

## 4月经济数据点评：

### 复苏“斜率”的预期与修正

#### 团队成员

#### 事件：

- 5月16日，国家统计局公布一季度经济数据。

分析师 朱斌  
执业证书编号：S0210522050001  
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

#### 投资要点：

- **生产端：整体看，4月的工业增加值不及市场预期，读数偏低。**虽然高于2019和2020同期，但主要是受去年低基数（-2.9%）影响。同时，4月社融同比增速10%，流动性整体呈现宽松。
- **需求端：4月消费复苏强劲，投资增速乏力，地产行业目前呈现出来的格局是销售热、新开工冷。**
- **总结看：在前3个月数据持续向好的格局下，市场预期有所提升，4月经济数据虽然较市场预期为低，但从绝对值看仍然呈现良性复苏的格局。**
- 春节后经济状况比较清晰，消费复苏强，出口存在争议，消费和地产销售企稳，工业生产平庸，固定资产投资与房地产新开工偏弱。
- 从结构上看，社零增速依然强劲，景气可观，但固定资产投资增速、房地产新开工增速仍然较低。近期资本市场的表现亦充分反映了市场对各项宏观数据的分歧。经济数据描绘了当下的经济现实：终端需求开始比较明显的修复，但投资动能仍显疲软。
- **4月基建投资增幅放缓，可能预示全年基建投资弹性有限。**制造业投资整体处于增速下行通道，这与海外经济下行、内需复苏尚不牢固相呼应。同时，制造业投资的问题最终指向企业信心。与此同时，虽然PPI读数的走低亦会影响工业企业利润，工业增加值增速有逐渐企稳的态势，后续若PPI也在低位企稳，则工业企业利润有望企稳回升。
- **我们认为，随着时间推移，各项经济数据有望实现更加持久的恢复。对于经济和市场，都可以更加乐观一些。**
- **风险提示：**一是国内经济复苏的后续动力不足；二是政策及配套政策落地不及预期；三是海外经济下行超预期以及美联储等海外央行的加息幅度或表态超预期；四是地缘政治风险上升。

#### 相关报告

- 1、《四月金融数据点评：脉冲回落，稳健复苏》  
— 2023.05.12
- 2、《华福证券四月物价数据点评：数据磨底》  
— 2022.05.11
- 3、《四月政治局会议点评：风正一帆悬》  
— 2023.04.29

## 正文目录

1	生产端：复苏斜率的修正.....	1
2	需求端：消费向左，投资向右.....	2
3	总结：可以更乐观一点.....	5
4	风险提示.....	6

## 图表目录

图表 1：需求端回暖、企业增产.....	1
图表 2：流动性维持宽松，企业盈利增速或将改善.....	1
图表 3：制造业同比增长表现较好.....	2
图表 4：国有企业增速表现良好.....	2
图表 5：主要行业增加值与主要产品产量.....	2
图表 6：社零数据略超季节性，消费复苏态势良好.....	3
图表 7：社零（除汽车）增长 16.5%.....	3
图表 8：商品零售增长改善弱于餐饮收入 43.8%.....	4
图表 9：限额以上企业社零增长略弱于整体均值.....	4
图表 10：主要商品零售分项数据.....	4
图表 11：今年固定资产投资增速保持稳定.....	4
图表 12：基建增长 9.8%、制造业 6.4%.....	4
图表 13：第一、二、三产业增速稳定.....	4
图表 14：商品房销售逐步改善企稳.....	5
图表 15：地产开发投资累计同比仍旧减少.....	5

5月16日，国家统计局公布一季度经济数据。

整体看，4月的经济数据稳中向好，虽在部分不及市场预期，但整体保持稳步复苏的态势不变。即便如此，一季度以来，随着PMI、通胀、经济金融等数据的逐次发布，市场反复定价强复苏还是弱复苏，经济当下处于通缩还是需求扩张，整体看，当下的经济形势依旧充满分歧，而4月经济数据到底反映的趋势信号，如何交易这一份宏观数据，亦是当下资本市场关注的问题。

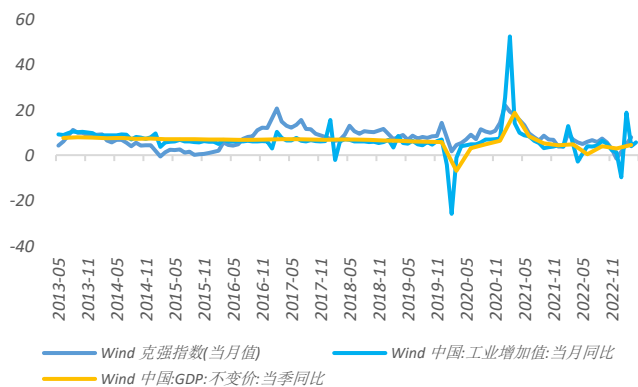
对此，我们对此点评如下：

## 1 生产端：复苏斜率的修正

4月，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，，读数偏低，不及WIND一致预期的9.7%，前值3.9%。整体读数虽然增速高于2019和2020同期，但主要是受去年低基数（-2.9%）影响。同时，4月社融同比增速10%，流动性整体呈现宽松。

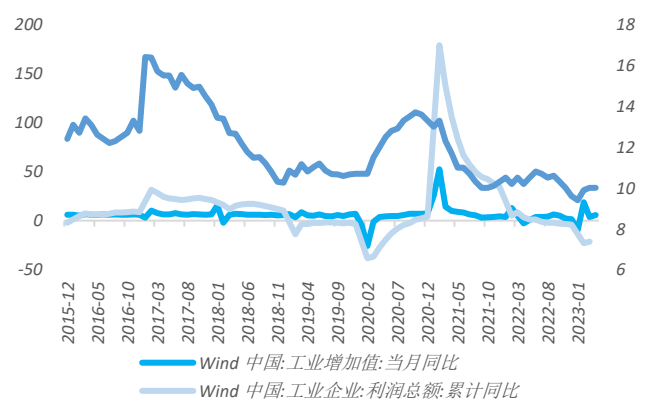
从结构来看：受限于上游行业的需求影响，拖累整体工增的依旧是采矿业，本月增幅为0；制造业在经历了去年年底增速的低谷后，整体的复苏态势较为清晰，本月同比增长6.5%，但其中高技术产业的增长斜率放缓较明显。

图表 1：需求端回暖、企业增产

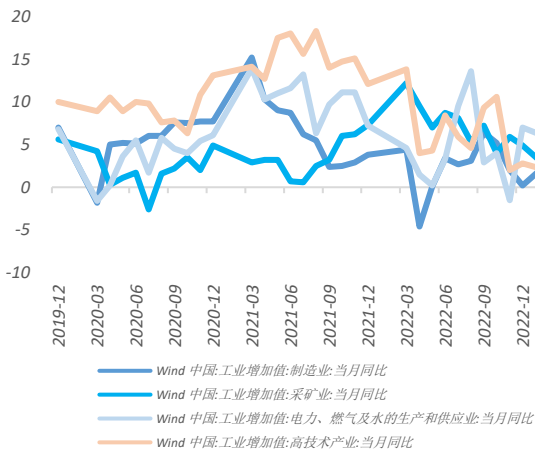


数据来源：Wind，华福证券研究所

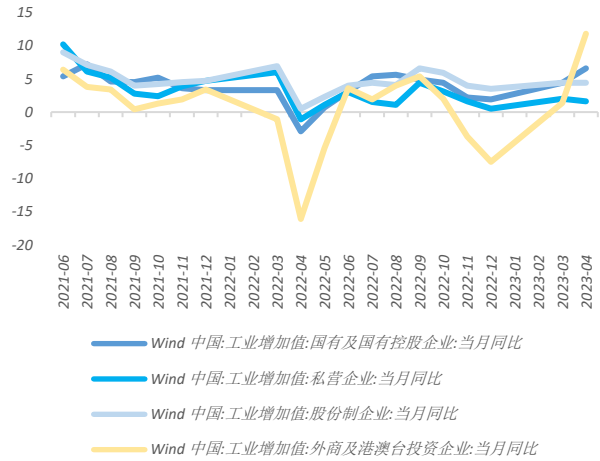
图表 2：流动性维持宽松，企业盈利增速或将改善



数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 3：制造业同比增长表现较好**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 4：国有企业增速表现良好**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 5：主要行业增加值与主要产品产量**

