

2023年05月16日

内生压力凸显——四月经数据点评

定期报告

投资要点

- ◆ **一、生产端：需求不足，去库延续**
- ◆ **4月工业增加值环比缩量，剔除低基数影响，工业增加值增速低于预期。**4月工业增加值同比增长5.6%，3月为3.9%。从季调环比增速来看，4月为-0.47%，前值0.12%，显示工业增加值环比下滑，与制造业PMI走势相一致。出口生产方面，出口交货值衡量当期生产、当期出口的产品价值，4月同比增速为0.7%，前值-5.4%，与外贸数据、新出口订单PMI趋势相反，同样是受低基数影响。
- ◆ **分行业来看，**1) 制造业尤其是装备制造业低基数效应最为显著；2) 基建增速触顶回落，钢铁、水泥增速明显回落。3) 剔除基数影响，4月发电量增速环比下滑，显示工业生产动能减弱。4) 以煤炭开采为代表的采矿业增加值增速下滑，主因焦煤下游钢铁企业利润低迷，以及电厂日耗下降，动力煤库存高位去库缓慢。
- ◆ **二、消费：复苏持续性取决于就业与收入预期的改善**
- ◆ **4月社零延续3月的高增速，同比增18.4%，同样由于低基数效应。**1) 社交出行属性强的餐饮、汽车、通讯器材、服装、化妆品、金银珠宝、石油制品社零增速均达10%以上。2) 此外，地产后周期消费较弱，4月家电、家具、建筑装潢材料零售额增速分别变动6.1pct、-0.1pct、-12.1pct至4.7%、3.4%、-11.2%。
- ◆ **低基数回补过后，社零或难以保持高增速，其复苏持续性取决于就业与收入预期的改善情况。**一季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.1%，扣除价格因素则实际增长3.8%，虽较2022年四季度增速提高0.9pct，但低于GDP4.5%的增速。就业方面，4月25-59岁人口失业率继续下降至4.2%，为近三年低位，但16至24岁人口失业率继续攀升至20.4%的历史高位，民营企业是吸纳青年群体就业的主体，然而民营企业的投资扩张目前仍受到盈利的制约。
- ◆ **三、固定资产投资：基建增速或已触顶，民营投资有待拉动**
- ◆ **2023年以来，固定资产投资增速持续下降，1至4月为4.7%，前值5.1%，为2021年以来最低点。**具体来看，高技术产业以14.7%的增速保持领先；不含电力的基建投资增速连续4个月下滑，但仍达8.5%；制造业投资增速自2022年四季度以来持续下降，4月累计增速为6.4%；房地产投资增速继续下降至-6.2%，前值-5.8%。
- ◆ **房地产开发投资跌幅继续走阔，新开工较弱，库存出清与信心好转仍需等待。**4月房地产竣工端在保交楼压力下继续提升4.1pct至18.8%；商品房销售提升4.3pct至88.8%，一方面受低基数影响，另一方面为二手房交易带动；商品房待售面积继续上行0.3pct至15.7%，施工面积与新开工面积降幅均继续扩张至-5.6%、-21.2%。整体而言，房地产交易热度有所降温、库存难以有效释放，房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。
- ◆ **基建方面，基建投资面临预算软约束，由于我们测算财政前置的顶点在4月上半月，伴随实体负债增速向名义经济增速靠拢，叠加基数作用，其增速顶点或已过去。**
- ◆ **制造业投资则依赖PPI回升以及盈利的企稳。**制造业以民营企业为主，值得注意的是民间固定资产投资增速自2022年以来持续下降，4月累计增速仅有0.4%，前值

分析师

罗云峰

 SAC执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.com.cn

报告联系人

杨斐然

yangfeiran@huajinsec.com.cn

相关报告

 3月全社会债务数据综述-通胀，而非通缩
 2023.5.13

 2月全球经济数据综述-中英日改善
 2023.5.13

 4月金融数据综述-实体部门负债增速或已触顶
 2023.5.11

4月进出口数据点评 2023.5.9

2023年4月信用债市场跟踪 2023.5.2



0.6%，民间固定资产投资占比亦创新低。我们认为提高经济复苏的持续性与稳定性依赖民营投资，而民营企业的投资更为市场化，其前瞻指标是企业盈利。预计伴随基数效应的消退，下半年 PPI 将转正，叠加内需持续释放，企业盈利有望改善，民营企业信心若得到提振，民营投资与制造业投资增速有望提高。

