

宏观点评 20230516

4 月经济：高基数“掩盖”了什么真相？

2023 年 05 月 16 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 4 月应该是 2023 年大多数经济数据同比的“高光”时刻，比如 18.4% 的社零增速，但是不得不说 4 月这场低基数的“翻身仗”打得并不漂亮。我们用统一的方法计算主要分项的基数效应，发现 4 月地产和工业生产没有“跑赢”基数效应，社零代表的以商品为主的消费略高于基数效应，相对而言，基建和制造业在没有太多基数支持的情况下继续发挥稳定经济的主要作用。

4 月经济数据和上周公布的信贷数据共同反映了当前我国经济的核心问题——内生动力不足。如果不能利用好第二季度低基数的窗口，尽可能多地获得稳经济的筹码，我们比较担心，在基建和制造业投资增速势必放缓的背景下，内生经济动能的惯性下滑，具体数据如下：

■ 去库存依旧是当前工业制造业最大的压力。虽然有低基数，但是工业制造业似乎并未享受到放开后经济复苏的红利，4 月工业增加值环比负增 0.47%，为有数据以来 4 月环比增速的最低值。从单月同比增速来看，汽车制造业遥遥领先（44.6%），导致 4 月 5.6% 的工增同比增速中，有近 2.4% 来自于汽车行业，这主要受益于极低的基数和 4 月新能源车的亮眼出口。其他方面，电气机械依旧是工业生产中表现最稳定的部分，自 2022 年下半年以来长期处于前二的地位，背后的动力一方面来自于基建的支持，另一方面“新三样”出口的发力同样功不可没。

我们依旧维持对于工业制造业整体处于主动去库存阶段的判断，而根据最新的数据，去库存的阶段至少要持续到第三季度末。而期间是否能由主动去库存转换至被动去库存的关键在于相关出口是否能稳住。

■ 制造业投资：政策的直接拉动可能接近拐点。2021 年至 2022 年制造业投资整体的表现都不赖，这也导致相较其他主要分项，4 月制造业投资享受的低基数红利很少，5.3% 的同比增速虽然有所放缓，但并不差。不过从结构上看，此前一直是压舱石的电气机械行业（在制造业投资中占比前五）开始出现放缓的迹象，这可能意味着政策对于企业投资的直接支持可能已经接近拐点，在政策整体谨慎的背景下，往后看将越来越考验企业自身的内生投资意愿是否能接棒。

■ 基建：增速放缓下的结构分化。2023 年以来基建持续发力，4 月广义基建投资同比增速录得 7.9%（去年 4 月为 4.4%），基建投资势头依旧强劲。公共设施投资增速下滑打破了一季度基建三大组成部分均衡发力的现象，电热水以及交通运输成为 4 月基建投资的“主力军”，不过后者对基建投资增速的拉动作用略弱于前者，这主要源于铁路和道路投资增速齐降。

2023 年基建投资仍是推动经济增长的一大主要发力点，同时财政部对于“加快地方政府专项债券发行和使用”的政策定调意味着地方专项债可撬动社会投资，使更多实物工作量落地见效。但不可否认的是在总量政策相对偏谨慎的情况下，基建增速继续降低的压力越来越大，如何更好地撬动民间投资将是未来几个月的重点工作，这也意味着基建投资自身会出现结构性分化，例如收益性相对更差的部分（如市政公共设施）可能面临更大的压力。

■ 消费：复苏有些“底气不足”。4 月社零因去年低基数同比录得 18.4%，但环比看却是除 2022 年的近 10 年同期的最大降幅，可能反映两点：一是前期积压的需求释放可能告一段落；二是政策面目前仍偏向“场景性”修复，五一假期消费的火热有“集聚”现象，加之社融数据反映的“取钱还贷”，居民的日常消费仍偏谨慎。

分项来看，出行类消费仍是主要拉动，汽车、石油及制品、餐饮表现持续强劲，不过 4 月乘联会口径汽车零售销量 55.5%，与汽车项零售额两年复合同比增速 -2.8% 背离，看来“以价换量”的代价有些大。家电、家具及装潢为拖累项，显示地产链需求持续疲软。值得一提的是 4 月限额

相关研究

《五一之后，消费的后劲如何？》

2023-05-15

《信贷狂飙为何“画风突变”？

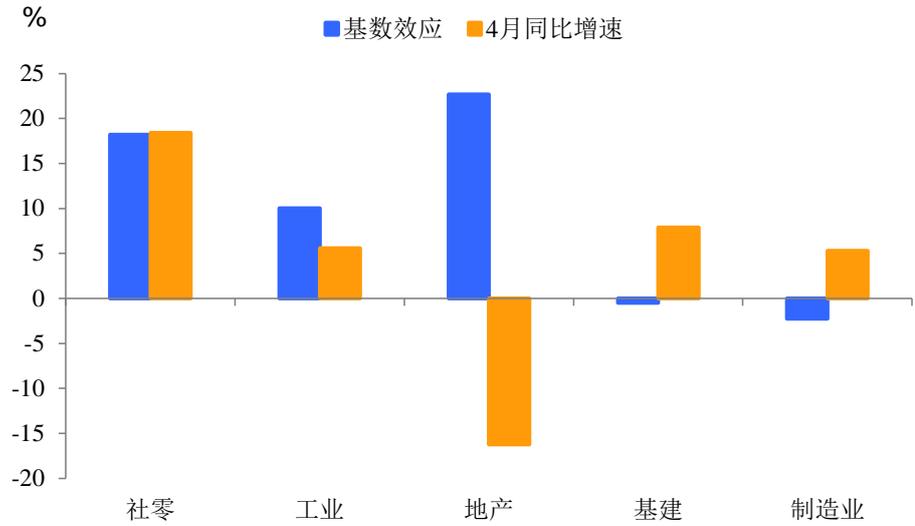
【勘误版】》

2023-05-11

以下社零增速更快，或反映疫后更广义上的人口流动与就业好转。

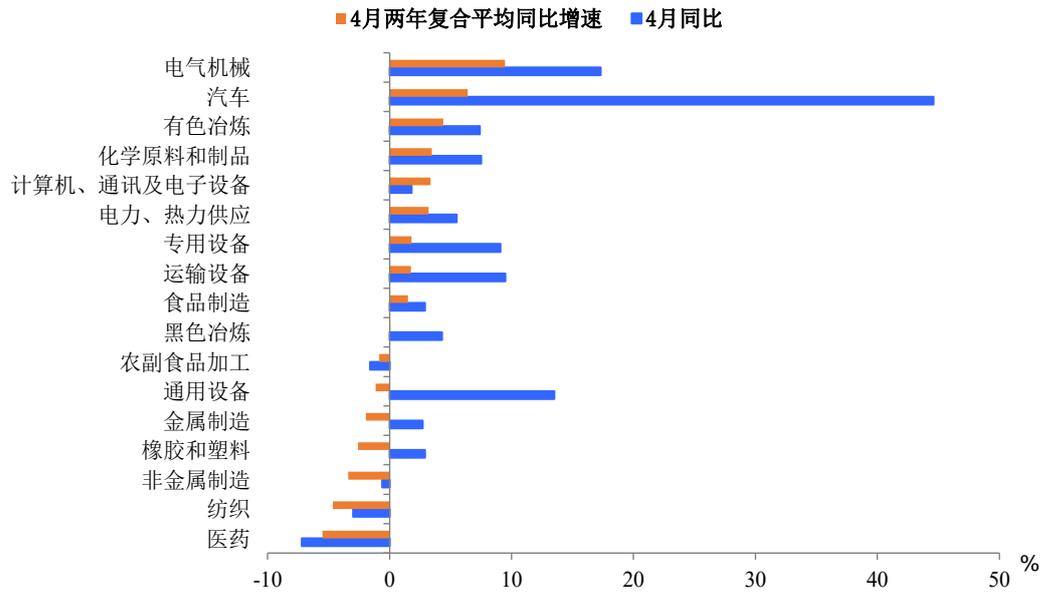
- **地产：亮眼的竣工和“不争气”的投资。**4月经济表现最差的部分可能就是地产投资，在基数效应下跌幅反而大幅走阔至16%，4月新开工与施工面积继续探底，不过竣工面积同比增长37%，两年复合平均同比增速也有11.5%，地产依旧呈现极端冷热分化的局面。虽然投资持续萎缩，但考虑到近期一线城市房价重新回升，或难以期待大规模的需求端刺激，政策预计主要还是延续政治局会议提及的落实保交楼以及保障性住房，二季度地产供给端大概率还是以收窄跌幅为主。
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

图1: 2023年4月主要分项同比增速和基数效应



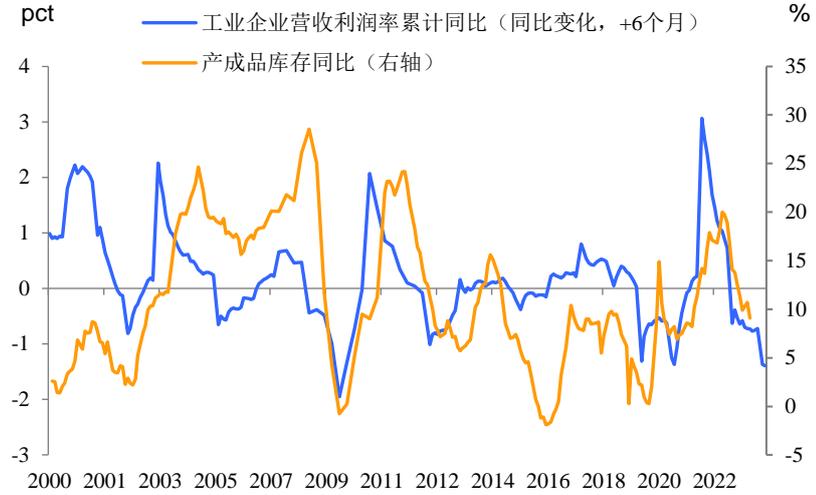
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 4月主要工业部门同比增速



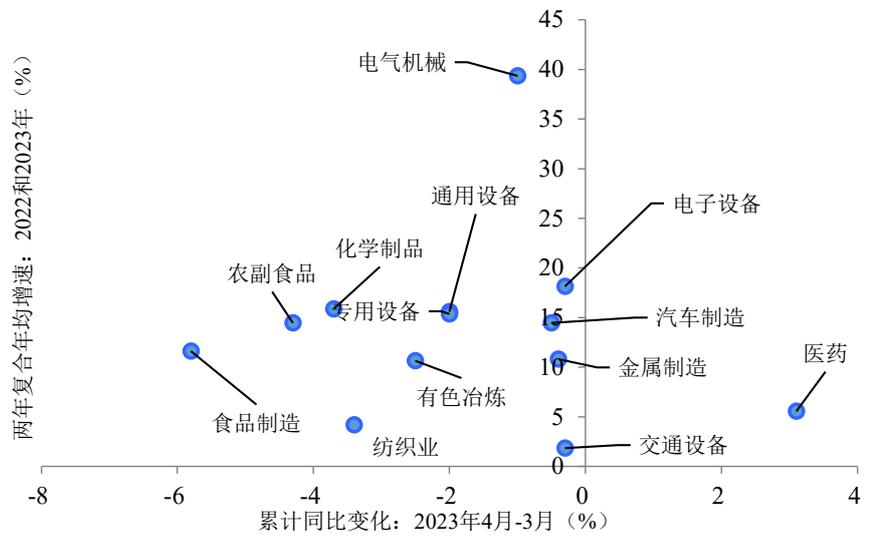
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 工业去库存的阶段至少要持续至 2023 年第三季度



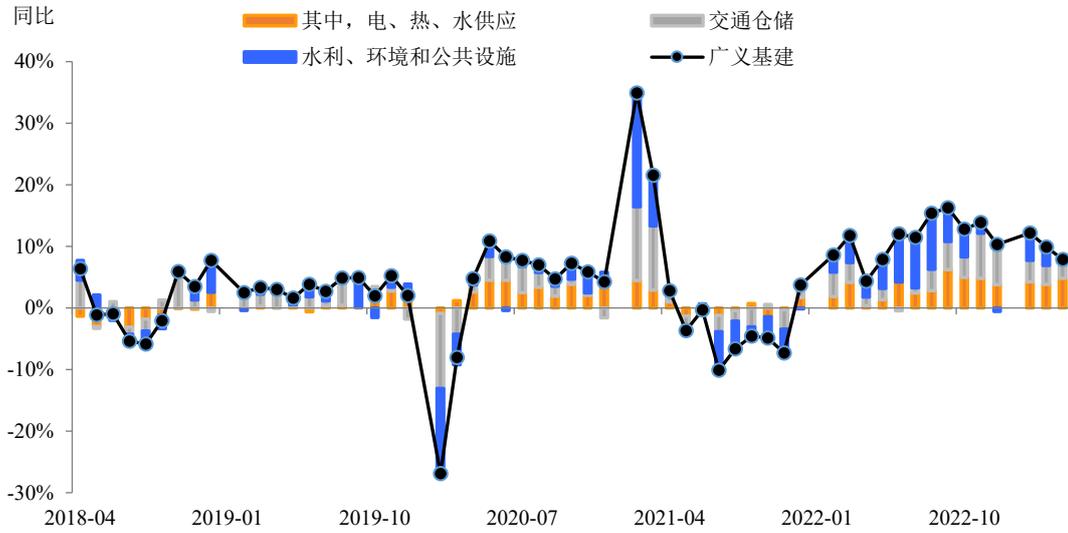
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023 年 4 月部分行业制造业投资的表现



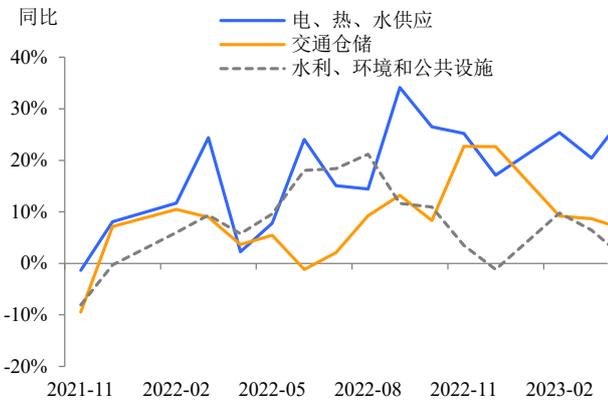
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：2023年4月基建投资主要由电热水以及交通仓储发力（当月同比）



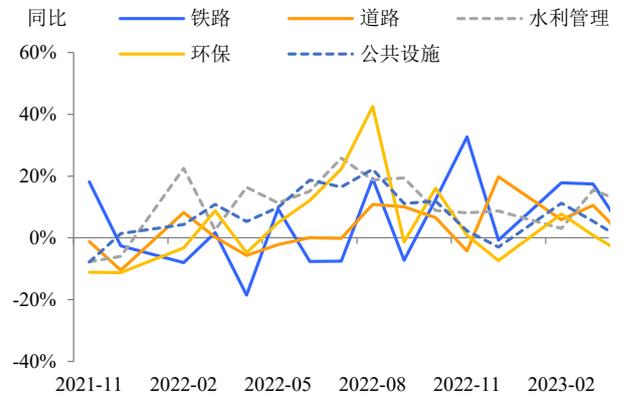
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023年4月公共设施投资增速明显下滑（当月同比）



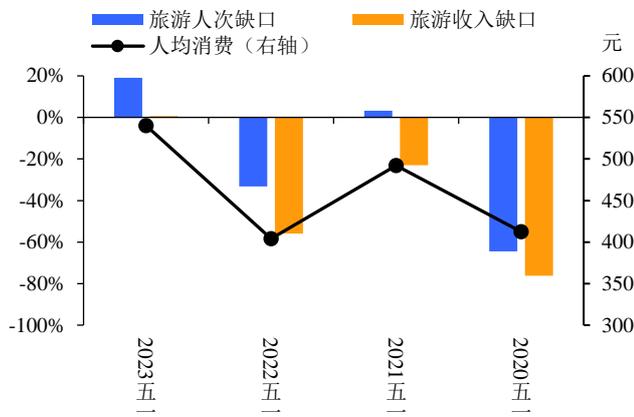
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2023年4月铁路与道路投资增速双降（当月同比）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 五一假期消费火热



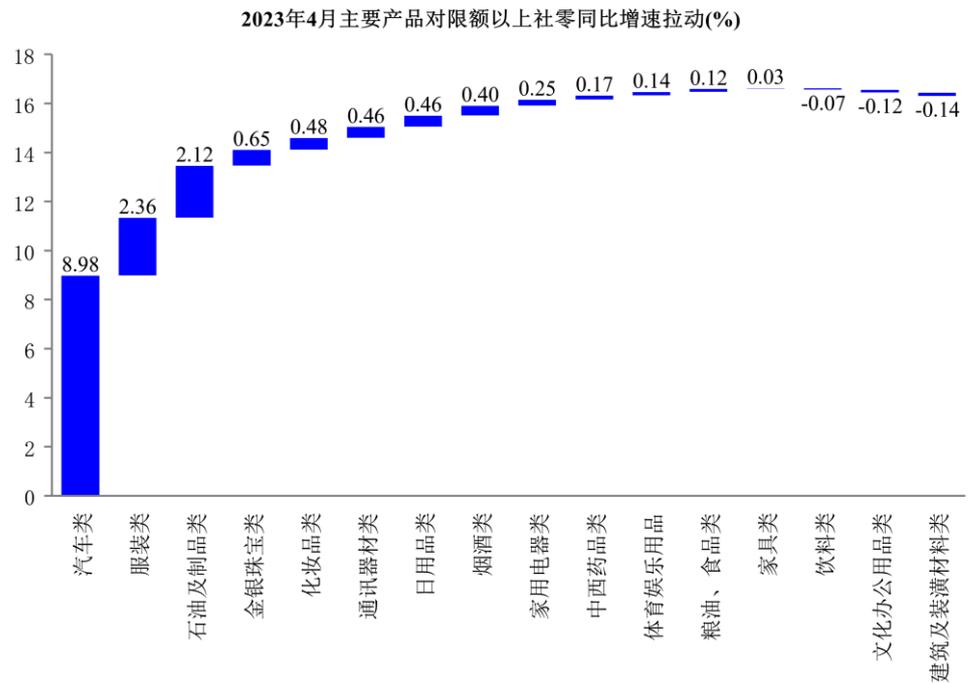
注: 缺口相对于2019年五一假期
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 但实际社零表现一般



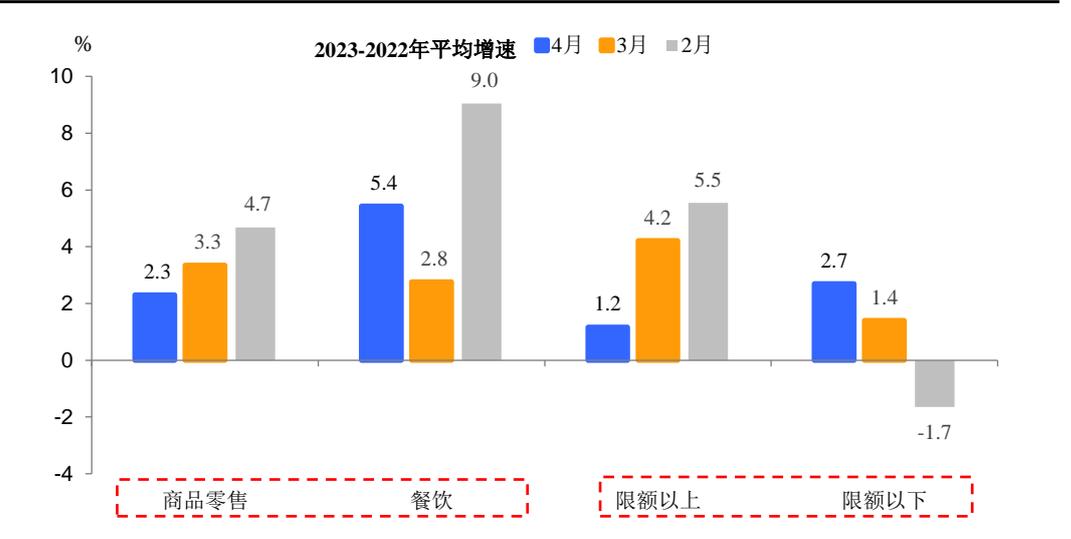
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 4月社零分项拉动情况



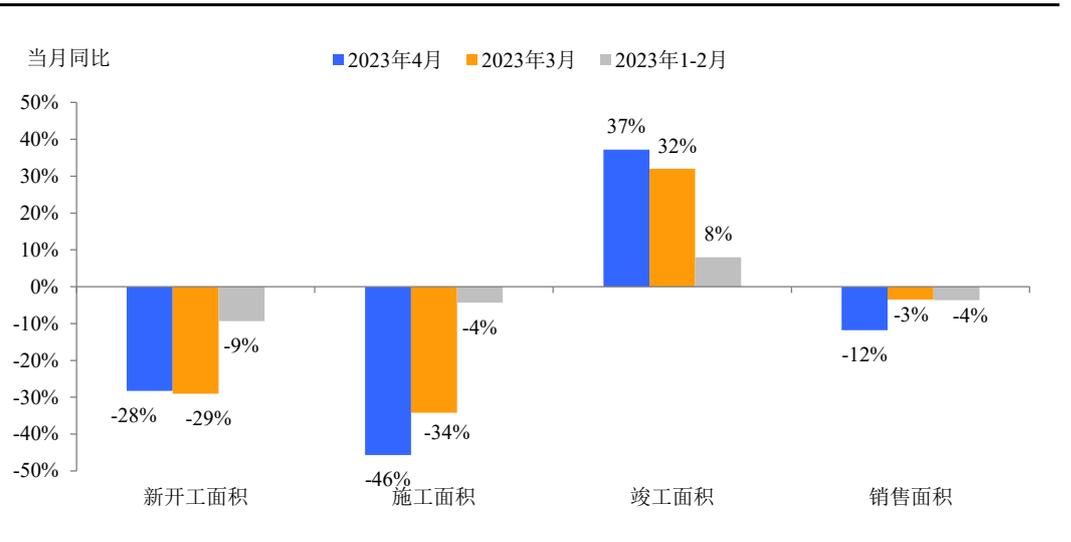
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 餐饮消费强劲, 限额以下社零增速更快



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 新开工与施工面积持续探底



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