主要行业增加值 (%)							
	4月	3月	12月		4月	3月	12月
非金属矿物制品业	-0.6	3.8	-1.8	黑色金属冶炼及压延加工	4.3	6.0	2.8
化学原料及化学制品	7.5	7.1	11.0	农副食品加工业	-1.6	-4.9	-2.0
电力、热力的生产供应业	5.5	5.3	8.6	电气机械及器材制造业	17.3	16.9	10.8
汽车制造业	44.6	13.5	-5.9	煤炭开采和洗选业	-0.6	0.7	3.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.8	1.2	1.1	金属制品业	2.7	4.8	-1.2
主要产品产量 (%)							
	4月	3月	1-4月		4月	3月	1-4月
乙烯	17.9	3.6	4.2	原煤	4.5	4.3	4.8
水泥	1.4	10.4	2.5	焦炭	2.3	3.1	3.7
钢材	5.0	8.1	5.2	原油	1.4	2.4	1.8
十种有色金属	6.1	6.9	7.7	原油加工量	18.9	8.8	8.3
汽车	59.8	11.2	4.3	发电量	6.1	5.1	3.4
产品销售率	0.7	-0.6	-0.5	出口交货值	0.7	-5.4	-3.8

数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2 需求端：消费向左，投资向右

需求端看：4月消费复苏强劲，投资增速乏力。4月，社会消费品零售总额同比增长 18.4%，不及 WIND 一致预期的 20.2%，前值 10.6%。但是复苏的斜率强劲，读数超季节性。虽然有一部分受到去年低基数的影响，但仍然是 2022 年以来单月最高读数。需要强调的是，随着五月小长假消费场景的火爆，消费的强劲复苏势态有望延续。

从结构看，餐饮收入同比 43.8%，远高于商品零售的 15.9%。主要原因一是去年疫情导致的基数较低，也确实证明了消费场景复苏的斜率强劲。同时，限额以上企业社零增长 17.3%，略微低于总体均值。

从分项看，4月社零主要依靠汽车、服饰和金银珠宝带动，其中汽车增长38.0%表现亮眼。地产链、出行链消费较3月已逐渐企稳。

投资方面，全国固定资产投资增长4.7%，这是2022年以来偏低读数，也略低于wind一致预期的5.2%。地产投资延续之前韧性，除此之外，制造业和基建投资同比均趋势下行。

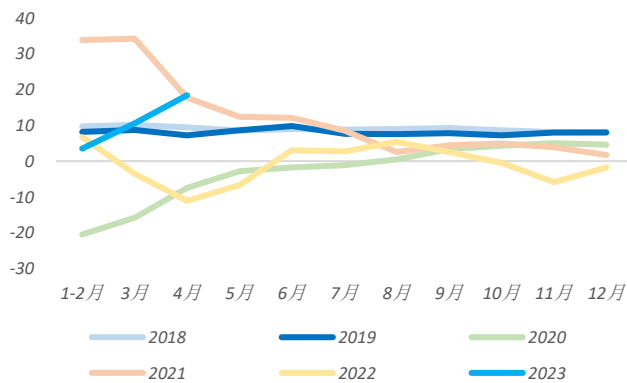
制造业投资同比延续去年四季度以来下行态势，今年4月制造业投资同比降至6.4%，为2021年2月以来最低月度读数。基建投资同比9.8%，结束了去年8月以来单月同比持续双位数的趋势增长。

从产业看，第一、二、三产业虽整体维持了正向的增长，但增速环比都略有下降。

同样表现偏强的还有4月地产销售量价。

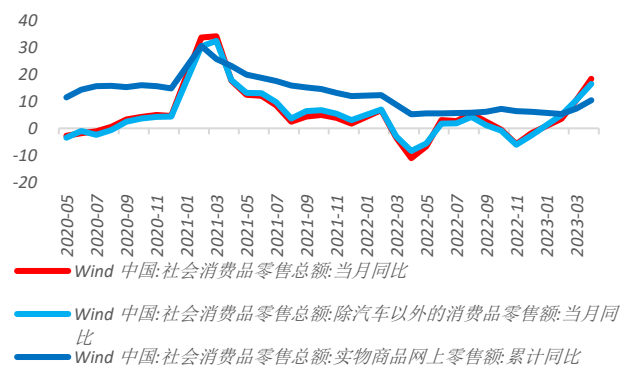
4月商品房销售面积累计同比-0.4%，较去年四季度的明显下滑已经有所改善；同时，商品房销售额同比8.8%，增幅改善明显。而1—4月份，全国房地产开发投资35514亿元，同比下降6.2%，对比偏弱的地产新开工和偏稳的地产链消费，地产行业目前呈现出来的格局是销售热、新开工冷。

图表 6：社零数据略超季节性，消费复苏态势良好

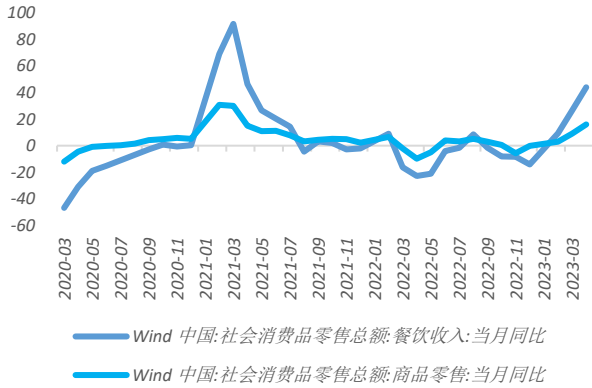


数据来源：Wind，华福证券研究所

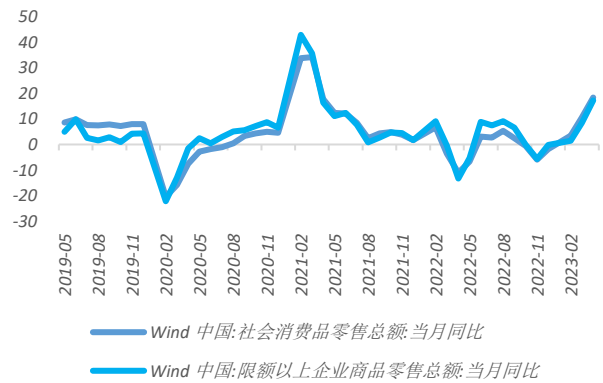
图表 7：社零（除汽车）增长 16.5%



数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 8：商品零售增长改善弱于餐饮收入 43.8%**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

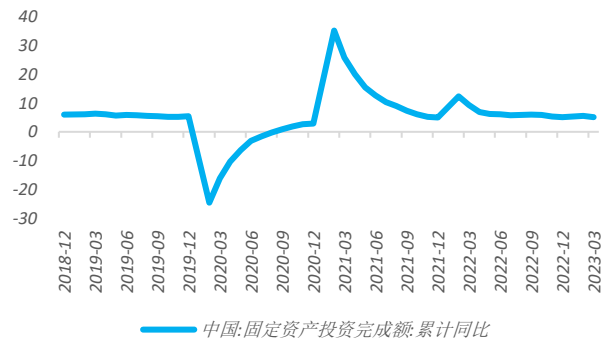
**图表 9：限额以上企业社零增长略弱于整体均值**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

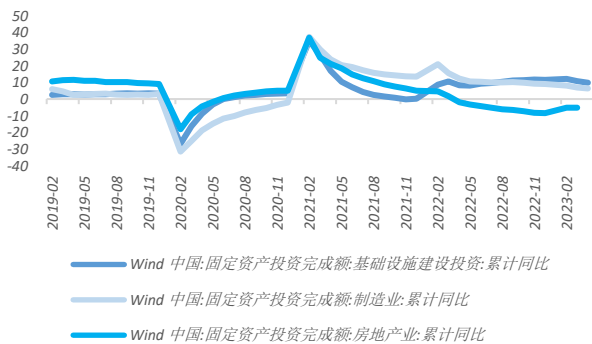
**图表 10：主要商品零售分项数据**

主要商品零售分项数据			
	4月	3月	2月
汽车类	38.0	11.5	-9.4
粮油、食品类	1.0	4.4	9.0
石油及制品类	13.5	9.2	10.9
服装鞋帽针纺织品类	32.4	17.7	5.4
家具类	3.4	3.5	5.2
	4月	3月	2月
化妆品类	24.3	9.6	3.8
日用品类	10.1	7.7	3.9
金银珠宝类	44.7	37.4	5.9
通讯器材类	14.6	1.8	-8.2
建筑及装潢材料类	-11.2	-4.7	-0.9

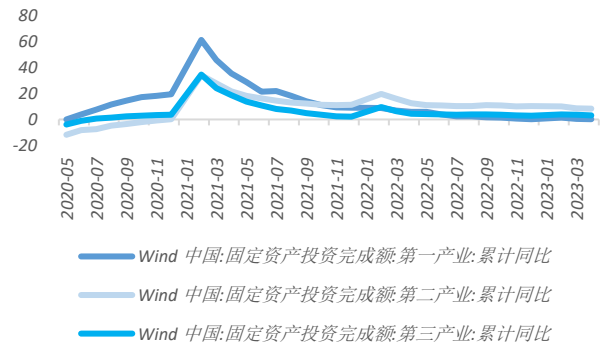
数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 11：今年固定资产投资增速保持稳定**


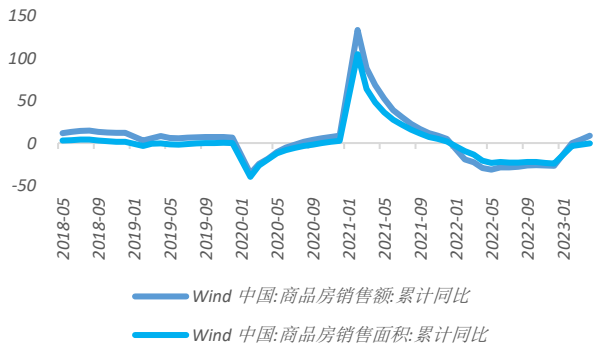
数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 12：基建增长 9.8%、制造业 6.4%**


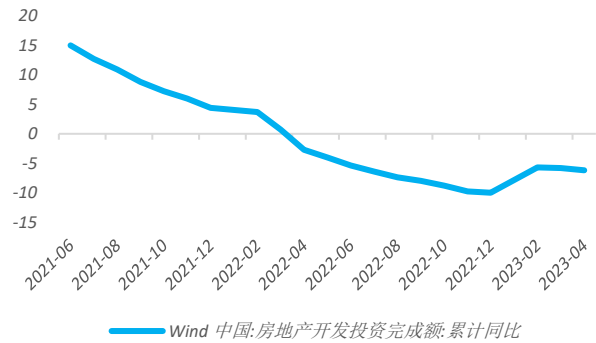
数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 13：第一、二、三产业增速稳定**


数据来源: Wind, 华福证券研究所

**图表 14：商品房销售逐步改善企稳**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 15：地产开发投资累计同比仍旧减少**


数据来源：Wind，华福证券研究所

### 3 总结：可以更乐观一点

在前 3 个月数据持续向好的格局下，市场预期有所提升，4 月经济数据虽然较市场预期为低，但从绝对值看仍然呈现良性复苏的格局。

当然不同角度看，悲观者和乐观者都能找到各自叙事角度。

乐观者可以在社零中看多经济景气回温，悲观者可以在 4 月通胀和固定资产投资中找到证据。近期资本市场的表现亦充分反映了市场对各项宏观数据的分歧。

整体上，经历了宏观调控、疫情冲击和 2022 年非常态下滑之后，房企融资、开工意愿降低，往年“销售-投资-拿地”传导规律被打破，最终我们看到今年一季地产销售偏强，搭配的却是偏低的地产新开工数据。

**回溯来看**，春节后经济状况比较清晰，消费复苏强，出口存在争议，消费和地产企稳，工业生产平庸，固定投资偏弱。4 月基建投资增幅放缓，预示全年基建投资可能弹性有限。制造业投资整体处于增速下行通道，与海外经济下行，内需复苏尚不牢固相呼应。同时，制造业投资的问题最终指向企业信心。虽然 PPI 读数的走低亦会影响工业企业利润，工业增加值增速有逐渐企稳的态势，后续若 PPI 也在低位企稳，则工业企业利润有望企稳回升。

上月的通胀数据再度给市场蒙上“通缩”的迷雾，而昨天一季度货币政策执行报告专栏中，对货币增长和当下通胀问题都有了明确回应：中国不存在长期通胀或通缩的基础（详情参见报告《灵活稳健，张弛有度》）。

总体而言，我们认为随着时间推移，各项经济数据有望实现更加持久的恢复。对于经济和市场，都可以更加乐观一些。

#### 4 风险提示

一是国内经济复苏的后续动力不足；二是政策及配套政策落地不及预期；三是海外经济下行超预期以及美联储等海外央行的加息幅度或表态超预期；四是地缘政治风险上升。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10 与 20 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10 与 10 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20 与-10 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5 与 5 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn