

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：陈怡

执业证号：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

5月16日，统计局公布4月经济数据。4月社零同比增速达18.4%，较前值走高7.8pct；规上工增同比5.6%，较前值走高1.7pct；固定资产投资同比3.9%，较前值继续走低0.9pct。

4月经济数据读数直观表现似乎颓势并不明显，但剔除基数效应后，4月经济数据与之前发布的4月PMI、出口、通胀、地产数据提示方向一致，即二季度经济增长环比动能走弱。

► 4月经济数据确认之前预期，当下有效需求不足，经济动能较一季度走弱。

3月不同板块数据分歧较大，与之不同，今年4月宏观数据提示的经济修复趋势已经比较清晰，经济增长动能放缓在不同板块得到交叉验证。

我们之前在《一季度之后的方向抉择》中也提示，“二季度经济环比动能或较一季度走弱”。

一季度经济数据好坏参半，好的是与短期需求相关的数据，主要需求动能来自于去年年底需求补足到今年年初。与长期增长动能相关的数据，例如核心通胀、16-24岁青年失业率、外资企业工增等，一季度表现偏冷，显示长期增长动能偏弱。这种疲软表现印证当下市场热议的宏观现实——有效需求不足。

4月经济数据发布之前，制造业PMI中需求相关分项快速走弱，居民信贷负增，通胀环比和同比表现均低于预期，已经充分预演4月经济动能环比走弱。

市场也在经济数据发布之前，定价经济增长降温。3月中旬以来螺纹钢价格下行，4月债券市场再度迎来大涨，股市反复交易流动性驱动逻辑，资本市场对开年以来经济偏弱现实进行充分交易。

► 意料之中，4月投资、生产和消费动能都较一季度环比走弱。

如果说3月不同板块冷热不均，4月不同板块表现方向颇一致，较之前降温。

4月社零消费同比直观读数18.4%，但两年复合增长已经连续第二个月低于5%。

4月社零读数继续向上突破，但考虑到去年4月基数偏低，控制基数效应后，两年的复合增速已经连续第二个月滑落，且复合增速明显低于2020之前社零增速中枢。

分项上，4月社零增速的三大主要贡献项分别为汽车产业链消费（22.8%）、餐饮（21.1%）以及场景类商品消费（7.3%）。

两年复合处理后，汽车消费和场景类商品消费的增长斜率较3月已出现放缓；餐饮消费增长尽管延续扩张，但限额以上同比增长也相对承压。

相关研究

- 1.2023年一季度货币政策执行报告点评：央行的“被动”选择-2023/05/16
- 2.宏观专题研究：中国户均几套房？-2023/05/15
- 3.全球大类资产跟踪周报(2023年第18期)：政策预期再度升温-2023/05/14
- 4.流动性跟踪周报：“债牛”走到了哪一阶段-2023/05/13

固定资产投资增速放缓，基建投资对固投的支撑力度减弱。

4月固投同比3.9%，基建同比增速下行幅度较大。

制造业投资偏弱，这与和当下内需修复偏缓、外需长期预期向下紧密相关，4月制造业投资继续下跌和PMI的新订单需求降至荣枯线以下反馈信息一致。

房地产开发投资同比下滑1.3pct，考虑去年4月基数已经偏低，地产开发实际下滑幅度更大，这和4-5月份地产销售数据转淡的高频数据也较为吻合。

基建投资同比7.9%，连续第二个月回落，土地出让金规模对地方基建发力形成约束。

工增环比弱于季节性，指向国内库存周期仍缺乏向上驱动力。

3月工增同比5.6%，季调环比-0.47%，当月环比跌幅超过去年疫情达峰时期（2022年11月）。上游采矿业和公用事业同比录得跌幅，而制造业同比的高增长需考虑去年4月的数据底（-4.6%）。

