

# 周度经济观察

## ——环比放缓的趋势或将延续

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2023 年 05 月 16 日

### 内容提要

伴随积压需求释放完毕，4 月经济延续了 3 月减速的态势。从 5 月高频数据来看，需求收缩的过程仍在延续，二季度经济的环比增长动能将弱于一季度。

从同期金融、通胀数据来看，当下居民和企业部门信心仍然偏弱，消费倾向和投资意愿恢复缓慢，疤痕效应仍然广泛存在。

在经济环比增速放缓、政策刺激意愿偏低的背景下，权益市场表现出风格快速轮动的特征，增量资金流入不明显，我们预计这一局面在二季度或将延续。

风险提示：（1）地缘政治风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、 积压需求释放结束，经济持续回落

4 月工业增加值当月同比 5.9%，较上月提升 1.7 个百分点，主要是基数效应导致。2 年复合同比为 1.3%，较上月大幅回落 3.1 个百分点。观察环比数据，季调后环比-0.47%，较上月回落 0.59 个百分点。这一季调后环比低于去年封控期间的水平，从数据公布以来，仅高于 2020 年 1 月和 2 月数值。

由于去年同期疫情影响，各大门类基数不一，所以使用两年复合同比进行比较。三大门类均出现回落，制造业回落幅度最大。制造业 4 月复合同比为 0.8%，较 3 月回落 3.5 个百分点；采矿业 4 月复合同比为 4.6%，较 3 月回落 1.8 个百分点；公共事业 4 月复合同比为 3.1%，较 3 月回落 1.8 个百分点。

从已公布的行业数据看，在两年复合同比的维度下，仅有石油和天然气开采提升，农副食品加工业，电力、热力的生产和供应业，食品制造业回落幅度较小；而汽车制造业、非金属矿物制品业、医药制造业回落幅度最大。

4 月服务业生产指数当月同比 13.5%，较 3 月提升 4.3 个百分点，而使用两年复合同比来看，4 月复合同比为 3.2%，较 3 月回落 0.8 个百分点，反映了积压需求释放完毕的影响，回落幅度小于工业生产，也体现了服务消费对货物消费的替代。

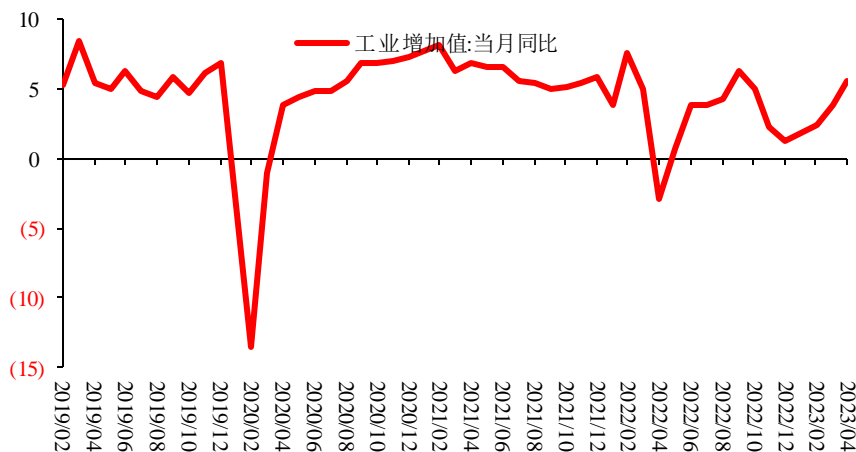
物量数据的表现类似，除焦炭外，原煤、粗钢、钢材、水泥和发电量两年复合增速均出现回落。

价格层面，4 月 PPI 环比为-0.5%，较上月回落 0.5 个百分点，南华工业品指数中枢下移。

结合量价数据来看，伴随积压需求释放完毕，4 月经济延续了 3 月减速的态

势。从5月高频数据来看，需求收缩的过程仍在延续，二季度经济的环比增长动能将弱于一季度，下半年经济有望重新转入弱复苏的过程。

图1：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

4月固定资产投资当月同比增速3.6%，较3月回落1.1个百分点，季调后环比为-0.64%，两年复合同比为2.7%，较3月回落3个百分点。

当月同比来和两年复合同比来看，基建投资、制造业投资、房地产投资均出现回落。

4月基建投资（含电力）当月同比为7.9%，较3月回落2个百分点，两年复合同比6.1%，较上月回落4.7个百分点。这显示财政支出力度在减弱，在地方政府债务偿还压力增加的背景下，基建投资或将继续从高位回落。

4月制造业投资当月同比为5.3%，较3月回落0.9个百分点，两年复合同比为5.8%，较上月回落3.2个百分点；民间投资的增速为-0.2%，较3月回落0.6个百分点，两者的裂口收窄。

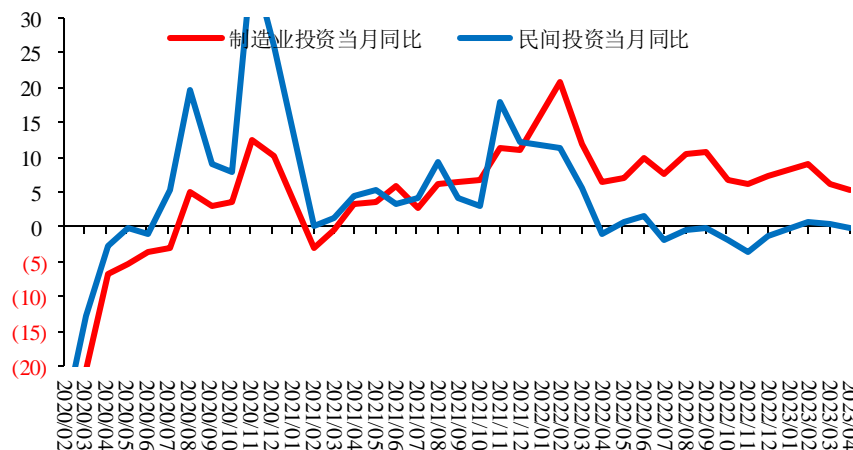
根据已经公布的数据，医药制造业、金属制品业、汽车制造业较3月显著增长，而纺织业、食品制造业、化学原料及化学制品制造业等下游行业投资增速回

落幅度较大。

合并信贷数据的情况，当下扩大投资和加杠杆的主体可能仍然是国有企业和新能源产业链的企业，情况和去年下半年变化不大，私人企业部门仍然处于偏保守的状态。

往后看，不同于居民部门，企业部门的投资相对更有粘性，企业部门的疤痕效应可能会逐渐在今年体现，即使房地产逐渐企稳，民间投资和整体投资的裂口可能仍然难以显著收窄。而考虑到 PPI 的负增长，实际投资的回落幅度低于名义增速。

图2：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

4月房地产投资当月同比-7.3%，较3月回落1.4个百分点，两年复合同比-8.7%，较上月回落4.5个百分点，重新回到下滑区间。

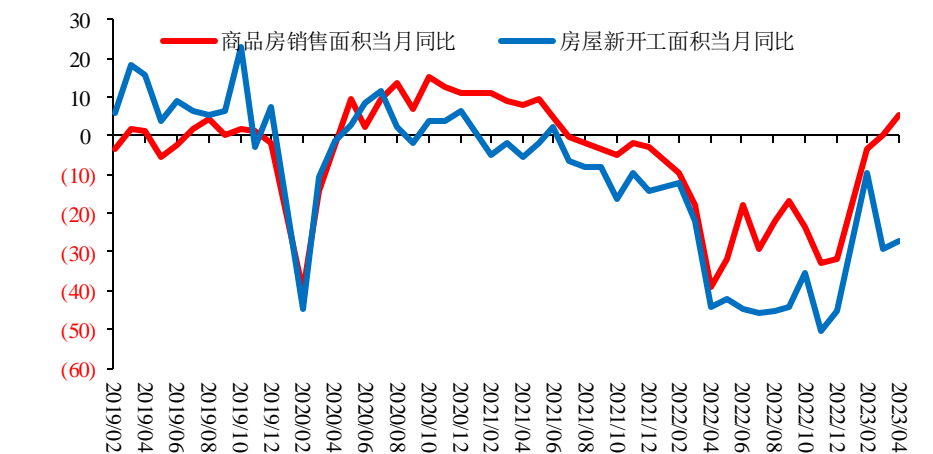
4月地产销售面积当月同比5.5%，较3月大幅提升5.4个百分点，这一上升主要是去年同期基数效应导致，4月的两年复合同比为-19.7%，较3月回落10.5个百分点。和观察到的高频数据在趋势上一致，积压性需求释放在一季度推升了销售，这一力量在3月开始衰减，在4月趋于终结。但是在数量层面，由于高频

数据反应的是能级更高城市的销售情况，30大中城市销售面积同比多增，能级更低城市销售面积占比更大，导致全国商品房销售面积同比负增长。

4月房地产各项数据出现了回落，主要是积压性需求释放结束的影响，从5月的高频数据来看房地产仍处于偏弱的状态。

往后看，居民的购房信心恢复取决于“保交楼”政策的落地情况，目前从二手房销售显著好于新房这个现象来看，居民对交付风险的担忧仍然存在。此外，企业扩表能力和意愿短期内难以提升，房地产行业新开工和投资短期难以改善。

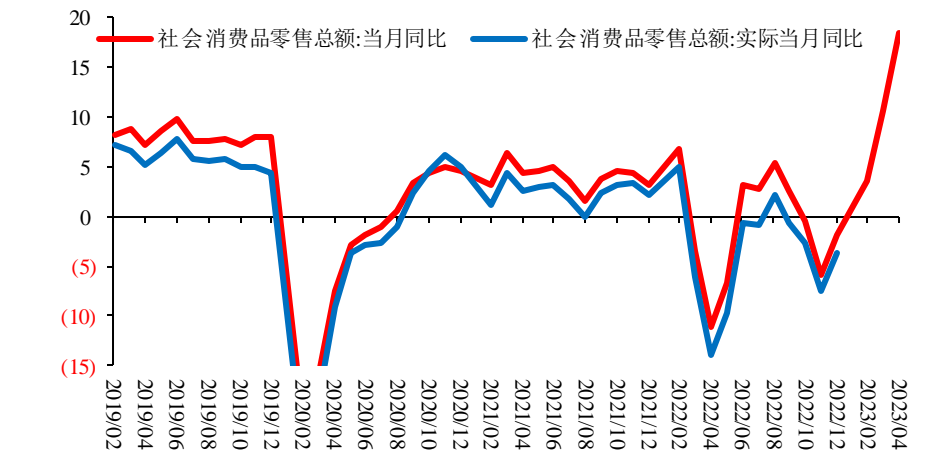
图3：房地产新开工和销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

4月社会消费品零售名义增速18.4%，较3月大幅回升7.8个百分点，两年复合同比2.6%，较3月回落0.7个百分点；季调后环比0.49%，较3月回落0.29个百分点。积压性需求释放完毕后，消费恢复出现放缓。

图4：社零名义和实际同比，%



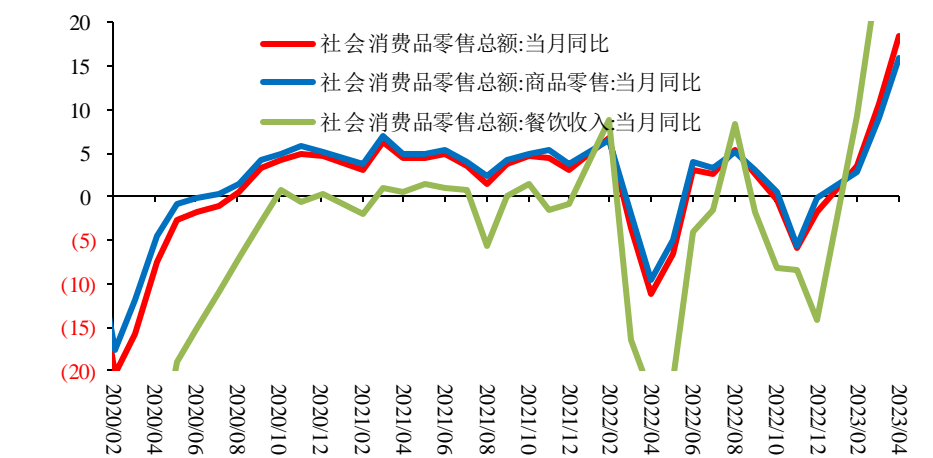
数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

分类别看，限额以上和限额以下企业零售同步回升，限上回升幅度更大，主要是基数的影响。分品类看，金银珠宝、化妆品、娱乐用品等去年受冲击较大的可选行业回升幅度最大，而家电、建材等房地产产业链在去年低基数的情况下延续低位。

餐饮收入大幅修复，同比 43.8%，较 3 月大幅回升 17.5 个百分点，两年复合同比 5.4%，较 3 月份抬升 2.6 个百分点。商品零售两年复合同比为 2.3%，较 3 月回落 1 个百分点。服务消费较货物消费仍然占优。

往后看，居民预防性储蓄的释放和消费倾向回升仍然需要时间，服务消费对货物消费的替代仍然在未来或许仍将延续。

图5：社零不同种类增速，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年使用2年复合同比

4月PPI环比为-0.5%，较上月回落0.5个百分点；受高基数的影响，4月PPI同比为-3.6%，较上月回落1.1个百分点。

分项来看，煤炭、石油、黑色金属等上游行业价格环比回落，同期计算机、纺织、食品、医药等中下游行业环比延续偏低，表明终端需求仍在缓慢恢复。

5月以来，南华工业品指数和高盛商品指数出现下跌。考虑到海外经济减速的压力仍存，国内仍处于温和复苏阶段，预计大宗商品价格环比或将延续回落，但去年6月以后PPI环比大幅回落，6月后PPI同比增速有望触底。

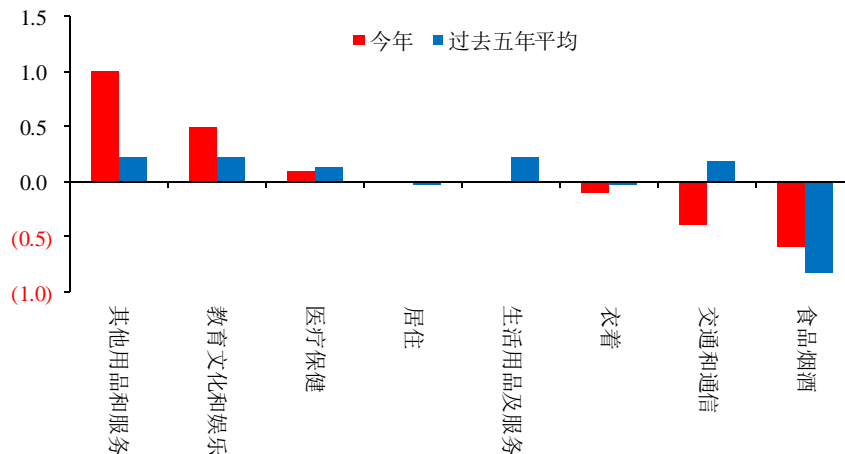
4月CPI同比0.1%，较上月大幅回落0.6个百分点；核心CPI同比0.7%，持平上月。

分项来看，能源分项的表现弱于季节性，是下拉通胀的主要力量，国内成品油价格伴随全球原油价格下调是驱动能源分项下降的主因；而食品和其余核心通胀表现基本符合季节性。

非食品分项中，其他用品和服务、教育文化和娱乐分项表现强于季节性，表明部分细分服务领域还在复苏。其他分项总体表现偏弱，显示总体需求恢复相对温和。

4 月 CPI 同比增速的回落主要受到能源和基数因素的影响，核心 CPI 维持偏弱的水平。往后看，考虑到基数的影响，以及经济环比增速的回落，CPI 同比增速或将继续下行。

图6：CPI 细项环比，%



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，4 月经济数据表明，积压需求的释放已经结束，经济回到内生动能为主的阶段，环比增长出现持续减速。结构层面，服务消费对货物消费的替代较为显著，服务业恢复的斜率好于工业。从金融数据来看，当下居民部门信心仍然偏弱，消费倾向恢复缓慢，疤痕效应仍然广泛存在。从一季度政治局会议的表态来看，短期内刺激政策加码的可能性偏低，经济仍将以内生动能修复为主，二季度经济的环比增速将维持低位。

## 二、弱复苏定价接近完成

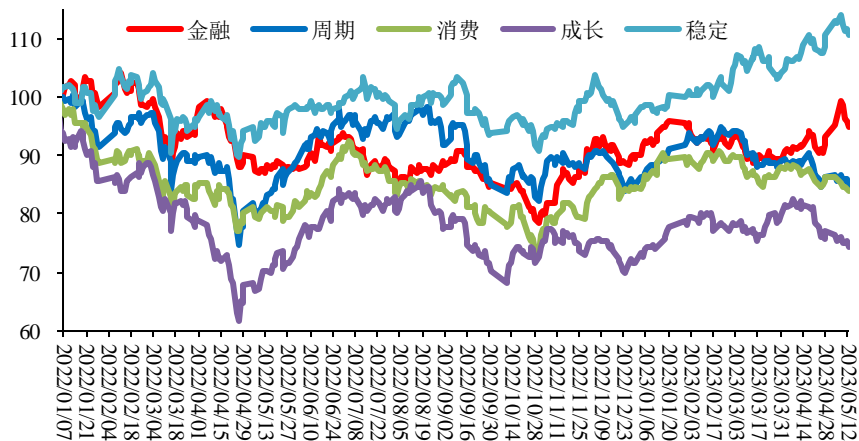


上周以来权益市场小幅下跌，成长和周期风格表现相对占优，中特估指数出现回落，成交额延续在万亿级别。

目前权益市场交易的主线仍不清晰，在经济环比增速放缓、政策刺激意愿偏低的背景下，与基本面强相关的价值板块容易受到压制。与此同时，AI 板块当前估值水平较高，盈利和商业模式的兑现高度存疑；中特股后续政策如何落地，最终影响几何尚不清晰。

因此权益市场表现出风格快速轮动的特征，增量资金流入不明显，我们预计这一局面在二季度或将延续。

图7：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

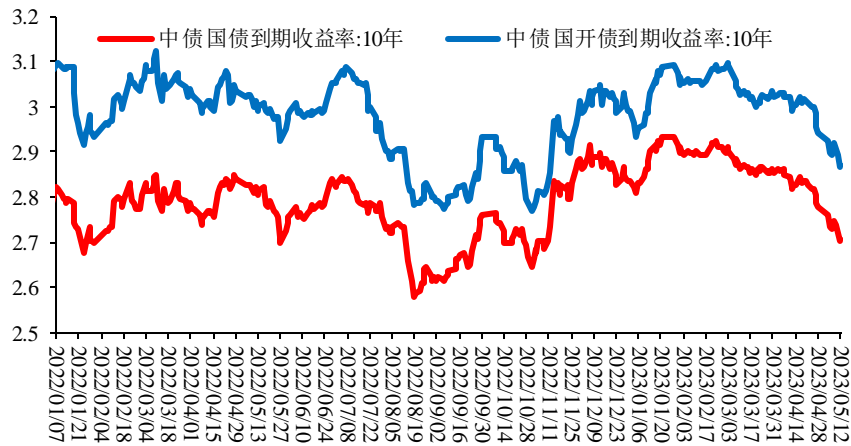
2021年12月31日为100

5月以来资金面压力进一步缓和，流动性环境总体维持中性。

受到商业银行下调存款利率上限的驱动，叠加经济复苏斜率趋缓，上周以来，AAA级1年存单利率、1年期和10年期国债收益率分别下行8BP、7.7BP和2.5BP。

经济数据公布后，债券市场反应不大，和此前偏低的金融数据公布情况接近，市场对利多相对钝化，表明弱复苏的叙事已经被充分定价和吸收。短期来看，也缺乏对这一叙事有冲击的逻辑兑现，债券市场或将延续震荡。

图8：10年期国债和国开债收益率，%



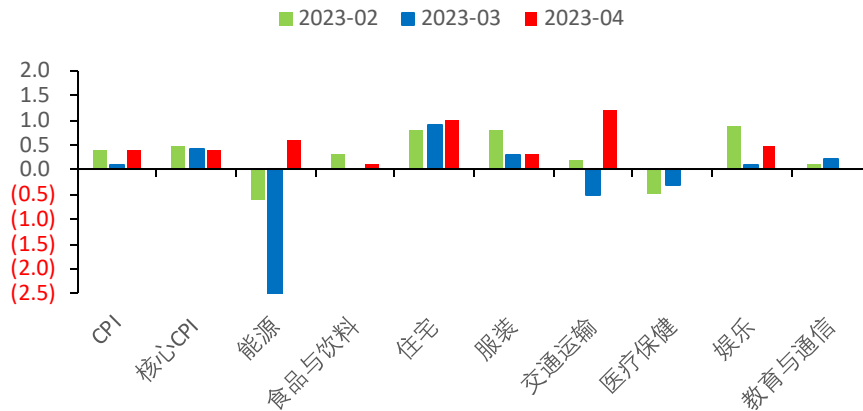
数据来源：Wind，安信证券

### 三、美国通胀下行在途中

美国4月CPI同比4.9%，较上月小幅下滑0.1个百分点，略低于市场预期；核心CPI同比5.5%，较上月小幅回落0.1个百分点，与市场预期一致。季调环比增速为0.4%，较上月回升0.3个百分点，也与市场预期持平。通胀总体处于趋势回落的过程中。

分项来看，4月美国CPI环比增速的抬升主要与能源、二手车价格上涨有关。能源价格的上涨主要受到OPEC+意外宣布减产的影响，而二手车和卡车价格延续了此前上行的趋势。住房环比增速连续两个月回落，表明住房的通胀压力出现趋势转折。此外，酒店、机票、外出就餐等服务业价格均出现广泛回落。

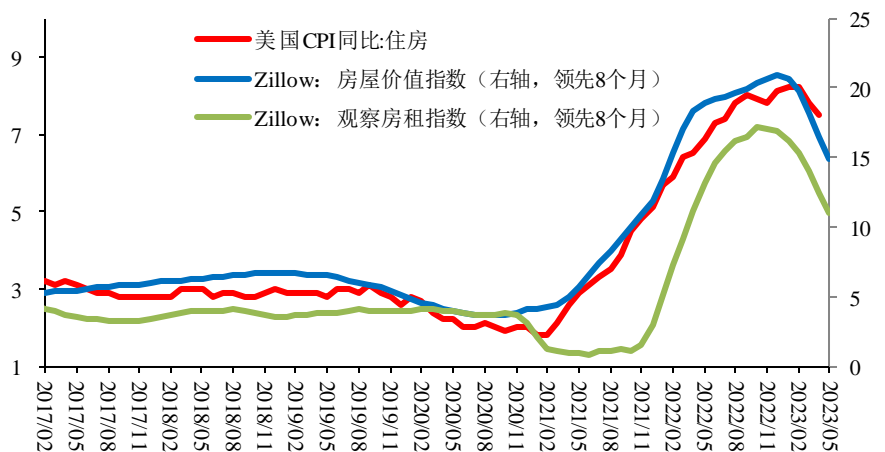
图9：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：CEIC，安信证券

总体来看，尽管能源、二手车价格短期推升了CPI环比增速，但由于去年同期的基数较高，CPI同比增速仍出现下行，而且从领先指标来看，二手车价格的上涨不具有持续性，原油价格从4月下旬也出现下跌。其他领域价格压力缓解的迹象相当广泛，比如房租的持续下滑，酒店、机票、外出就餐价格的减速。这预示着劳动力供应的问题在逐步缓解，与美国劳动参与率的趋势回升指向一致。

图10：美国住房CPI同比与领先指标，%



数据来源：CEIC，Zillow，安信证券

往后看，考虑到通胀压力的广泛缓解，以及后续高基数的影响，未来CPI同比增速仍处于下行的通道中，这为美联储加息周期的结束提供了基本保障。

尽管在此前的 5 月 FOMC 会议上美联储并未明确做出停止加息的决定，但 CPI 数据公布后，市场开始快速预期 6 月美联储停止加息，以及下半年启动降息。受此影响，美债利率大幅下行，美元指数下跌，黄金价格上涨，美股收涨。

在美国通胀趋于下行、经济减速的背景下，美元指数和美债收益率或许处于下行的通道中。

与美国通胀压力趋势缓解的局面不同，英国一季度 CPI 同比增速 10.2%，核心通胀同比增速为 6.1%，均处于历史高位。食品、能源价格、以及偏紧的劳动力市场共同推升了通胀的中枢。受此影响，5 月 11 日英国央行加息 25BP，政策利率抬升至 4.5%。尽管未来由于基数的大幅抬升，英国 CPI 同比增速会逐步回落，但劳动力市场的粘性也会使得这一回落过程存在波折，6 月英国央行仍然存在加息的可能。

## ■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034

证券研究报告/周度报告

第14页，共14页

2023年5月