

宏观经济宏观月报

4月经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键

核心观点

4月经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键。根据测算，2023年4月国内实际GDP同比约为7.3%，较3月上升1.9个百分点。4月国内实际GDP的两年平均同比增速约为2.7%，较3月回落1.7个百分点，回落幅度大于基数抬升幅度，表明4月国内经济增长的真实景气较3月有所回落。

当前海外发达国家的经济增长仍处于下行通道中，国内出口难以明显提振；内需方面，当前国内基建投资、制造业投资增速处于历史较高水平，进一步提升的空间有限，而房地产投资和消费需求仍处于历史较低水平，后续进一步上升的空间较大。

从经济逻辑上来看，房地产投资和消费需求是国内就业的滞后指标，而中国接近一半的就业人口是在第三产业就业，因此服务业的发展是国内就业修复的关键。

2023年2-4月，国内服务业PMI持续维持在55%以上的高景气区间，表明国内服务业持续向上修复的趋势一直没有改变，但2023年1-4月国内第三产业固定资产投资完成额累计同比增速仅为3.1%，与2022年全年相差不大，明显低于2017-2019年7.2%的平均增速，其中第三产业的民间固定资产投资完成额1-3月累计同比增速为-4.4%，虽较2022年有所回升但仍未回到正常的正增长趋势中来，这意味着国内服务业产能的修复较为缓慢，这拖累了国内的就业，也压制了国内经济增长潜力的释放。

因此，后续国内经济增长重新回暖的关键或在于服务业产能投资的增长。从2023年1月以来国内的人流量增速、“五一”黄金周旅游人数等数据来看，国内服务业相关需求潜力非常大并已有明显的展现，因此当前国内服务业产能投资增长的抑制因素主要或在于政策稳定性、疫情不确定性等外部因素，而不在于需求。

4月中国经济政策不确定性指数大幅回落至354.67，明显低于三年疫情期间的平均值658，也明显低于2017-2019年的平均值524，表明国内经济政策不确定性已经回落至较低水平；此外，5、6月是国内民众普遍预期的新冠抗体减弱考验时间窗口，一旦这个考验顺利过去，疫情不确定性也将明显下降。整体来看，二季度或是国内服务业产能投资增速明显回升的起点，后续国内经济增长大概率将重回到上升趋势中来。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

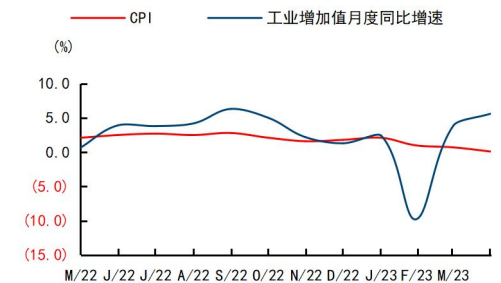
证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.70
社零总额当月同比	18.40
出口当月同比	8.50
M2	12.40

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报—一季度中国经济开局良好，二季度仍有向上修复空间》——2023-04-19
- 《宏观经济宏观月报—1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红》——2023-03-15
- 《宏观经济宏观月报—12月政府投资和疫情防控政策优化带动国内经济动能增加》——2023-01-18
- 《宏观经济宏观月报—疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏》——2022-12-16
- 《宏观经济宏观月报—防疫政策优化降低了人流和物流限制，国内经济有望回升》——2022-11-16

内容目录

4 月经济增长：经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键	4
就业：4 月城镇调查失业率继续下降，但青年人失业率继续上升	5
生产端：4 月国内工业和服务业生产两年平均同比继续回落	6
需求端：投资——国内投资两年平均同比有所回落	8
需求端：消费——国内消费两年平均同比有所回落	10
需求端：进出口——出口两年平均同比明显回落	10
4 月通胀解读：CPI 同比或已达到此轮最低点	11
2023 年 4 月 CPI 数据分析与未来走势判断	11
2023 年 4 月 PPI 数据分析与未来走势判断	15
风险提示	18
免责声明	19

图表目录

图 1: 2017 年以来中国第三产业固定资产投资完成额当月同比增速一览	5
图 2: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算	5
图 3: 4 月整体调查失业率继续下降, 但 16-24 岁人口失业率继续上升	6
图 4: 工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览	6
图 5: 4 月制造业增加值两年平均同比增速回落最为显著	7
图 6: 4 月各品类产品产量两年平均同比与 3 月的差值一览	7
图 7: 4 月服务业生产指数两年平均继续回落	8
图 8: 3 月固定资产投资同比增速有所回落	8
图 9: 4 月房地产开发、基建、制造业投资两年平均同比均有所回落, 其他投资上升	9
图 10: 房地产销售当月同比增速一览	9
图 11: 4 月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速继续回落	10
图 12: 商品零售当月同比与两年平均同比一览	10
图 13: 餐饮收入当月同比与两年平均同比一览	10
图 14: 中国出口当月同比与两年平均同比一览	11
图 15: 中国进口当月同比与两年平均同比一览	11
图 16: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献	11
图 17: CPI 环比与历史均值比较	12
图 18: CPI 食品项环比与历史均值比较	12
图 19: CPI 非食品项环比与历史均值比较	13
图 20: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较	13
图 21: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较	14
图 22: 5 月食品价格有所回升	15
图 23: 非食品高频价格指数走势	15
图 24: 2023 年 4 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值	16
图 25: 2023 年 4 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较	16
图 26: 2023 年 4 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较	17
图 27: 流通领域生产资料价格高频指标走势图	17

4 月经济增长：经济增长景气下降，服务业产能投资是重新回暖的关键

2022 年 3-6 月中国受到疫情反复的影响，各项经济增长指标波动较大，我们无法直接通过当月同比的变动方向来判断 2023 年 3-6 月真实的景气变动方向。根据我们的评估，2021 年 3-6 月中国月度 GDP 两年平均同比分别为 4.7%、5.8%、5.7%、5.6%，表明 2021 年 4 月中国经济增长较 3 月有一个百分点左右的基数抬升，而 2021 年 4-6 月中国经济增长情况较为平稳。我们可以用 2023 年 3-6 月各项经济增长指标的两年平均同比变动来衡量真实的景气，但 4 月与 3 月比较时需要考虑 4 月基数抬升一个百分点带来的影响。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），我们测算了 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速。2023 年 4 月国内实际 GDP 同比约为 7.3%，较 3 月上升 1.9 个百分点，4 月国内实际 GDP 的两年平均同比增速约为 2.7%，较 3 月回落 1.7 个百分点，回落幅度大于基数抬升幅度，表明 4 月国内经济增长的真实景气较 3 月有所回落。

从生产端来看，4 月国内工业增加值、服务业生产指数两年平均同比回落幅度分别为 3.1、1.4 个百分点，4 月国内工业和服务业的真实景气均有所回落，但服务业表现优于工业；从需求端来看，4 月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口金额两年平均同比回落幅度分别为 2.9、0.7、9.0 个百分点，4 月国内三大需求的真实景气均回落，但消费表现优于投资，投资表现优于出口。

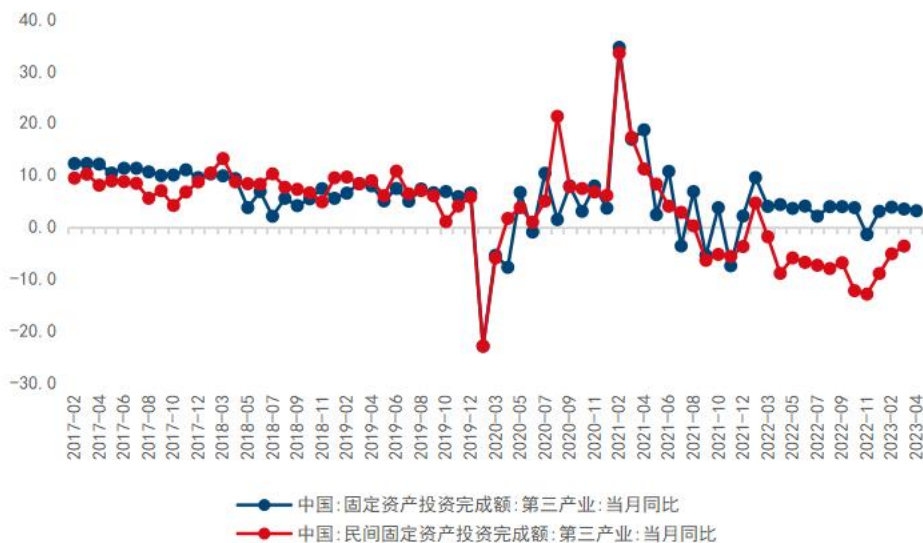
当前海外发达国家的经济增长仍处于下行通道中，国内出口难以明显提振；内需方面，当前国内基建投资、制造业投资增速处于历史较高水平，进一步提升的空间有限，而房地产投资和消费需求仍处于历史较低水平，后续进一步上升的空间较大。

从经济逻辑上来看，房地产投资和消费需求是国内就业的滞后指标，而中国接近一半的就业人口是在第三产业就业，因此服务业的发展是国内就业修复的关键。2023 年 2-4 月，国内服务业 PMI 持续维持在 55%以上的高景气区间，表明国内服务业持续向上修复的趋势一直没有改变，但 2023 年 1-4 月国内第三产业固定资产投资完成额累计同比增速仅为 3.1%，与 2022 年全年相差不大，明显低于 2017-2019 年 7.2%的平均增速，其中第三产业的民间固定资产投资完成额 1-3 月累计同比增速为-4.4%，虽较 2022 年有所回升但仍未回到正常的正增长趋势中来，这意味着国内服务业产能的修复较为缓慢，这拖累了国内的就业，也压制了国内经济增长潜力的释放。

因此，后续国内经济增长重新回暖的关键或在于服务业产能投资的增长。从 2023 年 1 月以来国内的人流量增速、“五一”黄金周旅游人数等数据来看，国内服务业相关需求潜力非常大并已有非常明显的展现，因此当前国内服务业产能投资增长的抑制因素主要或在于政策稳定性、疫情不确定性等外部因素，而不在于需求。

4 月中国经济政策不确定性指数大幅回落至 354.67，明显低于三年疫情期间的平均值 658，也明显低于 2017-2019 年的平均值 524，表明国内经济政策不确定性已经回落至较低水平；此外，5、6 月是国内民众普遍预期的新冠抗体减弱考验时间窗口，一旦这个考验顺利过去，疫情不确定性也将明显下降。整体来看，二季度或是国内服务业产能投资增速明显回升的起点，后续国内经济增长大概率将重回到上升趋势中来。

图1：2017年以来中国第三产业固定资产投资完成额当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

图2：2022年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

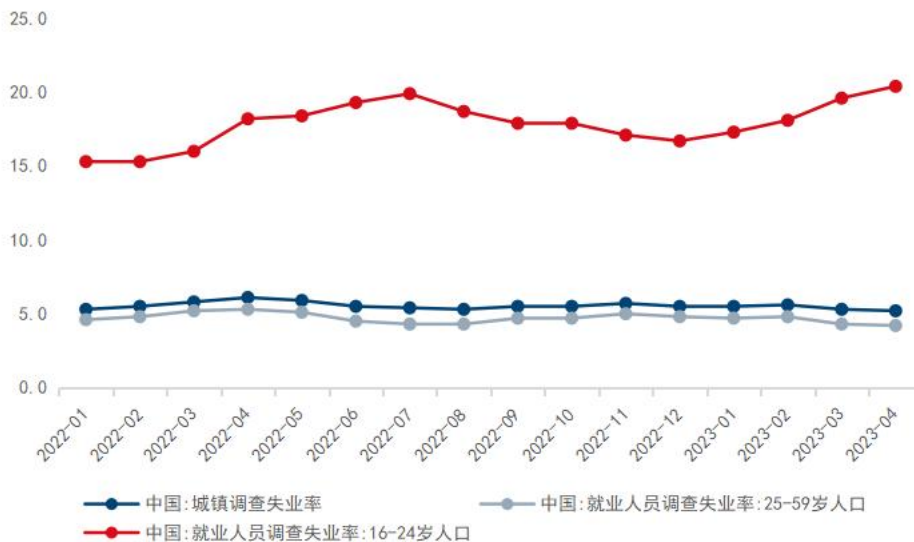
就业：4月城镇调查失业率继续下降，但青年人失业率继续上升

4月国内城镇调查失业率为5.2%，较3月回落0.1个百分点。2018年以来4月城镇调查失业率较3月的变化量平均值约为-0.1个百分点。今年4月国内城镇调查失业率回落幅度持平历史平均水平。

但4月16-24岁人口调查失业率约为20.4%，较3月继续上升0.8个百分点。2018年以来4月16-24岁人口城镇调查失业率较3月的变化量平均值约为0.1个百分

点。今年4月国内16-24岁人口调查失业率上升幅度仍明显大于历史平均水平，表明今年4月国内年轻人就业情况仍在继续恶化。

图3：4月整体调查失业率继续下降，但16-24岁人口失业率继续上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：4月国内工业和服务业生产两年平均同比继续回落

4月国内规模以上工业增加值两年平均同比增速为1.3%，较3月回落3.1个百分点，4月国内工业生产的真实景气较3月有所回落。

图4：工业增加值当月同比与两年平均同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，4月采矿业、制造业、公用事业增加值两年平均同比增速均回落，其中制造业回落最为显著。4月采矿业两年平均同比4.6%，较3月回落2.2个百

分点；制造业 0.8%，回落 3.5 个百分点；公用事业 3.1%，回落 1.8 个百分点。

图5：4月制造业增加值两年平均同比增速回落最为显著



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，4月乙烯产量两年平均同比增速明显上升，其他产品两年平均同比大都回落。4月粗钢产量两年平均同比为-3.4%，较3月回落3.4个百分点；钢材-0.5%，回落2.8个百分点；水泥-9.3%，回落11.4个百分点；乙烯7.9%，上升8.6个百分点；十种有色金属3.2%，回落1.8个百分点；汽车-5.0%，回落7.8个百分点；工业机器人-7.9%，回落12.8个百分点；集成电路-4.5%，回落0.5个百分点；整体高技术制造业增加值4月两年平均同比为3.2%，较3月回落4.3个百分点。

图6：4月各品类产品产量两年平均同比与3月的差值一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，2023年4月国内服务业生产指数两年平均同比增速为3.3%，较3月继续回落1.4个百分点。

图7：4月服务业生产指数两年平均继续回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资——国内投资两年平均同比有所回落

4月国内固定资产投资两年平均同比为3.1%，较3月回落2.9个百分点，国内投资景气下降。

图8：3月固定资产投资同比增速有所回落



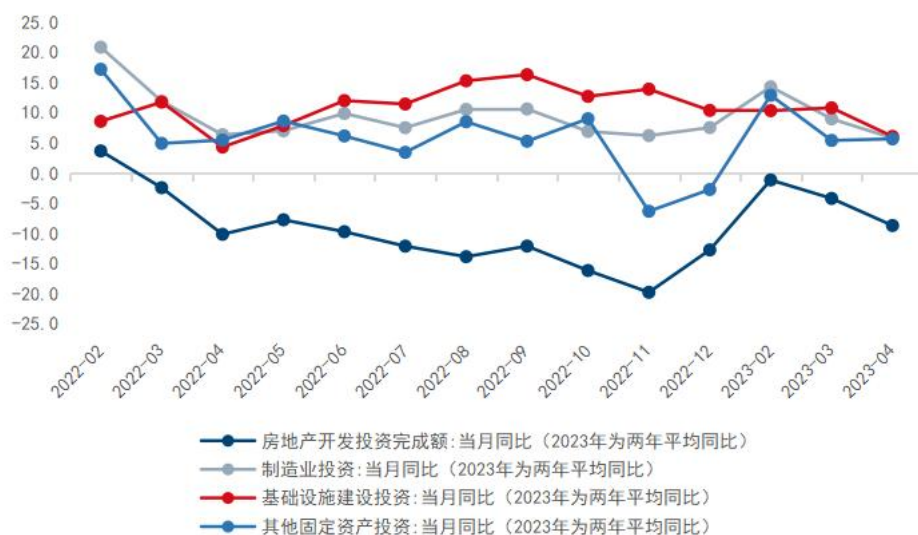
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

4月房地产开发投资两年平均同比为-8.7%，较3月回落4.5个百分点；制造业投

资为 5.8%，回落 3.2 个百分点；基建投资同比 6.1%，回落 4.7 个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比 5.7%，上升 0.3 个百分点。

整体来看，4 月房地产开发、制造业、基建投资均走弱，其中房地产开发和基建投资走弱幅度较大。其他投资景气逆势上升，或与国内服务业仍处于向上修复期有关。

图9：4 月房地产开发、基建、制造业投资两年平均同比均有所回落，其他投资上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

4 月国内商品房销售有所降温，商品房销售面积和销售金额两年平均同比均明显下行。

图10：房地产销售当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费——国内消费两年平均同比有所回落

4月社会消费品零售总额两年平均同比为2.6%，较3月继续回落0.7个百分点。其中商品零售为2.3%，回落1.0个百分点；餐饮5.4%，上升2.6个百分点。

图11：4月国内社会消费品零售总额两年平均同比增速继续回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图12：商品零售当月同比与两年平均同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图13：餐饮收入当月同比与两年平均同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

需求端：进出口——出口两年平均同比明显回落

4月中国出口和进口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）两年平均同比均回落。4月中国出口两年平均同比为8.9%，较3月回落9.0个百分点。4月进口两年平均同比为-1.3%，较3月回落3.8个百分点。

图 14: 中国出口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

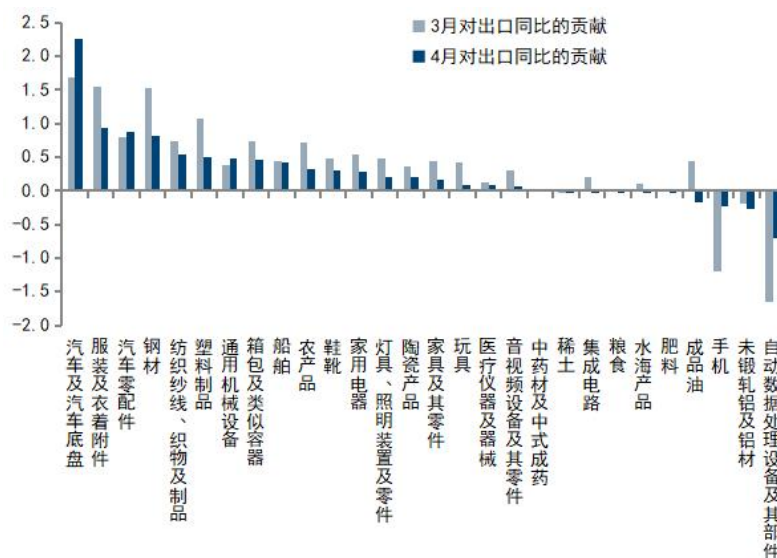
图 15: 中国进口当月同比与两年平均同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

大部分出口产品对 4 月整体出口同比的贡献较 3 月有所回落, 但汽车及汽车地盘的贡献继续明显上升。

图 16: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



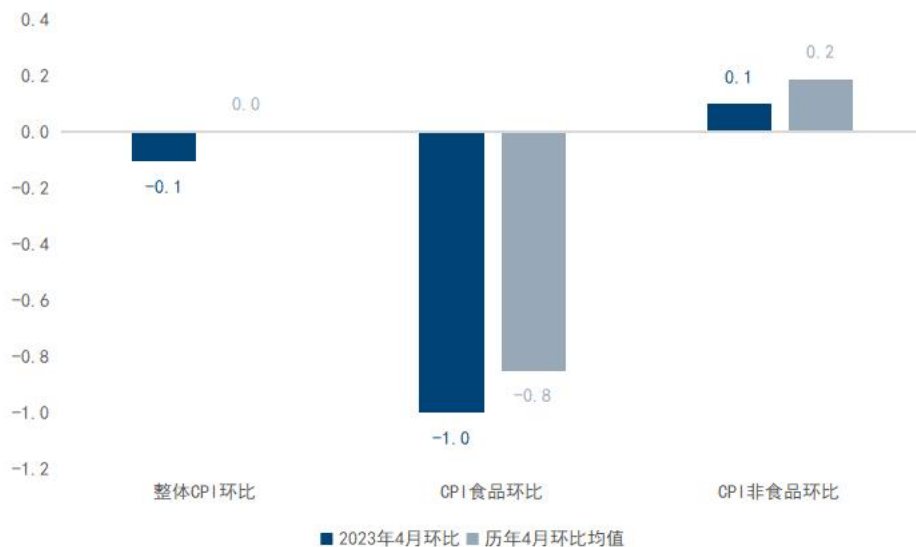
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4 月通胀解读: CPI 同比或已达到此轮最低点

2023 年 4 月 CPI 数据分析与未来走势判断

4 月 CPI 同比为 0.1%, 较 3 月继续回落 0.6 个百分点。4 月 CPI 环比为-0.1%, 低于季节性水平约 0.1 个百分点。其中 4 月食品和非食品价格环比均低于季节性。(季节性指 2005-2021 年春节在 1 月年份的同月环比均值, 下同)

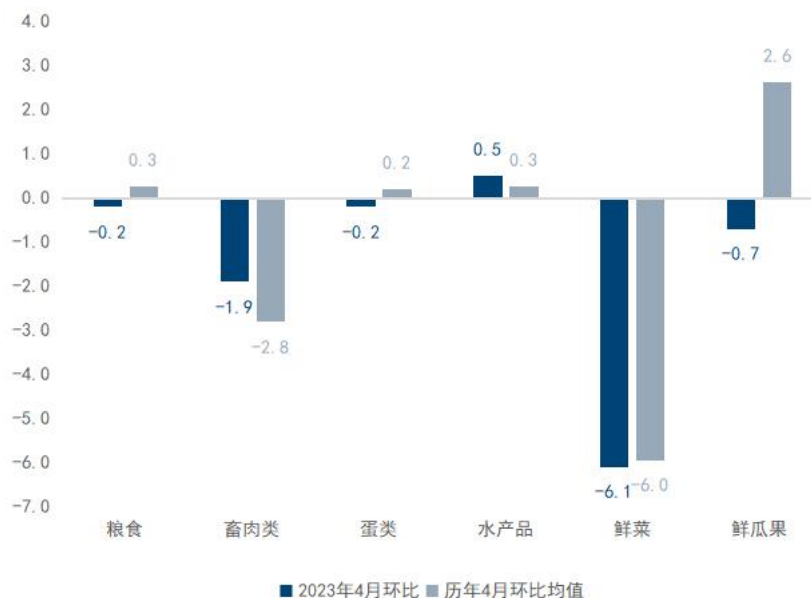
图17: CPI 环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4月食品环比为-1.0%，低于季节性约0.2个百分点，其中畜肉类价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献为0.2个百分点，鲜瓜果、粮食价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.3、-0.1个百分点。

图18: CPI 食品项环比与历史均值比较

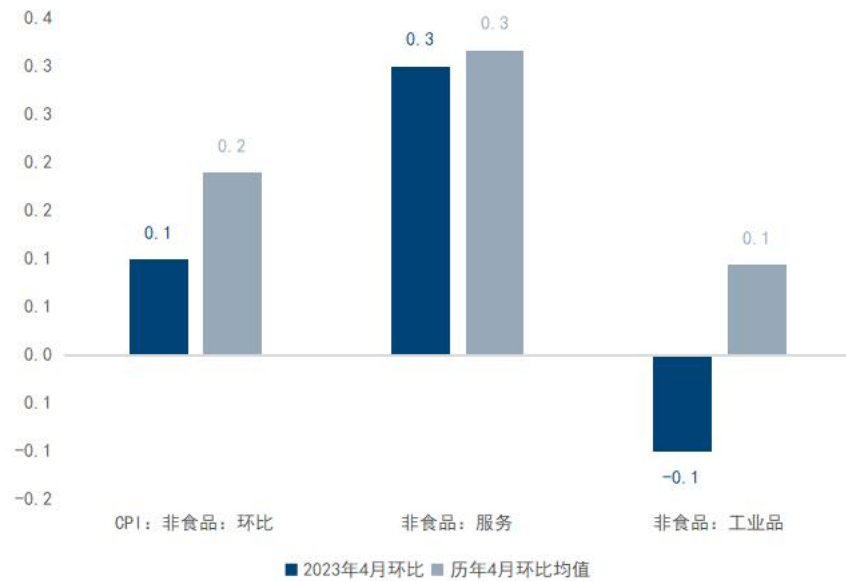


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

4月非食品环比为0.1%，低于季节性约0.1个百分点。非食品中服务价格环比为0.3%，基本持平季节性，其中旅游价格环比明显高于季节性，家庭服务、车辆使用及维修费、房租价格环比均低于季节性；非食品中工业品价格环比约为-0.1%，低于季节性约0.2个百分点，其中服装、家用器具、交通工具、交通工具用燃料

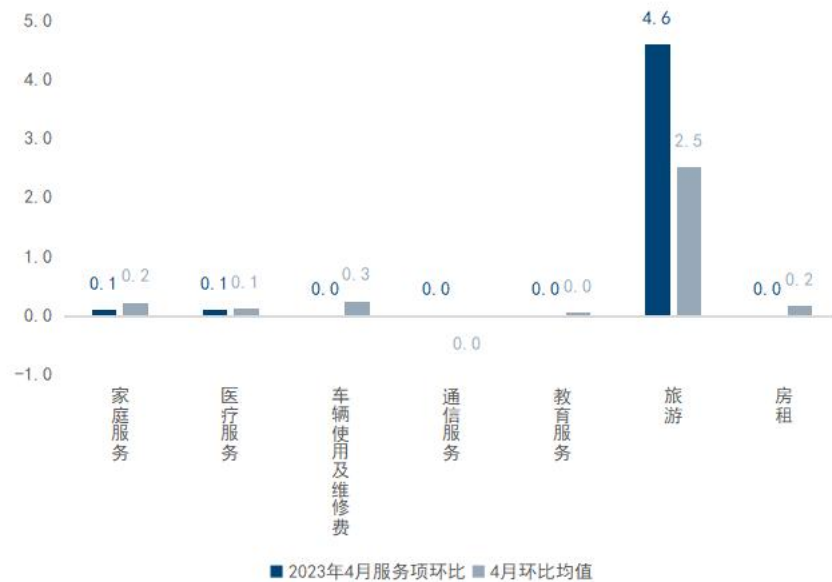
价格环比明显低于季节性，但通信工具价格环比仍明显高于季节性。

图 19: CPI 非食品项环比与历史均值比较



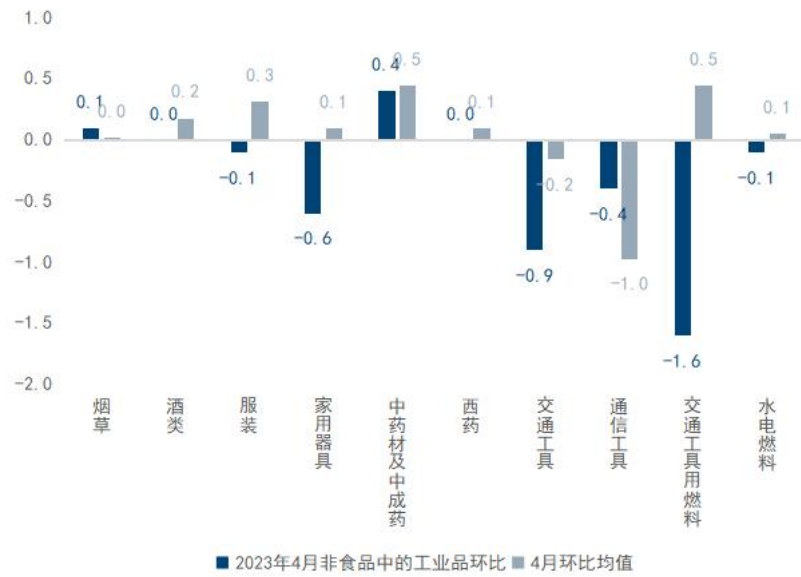
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



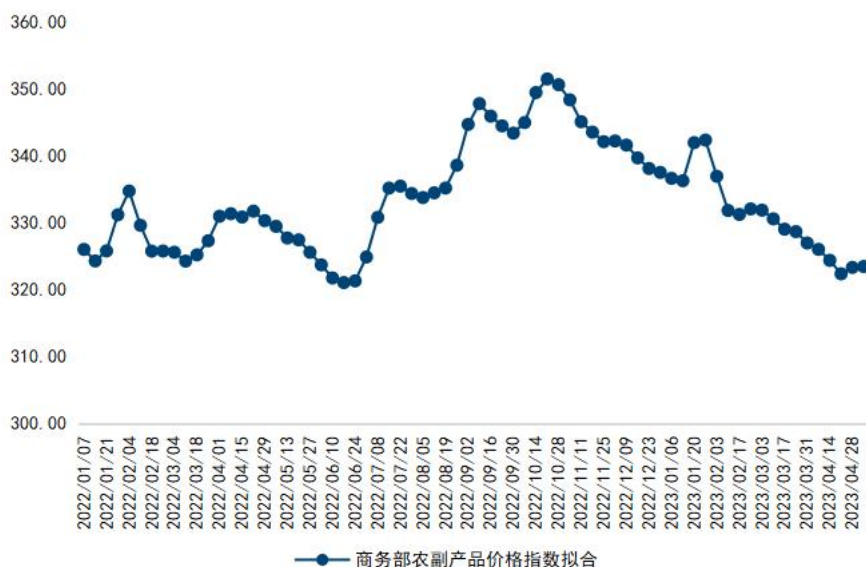
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至 5 月 5 日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数 5 月环比为-0.2%, 高于历史平均水平-1.3%, 预计 2023 年 5 月食品价格环比或高于季节性水平。

非食品方面, 截至 5 月 12 日, 5 月非食品高频指标环比为 0.4%, 低于历史均值 1.0%, 考虑到服务品价格很可能超季节性上涨, 预计 5 月整体非食品环比高于季节性水平。

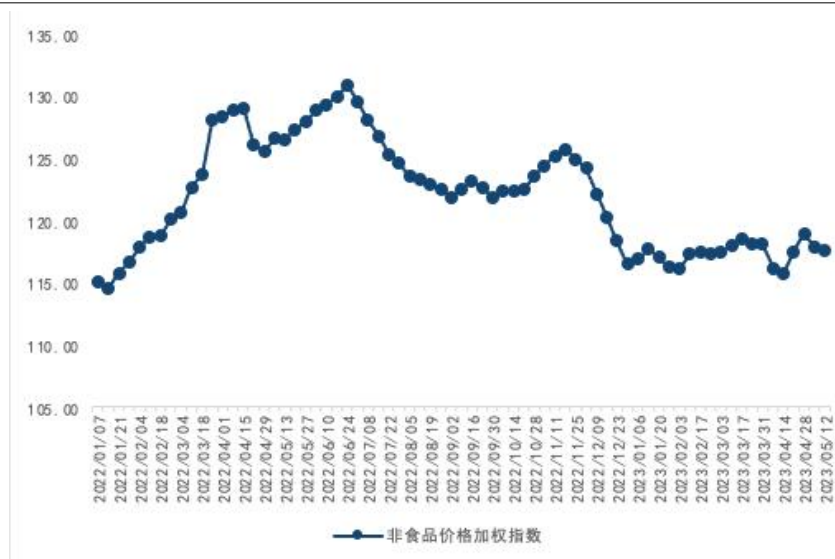
预计 2023 年 5 月 CPI 食品环比约为-0.5%, 非食品环比约为 0.2%, CPI 整体环比约为 0.1%, 2023 年 5 月 CPI 同比或反弹至 0.4%。

图22: 5月食品价格有所回升



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图23: 非食品高频价格指数走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

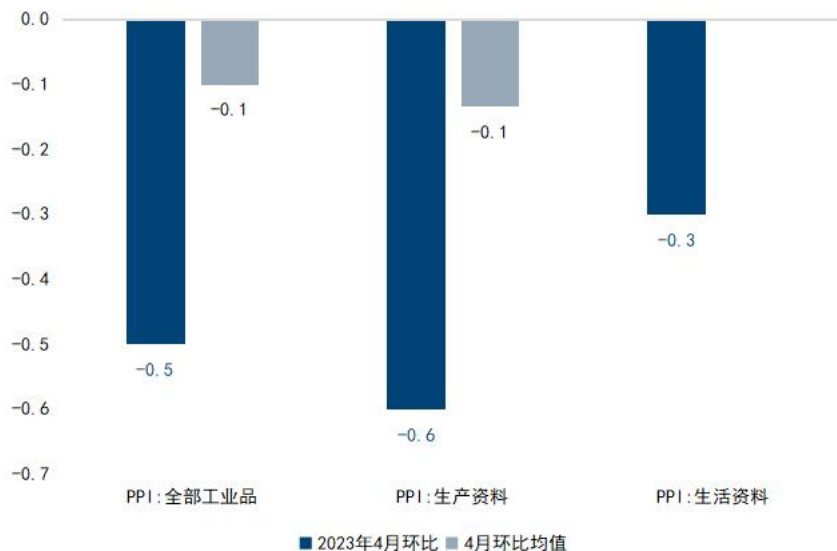
2023年4月PPI数据分析与未来走势判断

4月PPI同比、环比均明显回落。4月PPI同比为-3.6%，较上月继续回落1.1个百分点；环比为-0.5%，较上月回落0.5个百分点，4月环比低于疫情前三年同期均值。

4月PPI生产资料和生活资料价格环比均低于疫情前三年同期均值。PPI生产资料4月环比为-0.6%，较上月回落0.6个百分点，低于历史均值0.5个百分点；PPI

生活资料 4 月环比为-0.3%，较上月回落 0.3 个百分点，低于历史均值 0.3 个百分点。

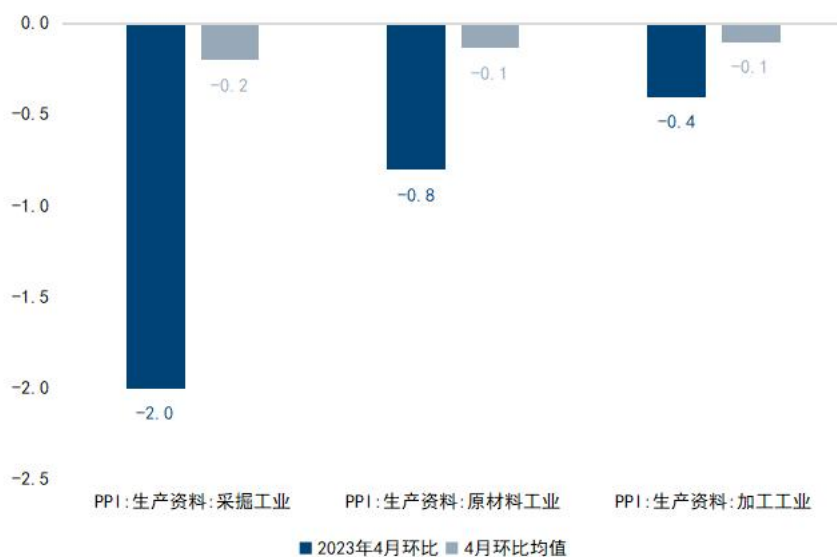
图 24: 2023 年 4 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 4 月采掘工业、加工工业、原材料工业环比均低于历史均值。采掘工业、加工工业、原材料工业生产资料价格环比低于历史均值 1.8、0.7、0.3 个百分点。

图 25: 2023 年 4 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较

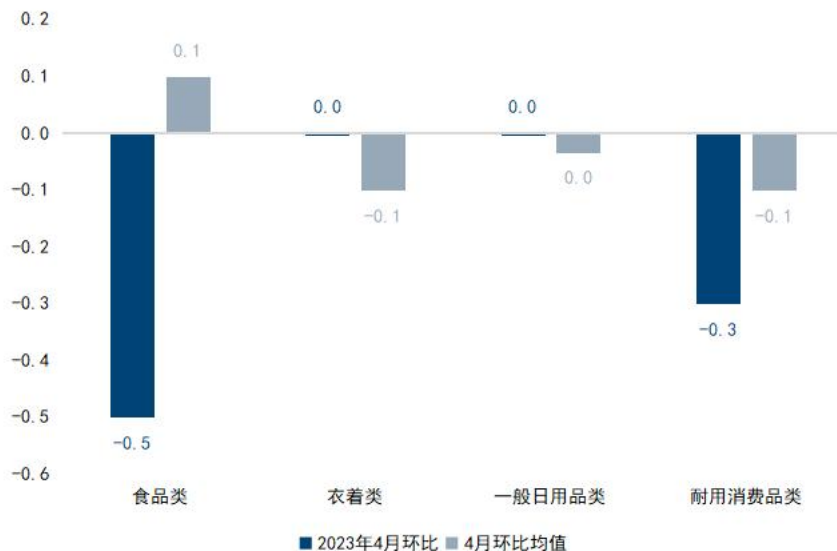


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年同期均值比较来看, 食品类、耐用消费品类低于历史均值, 衣着类高于历史均值, 一般日用品类基本持平历史均值。

生活资料各分项中，食品类、耐用消费品类价格环比低于历史均值的幅度为 0.6、0.2 个百分点。

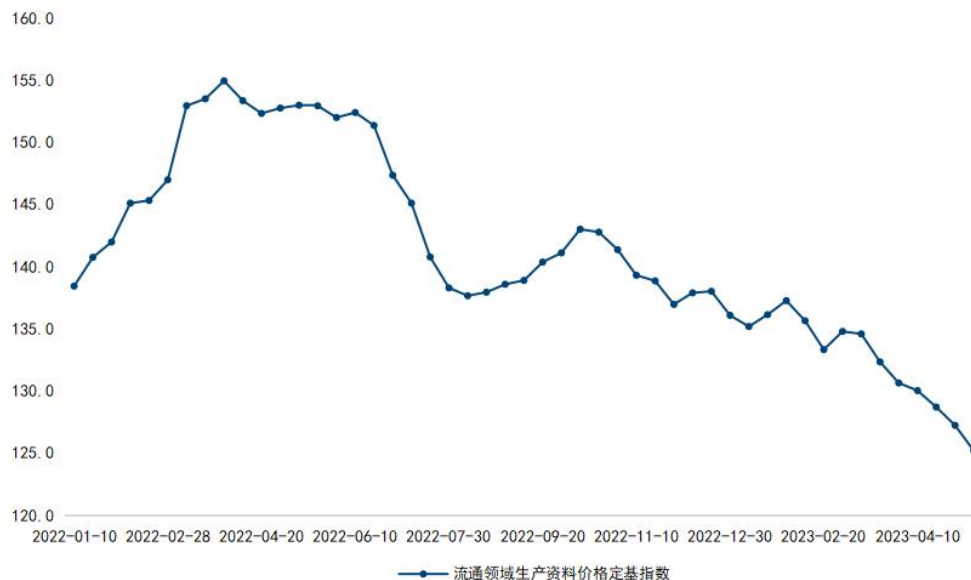
图 26: 2023 年 4 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

4 月以来国内投资领域相关的高频指标持续下行，需求不振拖累国内生产资料价格。4 月上旬、中旬、下旬国内生产资料价格持续下跌，5 月上旬继续下跌。预计 2023 年 5 月国内 PPI 环比维持负值，PPI 同比或继续回落至-4.0%左右。

图 27: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032