

## 宏观利率

## 经济边际放缓，分化复苏

——2023年4月经济数据点评兼论利率影响

2023年5月16日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

## 投资要点：

- **市场启示：经济边际放缓，分化复苏，收益率短期向下空间有限。**一方面，4月经济数据整体低于预期，呈现分化式复苏的局面。一是和上期相比，工业增加值和社零累计增速上行，固定资产投资增速放缓；二是居民收入尚未趋势性回升，消费信心不足，消费结构呈现分化。三是投资的分化，其中基建和制造业投资保持韧性，地产投资跌幅继续扩大；制造业投资分行业看也存在分化。另一方面，经济内生动能仍在持续修复，比如就业形势整体改善；商品房销售跌幅持续收窄，住宅库存连续三个月去化等。整体来说，经济处于复苏初期的判断没有变，居民信心仍需呵护。4月经济边际放缓有利于政策更加关注短期稳增长、提振信心。《一季度货币政策执行报告》显示货币政策稳健基调整体不变。债市4月以来的支撑因素主要归因于国内经济环比回落、财政及地产政策存在边界下的货币偏松预期以及机构配置驱动等。我们认为全球经济难共振回升已在市场预期之内，国内政策驱动和疫后居民信心逐步恢复，经济复苏过程曲折但同样不会快速回落。判断收益率短期下行空间有限。
- **消费回暖，结构仍分化。**4月社零同比增长18.4%（前值10.6%），累计同比增长8.5%（前值5.8%）。消费数据的回升有去年同期低基数的原因，同时也受多方面因素支撑。同时也要看到受居民收入回升尚未形成趋势，消费信心不足等影响，消费结构呈现分化。
- **房地产整体仍处于调整期。**在一系列政策作用下，地产销售和竣工持续好转，房地产开发资金来源累计跌幅收窄至-6.4%（前值-9.0%），但新开工和施工面积增速跌幅继续扩大，4月房地产开发投资完成额累计增速-6.2%（前值-5.8%），当月跌幅扩大至-16.2%（前值-7.3%）。
- **基建投资韧性下行。**4月基建投资累计增速8.5%（前值8.8%），快于全部投资增长。据央视财经，4月份，在各大类设备中，路面设备与工程设备从2月开始逐月上涨。未来一个阶段基建投资有望保持高增。
- **制造业投资态势总体稳定，装备制造业表现较好。**4月制造业投资累计增速6.4%（前值7.0%）。分行业看，消费品类制造业投资走势分化。装备制造业同比增长16.1%，高技术制造业增长15.3%，都保持了较快增长。
- **工业生产总体保持稳定恢复态势，环比增速回落。**4月规模以上工业增加值同比增长5.6%（前值3.9%），累计增速较一季度加快0.6个百分点。4月规模以上工业增加值环比增速-0.47%，结合4月的PMI数据回落至临界点以下，工业生产受到边际扰动。
- **服务业增势较好。**前期受到压抑的服务需求继续释放，接触型、聚集型服务业回升明显，服务业整体保持较快增长。4月份，服务业生产指数同比增长13.5%，其中，住宿餐饮业、批发零售业、交通运输等行业的生产指数均明显快于全部服务业生产指数。
- **风险提示：**稳增长政策超预期。



## 1. 事件回顾

2023年4月，规模以上工业增加值当月同比增长5.6%（前值3.9%）；全国固定资产投资累计同比增长4.7%（前值5.1%），其中制造业投资累计同比增长6.4%（前值7.0%），基础设施（不含电力）投资累计同比增长8.5%（前值8.8%），全国房地产开发投资累计同比增长-6.2%（前值-5.8%）；社会消费品零售总额当月同比增长18.4%（前值10.6%）。

## 2. 数据分析

**4月多项经济数据低于预期。**2023年4月的工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售额同比增速的wind一致预期分别为9.7%、5.2%、20.2%，而实际增速分别为5.6%、4.7%、18.4%。三大投资分项实际增速均低于预期值。和上期相比，工业增加值和社零累计增速上行，固定资产投资增速放缓。

图1：工业增加值当月增速（%）

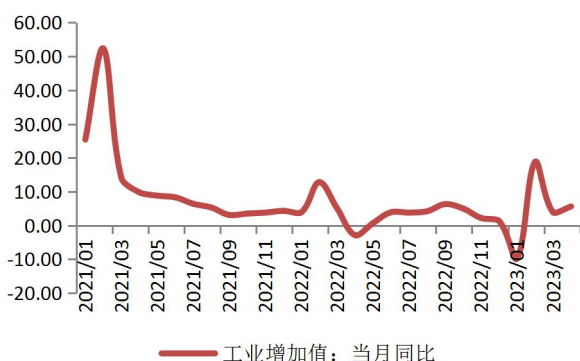
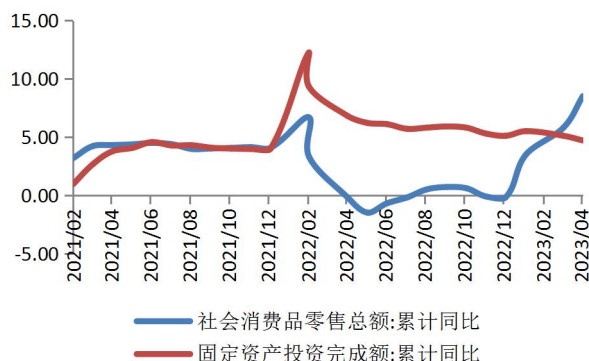


图2：固定资产投资及消费累计同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

**4月消费回升态势继续改善，结构仍分化。**4月社零同比增长18.4%（前值10.6%），累计同比增长8.5%（前值5.8%）。消费数据的回升有去年同期低基数的原因，同时也受多方面因素支撑。第一，随着居民外出购物、就餐、旅游、观影活动增加，相关消费明显扩大。第二，文旅消费、网红特色消费、直播带货消费热度比较高，成为消费回升向好的新亮点。第三，就业和收入改善有助于提升居民消费能力和消费意愿。第四，消费和服务的供给也在逐渐的修复。从服务业来看，4月份服务业生产指数同比增长13.5%，较上月扩大4.3个百分点。第五，促消费政策效应逐步显现。同时也要看到受居民收入回升尚未形成趋势，消费信心不足等影响，消费结构呈现分化。

具体来看，升级类商品销售增长较快。4月限额以上金银珠宝类、体育娱乐用品类、化妆品类商品零售额分别增长44.7%、25.7%、24.3%。基本生活类消费品稳定回升。4月粮食、食品类销售额增长1.0%，日

用品类销售额增长 10.1%。接触性服务消费快速增长。4 月商品零售和餐饮收入累计增速分别为 7.3%、19.8%，分别较一季度扩大 2.4 个百分点和 5.9 个百分点。4 月餐饮收入同比增长 43.8%；营业性客运量成倍增长，电影票房也大幅增加。网上零售继续保持较快增长。1-4 月份，实物商品网上零售额同比增长 10.4%，增速比 1-3 月份加快 3.1 个百分点。绿色产品产量增长较快，4 月份新能源汽车产量同比增长 85.4%。和地产投资相关度较高的建筑及装潢材料类零售额累计同比下降 4.5%，今年以来增速持续下降。

表 1：分行业社会消费品零售总额增速（%）

指标名称	2022.08	2022.09	2022.10	2022.11	2022.12	2023.01	2023.02	2023.03	2023.04	比上年同期	比上期
粮油、食品类	9.2	9.1	9.0	8.5	8.7	9.0	7.5	6.0		-3.5	-1.5
饮料类	7.2	6.9	6.6	5.3	5.3	5.2	1.8	0.6		-9.8	-1.2
烟酒类	7.0	4.7	4.2	3.5	2.3	6.1	6.8	8.3		0.5	1.5
服装鞋帽针纺织品类	-4.4	-4.0	-4.4	-5.8	-6.5	5.4	9.0	13.4		19.4	4.4
化妆品类	-2.7	-2.7	-2.8	-3.1	-4.5	3.8	5.9	9.3		12.9	3.4
金银珠宝类	2.2	2.2	1.7	0.8	-1.1	5.9	13.6	18.5		18.3	4.9
日用品类	1.5	2.0	1.6	0.3	-0.7	3.9	5.1	6.2		3.7	1.1
体育、娱乐用品类	1.0	1.3	1.3	0.1	-1.2	1.0	5.8	10.1		14.6	4.3
家用电器和音像器材类	1.6	0.7	-0.8	-3.0	-3.9	-1.9	-1.7	-0.3		-2.7	1.4
中西药品类	9.4	9.4	9.3	9.2	12.4	19.3	16.5	13.3		4.5	-3.2
文化办公用品类	6.5	6.8	5.9	4.9	4.4	-1.1	-1.4	-2.2		-8.9	-0.8
家具类	-8.5	-8.4	-8.2	-7.7	-7.5	5.2	4.6	4.3		13.2	-0.3
通讯器材类	-0.5	0.2	-0.9	-3.3	-3.4	-8.2	-5.1	-1.5		0.1	3.6
石油及制品类	14.5	14.0	12.5	11.0	9.7	10.9	10.3	11.0		-4.7	0.7
建筑及装潢材料类	-4.4	-4.9	-5.3	-5.8	-6.2	-0.9	-2.4	-4.5		-3.8	-2.1
汽车类	-1.3	0.4	0.8	0.3	0.7	-9.4	-2.3	5.4		13.8	7.7

数据来源：Wind，山西证券研究所

**房地产销售继续恢复，投资和开发建设仍在下降，竣工加快，整体仍处于调整期。**4 月房地产开发投资完成额累计增速-6.2%（前值-5.8%），当月跌幅扩大至-16.2%（前值-7.3%）。在一系列政策作用下，地产销售和竣工持续好转。4 月商品房销售面积累计跌幅收窄至-0.4（前值-1.8%），房地产开发资金来源累计跌幅收窄至-6.4%（前值-9.0%），其中来自国内贷款的部分累计跌幅-10.0%（前值-9.6%），来自个人按揭贷款的部分自 2022 年以来首次转正至 2.5%（前值-2.9%），自筹资金累计跌幅-19.4%（前值-17.9%）。地产资金来源的改善下，4 月竣工面积累计增速扩大至 18.8%（前值 14.7%）。新开工和施工面积增速跌幅继续扩大。4 月商品房新开工面积累计跌幅扩大至-21.2%（前值-19.2%），施工面积跌幅扩大至-5.6%（前值-5.2%）。

**基建投资韧性下行。**4 月基建投资累计增速 8.5%（前值 8.8%），快于全部投资增长，测算的近 12 个月累计同比增速为 9.9%（前值 9.4%）。据央视财经，4 月份，在各大类设备中，路面设备与工程设备从 2 月开始逐月上涨，展现出我国道路基建与工程基建持续火热，大量新开工基建项目持续推进。未来一个阶段基建投资有望保持高增。

**制造业投资态势总体稳定，装备制造业表现较好。**4 月制造业投资累计增速 6.4%（前值 7.0%），测算

12个月累计同比增速为8.0%（前值8.2%），显示制造业投资亦呈现出较强的韧性。分行业看，消费品类制造业投资走势分化。4月农副食品加工业、纺织业、医药制造业累计增速分别较一季度变化-4.3个百分点、-3.4个百分点、3.1个百分点。装备制造业同比增长16.1%，高技术制造业增长15.3%，都保持了较快增长。其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长15.3%、13.4%。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19.9%、19.4%。

表 2：分行业制造业投资增速（%）

指标名称	2022.08	2022.09	2022.10	2022.11	2022.12	2023.02	2023.03	2023.04	比上年同期	比上期
农副食品加工业	15.8	16.6	16.3	15.9	15.5	13.2	10.1	5.8	-17.3	-4.3
纺织业	7.6	6.3	6.0	5.4	4.7	-11.0	-4.3	-7.7	-23.8	-3.4
化学原料及化学制品制造业	17.9	19.3	20.4	19.7	18.8	17.2	19.2	15.5	-0.7	-3.7
医药制造业	6.7	6.9	6.9	6.2	5.9	-0.6	-1.9	1.2	-8.7	3.1
有色金属冶炼及压延加工业	12.6	13.9	15.3	14.2	15.7	16.2	10.8	8.3	-4.7	-2.5
金属制品业	12.7	12.6	11.0	11.8	11.8	7.4	2.2	1.8	-18.0	-0.4
通用设备制造业	16.9	16.7	14.6	14.5	14.8	10.5	7.6	5.6	-20.0	-2.0
专用设备制造业	15.0	15.0	13.4	12.8	12.1	12.2	10.6	8.6	-13.5	-2.0
汽车制造业	12.9	12.7	12.8	12.3	12.6	23.8	19.0	18.5	8.1	-0.5
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	9.5	6.0	5.5	3.2	1.7	-6.6	-7.9	-8.2	-20.1	-0.3
电气机械及器材制造业	38.4	39.5	39.7	41.4	42.6	33.7	43.1	42.1	5.5	-1.0
计算机、通信和其他电子设备制造业	18.7	19.9	20.8	19.9	18.8	17.3	14.5	14.2	-7.9	-0.3

数据来源：Wind，山西证券研究所

工业生产总体保持稳定恢复态势，环比增速回落。4月，规模以上工业增加值同比增长5.6%（前值3.9%），累计增速较一季度加快0.6个百分点。4月规模以上工业增加值环比增速-0.47%，结合4月的PMI数据回落至临界点以下，工业生产受到边际扰动。第一，前期生产快速修复，需求恢复相对偏慢，一定程度上抑制了生产的继续扩张。第二，企业主动去库存的影响。需要关注的是，生产快于需求的背后是企业面临库存再度攀升的担忧，反过来可能会制约生产端。第三，一般来讲，4月份相对于3月份制造业PMI均有所回落，这主要是企业生产节奏安排的季节性变化。第四，目前工业生产还面临着不少困难和压力，如外需收缩对工业生产影响会逐步显现；工业企业还面临着工业品出厂价格下降、成本上升等一些经营困难。

分行业看，多数行业和产品保持增长。4月，41个大类行业中，25个行业增加值保持增长，增长面超过6成。在统计的620种主要工业产品中，358种产品产量实现增长，增长面达到57.7%。多数装备制造业支撑作用明显。4月，装备制造业增加值同比增长13.2%，高于全部规上工业增速，拉动规上工业增速加快



1.3个百分点。其中，汽车制造业、电气机械器材制造业增加值当月分别增长44.6%和17.3%，累计增速分别较一季度增加7.4个百分点、0.6个百分点。原材料工业基本保持稳定增长。其中黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业累计分别增长5.5%（前值5.9%）、7.0%（前值6.9%）。随着创新引领作用增强，绿色低碳转型持续深入，新能源、新材料、高技术产品产量快速增长。4月份，光伏电池、充电桩产品产量分别增长69.1%、36.9%；多晶硅、服务机器人产量分别增长89.3%和47.6%。

表3：分行业工业增加值当月增速（%）

指标名称	2022/08	2022/09	2022/10	2022/11	2022/12	2023/02	2023/03	2023/04	比上年同期	比上期
煤炭开采和洗选业	10.9	10.4	9.1	8.6	7.9	5.0	3.3	2.3	-10.9	-1.0
石油和天然气开采业	5.3	5.2	5.3	5.6	5.6	4.2	3.5	4.0	-2.4	0.5
农副食品加工业	2.0	1.9	1.5	1.0	0.7	0.3	-1.7	-1.7	-6.4	0.0
食品制造业	3.6	3.5	3.2	2.6	2.3	3.7	3.3	3.2	-1.3	-0.1
酒、饮料和精制茶制造业	8.6	8.2	7.5	6.7	6.3	-0.3	-0.5	0.1	-9.1	0.6
纺织业	-2.0	-2.0	-2.3	-2.5	-2.7	-3.5	-3.2	-3.2	-3.7	0.0
化学原料及化学制品制造业	4.1	5.0	5.6	6.1	6.6	7.8	7.6	7.6	4.3	0.0
医药制造业	-3.8	-4.3	-3.8	-3.7	-3.4	-3.1	-5.1	-5.7	-13.3	-0.6
化学纤维制造业	-0.3	0.4	1.2	1.4	1.1	-0.7	0.6	0.0	-0.4	-0.6
橡胶和塑料制品业	-1.1	-0.8	-0.8	-1.1	-1.8	-3.5	-1.5	-0.3	0.9	1.2
非金属矿物制品业	-2.9	-2.5	-1.8	-1.4	-1.5	0.7	2.0	1.4	2.3	-0.6
黑色金属冶炼及压延加工业	-2.4	-0.9	0.2	1.0	1.2	5.9	5.9	5.5	8.4	-0.4
有色金属冶炼及压延加工业	3.8	4.3	4.6	5.1	5.2	6.7	6.9	7.0	2.9	0.1
金属制品业	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.8	1.6	1.8	0.3	0.2
通用设备制造业	-1.9	-1.4	-1.0	-1.0	-1.2	-1.3	1.1	4.0	6.7	2.9
专用设备制造业	4.3	4.4	4.2	4.0	3.6	3.9	5.5	6.4	2.1	0.9
汽车制造业	4.5	6.9	8.1	7.7	6.3	-1.0	4.4	11.8	17.2	7.4
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.8	3.4	3.1	2.4	2.4	9.7	9.3	9.2	8.8	-0.1
电气机械及器材制造业	10.7	11.4	11.9	12.0	11.9	13.9	15.1	15.7	6.5	0.6
计算机、通信和其他电子设备制造业	9.3	9.5	9.5	8.3	7.6	-2.6	-1.1	-0.4	-11.1	0.7

数据来源：Wind，山西证券研究所

**服务业增势较好。**前期受到压抑的服务需求继续释放，接触型、聚集型服务业回升明显，服务业整体保持较快增长。4月份，服务业生产指数同比增长13.5%，其中，住宿餐饮业、批发零售业、交通运输等行业的生产指数均明显快于全部服务业生产指数。

### 3. 市场启示

经济边际放缓，分化复苏，收益率短期向下空间有限。一方面，4月经济数据整体低于预期，呈现分化

式复苏的局面。一是和上期相比，工业增加值和社零累计增速上行，固定资产投资增速放缓；二是居民收入尚未趋势性回升，消费信心不足，消费结构呈现分化。三是投资的分化，其中基建和制造业投资保持韧性，地产投资跌幅继续扩大；制造业投资分行业看也存在分化。另一方面，经济内生动能仍在持续修复，比如就业形势整体改善；商品房销售跌幅持续收窄，住宅库存连续三个月去化等。整体来说，经济处于复苏初期的判断没有变，居民信心仍需呵护。4月经济边际放缓有利于政策更加关注短期稳增长、提振信心。

《一季度货币政策执行报告》显示货币政策稳健基调整体不变。债市4月以来的支撑因素主要归因于国内经济环比回落、财政及地产政策存在边界下的货币偏松预期以及机构配置驱动等。我们认为全球经济难共振回升已在市场预期之内，国内政策驱动和疫后居民信心逐步恢复，经济复苏过程曲折但同样不会快速回落。判断收益率短期下行空间有限。

## 4. 风险提示

稳增长政策超预期。

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