从另外一条线索看工增趋势，4月PPI同比延续跌幅，经验上看国内的库存周期难以在PPI价格触底之前启动，在去库状态延续的背景下工业增加值的增长动能也将承受压力。

➤ 相较一季度交易实际数据，二季度宏观交易或再落到政策

经历一季度的需求集中释放后，国内经济在步入稳定平台期。市场对4月经济环比下行定价比较充分，因而4月经济数据并不构成当前时点宏观交易的主要变量。

我们之前对经济复苏强弱的判断主要聚焦于居民资产负债表，即私人部门扩表动机。开年1-3月社融快速扩张，居民信贷同比多增，与之对应，一季度地产销售量大幅同比改善。这也是为何我们在3月之前对中国复苏趋势偏乐观，毕竟复苏的关键看资产负债表能否企稳。

然而现实的压力在于，4月核心通胀、就业以及居民信贷数据走弱，共同指向当前居民扩表降速，风险偏好收缩。我们提示未来需要关注居民扩表降速可能带来的负反馈循环。

一季度宏观环境是数据由强转弱，总量政策平淡，这种状态下市场交易从强复苏切换到弱复苏，宏观交易主要锚定现实数据。

当下经济又到方向选择的关键阶段，继续居民缩表还是重启复苏，取决于资产负债表能否再度扩表，而背后的关键是私人部门信心能否坚挺。当下内外需偏弱情境下，私人部门信心修复或有赖于政策。

相较一季度交易现实数据，二季度宏观交易关键或许再度回归到政策。

➤ 能否迎来政策调整，二季度或需紧密关注三个变量。

历史上逆周期政策启动与三个变量相关，出口、地产和失业率。出口负增、地产疲软、失业率攀升，一般对应对冲政策启动。

进入到二季度，出口同比或步入负增长，青年失业率或突破20%，地产销售量价或进一步放缓。这三大变量走向或是我们观察二季度政策的参考变量。

5-7 月出口同比大概率转负。

我们维持全年出口增速在-3%~-5%基本判断,4 月出口在控制基数之后基本录得持平表现,表征由于订单腾挪带来的一季度出口高景气或将告一段落。

去年 5-7 月基数偏高,今年 5-7 月份大致迎来负增的出口同比。

6-7 月青年失业率季节性走高概率大。

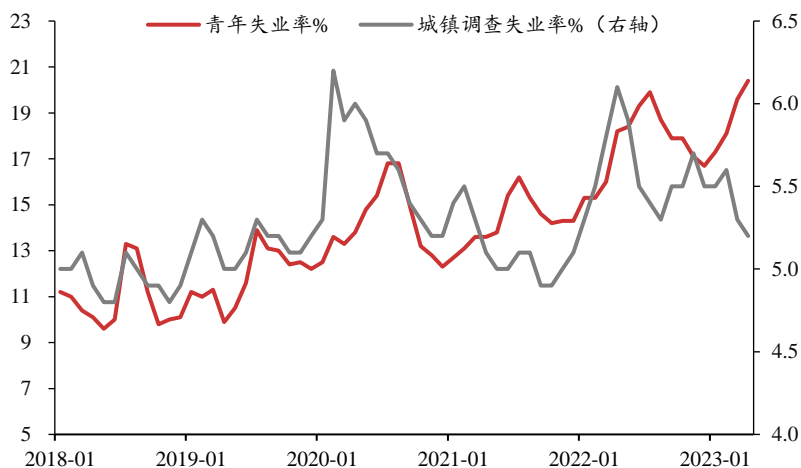
4 月青年失业率录得 20.4%,是 2018 年以来的最高水平。6-7 月毕业季,青年失业率季节性走高,届时收入预期的降温对需求扩张的压制或将更为显著。

5 月以后地产销售的增长斜率放缓。

楼市在经历 2-3 月的小阳春之后迎来一波调整,暂且不考虑地产销售的内生持续性,5 月份之后天气逐渐转热影响带看量,地产销售季节规律上增长斜率大概率放缓。

风险提示: 地产修复不及预期;海外衰退超预期;国内政策调控超预期。

图1: 今年 4 月青年失业率已超过 20%



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026