

# 考虑基数效应后的经济复苏：步伐放缓

## ——4月经济数据点评

### 相关研究：

- 《疫后扩内需，消费蓄势待发》 2022.12.26
- 《高频数据跟踪：消费复苏可期》 2023.01.08
- 《高频数据跟踪：节后生产修复，消费持续回升》 2023.02.15
- 《服务消费快速回暖，汽车零售转增为降》 2023.03.17
- 《经济修复成果初显，关注其中结构分化》 2023.04.19

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：贺钰偲

Tel: 021-50293570

Email: hyc07067@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 事件

国家统计局公布4月经济数据，4月工业增加值同比增速、固定资产投资累计同比增速、社消零售总额同比增速、全国城镇调查失业率分别录得 5.6%（前值：3.9%）、4.7%（前值：5.1%）、18.4%（前值：10.6%）、5.2%（前值：5.3%）。

#### □ 工业生产边际走弱，企业开工率回落

4月经济复苏节奏向常态化发展，工业企业成本得到缓解，但新增需求有限，企业利润降幅较大，叠加前期积压订单释放已达尾声，工业增加值同比虽继续回升，但其环比仍处于下行区间，实际工业生产边际走弱。分三大门类看，4月份，采矿业增加值同比持平，制造业增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。制造业工业增加值当月同比高于其他两大门类，主要原因在于去年同期基数较低。受疫情影响，2022年4月制造业当月同比仅为-4.6%。因此，剔除基数效应影响后，2023年4月制造业增速相较3月有明显放缓。跟踪高频数据显示，近期石油沥青装置开工率和高炉开工率均出现见顶回落迹象，也从侧面印证制造业增速的放缓。

#### □ 消费复苏步伐放缓，结构呈现一定分化

3月社会消费品零售总额当月同比录得 18.40%，较3月增速上升 7.8 个百分点，但依旧低于 Wind 一致预期的 20.21%，原因主要来自于去年同期疫情影响导致基数偏低。剔除基数效应影响，从两年复合同比增速来看，社零整体复合增速由3月的 3.30%降至4月的 2.60%，消费复苏步伐放缓；其中，消费结构呈现出一定分化，餐饮消费快速恢复，其他必选消费、可选消费及地产后周期消费均有回落。餐饮消费的恢复或主要源于4月末劳动节假期的拉动。

#### □ 基建、制造业投资放缓，地产投资降幅扩大

基建方面，得益于积极的财政政策加力提效，今年地方专项债发行前置，投资持续推进，叠加中长期贷款同比增加，为基建投资提供了充足的资金支持。政策方面，今年是“一带一路”倡议提出十周年，相关基础设施建设有望得到加速推动。年初以来，我国已与伊朗、沙特、巴西、俄罗斯等国开展外交活动，“一带一路”等相关基建需求的释放值得持续关注。

制造业投资方面，今年制造业投资逐渐向“高端化、智能化、绿色化”的方向发展，政策上积极推动制造业的升级转型，对制造业投资形成了一定支撑。另外，从工业企业用电量数据来看，年初以来用电量持续攀升，反映制造业生产边际回暖，成为制造业投资保持韧性

的基础。

地产方面，“保交楼”政策持续发力，地产竣工数据保持稳定，但新开工出现回落，表明当前市场预期依旧偏弱，投资信心不足。

□ **失业率连续两个月下降，但青年就业问题依旧严重**

4月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月下降0.1个百分点，连续两个月下降。其中，16-24岁就业人员调查失业率达到20.40%，比上月增加了0.8个百分点，已连续四个月上升，青年就业问题依旧严重。5月15日，人力资源和社会保障部、教育部、科技部等十部门印发《关于进一步推进实施百万就业见习岗位募集计划的通知》，决定继续实施百万就业见习岗位募集计划，帮助高校毕业生等青年提升就业能力。政策开始发力解决青年就业难的问题。

□ **风险提示**

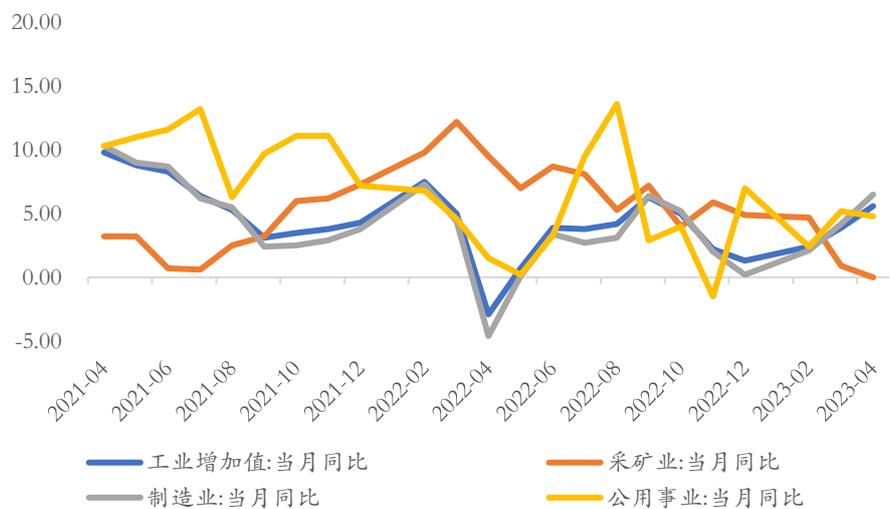
政策落地不及预期；外部环境不确定性加大。

## 1 工业生产边际走弱，企业开工率回落

4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.47%。4 月经济复苏节奏向常态化发展，工业企业成本得到缓解，但新增需求有限，企业利润降幅较大，叠加前期积压订单释放已达尾声，工业增加值同比虽继续回升，但其环比仍处于下行区间，实际工业生产边际走弱。

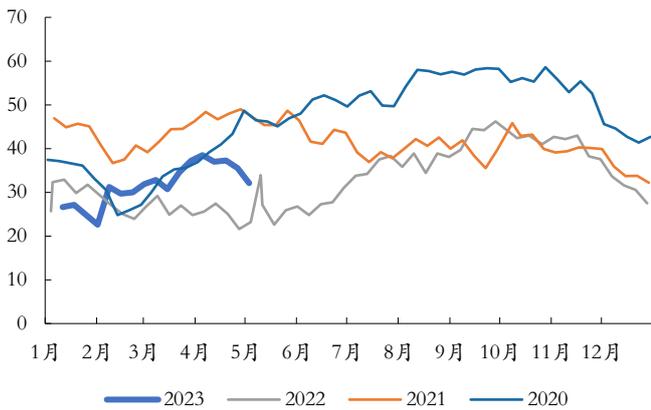
分三大门类看，4 月份，采矿业增加值同比持平，制造业增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。制造业工业增加值当月同比高于其他两大门类，主要原因在于去年同期基数较低。受疫情影响，2022 年 4 月制造业当月同比仅为-4.6%。因此，剔除基数效应影响后，2023 年 4 月制造业增速相较 3 月有明显放缓。跟踪高频数据显示，近期石油沥青装置开工率和高炉开工率均出现见顶回落迹象，也从侧面印证制造业增速的放缓。

图 1 各门类工业增加值同比增速



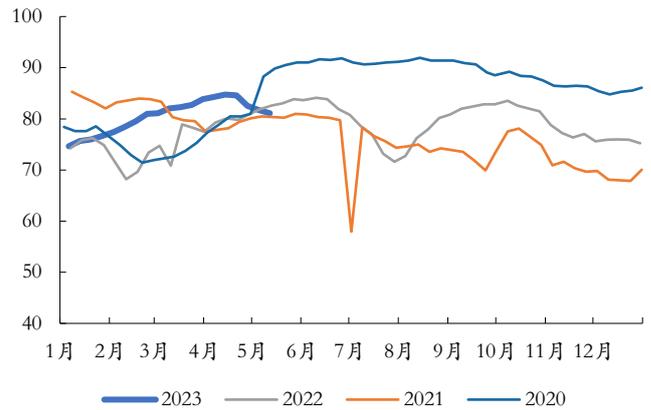
资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

图 2 石油沥青装置开工率 (%)



资料来源：wind，湘财证券研究所

图 3 全国 247 家高炉开工率 (%)

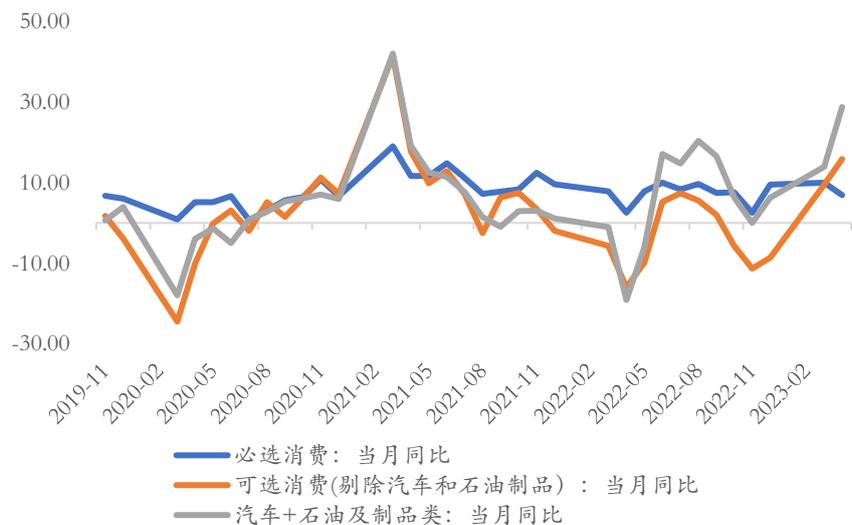


资料来源：wind，湘财证券研究所

## 2 消费复苏步伐放缓，结构呈现一定分化

3 月社会消费品零售总额当月同比录得 18.40%，较 3 月增速上升 7.8 个百分点，但依旧低于 Wind 一致预期的 20.21%，原因主要来自于去年同期疫情影响导致基数偏低。剔除基数效应影响，从两年复合同比增速来看，社零整体复合增速由 3 月的 3.30% 降至 4 月的 2.60%，消费复苏步伐放缓；其中，消费结构呈现出一定分化，餐饮消费快速恢复，其他必选消费、可选消费及地产后周期消费均有回落。餐饮消费的恢复或主要源于 4 月末劳动节假期的拉动。

图 4 未剔除基数效应，社零当月同比变化



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

**表 1 限额以上消费品各分项增速变化 (%)**

商品大类	分类	两年复合增速			当月同比			1-4月累计同比	上年同期
		变动	4月	3月	变动	2023-04	2023-03		
必选消费	粮油、食品类	-3.0	5.4	8.4	-3.4	1.0	4.4	6.0	10.0
	饮料类	-2.2	1.2	3.4	1.7	-3.4	-5.1	0.6	6.0
	烟酒类	-4.7	3.4	8.1	5.9	14.9	9.0	8.3	-7.0
	化妆品类	-3.1	-1.7	1.3	14.7	24.3	9.6	9.3	-22.3
	日用品类	-3.9	-0.6	3.4	2.4	10.1	7.7	6.2	-10.2
	中西药品类	-6.0	5.8	11.8	-8.0	3.7	11.7	13.3	7.9
可选消费	服装鞋帽针纺织品类	-0.3	1.1	1.4	14.7	32.4	17.7	13.4	-22.8
	金银珠宝类	-3.2	3.0	6.2	7.3	44.7	37.4	18.5	-26.7
	文化办公用品类	-8.6	-4.9	3.8	-3.0	-4.9	-1.9	-2.2	-4.8
	通讯器材类	-7.8	-5.3	2.4	12.8	14.6	1.8	-1.5	-21.8
	体育、娱乐用品类	2.0	4.8	2.8	9.9	25.7	15.8	10.1	
	石油及制品类	-0.8	9.0	9.8	4.3	13.5	9.2	11.0	-12.7
	汽车	-4.4	-2.8	1.6	26.5	38.0	11.5	5.4	4.7
房地产	家用电器和音像器材类	1.0	-1.9	-2.9	6.1	4.7	-1.4	-0.3	-8.1
	家具类	-2.9	-5.7	-2.8	-0.1	3.4	3.5	4.3	-14.0
	建筑及装潢材料类	-9.3	-11.5	-2.2	-6.5	-11.2	-4.7	-4.5	-11.7
餐饮	餐饮	2.7	5.4	2.8	17.5	43.8	26.3	19.8	-22.7
	限额以上餐饮	-2.8	4.8	7.6	7.4	44.6	37.2	23.9	-24.0
总量	社会消费品零售总额	-0.7	2.6	3.3	7.8	18.4	10.6	8.5	-11.1
	除汽车以外的零售额	-0.2	3.3	3.5	6.0	16.5	10.5	9.0	-8.4
	限额以上零售总额	-3.0	1.2	4.2	8.9	19.0	10.1	7.8	-14.0

资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

### 3 基建、制造业投资放缓，地产投资降幅扩大

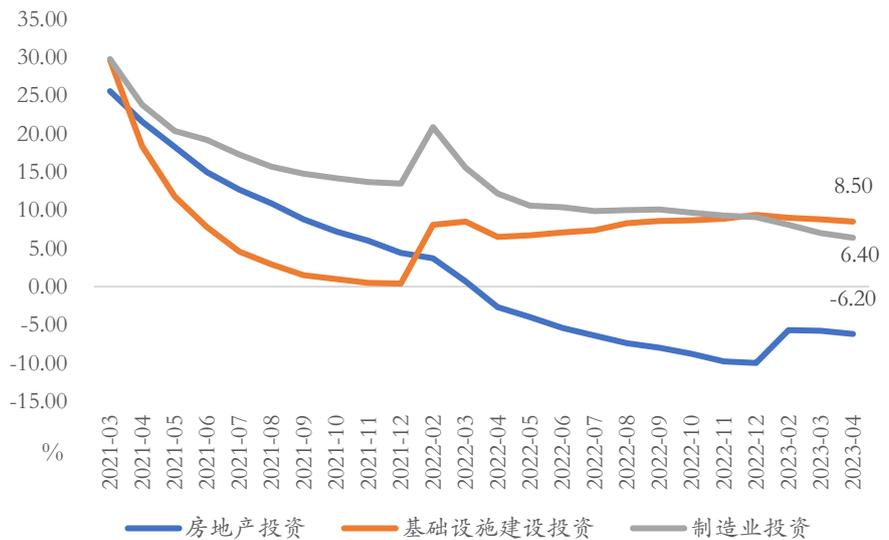
1-4 月，全国固定资产投资 147482 亿元，同比增长 4.7%。其中，民间固定资产投资 79570 亿元，同比增长 0.4%，民间资本信心不足。从环比看，4 月固定资产投资下降 0.64%。分行业来看，基建、制造业、地产增速均有所下降，分别录得 8.5%、6.4%、-6.2%，基建投资相对较强，制造业投资具有韧性，地产投资依旧疲软。

基建方面，得益于积极的财政政策加力提效，今年地方专项债发行前置，投资持续推进，叠加中长期贷款同比增加，为基建投资提供了充足的资金支持。政策方面，今年是“一带一路”倡议提出十周年，相关基础设施建设有望得到加速推动。年初以来，我国已与伊朗、沙特、巴西、俄罗斯等国开展外交活动，“一带一路”等相关基建需求的释放值得持续关注。

