



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《4月经济热度有所回落，二季度是全年稳的关键窗口期》 - 2023.04.24

中共中央政治局会议点评

内生动力不足，不宜单靠自我修复

● 核心观点

中共中央政治局4月28日召开会议，在中央经济工作会议的基础上，结合一季度经济成绩单，对经济政策作出新的部署。研读会议通稿，我们有三点理解：第一，2023年以来，向常态化恢复的积压式需求推动经济回升向好，但是内生动力不强。第二，要推动经济持续好转，需要有形的手与无形的手结合起来。第三，今年稳增长的重点是就业。对于市场，今年可在两个方向切换，当对于顺周期信心不足时，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向；而当外力加持效果显现时，则关注顺周期行业，尤其是产业链链主的“中”字头企业。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中共中央政治局4月28日召开会议，在中央经济工作会议的基础上，结合一季度经济成绩单，对经济政策作出新的部署。研读会议通稿，我们有三点理解：

第一，2023年以来，向常态化恢复的积压式需求推动经济回升向好，但是内生动力不强。会议提到，“三重压力”得到缓解、经济增长好于预期、经济发展回升向好，肯定了2023年的经济开局。那么经济回升向好的动力是什么？“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”，也就是说经济复苏的动力来自回归常态化的弹性，内生动力不强。明确了动力，就要问这种动力是一次性脉冲式的？还是具有较好的持续性？

从4月经济运行状况来看，当前经济好转的持续性是不足的。4月中采制造业PMI降至49.2%，在一季度持续在扩张区间运行后回落至荣枯线以下。作为环比指标，在3月高读数的基础上回落实属正常，但是4月较3月下滑2.7个百分点，明显超出了历史同期的下滑幅度，反映经济景气的上行动能显著弱化。制造业PMI的五个构成分项全面回落，尤其是新订单分项大幅下降4.8个百分点，在去年12月以后再度回落至荣枯线以下，从业人员分项亦小幅下行，劳动力市场压力增加今年尤为值得关注，PMI所反映的整体情况与本次会议提及的需求不足互相印证。也与4月中观行业数据一致。

类比2020年以来恢复性增长的历史经验，同样呈现一次性脉冲式增长的特征。2020年4月，经济在疫情防控向好的背景下开始恢复，剔除3月自超低基数的反弹，4月以后中采制造业PMI持续在荣枯线以上运行，直至2021年8月。**这段时期经济复苏强度和持续性均较好，原因在于房地产市场接力提振经济复苏。**2020年商品房销售面积实现2.6%的增长，快于2018年的1.3%、2019年的-0.1%，2021年前三季度增速达到11.3%；2020年房地产开发投资增长7%，2021年前三季度增长8.8%。如果剔除掉房地产市场的支撑，可以结合2021年年中、2022年年中经济走势，能更加清晰观察到经济恢复性增长的特征。

——2021年7月本土疫情冲击再次扩大，社会消费品零售额同比增速在7月、8月显著放缓，中采制造业PMI亦持续下滑；进入9月，伴随形势缓和，社会消费品零售额同比增速连续两个月小幅回升，之后再度转降，即使剔除基数抬升影响看两年平均增速，社会消费品零售额增速同样仅在9月、10月两个月上

行，此后再度放缓。而中采制造业 PMI 则在 9 月、10 月延续了 7 月的放缓走势，并未出现反弹。可以说这一时期经济恢复性增长动力和持续性均较弱。

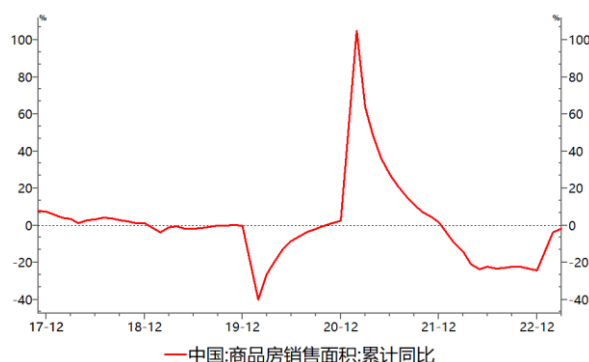
——2022 年 6 月，社会消费品零售额同比在连续三个月负增后回正，经济在经历疫情冲击后进入恢复性增长期，6 月中采制造业 PMI、非制造业商务活动指数分别升至 50.2%、54.7%。7 月房地产风险事件开始发酵，经济恢复动能转弱，当月商品房销售面积同比降幅扩大至-28%，中采制造业 PMI 大幅下降至 49%，短暂扩张后即回到收缩区间。经济恢复性增长的动能被房地产风险事件打断，亦反映这种动力较弱。

图表1：社会消费品零售额同比



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：商品房销售面积同比



资料来源：Wind，中邮证券研究所

同时,4月不同类型企业景气度普遍下行,大、中、小型企业 PMI 分别为 49.3%、49.2%和 49.0%, 低于上月 4.3、1.1 和 1.4 个百分点。值得关注的是,大型企业 PMI 再次回落至荣枯线以下,此前仅在 2012 年 8 月、2020 年 2 月、2022 年 4 月以及 11 月、12 月出现过,其所在年份,经济增长均相对较弱。当然,这其中不乏基数影响,但此种程度的回落也表明,企业经营行为的回暖,其持续性不佳。究其原因来看,据国家统计局,4 月份,基础原材料行业市场需求明显收缩,由于房地产行业仍处于调整阶段,地方债发行量环比下降对基建项目推进有所影响,以及传统消费淡季来临,带动钢材、煤等基础原材料需求下滑,基础原材料行业新订单指数低于 46%,较上月下降超过 6 个百分点。装备制造业由于产品出口明显下滑,市场需求增速整体有所放缓,装备制造业新订单指数较上月下降超过 4

个百分点。基础原材料行业、装备制造业企业规模普遍较大，因此房地产市场调整、叠加外需疲软可能是4月大型企业景气度下滑的重要原因。

再从五一期间消费数据观察，中国旅游研究院院长戴斌表示，今年“五一”假期旅游人次预计达24000万人次，将恢复到2019年同期水平的104%。从旅游收入上看，预计会创造1200亿元以上的旅游收入，恢复到2019年的83%以上。这表明，虽然旅游人次恢复程度较好，但旅游收入仍然低于2019年水平，亦反映经济内生动力不足。

图表3：制造业 PMI



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：大型企业 PMI



资料来源：Wind，中邮证券研究所

第二，要推动经济持续好转，需要有形的手与无形的手结合起来。会议对于下一阶段政策目标的部署关键词是“持续”，在经济实现良好开局后，“统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”。要实现经济持续回升向好，“恢复和扩大需求”是关键所在。那么问题是，单纯寄希望与市场无形的手？还是结合政府有形的手？从一季度经济与2019年差距来看，房地产市场与消费无疑是恢复空间最大动力及潜力。房地产市场的周期性和结构性特征，决定了宏观政策对于其平稳健康发展的重要性。而要扩大消费，关键在增加居民收入，本次会议亦提到，要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，与中央经济工作会议部署相同。但是，居民收入不会自动增加，需要经济增长来带动，而经济增长的六成动能又来自消费扩张。这就形成了因果的无效循环，亦或形成了经济增长缓慢——居民收入增长缓慢——消费增长乏力的负反馈。要打破这种负反馈，就需要外力即政策介入，以投资率先发力推动经济增长，进

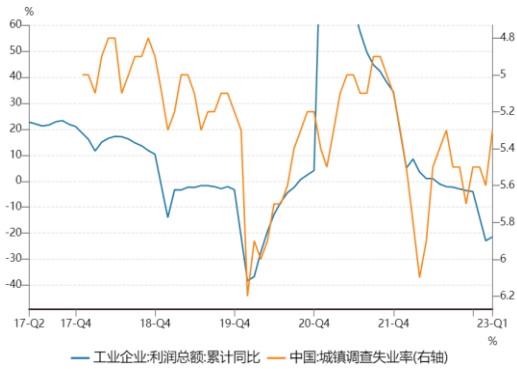
而改善居民就业状况，推动居民收入增长，启动消费动能。这是一个简而易见的逻辑。而其对应的目标并非简单的 GDP 增速，而是就业。所以政策外力启动与否，就看目标为何。

本次会议提到，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，“要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”，这是一个进可攻、退可守的表述，起码打消了政策转向收敛的猜测。

如果是进，对于政府这只有形的手，具体抓手是投资+消费。对于房地产市场，根据克尔瑞统计，4月重点30城成交环比回落，绝对量与2月成交基本持平，TOP100房企4月单月业绩环比降低14.4%，前期房地产市场少有的转暖的部分也出现降温，房地产市场“防风险”目标难言完成，且销售带动投资有退坡风险，参考2022年的情形，不能说LPR没有调整的可能。而根据目前地方财政的收支压力情况，依然不排除再次启动特别国债的可能。

第三，今年稳增长的重点是就业。3月全国城镇调查失业率为5.3%，虽然较上月下降0.3个百分点，但仍处2019年以前波动区间的上沿，同时16-24岁劳动力调查失业率为19.6%，较2月上升1.5个百分点，升幅超过历史季节性，4月PMI从业人员分项下行，劳动力市场压力大。要改善就业，就需要企业扩大招聘，而这是建立在企业盈利改善、产品服务供不应求的基础之上。一季度，规模以上工业企业利润总额同比下降21.4%，虽然较前两个月降幅收窄，但是对比2022年全年下降4%，工业企业利润降幅仍然较大，企业亏损面、亏损额仍较高。**历史经验来看，工业企业盈利与城镇调查失业率存在较强的相关性，当前企业经营压力大制约了内生性就业改善的空间。**

本次会议亦对于稳就业做出了部署，提到，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。4月26日国务院办公厅就已发布《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》，从扩大就业容量、促进高校毕业生等青年就业创业、帮扶兜牢民生底线以及加强组织实施等方面提出15条措施。具体到拓宽就业渠道，提到支持国有企业扩大招聘规模、实施2023年百万就业见习岗位募集计划等措施。可见提升就业的紧迫性。

图表5：企业盈利与城镇调查失业率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：16-24岁劳动力调查失业率


资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上,当前经济复苏的动力来自回归常态化的积压式反弹,内生动力仍不强。4月PMI亦显现出持续性不足的迹象。要推动经济持续好转,需要以有形之手破解消费-经济增长的因果无效循环。而对于市场,今年可在两个方向切换,当对于顺周期信心不足时,宜看向未来,如人工智能、数字经济与制造业相结合(主要是工业母机方向)、平台经济、新能源(主要是氢能领域)、大农业、网络安全等方向;而当外力加持效果显现时,则关注顺周期行业,尤其是产业链链主的“中”字头企业。

风险提示:

房地产市场超预期下行,政策落地执行扭曲,地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048