

4月经济复苏出现波折，2季度考验政策定力

2023年4月经济数据分析

核心内容：

- **4月份整体经济运行低于预期**从供给层面来看，4月份工业生产弱势运行。从需求方面来看，两年平均的4月份消费增速略有回落。商品房新开工和施工继续下滑，制造业投资未来回落可能持续。
- **制造业压力加大，需要政策给与支持**4月份工业生产同比增长5.6%，但是由于基数过低，两年平均调整后工业生产1.35%。工业生产4月份环比录得负值，生产的压力显现。从行业来看，下游偏弱的纺织、医药继续下滑，食品、农副产品表现稍显疲软。黑色产业链生产增速下滑，房地产行业不振影响工业。出口产业表现相对较好，但4月份回落加快。汽车生产上行，但汽车的消费相对平稳，汽车持续性需要观察。综上，4月工业生产的弱势是国内外需求同时偏弱的影响，这需要政策调整给与支持。
- **社会零售消费恢复不及预期，恢复路径曲折**4月份社会零售品消费同比增长18.4%，两年平均增长2.7%，整体消费稍显疲软。两年平均增速来看，医药消费高位回落，石油消费稍有上行，但汽车消费回落。居民基本生活用品食品、日用品、服装消费下行，通讯器材再次走低，房地产相关消费持续负增长。需要观察五一出行和消费恢复情况，居民消费恢复需要时间。由于2022年低基数的因素，2季度消费增速可能在9.0%左右。
- **房地产行业仍在出清过程中**政策层延续房地产既有政策，保护刚需和保交楼，房地产竣工面积持续回升。房地产新开工面积继续下滑，预计2023年新开工面积低于2022年的12亿平方米。商品房销售处于缓慢回升的状态，但商品房销售额回升速度快于销售面积，显示销售回升主要以改善型需求为主，这就需要二手房的成交平稳，也即是商品房销售回升应该是缓慢的。三条红线限制仍然存在，房地产金融监管限制仍然存在，开发商的资金仍然紧绷，房地产开发到位资金仍然负增长。2023年预计房地产投资12.5万亿，房地产开发面积在11.5亿平方米，投资增速仍然负增。
- **基础设施投资高位，得益于政策提前发力**基础设施投资速度1-4月录得8.5%，基础设施投资额增长高位略有回落，这是政府政策推进带来的。基建的政策效果在逐步释放，但再次大幅上行的可能性偏弱。
- **制造业投资继续走低**制造业回落至6.4%，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。出口产业链带来的高速投资开始下滑，电气机械及器材制造业投资高位下滑。汽车制造业小幅走低0.5%。下游的纺织业、航空航天投资下行。2023年PPI逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响继续下行。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

- **经济复苏偏缓** 疫情后国内居民信心恢复速度仍然偏缓，居民资产负债表修复需要时间，叠加了海外需求的减弱，使得终端消费整体表现低迷。政府的经济托底政策仍然以稳为主，并且集中在供给层面，使得政策发挥作用时间偏长，经济恢复缓慢。
- **2 季度考验政策定力** 从 4 月份经济运行数据来看，从年初至今的经济恢复出现了波折。下游需求的弱势已经逐步影响到了中游和上游，企业处于去库存状态。服务业的回升以及居民出行增加并没有有效带动商品销售上行。居民仍然在修复资产负债表过程中，企业在生产和库存之间寻找平衡，在这种情况下，需要政策层给与更多的支持。2 季度是政策效果的观察期，同时由于基数效应，2 季度的同比扰动较大，给经济观察带来困难。如果经济偏缓持续，货币政策在 3 季度可能放松。

风险提示：地缘政治出现重大变化的风险、经济持续下行的风险、价格回落幅度加大的风险

一、经济修复出现波折，考验政策定力

4月份整体经济运行低于预期，经济恢复的道路出现波折。国内居民信心恢复速度仍然偏缓，居民资产负债表修复需要时间，叠加了海外需求的减弱，使得终端消费整体表现低迷。政府的经济托底政策仍然以稳为主，并且集中在供给层面，使得政策发挥作用时间偏长，经济恢复缓慢。

从供给层面来看，4月份工业生产弱势运行。现阶段工业仍然处于去库存的状态，制造业恢复速度偏缓，采矿业下滑。工业生产受到房地产行业低迷的影响，黑色金属压延和有色金属压延生产下滑。出口行业有订单积累效应减弱，出口交货值恢复偏弱，相关出口行业的生产走低。4月份下游行业生产同样不振，汽车行业生产小幅回升，但持续性待观察。

从需求方面来看，4月份社会消费品零售增速同比快速上行，但考虑到基数因素，两年平均的4月份消费增速略有回落，消费的恢复仍然比较波折。居民个人可支配收入恢复速度较慢，影响了消费的继续回升。房地产处于出清过程中，商品房新开工和施工继续下滑，4月份商品房销售继续回升，但销售面积有小幅回落，说明市场以改善型住房为主，而改善型住房需要依托二手房消费，这就需要政策给与更大的支持。制造业投资继续回落，未来回落持续。基建投资仍然受到政策和资金的支持，投资增速处于高位。

从经济运行数据来看，从年初至今的经济恢复进程在4月份出现了波折。下游需求的弱势已经逐步影响到了中游和上游，制造业生产回落，企业处于去库存状态。服务业的回升以及居民出行增加并没有有效带动商品销售上行。居民仍然在修复资产负债表过程中，企业在生产和库存之间寻找平衡，在这种情况下，经济的恢复进程是复杂和曲折的，这需要政策层给与更多的支持。2季度是政策效果的观察期，同时由于基数效应，2季度的同比扰动较大，给经济观察带来困难。如果经济偏缓持续，货币政策在3季度可能放松。

二、制造业压力加大，需要政策给与支持

4月份工业生产同比继续上行，但是由于基数过低，两年平均调整后工业生产仅有小幅增长。工业生产4月份环比录得负值，生产的压力显现。从行业来看，下游偏弱的纺织、医药继续下滑，食品、农副产品表现稍显疲软。黑色产业链生产增速下滑，房地产行业不振影响工业。出口产业表现相对较好，但4月份回落较快。汽车生产上行，但汽车的消费相对平稳，汽车持续性需要观察。综上，4月工业生产的弱势是国内外需求同时偏弱的影响，这需要政策调整给与支持。

2023年1-4月份规模以上工业增加值同比增长3.6%。4月份规模以上工业增加值实际增长5.6%，比上月增长1.7个百分点。工业增加值4月份环比下降0.47%，这是2022年11月以来第二次负增长。4月份采矿业零增长，制造业同比上行，实际仍然较弱。

我国工业生产4月份受阻，环比大幅走低。基数效应下4月份同比仍然回升，但两年平均（2022年和2023年）增速显示4月份工业生产增速仅有1.35%。4月份PMI指数49.2%，已经显示了4月份生产的疲软。工业生产受到外需下滑以及内需疲弱的影响，压力有所加大。

以两年平均增速来看行业的变化，除汽车行业外，其他行业生产均比3月份下滑：（1）下游部分消费行业负增长。医药、纺织受到下游需求减少的影响持续负增长。非金属矿、橡胶塑料、金属制品、通用设备生产均出现负增长，显示下游疲软已经影响了中游行业。（2）黑色产

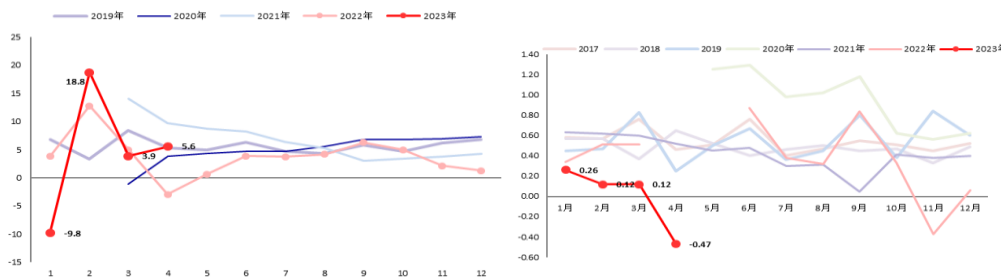
业链生产下滑。黑色金属、有色金属和煤炭开采业生产仍然保持正增长，但是4月份相比3月均出现下滑，其中煤炭开采下滑2.4%至6.3%，黑色金属冶炼下滑2.15%至0.05%。(3) 出口产业链表现需要继续观察。电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子制造业、化学原料及化学制品业生产仍然表现较好，其中电气机械制造业生产达到9.45%，但4月份回落也较为明显，电气机械和计算机通讯其他电子生产4月比3月分别下行4.3%和3.5%。(4) 汽车表现较好，其他消费行业疲软。4月份汽车两年平均生产增速达到6.4%，比3月份上行0.15%，汽车的消费相对平稳。食品制造和农副食品加工增长幅度偏弱，生产比3月份回落，下游消费表现疲软。

