

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

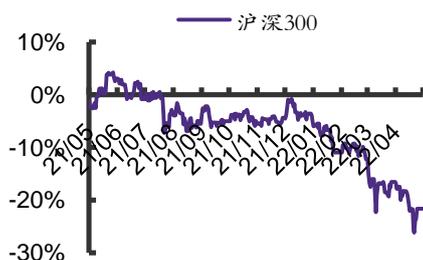
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

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。

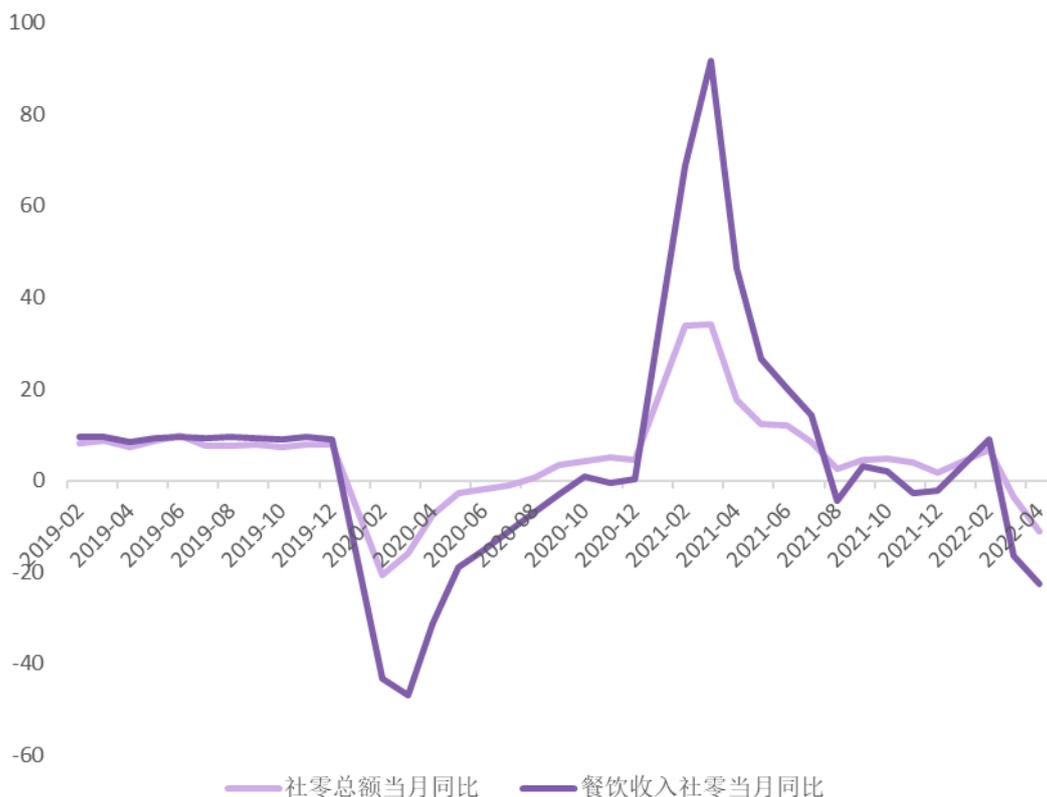
4月份数据中有几个需要关注的点：一是房地产加速下滑，地产投资同比减少10.1%；二是消费的进一步萎缩，社零同比下滑11.1%；三是工业增加值由正转负，同比下滑2.9%；四是出口的全面回落，4月份出口额同比增速仅有1.9%。最后就是城镇失业率的走高，4月份城镇失业率破6，大幅背离5.5%的目标。我们认为未来政策方向在出口受限，地产回暖的背景下将主要从消费和基建发力，促成新的经济动力。

