

【每周经济观察】

4月经济复苏动能转弱，
内生动能修复还在路上

研究中心

2023年5月19日



要点：4月经济复苏动能转弱，内生动能修复还在路上

- **一周行情回顾：**4月经济数据整体低于市场预期，MLF调降预期落空，上半周权益、期债、商品市场均回落，下半周权益市场分化，商品市场有所反弹但动力仍有限
- **4月经济数据：环比走弱，同比不及预期，结构分化延续**
 - ✓ 一季度经济“填坑式”修复暂告一段落，二季度进入基建投资动能减弱、静待内生动能修复的第二阶段。在一季度高基数及去年低基数作用下，经济数据表征为环比回落、同比走高。4月消费同比增速走高，出口、投资增速回落，房地产投资降幅进一步扩大，而以两年复合增速看，4月经济数据明显回落
 - ✓ **工业生产增速环比走弱。**4月PMI重回收缩区间，工业增加值同比增速5.6%，低于市场预期的9.7%，两年复合增速由前值4.4%回落至1.3%，上中下游大部分行业增速亦出现环比回落，其中仅电气机械制造保持较高增速
 - ✓ **基建投资增速回落，制造业投资增速下滑。**4月基建投资同比增速从前值9.9%下行至7.9%，说明政策支持力度有所放缓。制造业投资当月同比由前值6.2%回落至5.3%，其中高技术制造业1-4月累计同比增速维持在15.3%。民间投资再次回落，说明市场信心的修复还在路上
 - ✓ **地产投资拖累加大，销售端改善仍待观察。**投资端，房地产开发投资同比降幅走阔，新开工、施工面积维持低迷，竣工面积表现较强。融资端，个人按揭贷款及定金预付款的累计同比由负转正，但更多受低基数影响，以两年复合增速观测均降幅走阔。销售端，1-4月房地产销售面积累计同比降幅收窄至0.4%，销售额累计同比实现由负转正，但统计口径变更的贡献明显。一手及二手住宅价格环比连续三个月为正但上涨幅度明显回落，结合二手房及租赁市场看，3月份以来挂牌指数和挂牌价格指数均环比回落，说明市场主体对于房地产市场的预期尚存在分歧。房地产销售端筑底可能持续一段时间
 - ✓ **消费复苏斜率放缓，分化持续，青年失业率仍在走高。**4月社会消费品零售总额同比增速较前值提升7.8个百分点至18.4%，但低于市场预期。从两年复合增速看，无论是整体数值还是主要分项均出现环比回落。其中餐饮业复苏最为强劲，汽车销售复合增速转弱，家具、建材等地产相关消费品维持低迷。消费能力及意愿的边际回暖，短期受“超额储蓄”支撑，而中长期仍有赖于居民就业和收入预期的彻底好转。青年人失业率的继续走高显示消费内生动力隐忧
- **风险提示** 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内稳增长政策不及预期

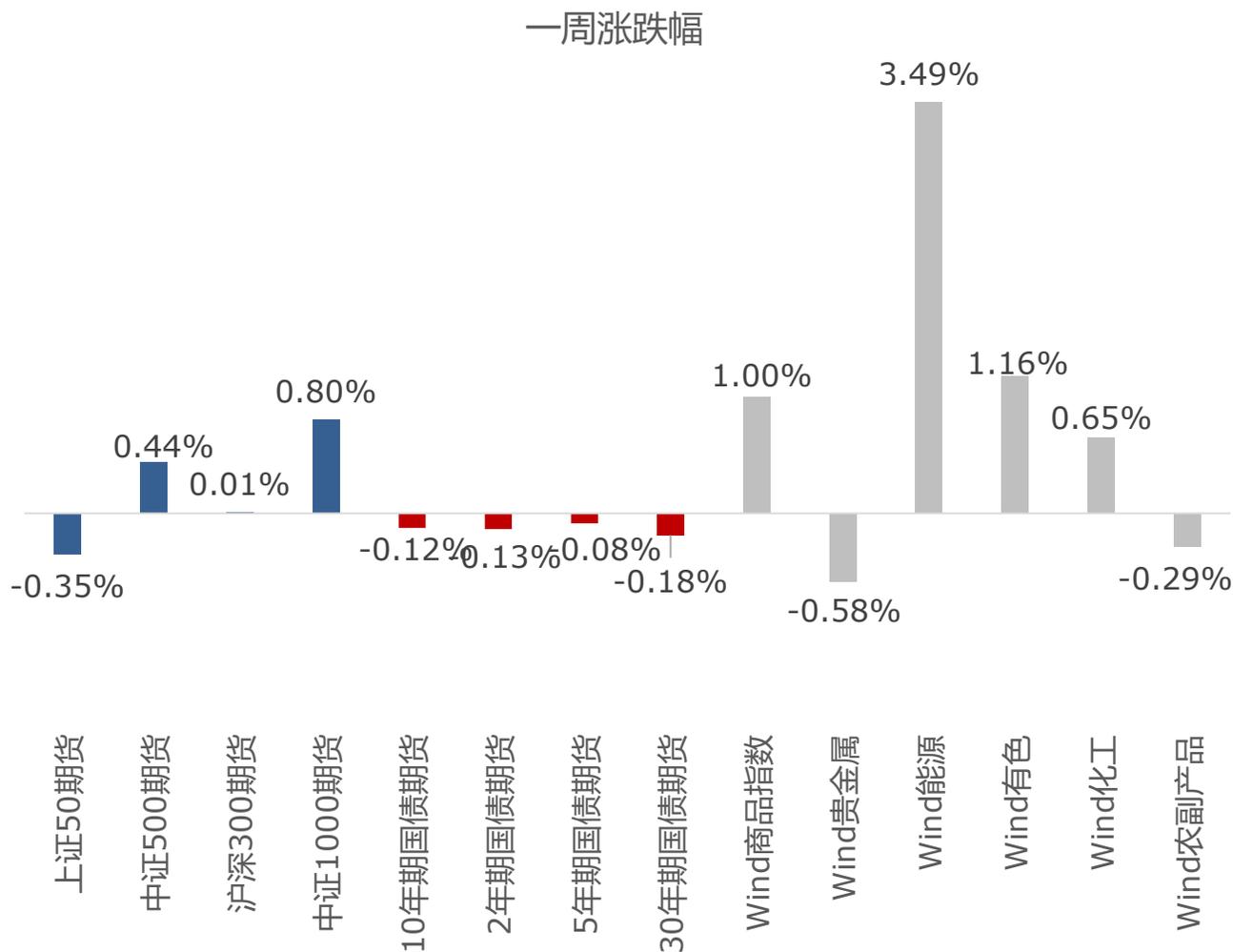
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：5月15日-5月19日，权益市场分化，商品市场有所反弹但动力不足

- 4月经济数据整体低于市场预期，MLF调降预期落空，上半周权益、期债、商品市场均回落，下半周权益市场分化，商品市场有所反弹但动力仍有限



■ **5月MLF等价小额增量续作：**本周央行MLF小额净投放250亿元，利率维持在2.75%不变

■ **4月经济数据公布，整体不及预期：**4月消费同比增速走高，出口、投资增速回落，房地产投资降幅进一步扩大

■ **人民币汇率破7：**避险情绪升温下美元指数走强，国内基本面经济基本面对人民币的支撑走弱

■ **国家发改委稳定汽车消费：**国家发改委召开4月新闻发布会，表示将适时出台务实管用的政策举措，当前正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，下大力气稳定汽车消费

央行一季度货币执行报告表态中性

- 5月MLF续作呈现“量稳价平”特征，小额净投放250亿元，体现了央行向市场补充中长期流动性的态度，利率维持在2.75%不变，不及市场预期。结合一季度央行货币执行报告表述，我们认为短期内总量性加码概率不大

央行发布2023年一季度货币政策执行报告，对国内经济形势的判断与4月政治局会议保持一致，包括“我国经济增长好于预期”、“三重压力得到缓解，市场需求逐步恢复”，同时对二季度展望提出“**我国经济运行有望整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础**”，而对海外经济形势的判断表示，“全球主要经济体增长放缓，美欧通胀回落速度不及预期”，并增加了“地缘政治冲突升级风险仍存、保护主义、单边主义抬头，或进一步影响全球经济秩序”的表述。因此，从整体判断上，央行对海外经济形势保持谨慎，对国内经济更具信心

报告中对货币政策的总基调延续了“稳健的货币政策要精准有力”、“搞好跨周期调节”，而首次在货币执行报告中提出“总量适度、节奏平稳”的表述，暗示了信贷投放速度将边际放缓，从注重“冲量”到注重“质量”转变，这也与4月社融信贷数据环比回落指向一致。关于利率的表述，报告新增了“**保持利率水平合理适度**”的提法，结合专栏一《合理把握利率水平》、专栏二《如何看待M2和存款增长》、专栏三《硅谷银行事件及其启示》的内容，央行可能认为目前利率水平处于相对合理的区间，更倾向于降低利率的整体波动，以稳定微观主体的利率环境的预期。

第二部分

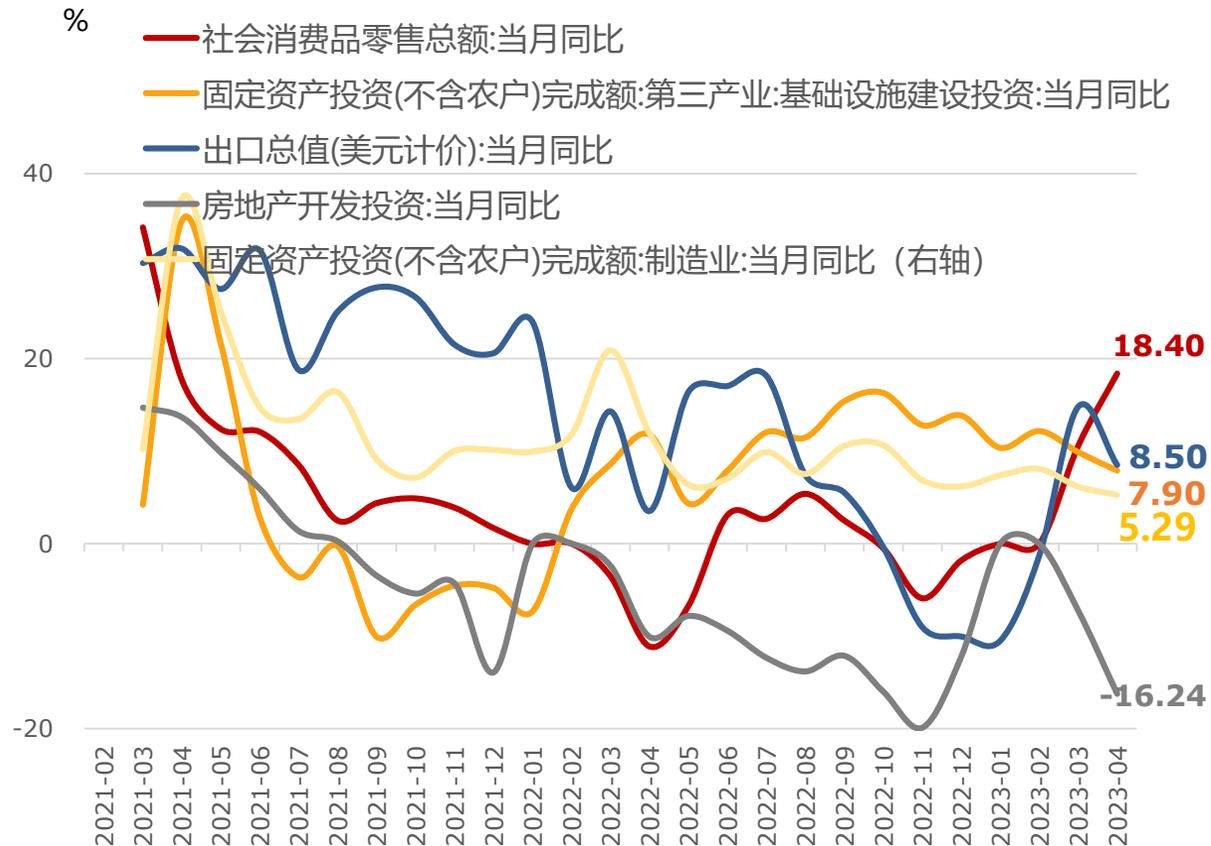
4月经济数据解读



4月经济数据低于预期，呈环比回落、同比走高、结构分化的特征

- 一季度经济“填坑式”修复暂告一段落，二季度进入基建投资动能减弱、静待内生动能修复的第二阶段。在一季度高基数及去年低基数作用下，经济数据表征为环比回落、同比走高
- 4月经济数据如期环比转弱，而当月同比增速不及市场预期，延续结构分化的弱复苏态势

4月消费同比增速走高，出口、投资增速回落，房地产投资降幅进一步扩大



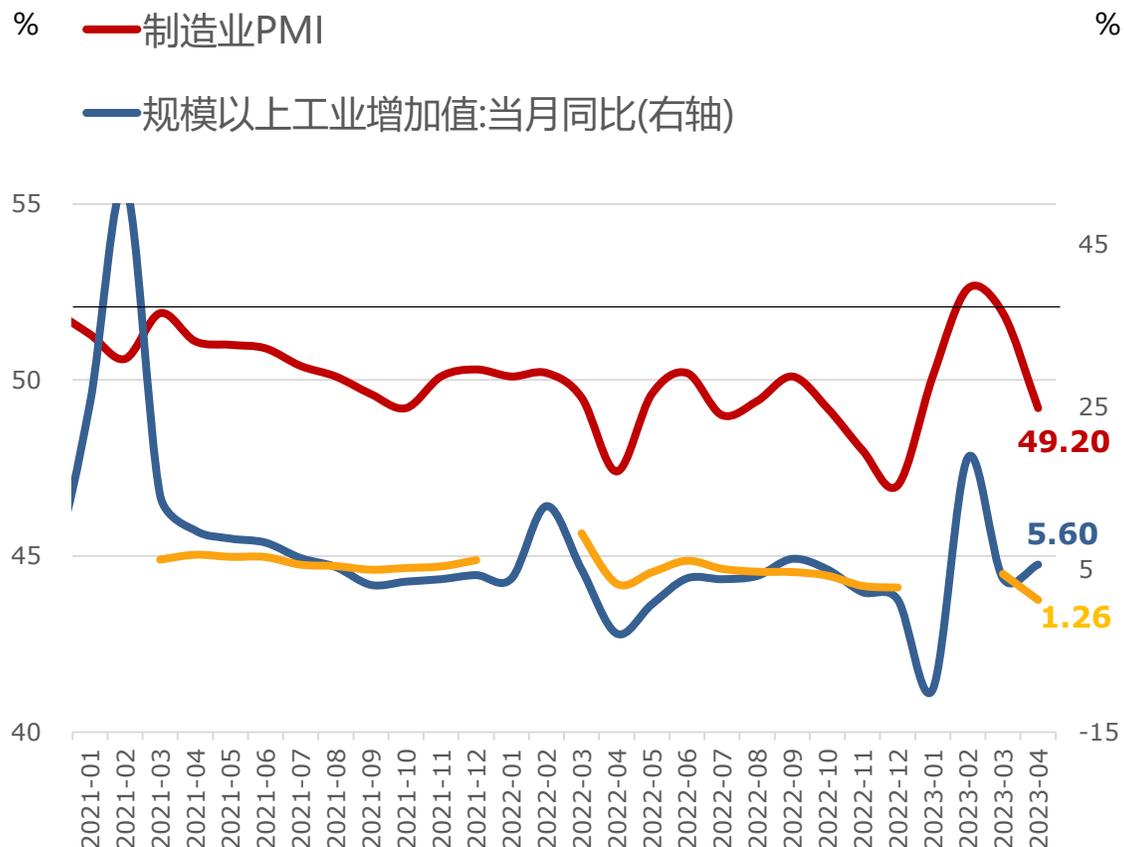
以两年复合增速看，我国4月经济数据明显回落

指标	2023年4月 当月同比	前值	当月环比	前值	两年复合 增速	前值
工业增加值	↑ 5.6	3.9	-0.5	0.3	↓ 1.3	4.5
社零	↑ 18.4	10.6	0.5	0.8	↓ 2.6	3.3
固定资产投资	↓ -17.4	-0.8	-25.2	0.2	↓ -58.0	-47.1
房地产	↓ -16.2	-7.3	-22.46	-10	↓ -13.2	-4.85
基建	↓ 7.9	10.8	-47.8	65.0	↓ 6.1	10.7
制造业	↓ 5.3	7.0	-47.0	39.5	↓ 5.8	11.2
出口	↓ 8.5	14.8	-6.4	47.5	↓ 6.0	14.5
进口	↓ -7.9	-1.4	-9.8	15.3	↓ -4.0	-0.4
PPI	↓ -3.6	-2.5	-0.5	0.0		
CPI	↓ 0.1	0.7	-0.1	-0.3		
社融存量		10.0	0.26	1.43		
M2	↓ 12.4	12.7	-0.2	2.15		

工业生产：4月生产增速环比走弱

- 剔除低基数影响，我们用2022-2023年两年复合增长率来衡量4月生产情况，可看出工业增加值增速整体由前值4.4%回落至1.3%，上中下游大部分行业增速亦出现环比回落，其中电气机械制造保持较高增速

4月PMI重回收缩区间，工业增加值同比增速5.6%，低于市场预期预期的9.7%



大部分行业两年复合增速出现明显环比回落

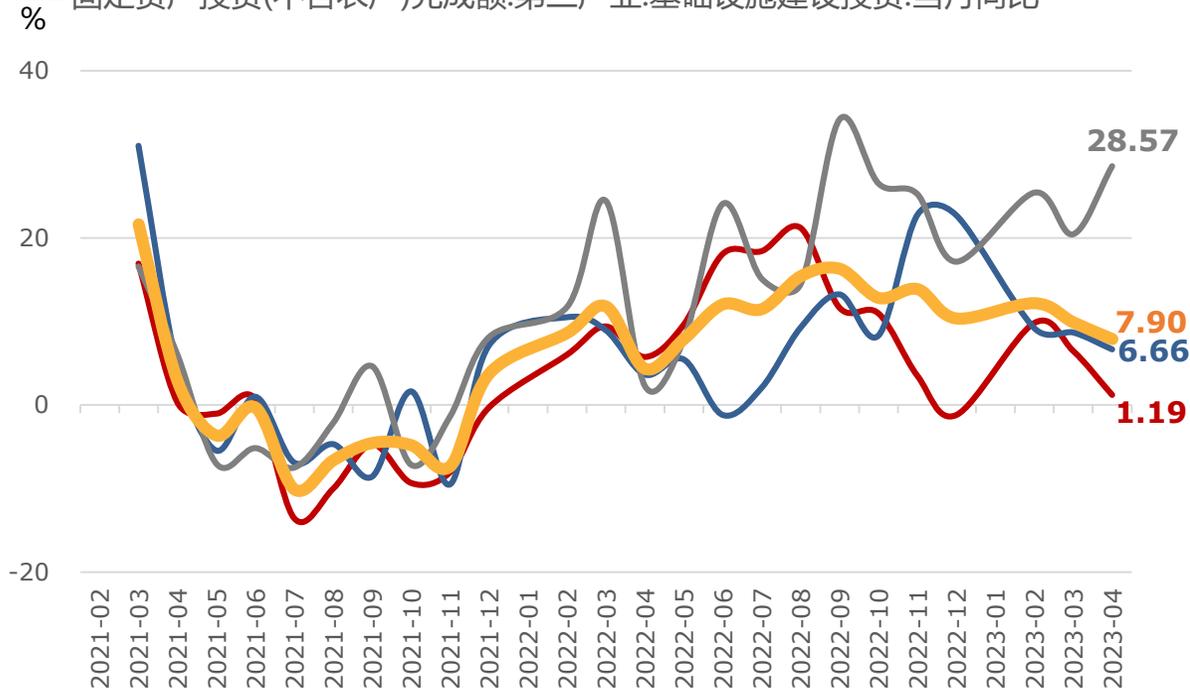
分行业	工业增加值增速%	4月同比增速	较前值变化	两年复合增速	较前值变化
上游	煤炭开采和洗选业	-0.6	-1.3	6.1	-2.3
	石油和天然气开采	5.5	3.3	6.3	2.4
中游	农副食品加工	-1.6	3.3	-0.9	-1.3
	纺织业	-3	0.1	-4.7	-3.4
	化学原料和制品	7.5	0.4	3.4	-1.7
	橡胶和塑料制品	2.9	1.2	-2.8	-4
	水泥制品	-0.6	-4.4	-3.4	-6.1
	黑色加工业	4.3	-1.7	0	-2.2
	有色加工业	7.4	0.4	4.4	-2.2
	金属制品业	2.7	-2.1	-2.1	-5.5
	通用设备制造	13.5	8.9	-2.2	-4.2
	专用设备制造	9.1	1.8	1.5	-5.9
	运输设备制造业	9.5	0.9	1.5	-3.3
	电器机械制造业	17.3	0.4	9.2	-4.5
	电力热力生产供应	5.5	0.2	3.2	-1.4
下游	食品制造业	2.9	0.4	1.5	-1.7
	医药制造业	-7.2	1.1	-5.5	-6
	汽车制造业	44.6	31.1	-0.7	-6.7
	计算机和电子通信	1.8	0.6	3.3	-3.4

固定资产投资：基建投资增速回落，制造业投资增速下滑

- 在低基数作用下，4月基建投资和制造业同比增速均出现回落，说明基建投资和制造业投资的动能有所走弱
- 基建投资方面，除电力热力供应增速提升外其他行业增速均出现回落。制造业方面，高新技术制造业增速持平

