

2022年05月19日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

柳暗之后静待花明：投资和消费是发力点

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

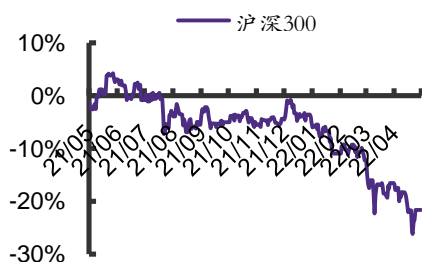
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514

《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510

《5月美联储议息会议点评：如期的加息缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

5月16日，统计局公布4月经济数据，地产销售额、社零、地产投资、服务生产指数同比增速分别为-46.6%、-11.1%、-10.1%、-6.1%，城镇调查失业率升至6.1%，主要经济数据全面恶化，经济明显承压。同日，央行等量续做1000亿元MLF操作，利率不变，仍为2.85%，周五的LPR操作备受关注。

投资要点

核心观点

- 1、4月主要经济数据全面大幅回落，三驾马车加速探底。由于国内疫情多点爆发，社零、地产、服务业首当其冲，基建和制造业相对抗跌。
- 2、受疫情冲击，消费场景缺失，物流受阻，供应链不畅，叠加疫后居民收入下滑，消费较为低迷，社零同比滑落11.1%，大幅低于预期，线上增速首现下滑。
- 3、房地产探底还在继续，销售和投资分别同比减少46.6%和10.1%，是自2020年2月以来的最低值。土地成交依旧低迷，竣工好于新开工，稳地产还需加力，预计三季度才能看到地产底。
- 4、疫后多地封控升级导致出行不便，服务业受到波及，加速下滑。生产指数同比增速回落至-6.1%，降幅较上月的-0.9%明显扩大。
- 5、工业生产增速转负，汽车制造业是最大拖累。工业增加值当月同比-2.9%，较3月的5%明显回落，主要是上海疫情危及长三角汽车产业链，汽车生产制造受阻。
- 6、固定资产投资较为坚挺，主要是基建和制造业相对抗跌。基建和制造业投资高位微降，固定资产投资累计增速从9.3%降至6.8%，有所回落，韧性犹存。
- 7、失业率再度飙升，稳就业压力凸显，特别是青年群体。城镇失业率为6.1%，连续两个月超过5.5%的全年目标。特别是16-24岁失业率上升至18.2%，再加上创新高的高校毕业生人数，就业面临较大挑战。

8、5月随着疫情好转、物流恢复、复工复产推进，保外贸、扩基建、稳地产、促消费等稳增长加力，经济会逐步修复，但距离正常水平还有距离。

9、与2020年3月相比，当前面临的挑战更大，之前的疫后恢复路径很难复制，最大的挑战在出口回落、地产下行。

10、下一步的稳增长重点为投资和消费。投资项中，地产企稳是当务之急，基建继续发力（特别国债可期），制造业维持高增（加快推进技改）。消费项中，消费券、低收入群体补贴势在必行，汽车和家电等与住行相关的消费刺激是重要突破口。

■ 风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 地产投资加速下滑
- (3) 基建投资不及预期
- (4) 稳增长力度不及预期