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%。

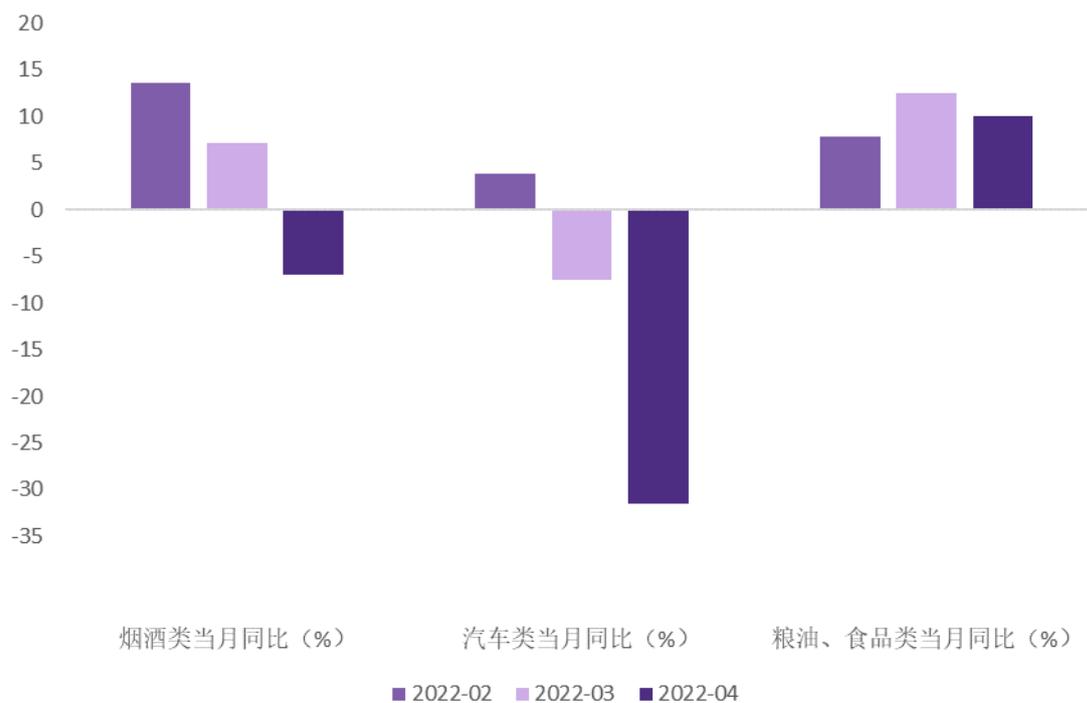
从结构上来看，居民消费出现了可选消费和必选消费的同降。4月份可选消费同比降幅达到了18.8%，其中汽车是主要的拖累项：4月份汽车消费2567亿元，同比下滑31.6%。必选消费中由3月份的2%同比增长转为4月份的5.3%的同比降幅，主要是烟酒类的消费拖累：4月份烟酒消费同比负增长7%，骤降14.2%。粮油等食品类虽然同比有所下滑，但是表现相对坚挺，仍有10%的同比正增长。从疫后恢复的角度来说，烟酒作为必选消费中受疫情影响最大的一环，将会率先迎来反弹，而汽车，服装等可选消费则需要等待居民收入稳定，扭转未来预期之后。

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



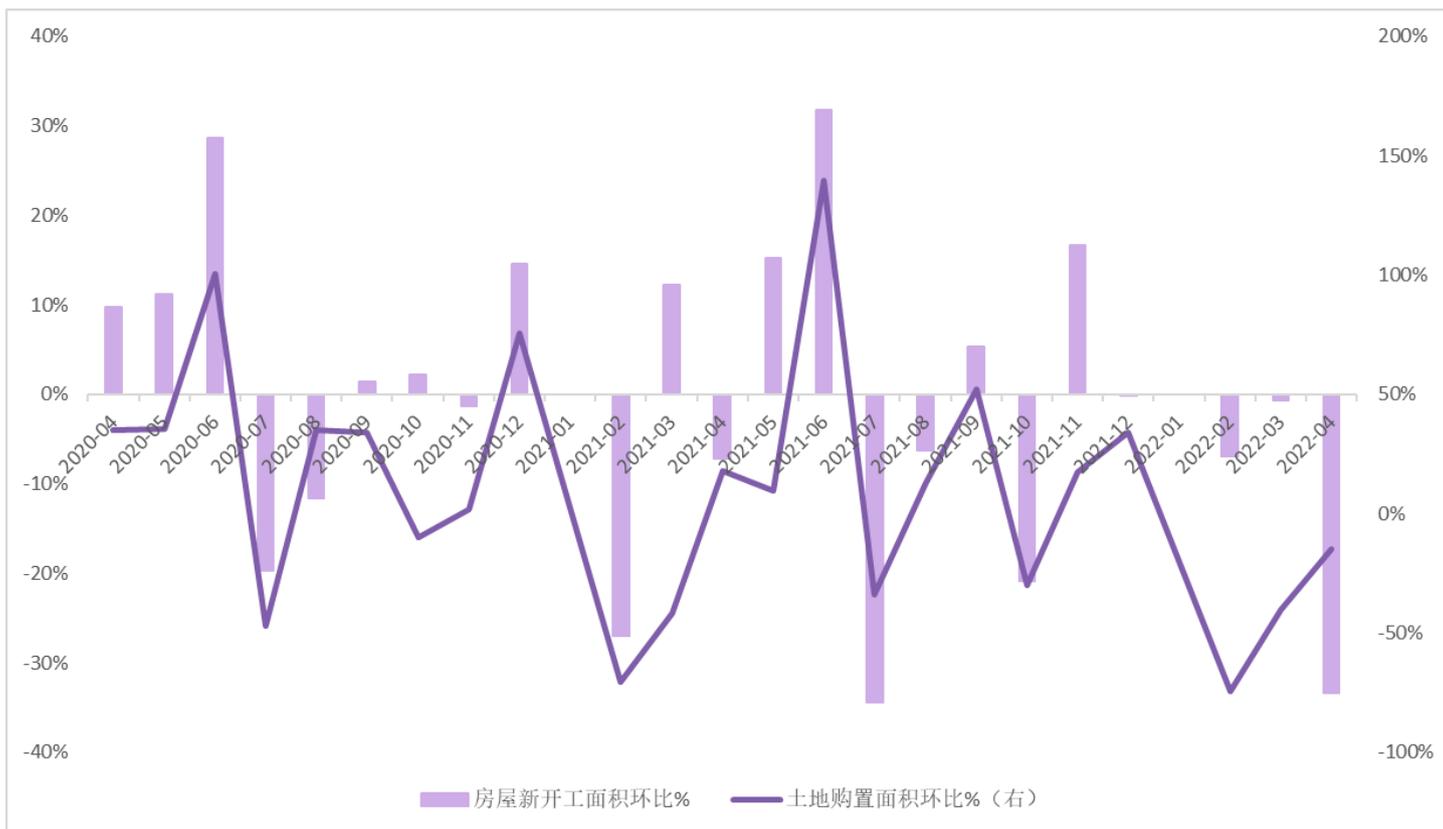
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

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。

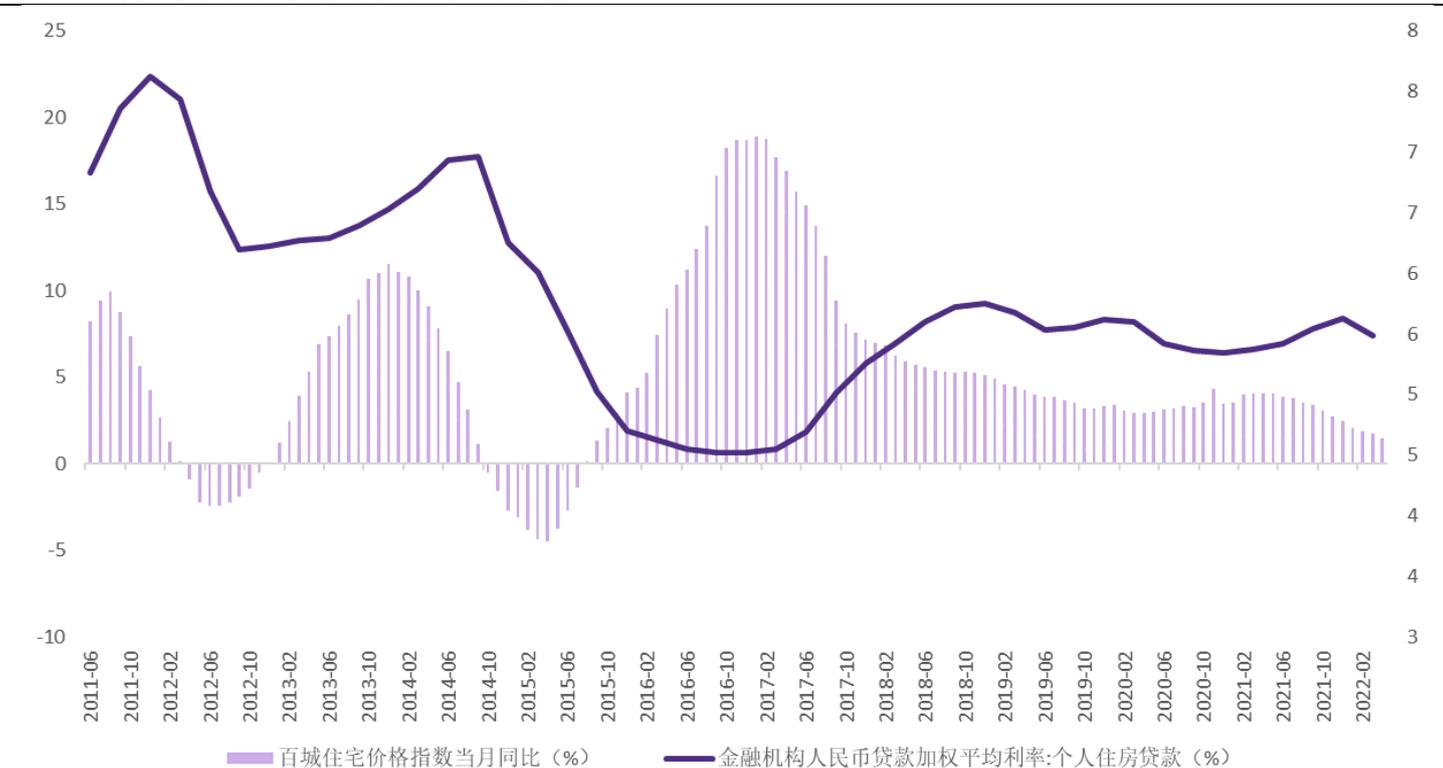
政策底已经到来，市场底会何时出现？目前已经有多地出台了相应的房地产松绑政策，央行也在周末将首套商品房的房贷利率下限下调至了LPR-20BP。从2014年房贷利率下调周期来看，利率调整与房地产市场底相隔一个季度：不管是2011年底和2014年底的房贷利率下调，还是2013年的房贷利率上调，市场总是在大约一个季度后才会出现价格的回暖或者是下行。当前房贷利率下限已经降到了4.4%，与目前5.28%首套房贷利率仍有88BP的下行空间，房贷利率继续下行仍然可期。在房贷利率下行和各地开始解绑限售，因城施策减少购房成本的综合推动下，我们预计能在2022年三季度看到房地产市场的触底和回暖。

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



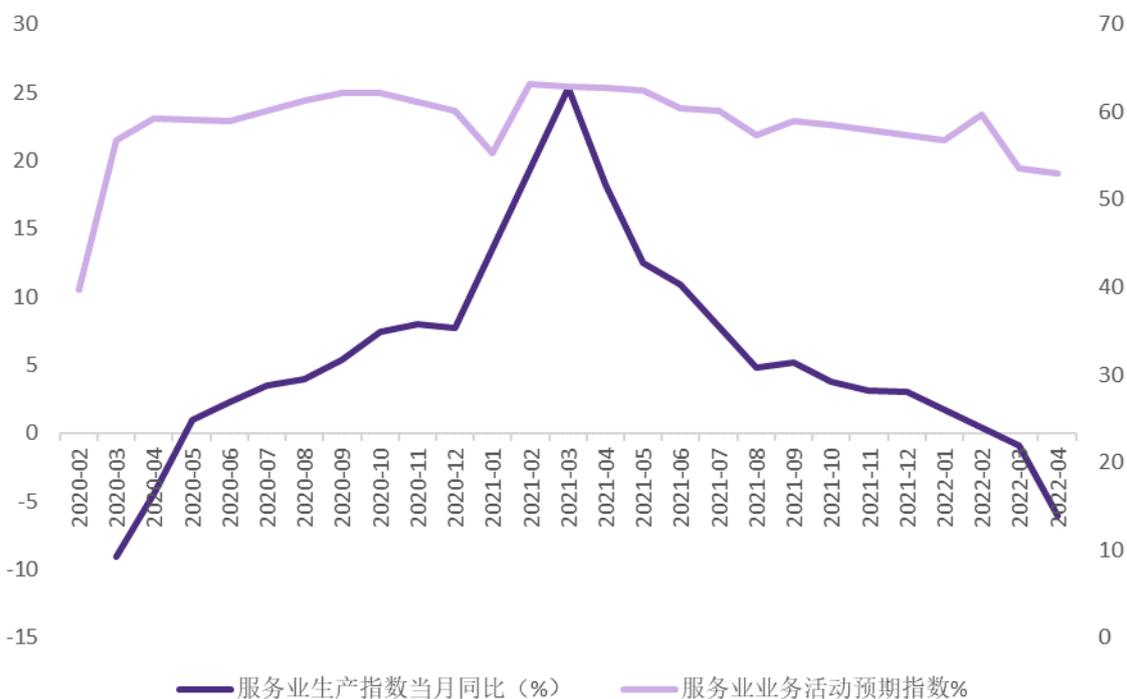
请阅读最后一页重要免责声明

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态势，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



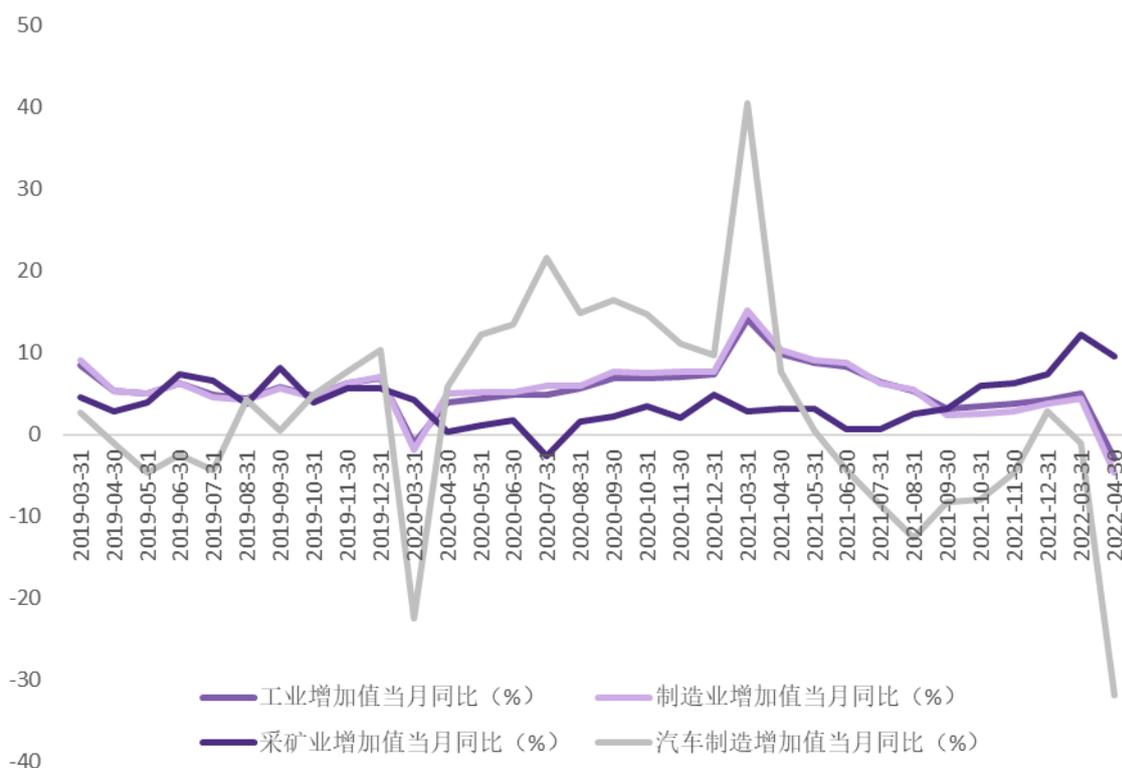
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

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

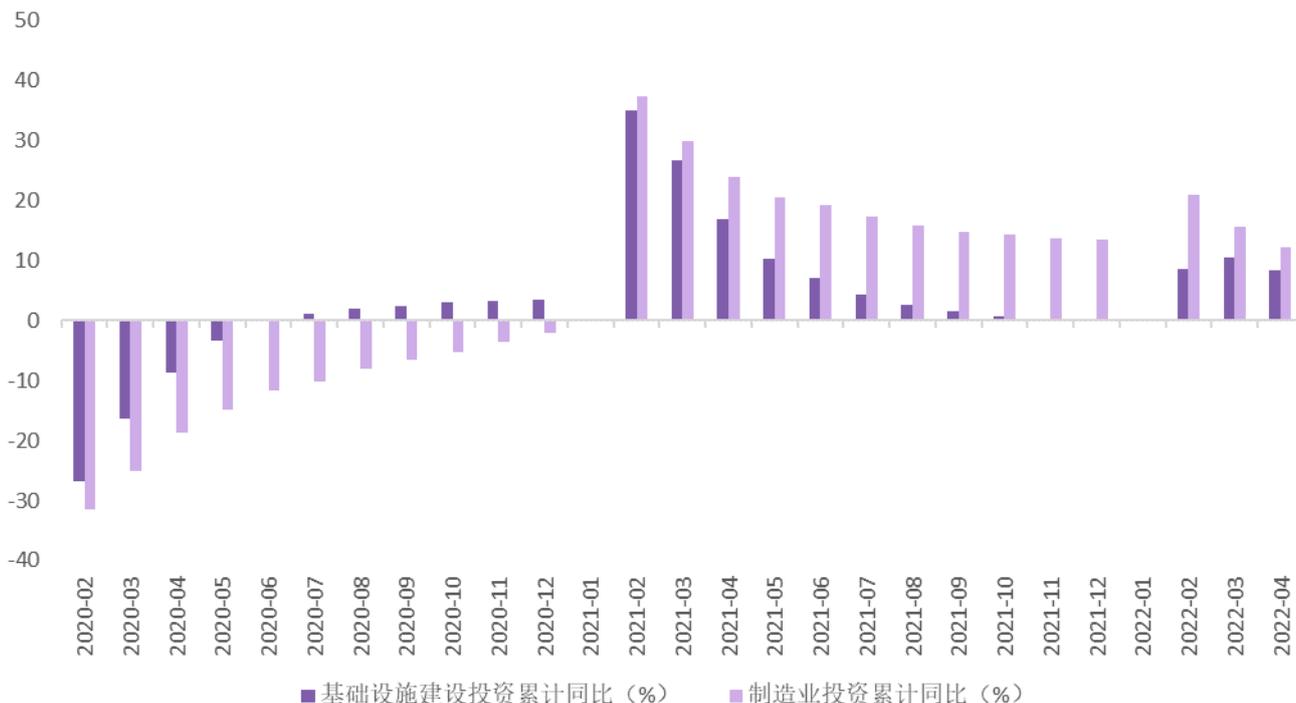


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

5、固定资产投资坚挺：基建制造业韧性强

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。1-4月制造业投资累计同比12.2%，随较1-3月的同比15.6%继续回落；三年平均增长4.1%，较1-3月平均增速3.9%微升，韧性仍强。基建作为今年主要的稳增长抓手，将继续发力，对经济形成支撑。4月份累计基建投资同比涨幅8.26%，较1-3月的10.48有所下滑。不含电力的狭义基础设施建设投资4月累计同比涨幅6.5%。主要的带动项是水利相关投资，4月份水利相关基建投资同比涨幅12%。在后续财政将继续加码的背景下：二季度专项债发行规模或超2万亿元，其中5月和6月单月发行规模预计接近万亿，特别国债可期。基建投资仍然是稳增长中重要的抓手，会继续对今年经济形成支撑。

图表 7：固定资产投资坚挺：基建制造业韧性强



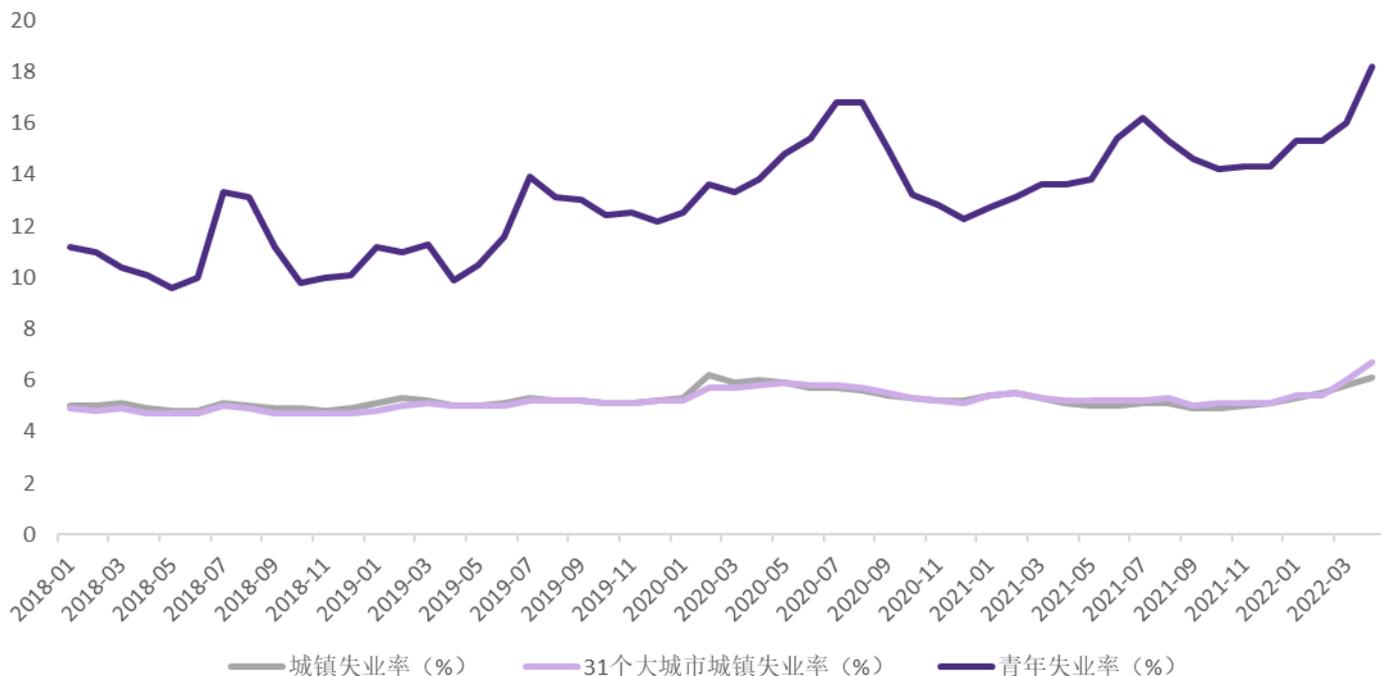
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

6、失业率破6，稳就业压力增加

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%，就业面临较大挑战。就

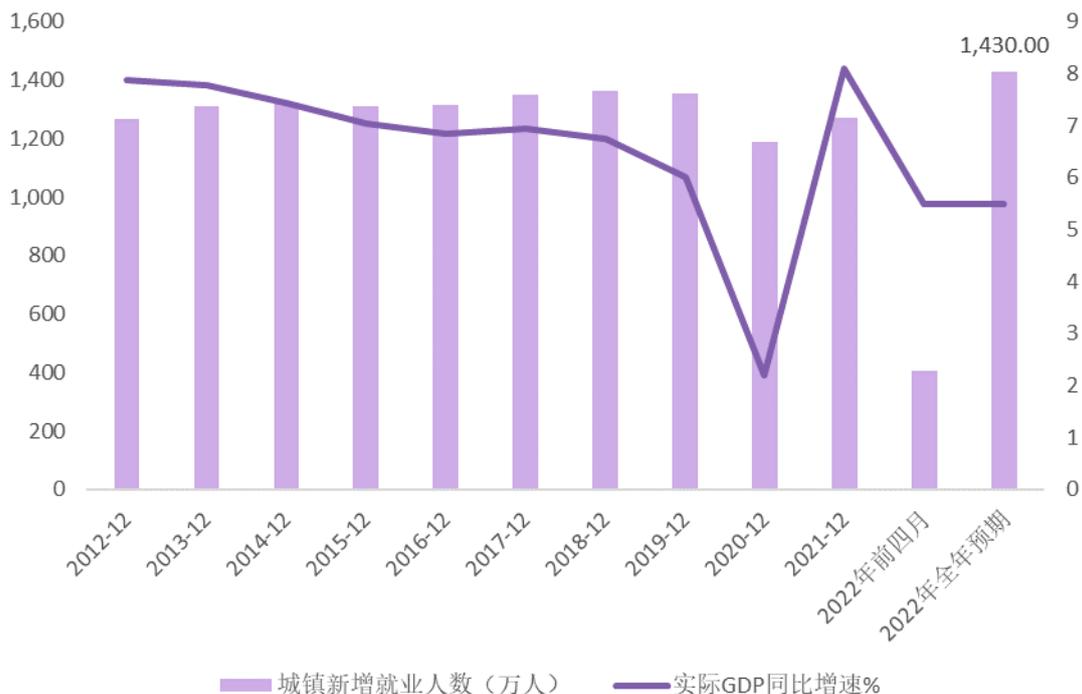
业是我们观察经济景气程度的重要指标，这也是为什么美联储一直把非农就业数据作为是否加息的依据。根据过往经验来看，每1%GDP的增长大概对应200万人的新增就业，我们将过去的实际GDP增长与新增就业人口做回归的话，可以计算得出今年要完成5.5%的经济目标，需要完成全年大概1430万人的就业。当前1-4月已经完成新增就业406万人，也就是说接下来八个月需要平均每月完成至少128万人的就业，比前四个月平均水平高出26%，纵观来看，2022年全年稳就业压力依存。

图表 8：城镇失业率破 6，青年失业率上升



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 9：全年稳就业压力仍存



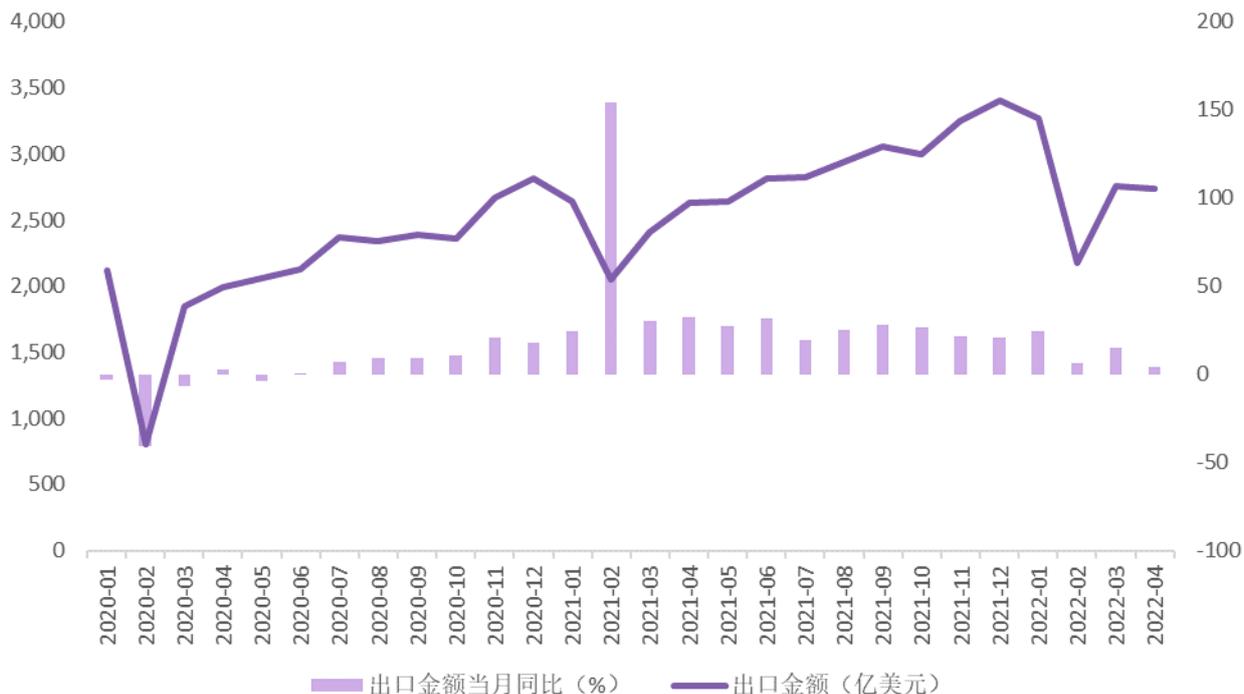
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

7、2020年经济恢复路径不可复制

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。来经济将会如何恢复，政策又将从何处发力？对比2020年疫情，这次疫情的影响显然更广，对于经济的扰动也更深。2020年中国经济为什么能快速的从疫情中走出来，是靠着出口为主，房地产为辅助的高低腿走路模式。出口是疫情后经济恢复的主要动力，出口虽然在2020年二月出现了同比-40.61%的腰斩数据，但随后几个月随着中国成为世界工厂，20%的同比数据成为常态。2021年一整年出口贡献GDP近40%。出口的增长也带动着企业的生产恢复，所以我们才能看到制造业投资在疫情后快速的上涨。房地产在2020年疫情后以及2021年上半年都表现强劲，销售面积2021全年房地产占GDP比重为6.8%。

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。替代效应的逐渐减弱，出口不会再像2020年一样对经济形成强支撑，稳出口将是未来的常态。今年1-4月出口总额达6.97万亿元人民币，累计同比增长10.3%，较前值13.4%回落3.1%；4月单月出口额达1.74万亿元人民币，同比增长1.9%，较前值12.9%出现较大幅回落。出口一直是疫情后中国经济的重要支持，2021年中国出口占全球总出口额的15%。但在长期中国人口红利流失，中期逆全球化进程加速，和短期美国通胀见顶，中国通胀开始出现上升迹象的三重影响下，出口的减少已经是确定之事。因此出口未来更多的是回稳，并不能给2022年经济带来太多增量。

图表 10：替代效应的逐渐减弱，稳出口成常态



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

8、投资消费是2022稳经济主抓手

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。

基建投资已经看到专项债今年以来的持续发力，特别国债会如何影响下半年的基建进程？回顾2020年的特别国债发行过程：5月底全国两会确定抗疫特别国债发行规模为1万亿元，6月18日财政部在市场公开发售。今年的疫情形势与2020年相似，但对经济的扰动更深更广，更需要特别国债这样的非常规工具来纾困解难。上半年的基建有专项债提前发力的支持：2022年前4月共发行专项债1.4万亿，5月和6月也有各有近万亿的专项债在路上，共3.65万亿。至此2022年全年的专项债规模已经发行完毕，下半年基建的增量资金来源可能是：一，特别国债。二，2023年专项债提前发放。基建投资将由上半年资金等项目转为下半年项目等资金。从规模上来说，2020年的特别国债主要以10年期为主，利率略低于十年期国债，其中7000亿元用于转移地方政府用于基建方面，而剩下的3000亿元用于各地的疫情防控支出。今年已经有9500多万亿的特别国债到期（2007年和2017年的特别国债），所以如果发行1万亿特别国债续作的话，将不会给市场带来太多增量。要是增发一万亿特别国债（总共两万亿），按照2020年的比例，会继续给基

建带来7000多亿的财政支持。

从消费的角度来说，方式主要是消费券、低收入群体补贴；发力点是汽车和家电等大件消费。目前各地已经开始消费券的相关工作：成都预计在5月20日发放1.2亿元财政规模的消费券。汽车下乡政策已在路上，将给15万以下的车型补贴3000-5000元，国产新能源车迎来利好。从价格的角度来说，国产新能源汽车普遍在15万以下，适应补贴范围。从渗透率的角度来看，2022年2月全国一线城市新能源车渗透率已经达到了近35%，而二线及以下的城市渗透率仍处在20%以下的低位，有较大的成长空间。另一方面，新能源汽车下乡也能带动充电桩等新能源设施服务的下乡，跟好的刺激消费和服务业的恢复，期待后续更多的消费刺激政策出台。家电消费主要的增长可能来自于三方面：一，新一轮的家电下乡，距离上一轮家电下乡已有十年有余，正好是一个更新迭代周期。二是城市内以扫地机器人为主的智能绿色家电更新。三是随着地产修复而带动起来的地产竣工产业链修复路径。

9、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

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期个股相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-------------------|
| 1 | 推荐 | >15% |
| 2 | 审慎推荐 | 5%---15% |
| 3 | 中性 | (-) 5%--- (+) 5% |
| 4 | 减持 | (-) 15%--- (-) 5% |
| 5 | 回避 | <(-) 15% |

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 预期行业相对沪深300指数涨幅 |
|---|------|-----------------|
| 1 | 增持 | 明显强于沪深300指数 |
| 2 | 中性 | 基本与沪深300指数持平 |
| 3 | 减持 | 明显弱于沪深300指数 |

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。