

经济结构分化，弱复苏下有待政策提振

——4月经济数据点评

2023年05月18日

- **事件：**工业增加值同比由3.9%变为5.6%，环比-0.47%。固投累计同比回落0.4个pct至4.7%。社零同比由10.6%变为18.4%。
- **工业生产环比转负，采矿业同比持续回落，制造业生产保持上行。**工业生产在低基数作用下，持续上行，但是环比增速转负，生产端压力有所显现。去年同期受疫情封控政策影响较大的汽车产业链，在低基数作用下迎来显著反弹，中游设备制造业生产保持旺盛，上游行业生产整体走弱。
- **固投整体稳步回落，不同地区表现分化，地产投资跌幅加深。**地产新开工、施工增速进一步下探，拖累投资端表现。低基数、保交房政策共同作用下，竣工增速高位继续上行。房企资金来源跌幅收窄，主要是定金及预收款、个人按揭贷款拉动。资金链压力下，房企拿地依然谨慎。地产销售不同能级城市分化加剧，大中城市依然是购房主力阵营，三四线城市房地产仍不被看好，居民购房投资信心尚未修复，预期房地产销售未来修复斜率不高。
- **基建投资增速持续放缓，制造业投资继续减速。**随着稳增长政策措施落地阶段性放缓，专项债投放在一季度投放较快，进入二季度基建投资增速有所回落，微观数据上看，水泥、钢材等基建消耗商品产量同比回落。在高基数作用下，未来基建增速或逐步放缓。疫后企业快速修复，随着生产、需求报复性冲高反弹之后，需求支撑逐步走弱，并且政策落地也有所放缓，制造业投资增速边际回落，高技术产业也高位下行。
- **消费持续上行，修复背后仍有连续多年低基数作用的拉动，消费者信心为长期支撑项。**消费增速保持上行，但低基数效应可能带来一定幻觉。五一假期出行热度高涨，但人均消费支出不及往年。4月居民信贷数据收缩，表明当前居民资产负债表依然阶段性承压，消费修复动能斜率或趋于平坦，居民部门信心修复依然是未来消费的重要关注点。分项来看，低基数作用下汽车类消费上行幅度最大，餐饮、化妆品等可选消费保持上行，药品消费增速放缓。房地产下游行业分化，建筑装潢消费走弱，未来竣工的上行修复存在隐忧。
- **失业率总体回落，年轻劳动力失业率持续攀升。**青年人口就业压力较大，应届生就业压力之外，低学历年轻劳动力就业也形成一定拖累。春节后线下消费快速修复，服务业用工需求快速得到满足，年轻劳动力在求职过程中的熟练度低于成熟劳动力，薪资水平接近的情况下，年轻劳动力被企业选择的概率降低。青年群体的就业压力下，也给消费的持续性和信心带来一定掣肘。
- **风险因素：**疫情再袭导致消费修复受阻，房地产修复不及预期，海外衰退超预期带动出口下滑。

分析师： 于天旭

执业证书编号： S0270522110001

电话： 17717422697

邮箱： yutx@wlzq.com.cn

相关研究

通胀持续回落带来的隐忧

工业企业利润缓步修复，行业格局逐步转换
经济仍处复苏前期，消费支撑作用加强

正文目录

事件.....	3
1 工业生产环比转负，行业表现分化.....	3
2 投资：基建提振效果减弱，房地产投资依然承压.....	5
2.1 房地产投资跌幅再度走阔，销售数据出现转弱迹象.....	5
2.2 基建投资增速持续放缓，电力投资拉动作用减弱.....	6
2.3 制造业投资增速放缓，年后产需快速修复后逐步减速.....	7
3 消费持续上行，需关注连续多年的低基数作用.....	7
4 就业小幅转好，年轻劳动力持续承压.....	9
5 风险提示.....	9
图表 1: 制造业增速保持上行 (%).....	3
图表 2: 低基数下汽车产量增长最快 (%).....	3
图表 3: 出口交货值年后跌幅收窄(亿元, %).....	4
图表 4: 中游制造业增速有所回暖 (%).....	4
图表 5: 制造业上中下游当月、累计同比 (%).....	4
图表 6: 服务业生产指数保持上行 (%).....	5
图表 7: 服务业活动预期指数持续回落 (%).....	5
图表 8: 房屋竣工增速持续上行 (%).....	6
图表 9: 商品房销售、库存走势 (%).....	6
图表 10: 资金来源增速上行 (%).....	6
图表 11: 百城土地购置面积持续偏冷 (%、万平方米).....	6
图表 12: 基建增速回落 (%).....	7
图表 13: 电力、热力及水的生产供应业反弹(%).....	7
图表 14: 制造业投资增速回落 (%).....	7
图表 15: 企业经营状况指数高位回落 (%).....	7
图表 16: 房地产下游建筑装潢增速回落 (%).....	8
图表 17: 消费者信心指数上行速度明显放缓.....	8
图表 18: 消费分项同比增速表现 (%).....	8
图表 19: 年轻劳动力失业率依然承压 (%).....	9
图表 20: 失业率回落，但招工前瞻指数下行 (%).....	9

事件

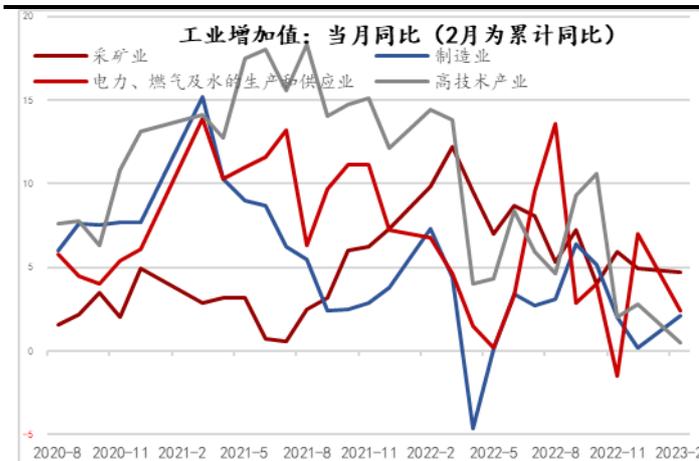
2023年4月,工业增加值同比增长5.6%,前值为3.9%,4月环比增速-0.47%,前值为0.28%。固定资产投资累计同比增长4.7%,前值5.1%,其中,房地产开发投资累计同比增速回落0.4个百分点至-6.2%,基建投资累计同比增速回落1.02个百分点至9.8%,制造业投资增速累计同比回落0.6个百分点至6.4%。社会消费品零售总额同比增速由上月的10.6%上行为18.4%。全国城镇调查失业率由5.3%回落为5.2%。

1 工业生产环比转负,行业表现分化

工业生产同比上行,环比增速转负,发电量同比增长。4月,工业增加值同比增长为5.6%,市场预期9.7%,前值为3.9%,环比增速-0.47%,上月值为0.28%。发电量由上月的5.12%上行为6.1%,其中,太阳能发电同比增速转负,水电增速继续下跌,火电、风电产量增长。

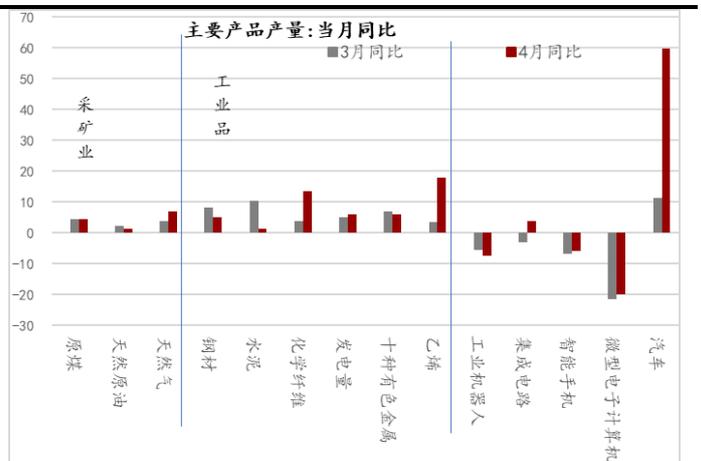
采矿业持续回落,制造业生产增速保持上行。分大类看,4月,采矿业同比回落0.9个百分点至0%,原煤产量同比由3月的4.34%上行至4.5%,天然气产量同比上行3.05个百分点至7%。制造业同比由上月的4.2%上行至6.5%;高技术产业同比由上月的1.5%上行至2.5%。电力、燃气及水的生产和供应业同比回落0.4个百分点至4.8%。

图表1: 制造业增速保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 低基数下汽车产量增长最快 (%)

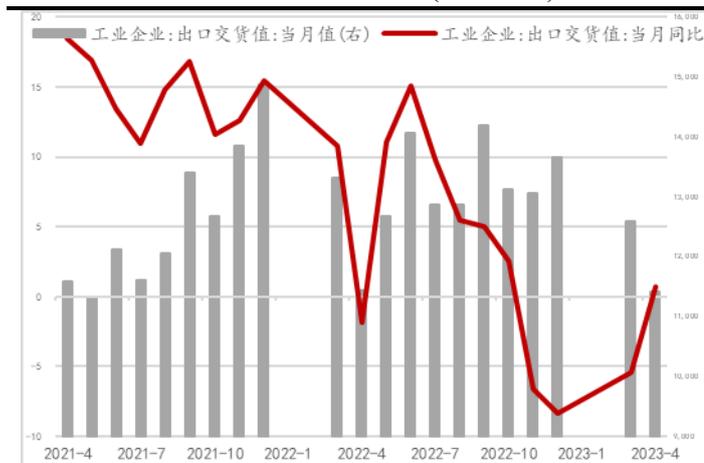


资料来源: Wind, 万联证券研究所

下游汽车制造业在低基数作用下快速上行,中游设备制造业保持旺盛,上游制造业整体走弱。细分数据来看,下游制造业中,汽车制造业同比上行31.1个百分点至44.6%,汽车产量同比上行48.6个百分点至59.8%,医药制造业同比上行1.1个百分点至-7.2%,计算机、通信和其他电子设备制造业同比由1.2%上行至1.8%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业同比上行0.9个百分点至9.5%。制造业中游中,通用设备制造业同比由4.6%上行至13.5%,专用设备制造业同比由7.3%上行至9.1%,依然处于高位,电气机械及器材制造业同比上行至17.3%,纺织业同比上行0.1个百分点至-3%。制造业上游中,黑色金属冶炼及压延工业同比回落0.9个百分点至4.3%,有色同比上行0.4个百分点至7.4%,金属制品业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业分别由4.8%、3.8%、1.7%、7.1%变动为2.7%、-0.6%、2.9%、

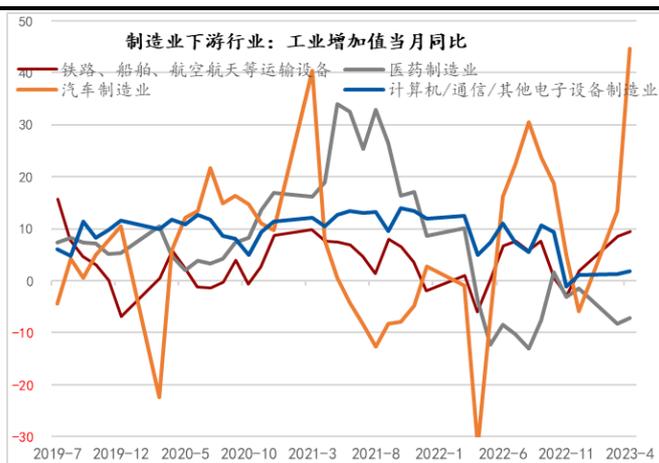
7.5%。

图表3: 出口交货值年后跌幅收窄(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 中游制造业增速有所回暖(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

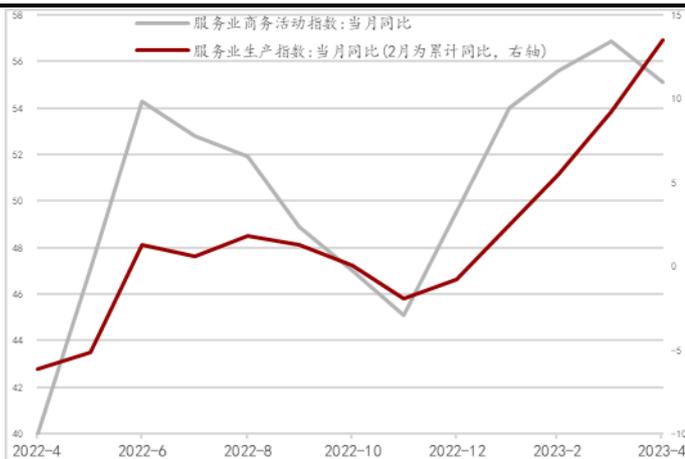
图表5: 制造业上中下游当月、累计同比(%)

制造业具体行业		当月同比(%)		累计同比(%)			
		2023年4月	2022年4月	2023年4月	2023年3月	4-3月累计同比	2022年4月
上游	化学原料和化学制品制造业	7.50	-0.60	7.60	7.60	0.00	3.30
上游	橡胶和塑料制品业	2.90	-8.10	-0.30	-1.50	1.20	-1.20
上游	非金属矿物制品业	-0.60	-6.20	1.40	2.00	-0.60	-0.90
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	4.30	-4.20	5.50	5.90	-0.40	-2.90
上游	有色金属冶炼及压延加工业	7.40	1.40	7.00	6.90	0.10	4.10
上游	金属制品业	2.70	-6.60	1.80	1.60	0.20	1.50
中游	通用设备制造业	13.50	-15.80	4.00	1.10	2.90	-2.70
中游	专用设备制造业	9.10	-5.50	6.40	5.50	0.90	4.30
中游	电气机械及器材制造业	17.30	1.60	15.70	15.10	0.60	9.20
中游	农副食品加工业	-1.60	-0.10	-1.70	-1.70	0.00	4.70
中游	纺织业	-3.00	-6.30	-3.20	-3.20	0.00	0.50
下游	食品制造业	2.90	0.10	3.20	3.30	-0.10	4.50
下游	医药制造业	-7.20	-3.80	-5.70	-5.10	-0.60	7.60
下游	汽车制造业	44.60	-31.80	11.80	4.40	7.40	-5.40
下游	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.80	4.90	-0.40	-1.10	0.70	10.70
下游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.50	-6.00	9.20	9.30	-0.10	0.40

资料来源: Wind, 万联证券研究所

服务业生产指数持续回暖,但服务业业务预期边际回落。服务业生产指数由3月的9.2%继续上行为13.5%,服务业商务活动指数由56.9%回落为55.1%。但服务业活动预期指数较2月触顶后,持续回落,服务业业务活动预期指数同比由63.2%继续回落为62.3%。

图表6: 服务业生产指数保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 投资: 基建提振效果减弱, 房地产投资依然承压

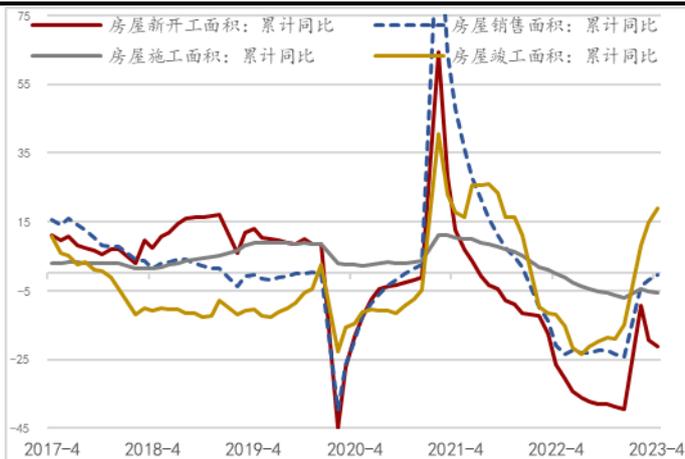
固投整体增速保持缓步回落, 基建增速进入回落通道, 房地产投资跌幅加深, 制造业投资增速放缓, 不同区域投资表现分化。2023年4月, 固定资产投资累计同比增速4.7%, 前值5.1%, 房地产开发投资累计同比增速回落0.4个百分点至-6.2%; 基建累计同比增速回落1.02个百分点至9.8%, 基建(不含电力)累计同比增速回落0.3个百分点至8.5%; 制造业累计同比增速回落0.6个百分点至6.4%, 民间固定资产投资回落0.2个百分点至0.4%。第三产业回落幅度最大, 第一、二产业固投增速也边际回落。分地区来看, 中部地区在高基数作用下增速转负, 东北地区下行幅度最大, 东部地区下行幅度较小。

2.1 房地产投资跌幅再度走阔, 销售数据出现转弱迹象

房地产投资跌幅再度走阔, 竣工增速持续攀升, 新开工、施工依然承压。房地产投资跌幅由-5.8%扩大至-6.2%。细分项来看, 新开工由-19.2%下跌为-21.2%, 施工累计同比也由-5.2%回落为-5.6%, 竣工增速保持上行, 由14.7%继续走高为18.8%, 低基数作用带来一定影响, 并且保交房措施效果持续显现。

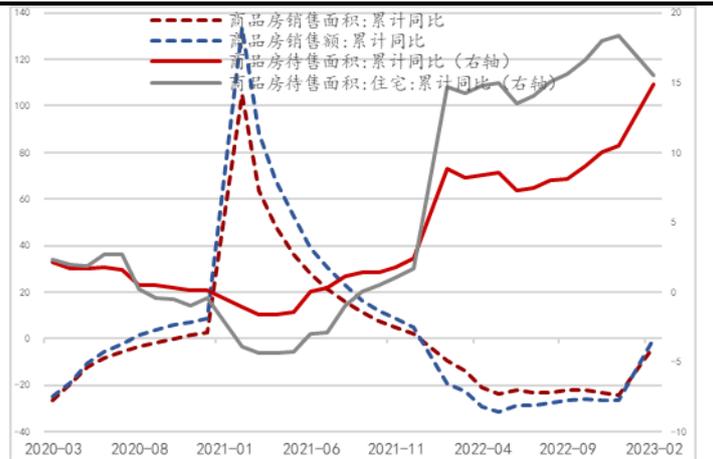
市场修复结构不均匀, 高能级城市为销售“主力军”。地产销售在一季度迎来“小阳春”, 不同能级城市分化加剧, 进入4月销售环比边际走弱。4月商品房销售面积当月同比由上月的-3.5%下滑为-11.8%, 而商品房销售额由6.3%上行至13.2%, 30大中城市商品房成交面积表现好于整体。当前大中城市依然是购房主力阵营, 消费者从投资、刚需角度出发, 均更看好一、二线城市, 三四线城市房地产仍不被看好, 居民购房投资信心尚未修复, 预期房地产销售未来修复斜率不高。

图表8: 房屋竣工增速持续上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

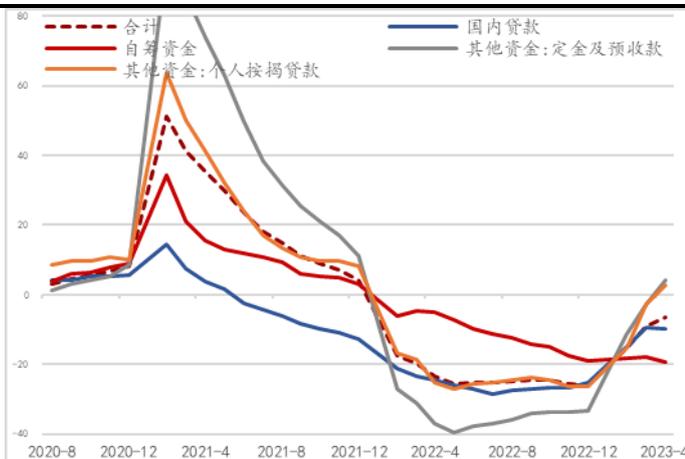
图表9: 商品房销售、库存走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

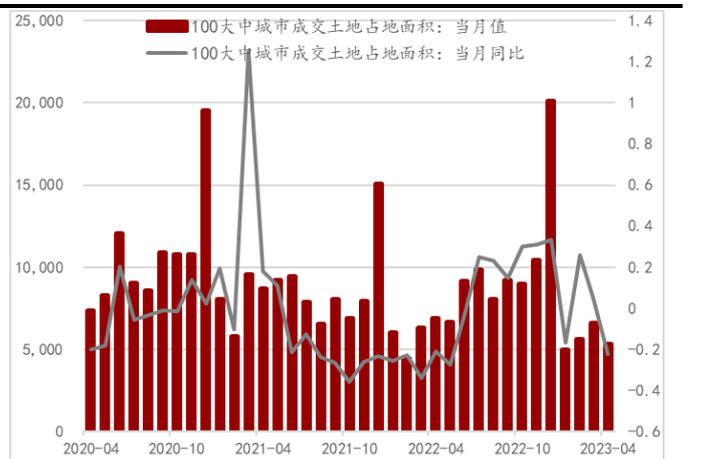
房企资金来源跌幅收窄, 房企拿地依然谨慎。房地产开发资金来源增速由3月的-9%上行为-6.4%, 其中, 定金及预收款跌幅上行速度最快, 其次是个人按揭贷款, 两者增速均转正, 房地产销售边际回暖形成一定拉动, 房企自筹资金保持下跌。国内贷款也小幅下行。多地购房利率已经进入“3时代”, 但三四线城市供求双方信心依然不足, 一二线城市为销售主力。百城土地购置面积持续冷淡, 房企拿地依然谨慎。

图表10: 资金来源增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 百城土地购置面积持续偏冷 (%、万平方米)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 基建投资增速持续放缓, 电力投资拉动作用减弱

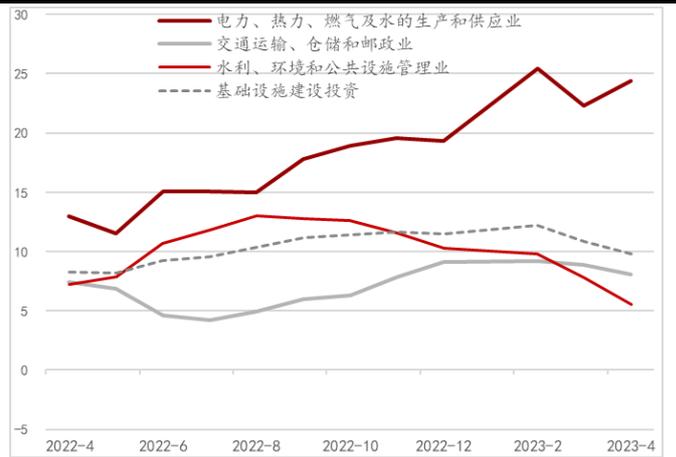
基建投资增速逐步放缓, 电力投资拉动作用减弱。基建投资累计同比增速由3月的10.82%回落为9.8%, 而不含电力的基建投资累计增速由8.8%回落为8.5%, 回落幅度小于基建整体。随着稳增长政策措施落地阶段性放缓, 进入二季度基建投资增速有所回落, 基建增速在高基数作用下, 未来或逐步回落。从分项来看, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速由11.4%回落至4.4%, 交通运输、仓储和邮政业由8.9%回落为8.1%, 水利、环境和公共设施管理业由7.8%下行至5.5%, 下滑幅度最大, 各分项走势分化。微观数据上看, 水泥、钢材等基建消耗商品产量同比回落。

图表12: 基建增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 电力、热力及水的生产供应业反弹(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 制造业投资增速放缓, 年后产需快速修复后逐步减速

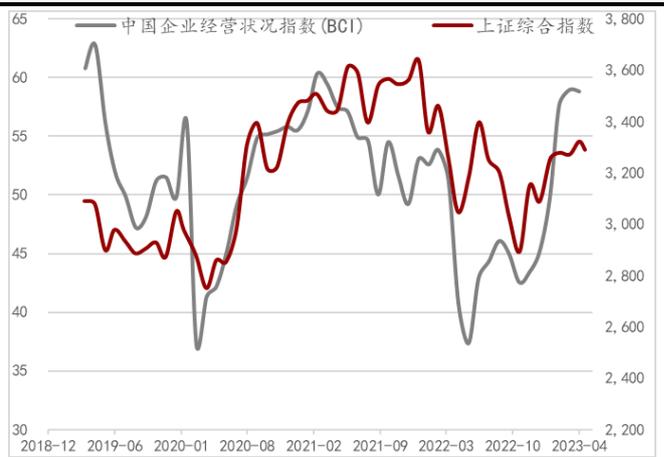
制造业投资本月增速放缓, 高技术产业也高位下行。制造业投资由上月的7%下降为6.4%, 年后呈持续回落态势, 民间固定资产投资累计增速由0.6%降为0.4%, 高技术产业累计同比由16.0%降为14.7%。疫后企业快速修复, 随着生产、需求报复性冲高反弹之后, 需求支撑逐步走弱, 并且政策落地也有所放缓, 制造业投资增速边际回落。

图表14: 制造业投资增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 企业经营状况指数高位回落 (%)

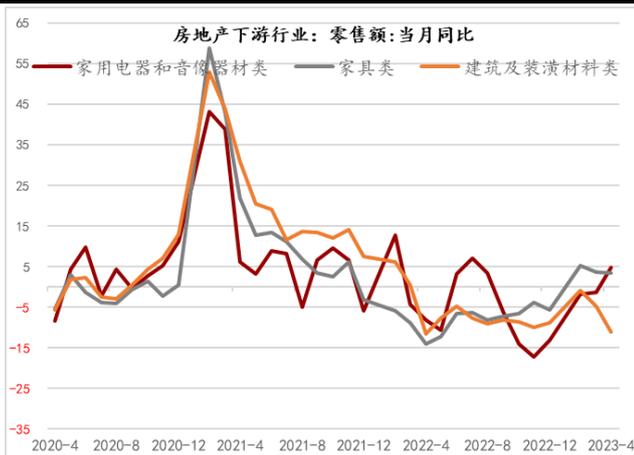


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 消费持续上行, 需关注连续多年的低基数作用

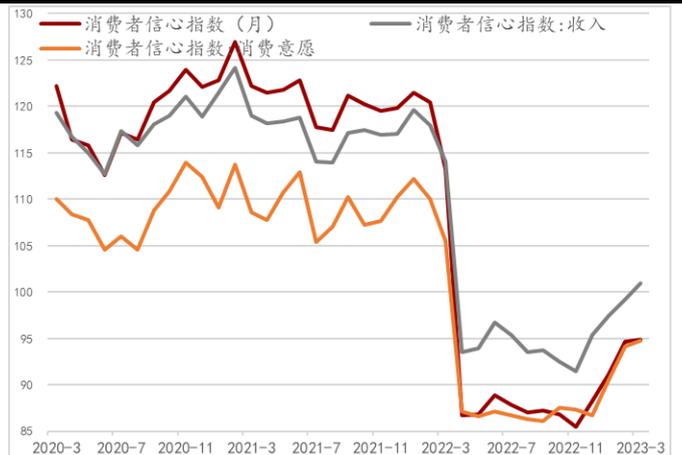
消费增速保持修复上行, 略低于市场预期, 限额以上零售上行速度快于整体。消费增速保持修复, 但在疫情影响下, 持续多年的低基数效应也给消费增速带来一定“幻觉”。4月, 社会消费品零售总额同比增速由上月的10.6%上行为18.4%, 市场预期20.2%; 其中, 除汽车以外的消费品零售增速由上月的10.5%上涨为16.5%, 涨幅慢于社零总体; 餐饮同比由上月的26.3%继续上行为43.8%。限额以上企业零售同比由上月的10.1%上涨为19%, 上行速度快于整体, 规模以上企业零售修复速度快于小型企业、个体工商户等。消费者信心指数上行速度趋缓, 消费者信心不足的问题尚待政策提振。

图表16: 房地产下游建筑装饰增速回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 消费者信心指数上行速度明显放缓



资料来源: Wind, 万联证券研究所

分项来看,低基数作用下汽车类消费增速上行幅度最大,餐饮、化妆品等可选消费保持上行,房地产下游行业分化,药品消费增速放缓。本月餐饮、化妆品、黄金珠宝类可选消费增速保持上行,服饰类消费也继续抬升,消费场景修复,低基数共同作用,且五一假期带来一定提振,烟酒类消费也有所增长。房地产竣工增速仍处高位,但房地产下游的建筑装饰增速明显放缓,家具、家电类保持上行,但上行速度放慢。随着疫情影响减弱,叠加高基数作用,中西药品类增速放缓。必选消费者粮油、食品类增速回落,饮料类跌幅边际随收窄。前期车企旧车型价格调降和“车价补贴大战”带动,并且部分车企新车型陆续上市,给汽车消费带来阶段性提振,去年同期的较为显著的低基数作用下,汽车消费同比大幅上行。

居民防御性储蓄尚未释放,消费修复动能斜率或趋于平坦。五一假期出行热度高涨,但人均消费支出不及往年。当前居民支出依然偏谨慎,4月居民信贷数据收缩,表明当前居民资产负债表依然阶段性承压,居民部门信心修复依然是未来消费的重要关注点。

图表18: 消费分项同比增速表现 (%)

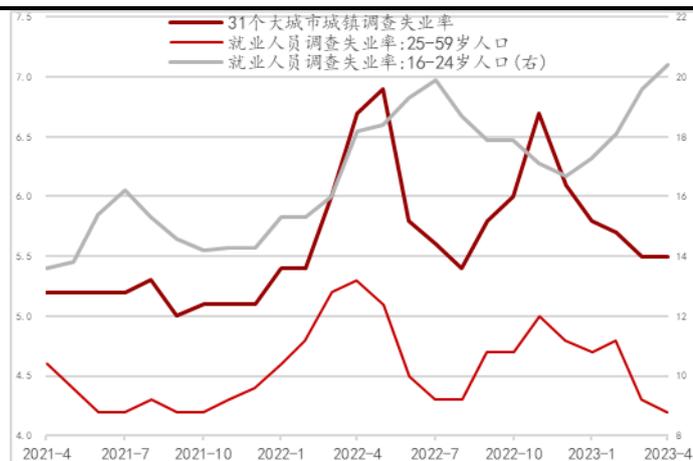
同比增速	2023年4月	2023年3月	2022年4月	2021年4月	较上月变动	
粮油、食品类	1	4.4	10	6.5	↓ -3.4	必选消费
饮料类	-3.4	-5.1	6	22.3	↑ 1.7	必选消费
烟酒类	14.9	9	-7	26.2	↑ 5.9	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	32.4	17.7	-22.8	31.2	↑ 14.7	必选消费
日用品类	10.1	7.7	-10.2	17.2	↑ 2.4	必选消费
中西药品类	3.7	11.7	7.9	8	↓ -8	必选消费
餐饮	43.8	26.3	-22.7	46.4	↑ 17.5	可选消费
化妆品类	24.3	9.6	-22.3	17.8	↑ 14.7	可选消费
金银珠宝类	44.7	37.4	-26.7	48.3	↑ 7.3	可选消费
文化办公用品类	-4.9	-1.9	-4.8	6.7	↓ -3	可选消费
通讯器材类	14.6	1.8	-21.8	14.2	↑ 12.8	可选消费
石油及制品类	13.5	9.2	4.7	18.3	↑ 4.3	可选消费
汽车类	38	11.5	-31.6	16.1	↑ 26.5	可选消费
家用电器和音像器材类	4.7	-1.4	-8.1	6.1	↑ 6.1	可选消费(地产相关)
家具类	3.4	3.5	-14	21.7	↓ -0.1	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	-11.2	-4.7	-11.7	30.8	↓ -6.5	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	18.4	10.6	-11.1	17.7	↑ 7.8	整体
限额以上企业消费品零售总额	19	10.1	18.5		↑ 8.9	整体
除汽车以外社零	16.5	10.5	-8.4	17.9	↑ 6	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 就业小幅转好，年轻劳动力持续承压

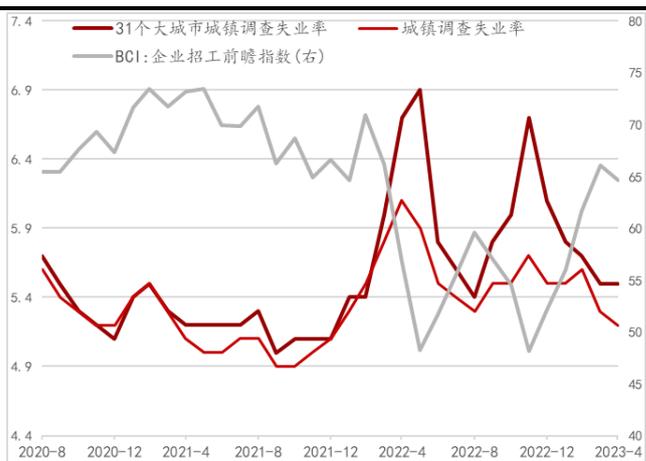
失业率总体回落，年轻劳动力失业率持续攀升。失业率由上月的5.3%回落为5.2%，31个大城市失业率持平于上月的5.5%。从年龄结构来看，25-59岁失业率由4.3%降至4.2%，16-24岁年轻和相对廉价的劳动力失业率高位持续攀升，由19.6%上行为20.4%，青年人口就业压力较大。应届生就业压力之外，低学历年轻劳动力就业也形成一定拖累。春节后线下消费快速修复，服务业用工需求快速得到满足，年轻劳动力在求职过程中的熟练度低于成熟劳动力，薪资水平接近的情况下，年轻劳动力被企业选择的概率降低。

图表19: 年轻劳动力失业率依然承压 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 失业率回落，但招工前瞻指数下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 风险提示

疫情再袭导致消费修复受阻，房地产修复不及预期，海外衰退超预期带动出口下滑。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场