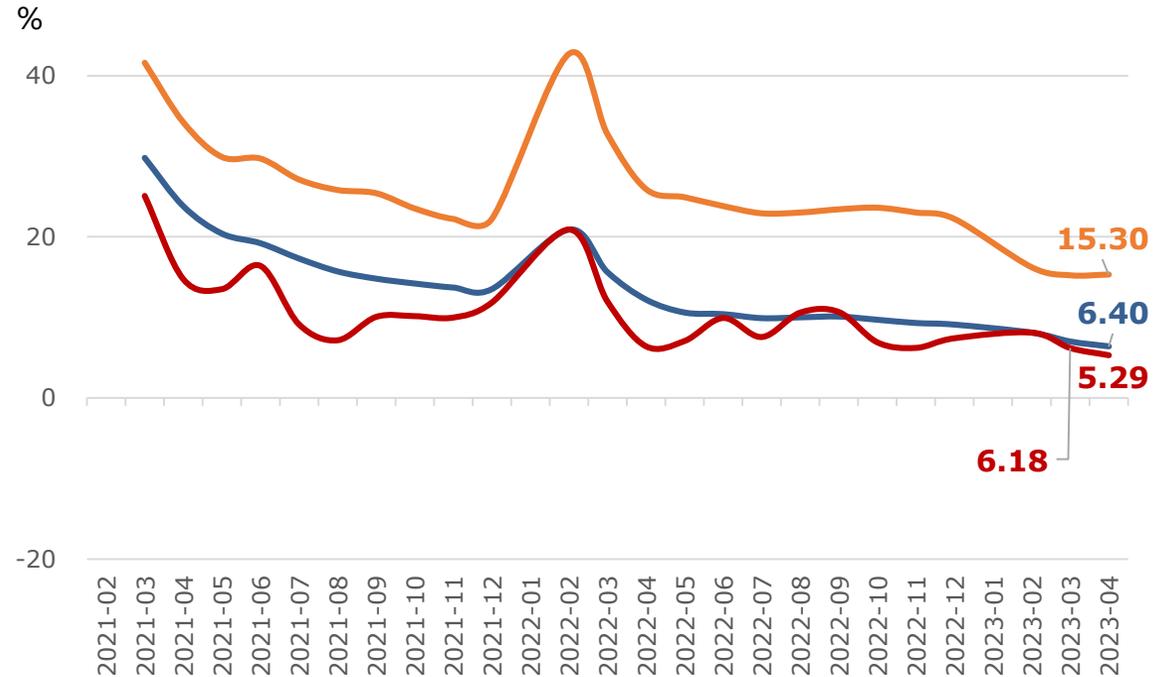
4月基建投资同比增速从前值9.9%下行至7.9%，说明政策支持力度有所放缓

— 固定资产投资(不含农户)完成额:水利、环境和公共设施管理业:当月同比
— 固定资产投资(不含农户)完成额:交通运输、仓储和邮政业:当月同比
— 固定资产投资(不含农户)完成额:电力、热力、燃气及水的生产和供应业:当月同比
— 固定资产投资(不含农户)完成额:第三产业:基础设施建设投资:当月同比



制造业投资当月同比由前值6.2%回落至5.3%，其中高技术制造业1-4月累计同比增速维持在15.3%仍处高位

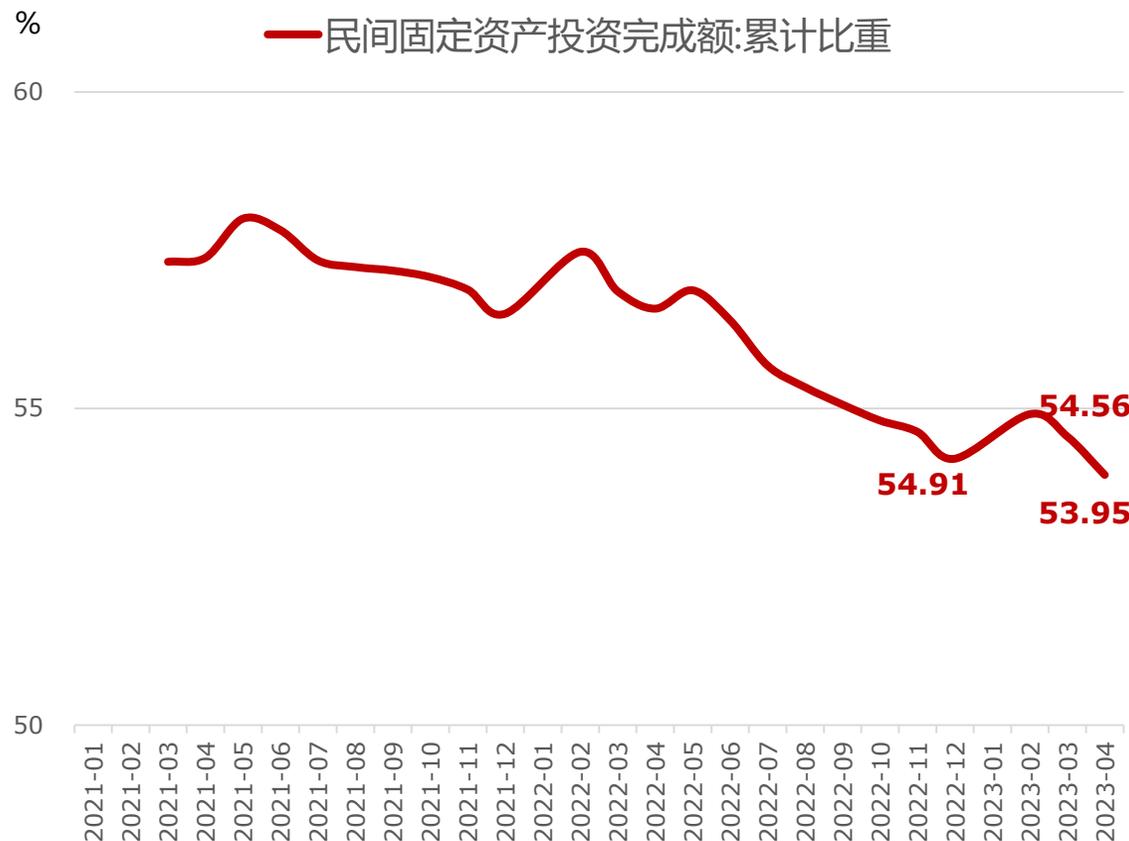
— 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:累计同比
— 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:当月同比
— 固定资产投资(不含农户)完成额:高技术制造业:累计同比



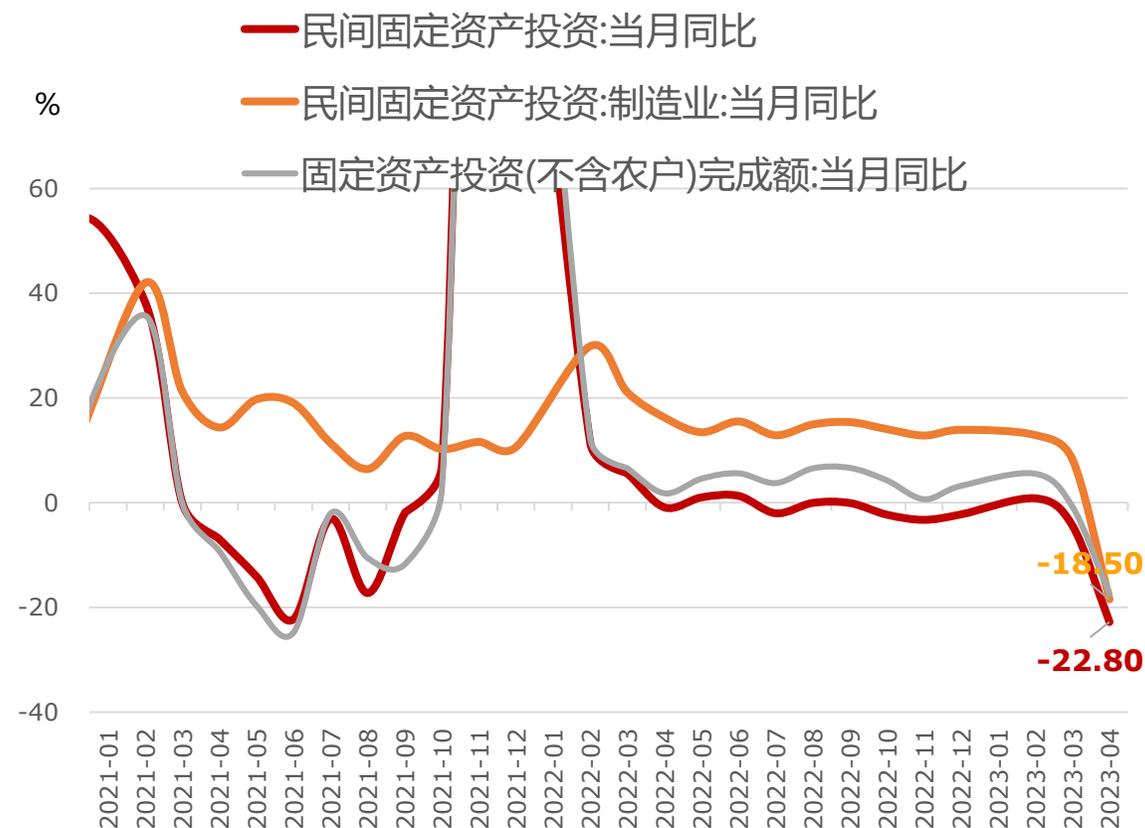
固定资产投资：民间投资再次回落

- 民间投资占全国固定资产投资的比重自2022年以来显著回落至年底的低点54.21%后有所修复，而3月、4月持续回落，民间投资4当月同比增速显著收缩，且持续位于行业整体下沿，说明市场信心的修复还在路上

