

修复动能放缓

——2023 年 4 月经济数据点评

场景修复和积压需求释放带来的短期提振作用转弱后，4 月经济修复动能放缓，内生增长动能下行。由于去年同期供需两端指标均大幅走弱，今年 4 月各指标的同比增速读数存在低基数影响。从两年平均增速，以及环比增速的季节性分位数来看，在供给端，工业生产动能大幅走弱；在需求端，出口和内需修复的动能均有所回调，其中，固定资产投资增长动能明显转弱，消费增长边际放缓。结构上看，各部门修复冷热不均，“服务业强于制造业、公共部门强于私人部门”的特征仍在持续，疲弱内需影响下，CPI 通胀加速下行，信贷走势转弱。4 月政治局会议强调，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，这将成为未来经济工作的重中之重。

4 月规模以上工业增加值当月同比 5.6%，两年平均 1.3%；社会消费品零售总额当月同比 18.4%，两年平均 2.6%；城镇固定资产投资额累计同比 4.7%，两年平均 5.7%。其中，房地产投资累计同比-6.2%，两年平均-6.1%，全口径基建投资累计同比 9.8%，两年平均 9.0%，制造业投资累计同比 6.4%，两年平均 9.3%。

一、供给：生产修复放缓，就业持续改善

（1）工业与服务业生产：修复受限

4 月工业生产修复显著放缓。规上工业增加值同比增长 5.6%，显著低于市场预期的 9.7%，两年平均增速为 1.3%，较上月下降 3.1pct，季调环比增速由正转负，较上月下降 0.75pct 至-0.47%。近十年以来，仅有 2020 年 1-2 月和 2022 年 11 月出现环比负增长。工业生产放缓受到以下几个方面的影响。一是今年一季度供给的修复总体好于需求，需求不足抑制生产进一步扩张；二是工业企业仍在主动去库存，生产意愿不足；三是工业产品价格持续下降，工业企业利润大幅下滑，企业生产能



力承压。分三大门类看，上游采矿业，中游制造业、下游电热燃水生产供应业生产动能全部趋弱，两年平均增速分别下降 1.8pct、3.5pct 和 1.8pct 至 4.6%、0.8%和 3.1%。

分行业看，观察两年平均增速，装备制造业增长 2.0%，较全部规上工业增速高出 0.7pct，是本月工业生产的重要支撑，但环比动能趋弱。其中，汽车制造业、电气机械制造业、和计算机、通信和其他电子设备制造业增速分别下降 6.7pct、4.5pct、3.4pct 至-0.7%、9.2%和 3.3%。高技术产业生产放缓 4.2pct 至 3.2%，但多晶硅、服务机器人等高技术产品在高速增长。

4 月服务业生产动能也有所放缓，但好于工业生产。服务业生产指数同比增长 13.5%，两年平均增速小幅下行 0.8pct 至 3.2%。前期受压制的服务需求持续释放，接触型聚集型服务业生产加速回升，其中住宿餐饮、批发零售、交通运输等行业生产快于整体服务业；出行类服务业如铁路、航空运输，住宿，电信广播电视及卫星传输服务，文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60%以上高位景气区间。

前瞻地看，生产修复斜率仍取决于需求和预期的改善。短期内工业生产修复或仍受供需因素的制约，服务业生产动能或稳中有进。

（2）就业：重点群体修复不均

4 月我国总体就业形势顺季节性进一步改善，城镇调查失业率较 3 月下降 0.1pct 至 5.2%，但与疫前同期水平相比仍然略高，且环比下行幅度略弱于疫前同期的 0.2pct。两大重点群体就业修复分化。一方面，青年就业压力随高校毕业季到来而持续上升，16-24 岁城镇青年失业率将继续上升 0.8pct 至 20.4%，超过 2022 年 7 月的峰值（19.9%）。另一方面，农民工就业持续修复。4 月外来农业户籍人口失业率较 3 月下降 0.2pct 至 5.1%，持平于 2021 年同期水平。失业率下行或源于就业市场用工需求上升。今年以来，随着经济活动正常化，劳动参与率持续回升，劳动力市场供给增加，例如，一季度外出农民工人数向趋势水平大幅收

敛；而劳动力需求或主要来自吸纳就业弹性较大的服务业，以及建筑业、交通运输仓储业等行业的修复。

前瞻地看，二季度经济修复动能边际放缓，但由于企业用工行为领先于经济周期，以及服务业吸纳就业的弹性较大，总体就业形势有望稳中向好，但结构上，随着毕业季临近，青年摩擦性失业或将加剧。

二、固定资产投资：动能显著放缓

4 月全国城镇固定资产投资修复动能明显放缓，按可比口径计算的单月同比增速下行 1.1pct 至 3.6%，两年平均增速下行 3.5pct 至 2.2%，季调后环比-0.64%，显著弱于除 2022 年外的往年同期环比增速，且连续第二个月环比收缩，拖累 1-4 月累计同比增速较 1-3 月下行 0.4pct 至 4.7%，为 2021 年 2 月以来最低增速，两年平均增速下行 1.4pct 至 5.7%。其中，房地产投资再度加速下滑，对总投资拖累加剧；基建和制造业投资动能有所放缓，对总投资的支撑有所减弱。

（1）房地产：销售弱化，投资放缓

4 月房地产销售修复遇阻，区域分化加剧。受低基数影响，商品房销售面积和销售金额同比增速分别较 3 月上行 5.4pct、19.2pct 至 5.5%、28%，但两年平均增速分别较 3 月再度下行 15.8pct、10.9pct 至-26.7%、-22.3%。30 个大中城市商品房成交面积环比超季节性下降 24.8%，时隔三个月再度转负，二、三线城市较一线城市商品房销售面积降幅更大。

房地产投资降幅持续走阔，4 月同比增速较 3 月下行 1.4pct 至-7.3%，拖累累计同比增速下行 0.4pct 至-6.2%。由于去年同期基数走低，且统计局近期对基数进行了修订，从两年平均增速来看房地产投资收缩更大，4 月较 3 月下行 8.4pct 至-13.2%。一方面，房企新开工、施工和竣工面积环比均大幅收缩 30%以上，建安投资或仍未明显改善。其中，存量和增量施工项目表现分化，竣工面积两年平均增速上行 2.9pct 至 8.5%，但新开工和施工面积降幅分别扩张 11.0pct、14.2pct 至-36.7%、-42.3%。另一方面，4 月 100 大中城市成交土地数量和占地面积同比增速均较 3



月大幅下降，土地购置费或延续收缩。

由于商品房销售偏弱和房企信用持续承压，房地产开发资金修复放缓。4 月房企到位资金同比增速较 3 月小幅上行 0.4pct 至 3.4%，两年平均降幅扩大 8.4pct 至 -19.4%。一方面，住户端资金来源受商品房销售走弱影响，单月金额环比下降，拖累到位资金两年平均增速 -11.1pct。其中，个人按揭贷款两年平均增速较 3 月大幅下行 12.9pct 至 -16.2%。另一方面，房企信用压力未明显缓解，国内贷款和自筹资金单月金额环比持续下降，两年平均增速大幅下行 6.9pct、7.8pct 至 -20.6%、-18%。

前瞻地看，由于前期积压需求释放已基本完成，居民信心仍然不足，房地产销售或维持弱修复。由于房企土地购置、新开工等增量行为仍然低迷，房地产投资修复或仍受制约。但去年同期基数逐渐走低，或对 5 月房地产相关指标同比增速形成支撑。

（2）基建：边际下行，整体稳健

4 月基建投资增速边际下行。全口径基建投资同比增长 7.9%，增速较上月下降 2.0pct，连续两个月下行，拖累累计同比增速下降 1.0pct 至 9.8%。从两年平均增速看，基建投资增速下降 4.7pct 至 6.1%，三大行业增速均有所放缓。其中，电热燃水业增长最快，增速达 18.6%，但较上月下降 2.2pct；交运仓邮业和水环公共业增速分别下降 1.5pct 和 1.6pct 至 7.7%和 6.3%。

从资金端来看，一方面新增专项债发行提速，4 月新增专项债发行 3,468 亿元，创历史同期最高；累计发行进度达 41.8%，同为历史新高。另一方面，金融数据显示 4 月基建信贷需求有所回落。从高频数据来看，4 月水泥发运率、螺纹钢开工率、石油沥青装置开工率环比继续抬升，动工加快，实物工作量加速完成。

前瞻地看，基建投资有望稳健增长，增速或边际放缓。支撑因素在于财政前置发力，银行信贷支持，政策性开发性金融工具持续撬动社会配套融资且有望新增投放。制约因素在于地方政府财政收支趋紧，债务



付息压力加大。

（3）制造业：增速放缓，结构分化

制造业投资增速放缓，当月同比增速为 5.3%，较上月下降 0.9pct，是 2020 年 11 月以来的最低增速；累计同比增速小幅下降 0.6pct 至 6.4%，制造业投资累计增速已自去年 9 月高点回落 3.7pct。从两年平均增速看，制造业投资增速下降 3.2pct 至 5.8%。从结构上看，高技术制造业投资两年平均累计增速下降 3.2pct 至 20.5%。中游装备制造业投资维持高速增长，但各行业增速均有不同程度下降，其中电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业投资两年平均累计增速分别下降 3.3pct、2.9pct 和 1.3pct 至 39.3%、18.1%和 14.4%。

前瞻地看，今年制造业投资有望稳健增长。政策托举下，制造业产业升级、技术进步、补链强链将持续进行，重点关注数字经济，新能源，“双碳”，以及设备更新带动的行业链条。但外需结构调整，企业主动去库存，利润大幅收缩以及房地产市场低迷仍将对制造业投资增长形成一定制约。

三、消费：复苏动能边际放缓

经济活动持续正常化叠加基数效应，4 月消费同比增速再创新高。社会消费品零售总额当月同比增长 18.4%，较上月大幅提升 7.8pct，但两年平均增速较 3 月下行 0.7pct 至 2.6%，低于 2021 年 4 月单月增速 1.5pct，环比增速显著弱于季节性，复苏动能连续第二个月放缓。

从消费主体看，4 月限额以上单位社零同比增速提升 8.9pct 至 19%，高于整体水平，反映限额以上单位修复进程相对较快。按消费类型看，商品和服务消费同比增速持续大幅提升，服务消费增幅更大。4 月商品消费同比增速提升 6.8pct 至 15.9%，两年平均增速下行 1.0pct 至 2.3%，低于 2021 年 4 月单月增速 2.1pct，复苏动能趋弱。分商品类别看，必选消费品增速回落，可选消费品修复分化。受场景修复推动的出行类、社交类消费，如服装鞋帽、化妆品、金银珠宝和石油类消费持续高增。



受政策推动的汽车消费是 4 月社零高增最大的支撑项。降价、车展等各类促销活动影响，叠加去年同期低基数，汽车消费同比增速较 3 月大幅提升 26.5pct 至 38%，连续第二个月为正。受收入修复推动的大宗耐用品类消费修复尚不充分。其中，地产相关消费品是 4 月社零的拖累项。在去年的低基数下，建材同比大幅下降 11.2%，家电、家具类消费小幅增长，增速分别为 4.7%、3.4%。服务方面，餐饮服务消费复苏动能持续增强，4 月同比增速大幅提升 17.5pct 至 43.8%，两年平均增速提升 2.6pct 至 5.4%，大幅高于 2021 年 4 月单月增速 3.9pct。

前瞻地看，经济活动持续正常化以及节假日消费等季节性因素将继续推动我国消费复苏。5 月社零或在去年同期低基数影响下维持高增，两年复合增速或将继续上行，并高于 2021 年同期。

四、前瞻：内生动能有待增强

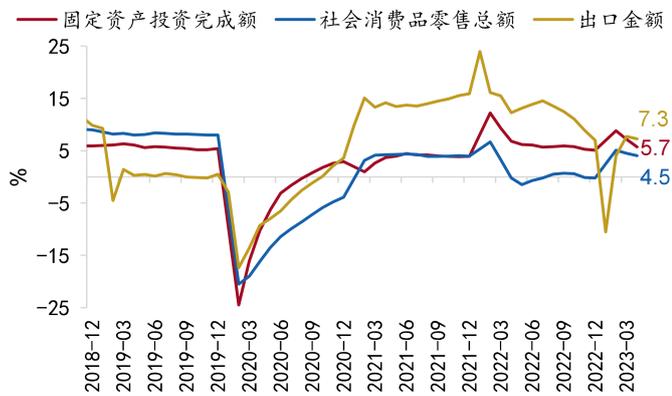
在去年同期低基数的影响下，4 月经济指标同比高增，但供需两端修复动能显著放缓，私人部门消费和投资仍弱。前瞻地看，短期内需求不足仍将制约供需两端修复，但包括服务业，汽车制造业以及部分高技术制造业行业仍存亮点，高景气行业也有望带动产业链上下游和就业市场持续改善，进而促进预期进一步好转、推动内生动能逐步增强。二季度我国 GDP 增速大概率将在低基数下实现较高增长。

（评论员：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）

附录:

图 1: 三驾马车修复放缓

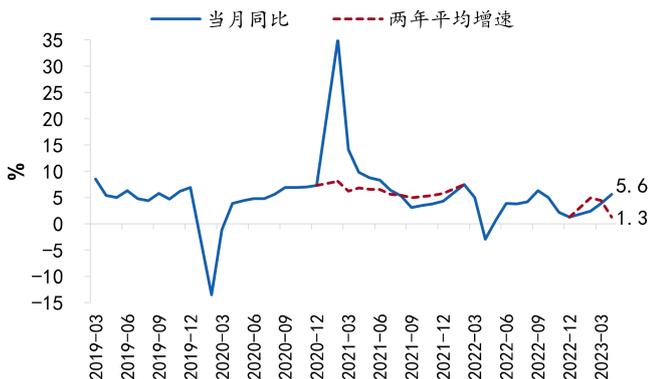
投资、消费和出口累计同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院
注: 2021、2023 年各月为两年平均增速

图 3: 工业生产修复大幅放缓

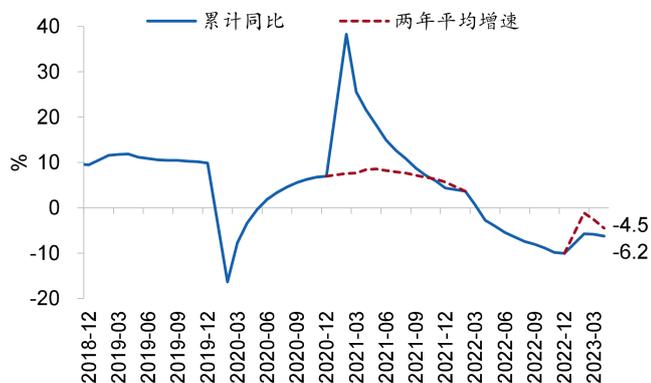
工业增加值增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院
注: 2021、2023 年各月为两年平均增速

图 5: 房地产投资降幅走阔

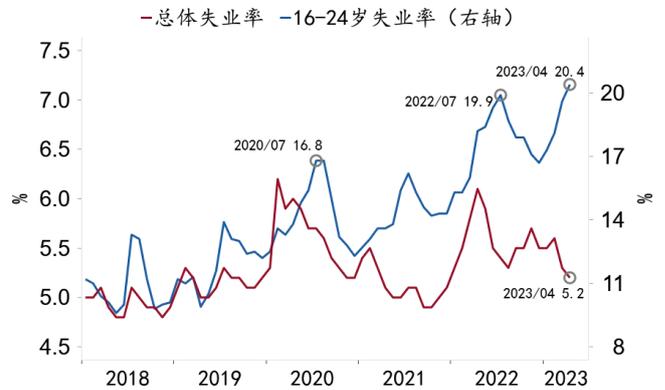
房地产投资累计同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院
注: 2021、2023 年各月为两年平均增速

图 2: 总体失业率回落但青年失业率继续上行

全国城镇调查失业率



资料来源: Macrobid, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产在低基数下高增长

服务业生产增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院
注: 2021、2023 年各月为两年平均增速

图 6: 房地产销售在低基数下高增长, 动能放缓

商品房销售同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 7: 基建投资增速边际下行



图 8: 三大行业投资增速分化

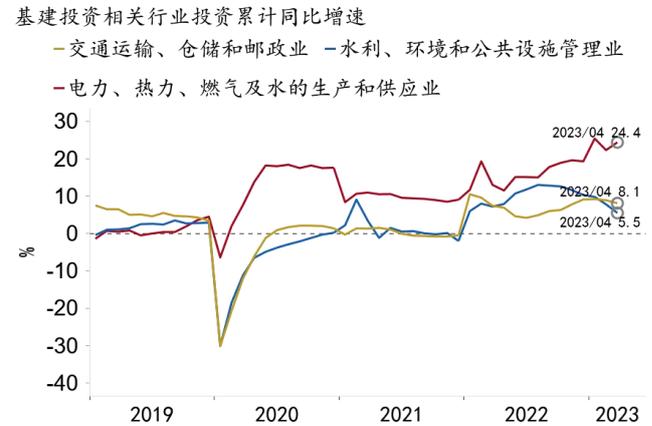


图 9: 制造业投资增速持续放缓



图 10: 高技术制造业增速边际上升



图 11: 商品和餐饮消费增长分化

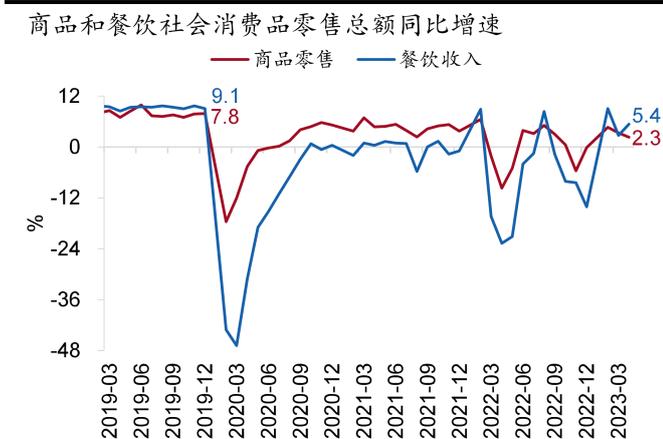


图 12: 必选、可选消费品增速分化