4月主要经济数据全面大幅回落，三驾马车加速探底。由于国内疫情多点爆发，社零、地产、服务业首当其冲，基建和制造业相对抗跌。

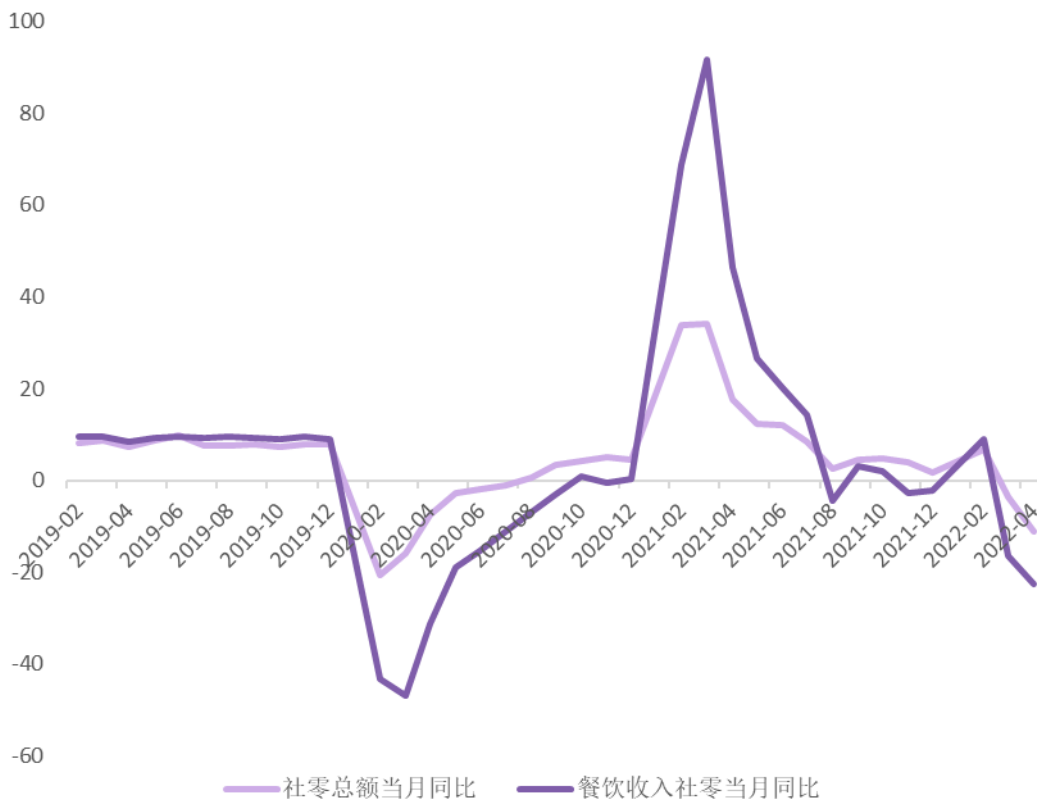
4月份数据中有几个需要关注的点：一是房地产加速下滑，地产投资同比减少10.1%；二是消费的进一步萎缩，社零同比下滑11.1%；三是工业增加值由正转负，同比下滑2.9%；四是出口的全面回落，4月份出口额同比增速仅有1.9%。最后就是城镇失业率的走高，4月份城镇失业率破6，大幅背离5.5%的目标。我们认为未来政策方向在出口受限，地产回暖的背景下将主要从消费和基建发力，促成新的经济动力。

1、社零消费同比下滑11.1%：消费马车一蹶不振

受疫情冲击，消费场景缺失，物流受阻，供应链不畅，叠加疫后居民收入下滑，消费较为低迷，4月份社会消费零售品总额同比滑落11.1%，延续了3月份的负增长态势，大幅低于预期；线上增速也进一步下滑：1-4月累计同比增速5.2%，较上月下降3.6%。疫情和收入不确定性双重作用下，居民的消费意愿持续走低，其中餐饮作为受到疫情影响最直接的领域，4月份同比滑落22.7%，负增长态势较上月继续扩大了6.3%。

