

2023年05月16日

# 内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费

## 事件点评

### 经济数据点评（2023.4）

#### 投资要点

- ◆ **零售走弱结构分化加剧，可选商品消费大幅走弱，大众服务消费连续复苏。**4月社会消费品零售总额在极低基数背景下仅有18.4%的同比增幅，环比较3月明显走弱，低于我们预期。餐饮强劲，疫情防控决定性胜利后，大众服务消费稳健复苏。总商品零售和限额以上商品两年平均增速分别下行1.0、3.0个百分点，后者主要类别中，食品等必需品扣除价格涨幅后两年平均下行幅度较小，而汽车（-2.8%）、除汽车石油制品外的其他可选品（-1.4%）两年平均增速分别下行达4.4、2.5个百分点，地产底部周期、居民财富效应预期偏弱仍持续对可选商品消费形成抑制。
- ◆ **基建投资稳定高增，地产环比再度趋冷，投资基数下修。**4月固定资产投资累计同比4.7%，较上月下滑0.4个百分点，测算单月同比3.6%，较上月下滑1.1个百分点，稍低于我们预期。三大类投资中，唯有广义基建投资保持了稳定的强劲输出，测算单月同比11.6%，处于去年下半年以来的高增速中枢。房地产开发投资在基期大幅走弱的背景下单月跌幅仍扩大1.4个百分点至-7.3%，一季度地产积压需求集中释放后再度转冷。制造业投资同比单月下行0.9个百分点至4.8%，扣除PPI负区间程度加深之后，趋势小幅降温但整体尚可。继3月后，本月是2021年以来第二次下修固定投资的基期规模，且下修幅度更为显著。
- ◆ **地产积压需求集中释放后迅速转冷，开发商预期仍然谨慎。**4月商品房销售面积累计同比跌幅仅小幅改善1.4个百分点至-0.4%，而基数下滑达7.1个百分点，凸显地产积压需求因疫情大幅缓和而集中释放之后，4月至今迅速转冷，不可持续。商品房销售面积（-21.2%）、金额（-18.5%）两年平均增速也分别较3月大幅下滑。房地产市场需求未现趋势拐点，开发商在购地和建造两方面的情绪也相当谨慎，4月新开工情况也仍然在底部区间，竣工尽管单月改善，但考虑到竣工大月往往是季末，在土地储备不多的情况下竣工改善的可持续性存疑。
- ◆ **工业生产再度减弱，消费和地产偏弱，制造业生产首当其冲。**4月工业增加值同比仅小幅上行1.7个百分点至5.6%，而基数下滑达7.9个百分点，三大行业生产普遍降温，制造业下滑幅度最大。从两年平均增速来看，制造业下行3.5个百分点至0.8%，采矿业、公用事业分别下行1.8个百分点，回落幅度明显较小。国内消费需求、地产投资需求直接相关的制造业领域4月生产普遍趋弱，加之去年下半年工业库存走高，二季度工业生产恢复难度仍然不小。
- ◆ **疫情缓和带动的需求恢复已经一次性释放完毕，地产周期底部对财富效应和商品消费的拖累进一步显现，内需普遍走弱的背景下，亟待以一定力度的货币中性偏松操作促进基建投资稳增长、增就业效果显现，再叠加地产需求见底后的逐步恢复、以及股市和理财产品收益向好，在此基础上可能才能见到后置的商品消费需求的普遍改善。**一季度《货币政策执行报告》已经突出强调了下一阶段货币政策支持实体经济需求恢复的必要性，详细分析可参考《节奏平稳，提升支持实体的可持续性——23Q1<货币政策执行报告>解读》。维持全年降准100BP（每季度25BP）、下半年1Y LPR和MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

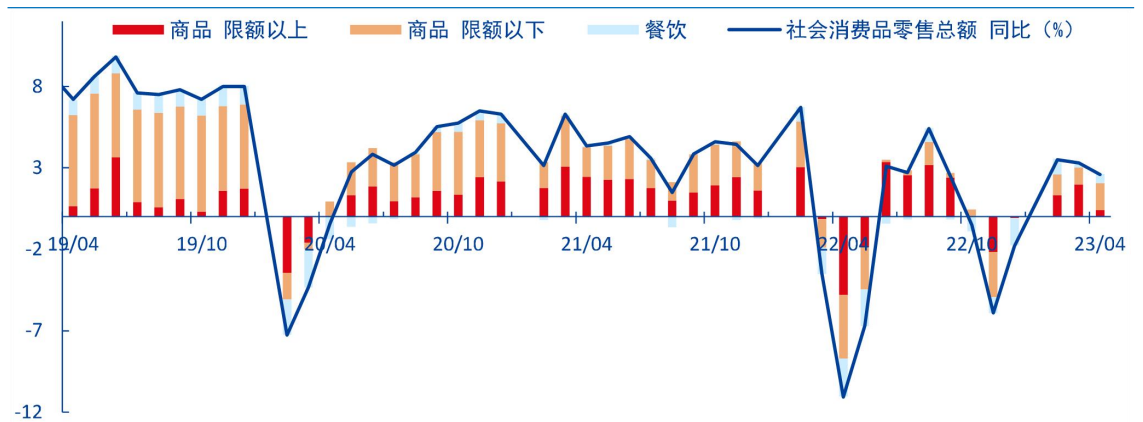
- 23Q1《货币政策执行报告》解读-节奏平稳，提升支持实体的可持续性 2023.5.15
- 消费内需深度报告·暨双循环周报（第9期）-再论“超额存款”：消费、买房还是投资？ 2023.5.14
- 金融数据速评（2023.4）-地产再冷，凸显基建 2023.5.11
- 中国CPI、PPI、美国CPI点评（2023.4）-中美通胀背离扩大的三点启示 2023.5.11
- 进出口数据点评（2023.4）-越过山丘，谁更脆弱？ 2023.5.9



## 一、零售走弱结构分化加剧，可选商品消费大幅走弱，大众服务消费连续复苏。

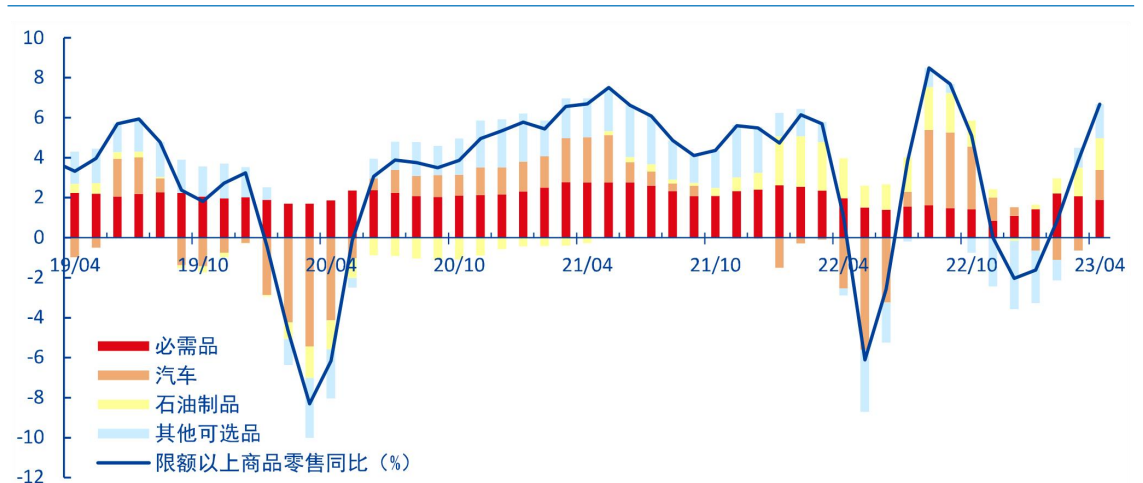
4月社会消费品零售总额在去年上海封控极低基数背景下仅有18.4%的同比增幅，环比较3月明显走弱，低于我们预期4个百分点，餐饮、必需品、可选品结构分化加剧。表现最好的是代表大众服务消费的餐饮，同比、两年平均增速分别连续上行17.5、2.6个百分点至43.8%、5.4%，疫情防控决定性胜利后，大众服务消费持续稳健复苏。总商品零售和限额以上商品两年平均增速分别下行1.0、3.0个百分点，可选品占比更高的限额以上下滑幅度更大。限额以上商品内部品类中，食品等必需品扣除价格涨幅后两年平均下行幅度较小（不到2个百分点），而可选商品消费大幅下滑，以两年平均增速计，汽车（-2.8%）、除汽车石油制品外的其他可选品（-1.4%）分别下行4.4、2.5个百分点，地产底部周期、居民财富效应预期偏弱仍持续对可选商品消费需求形成抑制。

图1：社会消费品零售总额同比及贡献（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021、2023年3-4月为两年平均

图2：三个月平均 限额以上商品零售同比及贡献（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均

## 二、基建投资稳定高增，地产环比再度趋冷，投资基数下修。

4月固定资产投资累计同比4.7%，较上月下滑0.4个百分点，测算单月同比3.6%，较上月下滑1.1个百分点，稍低于我们预期。三大类投资中，唯有广义基建投资保持了稳定的强劲输出，

测算单月同比 11.6%，较 3 月上行 0.8 个百分点，连续处于去年下半年以来的高增速中枢。房地产开发投资在基期大幅走弱的背景下单月跌幅仍扩大 1.4 个百分点至 -7.3%，环比连续第二个月低于正常水平 4 个百分点左右，一季度地产积压需求集中释放后再度转冷，开发商购地和建造信心仍然谨慎。制造业投资同比单月下行 0.9 个百分点至 4.8%，扣除 PPI 负区间程度加深之后，趋势小幅降温但整体尚可。值得关注的是继 3 月之后，本月是 2021 年以来第二次下修固定投资的基期规模，且下修幅度较 3 月更为显著，显示去年上海封控期间经济表现或较当时的初步数据更弱。

图 3：固定资产投资及三大累投资当月同比（%）

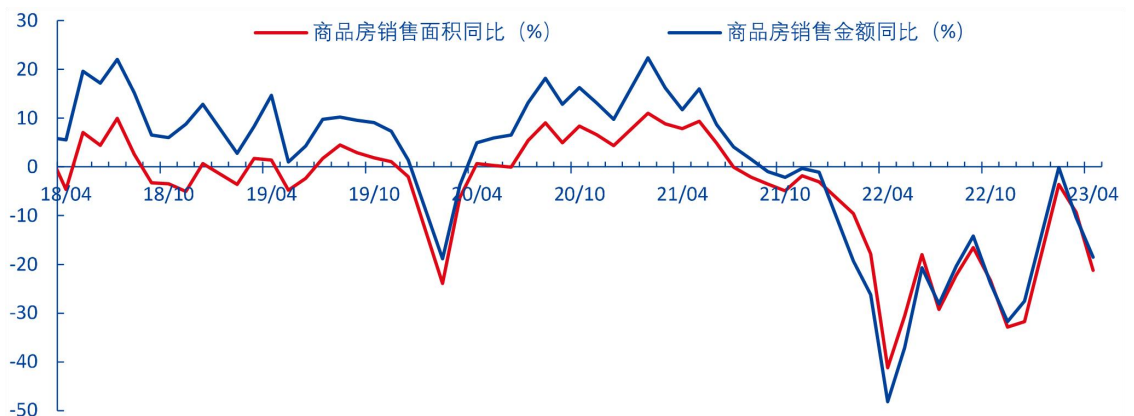


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均

### 三、地产积压需求集中释放后迅速转冷，开发商预期仍然谨慎。

4 月商品房销售面积累计同比跌幅仅小幅改善 1.4 个百分点至 -0.4%，而基数下滑达 7.1 个百分点，凸显在 2-3 月地产积压需求因疫情大幅缓和而集中释放之后，4 月至今迅速转冷，不可持续。折合单月两年平均增速，商品房销售面积（-21.2%）、金额（-18.5%）分别较 3 月大幅下滑 11.9、8.1 个百分点，高频指标进一步显示 4 月下旬以来还有加速下滑趋势。房地产市场需求未见趋势拐点，开发商在购地和建造两方面的情绪也相当谨慎，4 月新开工情况也仍然在底部区间，竣工尽管单月改善，但考虑到竣工大月往往是季末，在土地储备不多的情况下竣工改善的可持续性存疑。

