲击，三重压力下稳增长目标压力加大，疫情冲击消费和供应链、并形成“疫情-地产”的链条传导，3月消费、房地产、制造业增速均有明显下滑，工业表现相对好于服务业。

往后看，疫情的收敛将是宏观经济的主要边际变量，当前国内疫情形势仍在寻顶过程，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，凸显奥密克戎毒株带来的挑战，封控措施严峻下供应链影响仍在发酵，叠加基数抬高影响，二季度GDP仍存在放缓压力。房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱，经济惯性下滑压力下需求不足仍是当前经济的主要矛盾，稳增长政策预期仍待升温。

4月央行降准落地也体现稳增长政策框架下货币政策的主动应对，但货币政策仍难解决根本问题，央行核心目标仍是宽信用，未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键，财政政策和金融支持更加直接，因此后续仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。

风险提示

疫情发展超预期，政策力度不及预期，地缘政治冲突超预期



一、事件

国家统计局发布 3 月经济数据：

1) 2022 年一季度 GDP 同比 4.8% (去年四季度为 4%)；2) 3 月工业增加值同比 5% (1-2 月为 7.5%)；3) 3 月固定资产投资累计同比 9.3% (1-2 月为 12.2%)，其中制造业投资累计同比 15.6% (1-2 月为 20.9%)，基建投资累计同比 8.5% (1-2 月为 8.1%)，房地产投资累计同比 0.7% (1-2 月为 3.7%)；4) 3 月社会消费品零售总额同比-3.5% (1-2 月为 6.7%)；5) 3 月全国城镇调查失业率 5.8% (2 月为 5.5%)。

二、点评

一季度实际 GDP 同比 4.8%，较去年四季度回升 0.8 个百分点，主要受到基数走低的提振，但三年复合增速较去年四季度回落 0.5 个百分点至 4.9%。今年年初受低基数、稳增长动员等因素提振，1-2 月经济实现开门红，但 3 月份宏观内外扰动加剧，国内疫情冲击及海外俄乌冲突对经济形成附加冲击，三重压力下稳增长目标压力加大，疫情冲击消费和供应链、并形成“疫情-地产”的链条传导，3 月消费、房地产、制造业增速均有明显下滑，工业表现相对好于服务业。

往后看，疫情的收敛将是宏观经济的主要边际变量，当前国内疫情形势仍在寻顶过程，上海本土确诊及无症状人数仍在高位徘徊，凸显奥密克戎毒株带来的挑战，封控措施严峻下供应链影响仍在发酵，叠加基数抬高影响，二季度 GDP 仍存在放缓压力。房地产预期走弱趋势仍未改善，宽信用仍然存在堵点，实体融资需求依然偏弱，经济惯性下滑压力下需求不足仍是当前经济的主要矛盾，稳增长政策预期仍待升温。

4 月央行降准落地也体现稳增长政策框架下货币政策的主动应对，但货币政策仍难解决根本问题，央行核心目标仍是宽信用，未来在合理充裕的货币政策呵护下，加大主体纾困和就业兜底将是未来政策的重心，疫情冲击下激发主体活力是关键，财政政策和金融支持更加直接，因此后续仍将侧重于结构性政策工具的使用，兼顾结构和总量特征。

图 1：宏观经济热力图

指标	同比	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05
工业增加值		5.0	7.5		5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	6.6
固定资产投资		6.6	12.2		3.9	3.6	3.3	2.7	4.3	2.3	5.7	4.7
基建	当月同比% (2020-2021为两年平均)	8.8	8.1		-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	2.8
房地产		-2.4	3.7		-3.0	3.0	3.3	4.0	5.9	6.4	7.2	9.0
制造业		11.9	20.9		11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	3.7
社消零售		-3.5	6.7		3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	4.5
出口金额		14.7	6.3		19.4	21.1	18.6	18.3	17.0	12.9	15.1	11.1
进口金额		-0.1	15.6		13.4	17.2	12.2	15.1	14.2	12.8	18.8	12.5
CPI	当月同比%	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
PPI	当月同比%	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	9.0
M1	%	4.7	4.7	-1.9	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	6.1
M2	%	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	8.3
社融	存量同比%	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	11.00
失业率	城镇调查	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	5.0

资料来源：Wind，优财研究院

图 2：GDP 三年复合增速回落 (%)

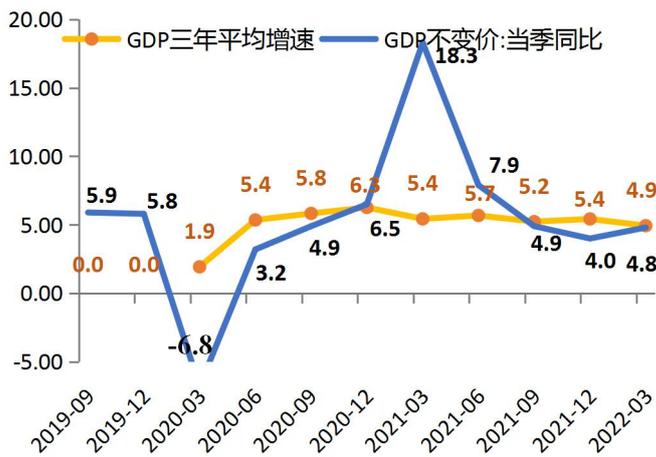


图 4：3 月内需增速回落 (%)

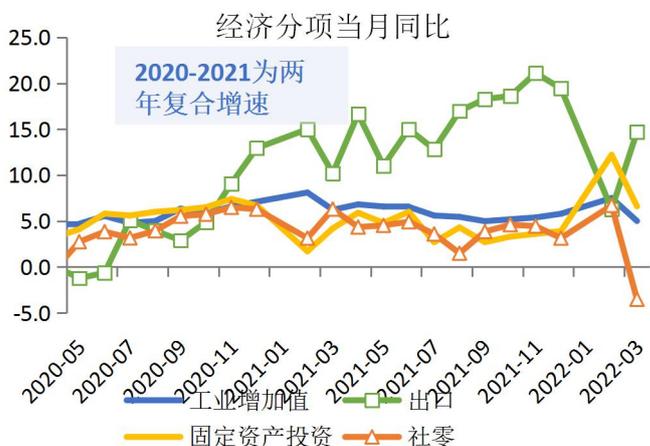


图 3：一季度环比增速弱于去年四季度 (%)

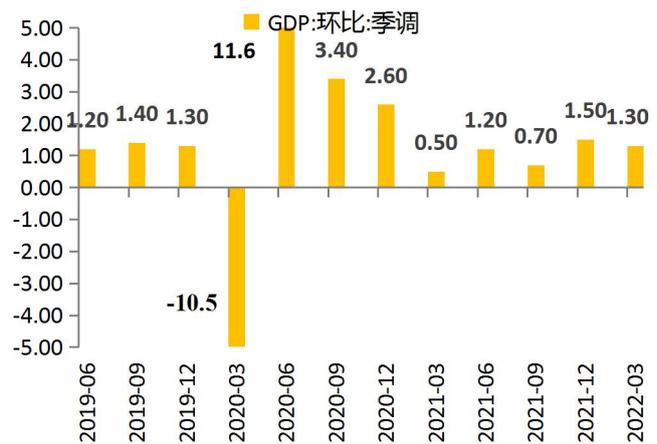
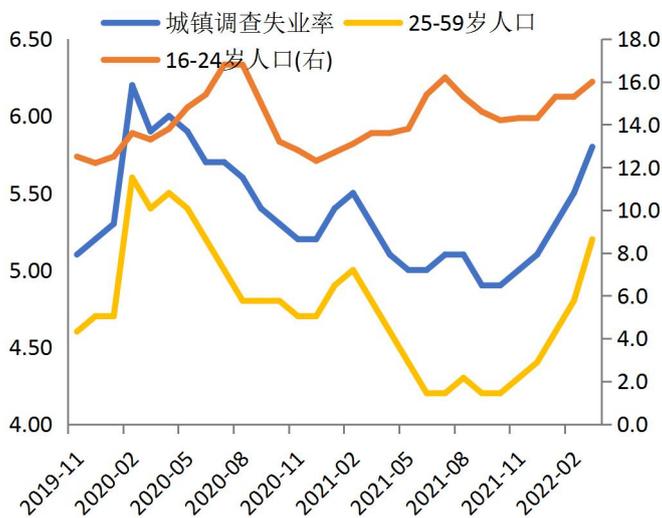


图 5：制造业和地产投资增速回落 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

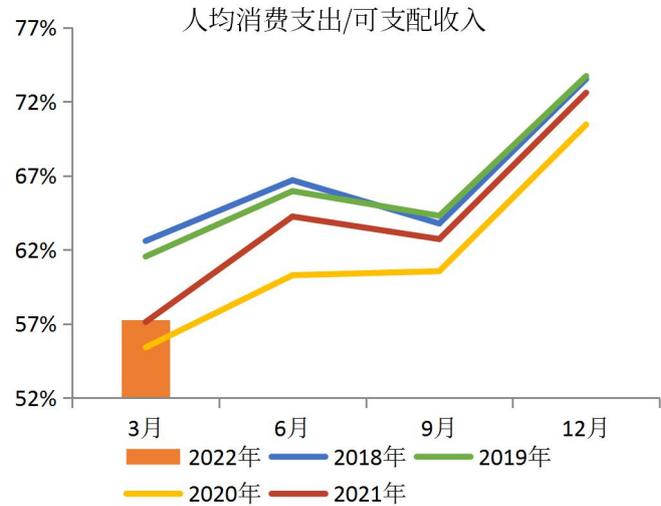
图 6：各年龄段失业率均明显回升（%）



资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 7：人均消费支出占可支配收入比重（%）



资料来源：Wind，优财研究院

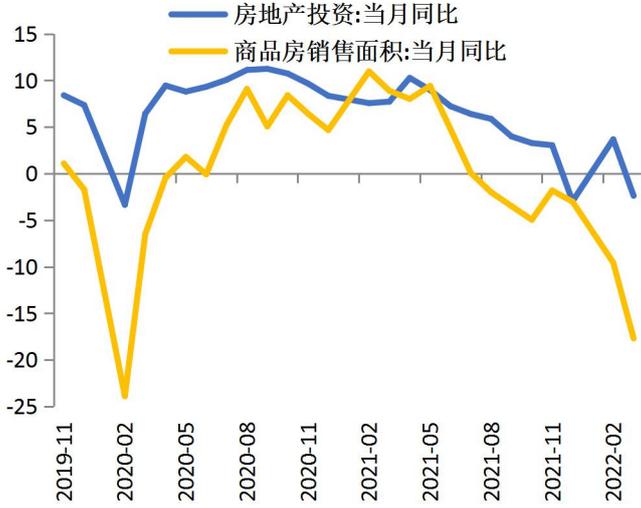
1. 疫情冲击地产供需两端，地产投资和销售全面下滑

疫情冲击下 3 月房地产投资回落至负增长，当月同比-2.4%，较 1-2 月降低 6.1 个百分点，3 月商品房销售额同比-26.2%，较 1-2 月降低 6.9 个百分点。从结构上看，疫情冲击地产供需两端，房企开工减少、部分项目停缓建，拖累新开工、施工、竣工当月增速较上月均有明显下滑。房企拿地能力和意愿不足下土地成交降幅仍在扩大，作为前瞻性指标，同时制约后续新开工及滞后的土地购置费增速。当前地产端预期走弱仍未改善，房地产供求两端仍未恢复良性循环，房价预期不振叠加疫情冲击销售活动，销售回款不足施压房企现金流，并通过房企现金流收缩影响房企投资和债务。

地产端主要矛盾从去年下半年的“供给端的房贷额度不足”的矛盾转向“需求端购房意愿的走弱”，二季度仍是地产投资探底期，在“稳增长”的宏观主线下，5.5%的 GDP 目标要求下资本形成拉动仍需发力，叠加地产产业链影响较广，对经济各部门产生传导影响，稳增长仍需稳地产，房地产需求侧政策仍待继续调整，当前仍处在政策出台期，包括需求侧政策的边际放松和保障性住房的建设等。

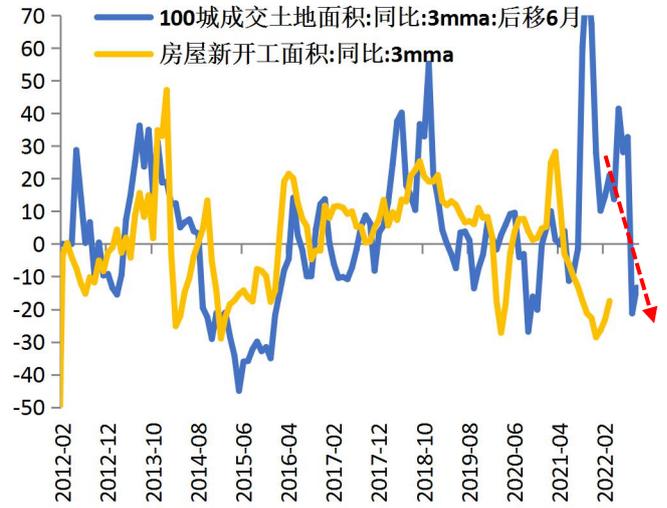


图 8：地产投资 VS 销售（20-21 为两年复合增速%）



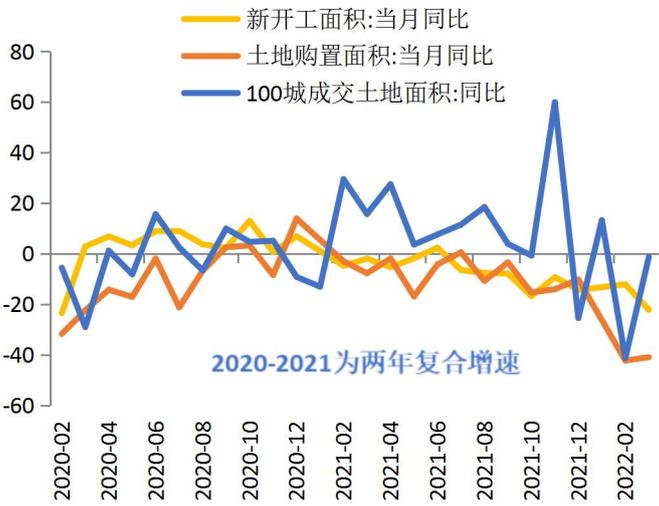
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：土地成交走弱带动新开工仍在低位（%）



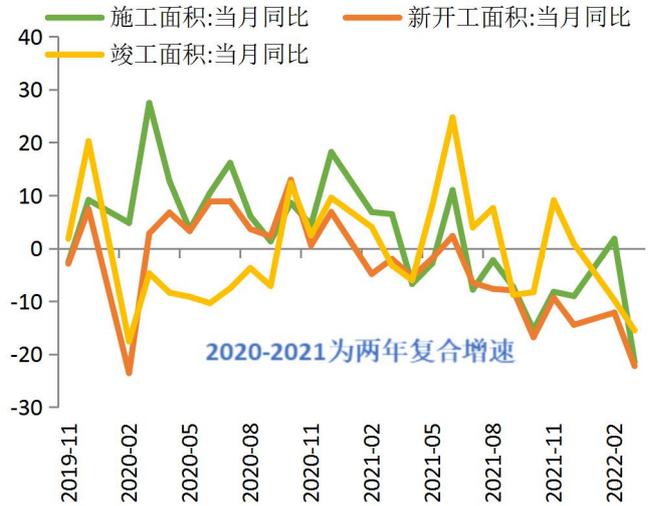
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：前瞻指标仍未回暖（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：新开工、施工、竣工增速均明显下滑（%）



资料来源：Wind，优财研究院

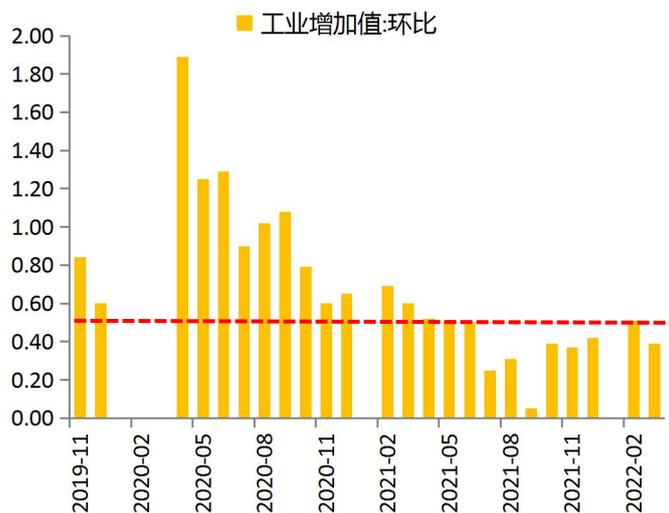


2. 俄乌冲突和国内疫情冲击供给端，生产端表现偏弱

今年3月工业增加值同比5%，较1-2月下降2.5个百分点，环比增速再度回落至略低于去年四季度的水平，去年基数不高下显示生产端表现偏弱，在能耗双控和缺煤限电的供给约束解除后，俄乌冲突和国内疫情冲击供给端。一方面，俄乌冲突推升输入性通胀压力，对国内生产成本端形成压力，影响上中下游企业景气度的分化水平，并压制企业利润，3月仅偏中上游的有色、黑色和非金属矿物行业增加值同比较上月小幅走高，其他中下游行业均有所走弱。

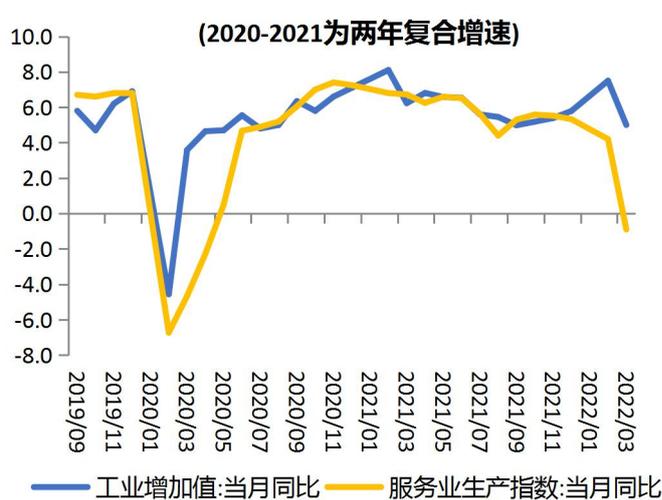
另一方面，疫情同时影响封控区生产活动以及供应链传导，影响上下游企业的生产活动，3月纺织业、汽车制造、通用设备行业增加值同比均明显下滑，当前疫情仍未见顶下对4月生产数据也形成明显拖累。而相比工业生产，疫情对服务业的拖累更加显著，3月服务业生产指数大幅下滑并回落至负值，仅好于20年疫情冲击的2-4月，彰显本轮疫情对经济基本面的冲击。

图 12：工业增加值环比增速回落（%）



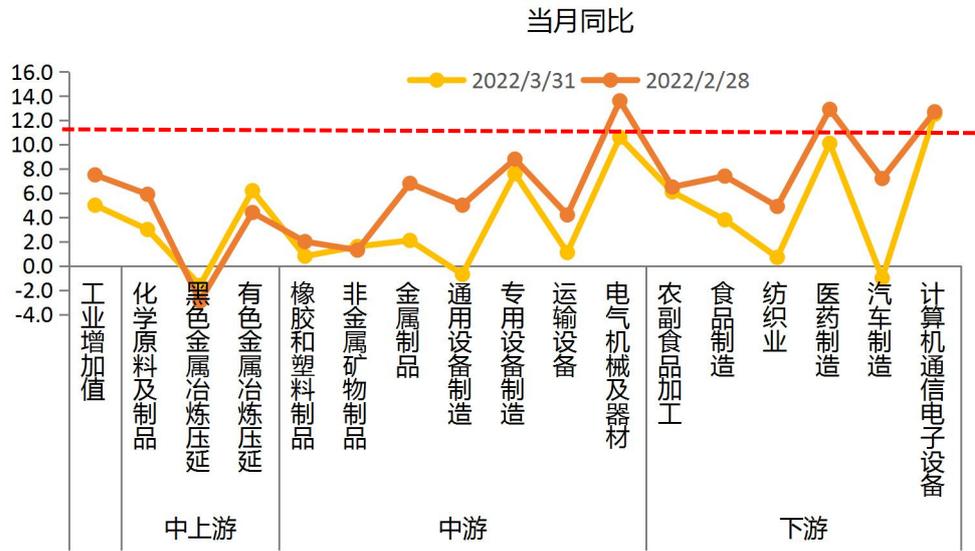
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：服务业生产增速转负（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 14：成本端压力下工业生产行业分化，中上游好于下游（%）



资料来源：Wind，优财研究院

3. 疫情冲击打断消费回暖趋势，社经消费大幅下滑

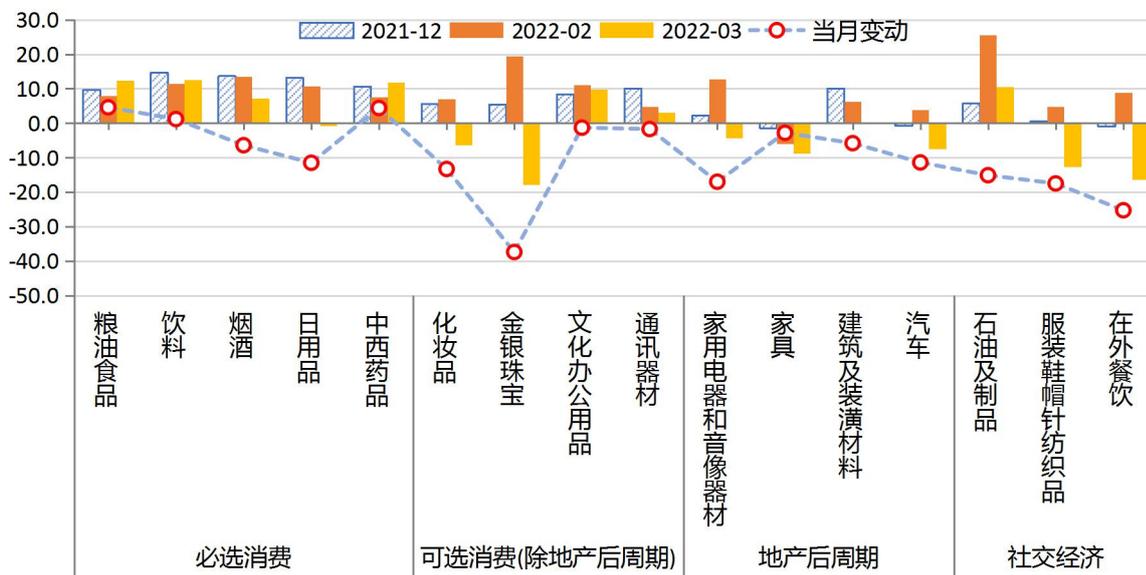
3月社会消费品零售总额同比-3.5%，较1-2月大幅回落10.2个百分点，疫情冲击下打断消费回暖趋势。一方面，线下接触式消费场景缺失，餐饮、服装、汽油等社经消费类消费明显下滑，而必选消费表现仍偏稳定，同时对于疫情封控地区，物流供应链的管控下线上消费场景缺失同样拖累电商消费。

另一方面，疫情形势严峻影响居民就业和收入，3月失业率数据明显回升，可支配收入的减少影响居民消费能力，汽车和家电等可选消费同比降幅较大。同时居民收入预期的走弱也推高预防性储蓄、压低边际消费倾向，央行城镇储户调查显示，今年一季度“更多储蓄”占比54.7%、为历史新高水平。

往后看，疫情仍将是消费的主要边际变量，当前本轮疫情仍处在高点，封锁措施，4月消费仍受明显拖累。而随着本轮疫情的逐步收敛，5月起消费有望逐渐回暖，后续消费回升幅度仍取决于稳增长力度，但正如我们此前一直所强调的，在疫情影响进一步减退前，消费的恢复仍然存在天花板效应，必选消费或仍优于可选消费。

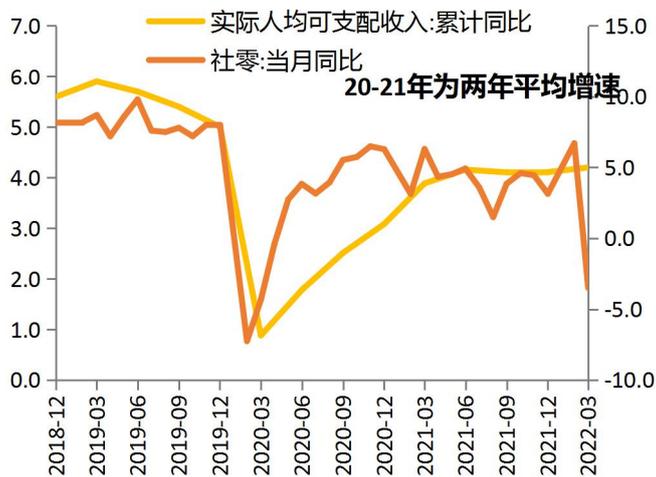


图 15: 消费分项当月同比 (2021-12 月为两年复合增速, %)



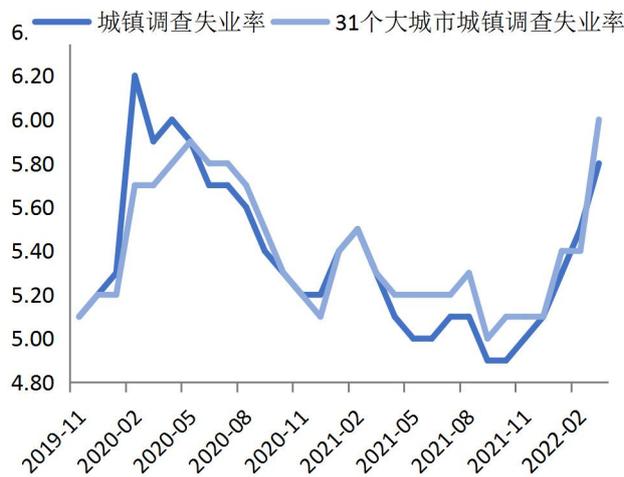
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 消费增速仅次于 20 年疫情期间 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

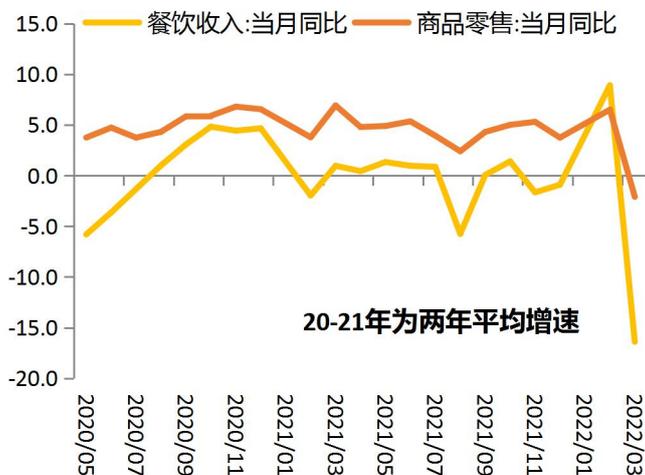
图 17: 疫情冲击下失业率大幅上行 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

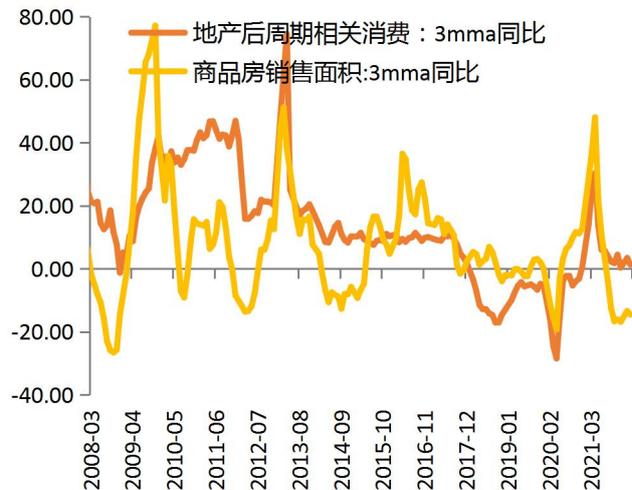


图 18: 餐饮收入下滑幅度大于商品零售 (%)



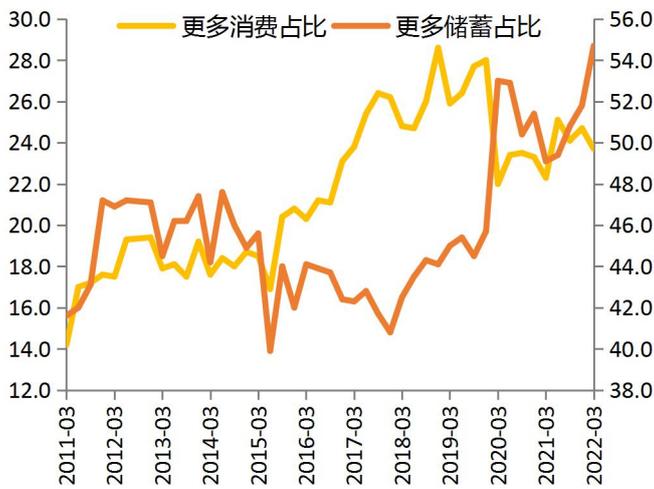
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 收入压力下地产后周期消费仍弱 (%)



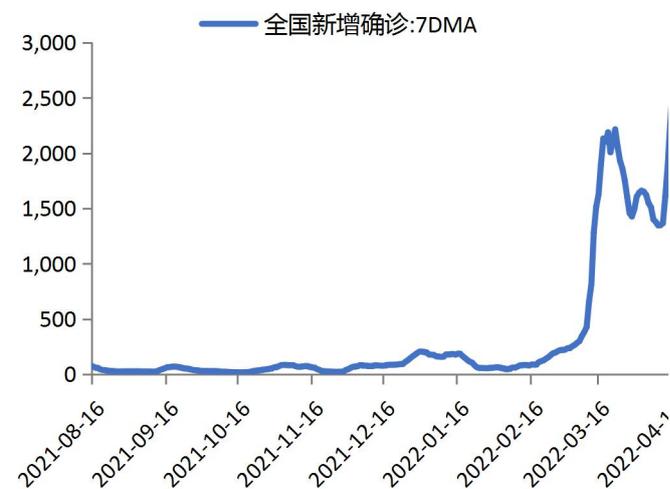
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: 储蓄倾向明显走高 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 国内疫情仍在高峰期 (例)



资料来源: Wind, 优财研究院

三、风险提示

疫情发展超预期, 政策力度不及预期, 地缘政治冲突超预期



重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>