

## 4月数据预测: 价格向下, 盈利承压, 制造业投资放缓

### 核心观点

4月经济修复的斜率有所放缓。生产方面, 下游需求回升不及预期, 叠加PPI持续回落导致利润空间收窄, 企业盈利承压, 工业生产热情有所降温。消费方面, 低基数效应叠加出行类消费复苏, 4月社会消费品零售总额同比显著回升。投资方面, 企业盈利下行, 企业信心仍存不足, 预计制造业投资延续放缓态势, 而基建投资受益于政策呵护维持较高增速。我们认为, 二季度中国经济将延续弱修复态势, 经济向上和向下弹性都不大, 但阶段性减退税降费退坡后, 企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后, 中国将受益于国际收支、汇率改善, 货币政策空间打开, 形成降息预期, 国内利率债和成长股受益。

#### □ 盈利压力制约工业生产修复斜率

4月工业生产平稳但景气度有所回落, 需求侧弱修复对工业生产的支撑作用有待加强, 同时盈利压力及去库存使得工业企业的产量扩张较为谨慎。由于去年同期低基数抬升读数, 我们预计4月规模以上工业增加值同比增速为11.0%, 两年平均约4%。总体来看, 当前工业企业盈利增速面临较大压力, 工业库存周期处于去库过程, 内外需求对工业生产的支撑仍然分化, 工业企业仍需稳预期强信心。

#### □ 预计1-4月固定资产投资累计同比增速4.9%

我们预计1-4月全国固定资产投资(不含农户)累计增速为4.9%。其中, 制造业投资累计增速预计为6.7%, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增速预计为11.0%, 房地产开发投资同比增速预计为-5.3%。考虑企业盈利的下行压力, 预计制造业投资延续放缓态势; 基建投资受益于政策呵护维持较高增速。我们认为, 2023年上半年经济呈现弱修复态势, 出行、旅游等消费需求逐步释放, 但企业信心仍存不足, 制造业或面临较多挑战, 后续民间投资还面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约因素。

#### □ 就业整体改善, 结构仍有隐忧

预计4月全国城镇调查失业率为5.2%, 较前值回落0.1个百分点, 就业形势整体改善。一方面, 疫情放开后, 出行类、接触型消费表现良好, 消费场景不断丰富, 有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用。另一方面, 就业政策优先持续发力, 部分阶段性保就业政策在2023年延续, 如降低失业和工商保险费率延续至2024年底, 继续实施失业保险稳岗返还等。

#### □ CPI持续回落, PPI延续下行

预计4月CPI环比-0.1%, 同比+0.3%(前值0.7%)。食品项方面, 猪肉价格持续回落, 蔬菜价格亦季节性回落, 食品项整体偏弱; 非食品项方面, 原油价格回升带动成品油小幅上涨, 出行需求持续复苏带动酒店、机票价格保持上涨。预计4月PPI环比-0.2%, 同比-3.3%(前值-2.5%)。国内维持弱复苏态势, 工业企业仍处于库存去化周期, 螺纹、水泥等价格走弱; 4月初沙特、俄罗斯等国宣布新一轮减产, 全球油价中枢上升对PPI形成支撑。

#### □ 出行强度提升, 社零显著上行

预计4月社会消费品零售总额同比+19.8%(前值10.6%), 两年复合增速为3.2%(前值为3.3%)。去年4月社零同比仅为-11.1%, 低基数下社零同比读数大幅增长。消费延续分化表现, 一方面, 人员流动强度持续回升, 出行类、接触型消费恢复良好。另一方面, 4月商品房市场有所降温, 地产后周期消费依然承压。

分析师: 李超

执业证书号: S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师: 孙欧

执业证书号: S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师: 张迪

执业证书号: S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师: 林成炜

执业证书号: S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师: 张浩

执业证书号: S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理: 潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

### 相关报告

- 《4月PMI: 二季度经济修复的斜率有所放缓》 2023.04.30
- 《政治局会议有哪些值得关注?》 2023.04.28
- 《盈利筑底回升, 去库仍在延续》 2023.04.27

#### □ 低基数助力出口，关注供给侧韧性

2023年4月，预计人民币计价出口同比增长17%，贸易顺差730亿美元，预计人民币计价进口同比增长8%。我们继续提示结构重于趋势，关注三大结构性的产业趋势对我国出口的差异性影响：

其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺织、轻工、机械、家电、家具等领域的中高端品类或将受益。

其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长。

其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

#### □ 预计4月金融数据及宽信用预期转弱

预计4月人民币贷款新增7000亿元，与去年的较低基数6454亿元基本相当，对应增速回落0.1个百分点至11.7%。我们对数据相对悲观并提示其可能明显低于市场一致预期，核心在于一季度的大规模投放或对后续月份有所透支，预计储备项目或阶段性不足，使得企业贷款承压；居民端，去年基数较低，但近期地产销售高频回落也意味着居民中长期贷款同比多增幅度将较前值有所收敛。预计4月社融新增1.55万亿，同比多增约6000亿元，增速较前值升0.2个百分点至10.2%。结构中，预计同比多增来自信贷、未贴现银行承兑汇票、政府债券及信托贷款；而企业债券、股票融资可能小幅同比少增。预计4月M2增速较前值回落0.3个百分点至12.4%；M1增速较前值回升0.4个百分点至5.5%。

总体看，4月金融数据及市场对宽信用的预期或有转弱，且5、6月由于去年的高基数，也将继续压制今年预期。对于后续货币政策，4月末政治局会议再次强化“精准有力”，意味着二季度货币政策仍将以结构性调控为主，再贷款将发挥主导作用。

#### □ 风险提示

消费者信心修复不及预期；大国博弈超预期。

## 正文目录

1 价格向下，盈利承压，制造业投资放缓 .....	5
2 盈利压力制约工业生产修复斜率 .....	5
3 预计 1-4 月固定资产投资累计增速为 4.9% .....	5
3.1 预计 1-4 月制造业投资累计增速为 6.7% .....	8
3.2 预计 1-4 月地产投资累计增速-5.3%，缓慢复苏进行时 .....	10
3.3 财政积极发力，基建稳中有进 .....	10
4 就业整体改善，结构仍有隐忧 .....	12
5 CPI 持续回落，PPI 延续下行 .....	14
5.1 食品项整体偏弱，CPI 持续回落 .....	14
5.2 商品跌多涨少，PPI 延续下行 .....	15
6 出行强度提升，社零显著上行 .....	17
7 低基数助力出口，关注供给侧韧性 .....	18
8 预计 2023 年 4 月信贷新增 7000 亿元，社融新增 1.55 万亿，增速分别为 11.7%和 10.2% .....	21

## 图表目录

图 1: 基建是固定资产投资的重要支撑 (累计同比增速) .....	6
图 2: 固定资产投资各分项当月同比增速 (当月同比增速) .....	6
图 3: 企业盈利仍处于下行通道 .....	6
图 4: 基础设施投资延续较高增速 .....	7
图 5: 2023 年一季度房地产开发投资占固定资产投资 24.2% .....	7
图 6: 房地产销售仍处于恢复阶段 .....	7
图 7: 制造业投资环比增速 .....	8
图 8: 制造业产能利用率仍处于磨底状态 .....	8
图 9: 一季度重点行业产能利用率边际下降 .....	8
图 10: 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置 .....	9
图 11: 高技术制造业投资增速远高于整体制造业平均水平 .....	9
图 12: 2023 年开年停工状况明显改善 .....	10
图 13: 2023 年 1-2 月一般公共预算财政支出进度创历年新高 .....	11
图 14: 2023 年新增专项债发行整体较快 .....	11
图 15: 2023 年, 社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-3 月社保就业、卫生支出较快 .....	11
图 16: 各省重大项目投资梳理 .....	12
图 17: 预计 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%, 较前值回落 0.1 个百分点 .....	13
图 18: 16-24 岁调查失业率趋势上升 .....	13
图 19: 高校毕业生连创新高 .....	13
图 20: 4 月猪肉价格持续回落 .....	14
图 21: 4 月蔬菜价格延续回落 .....	15
图 22: 水果价格与上月持平 .....	15
图 23: 电影票均价持续回落 .....	15
图 24: 北上酒店价格持续上涨 .....	15
图 25: 玻璃价格上涨 .....	16
图 26: 螺纹钢、水泥价格下探 .....	16
图 27: 煤炭进口放量 .....	16
图 28: 煤炭价格回落 .....	16
图 29: 原油价格中枢上调 .....	17
图 30: 国内汽柴油价格小幅回暖 (单位: 元/吨) .....	17
图 31: 预计 4 月社会消费品零售总额同比增长 19.8% .....	17
图 32: 4 月 30 大中城市商品房销售面积环比回落 .....	17
图 33: 12 大中城市地铁客运量为历史同期最高水平 .....	18
图 34: 民航执飞量不断恢复, 截至 4 月底已达历史最高水平 .....	18
图 35: HS 分类下中国出口供给占比 .....	19
图 36: 2022 年 Q4 美股众多上市公司开启降本行动, 信息技术、可选消费、工业等公司占比较高 .....	20
图 37: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长 .....	21
图 38: 4 月票据-同业存单利差波动下行 .....	22
表 1: 4 月宏观经济数据预测 .....	24

## 1 价格向下，盈利承压，制造业投资放缓

4 月经济修复的斜率有所放缓。生产方面，下游需求回升不及预期，叠加 PPI 持续回落导致利润空间收窄，企业盈利承压，工业生产热情有所降温。消费方面，低基数效应叠加出行类消费复苏，4 月社会消费品零售总额同比显著回升。投资方面，企业盈利下行，企业信心仍存不足，预计制造业投资延续放缓态势，而基建投资受益于政策呵护维持较高增速。

我们认为，二季度中国经济将延续弱修复态势，经济向上和向下弹性都不大，但阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

## 2 盈利压力制约工业生产修复斜率

4 月工业生产平稳但景气度有所回落，需求侧弱修复对工业生产的支撑作用有待加强，同时盈利压力及去库存使得工业企业的产量扩张较为谨慎。由于去年同期低基数抬升读数，我们预计 4 月规模以上工业增加值同比增速为 11.0%，两年平均约 4%。

4 月工业生产景气有所分化，总体环比上月有所回落。从高频数据上看，由于去年同期低基数影响多数指标同比大幅高增，但多数指标环比走弱。其中，PTA 产量表现较强，高炉开工率、焦炉生产率冲高回落，汽车半钢胎开工率、螺纹钢产量、炼油产开工率环比上月小幅回落，南方八省电厂、全国重点电厂日均耗煤量环比大幅回落。炼焦煤、焦炭、主要钢材库存呈现去化特征，

总体来看，当前工业企业盈利增速面临较大压力，工业库存周期处于去库过程，内外需求对工业生产的支撑仍然分化，工业企业仍需稳预期强信心。内需方面，制造业投资受制于企业盈利压力强度回落；地产修复持续性不佳，4 月 30 大中城市商品房成交面积显著回落，二手房价格指数亦有所下行；汽车消费市场承压；基建投资相对积极，4 月建筑业商务活动指数为 63.9%，较上月有所回落但保持较高景气。4 月 PMI 新订单指数回落至收缩区间，表明制造业市场需求有所走弱。出口在外需走弱背景下有一定分化，3 月 CCFI 运价指数持续下探，义乌小商品出口指数高位震荡。

4 月服务业生产保持较高景气。一方面，城市内和城市间人的流动保持积极态势，供应链效率稳健。国内主要城市地铁客流量高位运行，国内执飞航班数量较上月进一步回升，体现居民出行意愿增强，4 月与居民出行和消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于 60.0%，行业业务总量明显增长。货运物流方面，3 月供应商配送时间指数为 50.3%，比上月略有下降但仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。

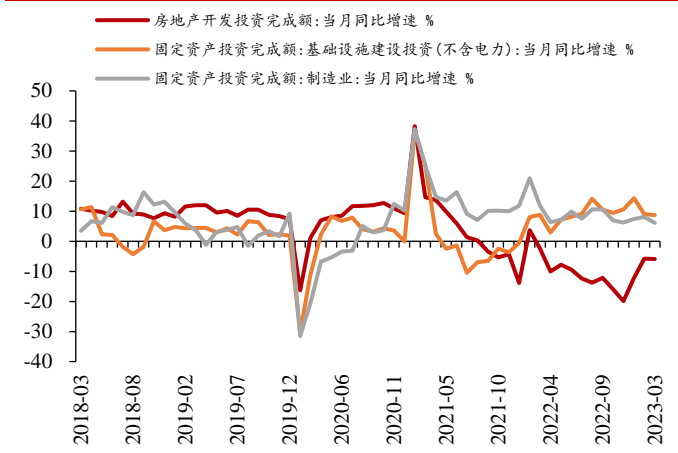
另一方面，随着我国数字产业化的持续推进，与企业生产活动密切相关的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于 57.0% 以上较高景气区间。

## 3 预计 1-4 月固定资产投资累计增速为 4.9%

预计 1-4 月全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.9%。其中，预计制造业投资同比增速为 6.7%，预计基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 11.0%，预计房地产开发投资同比增速为 -5.3%。我们重点提示，国际环境依然复杂严峻，外需增长存在不确定性，国内市场需求制约不足仍然存在，工业产品价格仍在下降，企业效益

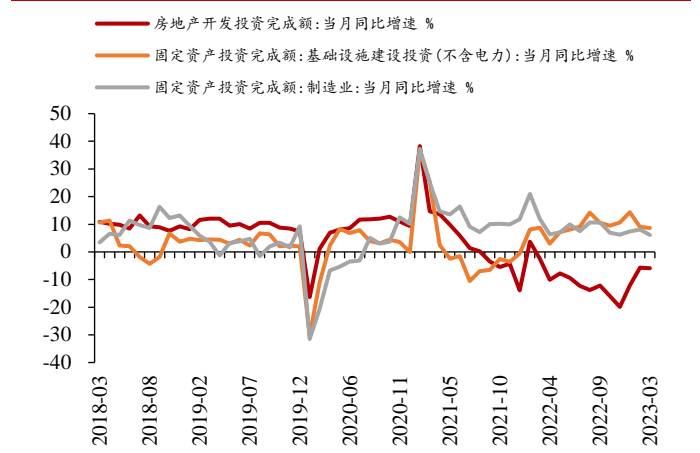
恢复面临不少困难。综合研判，固定资产投资的最大不确定性来自制造业，4月份制造业采购经理指数（PMI）为49.2%，比上月下降2.7个百分点，制造业景气水平回落。

图1：基建是固定资产投资的重要支撑（累计同比增速）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

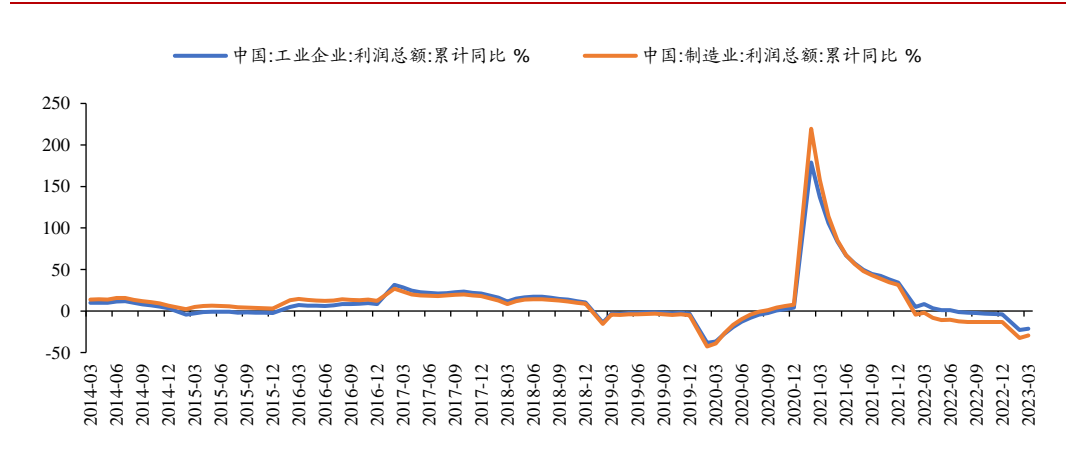
图2：固定资产投资各分项当月同比增速（当月同比增速）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

第一，企业盈利下行影响制造业资本开支。一季度，制造业实现利润总额10207.6亿元，下降29.4%。其中：专用设备制造业下降10.1%，农副食品加工业下降18.4%，汽车制造业下降24.2%，非金属矿物制品业下降30.6%，纺织业下降34.0%，化学原料和化学制品制造业下降54.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降57.5%，有色金属冶炼和压延加工业下降57.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降97.1%，黑色金属冶炼和压延加工业由盈利转为亏损。

图3：企业盈利仍处于下行通道



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

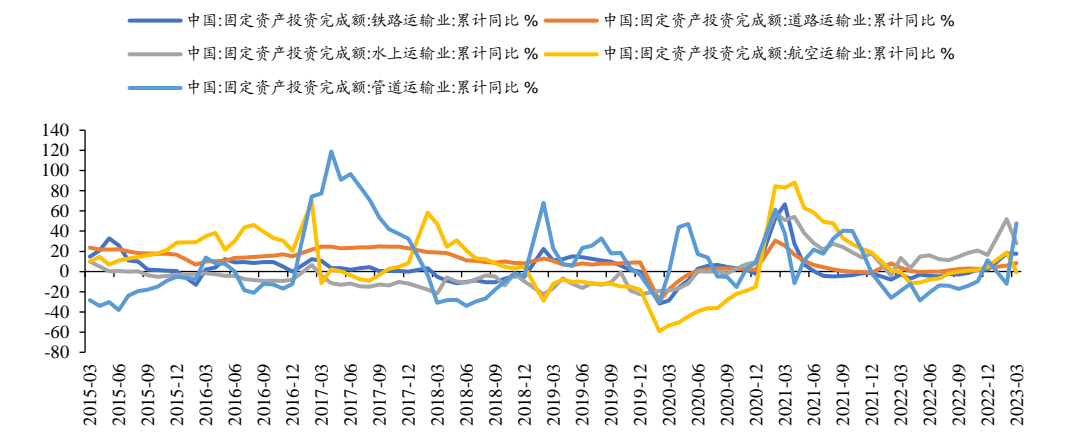
第二，基础设施投资有效支撑投资需求平稳增长。随着政策性开发性金融工具等稳投资政策落地落实，重大项目建设加快推进。一季度，计划总投资亿元及以上项目（简称“大项目”）投资同比增长12.3%，增速比全部固定资产投资高7.2个百分点，拉动全部固定资产投资增长6.3个百分点。我们认为，2023年重大项目主要围绕“十四五”规划102项重大工程从新开工项目、拟建项目计划总投资等指标看，后续投资增长还存在较大潜力。

我们注意到，4月建筑业商务活动指数为63.9%，连续三个月位于高位景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数继续高于70.0%，表明随着重大工程建设有序推进，土木工程

建筑业施工进度不断加快。交通方面，新建北京至雄安新区至商丘高速铁路、上海至南京至合肥高速铁路、成渝中线铁路、广西平陆运河等一大批交通重大项目开工建设；水利方面，南水北调中线引江补汉工程、环北部湾广东水资源配置工程等一大批水利重大项目开工建设；社会民生方面，城市燃气管道、排水、供水、供热等老化更新改造和城市地下综合管廊、职业教育等项目建设实施。

展望全年，基础设施建设投资是扩大有效需求的重要支撑。一季度，基础设施投资同比增长 8.8%，拉动全部固定资产投资增长 1.8 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 17.6%，信息传输业投资增长 11.3%，水利管理业投资增长 10.3%，道路运输业投资增长 8.5%。

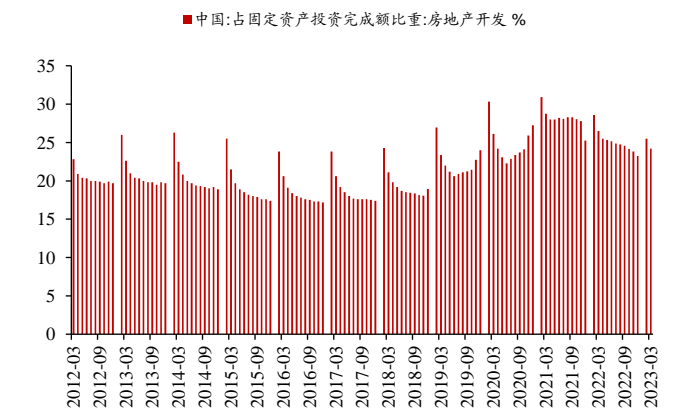
图4：基础设施投资延续较高增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

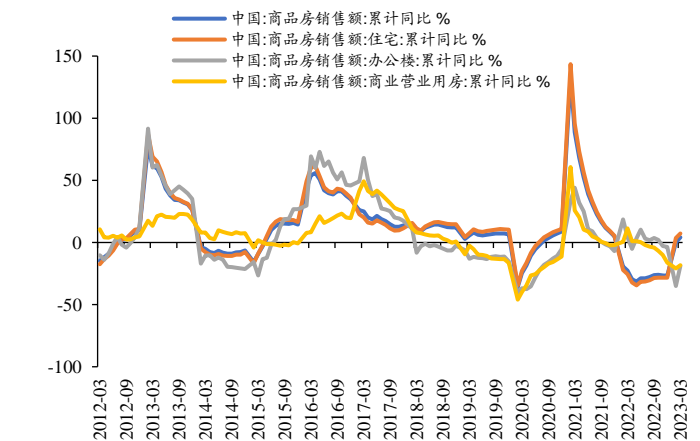
第三，地产投资仍处于结构调整的关键节点。在前期积压需求的集中释放叠加房企积极推盘作用下，3月房地产行业热度不减，一二线城市率先修复，多数城市住宅价格止跌企稳。2023年1-3月全国商品房累计销售面积 2.99 亿平方米，同比下降 1.8%；累计销售金额 3.05 万亿元，同比增长 4.10%，系近一年内累计销售额首次同比转正。2023年4月政治局会议提出“推动建立房地产业发展新模式”，我们认为表述上的进一步细化具体到“业”意味着未来新模式的变化将聚焦于地产企业。我们判断，后续地产调控政策将聚焦于供给主体即地产企业，核心要求是低杠杆、低负债、低周转，其他方面的要求可能阶段性淡化。随着刚性和改善性合理住房需求的释放，房地产开发投资也有望逐步企稳。

图5：2023年一季度房地产开发投资占固定资产投资 24.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6：房地产销售仍处于恢复阶段

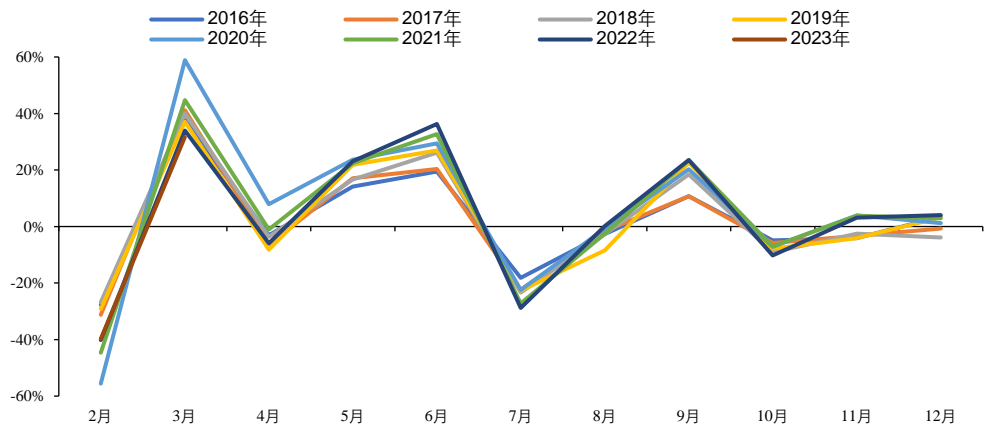


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.1 预计 1-4 月制造业投资累计增速为 6.7%

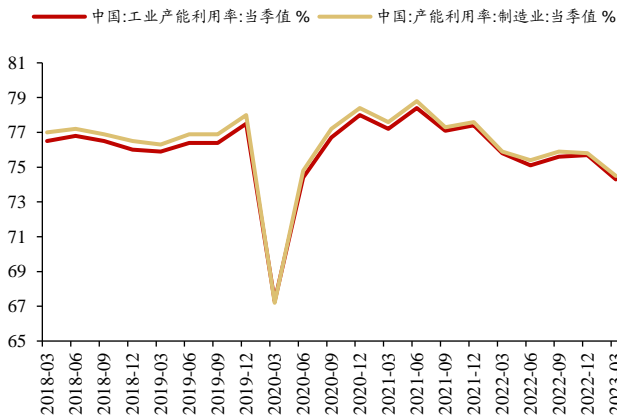
预计 1-4 月份制造业投资累计增速为 6.7%，延续今年以来的放缓趋势。我们认为，制造业投资的下行压力核心在于企业预期尚未明朗化，产能利用率也处于较低水平，企业盈利能力的走弱也影响了资本开支意愿和能力。从历史季节性波动特征看，我们预计 2023 年 4 月制造业投资环比增速大概率回落。同时，4 月份，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，制造业 PMI 降至临界点以下，或进一步压制投资需求。

图7：制造业投资环比增速



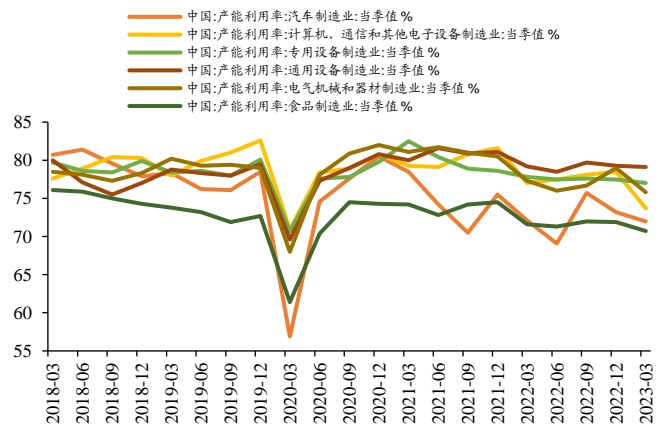
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：制造业产能利用率仍处于磨底状态



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：一季度重点行业产能利用率边际下降

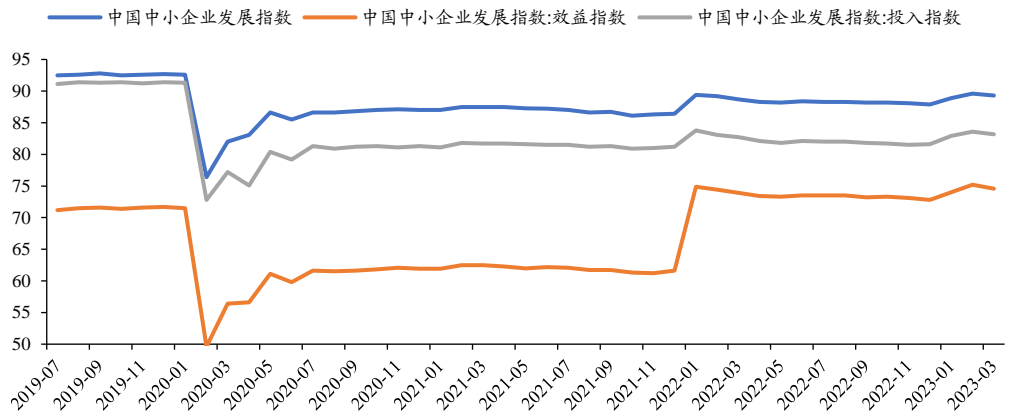


资料来源：Wind，浙商证券研究所

第一，中小企业资本开支未见明显修复。2023 年一季度，中小企业发展指数 (SMEDI) 为 89.3，比上季度上升 1.3 点，仍在景气临界值 100 以下。一方面，成本端仍在上升。中小企业多位于产业链下游且面对消费者，需求疲弱情况下难以转嫁上游原材料价格上涨的压力。2023 年一季度，成本指数为 113.4，比上季度上升 0.7 点，仍处于不景气区间，说明成本压力依然较大。另一方面，中小企业利润仍处于收缩区间。一季度，效益指数为 74.6，处于历史较低位。



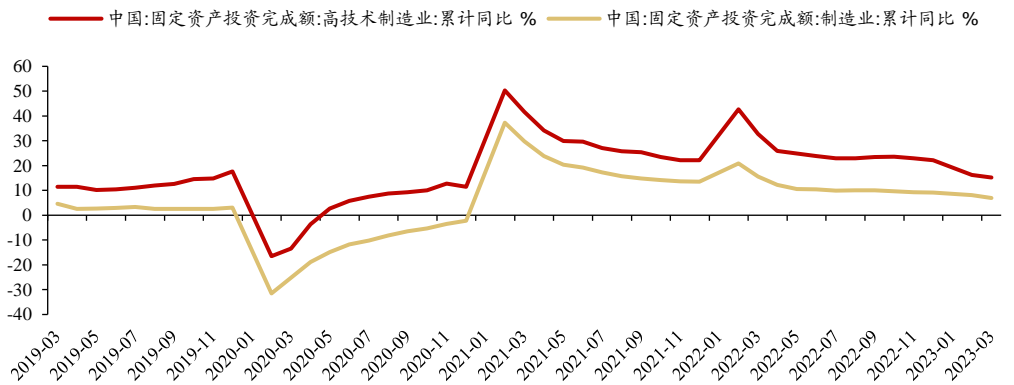
图10: 中小企业资本开支尚未修复至疫情前中枢位置



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二, 高技术制造业投资是制造业投资的重要拉动力。高技术制造业是指国民经济行业中 R&D 投入强度相对高的制造业行业, 包括: 医药制造, 航空、航天器及设备制造, 电子及通信设备制造, 计算机及办公设备制造, 医疗仪器设备及仪器仪表制造, 信息化学品制造等 6 大类。受政策、技术、市场等多方面因素拉动, 高技术制造业投资延续强劲增长态势。2023 年 1-3 月累计同比增速达到 15.2%, 比制造业投资高出 8.2 个百分点。高技术制造业中, 电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长 20.7%、19.9%。

图11: 高技术制造业投资增速远高于整体制造业平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

我们认为, 2023 年上半年经济呈现弱修复态势, 出行、旅游等消费需求逐步释放, 但企业信心仍存不足, 经济总体尚未回归潜在增速, 制造业或面临较多挑战, 后续民间投资还面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约因素。我们曾于 2023 年 4 月 27 日发布的报告《盈利筑底回升, 去库仍在延续——2023 年 1-3 月工业企业盈利数据的背后》中指出, 产能利用率维持低位使得规模效应不足仍推升工业企业成本, 工业仍处于去库阶段, 预计本轮去库周期或在今年二季度末三季度初左右完成。综合研判, 后续制造业的资本开支取决于中下游需求侧的修复斜率及其对应的持续性, 预计 2023 年制造业投资呈现震荡走低态势。

### 3.2 预计 1-4 月地产投资累计增速-5.3%，缓慢复苏进行时

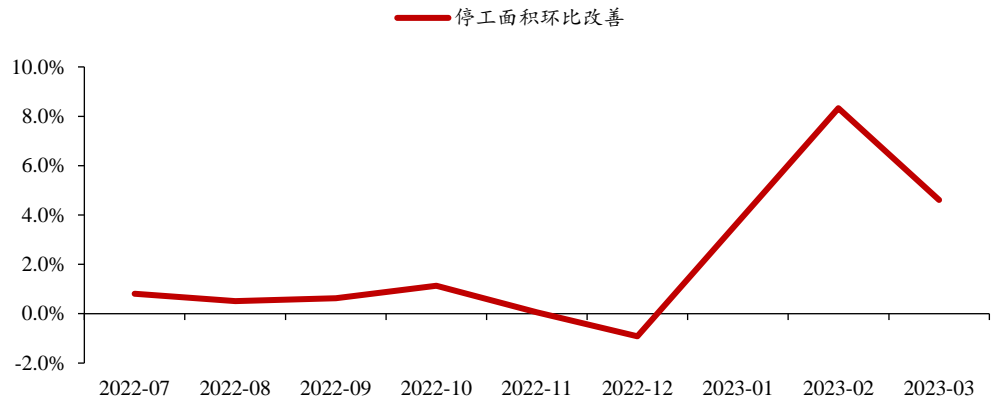
预计 2023 年 1-4 月房地产开发投资累计增速为-5.3%。3 月数据指向此前各项供给端政策仍在对保交楼发挥极为积极作用，我们估算的停工面积相较前值继续改善（停工面积环比减少 5%）。预计未来供给端的各项政策可能继续对保交楼发挥作用，地产投资将在前值的基础上小幅修复至-5.3%。

政策端来看，4 月政治局会议对地产的表述值得关注：本次政治局会议提出“推动建立房地产业新发展模式”（此前表述为房地产新发展模式），我们认为表述上的进一步细化具体到“业”意味着未来新模式的变化将聚焦于地产企业。

我们曾于前期报告《房地产新发展模式会怎样？》中指出新发展模式的核心是：从供给结构看，保障性质的租赁住房占比将进一步提升；从供给主体看，低杠杆、低负债、低周转企业将占据更高比重；从行业格局看，房地产行业进一步公用事业化。本次表述调整后意味着当前重心将聚焦于供给主体即地产企业，核心要求是低杠杆、低负债、低周转，其他方面的要求可能阶段性淡化。

此外，本次政治局会议指向房住不炒依然是当前政策的核心基调，我们认为对当前局部区域出现的豪宅价格上涨需给予高度重视，如果出现持续性上涨可能导致局部区域需求政策的回撤。

图12：2023 年开年停工状况明显改善



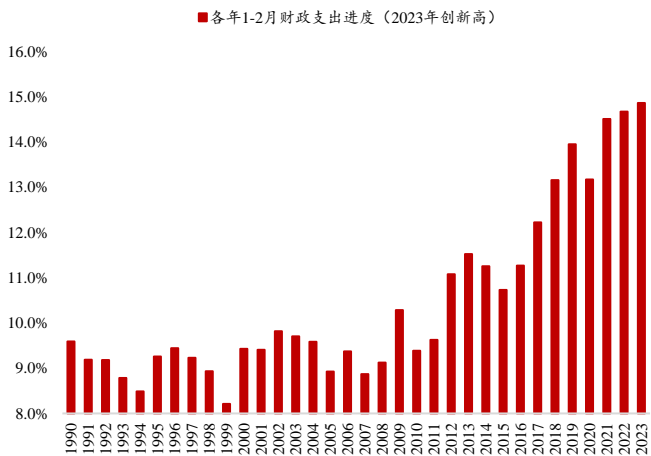
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.3 财政积极发力，基建稳中有进

预计 2023 年 1-4 月基建投资（统计局口径）同比增长 11%。我们认为，在财政发力和各地方政府积极推进重大项目建设的背景下，考虑 2022 年 Q2 疫情冲击导致的低基数，预计 2023 年 Q2 基建投资有望进一步上行至 11.7%，成为拉动经济增长的重要力量。

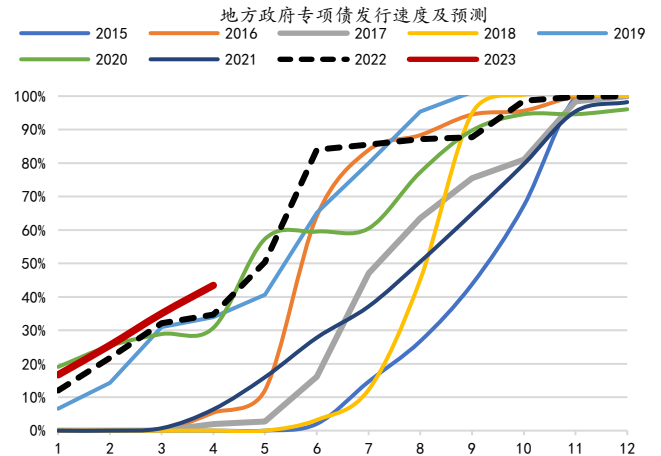
财政前置发力，基建稳中有进。2023 年以来财政数据对基建显现出较强支撑，一方面 2023 年一季度财政支出增速达到 6.8%，高于 5.6%的预算目标，其中 1-2 月财政支出进度达到了 14.9%历史最高水平，其中与基建联系紧密的交通运输和城乡社区支出速度较快，高于整体支出进度；另一方面，新增专项债发行速率相对较快，截至 2023 年 4 月下旬，新增专项债发行已经突破 1.6 万亿元，其中我们统计超过 53%投向了狭义基建领域，表现较强。

图13: 2023年1-2月一般公共预算财政支出进度创历年新高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2023年新增专项债发行整体较快



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图15: 2023年, 社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-3月社保就业、卫生支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年 决算绝对值新增 亿元	2023预算较2022 年决算占比新增 %	2023年1-3月支出 进度
	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)			
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%	19.3%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%	19.3%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%	31.2%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%	24.2%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%	25.3%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%	21.9%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%	4.6%
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%	18.6%
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%	26.2%
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%	
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%	26.5%
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521		24.7%

资料来源: Wind、WSJ, 浙商证券研究所

**各省重大项目投资积极发力, 促进基建投资稳步提升。**我们此前在《地方重大项目投资怎么看?》、《今年重大项目有望拉动多少GDP?》诸多报告提示重大项目变化对基建及固定资产投资有重要的反映, 2023年以来各个地方政府积极推进重大项目建设:

- 1、节奏上继续表现出“抢先”特征, 江苏、四川、黑龙江、辽宁等省份较早出台2023年重大项目方案, 早出台为了早实施和早推进, 进而尽快回升至经济合理运行区间。
- 2、幅度上, 诸多已经公布2023年重大项目的地方政府投资规模较2022年有所提升, 内蒙古、山东、重庆、贵州、广西等计划投资规模增长较快。
- 3、方向上重点聚焦四大领域, 一是高效益基建项目, 如5G基站、新型电力系统、城市轨道交通等新基建; 二是通过联动片区开发、园区开发, 聚焦“三区一村”改造的城市更新项目; 三是“强链补链”安全保障工程, 如粮食生产储备设施、能源安全、战略性新兴产业等, 保障“城市生命线”安全运行; 四是大力支持乡村振兴、县域基础设施等项目, 促进旅游业、生态环保产业发展。

截至 2023 年 4 月下旬，已有超过 20 个省出台了地方重大项目投资方案，根据我们梳理，可比口径下 19 个省 2023 年重大项目计划投资同比增长 6%，高于全年 5% 的经济增长目标，将成为稳增长的重要支撑。

图 16: 各省重大项目投资梳理

地区		重大项目数 (个)			计划投资总额 (亿元)			当年计划完成额 (亿元)		
区域 (华北、华	省市自治区	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
华北	北京	300	300	300	>13000	>12000	未公布	2780	2802	未公布
	天津	430	452	673	10958.39	11713.3	15300	2098.09	2158	2360.57
	河北	682	695	507	11896.5	11200	13200	2810.6	2500	2600.1
	山西	512	518	615	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	内蒙古	2426	3307	3169	12237.6	未公布	32000	1015.1	未公布	2000
东北	辽宁	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	吉林	1900	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	黑龙江	未公布	400	1000	未公布	3480	未公布	未公布	570	3000
华东	山东	500	600	602	18000	21400	25000	未公布	未公布	未公布
	江苏	240	247	220	未公布	未公布	未公布	5530	5590	5670
	上海	213	173	239	未公布	未公布	未公布	1730	>2000	2150
	浙江	245	843	791	78529.8	未公布	70758	10851.64	10972	8337
	安徽	11678	8897*	9601	71484.36	未公布	未公布	14862*	16572.48*	16597.2#*
	福建	1620	1587*	1580	4010	4080	4090	5700	6168	6480
	江西	461	491*	546*	15397	17071	19375.68	3371	4165	5454.68
华南	广东	1395*	1570*	1530*	70500	76700*	84000	8000*	9000*	10000*
	广西	1922	未公布	2528	36695.8	未公布	46486.42	3319.3	未公布	4261.67
	海南	129	152	302	3810	4274	10635	782	856	1019
华中	河南	1371	1794*	2505	44000	48000*	67000	11000*	13000*	19000*
	湖南	129	152	324	3810	4274	21342.5	782	856	4616.8
	湖北	未公布	545	1154	未公布	未公布	15492	未公布	3038.29	4460
西南	四川	700	700	700	未公布	未公布	51864.8	6095	6369.94	7070.5
	重庆	894	877	1158	28000	26000	30000	2532	3600	>4300
	贵州	4071	3347	>4000	未公布	未公布	未公布	7400.7	6448.79	>8000
	云南	805	未公布	1500	48000	未公布	未公布	5778.2	未公布	未公布
	西藏	未公布	181	191	未公布	未公布	未公布	未公布	1404	1430
西北	宁夏	90	766	未公布	2034.926	未公布	5750	531.5365	2008	1540
	青海	628	730	>800	12662.47	未公布	13000	1907.19	>2000	未公布
	山西	542	620	未公布	21900	未公布	未公布	4295	4600	未公布
	新疆	350	370	400	16493	21700	27000	2423	2700	>3000
	甘肃	208	234	287	11208	13071	16512	1878	2225	2512

注: \*指涵盖重大项目及重点项目投资额。

资料来源: 各省人民政府网站, 浙商证券研究所

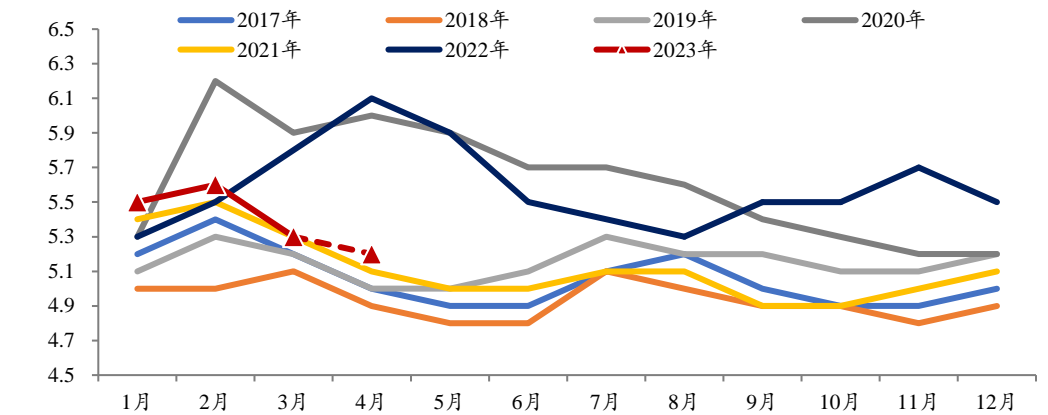
**Q2 低基数助力基建高增长, Q3 关注潜在天气及到位资金扰动。**2022 年 Q2 我国经济受疫情扰动导致投资及消费等数据出现显著回落, 基建也不例外, 考虑去年低基数, 我们预计 2023 年 Q2 将继续保持较高增速, 有望上行至 10%。对于 Q3, 我们前瞻提示关注天气及基建到位资金扰动问题, 首先, 根据中央气象局预判, 2023 年厄尔尼诺年概率较高, 将导致夏季高温天气增多, 预计 6-8 月除黑龙江中部和北部气温较常年同期略偏低外, 全国大部地区气温接近常年的同期偏高水平, 考虑高温可能导致室外露天作业出现阶段性停工, Q3 关注高温天气对基建的扰动。其次, 今年以来由于卖地收入仍处于较低迷状态, 政府性基金支出增速较慢, 基建投资保持较高增速主要依赖于新增专项债的快速发行, 我们估算, 随着新增专项债上半年集中发行后, Q3 若卖地收入仍相对较弱且新增专项债逐步发完, 基建到位资金可能存在压力, 有较大概率继续推出政策性金融工具等准财政工具, 补充到位资金, 服务于基建投资。

## 4 就业整体改善, 结构仍有隐忧

预计 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%, 较前值回落 0.1 个百分点, 就业形势整体改善。一方面, 疫情放开后, 出行类、接触型消费表现良好, 消费场景不断丰富, 有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用, 如住宿餐饮业、交通运输业、租赁和商务服务业等。

另一方面，就业政策优先持续发力，部分阶段性保就业政策在 2023 年延续，如降低失业和工商保险费率延续至 2024 年底，继续实施失业保险稳岗返还等。

图17： 预计 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较前值回落 0.1 个百分点

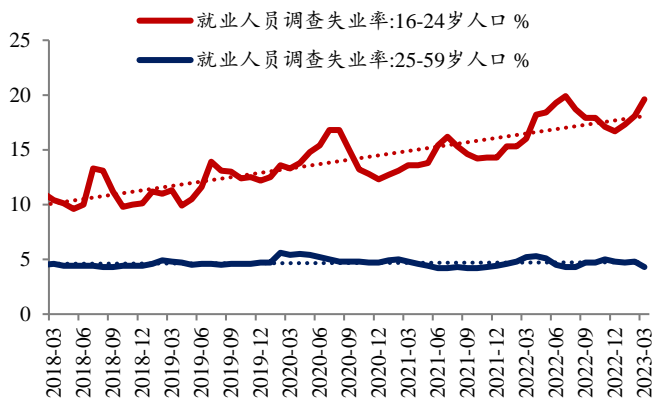


资料来源：浙商证券研究所

**16-24 岁人口调查失业率仍居高位徘徊，关注青年人群失业压力。**3 月 16-24 岁人口城镇调查失业率录得 19.6%，处于历史同期最高水平。并且根据历史数据判断，7~8 月份毕业季，16 岁-24 岁调查失业率往往会季节性冲高，青年结构性失业压力值得关注。

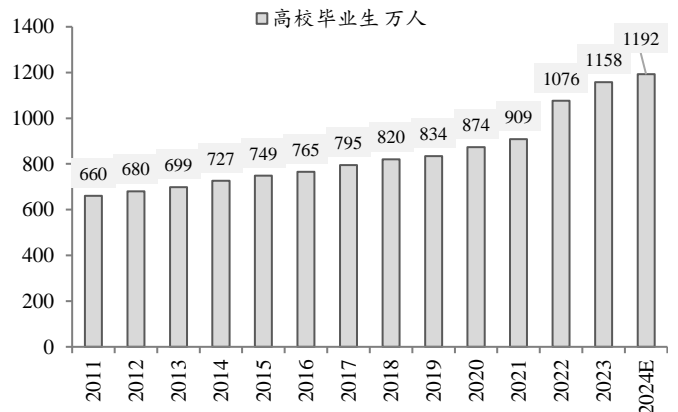
其一，2023 年高校毕业生数量再创历史新高达到 1158 万人，这相当于 10 年前的 1.7 倍，对于新岗位的需求不断增多。4 月 26 日，国办发布了 15 条措施优化调整稳就业政策，积极拓宽高校毕业生就业渠道，如支持国企扩大招聘规模、鼓励引导基层就业、实施百万就业见习计划等。

图18： 16-24 岁调查失业率趋势上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图19： 高校毕业生连创新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

其二，经济结构转型过程中所需要的劳动力与教育体系的匹配度欠佳。过去几年大学生更多地从事了互联网、教育、房地产等行业，学习并扎根制造业的人数较少，这导致就业市场出现结构性错配，该问题已在 4 月 14 日国常会中被提出，要求“突出就业导向优化高校专业设置，面向市场需求提升职业教育和技能培训质量”，但解决结构性错配问题较难一蹴而就。

## 5 CPI 持续回落，PPI 延续下行

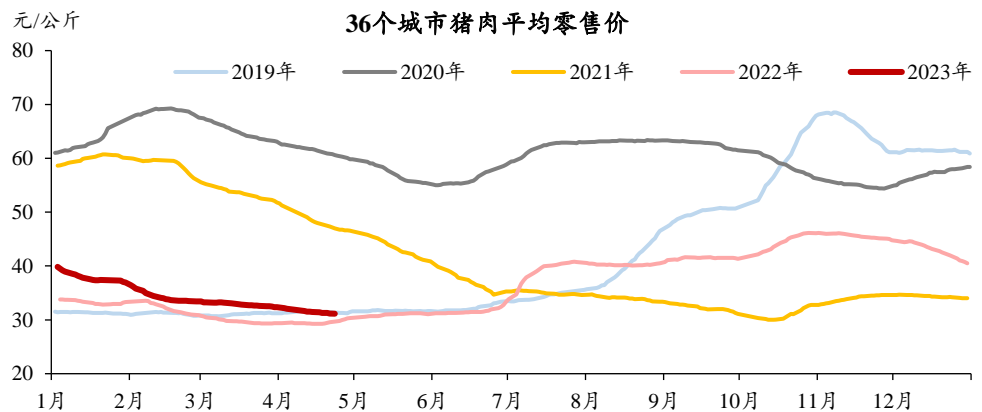
预计4月CPI环比-0.1%，同比+0.3%（前值0.7%）。食品项方面，猪肉价格持续回落，蔬菜价格亦季节性回落，食品项整体偏弱；非食品项方面，原油价格回升带动成品油小幅上涨，出行需求持续复苏带动酒店、机票价格保持上涨。预计4月PPI环比-0.2%，同比-3.3%（前值-2.5%）。国内维持弱复苏态势，工业企业仍处于库存去化周期，螺纹钢、水泥等价格走弱；4月初沙特、俄罗斯等国宣布新一轮减产，全球油价中枢上升对PPI形成支撑。

### 5.1 食品项整体偏弱，CPI 持续回落

预计4月CPI环比-0.1%，同比+0.3%（前值0.7%）。食品项方面，猪肉价格持续回落，蔬菜价格亦季节性回落，食品项整体偏弱；非食品项方面，原油价格回升带动成品油小幅上涨，出行需求持续复苏带动酒店、机票价格保持上涨。

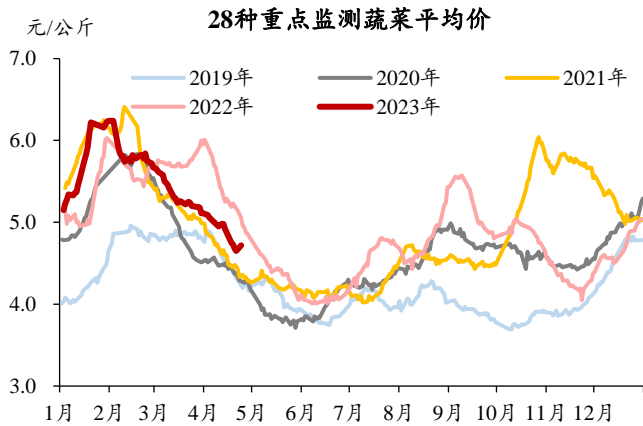
4月猪肉价格仍持续回落，降幅有所收窄。天气转暖，Q2为猪肉消费淡季，需求有限叠加供给充分，猪价仍在低位徘徊。不过，年初开始能繁母猪有所去化，对应2~3个季度之后生猪供应将有所回落，且下半年节假日较多，旅游、聚餐等助力猪肉需求回暖，预计猪价将于Q3迎来拐点。蔬菜价格延续季节性回落态势，水果价格较3月高点有所回调。向前看，近日美国海洋和大气管理局（NOAA）预计今年5月至7月期间，“厄尔尼诺”现象出现的几率为62%。厄尔尼诺现象将为太平洋西岸带来高温及干旱，对农业生产或产生一定影响，未来应保持持续关注。

图20：4月猪肉价格持续回落



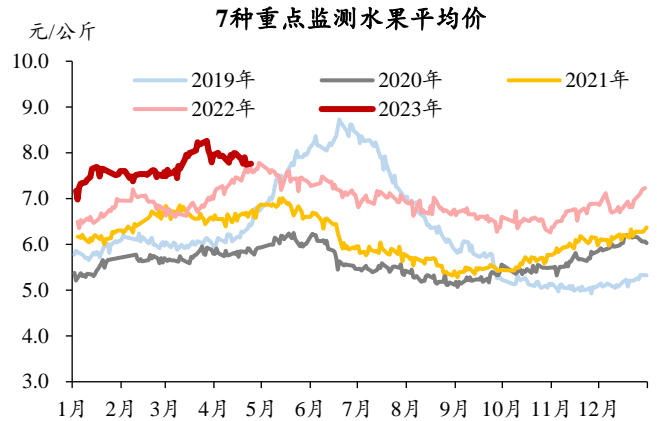
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图21: 4月蔬菜价格延续回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

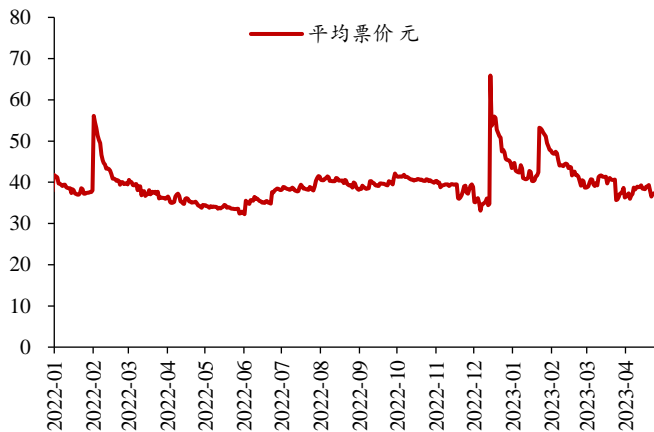
图22: 水果价格与上月持平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

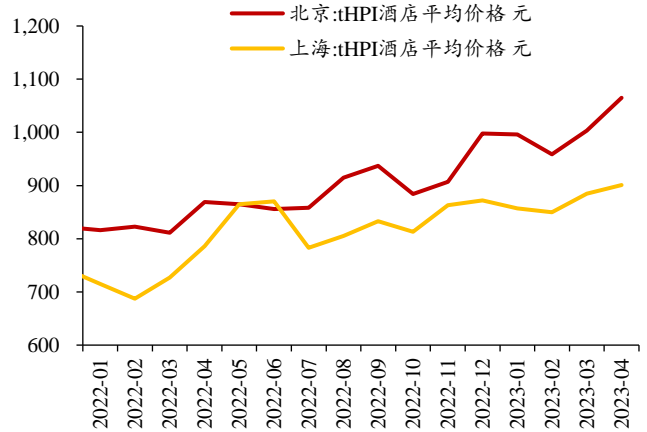
电影平均票价延续回落, 但酒店住宿价格延续上涨趋势, 预计核心 CPI 小幅回升。跨城出行强度保持向上势头, 旅游、商务、会展等活动的景气度不断提升, 带动机票、酒店价格上涨。

图23: 电影票均价持续回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图24: 北上酒店价格持续上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2 商品跌多涨少, PPI 延续下行

预计4月PPI环比-0.2%, 同比-3.3% (前值-2.5%)。国内维持弱复苏态势, 地产新开工情况较弱, 工业企业仍处于库存去化周期, 螺纹、水泥等价格走弱; 4月初沙特、俄罗斯等国宣布新一轮减产, 全球油价中枢上升对PPI形成一定支撑。

国内经济弱复苏, 工业企业仍处于去化周期, 工业品需求偏弱。房地产政策优先“保交楼”, 竣工情况优于新开工情况, 1-3月累计竣工面积同比增长14.7%, 而新开工面积同比下降19.2%。建筑周期中靠前的品种表现较弱, 如螺纹钢、水泥等, 竣工链条品种表现尚可, 如玻璃等。

图25: 玻璃价格上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 螺纹钢、水泥价格下探



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

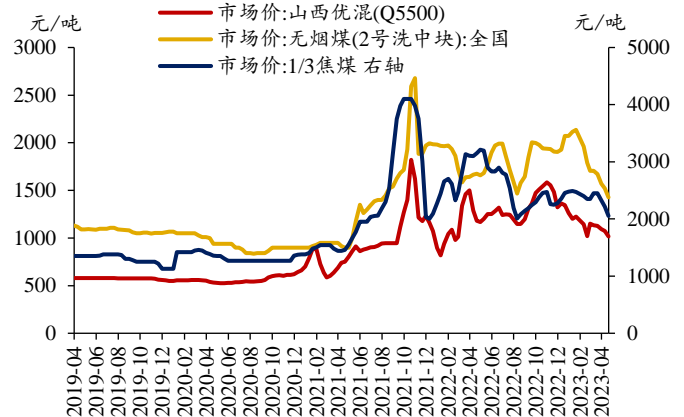
**电力需求进一步回落, 煤炭价格下滑。**4月为传统煤炭消费淡季, 4月全国重点电厂煤炭平均日耗量为429.2万吨, 环比-14.6%。除需求放缓外, 煤炭供应偏强, 2023年以来煤炭进口政策放开, 整体进口量显著提升, 2023年1-3月煤炭进口量累计同比达217.8%。

图27: 煤炭进口放量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图28: 煤炭价格回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4月2日, 沙特、俄罗斯等9国宣布新一轮的减产计划, 合计165.7万桶/日, 约占到OPEC+总产量4%、全球总产量的1.6%。此轮减产幅度虽与2020年疫情之后的970万桶相差较大, 但目前全球原油市场基本处于供需平衡状态, 此次减产足以使得原油供应偏紧, 原油价格应声上涨, 布伦特原油价格重回80美元上方, 国内成品油价格跟随上涨, 石化产业链价格上涨对PPI形成一定支撑。

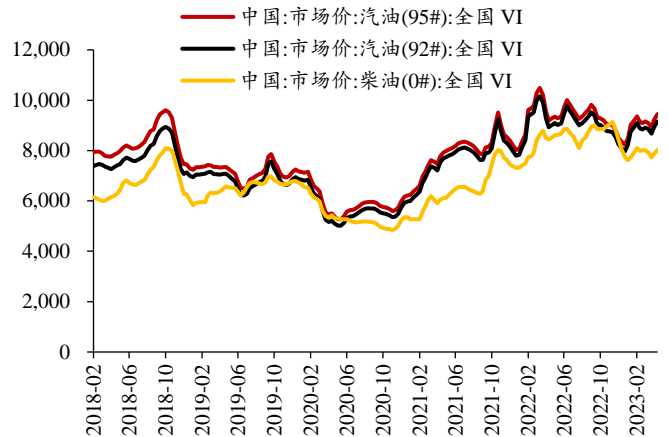


图29: 原油价格中枢上调



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 国内汽柴油价格小幅回暖 (单位: 元/吨)

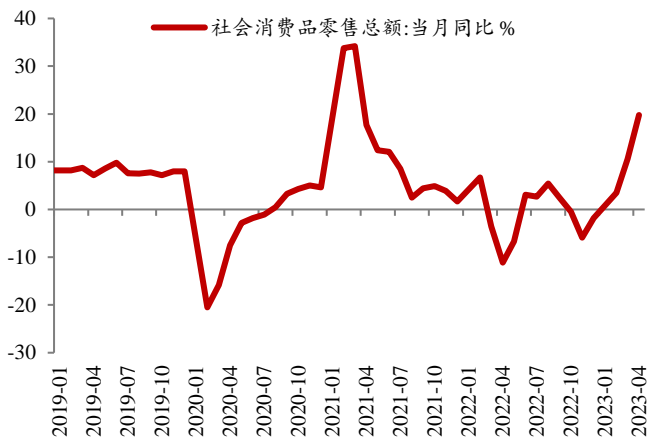


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 6 出行强度提升, 社零显著上行

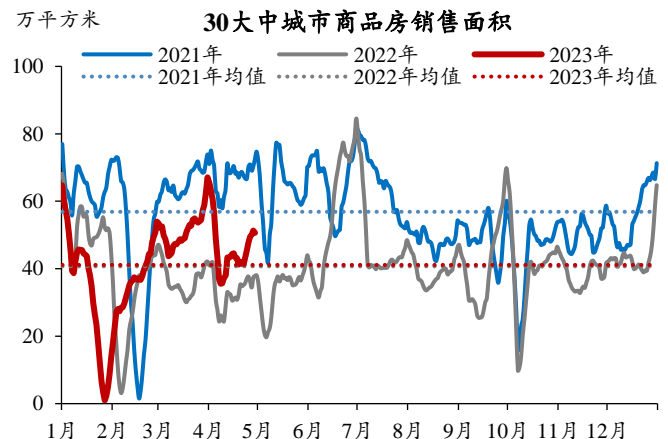
预计4月社会消费品零售总额同比+19.8% (前值10.6%), 两年复合增速为3.2% (前值为3.3%)。去年4月社零同比仅为-11.1%, 低基数下社零同比读数大幅增长。消费延续分化表现, 一方面, 人员流动强度持续回升, 出行类、接触型消费恢复良好。另一方面, 4月商品房市场有所降温, 地产后周期消费依然承压。

图31: 预计4月社会消费品零售总额同比增长19.8%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

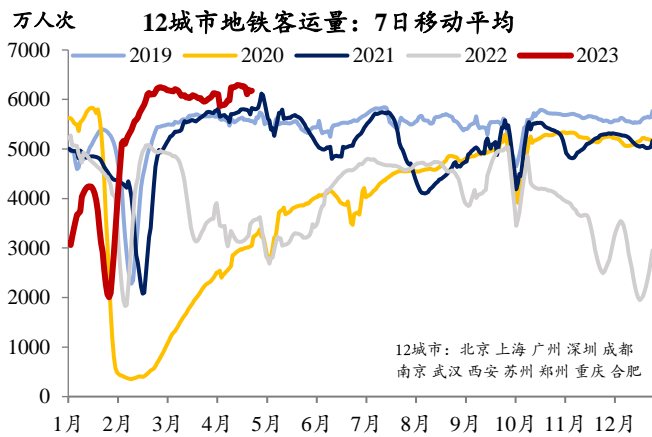
图32: 4月30大中城市商品房销售面积环比回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

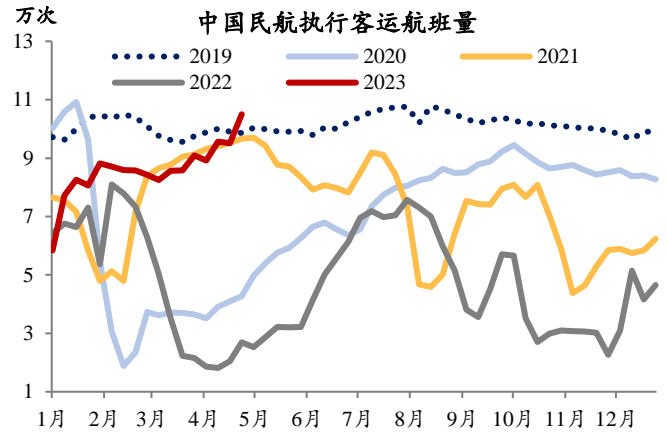
4月居民出行数据保持修复态势, 有助于线下消费恢复。从市内交通来看, 12城市地铁客运量为历史同期最高水平。市内出行的强劲表现意味着餐饮、电影等接触型消费活动景气度高, 餐饮收入、电影票房等数据表现不俗。从城际交通来看, 随着旅游、商务、会展等活动的景气度不断提升, 人员跨城流动强度不断提升。数据显示, 民航执行客运航班量稳中有升, 至4月底已突破2019年同期水平达到历史新高。

图33: 12大中城市地铁客运量为历史同期最高水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图34: 民航执飞量不断恢复，截至4月底已达历史最高水平



资料来源：航旅管家，浙商证券研究所

往前看，五一假期旅游数据表现不俗，出行类消费保持强劲复苏势头。据国铁集团披露，五一假期第一天（4月29日）单日发送旅客1966.1万人次，单日旅客发送人数、旅客列车开行列数均创历史新高。飞猪平台数据显示，“五一”假期首日出行的国内游商品成交额创下“五一”历史峰值，国内机票、住宿、火车票、用车等成交额均已大幅超越2019年同期。携程数据显示，4月29日平台整体旅游订单量较2019年同期增长超过100%。旅游出行在疫情期间压抑最久，2023年迎来集中爆发，但受益于疫情的“宅经济”消费如通讯器材、体育娱乐用品、文化办公用品等有所回落，与此形成对冲，另外，汽车消费相关政策退坡，商品房销售修复速度较缓，汽车及地产后周期（家具、家电、建筑装潢）等耐用品消费均表现一般，消费复苏呈现总量渐进恢复、结构显著分化的特征。

## 7 低基数助力出口，关注供给侧韧性

预计2023年4月人民币计价出口增速17%，贸易顺差730亿美元。3月出口数据大超预期，体现我国出口供给韧性，我们继续提示结构重于趋势，关注三大结构性的产业趋势对我国出口的差异性影响：其一是发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电、家具等领域的中高端品类或将受益；其二是新兴市场国家经济发展过程中，伴随着这些国家的现代化进程，“中国制造”出海带动我国出口增长。其三是全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

**低基数利好4月出口数据。**受疫情扰动，我国2022年4月出口数据出现了一定的下滑，2022年4月美元计价出口仅为3.5%，较3月回落10.8个百分点，并由此带来了较低的基数，我们预计2022年底基数将对2023年4月出口数据有一定支撑作用。

**供给韧性助力出口。**2022年Q4起我们持续提示关注我国供给侧优势，在诸多《外需下滑拖累出口，内疫压力扰动进口》、《外需下滑拖累出口，后续关注供给优势》和《出口，结构重于趋势》等报告中不断提示，一方面海外供给面临一系列供应链、罢工、金融条件恶化、滞胀等冲击，另一方面我国经历疫情带来的供给压力测试，供给能力较为突出，无需对我国出口过度悲观。3月出口显著改善验证我们判断，其一，海外供给压力进一步提升，发达经济体货币政策的较快收紧导致短期出现了一系列的金融稳定问题，高利

率环境对企业、非银机构等扰动还未消除，潜在的信用收缩对海外供给是增量冲击，罢工、供应链重塑等扰动仍存。其二，我国供给侧韧性凸显，一季度有进出口实绩的外贸企业数量同比增加了 5.9%，同比增加 2.5 万家企业，数量较多、灵活性较强的民营企业进出口增速高于整体，规模占进出口总值的比重继续保持在二分之一以上，为外贸稳增长、优结构发挥了积极作用。同时，根据海关总署对全国 3000 多家样本企业的订单跟踪，新增出口订单金额增长的企业比重，连续三个月环比提升。

图35：HS 分类下中国出口供给占比

全球主要商品供给分布 (HS分类下, 主要国家出口占全球出口比重)															
HS代码	名称	中国	美国	泰国	越南	印尼	新加坡	日本	韩国	巴西	印度	俄罗斯	南非	加拿大	欧盟
第一类	活动物; 动物产品	5.12	9.11	1.12	2.01	1.16	0.19	0.61	0.53	5.15	3.15	1.74	0.32	3.96	11.61
第二类	植物产品	5.87	13.78	2.36	2.87	0.71	0.11	0.20	0.23	8.74	3.47	2.18	1.02	4.21	6.66
第三类	动、植物油、脂及其分解产品; 精制 的食用油脂; 动、植物蜡	1.36	3.54	0.54	0.23	20.09	0.31	0.26	0.09	1.18	1.35	3.94	0.25	3.70	6.79
第四类	食品; 饮料、酒及醋; 烟草及制品	5.74	8.11	3.69	1.08	1.34	2.24	0.79	1.01	3.59	1.32	1.01	0.71	2.74	16.97
第五类	矿产品	2.62	10.55	0.49	0.28	1.92	2.41	0.75	2.16	2.85	2.49	11.42	1.13	5.48	6.32
第六类	化学工业及其相关工业的产品	8.22	11.01	0.78	0.27	0.71	2.57	3.88	2.93	0.64	3.06	1.22	0.35	1.77	24.85
第七类	塑料及其制品; 橡胶及其制品	14.26	10.46	3.85	1.22	1.13	2.21	4.76	5.34	0.63	1.42	0.81	0.25	2.14	11.08
第八类	生皮、皮革、毛皮及其制品; 鞍具及 挽具; 旅行用品、手提包	30.10	2.99	1.27	3.39	0.69	1.58	0.19	0.75	1.05	2.62	0.17	0.20	0.55	19.59
第九类	木及制品; 木炭; 软木; 编结品	11.68	6.44	1.85	2.89	3.04	0.07	0.25	0.07	2.25	0.41	6.67	0.40	9.09	12.36
第十类	木浆及其他纤维状纤维素浆; 纸及纸 板的废碎品; 纸、纸板及其制品	10.73	11.42	0.71	0.51	2.95	1.14	1.48	1.35	3.92	1.00	1.71	0.51	5.81	14.35
第十一类	纺织原料及纺织制品	32.20	3.23	0.86	4.87	1.59	0.25	0.96	1.54	0.44	4.39	0.13	0.15	0.40	7.31
第十二类	鞋帽伞等; 已加工的羽毛及其制品; 人 造花; 人造制品	39.58	1.34	0.42	12.11	3.02	0.38	0.15	0.42	0.68	1.95	0.19	0.13	0.21	8.40
第十三类	石料、石膏、水泥、石棉、云母及类 似材料的制品; 陶瓷产品; 玻璃及其制 品	30.68	6.51	1.12	1.07	0.41	0.29	4.06	1.68	0.96	2.47	0.90	0.25	1.08	13.44
第十四类	珠宝、贵金属及制品; 仿首饰; 硬币	3.19	9.01	2.26	0.34	1.02	2.73	1.76	0.46	0.65	5.64	2.35	2.30	3.22	11.78
第十五类	贱金属及其制品	16.41	6.10	0.93	1.02	1.20	0.68	4.79	4.22	1.47	2.31	3.37	0.88	2.71	11.15
第十六类	机电、音像设备及其零件、附件	25.51	8.89	1.59	2.59	0.32	4.22	5.63	5.26	0.38	0.85	0.34	0.17	1.13	13.77
第十七类	车辆、航空器、船舶及有关运输设备	5.95	14.63	1.52	0.22	0.46	0.66	8.93	4.50	0.85	1.33	0.38	0.65	3.89	17.95
第十八类	光学、医疗等仪器; 钟表; 乐器	12.94	15.13	0.94	0.87	0.20	3.69	6.60	3.44	0.17	0.57	0.31	0.10	1.20	20.17
第十九类	武器、弹药及其零件、附件	0.84	36.15	11.36	56.00	0.00	0.01	0.74	3.23	2.17	0.76	0.61	0.67	1.50	23.41
第二十类	杂项制品	46.94	4.96	0.68	0.64	0.78	0.30	2.02	0.71	0.25	0.75	0.31	0.15	1.98	9.89
第二十一类	艺术品、收藏品及古物	2.55	44.29	0.20	15.30	0.02	1.12	1.24	0.31	1.33	0.45	0.02	0.34	1.19	51.28

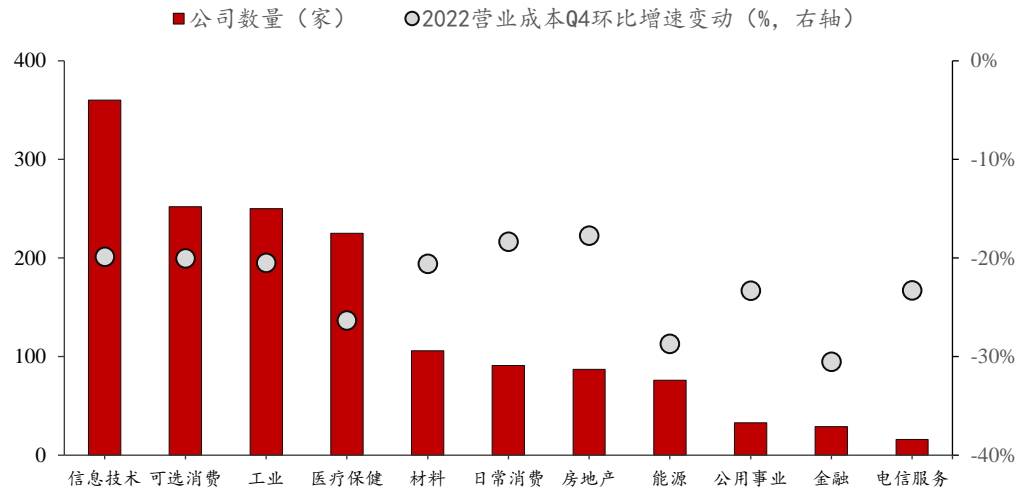
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

把握出口变动，重点聚焦三大出口结构性趋势：

1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。三年疫情和海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入 K 型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在 20 世纪 70 年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等依赖性价比优势大幅抢占美国市场。此外，全球滞胀背景下企业经营面临挑战，积极推进降本战略，我们梳理美股超过四分之一的公司在 2022 年 Q4 开始缩减营业成本。

我们认为，在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注，一方面是得以我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本，另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造业和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

图36: 2022年Q4美股众多上市公司开启降本行动, 信息技术、可选消费、工业等公司占比较高

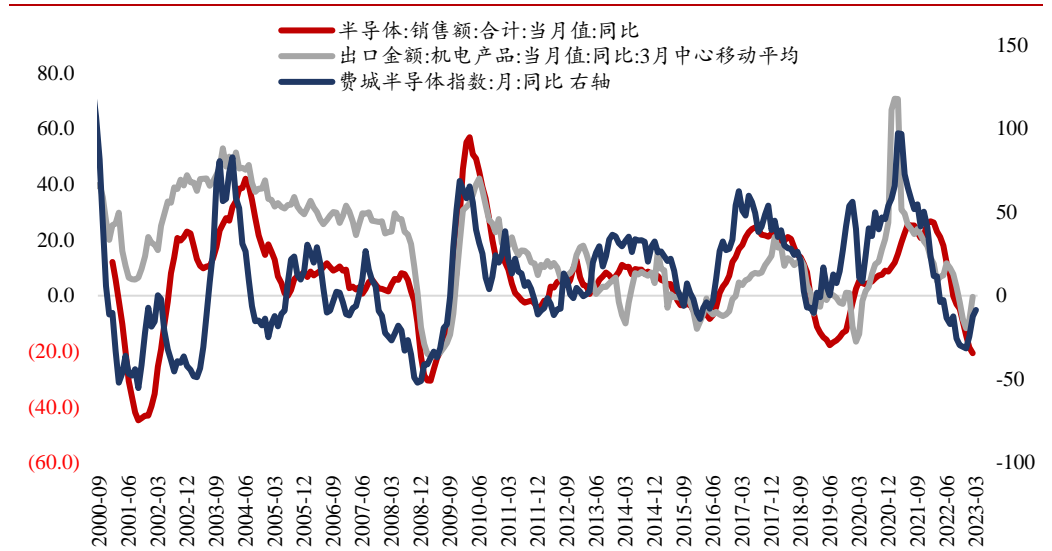


资料来源: Wind、彭博, 浙商证券研究所

2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。2023年以来我国对新兴市场国家出口表现积极, 特别是对新兴市场国家及一带一路沿线出口增速表现较快, 一季度, 我国对第一大贸易伙伴东盟进出口 1.56 万亿元, 同比增长 16.1%, 高出整体增速 11.3 个百分点, 规模占进出口总值的 15.8%; 铁路货运出口和边贸成为出口重要亮点, 一季度西部陆海新通道进出口 9695.2 亿元, 增长 10.1%, 同时中老铁路开通帮助我国对在东盟贸易中发挥重要作用, 2023 年一季度共监管验放进出口货物 88 万吨, 增加 219%。我们认为, 东盟、俄罗斯、一带一路等新兴市场国家对“中国制造”依赖逐步提升, 在其现代化进程中, “中国制造”出海有望带动我国相关品类出口表现。

3) 关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑, 与全球宏观经济周期不同步, 当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段, 其相关品类出口也较为积极, 机电产品占我国出口近六成比例, 其产业变化与科技周期高度相关, 特别是全球半导体周期; 近期半导体周期已经接近底部拐点, 随着 ChatGPT 等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步发展, 未来库存见底回升以及算力需求的大幅提升有望带动半导体周期触底回升, 从而带动相关品类的出口增长。此外, 全球碳中和进程下, 我国在新能源制造领域具备超强能力, 新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性。

图37: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

经济渐进修复，带动进口回升，预计2023年4月人民币计价进口同比增速8%。我国2023年一季度不变价GDP同比增长4.5%，较2022年Q4有所回升；结构层面，工业生产逐步修复，3月规模以上工业增加值同比增长3.9%，服务业显著回升，全国服务业生产指数同比增长9.2%。消费及投资也积极回升，3月消费复苏超市场预期，社会消费品零售总额同比增长10.6%，1-3月固定资产投资累计增速同比增长5.1%，与去年同期持平，其中基建及制造业投资保持韧性，地产投资修复显著。我们认为，疫后我国经济持续修复，当前我国内需仍处于弱修复阶段，内生动力还不强，需求仍然不足。

4月28日政治局会议明确要求：“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。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”。我们认为，随着内需的进一步修复和回升，对进口的带动也将进一步提升，预计我国进口大概率稳步回升，Q2进口增速将较Q1有显著回升。

## 8 预计2023年4月信贷新增7000亿元，社融新增1.55万亿，增速分别为11.7%和10.2%

预计2023年4月人民币贷款新增7000亿元，同比小幅多增约500亿，对应增速回落0.1个百分点至11.7%，我们对数据相对悲观并提示其可能明显低于市场一致预期。去年4月受疫情影响，人民币贷款新增仅6454亿元，此前一年的2021年4月是1.47万亿，但即便有去年的较低基数，我们认为今年4月信贷也难以大幅多增，核心在于一季度的大规模投放或对后续月份有所透支，预计储备项目或阶段性不足，使得企业贷款承压；居民端，由于去年疫情对其冲击较大，低基数或意味着今年4月大概率仍同比多增，但近期地产销售高频回落也意味着居民中长期贷款同比多增幅度将较前值有所收敛。今年4月银行“冲

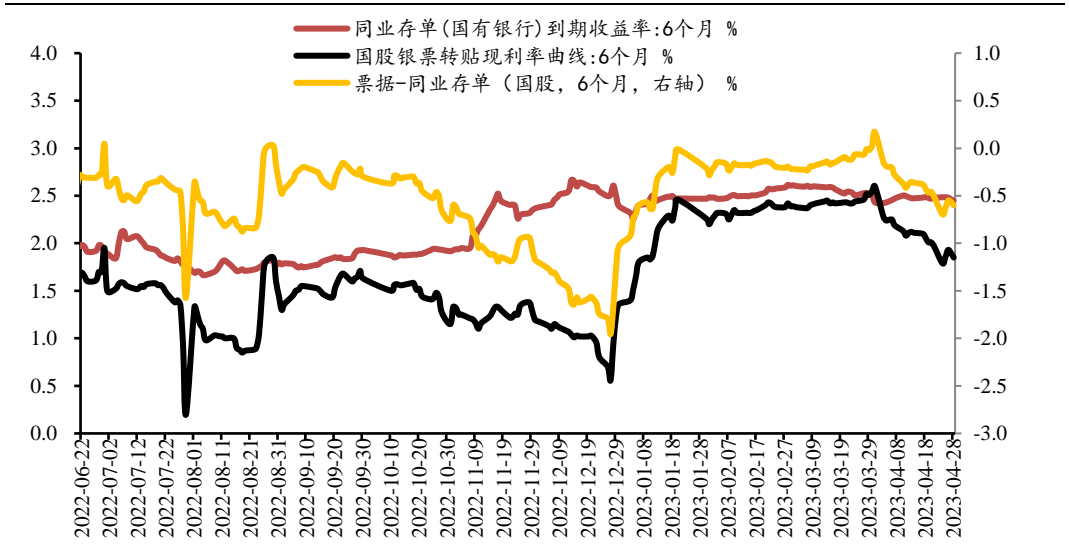
票据”再现，虽然月末略有上行，但主因企业贴现量大增导致供给增量超需求增量，使得利率小幅上行，不影响我们对信贷形势的判断。

从票据利率角度观察月内信贷状况，相对对流动性的指示性意义，票据更具信贷属性，将票据利率与同期限同业存单利率做差，可剔除短端流动性的扰动，该指标与信贷增速正相关度较高，当银行一般贷款投放较为充足，即信贷形势较好时，则其购入贴现票据减少，票据市场供大于求会使得利率上行幅度较大；反之，若实体信贷需求较弱，银行往往会通过“冲票据”以保持信贷规模相对稳健，此时贴现票据需求增大，供不应求导致票据利率下行幅度加大，而此时信贷总体形势是偏弱的。今年4月，票据-同业存单利差（6个月）持续震荡下行，虽然月末略有上行，体现供需关系略有反转，但并非是银行卖盘大幅增加，而是来自企业贴现量增加所致（票据利率下行导致企业贴现意愿增强），全月看，利差下行幅度达77BP，或反映出4月信贷投放较弱。对于票据录数，4月企业贴现量大增，但到期量仍然较大，表内“票据融资”或仍为小幅负增。

结合我们对全年信贷体量的判断，我们测算一季度信贷增量占全年比重或高达45%-47%，处于历史极高值区间，其中也隐含了对下半年可能再次降准的判断。总体看，今年信用环境较为友好，但政策前置特征鲜明。

预计4月信贷偏弱，5、6月仍然同比承压，结构上仍是重点支持基建、制造业（尤其是科创、绿色）、普惠小微等领域，地产为边际增量。根据央行4月20日新闻发布会披露数据，一季度基建中长期贷款新增2.16万亿元，同比多增7771亿元；制造业中长期贷款新增1.3万亿元，同比多增6237亿元；房地产业中长期贷款新增6536亿元，同比多增3791亿元。3月，多家银行在2022年年报业绩发布会上表示今年绿色、基建、科创将是重点布局领域。对于基建，我们认为，去年大量重大项目集中开工、加速推进，今年进入施工阶段，对资金的需求量保持稳健；对于制造业，政策持续鼓励银行加大制造业中长期贷款投放，其中，高技术制造业、新能源是侧重点；对于房地产，2022年末地产金融政策转向，“要求落实落细金融支持房地产市场一揽子政策措施”的基调下，地产开发贷、保交楼贷款也为企业中长期贷款贡献增量。

图38：4月票据-同业存单利差波动下行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

预计4月社融新增1.55万亿，同比多增约6000亿元，增速较前值升0.2个百分点至10.2%。结构中，预计同比多增来自信贷、未贴现银行承兑汇票、政府债券及信托贷款；委托贷款与去年基本相当；而企业债券、股票融资可能小幅同比减少。

对于信贷，预计4月表内非银贷款约+1500亿，使得社融口径人民币贷款较信贷口径人民币贷款更低。

对于未贴现银行承兑汇票，4月银行“冲票据”导致表外票据体量或较小，但去年经济大幅回落与“冲票据”叠加使得基数较低，预计该数据将有相对大幅的同比多增。

高频数据显示政府债券净融资规模约4800亿元，同比略多增；对于信托贷款，预计小幅同比多增，主要受地产金融政策影响，“十六条”明确规定“支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期”，当前金融机构继续积极落实，预计将支撑信托贷款数据，且融资类信托若依据存量比例压降，则每年压降规模也是同比减少的。

预计委托贷款走势稳健，边际增量或来自公积金贷款。公积金贷款计入委托贷款，据财联社信息，今年以来，已有宿迁、合肥、丹东等至少28个城市陆续发布关于公积金调整的政策，政策内容既包括提高公积金贷款最高限额，也包括提取公积金偿还个人住房贷款、租房提取公积金额度的提高等，其有望支撑委托贷款数据稳健回升。

对于企业债券，预计有约3000亿的净融资规模，主要受信用债收益率低位，企业债务融资需求回暖的影响，但数据较去年略少增。

对于M2，4月信贷走弱，但预计财政支出继续前置，使得M2仍具韧性，考虑到去年基数走高，预计4月M2增速较前值回落0.3个百分点至12.4%。对于M1，地产销售边际转弱，但4月末受益于五一假期，居民消费出行活跃度提高，预计4月M1增速较前值回升0.4个百分点至5.5%。

总体看，4月金融数据及市场对宽信用的预期或有转弱，且5、6月由于去年的高基数，也将继续压制今年预期。对于后续货币政策，4月末政治局会议提出“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力”，政策基调和表述延续了去年底中央经济工作会议的部署，我们认为“精准有力”更加强调货币政策的结构性发力，即精准滴灌、定向支持，预计二季度货币政策将以结构性调控为主，再贷款仍将发挥主导作用。根据央行官方数据，截至今年3月末，我国结构性货币政策工具余额68219亿元，去年末是64465亿元，增加了3754亿元。值得注意的是，央行于1月、2月分别新创设房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划两项结构性政策工具，额度分别800、1000亿元，新工具均针对地产领域，体现维稳意图。我们预计央行后续将继续强化对制造业、科技、小微、绿色等领域的信贷支持，结构性政策将继续强化使用。

## 风险提示

消费者信心恢复不及预期；大国博弈超预期。

表1: 4月宏观经济数据预测

	2021	2022	2023	2023	2023	2023	2023
			M1	M2	M3	M3	M4
			实际	实际	预计	实际	预计
GDP							
(当季同比, %)	8.4	3			4.9	4.5	
					(Q1)	(Q1)	
规模以上工业增加值							
(当期同比, %)	9.6	3.6		2.4	5.0	3.9	11.0
城镇固定资产投资							
(累计同比, %)	4.9	5.1		5.5	5.7	5.1	4.9
社会消费品零售总额							
(当月同比, %)	12.5	-0.2		3.5	7.7	10.6	19.8
CPI							
(当期同比, %)	0.9	2	2.1	1.0	0.8	0.7	0.3
PPI							
(当期同比, %)	8.1	4.1	-0.8	-1.4	-2.6	-2.5	-3.3
出口							
(人民币计价当期同比, %)	21.2	7		0.9	2.5	23.4	17.0
进口							
(人民币计价当期同比, %)	21.5	4.3		-2.9	-0.8	6.1	8.0
贸易差额							
(亿元)	43687	58630		8103	3450	6010	5000
M2							
(当期同比, %)	9.0	11.19	12.6	12.9	12.7	12.7	12.4
社会融资总额							
(当期新增, 亿元)	313500	320100	59800	31600	50000	53800	15500
人民币贷款							
(当期新增, 亿元)	199500	213096	49000	18100	36000	38900	7000
全国城镇调查失业率							
(期末, %)	5.1	5.5	5.5	5.6	5.5	5.3	5.2
一年期定期存款利率							
(次月期末, %)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
人民币兑美元汇率							
(次月期末)	6.45	6.97	6.95	6.87	6.80	6.92	6.85

资料来源: Wind, 浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>