民间投资占全国固定资产投资的比重由前值54.56%进一步回落至53.95%



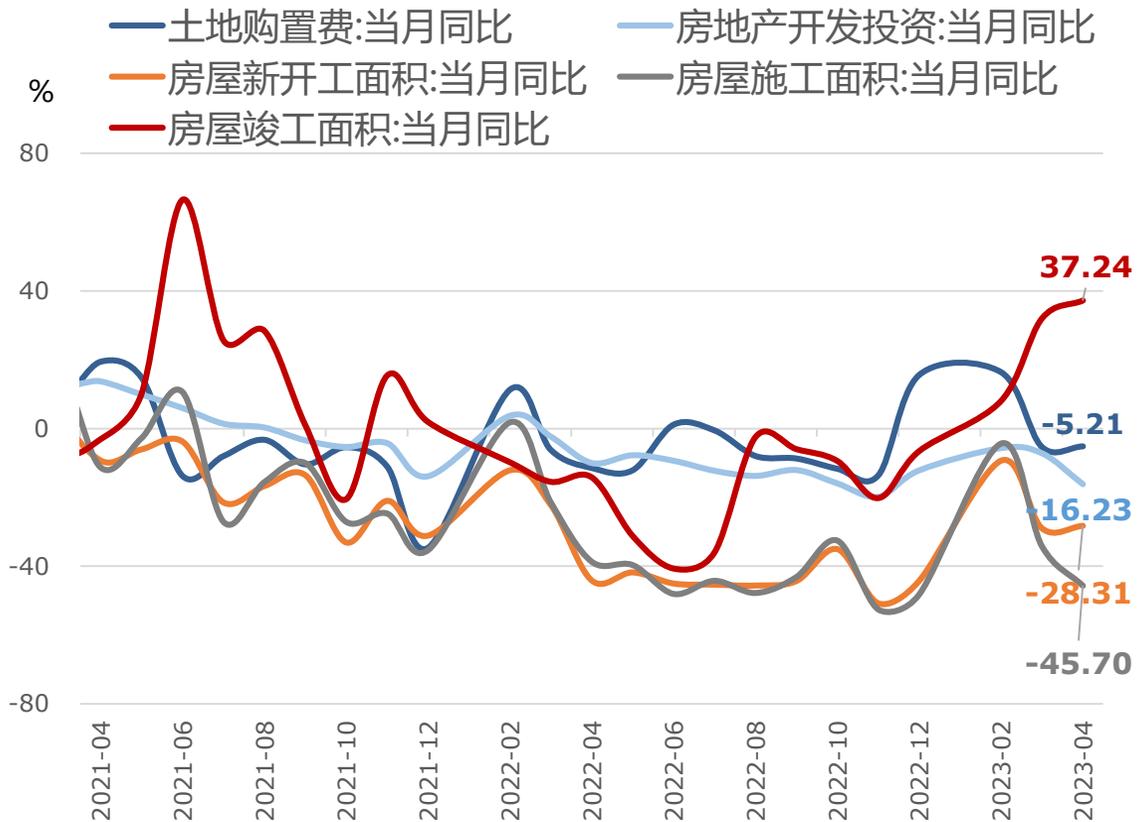
民间投资增速动力不足，自3月起同比增速进入负增长区间



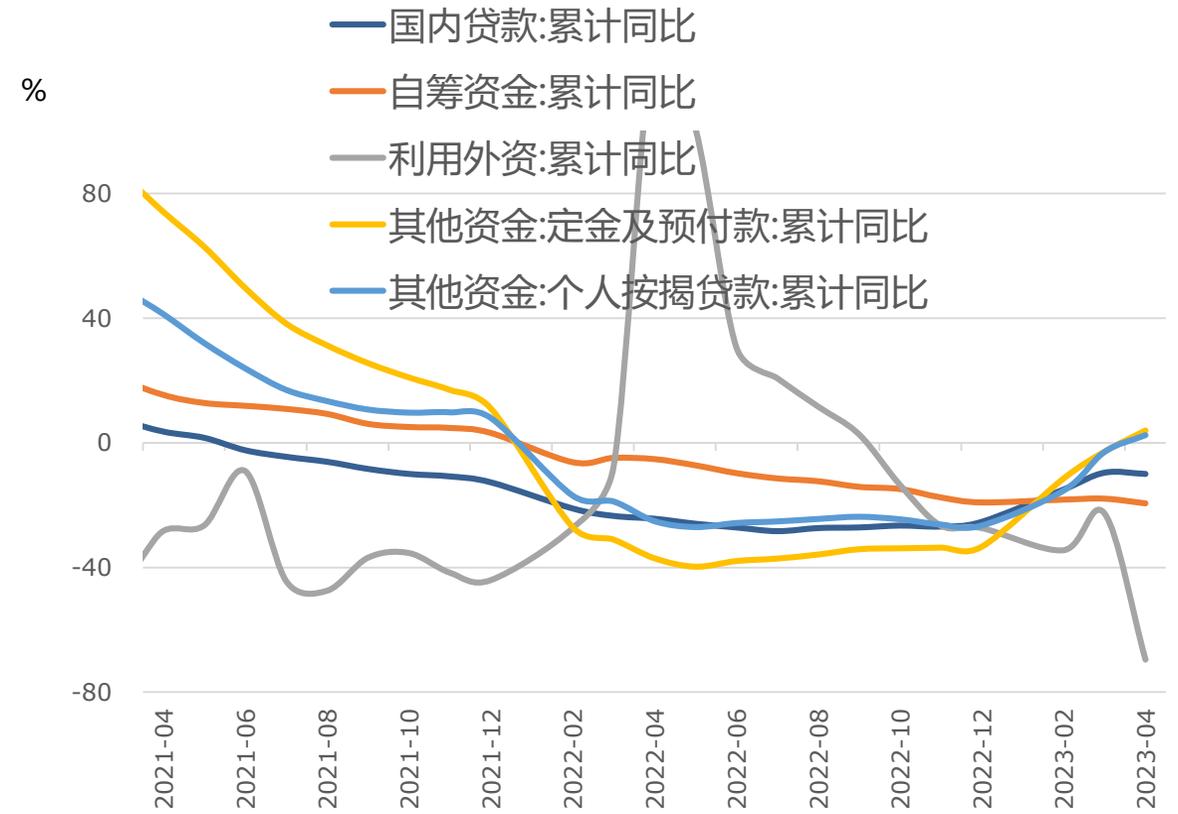
房地产：地产投资拖累加大，房企现金流有待改善

■ 投资端，房地产开发投资同比降幅走阔，新开工、施工面积维持低迷，竣工面积表现较强。销售端，1-4月房地产销售面积累计同比降幅收窄至0.4%，销售额累计同比实现由负转正，但统计口径变更的贡献明显。融资端，个人按揭贷款及定金预付款的累计同比由负转正，但更多受低基数影响下，以两年复合增速观测均降幅走阔，显示需求端仍疲弱