◆ 风险提示：政策超预期放松，经济恢复不及预期。

内容目录

一、生产端：需求不足，去库延续	4
二、消费：复苏持续性取决于就业与收入预期的改善	5
三、固定资产投资：基建增速或已触顶，民营投资有待拉动	6

图表目录

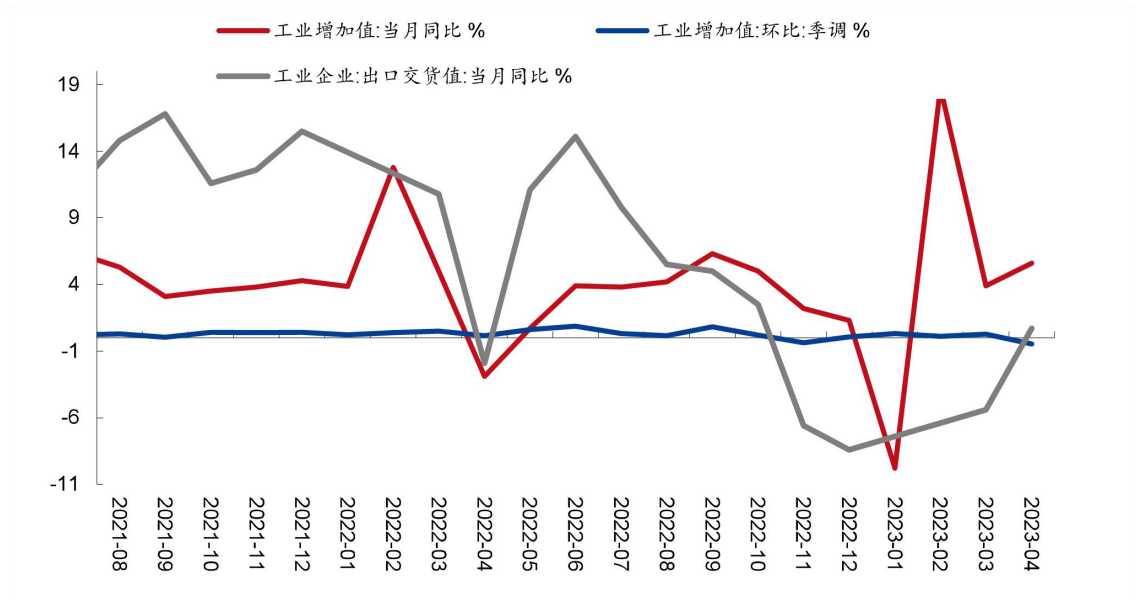
图 1：工业增加值环比下降	4
图 2：出口交货值增速受低基数影响	5
图 3：4 月社零的基数效应较强	5
图 4：青年群体就业亟待改善，需重视民营企业盈利情况	6
图 5：各产业固定资产投资增速	7
图 6：民间投资占比创新低	7
图 7：从新开工以及待售数据来看，房地产信心回升仍需等待	7

一、生产端：需求不足，去库延续

4月工业增加值环比缩量，剔除低基数影响，工业增加值增速低于预期。4月工业增加值同比增5.6%，3月为3.9%。4月增速的提高主因为低基数，因为从季调环比增速来看，4月为-0.47%，前值0.12%，显示工业增加值环比下滑，与制造业PMI走势相一致。出口生产方面，出口交货值衡量当期生产、当期出口的产品价值，4月同比增速为0.7%，前值-5.4%，与外贸数据、新出口订单PMI趋势相反，同样是受低基数影响。

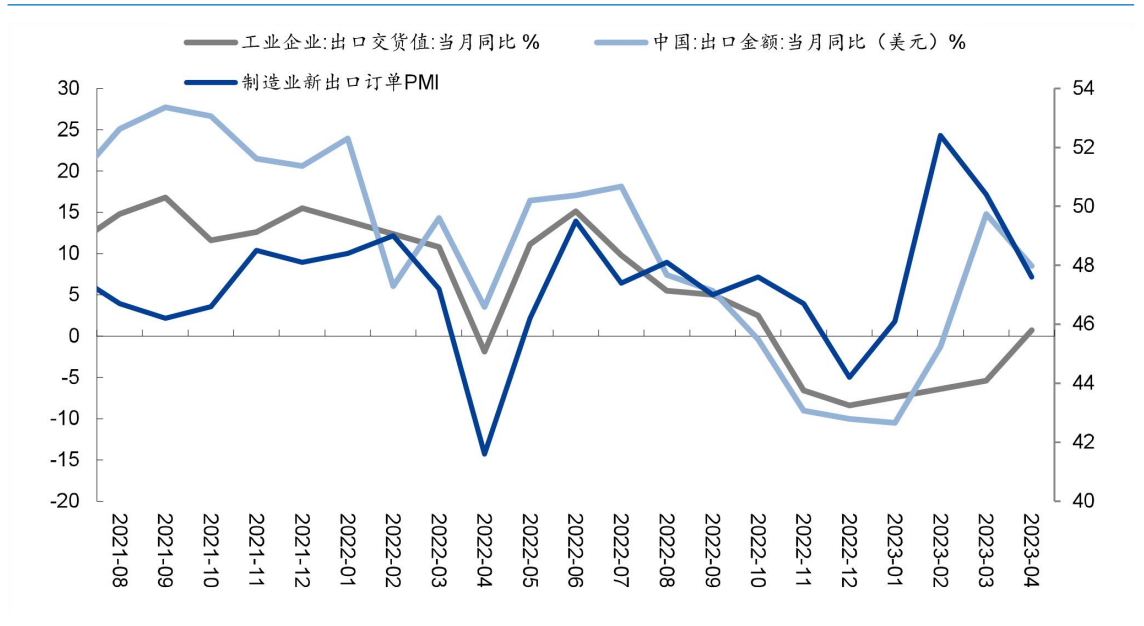
分行业来看，1) 制造业尤其是装备制造业低基数效应最为显著，4月制造业、装备制造业、高技术制造业、采矿业、电热燃水业工业增加值分别变动2.3pct、5.3pct、1.0pct、-0.9pct、-0.4pct至6.5%、13.2%、2.5%、0%、4.8%。具体而言，汽车、新能源汽车、电气设备、专用设备（工业机器人、金属切削机床）在去年4月受疫情影响严重，本期增速提高幅度较大。2) 基建增速触顶回落，钢铁、水泥增速明显回落。3) 剔除基数影响，4月发电量增速环比下滑，显示工业生产动能减弱。4) 以煤炭开采为代表的采矿业增加值增速下滑，主因焦煤下游钢铁企业利润低迷，以及电厂日耗下降，动力煤库存高位去库缓慢。

图 1：工业增加值环比下降



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速受低基数影响



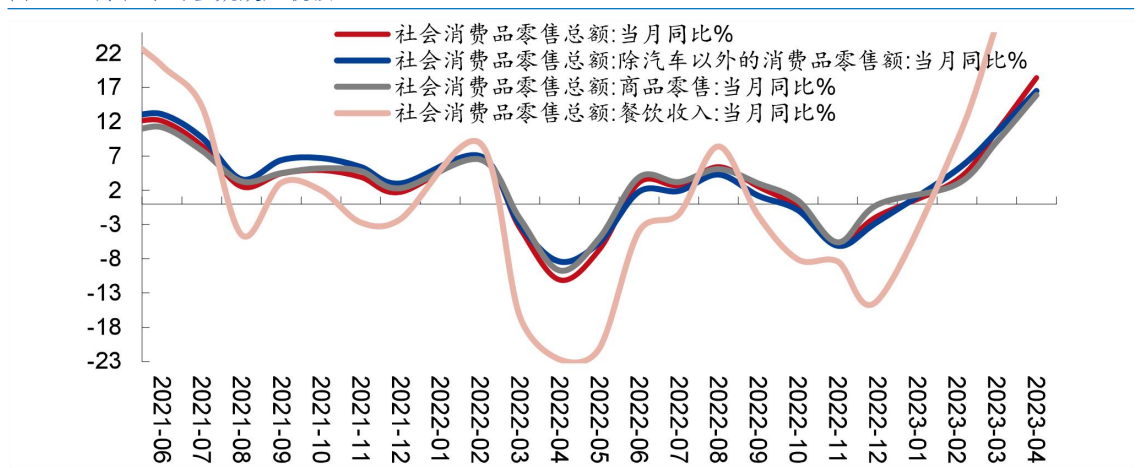
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、消费：复苏持续性取决于就业与收入预期的改善

4月社零延续3月的高增速，同比增18.4%，同样由于低基数效应。社交出行属性强的餐饮、汽车、通讯器材、服装、化妆品、金银珠宝、石油制品社零增速均达10%以上。此外，地产后周期消费较弱，4月家电、家具、建筑装潢材料零售额增速分别变动6.1pct、-0.1pct、-12.1pct至4.7%、3.4%、-11.2%。

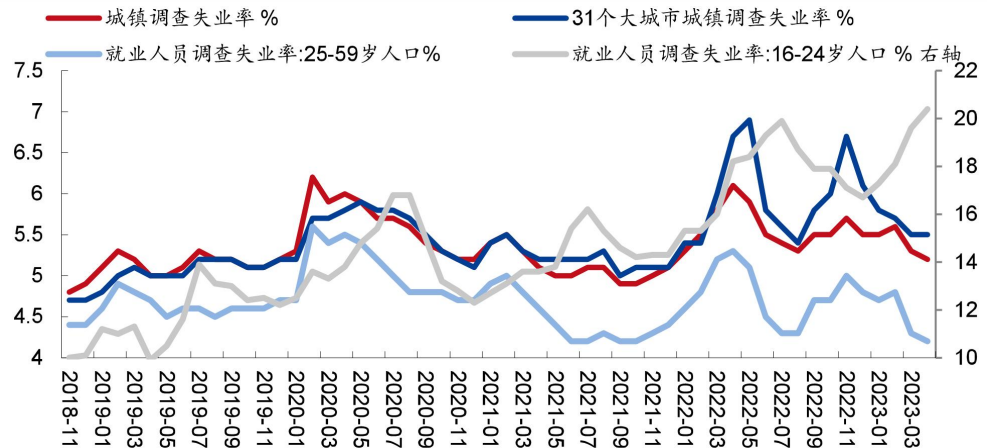
低基数回补过后，社零难以保持高增速，其复苏持续性取决于就业与收入预期的改善情况。一季度，全国居民人均可支配收入同比名义增长5.1%，扣除价格因素则实际增长3.8%，虽较2022年四季度增速提高0.9pct，但低于GDP4.5%的增速。就业方面，4月25-59岁人口失业率继续下降至4.2%，为近三年低位，但16至24岁人口失业率继续攀升至20.4%的历史高位，民营企业是吸纳青年群体就业的主体，然而民营企业的投资扩张目前仍受到盈利的制约。

图 3：4月社零的基数效应较强



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4：青年群体就业亟待改善，需重视民营企业盈利情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、固定资产投资：基建增速或已触顶，民营投资有待拉动

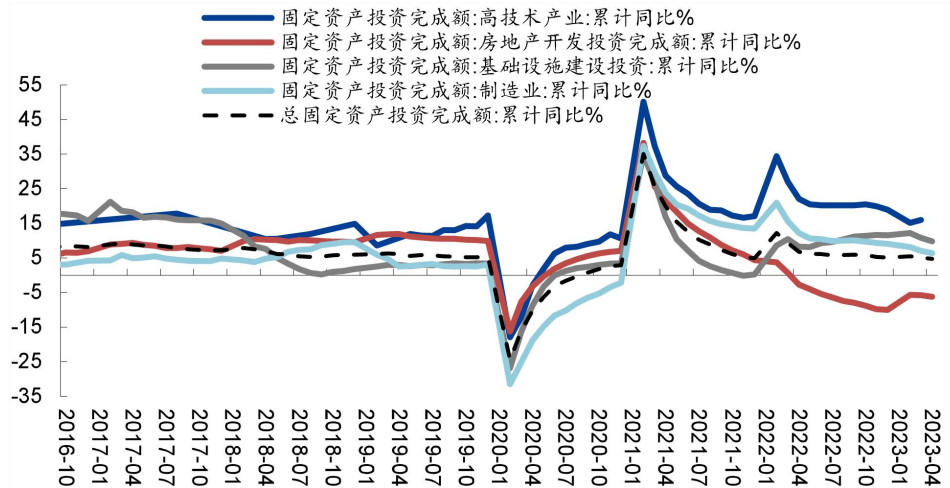
2023 年以来，固定资产投资增速持续下降，1 至 4 月为 4.7%，前值 5.1%，为 2021 年以来最低点。具体来看，高技术产业以 14.7% 的增速保持领先；不含电力的基建投资增速连续 4 个月下滑，但仍达 8.5%；制造业投资增速自 2022 年四季度以来持续下降，4 月累计增速为 6.4%；房地产投资增速继续下降至 -6.2%，前值 -5.8%。

房地产开发投资跌幅继续走阔，新开工较弱，库存出清与信心好转仍需等待。4 月房地产竣工端在保交楼压力下继续提升 4.1pct 至 18.8%；商品房销售提升 4.3pct 至 88.8%，一方面受低基数影响，另一方面为二手房交易带动；商品房待售面积继续上行 0.3pct 至 15.7%，施工面积与新开工面积降幅均继续扩张至 -5.6%、-21.2%。整体而言，房地产交易热度有所降温、库存难以有效释放，房地产开发投资与新开工的企稳需等待信心好转。

基建方面，基建投资面临预算软约束，由于我们测算财政前置的顶点在 4 月上半月，伴随实体负债增速向名义经济增速靠拢，叠加基数作用，其增速顶点或已过去。

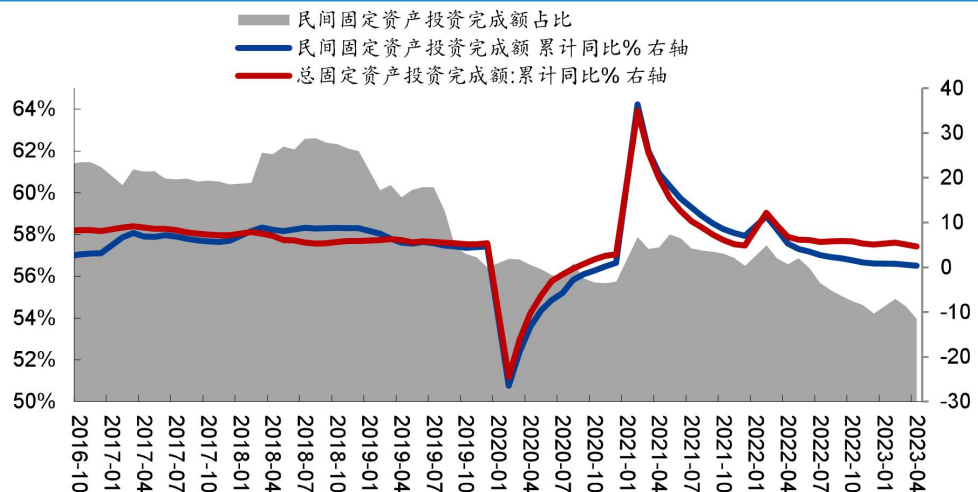
制造业则依赖 PPI 回升，盈利企稳。制造业以民营企业为主，值得注意的是民间固定资产投资增速自 2022 年以来持续下降，4 月累计增速仅有 0.4%，前值 0.6%，民间固定投资占比亦创新低。我们认为提高经济复苏的持续性与稳定性依赖民营投资，而民营企业的投资更为市场化，其前瞻指标是企业盈利。预计伴随基数效应的消退，下半年 PPI 将转正，叠加内需持续释放，企业盈利有望改善，民营企业信心若得到提振，民营投资与制造业投资增速有望提高。

图 5：各产业固定资产投资增速



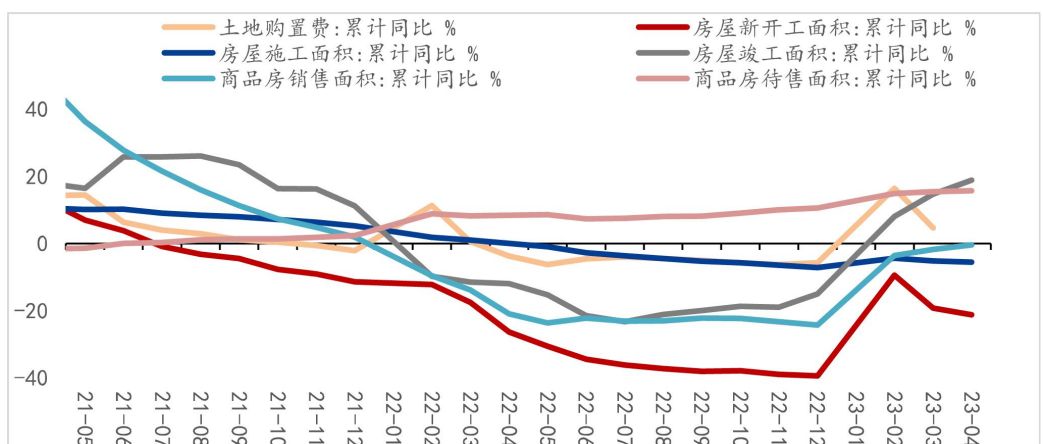
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：民间投资占比创新低



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：从新开工以及待售数据来看，房地产信心回升仍需等待



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

罗云峰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn