

经济复苏步伐减缓，但债市已基本定价

——2023年4月份经济增长数据点评

事件：

2023年4月18日，国家统计局发布2023年3月经济增长数据。2023年一季度GDP同比增长4.5%，增速较去年四季度回升2.2个百分点。2023年3月，规模以上工业增加值同比增长3.9%，较1-2月回升1.5个百分点。3月份，全国固定资产投资（不含农户）107282亿元，同比增长5.1%，增速较1-2月回落0.4个百分点。3月份，社会消费品零售总额37855亿元，同比增长10.6%，较1-2月回升7.1个百分点。1-3月份，全国房地产开发投资25974亿元，同比下跌5.8%，跌幅较1-2月份走阔0.1个百分点。

事件点评：

➤ 工业生产：内需动能待提升，需求回补释放后，生产出现走弱

一季度后，防疫政策优化带来的脉冲式需求回补基本释放完毕，对生产开工和供应链物流的正向拉动作用减弱，使得工业生产增速明显放缓。其中4月汽车生产同比增速再度回升，除低基数因素外新能源汽车产销与出口需求维持高增主因。出口略超预期虽然对工业生产有结构性拉动，但外需走弱背景下出口压力仍存。

➤ 固定资产投资：建筑施工活动降温拖累基建，地产投资分化延续

4月基建投资的逆周期调节作用有所减弱，或由于一季度经济修复情况较好，因此政策进入蓄力观察期。制造业投资受政策发力影响虽边际回落但总体维持韧性，不过在当前利润下行周期下后续产能扩张力度或难有亮眼表现。地产端竣工速度继续加快支撑地产投资，同时地产销售也呈现小幅改善状态，关注政策刺激下地产改善的持续性。

➤ 社零：线下场景与娱乐服务需求释放，推动消费超预期走高

进入4月之后，居民消费修复态势有所放缓。我们认为主要由于消费信心没有恢复导致的。之前一季度是需求集中释放下的消费冲高，现在集中释放基本结束，而居民消费信心和意愿没有恢复到过去的水平，所以修复节奏越来越缓慢了。目前人流物流虽然持续高位，但是仍处于“量增质不增”的状态，居民愿意出行，但是对于价格敏感度较高。

➤ 展望：内生动能修复尚待时日，利率低点背景下，建议谨慎配置策略

全球经济增长放缓的背景下对于外需出口压力仍然存在，制造业与海外周期共振，因此当前经济的核心还是关注内需修复情况。短期居民收入预期和就业信心难以恢复至过去水平，对于经济复苏的高度产生制约，所以经济大概率延续慢复苏态势。对于后续政策来说，结合日前发布的货币政策执行报告中的表述，当前平均贷款利率已经处于历史低位，我们认为短期进行总量性政策的概率较小，出台更多结构及产业政策的可能性较大。

对于债市来说，当前债市友好的环境并未逆转，但是目前债市在2.7%的历史相对低位点震荡，对于后续经济数据走弱的已经有一定预期。预计后续利率将持续呈现磨底状态，因此建议5月维持谨慎策略，留意短期止盈情绪发酵叠加5月税期扰动带来的调整风险。

➤ 风险提示：海外金融风险超预期发酵；地产出清风险超预期。

分析师：王宇鹏
 执业证书编号：S0590522020002
 邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖
 邮箱：wjy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《金融债短端利差继续压缩》2023.05.14
- 2、《实体信贷融资斜率放缓，结构性问题仍存》2023.05.12
- 3、《低通胀源于结构性因素，并非需求转弱 4月价格数据点评》2023.05.11

正文目录

1	事件	3
2	事件点评	3
2.1	工业生产：内需动能待提升，需求回补释放后，生产出现走弱	3
2.2	固定资产投资：建筑施工活动降温拖累基建，地产投资分化延续	6
2.3	社会消费品零售：线下场景与娱乐服务需求释放，推动消费超预期走高 ..	9
2.4	展望：内生动能修复尚待时日，利率低点背景下，建议谨慎配置策略	10
3	风险提示	11

图表目录

图表 1:	4月脉冲式需求回补基本释放完毕，工业生产增速环比回落明显 (%)	4
图表 2:	采矿业、制造业边际回落，电燃水及高新技术产业生产增速回升 (%)	5
图表 3:	4月工业生产分项总体回升，其中中游表现好于上游与下游 (%)	5
图表 4:	PMI 生产与工业增加值环比走势相关性较高 (%)	5
图表 5:	4月固定资产投资增速总体小幅回落 (%)	7
图表 6:	4月基建逆周期调节有所减弱 (%)	7
图表 7:	4月石油沥青开工率出现回落 (%)	7
图表 8:	23年专项债呈现前置特征，预计上半年持续支撑基建投资 (亿元)	8
图表 9:	4月制造业分行业投资增速走势 (%)	8
图表 10:	地产现改善，销售、投资降幅双双收窄 (%)	8
图表 11:	当前地产库存周期情况 (%，百万平方米)	8
图表 12:	消费持续修复，可支配收入触底回升 (%)	10
图表 13:	4月就业总量向好，结构压力仍存 (%)	10
图表 14:	4月限额以上消费分行业增速情况 (%)	10

1 事件

2023年5月16日，国家统计局发布2023年4月经济增长数据。2023年4月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，较3月回落0.47个百分点。1—4月份，全国固定资产投资（不含农户）147482亿元，同比增长4.7%，增速较1—3月回落0.4个百分点。4月份，社会消费品零售总额34910亿元，同比增长18.4%，较3月回升7.8个百分点。1—4月份，全国房地产开发投资35514亿元，同比下跌6.2%，跌幅较1—3月份走阔0.4个百分点。

2 事件点评

2.1 工业生产：内需动能待提升，需求回补释放后，生产出现走弱

2023年4月，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，较3月回落0.47个百分点，两年复合同比增速为1.3%，回落3.1个百分点。分三大门类来看，采矿业增加值同比持平，增速比上月回落0.9个百分点；制造业同比增长6.5%，增速回升2.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.8%，增速回落0.4个百分点。

2023年3月，规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，较1-2月回升1.5个百分点。分三大门类来看，采矿业增加值同比增长0.9%，增速回落3.8个百分点；制造业同比增长4.2%，增速回升2.1个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.2%，增速回升2.8个百分点。分行业来看，行业结构仍然存在分化，上游生产增速边际回落，中游在汽车及通用设备制造等行业拉动下生产增速持续回升，而下游生产增速整体表现持续疲软。

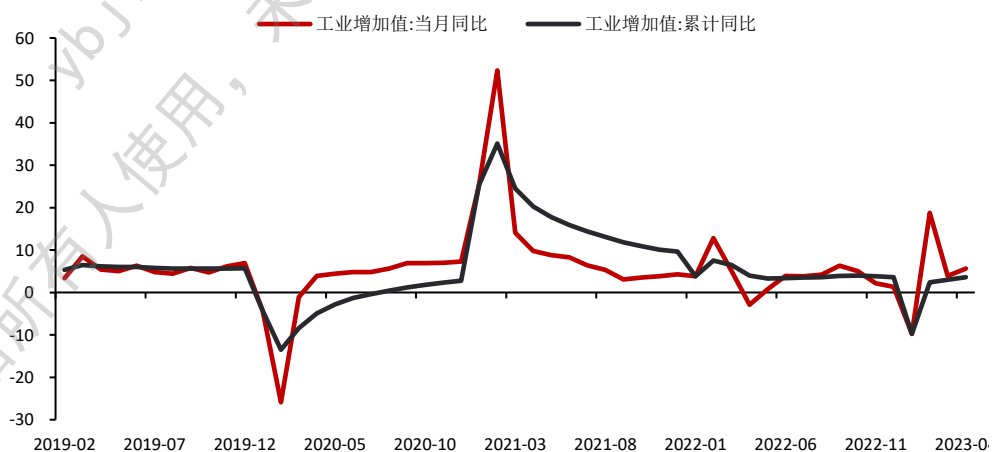
4月工业生产增速延续正值但环比出现回落。我们认为主要与以下几个因素有关：

- (1) 一季度后，防疫政策优化带来的脉冲式需求回补基本释放完毕，对生产开工和供应链物流的正向拉动作用减弱，使得工业生产增速明显放缓。此外，目前基建实物工作量落地进度偏慢、地产修复动能不足，也对工业生产产生拖累。4月PMI生产分项录得50.2，虽仍在荣枯线上，但环比较3月回落明显。从高频数据来看，4月钢铁生产回落，水泥价格走低，石油沥青装置开工率下降，以及建筑钢厂的库存不再明显下滑，均指向生产活动、建筑施工的放缓。
- (2) 4月汽车生产同比增速再度回升，除低基数因素外新能源汽车产销与出口需求维持高增主因。去年同期的低基数推动今年汽车生产同比高增，此外4月新能源汽车产销分别完成64万辆和63.6万辆，同比均增长1.1倍，市场占有率达到29.5%。
- (3) 出口略超预期对工业生产有结构性拉动，但总体压力仍存。4月中国出口（以美元计价）同比增长8.5%，前值为14.8%，略超市场预期。主要

由于海外供给压力、订单积压以及新能源产业链需求强劲共同推动。后续来看，在海外金融条件持续收紧、衰退预期下外需难言向好，我国出口压力仍存，同时订单积压带来的需求增长也存在不可持续性，对出口难有长期拉动。但在海外消费降级以及新一轮科技周期推动下我国出口仍有结构性亮点，或将推升我国装备、消费与新能源制造业生产走高。

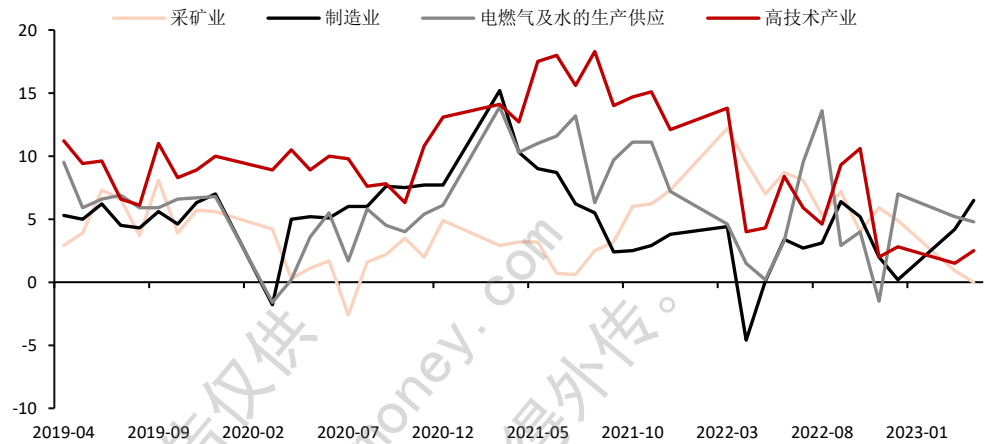
展望后续，我们认为疫情政策放开后复工复产所带来的生产端的恢复性增长在一季度已经基本释放完毕，后续需求的恢复才是生产端增长的主要影响因素。我们认为，当前内需正在稳步修复中，随着居民生产消费活动恢复正常化以及刺激政策的落实，内需回暖对于生产的拉动也将逐步显现。对于外需来说，需密切关注海外通胀回落速度以及结构性变化对于海外加息步伐的影响，我国生产仍存在结构性机会。此外，结合当前金融数据可以看出目前企业信心处于持续修复的通道中，预计伴随着企业去库存周期在二季度末逐步完成，企业盈利将呈现逐季回升的状态。因此在二季度生产端将继续处于温和复苏态势。

图表 1: 4 月脉冲式需求回补基本释放完毕，工业生产增速环比回落明显 (%)



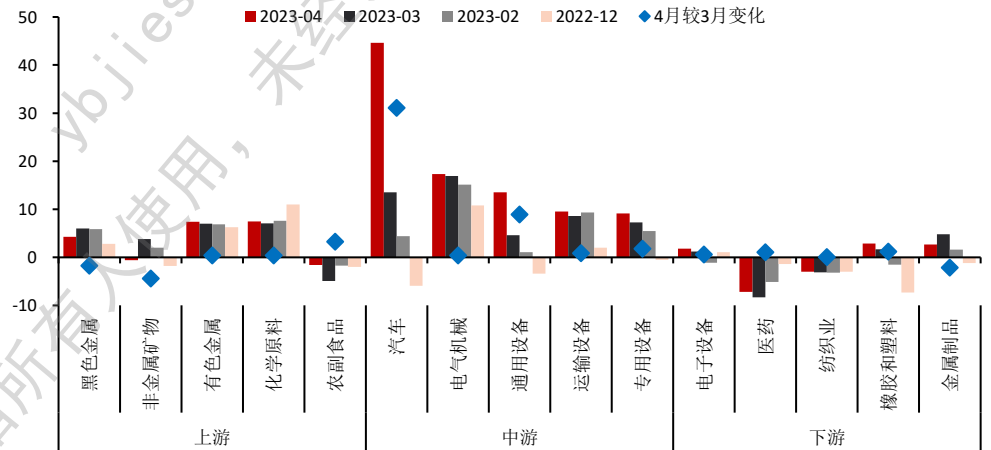
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 2: 采矿业、制造业边际回落, 电燃气及高新技术产业生产增速回升 (%)



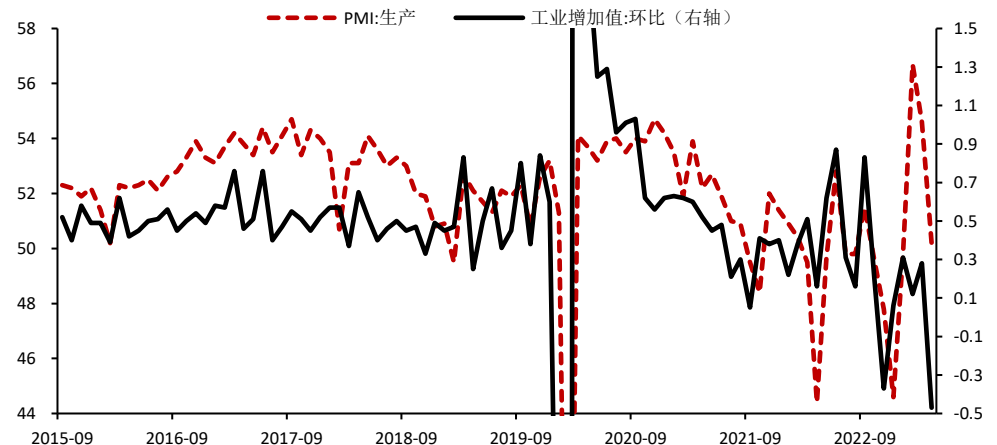
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: 4月工业生产分项总体回升, 其中中游表现好于上游与下游 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: PMI 生产与工业增加值环比走势相关性较高 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 固定资产投资：建筑施工活动降温拖累基建，地产投资分化延续

4月固定资产投资增速小幅回落。1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）147482亿元，同比增长4.7%，增速较1-3月回落0.4个百分点。其中，民间固定资产投资79570亿元，同比增长0.4%，增速较1-3月回落0.2个百分点。

1) 基建投资增速边际回落。4月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.5%，增速较前值小幅回落0.3个百分点。其中，铁路运输业投资增长14.0%，水利管理业投资增长10.7%，道路运输业投资增长5.8%，公共设施管理业投资增长4.7%。

4月基建投资的逆周期调节作用有所减弱，或由于一季度经济修复情况较好，因此政策进入蓄力观察期。从高频数据可以看出，4月石油沥青装置开工率出现回落、建筑钢厂的库存不再明显下滑，或意味着建筑施工活动的降温。而从资金端也可以看出，前四个月新增专项债发行量分别为，1月4986亿元、2月3842亿元、3月4645亿元以及4月发行量为3468亿元，环比来看出现小幅回落。后续需关注地产以及内需的持续修复情况，若经济内生动能持续疲软，基建将继续发挥逆周期调节作用，支撑稳增长。

2) 制造业投资增速持下行趋势，行业分化明显。4月制造业投资同比增速为6.4%，增速较1-3月回落0.6个百分点。从分项上来看，3月制造业投资分项同比大部分维持在正区间，仅运输设备和纺织业同比持续负值，主要与传统出口业持续低迷有关。

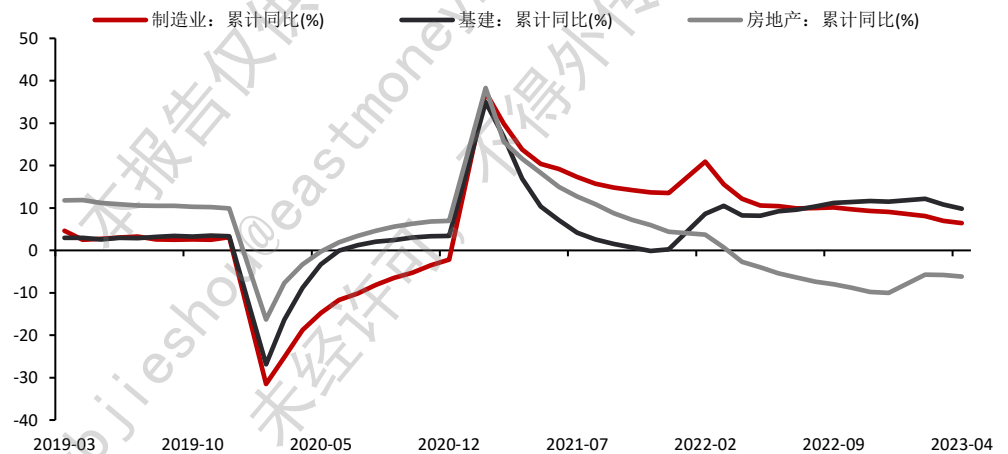
制造业投资受政策发力影响虽边际回落但总体维持韧性，不过在当前利润下行周期下后续产能扩张力度或难有亮眼表现。当前制造业投资在政策推动和信贷投放加力下增速仍处于高位。但是由于当前国内处于去库存周期和盈利压力释放阶段，对于制造业资本开支以及扩张产能形成一定制约。此外，当前民间投资意愿不足，民间制造业投资增速呈现连续回落状态，对于制造业投资的支撑力度减弱。预计上半年制造业投资大概率延续回落趋势，而下半年后随着海外金融条件的改善，制造业投资或随外需改善触底反弹。

3) 房地产投资总体延续回落，结构持续分化。1-4月份，全国房地产开发投资35514亿元，同比下跌6.2%，跌幅较1-3月份走阔0.4个百分点。其中，住宅投资27072亿元，同比下降4.9%，跌幅扩大0.8个百分点。具体来看，1-4月份，房屋新开工面积同比下降21.2%，跌幅较1-3月扩大2个百分点；房屋竣工面积同比增长18.8%，增速较1-3月小幅上升4.1个百分点；商品房销售面积同比下降0.4%，跌幅较1-3月收窄1.4个百分点。

地产端竣工速度继续加快支撑地产投资，同时地产销售也呈现小幅改善状态，关注政策刺激下地产改善的持续性。当前地产投资端结构分化持续，地产竣工节奏持续加快，但新开工面积继续走负，体现出房企新投资积极性仍然不强。但我们认为在当前存量待售房屋面积仍处在高位的背景下，能否加速去库存更为关键，因此持续关注地产销售端修复情况。当前4月商品房成交面积较3月回落明显，一般4月是地产

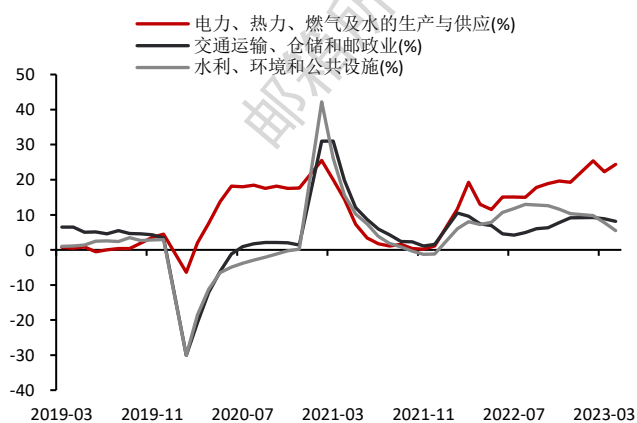
销售传统小月，叠加疫情放开后的脉冲式需求基本释放完毕，所以地产销售回落可以说是符合逻辑。展望后续，从高频数据上看，5月地产销售有所回暖，所以后续地产销售或将实现软着陆。随着居民购房信心的回升，或将主要支撑二手房成交量，对地产新开工投资的支撑有限。预计上半年地产投资大概率延续负值，下半年若地产周期回暖有望由负转正。

图表 5: 4月固定资产投资增速总体小幅回落(%)



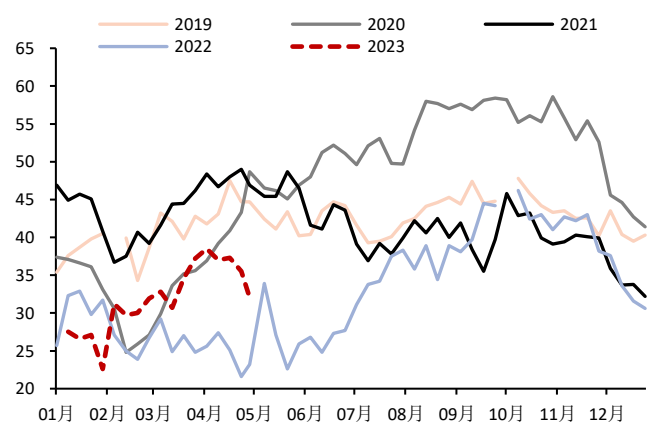
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 4月基建逆周期调节有所减弱(%)



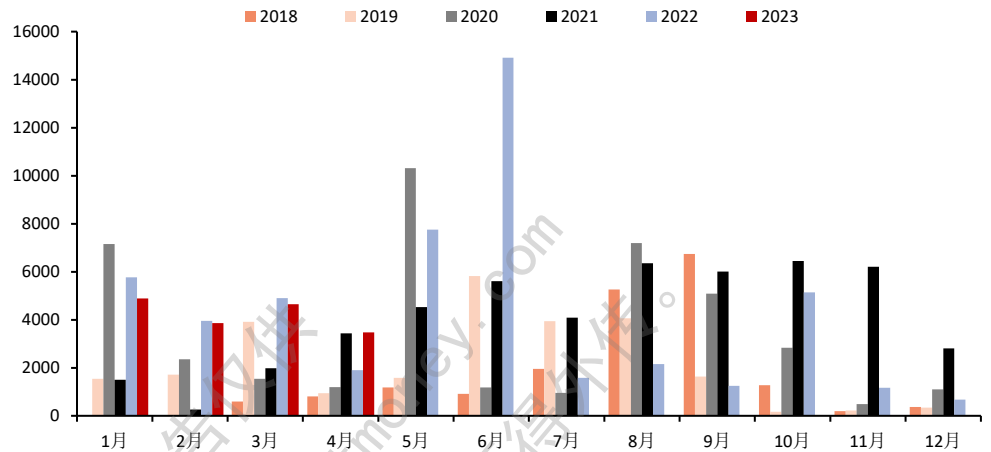
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 4月石油沥青开工率出现回落(%)



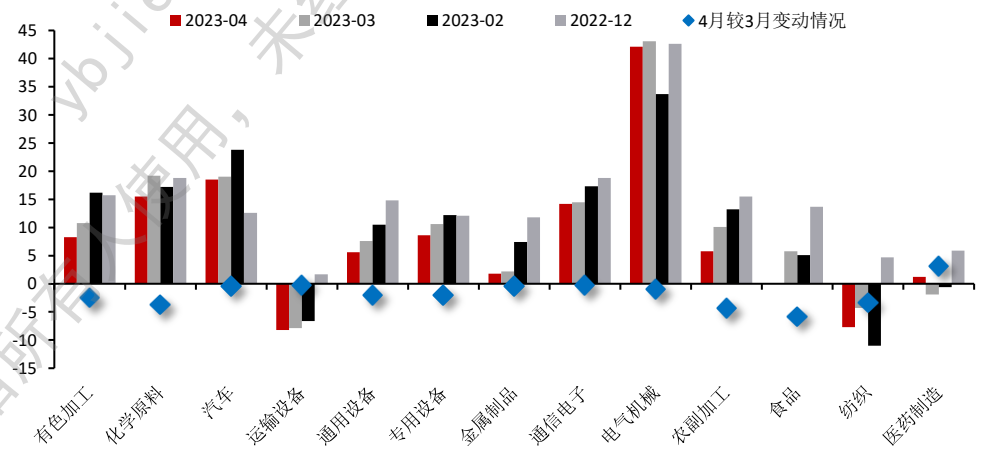
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 23 年专项债呈现前置特征, 预计上半年持续支撑基建投资 (亿元)



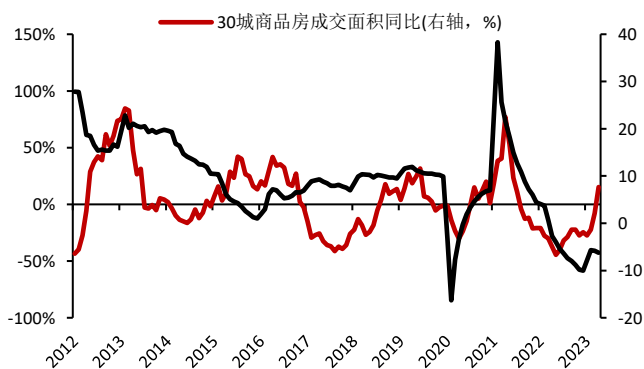
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 4 月制造业分行业投资增速走势 (%)



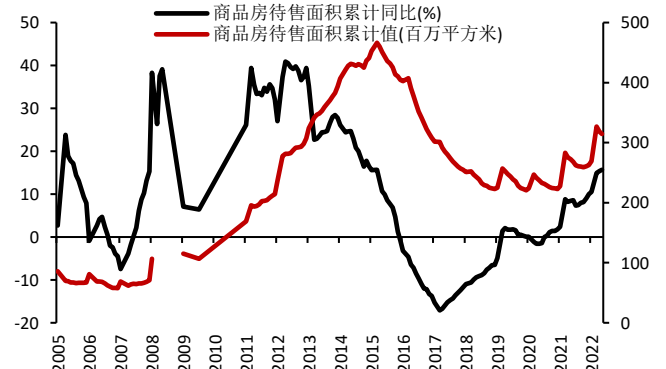
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 地产现改善, 销售、投资降幅双双收窄 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 当前地产库存周期情况 (% , 百万平方米)



来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 社会消费品零售：线下场景与娱乐服务需求释放，推动消费超预期走高

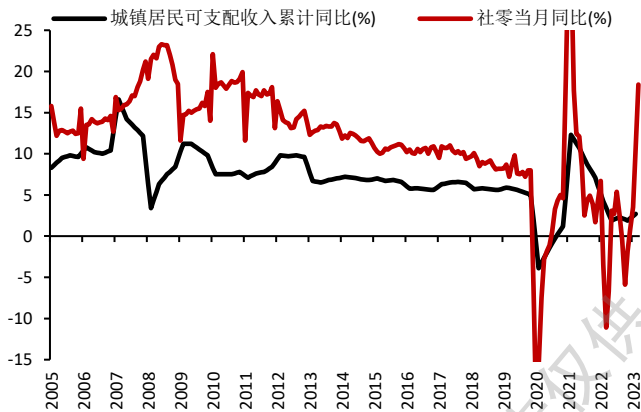
4 月份，社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%，较 3 月回升 7.8 个百分点。两年复合同比增速为 2.6%，增速回落 0.7 个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额 31290 亿元，同比增长 16.5%，增速回升 6 个百分点。按消费类型分，4 月商品零售 31159 亿元，同比增长 15.9%，增速回升 6.8 个百分点；餐饮收入 3751 亿元，同比增长 43.8%，增速回升 17.5 个百分点。

进入 4 月之后，居民消费修复态势有所放缓。我们认为主要由于消费信心没有恢复导致的。之前一季度是需求集中释放下的消费冲高，现在集中释放基本结束，而居民消费信心和意愿没有恢复到过去的水平，所以修复节奏越来越缓慢了。目前人流物流虽然持续高位，但是仍处于“量增质不增”的状态，居民愿意出行，但是对于价格敏感度较高。

观察限额以上消费增速数据，(1) 必选消费走势平稳，其中饮料消费同比持续负值，但负值有所收窄；而其余必选消费同比增速维持平稳。(2) 可选消费总体消费高增，与疫情影响消散后消费者信心改善有关。其中金银珠宝、化妆品与通讯器材同比增速持续扩大，体现居民娱乐出行相关消费改善显著，与居民消费者信心修复有关。(3) 地产后周期消费同比增速出现回落。其中家具同比增速较前值小幅回落 0.1 个百分点，建筑装潢同比跌幅较前值扩大 6.5 个百分点。(4) 社交经济板块消费回暖明显，汽车消费增速季节性回升。4 月汽车消费增速录得 38%，较 3 月的 11.5% 回升 26.5 个百分点，主要受益于新能源汽车的持续拉动。

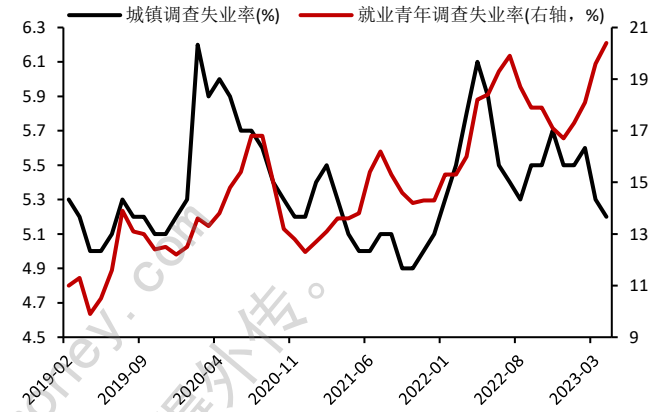
4 月失业率总量向好，但结构持续恶化。其中，城镇失业率录得 5.2%，较 3 月回落 0.1 个百分点；其中青年失业率录得 20.4%，较 3 月的 19.6% 回升 0.9 个百分点。此外，31 个大城市城镇调查失业率为 5.5%；外来户籍劳动力调查失业率为 5.4%。从就业结构上来看，当前青年失业率再度走高，可能受到出口总体低迷对劳动密集型行业的用人需求减少，以及部分制造业行业周期低位的影响。展望后续，稳就业是稳经济的基石，预计将会有更多强化就业优先具体政策出台，同时在服务业恢复高景气的背景下就业情况有望逐步回升。

图表 12: 消费持续修复, 可支配收入触底回升 (%)



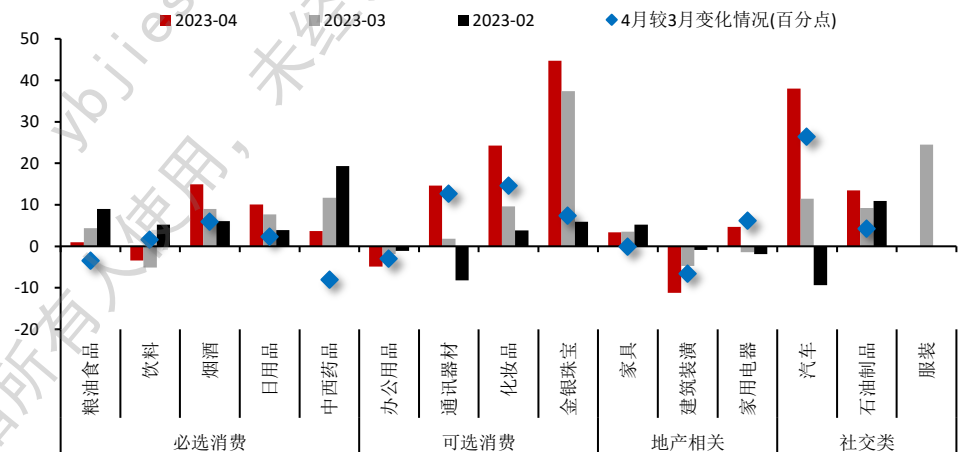
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 4月就业总量向好, 结构压力仍存 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 4月限额以上消费分行业增速情况 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

2.4 展望: 内生动能修复尚待时日, 利率低点背景下, 建议谨慎配置策略

总的来说, 全球经济增长放缓的背景下对于外需出口压力仍然存在, 制造业与海外周期共振, 因此当前经济的核心还是关注内需修复情况。短期居民收入预期和就业信心难以恢复至过去水平, 对于经济复苏的高度产生制约, 所以经济大概率延续慢复苏态势。对于后续政策来说, 结合日前发布的货币政策执行报告中的表述, 当前平均贷款利率已经处于历史低位, 我们认为短期再度进行总量性政策(包括降息、降准等)的概率比较小, 出台更多结构性及产业性政策的可能性较大。

对于债市来说, 当前债市友好的环境并未逆转, 但是目前债市在 2.7% 的历史相对低位点震荡, 对于后续经济数据走弱的已经有一定预期。预计后续利率将持续呈现磨底状态, 因此建议 5 月维持谨慎策略, 留意短期止盈情绪发酵叠加 5 月税期扰动

带来的调整风险。

3 风险提示

政策超预期紧缩对经济复苏形成拖累；海外金融风险事件发酵超预期导致系统性风险对全球经济产生负面影响；地产出清风险导致地产供给端投资不及预期。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695