

2023年03月16日

消费弱投资强，是否代表今年政策方向？

事件点评

——1-2月经济数据、MLF操作分析

投资要点

- ◆ 零售受可选消费拖累恢复缓慢，餐饮服务强劲复苏。
- ◆ 基建持续发力、地产投资阶段性反弹、制造业投资稳定，固定资产投资稳增长。
- ◆ 短期供给冲击缓解，制造业生产普遍改善带动工业增加值增长恢复。
- ◆ 防控措施优化、结构性需求支持政策加码、春节提前带来地产销售、开工阶段性改善，可持续性有待观察。
- ◆ MLF增量投放呵护长期流动性，降准必要性仍高，但操作时点需关注SVB破产事件对美联储加息路径的影响。
- ◆ 消费弱投资强，1-2月需求侧的结构表现与两会期间更加明确的政策导向是较为一致的。今年经济恢复的结构中，我们认为三个方面是确定性比较大的，一是净出口拉动会有所弱化但不至于大幅拖累增长，二是服务消费稳健复苏但难超年初预期，三是房地产市场供需两侧修复性改善但政策进一步放松空间不大不期待大幅反弹。在这样的背景下，今年希望获得5.0%或稍高的增长目标，则需要在商品消费或基建投资稳增长方面二选其一进行一定量级的政策刺激。今年两会在居民收入预期方面格外关注中低收入群体的就业和收入预期问题，而如果短期拉动消费，则更多需要关注的可能是消费能力更强、可选消费弹性更大的中高收入群体，而这一人群在2022年以来明显呈现出提前偿还房贷的资产负债表修复特征而非消费意愿改善特征。由此，今年两会实际上指向的宏观经济政策方向，更倾向于以一定力度的基建稳增长措施延续，稳定中低收入群体的就业和收入预期，以此获得短期的经济稳定和更长时期的逐步的预期改善效果。中高收入群体的预期改善则可能在房地产市场需求和房价整体内生性企稳之后再考虑更多的政策推动。
- ◆ 风险提示：稳增长政策不及预期。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.com.cn

021-2037709900



一、零售受可选消费拖累恢复缓慢，餐饮服务强劲复苏。

1-2月社会消费品零售总额同比3.5%，较12月改善5.3个百分点，小幅低于我们此前预期。其中餐饮服务同比改善达23.3个百分点至9.2%，春节前后疫情平静服务消费快速复苏，但也应看到其所代表的服务消费仅基本回到疫情前正常的同比增速附近，未出现“报复性高增”。商品零售同比增2.9%，尽管较22Q4有所改善，但仍处低增长区间。限额以上商品零售同比增3.8%反弹力度相对温和，其中在新能源车补贴结束、前期地产竣工不佳的拖累下，作为最大单品类别的汽车同比增速大幅下行10.1个百分点至-9.4%，家电音像(-1.9%)、家具(5.2%)有不同程度的改善，防控优化后出行有所增加，石油制品(10.9%)在油价回落背景下增速小幅上行。限额以上必需品同比增长8.8%表现稳定，但限额以下商品零售同比仅小幅改善2.3个百分点至2.3%低于预期。商品消费表现不佳显示出地产周期磨底、居民收入预期偏弱、财政刺激退坡的综合拖累效应。

二、基建持续发力、地产投资阶段性反弹、制造业投资稳定，固定资产投资发力稳增长。

1-2月固定资产投资累计同比5.5%，明显好于预期。三大投资均不同程度地获得较好表现。广义基建投资继22H2以13.6%的超高增速发挥逆周期调节作用之后，年初在基数上行的背景下仍获得11.8%的同比较高增速，显示22Q4加码的专项债、开发性政策性工具、以及持续至今年前两个月的企业中长贷高增都对基建稳增长形成持续的资金支持。制造业投资小幅上行0.6个百分点至8.1%，连续两年增速显著高于名义GDP之后仍延续高增，国家科技自主战略可能令制造业研发和产能升级投资持续维持高位。房地产开发投资1-2月合计跌幅较12月明显收窄6.5个百分点至-5.7%，与疫情缓和之后居民集中释放三个月左右的地产需求、开发商阶段性购地意愿小幅改善有一定关系，可持续性有待观察。在PPI进入收缩区间的背景下，基建、制造业拉动下的固定资产投资名义增速超过商品零售，成为稳增长主要发力手段。

三、短期供给冲击缓解，制造业生产普遍改善带动工业增加值增长恢复。

1-2月工业增加值实际同比2.4%，基数走高的基础上较12月仍有1.1个百分点的恢复。其中采矿业(4.7%)、公用事业(2.4%)分别较12月同比增速下行0.2、4.6个百分点，当期拉动全部来自制造业(2.1%)，较12月改善1.9个百分点。22Q4防控优化之前一些工业产能集中的城市一度实施较大范围封控，对工业生产形成短期冲击，在1-2月明显缓解，多数制造业行业生产普遍有所改善。但注意到计算机通信电子设备制造业(-2.6%)增速较12月反而有3.7个百分点的下行，与出口结构中除手机外的电子产业链出口额仍深度负增表现一致，海外科技竞争手段日趋激烈，产业链阶段性小幅承压。

四、防控措施优化、结构性需求支持政策加码、春节提前带来地产销售、开工阶段性改善，可持续性有待观察。

1-2月商品房销售面积当月同比跌幅大幅收窄28个百分点至-3.6%，新开工跌幅收窄近35个百分点至-9.4%，竣工改善14.6个百分点至8.0%。年初地产销售、开工投资规模相对都较小，本身容易出现大幅波动。22Q4疫情一度导致多个城市不同范围程度的封控，部分需求集中在年初释放。央行年底加码结构性需求支持政策也有一定提振作用。此外春节提前、2月天气情况较有利于项目开工，也可能是地产开工修复的暂时性原因之一。而考虑到当前房地产市场一线

/二三线城市间跷跷板效应明显，居民收入尚未迎来趋势性的预期改善，居民信贷也仍处于相对低迷区间，地产供需两侧年初修复的可持续性有待观察。

五、MLF 增量投放呵护长期流动性，降准必要性仍高，但操作时点需关注 SVB 破产事件对美联储加息路径的影响。

央行今日平价开展 4810 亿中期借贷便利(MLF)操作，由此当月净投放长期基础货币达 2810 亿，一季度 MLF 净投放已达五千多亿。年初企业中长贷和 M2 同步高增，流动性需求较大，央行通过连续的 MLF 净投放操作、以及罕见的两万亿以上逆回购操作向市场输送流动性，而有意在美联储加速加息的阶段回避进行效率更高成本更低但宽松意味更强的降准操作。今年房地产供需两侧预计稳步修复但尚无大幅反弹预期，政府债务融资、政策性开发性银行扩表支持基建投资均需要央行维持中性偏松的货币政策立场。在去年 5Y LPR 下调更多之后，今年降准疏通利率传导的必要性大幅提升，维持全年降准 100BP，1Y LPR 下调 20-30BP 的预测不变，前者为后者前提，而降准操作能否在上半年展开则主要取决于 SVB 破产事件对美联储加息路径的潜在影响。详细分析请参考《硅谷银行破产=金融危机 or 政策信任危机？》。

六、消费弱投资强，1-2 月需求侧的结构表现与两会期间更加明确的政策导向是较为一致的。

今年经济恢复的结构中，我们认为三个方面是确定性比较大的，一是净出口拉动会有所弱化但不至于大幅拖累增长，二是服务消费稳健复苏但难超年初预期，三是房地产市场供需两侧修复性改善但政策进一步放松空间不大不期待大幅反弹。在这样的背景下，今年希望获得 5.0%或稍高的增长目标，则需要在商品消费或基建投资稳增长方面二选其一进行一定量级的政策刺激。今年两会在居民收入预期方面格外关注中低收入群体的就业和收入预期问题，而如果短期拉动消费，则更多需要关注的可能是消费能力更强、可选消费弹性更大的中高收入群体，而这一人群在 2022 年以来明显呈现出提前偿还房贷的资产负债表修复特征而非消费意愿改善特征。由此，今年两会实际上指向的宏观经济政策方向，更倾向于以一定力度的基建稳增长措施延续，稳定中低收入群体的就业和收入预期，以此获得短期的经济稳定和更长时期的逐步的预期改善效果。中高收入群体的预期改善则可能在房地产市场需求和房价整体内生性企稳之后再考虑更多的政策推动。

图 1：限额以上零售同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2: 固定资产投资当期同比及结构 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 工业增加值同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

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_53362



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>