

恢复遭遇波折，增长能否持续？ ——4月经济数据解读

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

联系人: 谢钰

xieyu01@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通宏观陈兴团队】经济恢复能持续么？——1-2月经济数据解读》2023-03-16
2. 《【财通宏观 陈兴团队】经济恢复尚有余力——一季度经济数据解读》2023-04-18

核心观点

- ❖ 国家统计局公布今年4月经济数据，在去年同期低基数的影响下，生产和消费增速均有回升、投资小幅回落，但从两年年均增速及环比表现来看，经济修复的斜率明显放缓。在一季度疫情后的报复性恢复退潮后，内生增长动能尚显疲弱，但我们也需注意到，“超额融资”的状态依然持续，而随着融资逐渐传导转化到实体经济中来，内生动能有望在其拉动下逐步修复，**经济增长短期虽有波折，但年内恢复的持续性仍有保证。**
- ❖ **工业生产走缓，需求不足拖累。**4月规模以上工业增加值增速回升至5.6%，但两年平均增长较3月回落，环比增速由正转负。4月工业生产再度放缓，主要还是由于下游需求不足拖累生产走低，主要工业品的库存压力较大。随着二季度基建项目的稳步推进，我们预计，下游需求修复有望提速，带动工业去库并提振生产。
- ❖ **投资均有放缓，地产依旧低迷。**4月全国固定资产投资同比增速延续下行至3.6%，其中民间投资同比增速由正转负。具体来看三大类投资，地产、制造业和基建投资均有下行。若从两年年均增速来看，地产投资增速下行的幅度明显大于基建和制造业。我们预计，在“超额融资”的支撑下，年内基建投资有望重回升势，而地产投资短期或保持负增。
- ❖ **低基数推升消费，服务消费仍强。**在去年同期基数走低的背景下，4月社消零售、限额以上零售增速较3月双双走高，而社零环比增速放缓，两年年均增速也延续回落。4月餐饮收入同比增速大幅上行至43.8%，两年年均增速较3月同步回升至5.4%。分品类来看，4月必需消费品和可选消费品增速双双回升，但两年年均增速均走缓。具体来看，必需消费品和可选消费品当月增速均多数上行，尤其是必需品中的服装针纺、可选品中的汽车和通讯器材反弹幅度居前。
- ❖ **销售开工低迷，竣工持续改善。**4月全国地产销售面积同比增速降幅扩大至-11.8%，两年年均增速也有走低。在去年同期基数走低的背景下，4月新开工面积增速降幅略有收窄、施工面积增速延续走扩，而从两年年均增速来看，新开工和施工面积增速双双走低。竣工端持续向好，4月竣工面积增速延续回升至37.3%，两年年均增速也有上行，“保交楼”政策效果持续显现。整体来看，地产行业的修复尚不稳固，政策的保驾护航依然有必要。
- ❖ **风险提示：**政策变动，经济恢复不及预期。

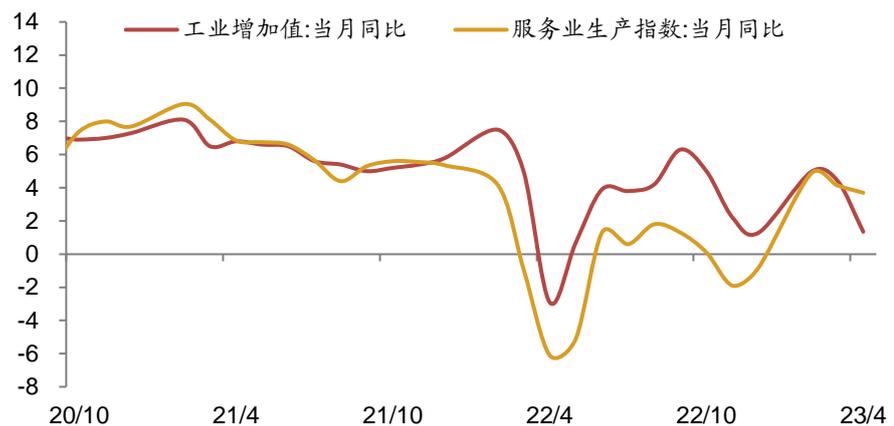
图表目录

图 1. 工业增加值和服务业生产指数增速 (%)	3
图 2. 各主要行业工业增加值增速 (%)	4
图 3. 三大类投资同比增速 (%)	4
图 4. 各类消费品零售额增速 (%)	5
图 5. 商品房销售面积增速 (%)	6
图 6. 16-24 岁人口调查失业率 (%)	6

国家统计局公布今年4月经济数据，在去年同期低基数的影响下，生产和消费增速均有回升、投资小幅回落，但从两年年均增速及环比表现来看，经济修复的斜率明显放缓。在一季度疫情后的报复性恢复退潮后，内生增长动能尚显疲弱，但我们也需注意到，“超额融资”的状态依然持续，而随着融资逐渐传导转化到实体经济中来，内生动能有望在其拉动下逐步修复，经济增长短期虽有波折，但年内恢复的持续性仍有保证。

工业生产再度走缓。4月规模以上工业增加值增速录得5.6%，较3月增速回升1.7个百分点。不过，考虑到去年同期基数走低的影响，4月工业增加值两年平均增速较3月回落至1.4%。从环比增速来看，4月规模以上工业增加值增速由正转负至-0.47%，较3月回落0.75个百分点。在去年同期低基数的背景下，4月服务业生产指数增速延续上行至13.5%，但两年年均增速较3月有所放缓。

图1.工业增加值和服务业生产指数增速 (%)

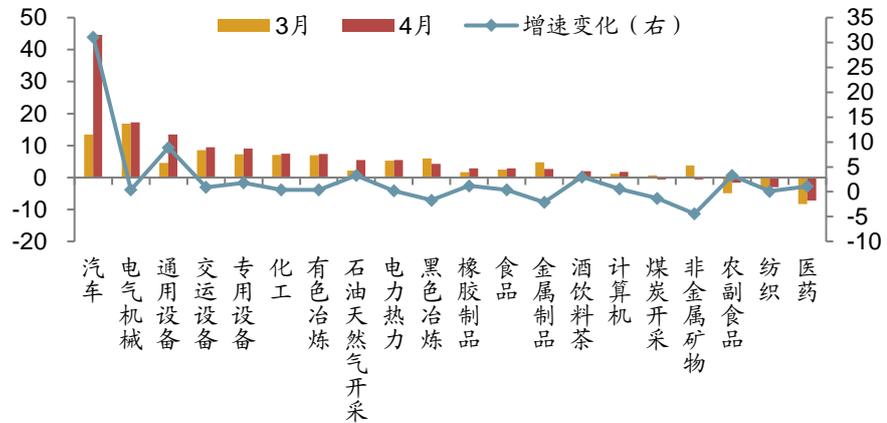


数据来源：WIND，财通证券研究所，21年和23年为两年平均增速

需求不足拖累生产。从中观来看，在去年同期基数走低的背景下，20个主要行业增加值增速涨多跌少，除煤炭开采、非金属矿物、钢铁和金属制品行业增加值增速有所回落以外，其余行业均有回升，尤其是汽车大幅回升超过30个百分点。微观层面来看，除钢材、水泥和有色产量增速较3月下行业以外，其余工业品产量增速均有走高，其中，汽车、乙烯和化纤的产量增速均有明显回升。

整体来看，4月工业生产再度放缓，主要系下游需求不足拖累生产走低。当前主要工业品的库存压力依然较大，水泥、钢材和电厂动力煤库存均处于历年同期较高水平。随着二季度基建项目的稳步推进，我们预计，下游需求修复有望提速，带动工业去库并提振生产。

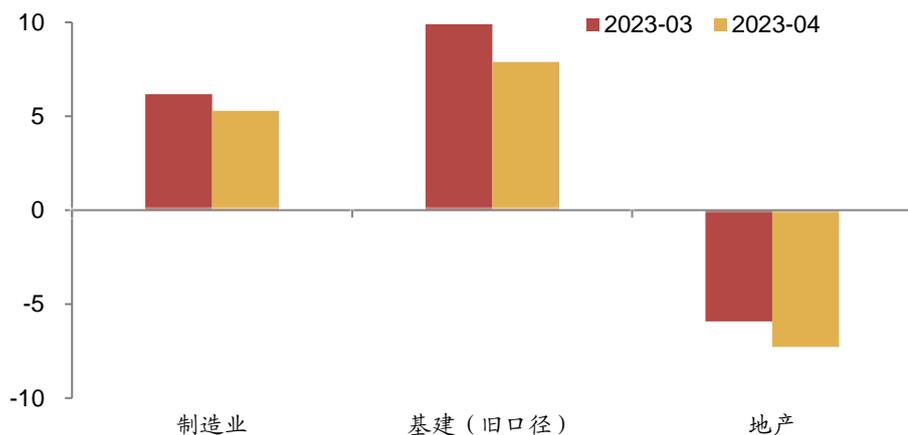
图2.各主要行业工业增加值增速 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

投资有所放缓，地产依旧低迷。在去年同期较低基数的背景下，4月全国固定资产投资同比增速仍延续下行至3.6%，其中民间投资同比增速由正转负至-0.2%。从投资端的企业类型来看，民间投资增速依旧远低于国有控股企业投资增速。具体来看三大类投资，地产、制造业和基建投资均有下行。4月新、旧口径下的基建投资增速双双回落至7.9%；而在去年同期基数走低的情况下，4月制造业投资延续下行至5.3%，地产投资增速降幅走扩至-7.3%。若从两年年均增速来看，地产投资增速下行的幅度明显大于基建和制造业。我们预计，在“超额融资”的带动下，年内基建投资仍有望重回升势，而地产投资短期或仍保持负增。

图3.三大类投资同比增速 (%)



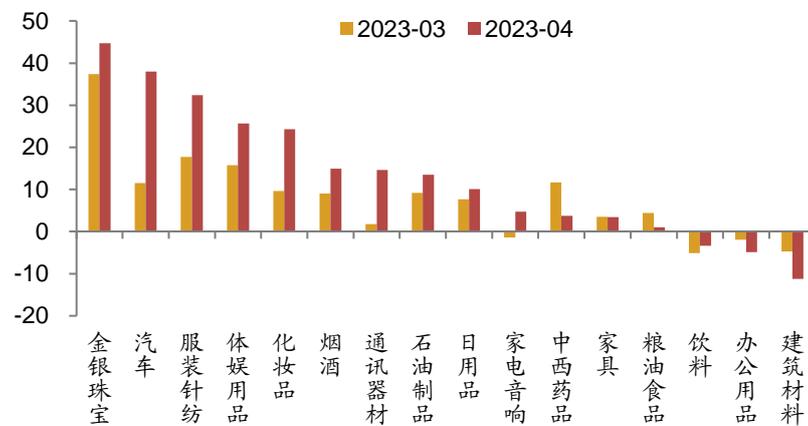
数据来源：WIND，财通证券研究所

低基数推升消费，服务消费仍强。在去年同期基数走低的背景下，4月社消零售、限额以上零售增速分别录得18.4%、19%，较3月增速双双走高，除汽车外的消费品零售额增速回升至16.5%，而社零环比增速放缓至0.49%。不过，从两年年均增

速来看，4月社消零售增速延续回落至2.6%，较3月下行0.7个百分点。在去年同期基数走低的背景下，4月餐饮收入同比增速大幅上行至43.8%，两年年均增速较3月同步回升至5.4%。

分品类来看，4月必需消费品和可选消费品增速双双回升，但两年年均增速均有放缓。具体来看，必需消费品和可选消费品当月增速多数上行，尤其是必需品中的服装针纺、可选品中的汽车和通讯器材反弹幅度居前。不过，若剔除基数效应的影响，必需消费品两年年均增速全面回落，可选消费品涨少跌多，仅体育娱乐和家电音响两年年均增速略有回升，其余品类均有走低。

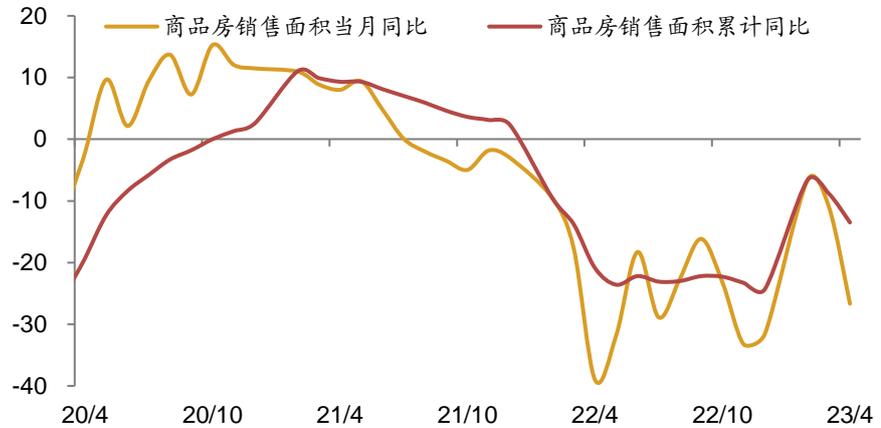
图4. 各类消费品零售额增速 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

销售开工低迷，竣工持续改善。4月全国地产销售面积同比增速录得-11.8%，较3月增速降幅扩大8.4个百分点，两年年均增速也有走低。在去年同期基数走低的背景下，4月新开工面积增速降幅略有收窄、施工面积增速延续走扩，而从两年年均增速来看，新开工和施工面积增速双双走低。地产数据方面，仅竣工端持续向好，4月竣工面积增速延续回升至37.3%，两年年均增速也有上行，“保交楼”政策效果持续显现。整体来看，地产行业的修复尚不稳固，政策的保驾护航依然有必要。央行在一季度货币政策执行报告提及要“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”，若后续结构性货币政策工具落地生效，地产市场景气度或有望逐步恢复。

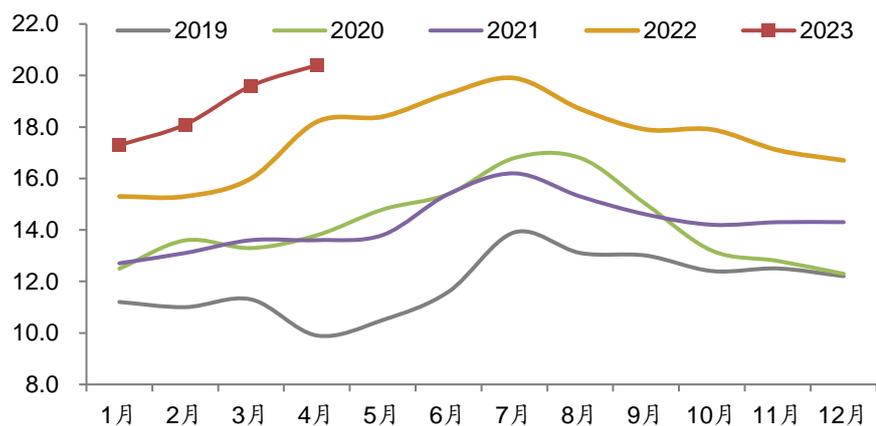
图5.商品房销售面积增速 (%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 21年和23年为两年平均增速

修复斜率放缓，内生动力不强。在去年同期低基数的影响下，生产和消费增速均有回升、投资小幅回落，但从两年年均增速及环比表现来看，经济修复的斜率明显放缓。生产端来看，4月工业生产有所放缓，主要受制于需求不足、库存压力较大；投资端来看，三大类投资均有放缓，房地产行业依然疲弱，仅竣工端表现亮眼；消费端来看，低基数推高社消零售同比增速，但两年年均增速走弱，且服务消费的表现依然优于传统商品消费。整体来看，4月经济的修复斜率明显放缓，当前经济内生动力不强，恢复不均的现象依然存在，4月青年群体失业率持续走高，在居民收入和就业承压下，消费的修复或受到制约，稳增长政策仍需持续加码。

图6.16-24岁人口调查失业率 (%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所

风险提示: 政策变动，经济恢复不及预期。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。