制造业投资方面，今年制造业投资逐渐向“高端化、智能化、绿色化”的方向发展，政策上积极推动制造业的升级转型，对制造业投资形成了一定支撑。另外，从工业企业用电量数据来看，年初以来用电量持续攀升，反映制造业生产边际回暖，成为制造业投资保持韧性的基础。

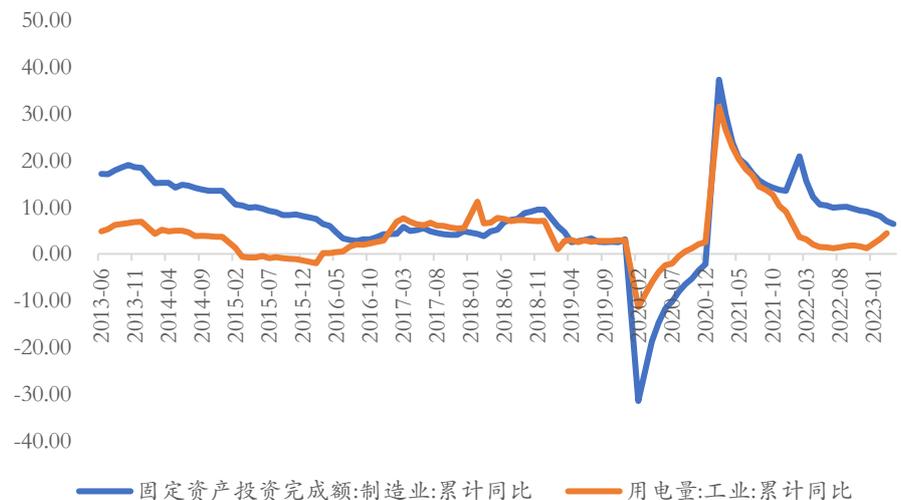
地产方面，“保交楼”政策持续发力，地产竣工数据保持稳定，但新开工出现回落，表明当前市场预期依旧偏弱，投资信心不足。

图 5 分行业固定资产投资累计同比



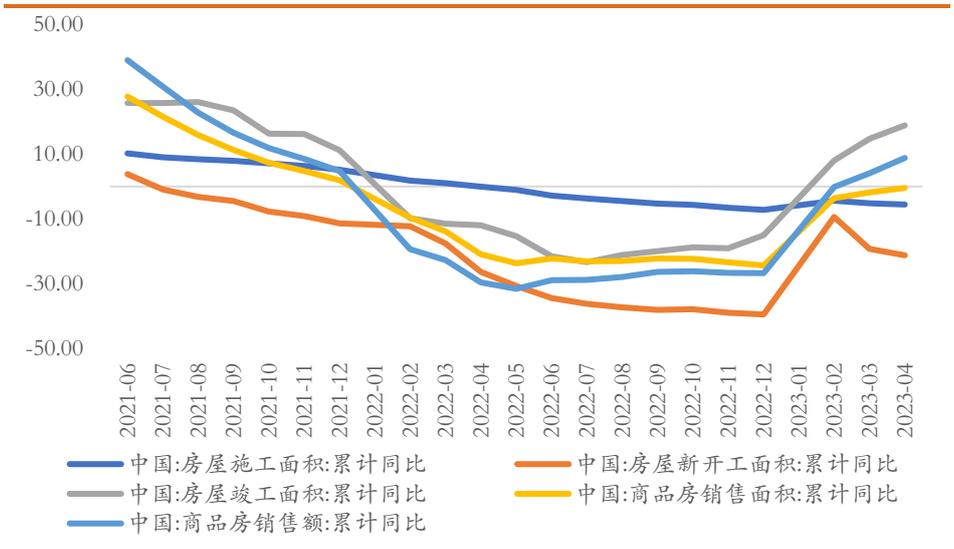
资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

图 6 工业用电量的回升成为制造业投资保持韧性的基础



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

图7 地产竣工数据保持稳定，但新开工出现回落

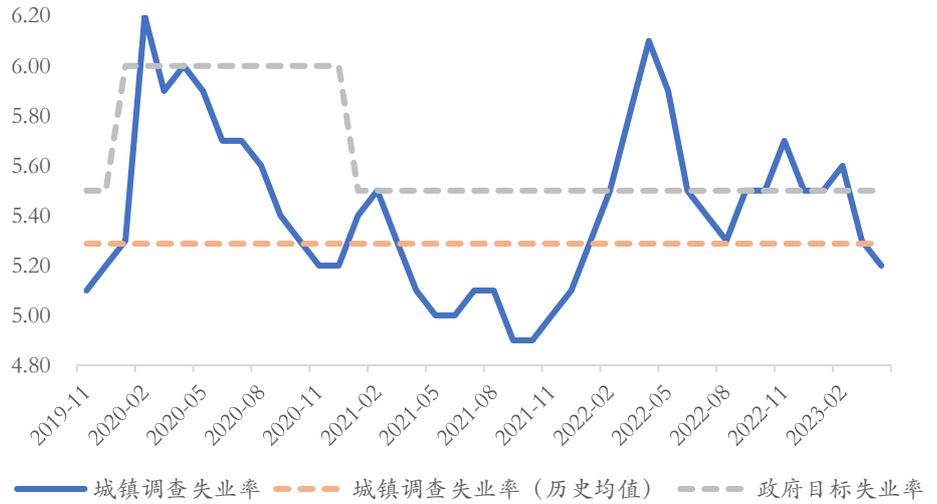


资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

#### 4 失业率连续两个月下降，但青年就业问题依旧严重

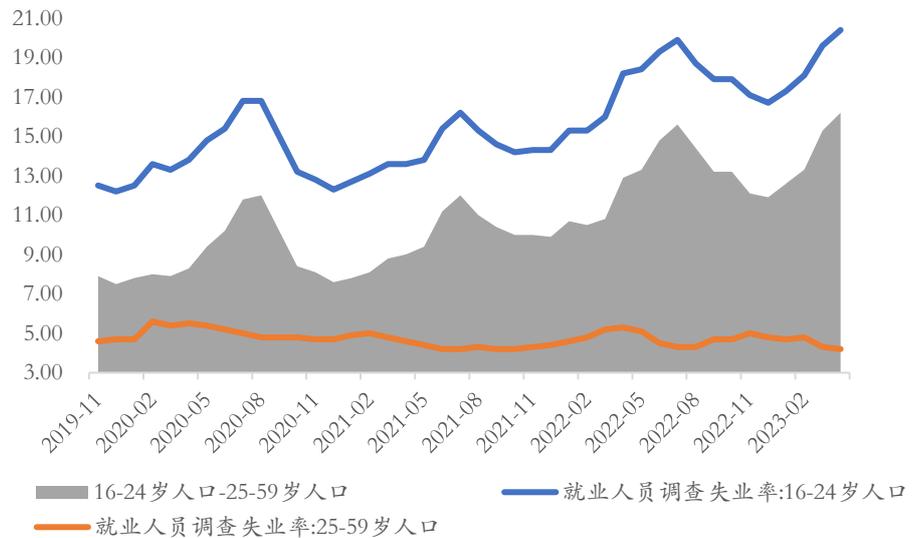
4 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月下降 0.1 个百分点，连续两个月下降。其中，16-24 岁就业人员调查失业率达到 20.40%，比上月增加了 0.8 个百分点，已连续四个月上升，青年就业问题依旧严重。5 月 15 日，人力资源和社会保障部、教育部、科技部等十部门印发《关于进一步推进实施百万就业见习岗位募集计划的通知》，决定继续实施百万就业见习岗位募集计划，帮助高校毕业生等青年提升就业能力。政策开始发力解决青年就业难的问题。

图 8 城镇调查失业率连续两个月下降，已低于历史均值



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

图 9 16-24 岁年轻人口失业率持续走高



资料来源：国家统计局、Wind、湘财证券研究所

## 5 风险提示

政策落地不及预期；外部环境不确定性加大。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限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。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。