房地产投资及新开工、施工数据走脱，竣工面积维持较强反应



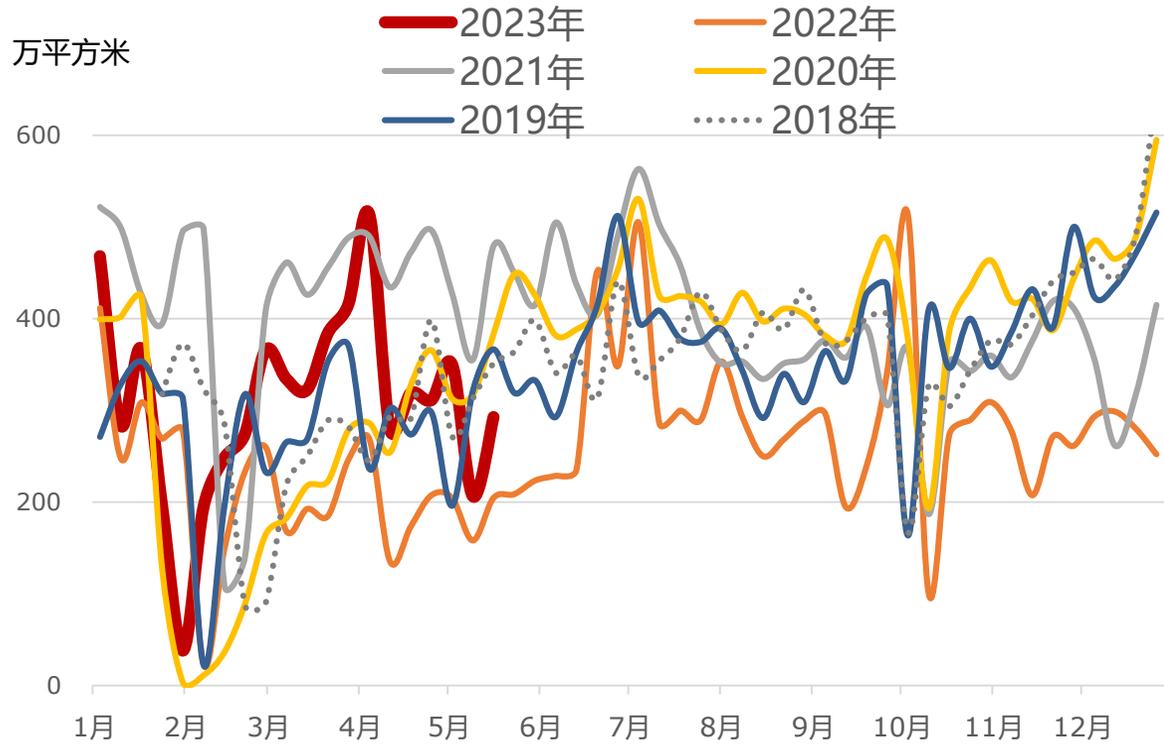
房企资金来源同比回暖主要受基数影响，两年复合增长率均降幅走阔



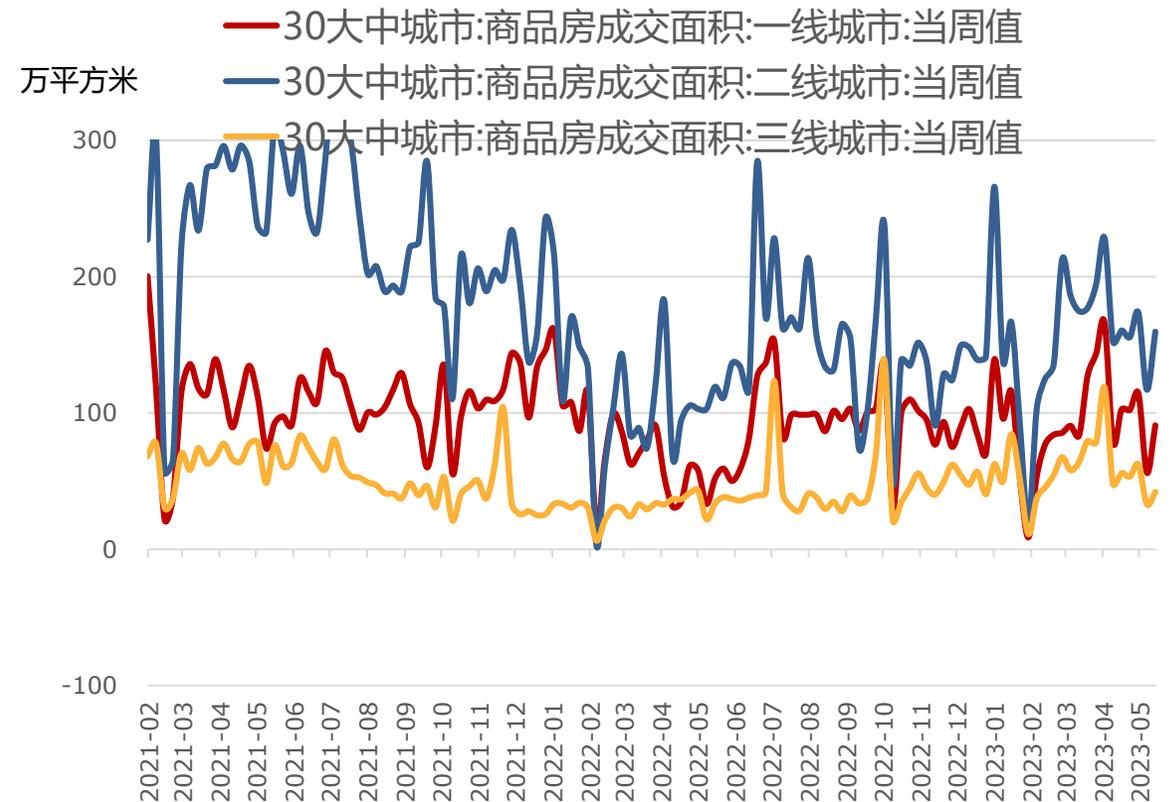
房地产：3月以来商品房成交活跃度有所回落

- 30城商品房成交活跃度自3月以来环比回落。分城市能级看，3月份销售增速由二线城市带动，4月一线城市销售复苏势头开始出现，而5月以来再度转冷

商品房销售活跃度4月显著回落



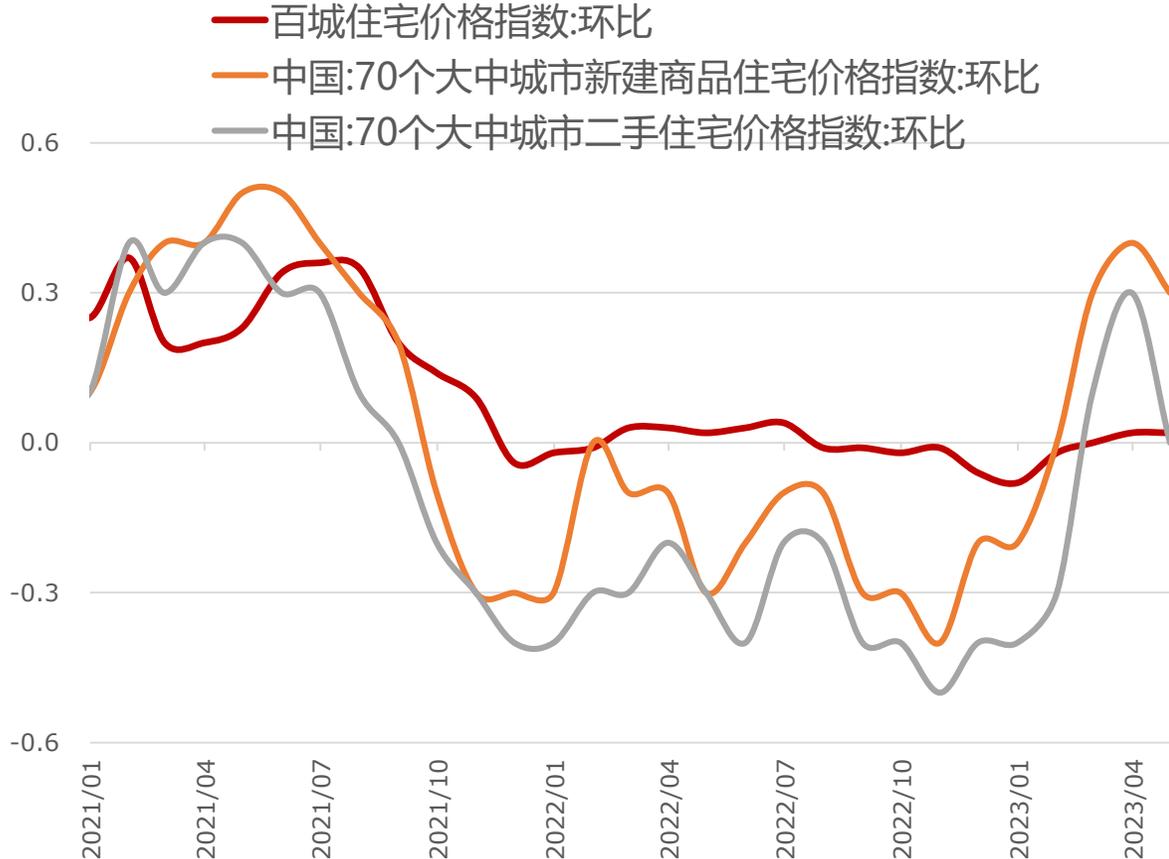
4月一线城市商品房成交有所回暖后在5月降温



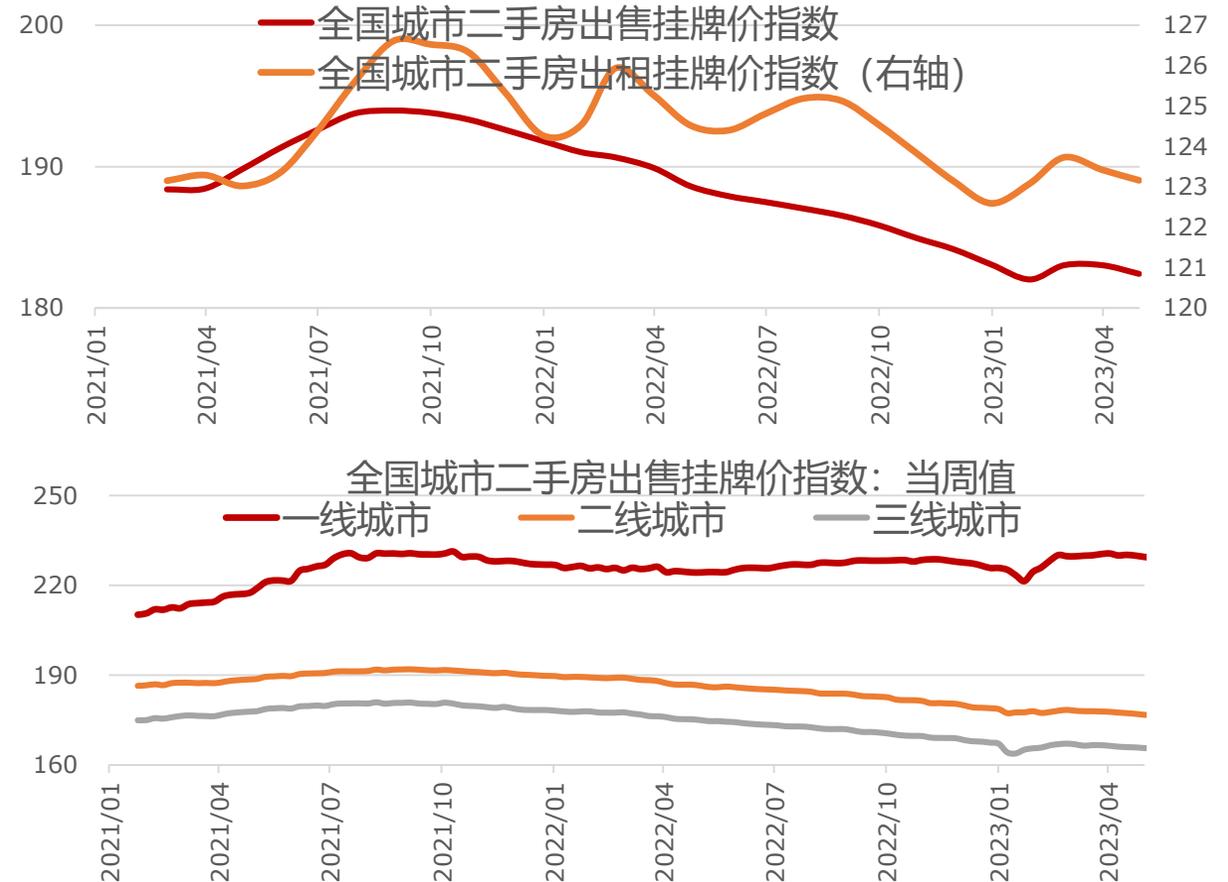
房地产：房价企稳迹象出现，但市场分歧仍在

■ 70大中城市新建商品住宅价格指数和二手住宅价格环比连续三个月为正，但环比上涨的城市个数减少，环比整体涨幅回落，二手住宅价格环比勉强维持0%。从二手房及租赁市场看，3月份以来挂牌指数和挂牌价格指数均环比回落，说明市场主体对于房地产市场的预期尚存在分歧。房地产销售端筑底可能持续一段时间

一手房及二手房价格指数环比连续三个月为正



3月以来二手房及租赁房挂牌价格指数均环比回落



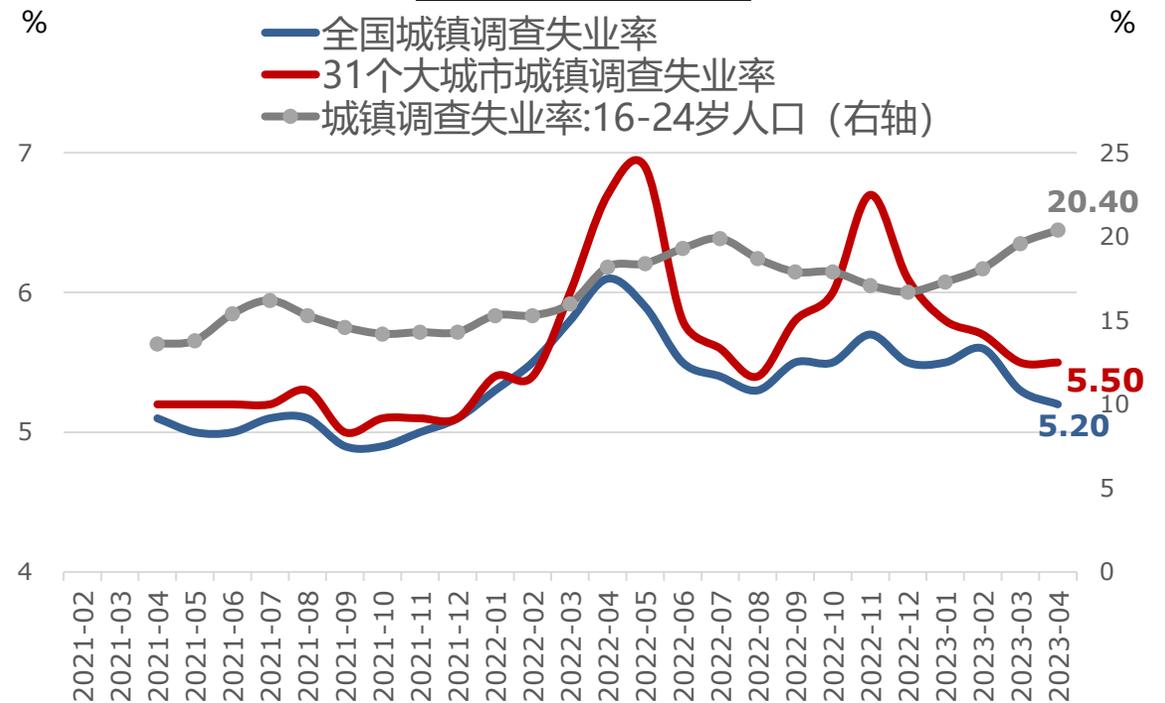
消费：消费复苏斜率放缓，分化持续，青年失业率仍在走高

- 受去年同期低基数作用影响，4月社会消费品零售总额同比增速较前值提升7.8个百分点至18.4%，但低于市场预期。从两年复合增速看，无论是整体数值还是主要分项均出现环比回落。其中餐饮业复苏最为强劲，汽车销售复合增速转弱，家具、建材等地产相关消费品维持低迷
- 消费能力及意愿的边际回暖，短期受“超额储蓄”支撑，而中长期仍有赖于居民就业和收入预期的彻底好转。青年人失业率的继续走高显示消费内生动力隐忧

4月社零同比增速受基数作用大幅上涨，而两年复合增速回落

消费零售增速%		4月同比增速	较前值变化	两年复合增速	较前值变化
必选消费	食品粮油	1	-3.4	5.4	-3
	饮料	-3.4	1.7	1.2	-2.2
	烟酒	14.9	5.9	3.4	-4.7
	服装纺织	32.4	-1.3	1.1	-0.3
	日用品	10.1	-3.9	-0.6	-3.9
可选消费	餐饮	43.8	17.5	5.4	2.7
	化妆品	24.3	14.7	-1.7	-3.1
	金银珠宝	44.7	7.3	3	-3.2
	通讯器材	14.6	12.8	-5.3	-7.8
	汽车	38	26.5	-2.8	-4.4
	家电	4.7	6.1	-1.9	1
	家具	3.4	-0.1	-5.7	-2.9
	建筑材料	-11.2	-6.5	-11.5	-9.3
	整体社零	18.4	7.8	2.6	-0.7

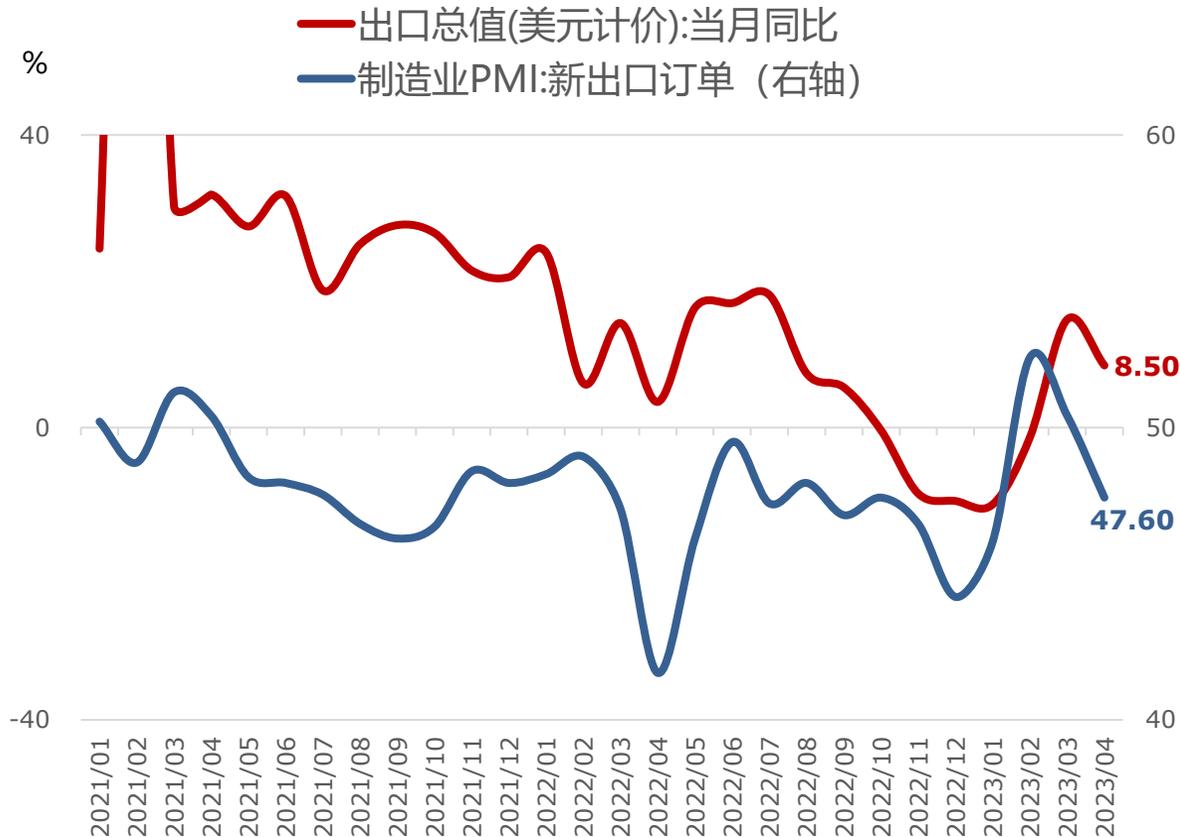
青年失业率继续走高



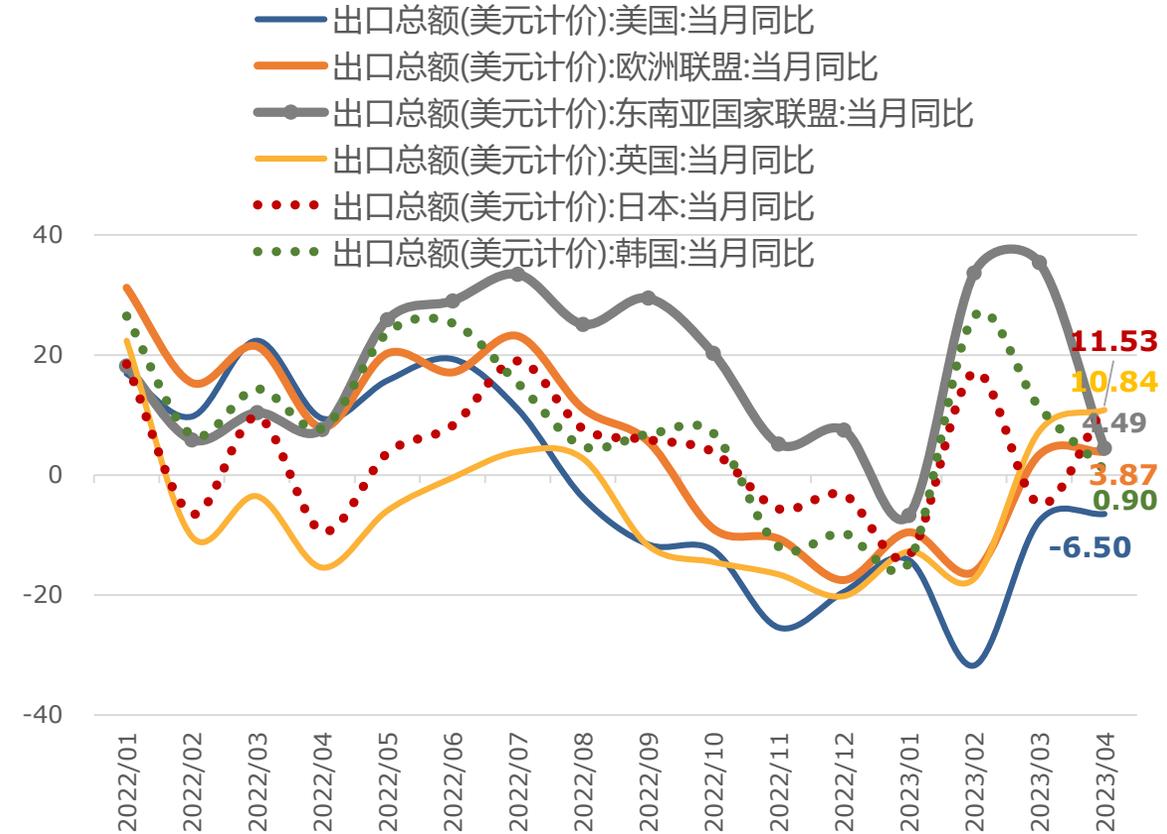
出口：4月出口增速回落但好于预期，低基数支撑显著

■ 4月出口同比增速由前值14.8%回落至8.5%，略好于市场预期，这与PMI新出口订单指数回落趋势一致，同时受去年同期低基数所支撑。分产品看，新能源汽车相关产品领头的机电累计同比增速由负转正，汽车出口维持高增速，而高新技术产品、集成电路出口等降幅虽有所收窄但仍为拖累项。我们认为出口短期企稳，长期仍处下行通道

3\4月PMI新出口订单指数回落，与出口量同比回落相一致



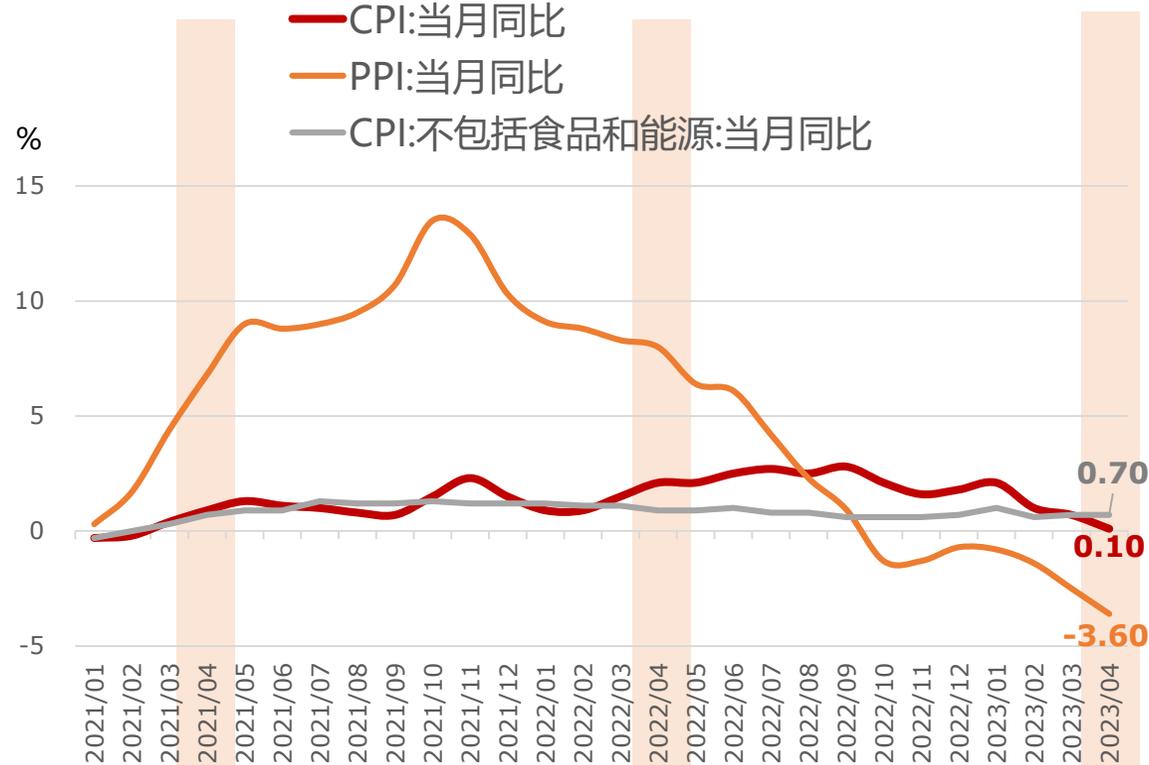
4月对东盟出口当月同比增速出现显著回落，对欧盟及英国出口增速为正，对美国出口增速持续为负



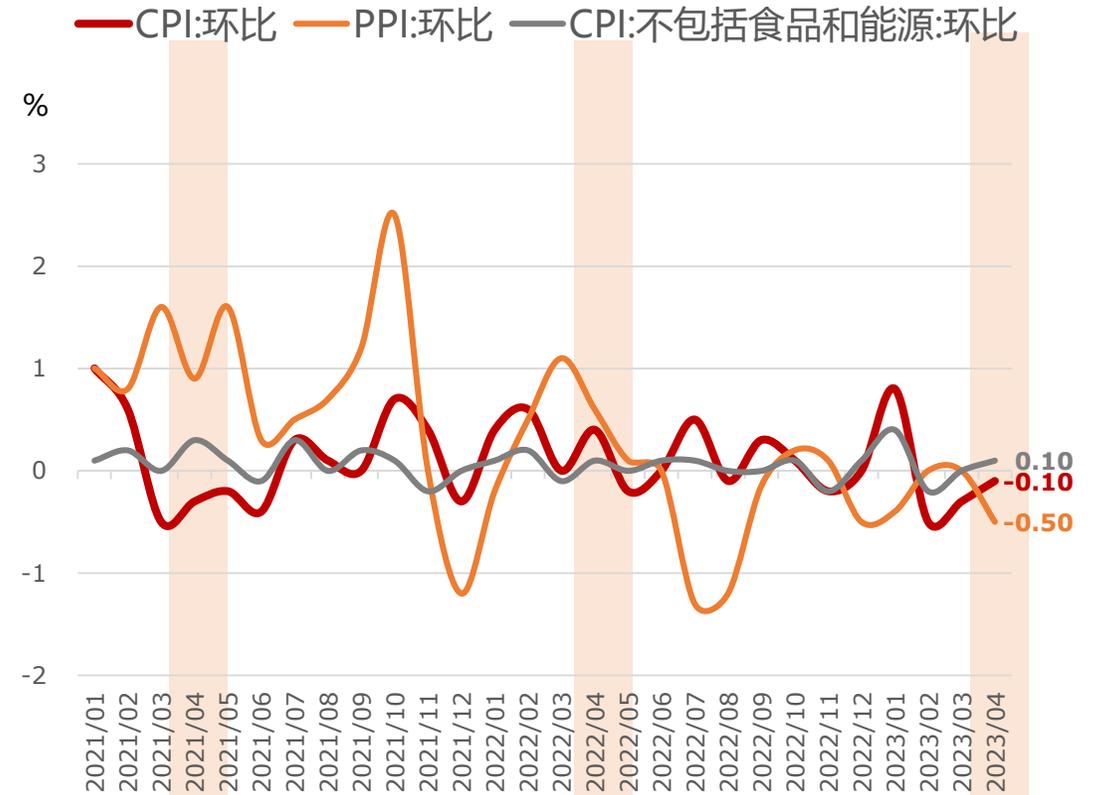
物价：4月通胀水平持续回落

- 4月CPI同比增速由前值0.7%进一步下降至0.1%，环比增速连续三个月为负值，说明内需不足问题仍然突出
- 受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响，PPI环比下降0.5%，同比下降3.6%

4月CPI同比上涨0.1%，同比连续三个月回落，核心CPI同比上涨0.7%，涨幅与上月相同



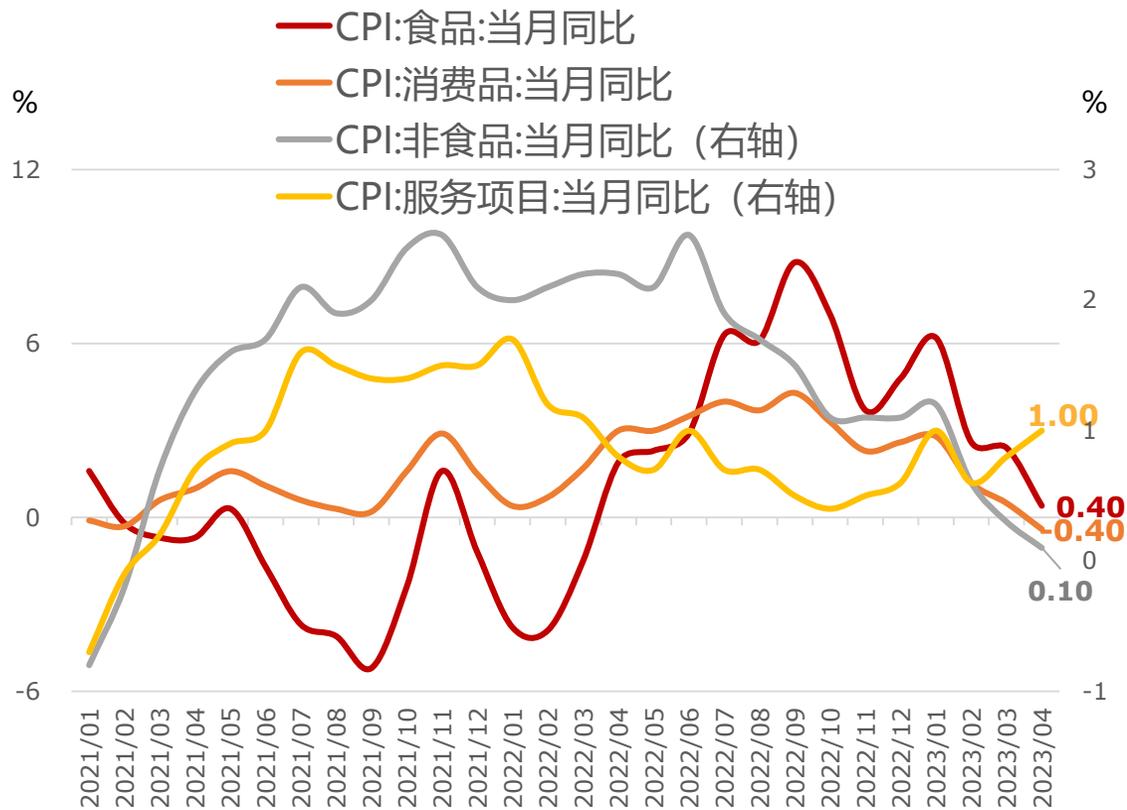
CPI环比连续三个月为负，PPI环比降幅走阔



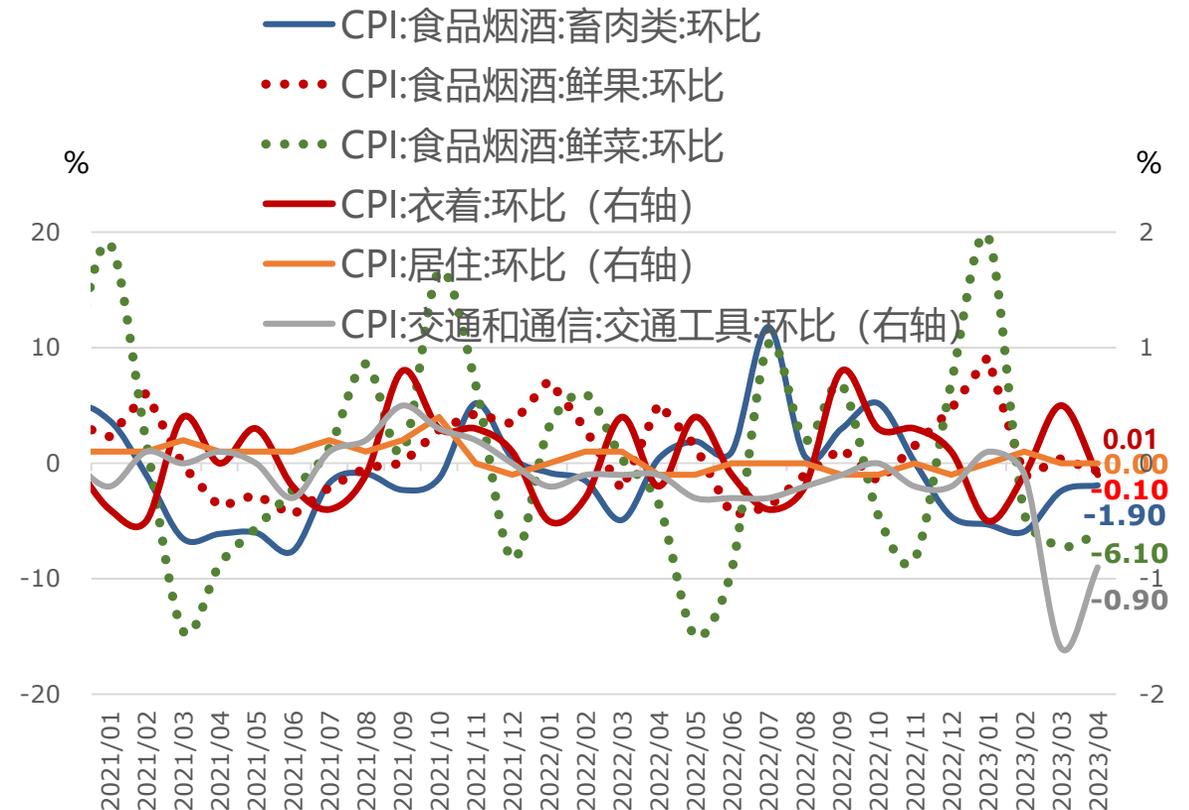
物价：出行相关服务消费一枝独秀，食品及汽车价格继续回落

- 分项看，必需消费受供应影响价格回落，出行相关服务项目价格回暖，而汽车、房租等大额消费品走势相对疲软，说明需求仍相对不足

受去年同期基数较高影响，除服务项目价格同比增速回升外，其余价格同比增速回落。



鲜菜鲜果受天气回暖、供应增加影响价格环比下跌，畜肉类受生猪存栏供应充足和需求淡季影响价格环比降幅扩大。机票、酒店、旅游价格受五一出行支撑有所上涨。汽车打折销售去库存带动交通工具价格继续下行