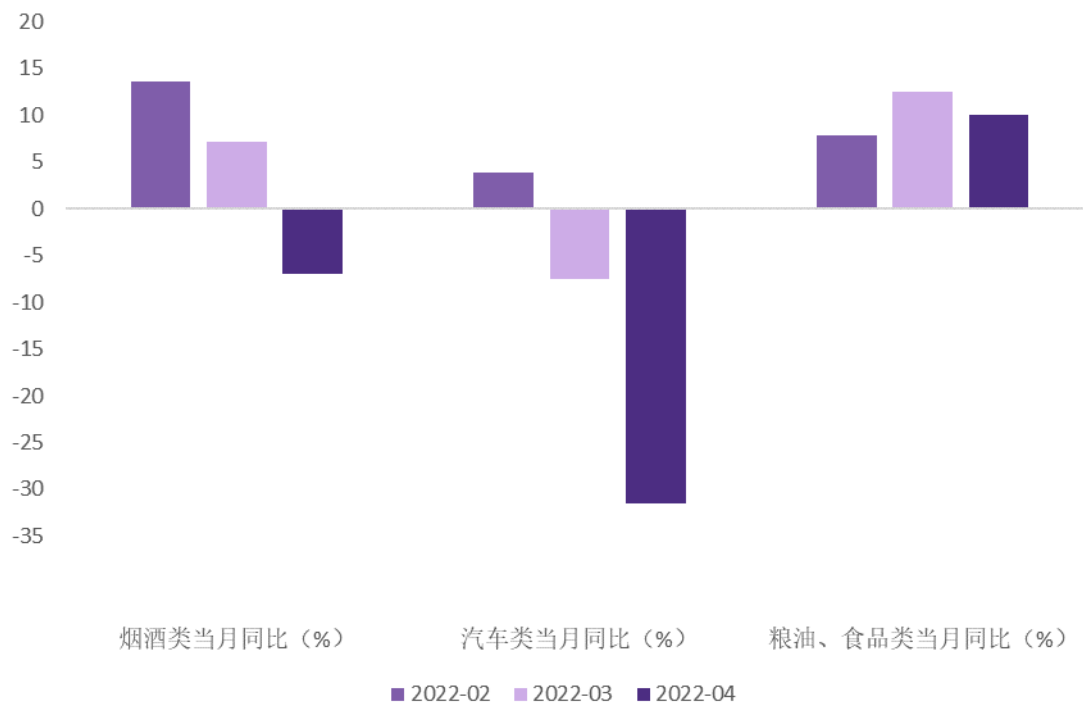
从结构上来看，居民消费出现了可选消费和必选消费的同降。4月份可选消费同比降幅达到了18.8%，其中汽车是主要的拖累项：4月份汽车消费2567亿元，同比下滑31.6%。必选消费中由3月份的2%同比增长转为4月份的5.3%的同比降幅，主要是烟酒类的消费拖累：4月份烟酒消费同比负增长7%，骤降14.2%。粮油等食品类虽然同比有所下滑，但是表现相对坚挺，仍有10%的同比正增长。从疫后恢复的角度来说，烟酒作为必选消费中受疫情影响最大的一环，将会率先迎来反弹，而汽车，服装等可选消费则需要等待居民收入稳定，扭转未来预期之后。

图表 1：社零消费出现断崖式下跌



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 2: 汽车烟草消费大幅下降



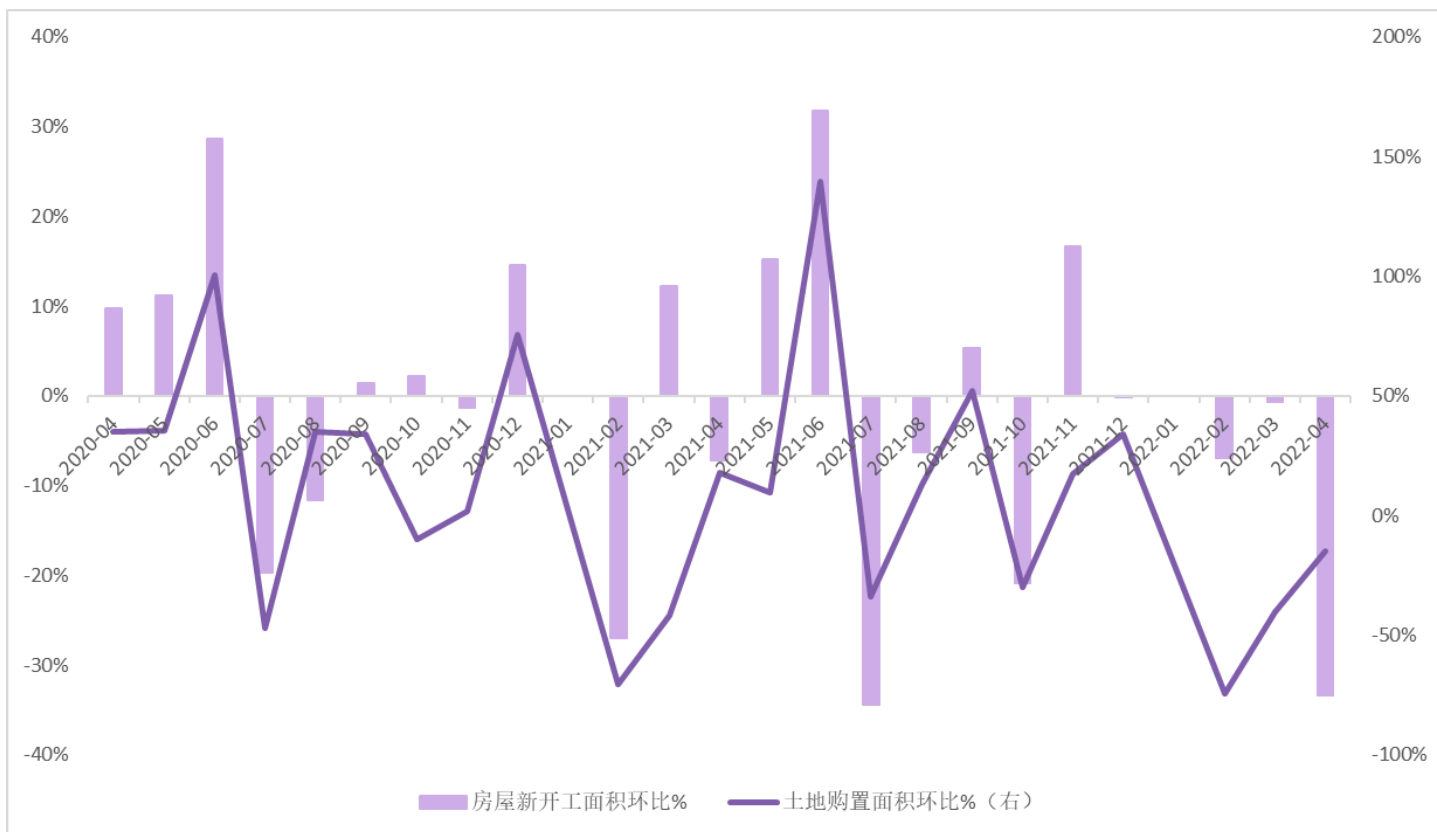
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2、地产投资缩水10.1%：历史数据新低，市场底要等到三季度

房地产探底还在继续，销售和投资分别同比减少46.6%和10.1%，是自2020年2月以来的最低值。土地成交依旧低迷，竣工好于新开工，稳地产还需加力，预计三季度才能看到地产底。从房地产的投资端来说，4月份的新开工面积同比下滑44.2%，较上月回落21.9%；而土地购置面积4月延续了负增长的态势，同比缩水57.3%，但从环比来看，土地购置面积已经开始出现回暖，房产建设端已经开始摆脱疫情的影响。从销售端来看，4月份商品房的销售额和销售面积的下滑速度进一步扩大，同比近乎腰斩，4月份商品房销售面积同比减少39%，较上个月降幅扩大21.3%；商品房销售额同比减少46.6%，较上月继续下滑20.4%。销售端的房地产走低市场早有预期，周五公布的社融数据中，居民中长期信贷的进一步下滑已经侧面反映出了房地产需求方面动能不足。

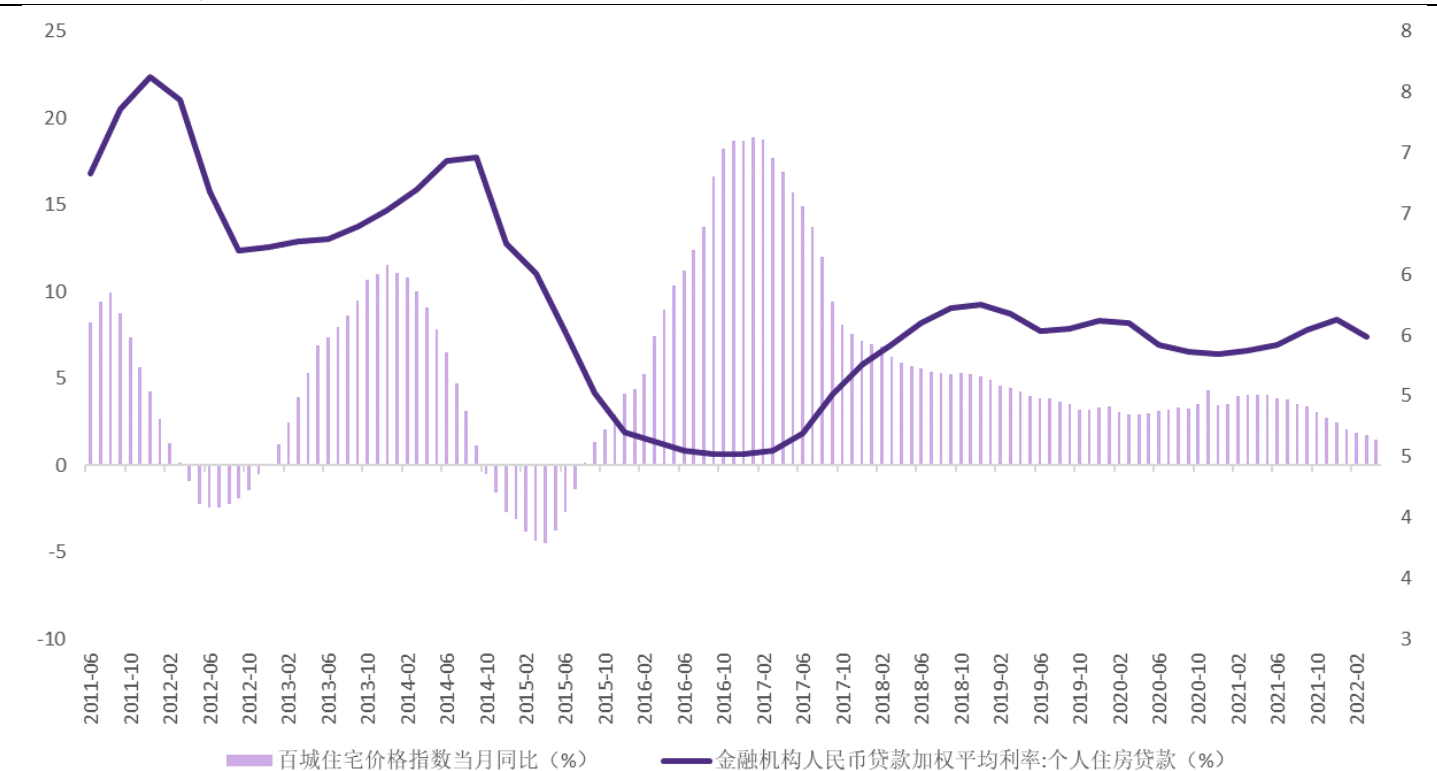
政策底已经到来，市场底会何时出现？目前已经有多地出台了相应的房地产松绑政策，央行也在周末将首套商品房的房贷利率下限下调至了LPR-20BP。从2014年房贷利率下调周期来看，利率调整与房地产市场底相隔一个季度：不管是2011年底和2014年底的房贷利率下调，还是2013年的房贷利率上调，市场总是在大约一个季度后才会出现价格的回暖或者是下行。当前房贷利率下限已经降到了4.4%，与目前5.28%首套房贷利率仍有88BP的下行空间，房贷利率继续下行仍然可期。在房贷利率下行和各地开始解绑限售，因城施策减少购房成本的综合推动下，我们预计能在2022年三季度看到房地产市场的触底和回暖。

图表 3：地产仍在继续探底，但土地购置面积已经开始出现回暖



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 4: 房贷利率下行与房屋价格相隔一个季度



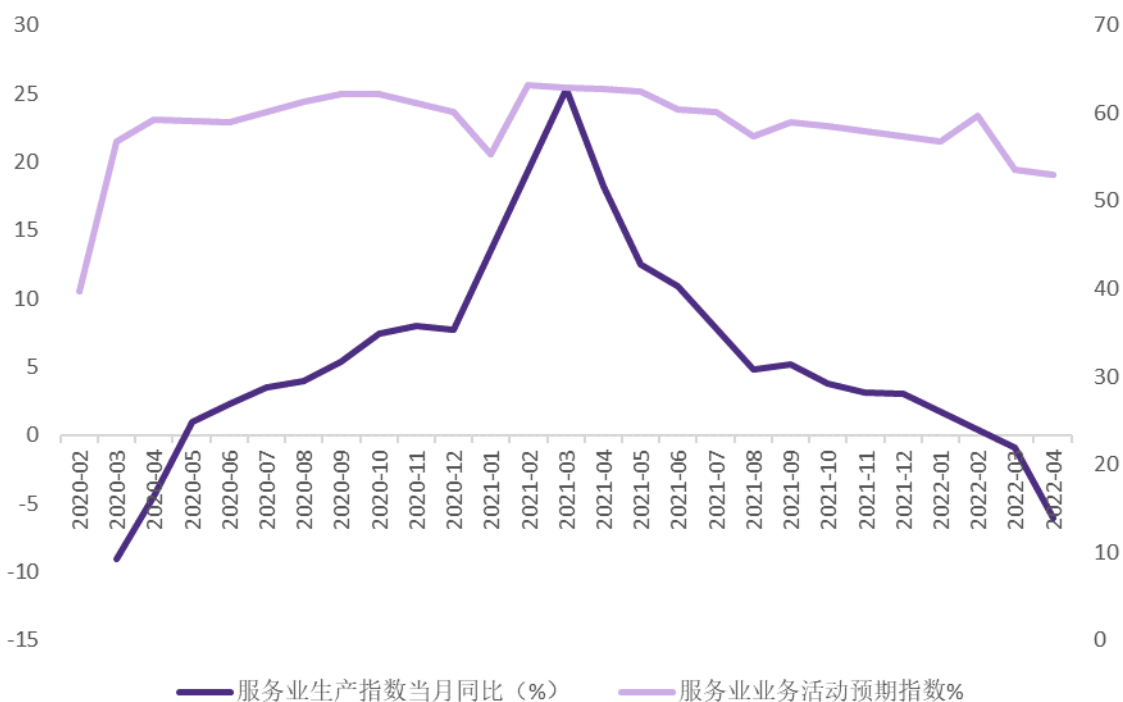
请阅读最后一页重要免责声明

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、服务业加速下滑至-6.1%：期待疫后恢复

疫后多地封控升级导致出行不便，服务业受到波及，加速下滑。生产指数同比增速回落至-6.1%，降幅较上月的-0.9%明显扩大，这点我们从4月份的服务业PMI中也能看到先兆。疫情中生产表现的悲观对应的是服务业对疫情后经营恢复的乐观。2020年2月时世界第一次遭遇新冠疫情的冲击，服务业预期指数更为悲观，仅为39.7%。但仅仅一个月就上升至景气区间，而服务业生产指数也在2020年5月份开始摆脱疫情影响，同比增幅由负转正。回到今天的服务业来看，4月份服务业活动预期指数53%，虽然较上月下降0.6%，但降幅已经有明显的缩小，服务业预期指数已经到了底部，困境反转箭在弦上。5月份在各地疫情依然没有清零的状态下预计服务业生产指数依然会维持负增长的状态，但降幅将显著减少，预计能在6月份看到服务业生产指数的转正。

图表 5：服务业指数加速下滑，但预期景气，恢复可期



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、工业生产增速转负：汽车拖累，采矿支撑

工业生产增速转负，汽车制造业是最大拖累。工业增加值当月同比-2.9%，较3月的5%明显回落，主要是上海以及吉林的疫情危及全国汽车产业链，汽车生产制造受阻。上海、吉林是汽车等制造业的供应链核心区：2021年上海和吉林的汽车产量分别占到全国总产量的10.7%和9.1%。生产核心区域的疫情给企业生产带来压力：4月份汽车制造业同比减少31%，通用设备工业增加值也同比减少15.8%。但随着疫情的复工复产工作的推荐，对于工业生产的负面作用将渐渐消散，根据5月17日的上海新闻发布会，特斯拉上海临港超级工厂的产能利用率已经超过45%，上汽的产能利用率则达到了50%，汽车产业链的配套企业达50%左右。

受到供需紧张以及世界能源价格高位震荡的影响，采矿业依然表现坚挺。4月份采矿业同比增长9.5%，较3月份12.2%的高位有所回落。其中煤炭开采同比涨幅13.2%，油气开采涨幅7.2%。当前俄乌冲突对能源价格的影响逐渐减弱，全球能源价格维持高位运行状态，未来大概率会高位震荡，国内保供压力依旧存在，将继续给采矿行业带来支撑。预计随着疫情的好转和上海复工复产的推进，最大的拖累项汽车将有所回复，有望在5月份看到工业增加值的转正。

图表 6：汽车制造业拖累工业生产，采矿形成一定支撑



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_42259



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>