

2022年05月16日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com

研究支持

贾东旭 A0230120080001
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

消费难以承受之重：生产、物流、收入“三重门”

——4月经济数据解读

主要内容：

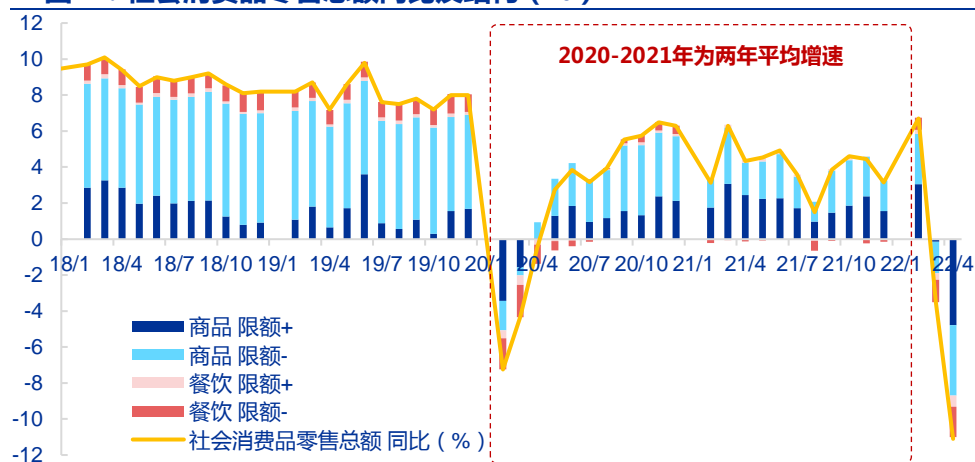
- **消费难以承受疫情导致的生产、物流、收入预期三重压力，4月出现两年以来最快、最深处下滑。**4月社会消费品零售总额同比大幅走弱，下滑幅度剧烈走阔7.6个百分点至-11.0%，大幅低于我们预期（-5.4%）和市场预期，但从结构来看，疫情关联的生产、物流、收入预期三重衍生冲击的冲击已经超过疫情本身。比较值得关注的是可选商品消费的两个层面的大幅下滑，可选品消费占比最大的汽车，单月同比增速跌落至-31.6%，超过上海冲击上限，**直接显示生产冲击所导致的供给短缺情形之严重**，而除汽车、石油制品之外其他可选商品同比增速也大幅下滑9.5个百分点至-15.4%，这个幅度同样也显著超出上海的冲击上限，**显示多地物流不畅，以及居民收入预期转冷、预防性储蓄增加的影响。**
- **固定资产投资累计同比6.8%好于预期，主要拉动来自三大行业以外的投资，其中包含一些新基建、产业链升级相关的基建项目，或为持续的稳增长重要方向。**地产投资因期房销售比例较高、投资链条较短、户外施工较易复工等属性，受疫情影响小，累计同比-2.7%符合我们前期预期（-2.8%）。广义基建累计同比7.6%稍低于预期（8.1%），但主要是**公用设施受疫情影响投资进度暂时受阻，预计后续迅速反弹。**短期外需强劲拉动制造业投资累计同比12.2%好于预期（10.9%）。而服务业集中的其他投资并未因疫情明显受冲击，当月同比达到12.2%的高位，包含有新基建、产业链升级等政策鼓励的新型基建方向。
- **工业增加值超预期下滑，凸显长三角在汽车、装备制造等产业链的龙头重要地位，后续恢复速度与解封时滞直接负相关，期待财政等增量政策促进更快复工复产。**4月工业增加值实际同比-2.9%，深度下滑7.9个百分点，为20年3月以来最低。采矿业（-2.7pct至9.5%）仍保持高位，原煤产量（-4.1pct至10.7%）继续保持两位数增长；生产回落令公用事业（-3.1pct至1.5%）有所下行；**疫情冲击产业链更体现在制造业（-9.0pct至-4.6%）当中。**制造业内部中高端制造业因分工较细对物流阻碍更敏感，受冲击幅度大，上海及长三角集中的行业下行幅度较大。而广东疫情有所缓和，电子产业链受冲击幅度小于上述行业。
- **疫情冲击令本已信心不足的地产销售雪上加霜，居民去杠杆大幕拉开，政策长期逻辑改变聚焦因城施策无意刺激一线泡沫。**4月商品房销售面积、金额当月同比增速分别回落达21.3、20.4个百分点至-39%、-46.6%，接近20年疫情冲击初期水平，但当前与20年初最大的不同在于，居民购房需求信心已经不足，疫情冲击不仅是暂时现象更是雪上加霜。**居民去杠杆大幕或已拉开的背景下，房地产调控政策长期逻辑发生改变，地产需求与工业化失衡、城镇化过度集中的问题可能已经在逻辑上深刻关联，因而调控政策并不会谋求以再度刺激一线城市房价泡沫为代价稳定短期地产需求。**
- **相比之于预期内的投资，消费超预期下滑暴露出的生产、物流、收入三重压力叠加更值得给予足够重视，除供给侧促复工稳就业稳收入措施之外，我们呼吁考虑个税减税等措施相对理想的促进消费的可持续逻辑。**从长期视角来看，恢复生产、稳定就业、保障居民收入不出现快速下滑，无疑是最重要的底层逻辑，近期国常会强调财政货币政策必须以就业优先为导向，我们相信近期会出台一系列加码的减税降费类政策促进更迅速的复工复产。但短期稳定消费的迫切性也不可忽视，服务消费和可选商品消费的主力人群都是中等收入群体居民，是未来我国居民收入结构的中坚力量，这个群体的居民疫情期间并无明显的裁员之近忧，但一旦对长期收入预期形成惨淡的远虑，对大宗可选商品消费、乃至地产需求的长期路径都将形成持续的不利影响。个人所得税税率下调的措施对于消费中坚力量的收入预期无疑将形成直接支持，加之其超额累进税率的特性带来的财政阶段性可修复属性，是当前直接刺激消费又不影响经济长期结构优化可持续性的理想政策选择。

一、消费难以承受疫情导致的生产、物流、收入预期三重压力，4月出现两年以来最快、最深下滑。

4月社会消费品零售总额同比大幅走弱，下滑幅度剧烈走阔7.6个百分点至-11.0%，大幅低于我们预期（-5.4%）和市场预期，但从结构来看，疫情关联的生产、物流、收入预期三重衍生冲击的冲击已经超过疫情本身。首先，餐饮收入当月同比-22.7%，跌幅较前月再扩大6.3个百分点，与我们预期（-20.4%）偏差不大，这一服务消费类别比较直接地反映出上海以及其他多地4月疫情以及防控政策的升级所导致的服务消费冲击幅度大体上是符合预期的。第二，食品药品日用品等必需品受冲击幅度较小，限额以上口径同比3.3%，较前月仅回落5.8个百分点并维持正增，主要冲击也是来自防控升级导致的人员流动阻碍，历史规律是疫情结束后必需品即迅速恢复至超量回补，年度跨度几乎没有影响。

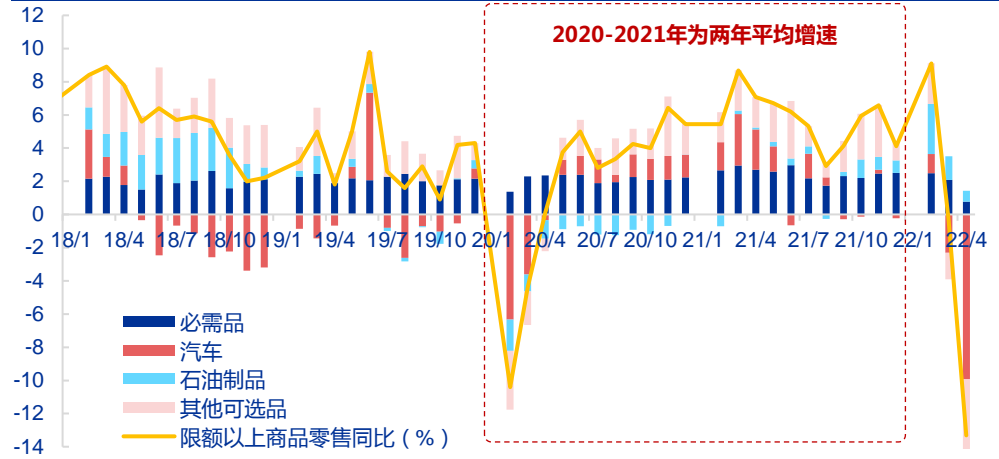
比较值得关注的是可选商品消费的两个层面的大幅下滑：第三，可选品消费占比最大的汽车，单月同比增速跌落至-31.6%，跌幅较上月剧烈下行达24.1个百分点，即使所有4月曾封控的区域都不买车也不会有这么大下滑幅度，而是直接显示出上海及周边作为全国汽车产业链龙头，生产冲击所导致的供给短缺情形之严重。第四，除汽车、石油制品之外其他可选商品同比增速也大幅下滑9.5个百分点至-15.4%，这个幅度同样也显著超出上海的冲击上限，背后反映两大拖累，其一是多地防控强度提升导致快递物流运输不畅，阻碍部分网购可选品交易；其二我们结合金融数据中企业短期贷款高增力保就业、居民购房和消费借贷大幅收缩而存款高增的情况综合研判，较为严重的上海疫情和多地防控升级可能正在导致中等收入群体居民收入预期转冷，预防性储蓄增加，再令可选商品消费雪上加霜。

图 1：社会消费品零售总额同比及结构（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：限额以上商品零售同比及结构（%）

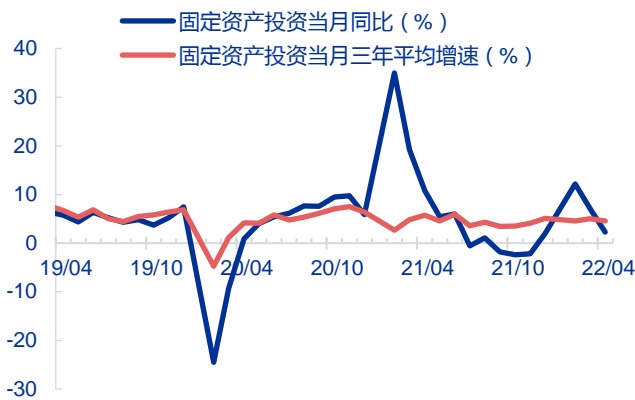


资料来源：CEIC，申万宏源研究

二、固定投资累计同比 6.8% 好于预期，主要拉动来自三大行业以外的投资，其中包含一些新基建、产业链升级相关的基建项目，或为持续的稳增长重要方向。

固定投资累计同比 6.8% 好于预期，其中地产投资因期房销售比例较高、投资链条较短、户外施工较易复工等属性，受疫情影响小，累计同比 -2.7% 符合我们前期预期（-2.8%），今年预计在多措并举改善开发商融资的政策推动下，投资和竣工均将好于新开工拖累的程度，维持全年地产投资同比 -0.3% 预期不变。广义基建累计同比 7.6% 稍低于预期（8.1%），但主要是公用设施（含发电）受疫情影响投资进度暂时受阻，预计后续迅速反弹。短期外需强劲拉动制造业投资累计同比 12.2% 好于预期（10.9%）。4 月主要的拉动因素是三大行业之外的其他投资短期冲高，服务业集中的其他投资并未因疫情明显受冲击，当月同比甚至达到 12.2% 的高基数反弹高位，其中包含有新基建、产业链升级等今年以来受到政策鼓励的新型基建方向，预计后续持续提供稳增长动能。

图 3：固定资产投资当月和三年平均增速（%）

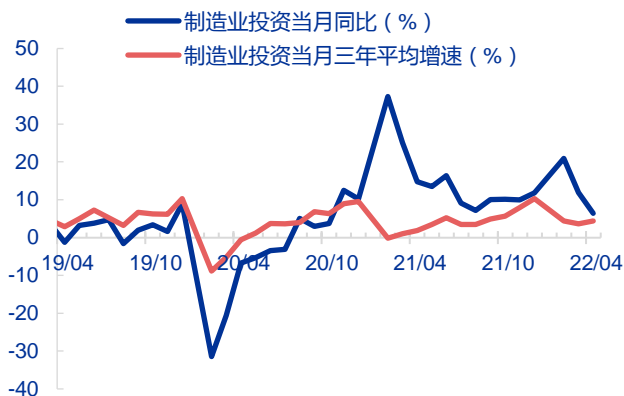


资料来源：CEIC，申万宏源研究

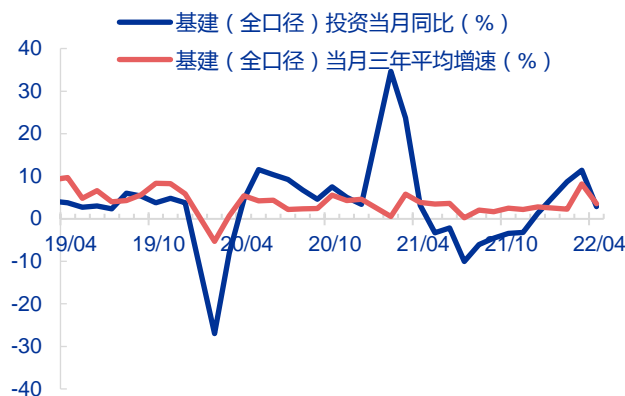
图 4：房地产开发投资当月和三年平均增速（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：制造业投资当月和三年平均增速（%）