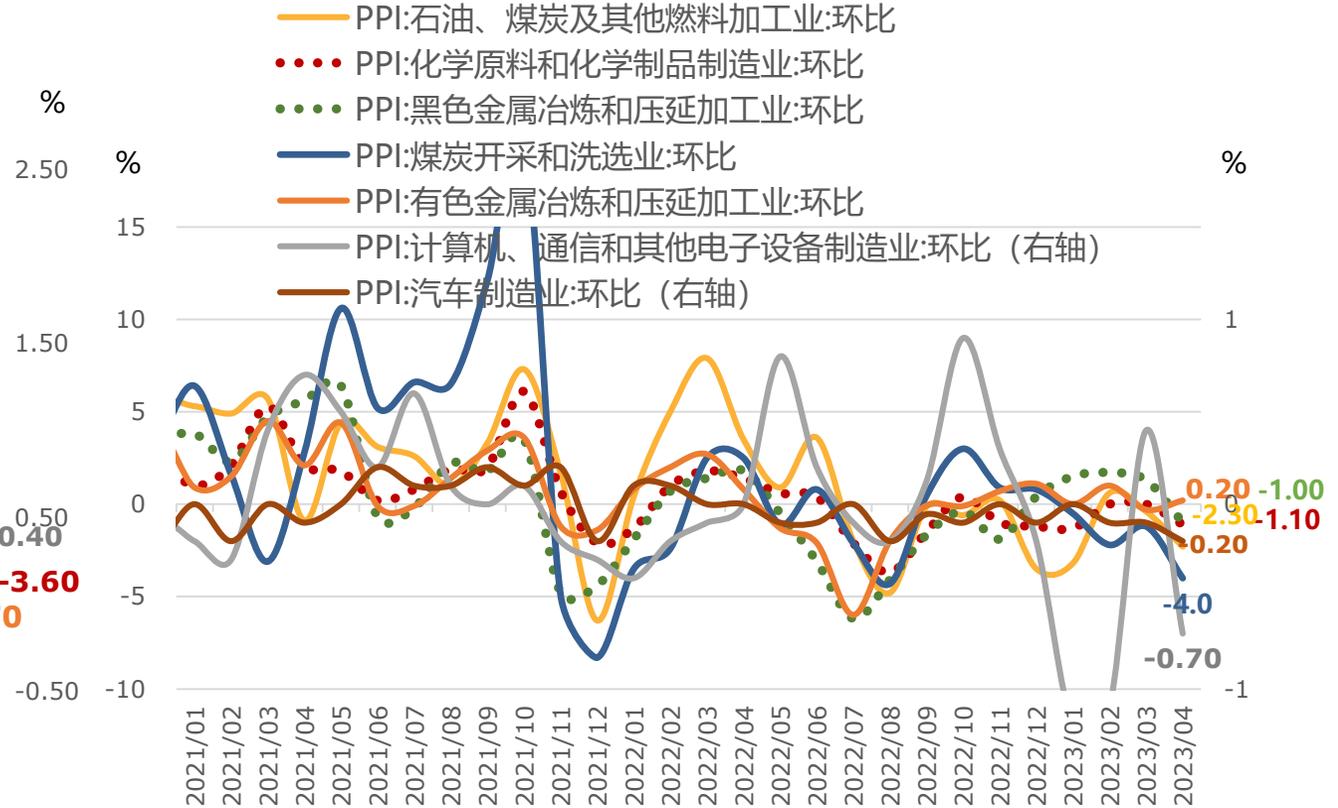
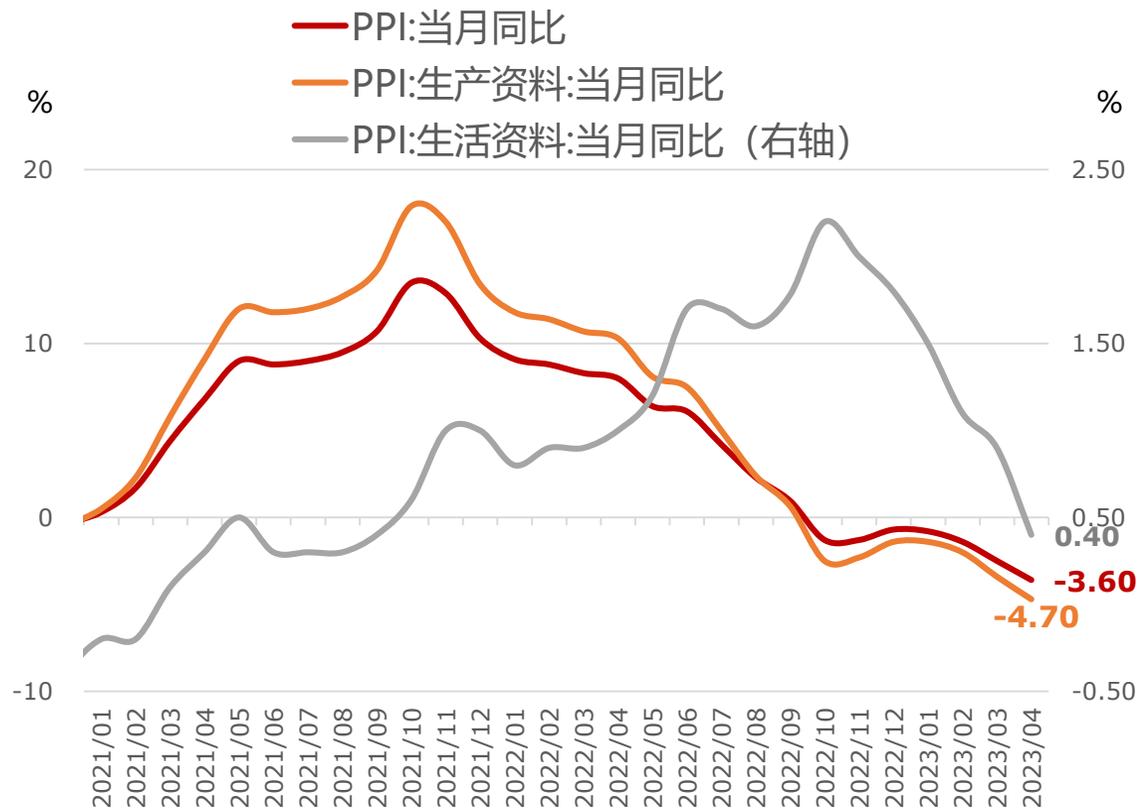


物价：4月PPI环比转负，同比在环比回落及高基础作用下降幅加大

■ 受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响，PPI环比下降0.5%，同比下降3.6%。其中，内需定价的黑色系、煤炭系价格环比走弱，有色系价格环比小幅回暖，汽车价格环比持续为负

PPI当月同比为-3.6%，生产资料同比下降4.7%，生活资料同比上升0.4%

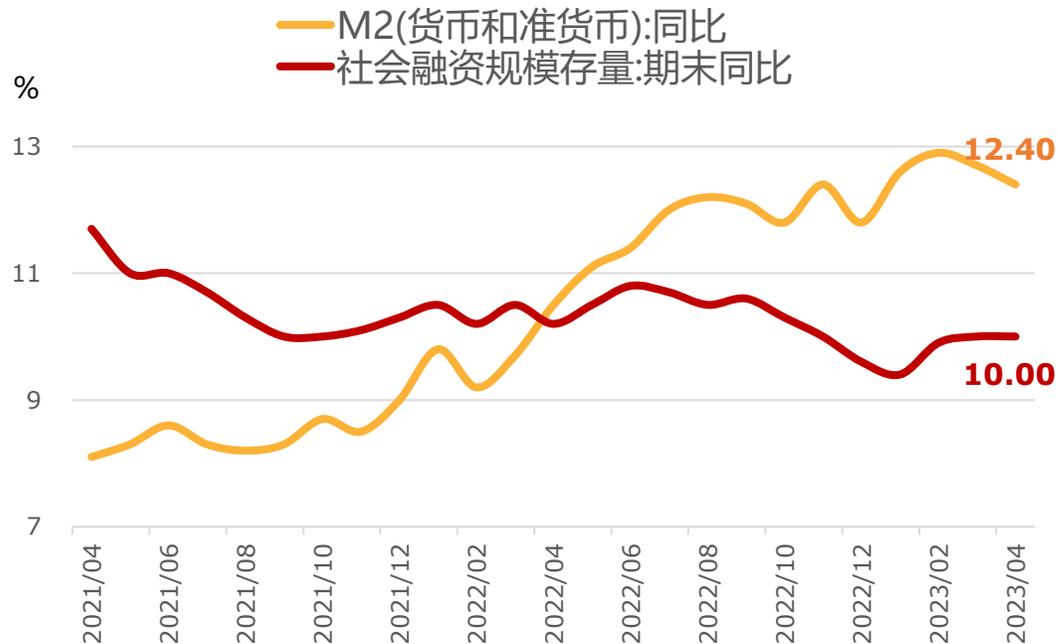
黑色系、煤炭系价格环比走弱，有色系价格环比小幅回暖，汽车价格环比持续为负



社融信贷：4月社融信贷不及预期，居民中长贷款回落

- 4月M2同比增速环比下降0.3个百分点至12.4%，居民存款同比首次少增，一方面是高基数作用，另一方面侧面说明居民收入及就业的好转进程缓慢。M2与社融剪刀差小幅收窄但仍处高位，显示企业投资经营活动有所修复但进程缓慢
- 4月新增社融1.22万亿元，新增人民币贷款7188亿元，均低于预期。其中，新增企业中长期贷款同比多增但环比回落，居民端新增贷款为负，特别是新增居民中长期贷款在同比回升两个月之后再度转负，这既有提前还贷的影响，更说明地产需求修复尚需时日。结合票据利率4月以来回落、新增票据贴现规模由负转正，说明实体经济融资需求环比有所降温

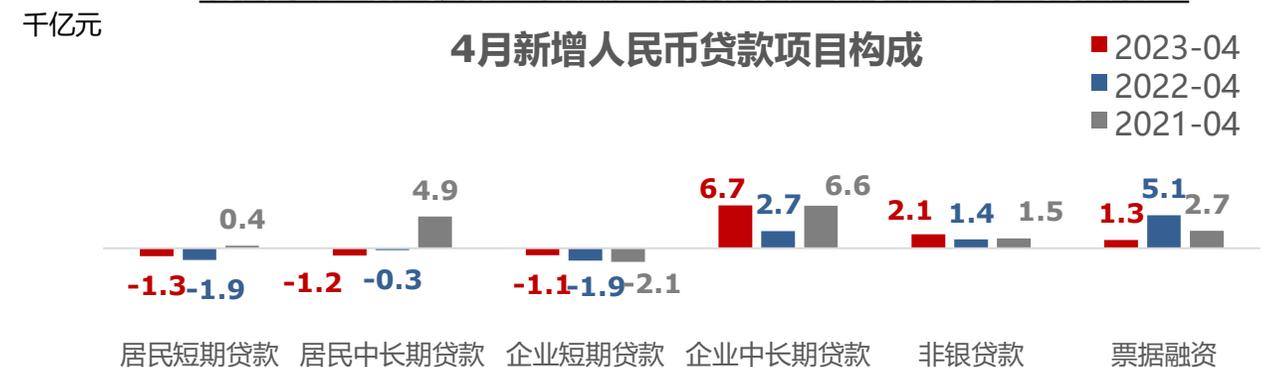
存量社融与M2同比增速剪刀差由3月的-2.7%进一步收窄至-2.4%，实体融资需求有所修复，但仍相对不足



4月新增社融1.22万亿元，新增人民币贷款7188亿元



居民中长期贷款再次转负，票据融资3个月以来首次由负转正



下周大事关注日历

5月22日 星期一	5月23日 星期二	5月24日 星期三	5月25日 星期四	5月26日 星期五	5月27日 星期六	5月28日 星期日
<ul style="list-style-type: none"> 我国5月MLF报价 					<ul style="list-style-type: none"> 我国4月规模以上工业企业利润 	
	<ul style="list-style-type: none"> 欧元区Markit PMI 美国Markit PMI 美国新屋销售数据 		<ul style="list-style-type: none"> 美国一季度GDP数据 	<ul style="list-style-type: none"> 美国4月PCE物价数据 美国4月个人支出数据 美国耐用品订单数据 美国消费者信心指数 		

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。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、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得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。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山分公司 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn