

4月宏观经济修复力度稳中略降，后期促消费还有较大空间

——2023年4月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：据国家统计局5月16日公布的数据，4月规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，3月为3.9%；4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，3月为10.6%；1-4月全国固定资产投资同比增长4.7%，1-3月为5.1%。

基本观点：整体上看，在当前经济延续修复势头，以及上年同期疫情高峰带来低基数效应影响下，4月居民消费、工业生产等宏观数据同比增速都有较大幅度反弹。不过，剔除低基数影响，4月经济修复势头仍然比较温和，与一季度相比修复力度稳中略降。其中，居民消费需求有待进一步提振，楼市低迷也继续在消费、投资及市场信心等方面对宏观经济形成拖累。4月基建投资保持较高增速，是当前宏观政策延续稳增长取向的直接体现。

我们判断，二季度经济将保持修复势头；低通胀环境下，当前财政政策和货币政策在稳增长方向都有较大发力空间，将视经济修复力度相机而动。

具体解读如下：

一、4月工业增加值同比提速，主要受上年低基数影响。从高频数据走势看，当月工业生产景气环比上月有所走弱，背后是内外部需求修复不均衡，尤其是消费修复偏缓、房地产投资下滑和外需走弱，拖累工业生产扩张步伐。

4月工业增加值同比增长5.6%，增速较上月加快1.7个百分点。分大类看，当月采矿业增加值同比持平，增速较上月下滑0.9个百分点；制造业增长6.5%，增速较上月加快2.3个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.8%，增速较上月放缓0.4个百分点。

4月工业增加值同比增速加快主要受低基数影响——去年4月是上海等地疫情高峰，工业生产受到较大冲击。而从边际动能来看，4月工业生产景气环比上月有所走弱，这直接反映于当月制造业PMI生产指数较3月下滑4.4个百分点至50.2%，仅略高于荣枯平衡线，且从高频数据来看，4月多数指标环比回落。

今年以来，需求渐进回暖以及成本压力缓解带动工业运行环境持续改善，但内外部需求修复不均衡、利润降幅仍大导致工业企业信心仍有待进一步增强，生产扩张步伐较为谨慎。这主要体现在当前拉动工业生产的主要因素是国内消费修复，投资保持较快增长，但消费修复斜率偏缓，尤其是汽车、涉房商品、

电子产品等大宗消费略显低迷，房地产投资持续下滑以及外需走弱压力加大，对工业生产强度造成拖累。

其中，尽管3月和4月我国出口同比大幅增长，但3月出口高增主要源于此前因疫情、春节等因素积压的订单集中出运，4月高增主因上年同期是上海等地疫情高峰期，出口基数明显偏低。数据显示，3月出口交货值同比下降5.4%，延续去年1月以来的同比下降势头，4月基数大幅走低背景下，出口交货值同比仅增长0.7%。我们认为，外需走弱也是今年以来工业生产增速低于GDP增速的主要原因，这意味着后期推动经济回升将主要依靠内需发力。未来影响工业生产的两个主要不确定因素分别是：国内房地产投资能否如期回暖，以及海外对“中国制造”的需求是否会持续回落。

二、4月社零同比高增，主要是去年同期疫情冲击下的低基数所致，剔除低基数影响观察，当前消费修复动能仍然较为温和，这主要源于居民消费能力和消费信心均未完全恢复的双重影响。

4月社零同比增长18.4%，增速较上月大幅加快7.8个百分点，但这主要是去年同期疫情冲击下的低基数所致。剔除低基数影响，以2019年为基期计算的四年平均增速为3.4%，不及上月的4.5%，不足疫情前8%-9%常态增长水平的一半。这意味着当前消费修复动能仍然较为温和。

我们认为，当前不仅没有出现报复性消费，而且消费回补的潜力也尚未充分释放，背后是居民消费能力和消费信心均未完全恢复的双重影响。前者体现在当前居民收入增速回升较慢。数据显示，一季度居民人均可支配收入实际同比增速仅为3.8%，不及当季GDP增长水平。后者则源于当前居民消费心理仍较为谨慎，这直接体现在一季度住户存款大幅增加9.9万亿，同比多增2.1万亿，意味着去年以来的居民超额储蓄现象仍在延续；而央行一季度城镇储户问卷调查结果也显示，倾向于“更多储蓄”的居民占比为58.0%，尽管较上季度下降3.8个百分点，但仍处于历史次高水平。

从主要消费类别来看，4月商品消费同比增速较上月加快6.8个百分点至15.9%，餐饮收入同比增速加快17.5个百分点至43.8%，餐饮反弹力度更大源于上年同期疫情对餐饮的冲击要大于商品销售。从主要商品类别来看，4月服装、金银珠宝、化妆品、体育娱乐用品、通讯器材、汽车等可选消费品零售额同比增速反弹幅度较大，原因是上年同期这些类别商品销售受疫情冲击较大，而上年受疫情冲击较小的日用品零售额同比增速反弹幅度较小，食品饮料和中西药材零售额同比增速反而有所下滑。

值得一提的是，在上年同期基数明显偏低、去年年底车购税优惠政策到期形成的透支效应减弱背景下，4月汽车销售额同比增速大幅回升，但剔除低基数效应，4月汽车销售额相比2021年同期的两年平均增速为-0.9%，表现仍显低迷。此外，在去年同期基数明显下行情况下，4月涉房消费中，除家电零售额同比增速有所反弹外，家具零售额同比增速小幅放缓、建筑装潢材料零售额同比降幅进一步加深。这主要源于当前房地产行业还处于筑底阶段，且4月楼市热度较3月再度转弱。

我们认为，物价偏低背景下，未来政策面在促消费方面的空间较大，迫切性也较强。其中，各地在持续改善消费条件、拓展消费场景的同时，还可针对新能源汽车、智能家电、绿色建材等大宗消费领域，出台阶段性定向支持措施，同时还可根据本地消费特色，发放一定规模的消费券和消费补贴。这能在一定程度上弥补三年疫情带来的居民收入缺口，增强居民消费能力，推动消费优化升级。另外，政策面接下来要着力引导房地产行业尽快实现软着陆。这既能直接推动涉房消费，也有助于增强居民消费信心。

三、投资：4月固定资产投资增速整体上稳中有降，略低于市场预期。其中，基建投资延续高增，制造业投资展现一定韧性，都显示宏观政策保持稳增长取向；4月房地产投资降幅扩大，房地产行业继续处于调整阶段，短期内房地产投资还会处在负增长状态。

1-4月固定资产投资累计同比增速为4.7%，较一季度放缓0.4个百分点；据我们测算，4月当月固定资产投资同比增速为3.6%，较上月回落0.9个百分点，当前投资增速整体上稳中有降。不过，投资数据统计的是名义值，而4月PPI同比通缩加剧至-3.6%，降幅较上月扩大1.1个百分点，这意味着当前固定资产投资实际增速会明显高于名义增长水平，对GDP增速的拉动作用依然较强。展望未来，在海外经济下行压力加大、外需整体放缓，以及国内居民消费还需要进一步提振的背景下，二季度投资增速还将保持较快增长水平。

从投资的三大板块来看，4月投资增速都有所回落，分化格局依然明显。首先，1-4月基建投资（不含电力）累计同比为8.5%，较1-3月小幅回落0.3个百分点；据我们测算，4月当月基建投资同比增长7.9%，增速较上月回落0.9个百分点，继续保持较高增长状态。这是4月宏观数据中的一个主要亮点。

从年初以来金融数据中的企业中长期贷款继续同比大幅多增、今年专项债发行继续前置、以及各地项目施工等情况判断，当前基建投资既不缺资金，也不缺项目。背后是在以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步增强，加之外需存在放缓趋势，特别是房地产投资还将延续同比负增长势头的前提下，当前以重大项目建设为核心的基建投资还需保持较高增长水平。这是现阶段推动经济持续回升向上的一个主要发力点，也是宏观政策延续稳增长取向的直接体现。

我们判断，下半年伴随经济修复基础进一步夯实，特别是房地产投资同比有望逐步转正，基建投资增速或将逐步回落。这样来看，今年基建投资（不含电力）增速将呈“前高后低”走势，整体增速将在6.0%左右，较上年9.4%的增长水平会有所回落，体现经济转入回升向上过程后，逆周期调控需求相应减弱，经济逐步回归常态化运行的总体趋势。

1-4月制造业投资同比增速为6.4%，较前值小幅下降0.6个百分点，据测算，当月为5.3%，较上月回落0.9个百分点，保持较强增长韧性。一方面，前期企业中长期贷款大幅增加，政策面积极推动制造业转型升级（1-4月高技术制造业投资继续处于14.7%快速增长水平），加之年内经济回升向上前景较为

确定，都会对制造业投资形成有效支撑。另一方面，在今年全球经济减速、我国出口面临较大挑战的前景下，以民间投资为主的制造业投资信心有可能受到一定影响；另外，去年四季度以来国内 PPI 持续处于通缩状态，多数制造业行业利润负增，也会在一段时间内对制造业投资带来不利影响。这是我们判断未来一段时间制造业投资增速有可能稳中放缓的主要原因。

1-4 月房地产投资同比降幅为 6.2%，较前值扩大 0.4 个百分点。据测算，4 月当月房地产投资同比为-8.9%，降幅较前值扩大 2.1 个百分点。我们分析，这或主要源于 3 月以来计入房地产投资的土地购置费同比正增长的幅度下滑，同时 4 月房地产投资中的建筑安装投资同比仍处于两位数负增状态。结构方面，“保交楼”政策持续发力，4 月商品房竣工面积同比持续高增，对房地产投资形成一定支撑。不过，当前行业预期仍然偏弱，4 月当月商品房新开工面积同比继续处于-28.3%的深跌状态。

一季度楼市回暖，主要源于前期积压需求集中释放，4 月楼市销量再现环比回落，回升力度也有所减弱，后期走势需要进一步观察。另外，从房地产销售端回暖距投资端上行本身需要半年左右的传导过程。一季度房地产投资降幅收窄，主要是其中的土地购置费同比大幅转正，而建筑安装等计入 GDP 的投资项同比降幅还在扩大。

我们判断，下一步政策“工具箱”在放宽购房条件、降低首付成数、下调居民房贷利率等方面都还有较大潜力可挖。其中，根据央行数据，3 月新发放居民房贷利率为 4.14%，较去年 12 月下调 0.12 个百分点，但仍高于同期企业贷款利率水平（3.96%），意味着短期内新发放居民房贷利率还有一定下调空间。这是当前提振市场信心，推动房地产行业尽快实现软着陆的关键。我们判断，若各类政策调整到位，房地产投资有望在下半年出现实质性回升——即建筑安装投资同比降幅明显收窄。

值得注意的是，1-4 月民间固定资产投资同比增速降至 0.4%，涨幅较一季度回落 0.2 个百分点；我们测算，4 月当月民间固定资产投资同比下降 0.2%，主要是受房地产投资降幅扩大，以及制造业投资增速放缓的双重影响。这是当前经济内生增长动力不强的一个集中体现。

四、就业：4 月城镇调查失业率进一步降至 5.2%，但青年失业率高位上行。

4 月城镇调查失业率为 5.2%，较上月回落 0.1 个百分点，继续处于年初制定的 5.5% 的控制目标水平之内。伴随经济复苏态势延续，整体失业率下行符合市场预期。不过，4 月 16-24 岁青年失业率升至 20.4%，较前值高位上行 0.8 个百分点，创有历史记录以来新高，超过去年疫情期间的最高水平。这意味着当前结构性失业问题突出，其中高校毕业生是重点群体，也是近期国常会连续聚焦就业问题的一个原因。我们判断，接下来就业优先政策会精准发力，其中政策面对平台经济、数字经济的支持力度将进一步加大，这些是吸纳高校毕业生就业的重点领域。

整体上看，在当前经济延续修复势头，以及上年同期疫情高峰带来低基数效应影响下，4 月居民消费、

工业生产等宏观数据同比增速都有较大幅度反弹。不过，剔除低基数影响，4月经济修复势头仍然比较温和，与一季度相比修复力度稳中略降。其中，居民消费需求有待进一步提振，楼市低迷也继续在消费、投资及市场信心等方面对宏观经济形成拖累。4月基建投资保持较高增速，是当前宏观政策延续稳增长取向的直接体现。

值得注意的是，4月国内制造业PMI指数回落至收缩区间，除了高基数影响、季节性波动因素外，还与后疫情阶段经济修复动力切换有关。一般来说，疫情冲击结束后，商品消费会出现一个强劲修复阶段，但持续时间相对较短，而服务业修复的持续时间会更长——这部分源于疫情期间服务业受到的冲击更大。事实上，这是过去一段时间全球经济运行的一个普遍规律。由此，短期内基建投资和服务消费会继续成为推动经济复苏的主动动力。

当前经济修复力度整体上较为温和，与本次经济修复的两大背景直接相关：首先是今年在国内经济回升的同时，海外经济在下行，美、欧经济都有较大衰退风险。这会从外需拉动和市场信心两个方面制约国内经济修复强度。其次，当前经济修复过程中，房地产行业仍处于调整阶段，而以往都是房地产复苏带动经济复苏。这也会对当前的经济修复强度带来一定影响。由此，接下来经济走向将取决于海外经济下行到何种程度，以及国内房地产行业何时企稳回升。不过，低通胀环境下，当前财政政策和货币政策在稳增长方向都有较大发力空间，将视经济修复力度相机而动。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。