

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

4月经济数据的六个特点

报告摘要

从之前的PMI、出口、物价等数据中已可预知4月经济修复的速度开始放缓,今天公布的4月各项经济数据可以看清楚全貌。

从分项数据来看,仅有社零和工增的增速提高,固定资产投资的三个分项基建、制造业和地产的投资增速均出现下行。

考虑到去年4月疫情的影响,基数比较低,消费和生产的同比读数容易偏高。为剔除去年基数影响,经测算,4月单月社会消费品零售总额两年复合增速为2.6%(3月为3.3%),工业增加值两年复合增速为1.3%(3月为4.4%)。

本次数据主要具有以下几个特征:

第一,出行消费相关的服务业继续恢复。出行带动服务业消费增多,比如餐饮收入同比增长43.8%,两年复合增速也达到了5.4%。

第二,耐用品消费普遍较弱,居民消费潜力未充分释放。从两年复合增速来看,4月社零增速为2.6%,前值3.3%;其中商品零售增速为2.3%,较前值回落1个百分点。必需品及娱乐用品消费增速良好,但耐用品消费增速普遍下滑。

第三,房地产还没有恢复。一季度房地产行业回暖主要是受到积压需求集中释放的影响,进入4月,行业恢复节奏放缓了,4月商品房销售面积累计增速改善1.4个百分点,而3月改善了1.8个百分点。5月30大中城市商品房成交的高频数据也显示复苏进度放缓,后续房屋成交的持续性尚待观察。

第四,制造业投资增速放缓。2023年1-4月制造业投资同比增长6.4%,较一季度放缓0.6个百分点。分行业来看,优势产业投资继续维持高增速,其余重点行业的增速普遍下滑。

第五,工业企业供给端扩张速度放缓。4月工业增加值同比增长5.6%,但两年复合增速仅有1.3%(前值4.4%)。工业生产表现较好的是具有出口竞争力的优势产业,以及与新基建相关的行业,其他行业的生产增速(两年复合增速)普遍为持平或下滑。

第六,基建投资基本维持稳定。4月基础设施投资(不含电力)累计同比增长8.5%(前值8.8%)。增速小幅回落可能是由于部分地区进入雨季,露天施工进度被耽误造成的,这也和石油沥青装置开工率放缓的趋势相一致。

最后进行一个总结。随着疫后恢复性增长动能逐步消退,经济增长开始放缓。揭开低基数面纱后,经济复苏的不稳固和结构不均衡的问题凸显。后续仍需政策精准发力,尤其是要想办法带动耐用品消费增速回升,以巩固来之不易的复苏成果。

相关研究

4月信贷缘何低迷?

2023.05.11

4月PMI缘何低于预期

2023.05.04

政治局会议值得关注的四大信号

2023.04.28

经济企稳了吗?

2023.04.18

3月出口缘何大超预期?

2023.04.13

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

内需修复过慢、海外经济衰退超预期,地缘冲突恶化

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com

(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-05-16

未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

图 1. 月度经济数据一览.....	4
图 2. 12 大城市日均地铁客运量持续超往年.....	5
图 3. 百城拥堵指数持续超过往年.....	5
图 4. 耐用品消费偏弱.....	6
图 5. 招工景气度回落.....	6
图 6. 100 大中城市成交土地规划建筑面积（万平方米）.....	7
图 7. 工业企业投资能力及意愿均处于低位（%）.....	8
图 8. 工业企业在主动去库（%）.....	9

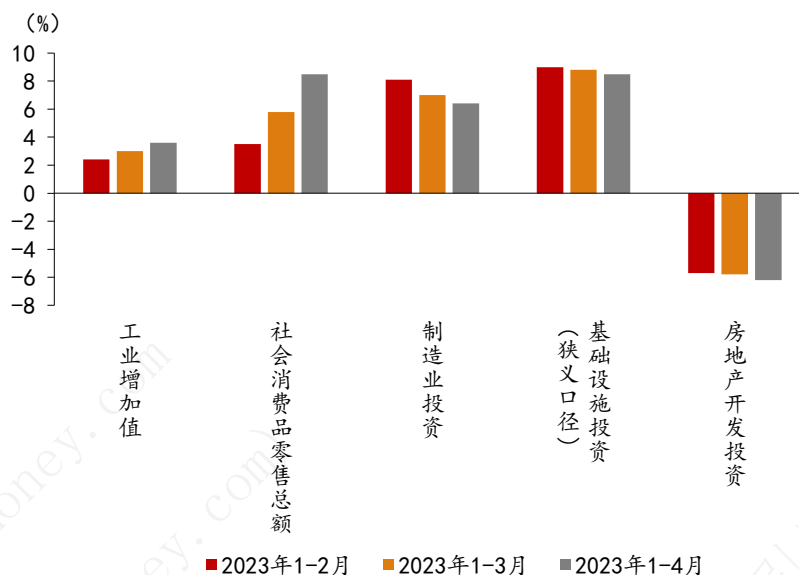
表目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)
2023-05-16
未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

从之前的PMI、出口、物价等数据中已可预知4月经济修复的速度开始放缓，今天公布的4月各项经济数据可以看清楚全貌。

图 1. 月度经济数据一览



资料来源：wind，红塔证券

从分项数据来看，仅有社零和工增的增速提高，固定资产投资的三个分项基建、制造业和地产的投资增速均出现下行。

考虑到去年4月疫情的影响，基数比较低，消费和生产的同比读数容易偏高。为剔除去年基数影响，经测算，4月单月社会消费品零售总额两年复合增速为2.6%（3月为3.3%），工业增加值两年复合增速为1.3%（3月为4.4%）。

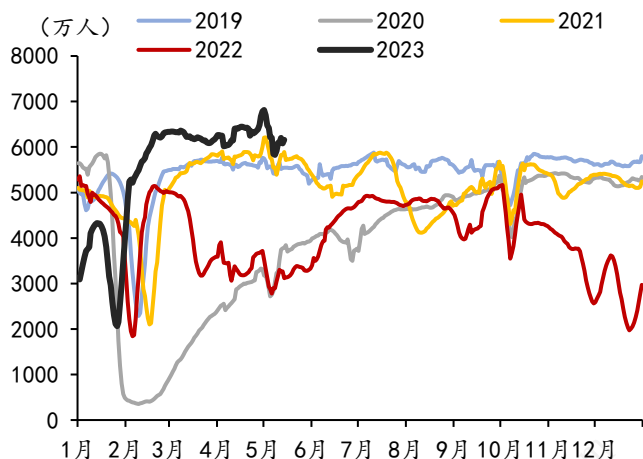
本次数据主要具有以下几个特征：

第一，出行消费相关的服务业继续恢复。

在节假日效应的带动下，居民出行半径进一步扩大，12大城市地铁客流量、百城拥堵指数都是近5年来的新高。出行带动服务业消费增多，比如餐饮收入同比增长43.8%，两年复合增速也达到了5.4%。

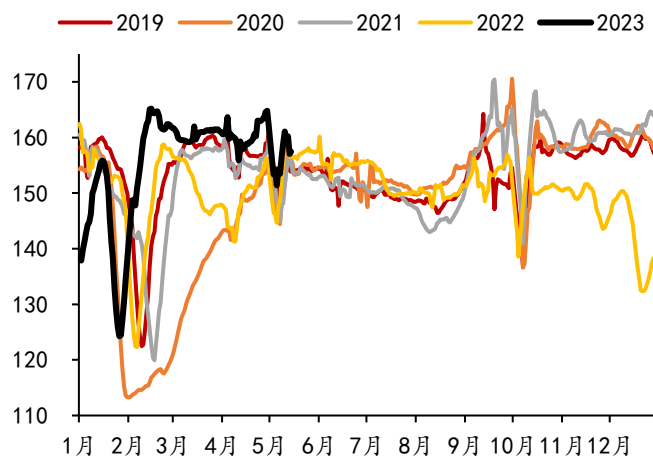
服务业生产指数也明显提高。4月份，全国服务业生产指数同比增长13.5%，比上月加快4.3个百分点。分行业看，住宿和餐饮业，批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业，生产指数同比分别增长48.7%、18.8%、17.6%，比上月分别加快18.8、7.9、5.7个百分点。

图 2.12 大城市日均地铁客运量持续超往年



资料来源：wind，红塔证券

图 3. 百城拥堵指数持续超过往年



资料来源：wind，红塔证券

第二，耐用品消费普遍较弱，居民消费潜力未充分释放。

从两年复合增速来看，4月社零增速为2.6%，前值3.3%；其中商品零售增速为2.3%，较前值回落1个百分点。

必需品及娱乐用品消费增速良好，粮油、食品类增长7.4%（两年复合增速，下同），烟酒类增长5.6%，体育、娱乐用品类增长6.5%。

但耐用品消费增速普遍下滑。汽车类增速为-0.9%（前值4.2%），建筑及装潢材料类增速为-12.5%（前值-2.8%），家用电器和音像器材类增速为-2.1%（前值-3.5%）、家具类增速为-7.1%（前值-0.4%）

商品消费分层现象明显，背后体现的是在就业和收入预期未充分稳定的情况下，居民消费意愿和消费信心依旧低迷。

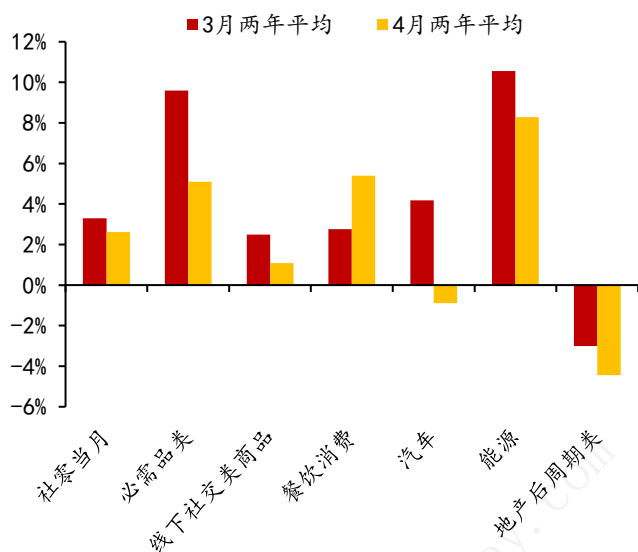
4月16-24岁的劳动力失业率攀升到了20.4%的历史新高，青年人口就业压力增大。

同时，制造业建筑业和服务业的PMI从业人员指数以及BCI企业招工前瞻指数也出现回落。经济内生动能偏弱，企业招聘意愿度下降，新闻报道多个行业企业今年都采取了缩招以及裁员等行动。

工资性收入是居民最主要的收入来源，占可支配收入的比例达57%，就业及收入预期的不稳定会削弱居民的消费意愿，消费复苏的持续性就会面临挑战。

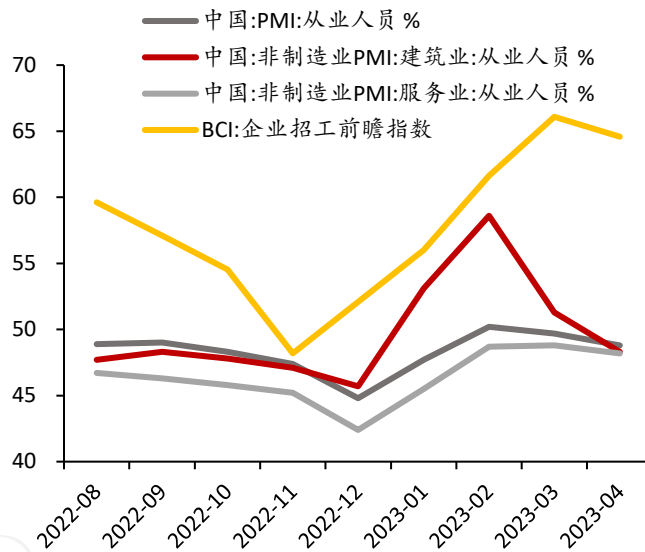
虽然五一的出游人次和旅游收入都超过了疫情前2019年水平，但人均支出却只恢复到了2019年的84.5%，愿意出行但不愿意花更多的钱，也说明居民对于支出消费还是比较谨慎。

图 4. 耐用品消费偏弱



资料来源: wind, 红塔证券

图 5. 招工景气度回落



资料来源: wind, 红塔证券

第三，房地产还没有恢复。

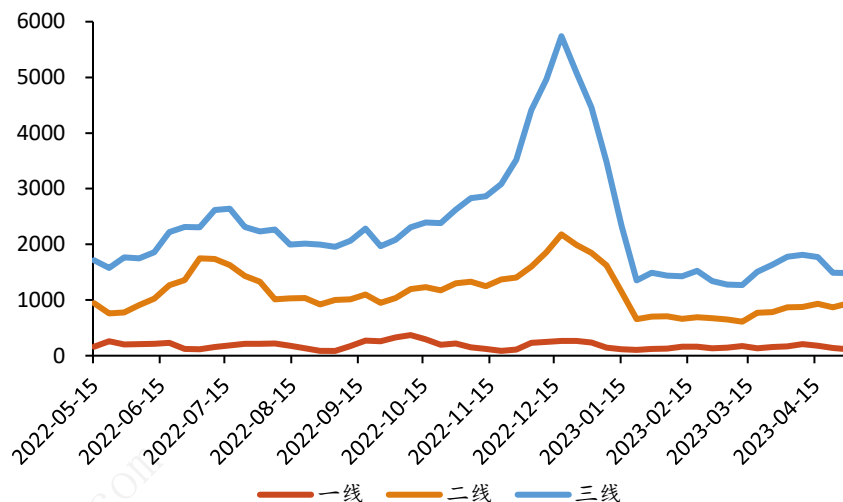
一季度房地产行业回暖主要是受到积压需求集中释放的影响,进入4月,行业恢复节奏放缓了,4月商品房销售面积累计增速改善1.4个百分点,而3月改善了1.8个百分点。5月30大中城市商品房成交的高频数据也显示复苏进度放缓,后续房屋成交的持续性尚待观察。

房地产开发投资增速也进一步下滑。1-4月全国房地产开发投资同比下降6.2% (前值-5.8%)。施工和新开工面积累计增速继续下滑,分别为-5.6%和-21.2% (前值分别为-5.2%和-19.2%)。此外,保交楼持续推进,竣工面积累计同比增长18.8%,增速较上月提高4.1个百分点。

地产投资低迷有两个原因:一是房地产销售恢复的力度还不够,“销售回款-拿地-开工-交付-销售回款”的良性循环不畅通,房企的资产负债表没充分修复,流动性依然偏紧。而且在人口增速下滑、“房住不炒”房地产政策托而不举的背景下,房企对未来的预期也偏谨慎,拿地投资的能力和意愿不强。

二是从土地成交数据来看,地域分化度高,高能级城市的土地成交景气度高,但低能级城市遇冷,考虑到低能级城市房地产投资占比更高,低能级城市房地产投资继续下行拖累了整体。

图 6.100 大中城市成交土地规划建筑面积（万平方米）



资料来源：wind，红塔证券（数据经 5 周平均移动）

第四，制造业投资增速放缓。

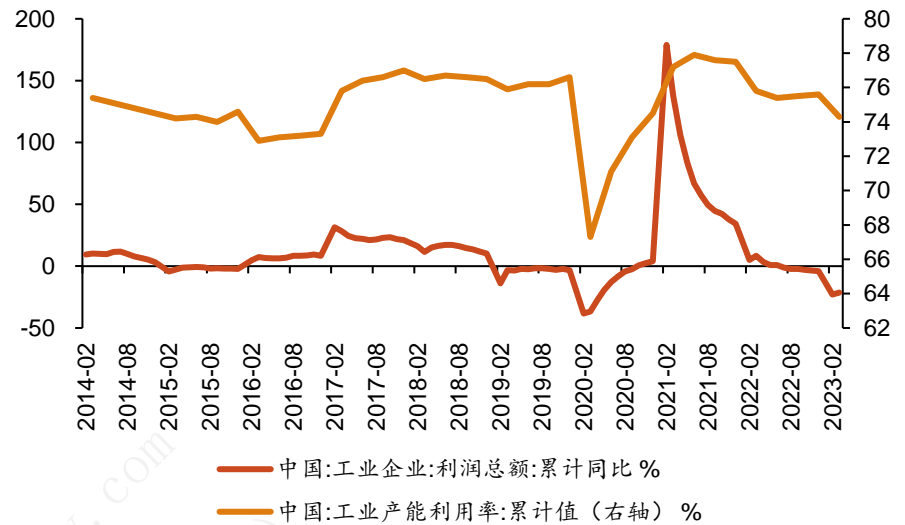
2023 年 1-4 月制造业投资同比增长 6.4%，较一季度放缓 0.6 个百分点。

分行业来看，优势产业投资继续维持高增速。1-4 月，化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业分别同比增长 15.5%、8.3%、8.6%、18.5%、42.1%。

其余重点行业的增速普遍下滑。纺织业累计增速为-7.7%，前值-4.3%；金属制品业为 1.8%，增速回落 0.4 个百分点；通用设备制造业为 5.6%，增速回落 2 个百分点。

制造业企业今年面临诸多挑战：一是疫情的“伤痕效应”导致耐用品消费下行，叠加海外需求收缩趋势下出口回落，企业订单来源不够，且信心不足；二是产能利用率位于低位，企业进行扩产方面投资的必要性不大；三是企业盈利能力偏弱影响了企业资本开支的能力，一季度工业企业利润总额累计同比下滑 21.4%。

图 7. 工业企业投资能力及意愿均处于低位 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

第五，工业企业供给端扩张速度放缓。

4月工业增加值同比增长5.6%，但两年复合增速仅有1.3%（前值4.4%）。

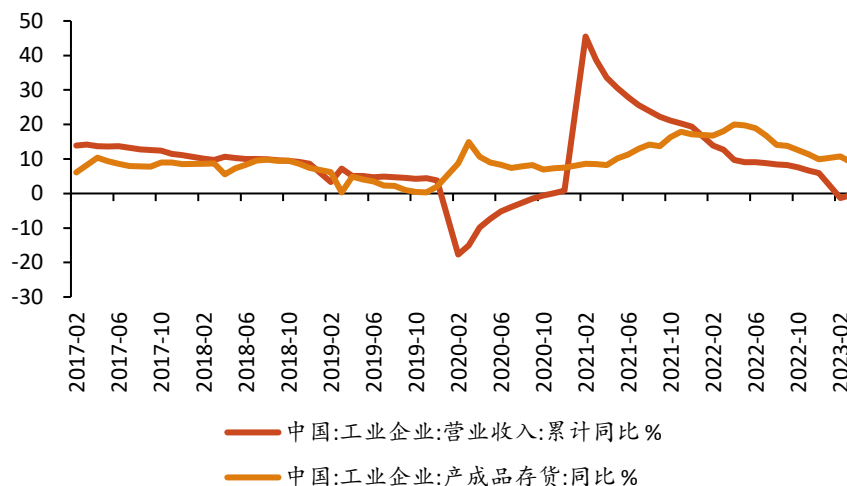
工业生产表现较好的是具有出口竞争力的优势产业，以及与新基建相关的行业。具体来看，电气机械及器材制造业增长的两年复合增速为9.2%，有色金属冶炼及压延加工业的两年复合增速为4.4%，化学原料及化学制品制造业的两年复合增速为3.4%。

但是其他行业的生产增速（两年复合增速）普遍为持平或下滑。比如黑色金属冶炼及压延加工业为0%、非金属矿物制品业为-3.4%，纺织业为-4.7%。

生产偏弱的原因仍与需求不足有关。年初在疫情防控优化、地方“拼经济”需求下产能迎来一波集中释放。但随后因经济内生动力不强，同时外需回落，内外需双紧的背景下企业面临着产品销售不畅的难题。

从数据上可以看到工业企业产能利用率位于低位，营业收入和产成品存货增速均在下行区间，部分行业存在产能过剩，主动去库存的情况。在预期不稳定同时库存又偏高的情况下，企业自然会减少生产。

图 8. 工业企业在主动去库 (%)



资料来源: wind, 红塔证券

第六，基建投资基本维持稳定。

4月基础设施投资(不含电力)累计同比增长8.5%(前值8.8%)。增速小幅回落可能是由于部分地区进入雨季，露天施工进度被耽误造成的，这也和石油沥青装置开工率放缓的趋势相一致。

在政策性开发性金融工具以及地方专项债的合力作用下，今年以来银行投向基建的配套融资也显著增加，资金落地推动基建投资维持高增长。

我们预计往后基建投资将继续对经济发挥强大支撑作用。昨天人民银行在一季度货币政策执行报告中提到“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”。后续政策性开发性金融工具仍有发力空间，有望进一步支持基础设施建设，并带动扩大民间投资。

最后进行一个总结。

随着疫后恢复性增长动能逐步消退，经济增长开始放缓。揭开低基数面纱后，经济复苏的不稳固和结构不均衡的问题凸显。

服务消费与商品消费的分化、必需品和耐用品消费的分化、以及地产恢复节奏的放缓均反映出居民消费能力不强且信心不足的问题。考虑到出行消费相关的产业链偏短，而与家电、手机、汽车相关的耐用品大宗消费能影响产业链更长的工业生产，从而牵涉到相关投资和就业。耐用品消费能力减弱、叠加外需回落就会使工业企业面临内外需双紧的难题，不得不去库存，进而导致工业企业的投资、生产增速均有回落压力。因此，后续仍需政策精准发力，尤其是要想办法带动耐用品消费增速回升，以巩固来之不易的复苏成果。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明:

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。

免责声明:

本报告仅供红塔证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规,本公司力求但不能担保其准确性或完整性,也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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,本报告中的证券或投资标的价格、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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动,以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下,本公司及其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并进行交易,还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突,投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险,投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考,不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要,投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前,如有需要,投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外,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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发,则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔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。