工业生产在4月份较为缓慢，下游疲弱影响了中游的生产，出口行业的下行渐渐影响工业生产。汽车生产相对平稳，但下游汽车需求属于正常状态，并未出现大幅上行，后续汽车生产持续好转需要观察。房地产、汽车、出口是工业生产的保障，房地产疲软，新开工持续下滑，汽车稍显平稳，出口逐步回落，年内生产压力加大。

总体来看，工业生产在2季度已经感受到压力，这需要未来政策的持续支持。2季度受到基数的影响，生产增速预计在5.0%左右。

图1：工业增加值同比增速小幅上行(%)

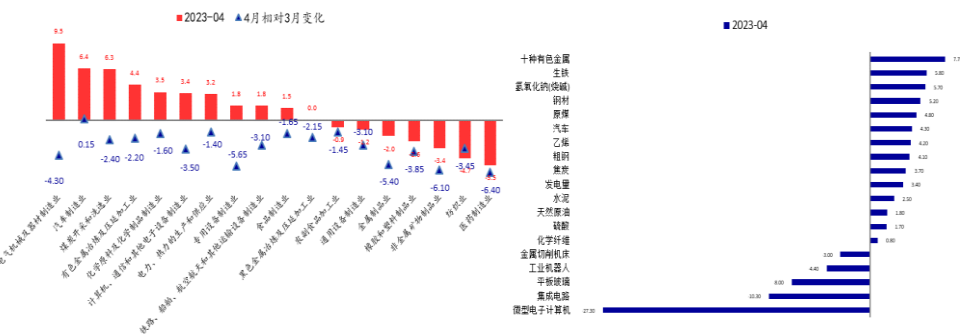
图2：工业增加值环比增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图3：各行业生产当月同比增速-2022/2023 两年平均(%) 图4：1-4月份主要工业品产量变化(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、社会零售消费恢复不及预期，恢复路径曲折

4月份社会零售品消费同比增速大幅上行，但基数占了主要原因。从两年平均来看，社会消费增速低于3月，整体消费稍显疲软。两年平均增速来看，医药消费高位回落，石油消费稍有上行，但汽车消费回落。居民基本生活用品食品、日用品、服装消费下行，通讯器材再次走

低，房地产相关消费持续疲软。4月份餐饮消费回升，对应了食品消费的下行，商务宴请以及居民外出消费有所恢复。现阶段来看，居民消费品零售增速的上行仍然是缓慢而曲折的，居民收入恢复需要时间，需要观察五一出行和消费恢复情况，居民收入恢复需要时间。由于2022年低基数的因素，2季度消费增速可能在9.4%左右，全年消费增速会在8%以上。

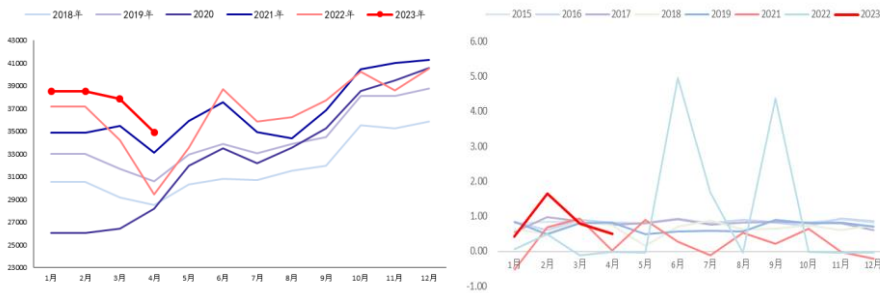
2023年4月份社会零售总额34,910亿元，增长速度为18.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额31,290亿元，增长16.5%。1-4月份社会零售总额增长8.5%，去除汽车增长9.0%。

4月份全社会消费增速低于市场预期，消费稍显疲软。从两年平均水平来看，4月平均消费增速2.7%，低于3月份的3.3%。其中4月份商品零售增长2.3%，比3月份下行1.1%，餐饮消费5.5%，比3月上行2.7%。

4月份消费品零售总额季调环比增长0.46%，环比增长继续下滑。4月份餐饮行业的增速上行，服务业持续修复，商务宴请和居民出行在4月份继续上行。商品消费4月份消费增速再次走低，居民商品消费恢复仍然需要时间。

图5：2023年4月消费额回落（亿）

图6：4月份消费环比下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

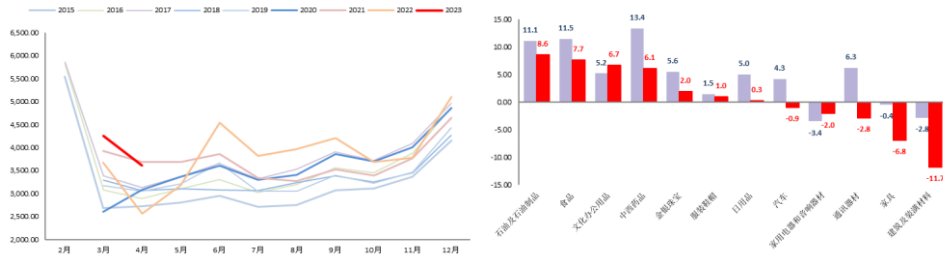
2023年1季度居民人均可支配收入和消费性支出均出现回升，但收入回升的速度较慢。1季度城镇居民收入上行4.0%，比2022年回升0.1个百分点，居民消费增速4.8%，回升4.5个百分点。居民消费增速比2022年回升，但是居民收入制约了居民消费的恢复。

4月份从两年平均增速来看：(1) 药品消费增速继续回落，新冠疫情后对医药和医疗用品需求逐步减弱；(2) 石油制品消费回升。4月份出行量仍然较高，石油制品消费增速8.6%；(3) 汽车两年消费增速小幅回落0.9%，汽车降价带来汽车消费前置结束；(4) 通讯器材消费再次回落，两年平均消费增速-2.8%，3月份消费释放后4月份再次回落；(5) 居民食品、日用品和服装消费回落。食品消费有消费下行，这与餐饮消费上行对应；日用品和服装消费稍显疲软；(6) 房地产相关消费继续低迷，家电、家具和建材消费疲软，房地产销售的传导较弱。

现阶段来看，居民消费品零售增速的上行是曲折的，居民收入恢复需要时间。2季度居民消费需要观察五一出行以及618商品消费情况，预计消费仍然缓慢回升。由于2022年低基数的因素，全年消费增速会在8%左右。

图7：汽车零售额（亿元）

图8：两年平均4月份行业消费增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、投资继续回落，房地产需要政策支持

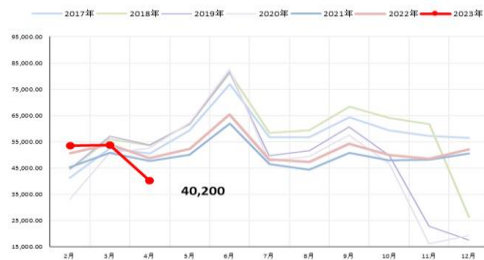
2023年1-4月份固定资产投资增速回落，基建投资增速高位小幅走低，制造业稳步下滑，房地产。制造业投资回落在预期之内，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。基建投资受益于政府投资保持高位。房地产投资4月份下滑速度加快，商品房新开工和施工面积继续回落，商品房竣工上行，商品房销售额好于销售面积，市场以改善型需求为主。房地产行业的支持政策延续，房地产行业仍然处于出清过程，房地产行业自身扭转需要时间。2023年房地产行业企稳需要时间，制造业和基建投资逐步下行，整体固定资产投资可能在3%左右运行。

2023年1-4月份，固定资产投资额147,482亿元，同比增长4.7%，低于市场预期。民间固定资产投资79,570亿元，同比增长0.4%。从环比看，4月份固定资产投资增长-0.64%。1-4月份固定资产投资增速继续回落，房地产、基建和制造业投资均走低。

4月份单月制造业投资稳步下行，制造业投资额2.02万亿，增速5.29%。基建投资高位小幅下行，4月份基建投资增加额1.32万亿，基建投资增速录得7.8%，基建投资受到政府政策支持。房地产投资再次下滑，4月投资额0.95万亿，当月投资增速-16.2%，房地产投资仍然处于出清状态。

图9：固定资产投资额 (%)

图10：三大产业单月投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1、房地产行业仍在出清过程中

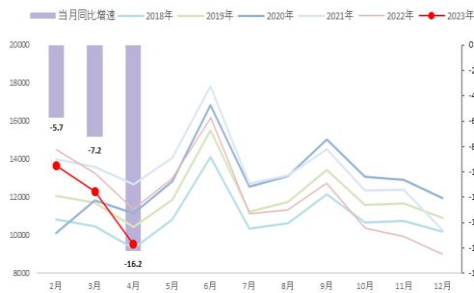
2023年1-4月份房地产投资额35,414亿元，比去年同期下降了6.2%。房地产单月投资负增长，4月房地产投资下滑速度扩大。房地产行业仍然处于风险出清中，政策层对于房地产行业持续宽松，对刚需和改善性需求居住继续支持，对于保交楼继续支持。但房地产行业仍然在底部区域，可以预见，如果房地产行业继续下滑，政策红利会持续释放。

图 11: 100 大中城市土地成交 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 1-4 月份房地产投资额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从生产端来看, 新屋开工和施工处于底部, 竣工继续回升。1-4 月份, 新增房地产新开工面积 3.12 亿平方米, 比去年同期的 3.97 亿平方米下滑 21.2%; 施工面积比去年同期回落 5.6% 至 77.1 亿平方米。竣工面积 2.36 亿平方米, 上行 18.8%。房地产新开工下跌幅度加大, 开发商需要更多支持, 从竣工来看, 政策的支持已经见效。从土地流转来看, 1-4 月份 100 大中城市土地成交面积增速-4.6%, 比上月下滑 7.2 个百分点, 房地产开发商拿地 4 月份稍显谨慎, 房地产一级市场仍然低迷。

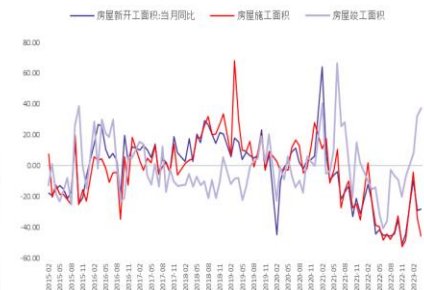
从销售端来看, 商品房销售面积和商品房销售额出现分化, 销售额的增速快于销售面积, 说明销售单价的上行。4 月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-11.8%和 13.15%, 同时商品房现房销售好于期房销售, 商品房销售单价上行, 改善型需求主导了商品房销售, 这也意味着, 商品房销售的好转速度偏缓。

图 13: 1-4 月商品房销售面积和销售额 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 房屋开工下行, 竣工继续高位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

房地产行业到位资金情况依然不理想, 到位资金增速仍然负增长。其中, 国内贷款和开发商自筹资金回落, 定金预付款和个人按揭贷款实现正增长。1-4 月份房地产到位资金增速-6.4%, 其中来自国内贷款的资金增速为-10.0%, 来自定金及预收款资金增速 4.0%, 来自个人按揭贷款资金增速 2.5%。1-4 月份国内信贷占房地产到位资金比例是 13.6%, 比上月下降 0.78 个百分点。开发商自筹资金占比下跌 0.6 个百分点至 28.7%。应付账款额度仍然较大, 开发商资金较为紧绷。

房地产行业压力仍然较大, 房地产行业仍然在出清过程中。今年以来政策对房地产的放松速度偏缓, 央行仍然延续既有政策, 保护刚需和保交楼, 这带来了房地产竣工面积回升。房地产商的三条红线限制仍然存在, 房地产自身的金融监管限制仍然存在, 开发商的资金仍然紧绷, 房地产开发到位资金仍然负增长, 压力较大。房地产新开工面积继续下滑, 预计 2023 年新开工面积低于 2022 年的 12 亿平方米。商品房销售处于缓慢回升的状态, 但商品房销售额回升速

度快于销售面积，显示销售回升主要以改善型需求为主，这就需要二手房的成交平稳，也即是商品房销售回升应该是缓慢的。

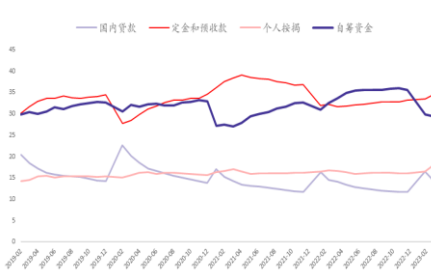
2023年预计房地产投资12.5万亿，房地产开发面积在11.5亿平方米，投资增速仍然负增长。

图 15: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 房地产资金来源占比 (%)



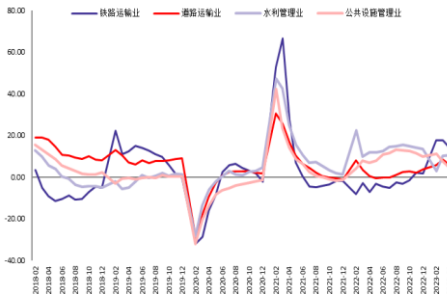
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、基础设施投资高位，政策提前发力

基础设施投资速度1-4月录得8.5%。基础设施投资额增长高位略有回落，地方政府专项债提前下发，这是政府政策推进带来的。2023年的建设专项债提前下发，基建投资增速仍然保持较快，基建的政策效果在逐步释放。

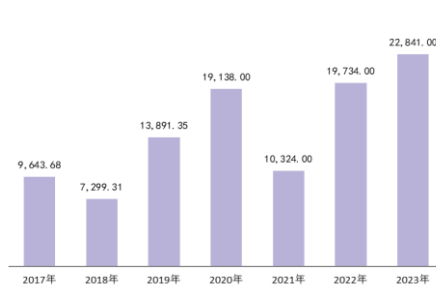
从行业来看，铁路建设4月份高位回落，道路和公共设施建设略有下滑，水利的建设增速较快。2023年基建投资预计保持在5%以上的增速。

图 17: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 1-4 月份政府债券融资额度 (亿)



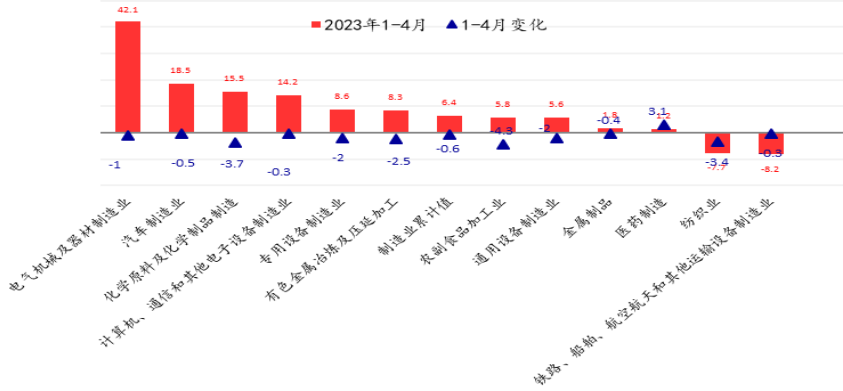
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3、制造业投资继续回落

制造业逐步回落，受到疫情期间高速出口拉动的制造业投资周期已经完成，下一阶段制造业需要与终端消费重新匹配。1-4月份制造业投资增速6.4%，比上月下行0.6个百分点。出口产业链带来的高速投资开始下滑，电气机械及器材制造业投资高位下滑，计算机通讯和其他电子设备、化学原料及化学制品回落，这些行业主要以出口带动为主。汽车制造业在1-4月份投资增速依然回落0.5个百分点至18.5%。下游的纺织业、航空航天投资回落，医药制造投资小幅回升，但是持续性存疑。

2023年PPI逐步回落，行业利润增速随之走低。制造业投资受到利润驱动、新订单等因素影响回落，预计制造业增速回落至4%左右的水平。

图 19: 制造业各行业累计投资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn