

期待政策进一步支持

——4月经济数据点评

宏观事件：

国家统计局5月16日公布2023年4月经济数据。4月需求与生产修复的双双放缓，从季调后的环比数据来看，除餐饮消费明显反弹、制造业投资相对平稳之外，商品消费、地产投资与基建投资都有一定的回落，工业生产的修复也在放缓。展望未来，4月以来中国的负产出缺口可能重新扩大，相关领域的稳增长政策有望进一步推出，其中我们认为降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策推出的可能性最高。

事件点评

➤ 需求端：内需修复斜率进一步放缓

4月需求端修复的速度有所放缓，部分缘于3月基数较高。季节性调整后，4月居民消费动能整体有所放缓且分化明显，其中餐饮消费环比大幅上行，商品消费则受上月汽车消费高基数的影响环比回落；由于积压需求的释放基本完成，地产销售环比回落；投资也有一定放缓，其中高基数的基建投资是主要拖累项。

➤ 生产端：工业生产环比回落，出口交货值继续下行

季节性调整后，4月工业增加值环比增速为-5.2%，显示工业生产在1-2月大幅反弹、3月保持平稳后，修复斜率进一步放缓，这也与4月需求修复整体的放缓相一致。同时，4月出口交货值季调环比为-2.6%，继续下行。

➤ 就业形势进一步分化

4月城镇调查失业率5.2%，与上月（5.3%）大体相当。但需要注意，不同群体就业状况进一步分化，16-24岁人口调查失业率已连续4个月上行；25-59岁人口的失业率则继续下降——我们认为，25-59岁人群中更可能出现农民工返乡，以及提前退休离开劳动力市场的情况或是这一分化的原因。

➤ 未来经济与政策展望

4月需求与生产修复的双双放缓，在一定程度上印证了，在此前点评中我们提出的，无论是社零的超预期增长，还是地产销售投资的超预期反弹，甚至是出口的高增速，可能都与前期积压的需求集中释放有关。

随着积压需求基本释放，经济底色更为清晰。从4月的情况来看，除餐饮消费受五一假期提振反弹、制造业投资相对平稳之外，商品消费、地产投资与基建投资都有一定的回落，工业生产的修复也在放缓。

展望未来，我们认为，4月以来中国的负产出缺口可能重新扩大。一方面，地产销售下台阶后，地产投资以及由地产带动的基建投资等需求都面临较大不确定性，另一方面，居民与企业资产负债表的损失修复也需要时间。

后续相关领域的稳增长政策有望进一步推出，短期来看：1) 降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策推出的可能性最高；2) 如果三季度政治局会议批准，盘活财政余钱与地方债务结存限额也有可能在三季度推出；3) 存量房贷降息也可能被作为一种对居民部门转移支付的手段来刺激消费；4) 调整财政预算扩大官方赤字的可能性较低。

➤ 风险提示：经济、政策与预期不一致，中美关系恶化超预期。

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超
 执业证书编号：S0590523030001
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《PMI 环比回落的背后——4月 PMI 数据以及政治局会议点评》2023.05.03
- 2、《Q1 经济增长超预期背后的隐忧——一季度经济数据点评》2023.04.18
- 3、《三四线地产草根调研见闻——宏观专题研究》2023.04.17

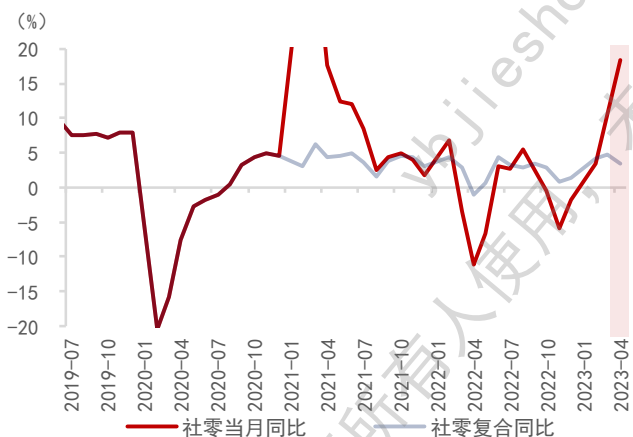
1 需求端：内需修复斜率进一步放缓

4月需求端修复的速度有所放缓，部分缘于3月基数较高。季节性调整后，4月居民消费动能的修复整体有所放缓且分化明显，其中餐饮消费环比大幅上行，商品消费则受上月汽车消费高基数的影响环比回落；由于积压需求的释放基本完成，4月地产销售环比回落；4月投资也有一定放缓，其中高基数的基建投资是主要拖累项。

首先，4月消费修复有所放缓，商品与服务消费出现明显分化。

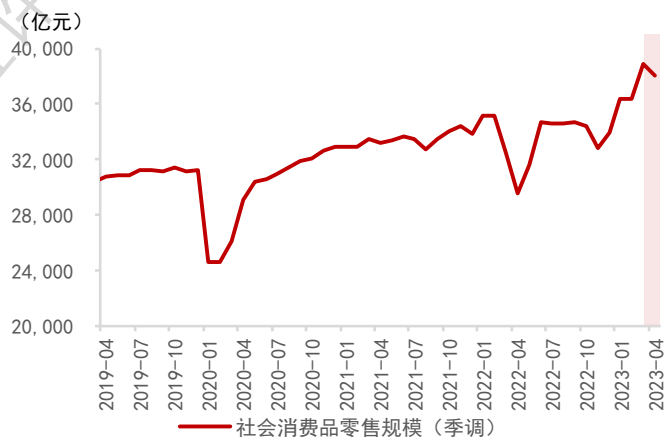
4月社会消费品零售同比增长18.4%(前值10.6%)，低于市场一致预期(20.2%)。4月社零同比上行的一个主要支撑因素是去年同期基数偏低。季节性调整后，社会消费品零售的环比增速为-3.8%(前值15.8%)，显示消费动能的修复有所放缓。

图表 1: 社零同比增速



来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 复合同比均以 2019 年为基期

图表 2: 社会消费品零售规模

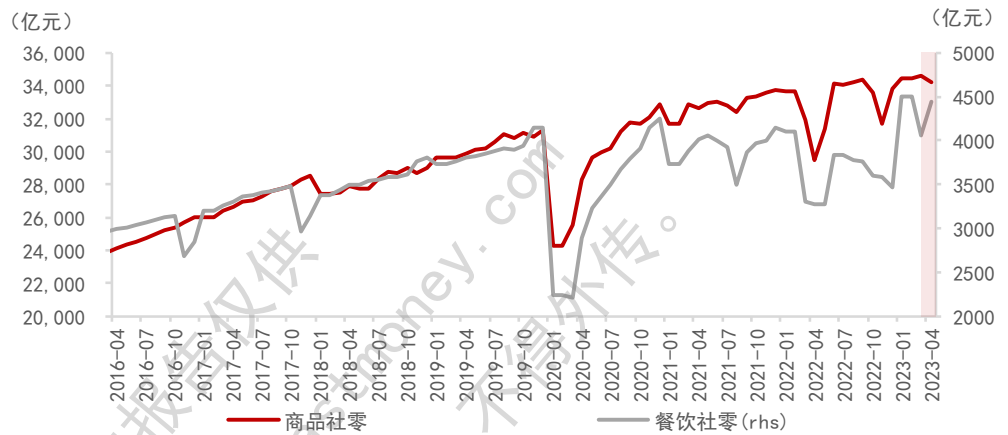


来源: Wind, 国联证券研究所

分消费类别而言，4月餐饮消费强于商品。

季节性调整后，餐饮消费则较上月明显反弹（环比增速6.7%，前值-4.0%），可能部分与今年五一假期开始较早（2019-2021均从5月1日开始）并存在“报复性”出游现象有关；商品消费的规模则在4月有所回落，环比增速为-4.6%（前值4.7%）。

图表 3: 社零中的餐饮与商品消费规模 (季调)



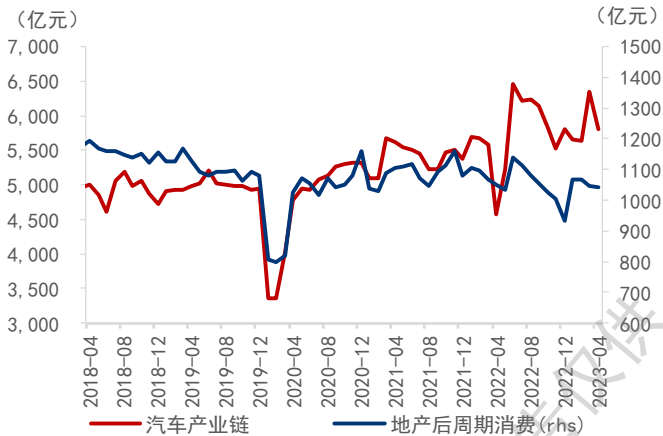
来源: Wind, 国联证券研究所

其中，4月商品消费的环比下滑主要受汽车消费影响。

从限额以上的商品销售观察：

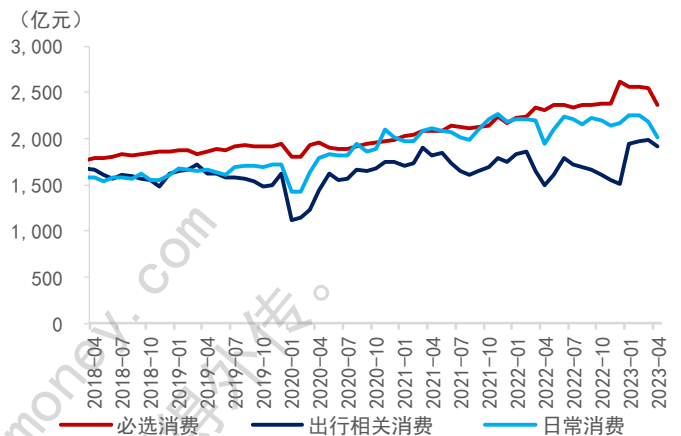
- 4月汽车消费环比回落的主要原因是3月的高基数。继3月汽车消费大幅反弹后，4月汽车消费有所回落（季调环比-8.7%），但仍好于1-2月的平均水平——季节性调整后，4月汽车消费较1-2月均值增长2.6%。这说明，3月汽车消费的高增，可能更多是受到车展促销、新车上市等阶段性因素的支撑，因此在4月自然有所回落。
- 必选与日常商品消费也继续回落（季调环比-7.2%、-7.9%）。
- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关的商品消费在一季度的大幅反弹之后也有所回落。季节性调整后，其环比增速为-3.5%，这可能部分与相关需求在此前已集中释放有关。
- 地产后周期商品消费在4月保持平稳，季节性调整后与3月规模基本相当。

图表 4: 汽车与地产后周期消费 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: 其他板块的商品消费 (季调)

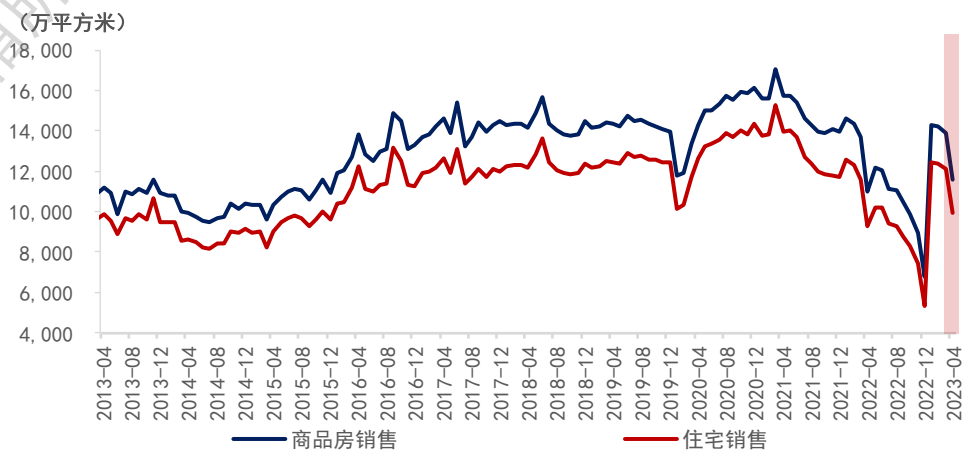


来源: Wind, 国联证券研究所

其次, 4 月商品房销售环比回落。

从经过季节性调整的数据来看, 4 月商品房销售规模在年化 13.9 亿平方米的水平, 较 1-3 月年化约 17 亿平方米的水平明显回落, 与近期地产签约与新房带看热度的回落相一致。考虑到此前地产销售部分受到积压需求的阶段性支撑, 我们认为, 4 月地产销售的回落也属于正常现象, 关键是未来能否逐步企稳。

图表 6: 商品房销售面积 (季调)

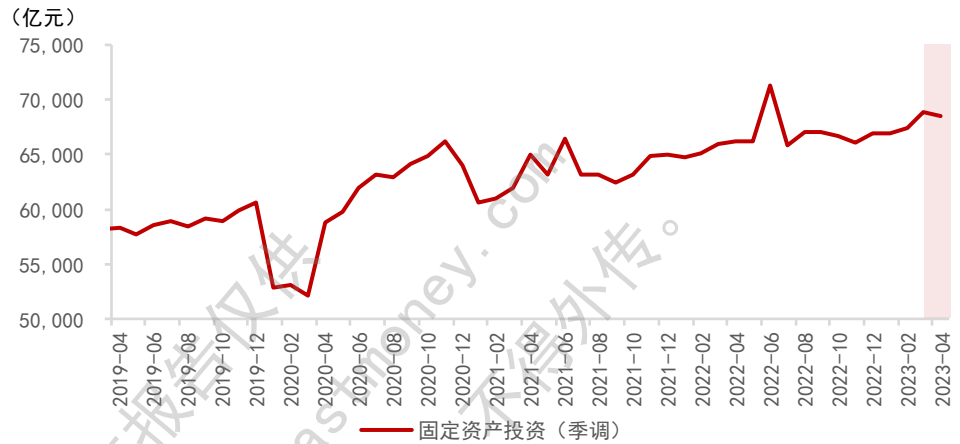


来源: Wind, 国联证券研究所

最后, 投资修复放缓, 基建投资回落是主要原因。

4 月固定资产投资同比增速 3.9%(前值 4.8%)。从经过季节性调整后的数据来看, 4 月固定资产投资环比增速为-0.5%, 较 3 月的环比增速 (2.5%) 有所放缓。

图表 7: 固定资产投资 (季调)



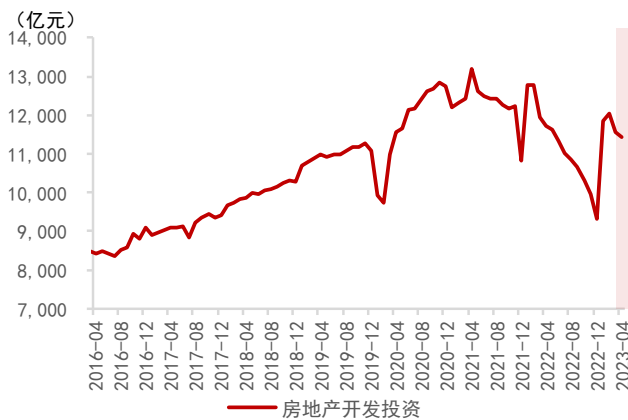
来源: Wind, 国联证券研究所

具体而言, 基建投资的回落是导致 4 月固定资产投资环比下滑最主要的原因。季节性调整后, 4 月基建投资环比增长-2.6%, 较 3 月的环比增速 (6.0%) 明显下行。

4 月地产投资继续回落, 但降幅有所收窄。季节性调整后, 4 月地产投资环比增速为-1.0% (前值-3.4%), 降幅明显收窄。但值得注意的是, 就绝对水平而言, 当前地产投资仍受到存量投资支撑 (包括“保交楼”、“保竣工”), 明显高于去年底的水平。

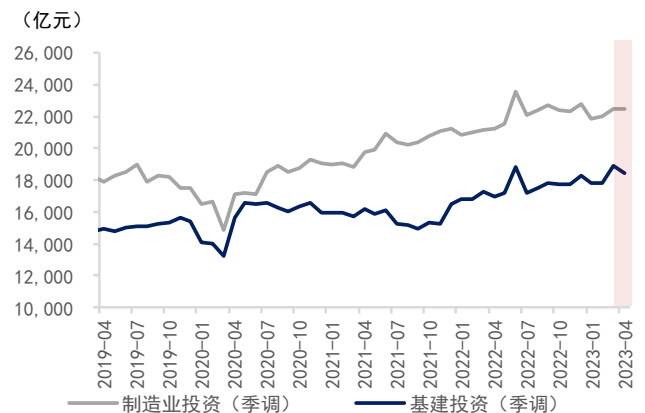
此外, 4 月制造业投资保持平稳。季节性调整后, 4 月制造业投资环比零增长 (前值 2.6%)。

图表 8: 房地产投资 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 基建与制造业投资 (季调)

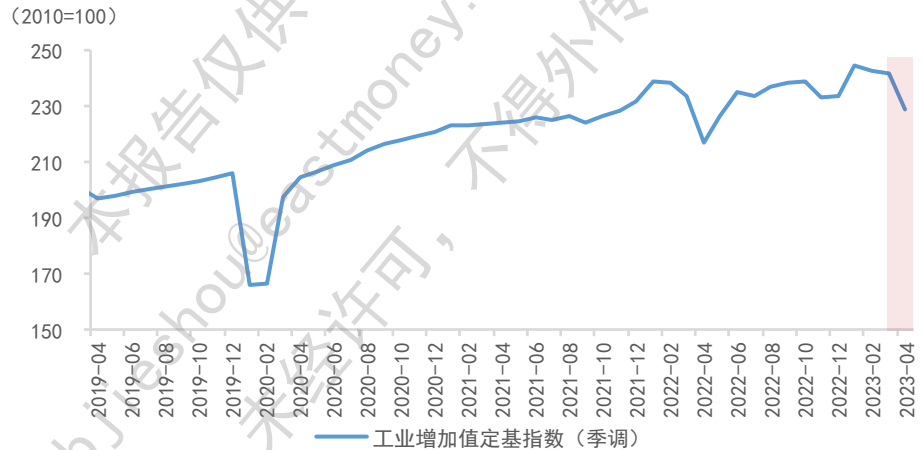


来源: Wind, 国联证券研究所

2 生产端：工业生产环比回落，出口交货值继续下行

从生产端来看，季节性调整后，4月工业增加值环比增速为-5.2%，显示工业生产在1-2月大幅反弹、3月保持平稳后，修复斜率进一步放缓，这也与4月需求修复整体的放缓相一致。

图表 10：工业增加值



来源：Wind，国联证券研究所

同时，4月出口交货值继续下行，季节性调整后，其环比增速为-2.6%，相较3月环比降幅（-1.9%）稍有扩大。

图表 11：出口交货值



来源：Wind，国联证券研究所

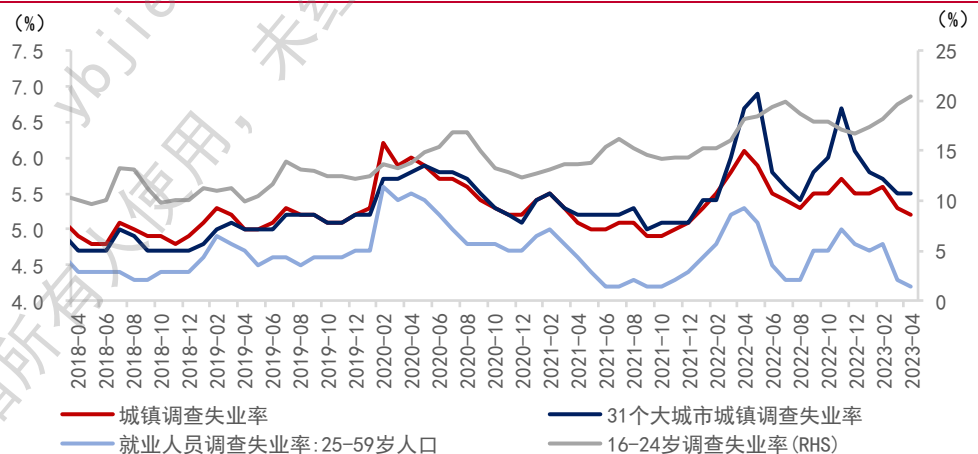
3 就业形势进一步分化

4 月的城镇调查失业率 5.2% (前值 5.3%)，与上月大体相当。

但需要注意的是，不同群体就业状况进一步分化。今年以来，16-24 岁人口的调查失业率已连续 4 个月上行，并在 4 月升至 20.4% (前值 19.6%)；25-59 岁人口的失业率则稍有下降，降至 4.2% (前值 4.3%)。

对于就业情况的分化，我们认为一种可能的解释是，相较于 16-24 岁的青年群体，25-59 岁人群中更容易出现农民工返乡，以及提前退休离开劳动力市场的情况。一个侧面的证据是，2022 年国家统计局公布的全国城镇就业人数历史罕见地出现负增长，较 2021 年减少了 842 万人，而根据北大卢锋教授的研究，城镇就业人数下降的主要原因可能是一些城市劳动力主动退出劳动力市场，以及农民工返乡。当然，这一解释还有待更多的证据验证。

图表 12：调查失业率



来源：Wind，国联证券研究所

4 未来经济与政策展望

4 月需求与生产修复的双双放缓，在一定程度上印证了，在此前点评中我们提出的，无论是社会消费品零售的超预期增长，还是地产销售投资的超预期反弹，甚至是出口的高增速，可能都与前期积压的需求集中释放有关。

随着积压需求基本释放，经济底色更为清晰。从 4 月的情况来看，除了餐饮消费受五一假期提振反弹、制造业投资相对平稳之外，商品消费、地产投资与基建投资都有一定的回落，工业生产的修复也在放缓。

展望未来，我们认为，4 月以来中国的负产出缺口可能重新扩大。一方面，地产销售下台阶后，地产投资以及由地产带动的基建投资等需求都面临较大不确定性；另一方面，受地产价格调整和此前疫情冲击的影响，居民与企业的资产负债表都面临一

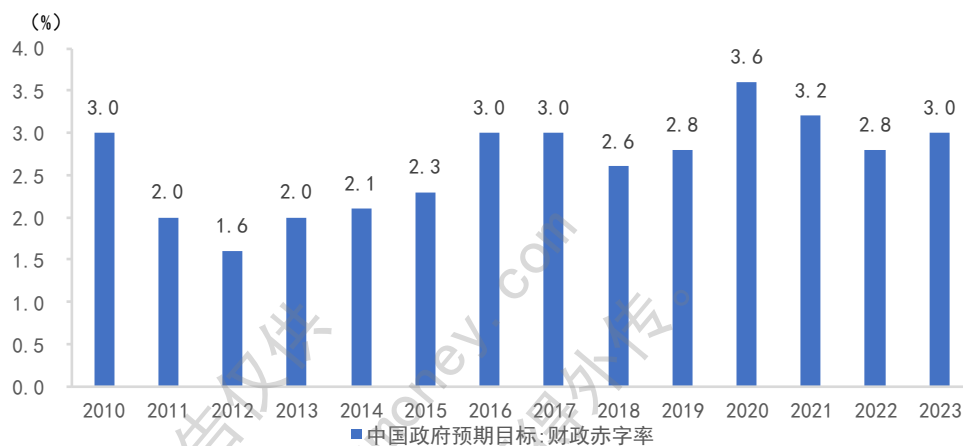
定损失，需要时间修复，这也为后续消费的复苏带来压力。

因此，我们认为后续相关领域的稳增长政策有望进一步推出。短期来看，政策工具箱中有以下选择：

- **首先，降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策推出的可能性最高。** 主要因其使用相对灵活，能够精准作用于实体经济的薄弱领域与关键环节：
1) 物价下行的情况下，降息能够避免实际利率被动攀升，并提振市场信心；
2) 政策性银行金融工具包括专项贷款和金融债券，2022 年央行指导政策性、开发性银行投放政策性开发性金融工具资金共计 7399 亿元，新增信贷额度 8000 亿元；
3) 专项再贷款政策能够精准发力实体经济的薄弱环节，比如，5 月 15 日央行发布的一季度中国货币政策执行报告中就提出，要“实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款……继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效。”
- 其次，如果三季度政治局会议批准，盘活财政余钱与地方债务结存限额也有可能三季度推出。财政余钱指此前未安排预算的财政收入，或者已经安排预算但尚未形成实际支出的财政资金，2015 年我国曾大范围开展“盘活财政存量资金”的工作，去年 8 月的经济专项债务结存限额，就是专项债务余额小于限额的部分大省政府主要负责人座谈会上“盘活财政存量资金”被再度提及。
专项债务结存限额是地方专项债务余额小于限额的部分，去年 9 月国常会曾提出要“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额”，主要投向交通物流、能源环保、农林水利、市政园区、保障性安居工程等基础设施建设。
- 再者，当前存量房贷利息相对较高，引发居民提前还贷潮，影响居民消费。存量房贷降息可能被作为一种对居民部门转移支付的手段来刺激消费。
- 此外，2023 年财政赤字率为 3%，已达到历史较高水平。历史上，财政赤字率在年中的上调也非常罕见，仅发生过 3 次（1998、1999、2000 年）。因此我们认为，除非经济大幅低于预期，进一步调整财政预算扩大官方赤字的可能性比较有限。

中长期而言，中国的财政体制安排可能面临进一步调整的压力。地产普涨的时代已经过去，这将对财政收入的结构产生深远的影响。

图表 13: 财政赤字率目标



来源: Wind, 国联证券研究所

5 风险提示

经济、政策与预期不一致，中美关系恶化超预期

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