图 4：商品房销售面积、金额同比（%）

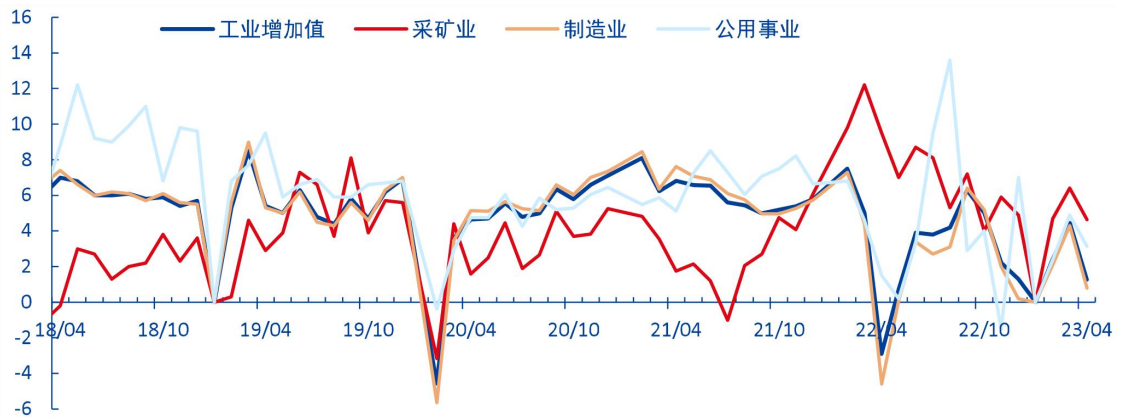


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2023 年 3-4 月为两年平均

#### 四、工业生产再度减弱，消费和地产偏弱，制造业生产首当其冲。

4月工业增加值同比仅小幅上行1.7个百分点至5.6%，而基数下滑达7.9个百分点，三大行业生产普遍降温，制造业下滑幅度最大。从两年平均增速来看，制造业下行3.5个百分点至0.8%，采矿业、公用事业分别下行1.8个百分点，回落幅度明显较小。国内消费需求、地产投资需求直接相关的制造业领域4月生产普遍趋弱，加之去年下半年工业库存走高，二季度工业生产恢复难度仍然不小。

图5：工业增加值及三大工业行业增加值同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021、2023年3-4月为两年平均

五、疫情缓和带动的需求恢复已经一次性释放完毕，地产周期底部对财富效应和商品消费的拖累进一步显现，内需普遍走弱的背景下，亟待以一定力度的货币中性偏松操作促进基建投资稳增长、增就业效果显现，再叠加地产需求见底后的逐步恢复、以及股市和理财产品收益向好，在此基础上可能才能见到后置的商品消费需求的普遍改善。昨日公布的一季度《货币政策执行报告》已经突出强调了下一阶段货币政策支持实体经济需求恢复的必要性，详细分析可参考《节奏平稳，提升支持实体的可持续性——23Q1<货币政策执行报告>解读》。维持全年降准100BP（每季度25BP）、下半年1Y LPR和MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。

风险提示：稳增长政策力度不及预期。



## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)