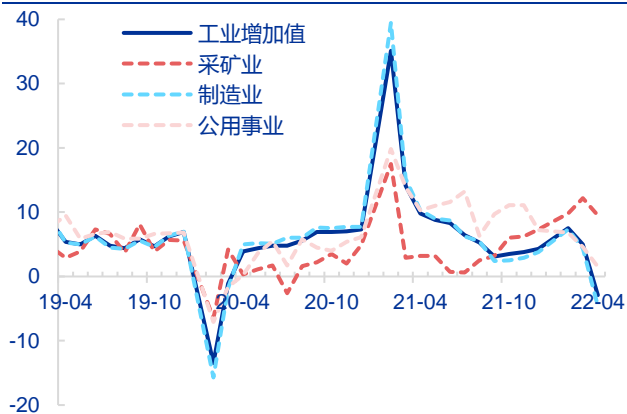
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：基建投资（全口径）当月和三年平均增速（%）


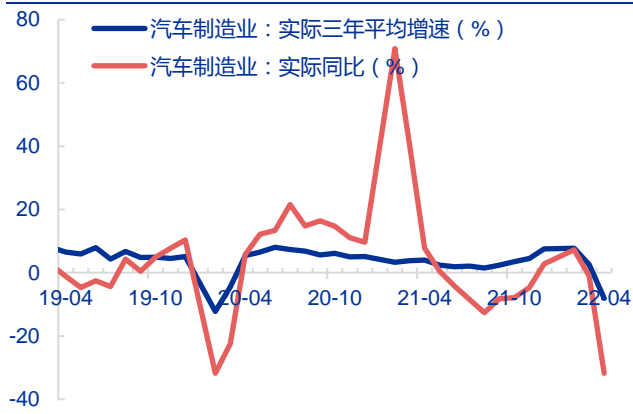
资料来源：CEIC，申万宏源研究

三、工业增加值超预期下滑，凸显长三角在汽车、装备制造等产业链的龙头重要地位，后续恢复速度与解封时滞直接负相关，期待财政等增量政策促进更快复工复产。

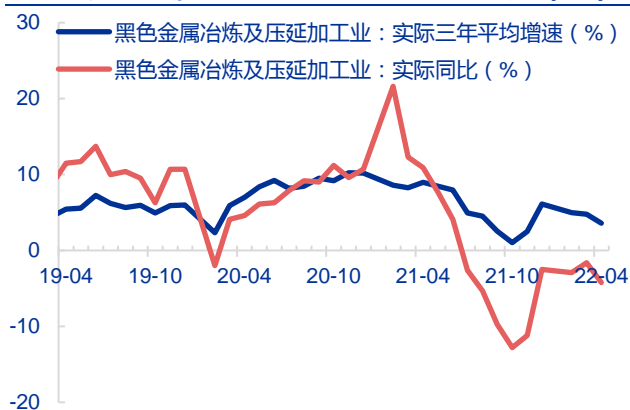
4 月工业增加值实际同比-2.9%，深度下滑 7.9 个百分点，为 20 年 3 月以来最低，低于我们和市场预期。分结构来看，采矿业（-2.7pct 至 9.5%）仍保持高位，原煤产量（-4.1pct 至 10.7%）继续保持两位数增长；生产回落令公用事业（-3.1pct 至 1.5%）有所下行；疫情冲击产业链更体现在制造业（-9.0pct 至 -4.6%）当中。制造业内部中高端制造业因分工较细对物流阻碍更敏感，受冲击幅度较大，上海及长三角集中的行业下行幅度较大。如汽车（-30.8pct 至 -31.8%）、通用设备（-15.1pct 至 -15.8%）、专用设备（-13.1pct 至 -5.5%）、医药（-13.9pct 至 -3.8%）等行业，而广东疫情有所缓和，电子产业链受冲击幅度小于上述行业。陆运物流依赖度低、产业链不长的一些传统制造业，如黑色金属、有色金属受影响幅度明显较小。

图 7：工业增加值及分项同比增速（%）


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：汽车制造业增加值实际增速（%）


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：黑色金属冶炼及压延加工业实际增速（%）


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 10 电子行业增加值实际增速（%）

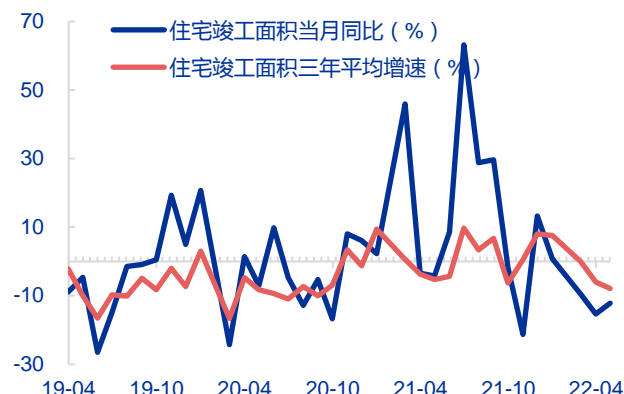

资料来源：CEIC，申万宏源研究

四、疫情冲击令本已信心不足的地产销售雪上加霜，居民去杠杆大幕拉开，政策长期逻辑改变聚焦因城施策无意刺激一线泡沫。

4 月商品房销售面积、金额当月同比增速分别回落达 21.3、20.4 个百分点至 -39%、-46.6%，接近 20 年疫情冲击初期水平，与高频数据之间的分化有所收敛。但当前与 20 年初最大的不同在于，居民购房需求信心已经不足，疫情冲击不仅是暂时现象更是雪上加霜。但在今年前 4 个月房贷合计已同比少增 1.1 万亿、居民去杠杆大幕或已拉开的背景下，房地产调控政策长期逻辑发生改变，地产需求与工业化失衡、城镇化过度集中的问题可能已经在逻辑上深刻关联，因而调控政策并不会谋求以再度刺激一线城市房价泡沫为代价稳定短期地产需求，近日的全国范围内下调首套商贷利率下限 20BP（而非下调 LPR 本身）的政策就是这一方向的明确指示。年内建议关注县城城镇化政策细节的逐步展开，不建议过高期待 LPR 下调。住宅竣工三年平均增速低位继续回落 1.8pct 至 -7.9%，连续第三个季度下行，年内对后地产周期可选消费的拉动作用趋弱，后续期待稳就业稳收入，以及更为直接的刺激消费的财政领域新增举措。

图 11：商品房销售面积和金额三年平均增速（%）


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：住宅竣工面积当月同比与三年平均增速（%）


资料来源：CEIC，申万宏源研究

五、相比于预期内的投资，消费超预期下滑暴露出的生产、物流、收入三重压力叠加更值得给予足够重视，除供给侧促复工稳就业稳收入措施之外，我们呼吁考虑个税减税等措施相对理想的促进消费的可持续逻辑。

过去两年的经验整体在近期疫情和防控过程中再度得到验证，投资、外需受冲击幅度较小，解封后预计工业生产恢复韧性可支撑投资和出口较为迅速的恢复，4月数据也整体处于预期范畴内。而消费方面呈现出的大幅超预期下滑，已经暴露出疫情直接冲击之外的三重“衍生冲击”，汽车集中体现了供给瓶颈导致的需求约束，可选商品消费受终端物流影响的同时，也显示有一定的中等收入群体收入预期焦虑在需求侧的短期映射。从长期视角来看，恢复生产、稳定就业、保障居民收入不出现快速下滑，无疑是最重要的底层逻辑，近期国常会强调财政货币政策必须以就业优先为导向，我们相信近期会出台一系列加码的减税降费类政策促进更迅速的复工复产。但短期稳定消费的迫切性也不可忽视，服务消费和可选商品消费的主力人群都是中等收入群体居民，是未来我国居民收入结构的中坚力量，这个群体的居民疫情期间并无明显的裁员之近忧，但一旦对长期收入预期形成惨淡的远虑，对大宗可选商品消费、乃至地产需求的长期路径都将形成持续的不利影响。个人所得税税率下调的措施对于消费中坚力量的收入预期无疑将形成直接支持，加之其超额累进税率的特性带来的财政阶段性可修复属性，是当前直接刺激消费又不影响经济长期结构优化可持续性的理想政策选择，我们强烈呼吁考虑将个税减税等措施纳入当前稳增长政策工具箱中给予充分重视。

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|-------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶 | 021-33388362 | chentao1@swhy.com |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211 | xiewenni@swhy.com |
| 华北组 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhy.com |
| 华南组 | 李昇 | 0755-82990609 | Lisheng5@swhy.com |

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。