

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号: S1500523030001  
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 弱复苏拐点可能出现在三季度

2023年5月17日

摘要:

- **4月回补性需求转弱，经济复苏动能减弱，导致多项数据不及预期。**4月PMI、物价、高频等数据共同指向经济走弱，4月经济数据的发布对此进行了印证。工业增加值、固定资产投资、社零数据均低于万得一致预期，尤其是工业增加值同比增速录得5.6%，大幅低于预期的9.7%。使用官方公布的环比季调观察，4月工业增加值环比大幅回落，降至-0.47%，为2020年2月以来的新低，同时也是2011年有数据以来的4月环比增速的最低值。
- **工业疲弱的主要原因在于库存周期与产能周期均处于下行阶段。**先看库存周期，工业企业财务数据显示，2022年4月产成品存货同比达峰后进入下行通道，企业处于去库存阶段。2023年3月的最新数据显示产成品存货同比增速为9.1%，处于相对高位，这意味着库存仍待进一步消化。在去库存的过程中，企业生产意愿偏弱。再看产能周期。一季度，工业产销率已经降至2000年以来最低位，工业产能利用率已经降至2017年以来（除2020年一季度外）最低位，可见产能周期也处于下行阶段。前期制造业投资集中于政策支持力度较大的中高端制造业、装备制造业，导致相关行业出现了产能过剩的问题。整理各行业的产能利用率数据可以发现，产能过剩的行业主要是装备制造业，包含汽车制造业、电气机械、计算机通信等细分行业。我们认为，二季度处于总量政策的空窗期，库存、产能的问题可能需要依靠行业自身的力量出清。
- **新一轮库存周期预计在2023年三季度开启，届时经济也有望迎来弱复苏的拐点。**我们认为，新一轮库存周期预计在2023年三季度开启，（1）根据我国库销比与库存周期之间的经验规律，库销比拐点领先“主动补库存”约12个月。（2）3、4月出口连续超预期，我们判断出口表现转好具备较强的持续性。加之出口是库存周期的领先指标，其反弹通常会引发企业加速去库，也预示着新一轮库存周期或将到来。
- **风险因素：**政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

一、弱复苏拐点可能出现在三季度.....	3
二、基建保持较快增长，地产投资降幅扩大.....	6
三、社零同比增速加快，但结构分化明显.....	7
四、工业生产环比负增长.....	8
风险因素.....	10

## 图 目 录

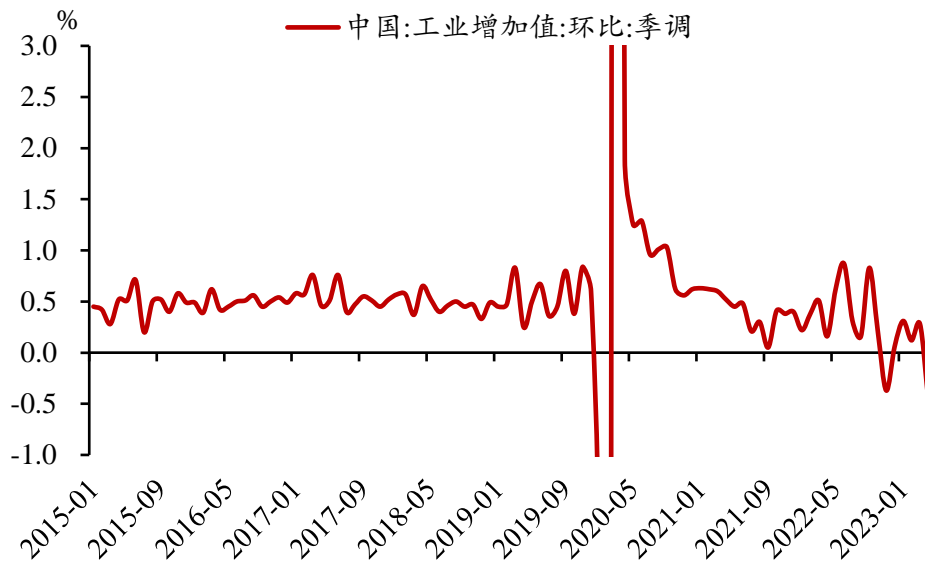
图 1：工业增加值环比处于历史较低水平.....	3
图 2：各行业产能利用率.....	4
图 3：我国库销比与库存同比.....	5
图 4：出口领先库存周期.....	5
图 5：各行业投资增速.....	6
图 6：2023 年 4 月以来房企拿地积极性较弱.....	7
图 7：各类消费增速.....	8
图 8：工业增加值同比增速.....	9
图 9：3 月各行业增加值同比.....	9

## 一、弱复苏拐点可能出现在三季度

**4月回补性需求转弱，经济复苏动能减弱，导致多项数据不及预期。**4月PMI、物价、高频等数据共同指向经济走弱，4月经济数据的发布对此进行了印证。工业增加值、固定资产投资、社零数据均低于万得一致预期，尤其是工业增加值同比增速录得5.6%，大幅低于预期的9.7%。

**今年工业复苏持续偏弱。**使用官方公布的环比季调观察，2023年1-3月工业增加值环比分别0.31%、0.12%、0.28%，均处于历史较低水平，表明工业复苏动能较为疲弱。而4月工业增加值环比进一步大幅回落，降至-0.47%，为2020年2月以来的新低，同时也是2011年有数据以来的4月环比增速的最低值。

图 1：工业增加值环比处于历史较低水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

**究其原因，工业疲弱的主要原因在于库存周期与产能周期均处于下行阶段。**

先看库存周期，工业企业财务数据显示，2022年4月产成品存货同比达峰后进入下行通道，企业处于去库存阶段。2023年3月的最新数据显示产成品存货同比增速为9.1%，处于相对高位，这意味着库存仍待进一步消化。在去库存的过程中，企业生产意愿偏弱。

再看产能周期。一季度，工业产销率已经降至2000年以来最低位，工业产能利用率已经降至2017年以来（除2020年一季度外）最低位，可见产能周期也处于下行。前期制造业投资集中于政策支持力度较大的中高端制造业、装备制造业，导致相关行业出现了产能过剩的问题。整理各行业的产能利用率数据可以发现，产能过剩的行业主要是装备制造业，包含汽车制造业、电气机械、计算机通信等细分行业。这也是我国为什么在今年3-4月出现汽车“价格战”，以及硅片（光伏）降价的核心原因。

**图 2：各行业产能利用率 (%)**

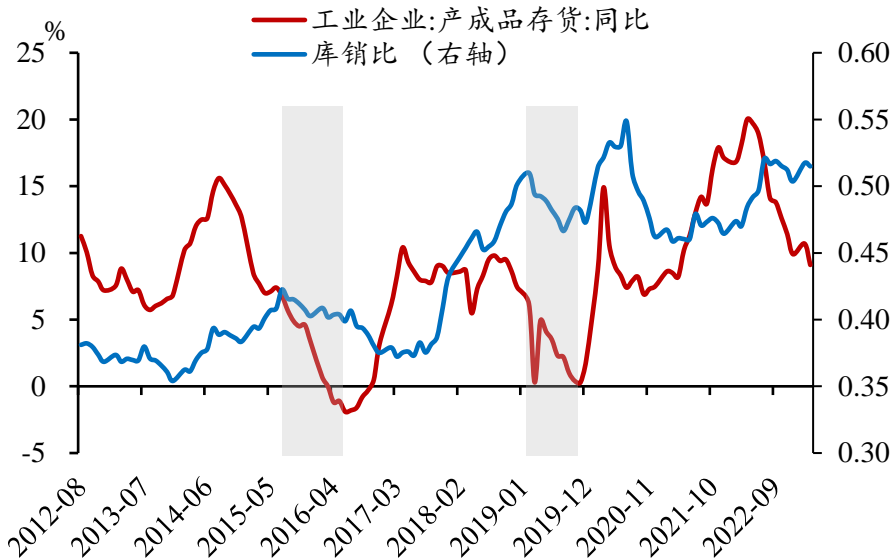
行业大类	所含行业	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03
原材料加工业	化学原料和化学制品制造业	87.1	85.3	83.5	82.5	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1
	化学纤维制造业	76.9	80.0	77.8	77.6	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5
	非金属矿物制品业	66.5	72.6	70.0	70.1	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9
	黑色金属冶炼和压延加工业	81.7	84.1	77.0	74.6	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1
	有色金属冶炼和压延加工业	80.3	81.6	79.6	76.9	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8
设备制造业	通用设备制造业	80.0	81.6	80.9	81.1	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1
	专用设备制造业	82.5	80.4	78.9	78.6	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0
装备制造业	汽车制造业	78.5	74.2	70.5	75.5	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0
	电气机械和器材制造业	81.1	81.7	81.0	80.5	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8
	计算机、通信和其他电子设备制造业	79.3	79.1	80.8	81.6	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7
消费品	纺织业	78.3	80.9	79.5	79.2	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5
	食品制造业	74.2	72.8	74.2	74.5	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7

资料来源:万得, 信达证券研发中心

二季度处于总量政策的空窗期，库存、产能的问题可能需要依靠行业自身的力量出清。二季度 GDP 同比基数较低，叠加全国城镇调查失业已经回到了 5.2%，接近 2019 年疫情前的水平，我们预计出台大规模刺激政策的概率不高。关注度较高的年轻人失业问题更有可能通过结构性、针对性政策解决，例如 5 月 15 日，人力资源和社会保障部、教育部等十部门发布《关于进一步推进实施百万就业见习岗位募集计划的通知》，决定实施百万就业见习岗位募集计划，帮助高校毕业生等青年提升就业能力。

往后看，我们判断，新一轮库存周期预计在 2023 年三季度开启。

根据我国库销比与库存周期之间的经验规律，库销比拐点领先“主动补库存”约 12 个月。历史上，库销比与库存的变化有着较为稳定的关系。本轮库存周期中，库销比于 2022 年 7 月触顶，随后回落。回顾 2016 与 2019 年开启的两轮库存周期，库销比的触顶时间在 2015 年 7 月、2019 年 2 月，库存向上的拐点发生在 2016 年 7 月、2019 年 12 月，领先时间分别为 12 个月、10 个月。考虑到本轮库销比触顶时间在 2022 年 7 月，我们预计 2023 年三季度企业将进入“主动补库存”阶段。

**图 3：我国库销比与库存同比**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

作为领先指标的出口在近期反弹，预示着新一轮库存周期或将到来。3 月中国出口 (+14.8%) 大幅好于市场预期。不管是对主要贸易伙伴，还是出口重点商品，几乎全面改善。今年 4 月出口再次超出市场预期，再次展现了外贸韧性，我们认为不宜过于低估今年出口的表现。

首先，市场对美国经济衰退的担忧还在，但上半年美国还有超额储蓄支撑，且目前美国失业率为历史低位，可以推断美国经济年内可能仅是温和放缓，衰退可能要到年底甚至明年。其对于我国出口的拖累可能小于年初市场的预期。

其次，中国正在积极开拓“一带一路”、周边国家的新需求。今年春节以来中国对非欧美市场的出口较好，我们认为这可能和疫情管控调整后中国积极推进与一带一路国家的合作有关，即便美国面临衰退风险，我国贸易伙伴的变化能够对今年的出口起到一定支撑作用。

而出口是库存周期的领先指标，其反弹通常会引发企业加速去库，也预示着新一轮库存周期或将到来。

**图 4：出口领先库存周期**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

对以上观点做一个总结。当下经济的回补性需求已经基本耗尽，工业库存周期、产能周期均处于下行阶段使得基本面复苏斜率明显趋缓。而二季度处于总量政策的空窗期，库存、产能的问题可能需要依靠行业自身的力量出清。我们判断，新一轮库存周期预计在 2023 年三季度开启，届时经济也有望迎来弱复苏的拐点。

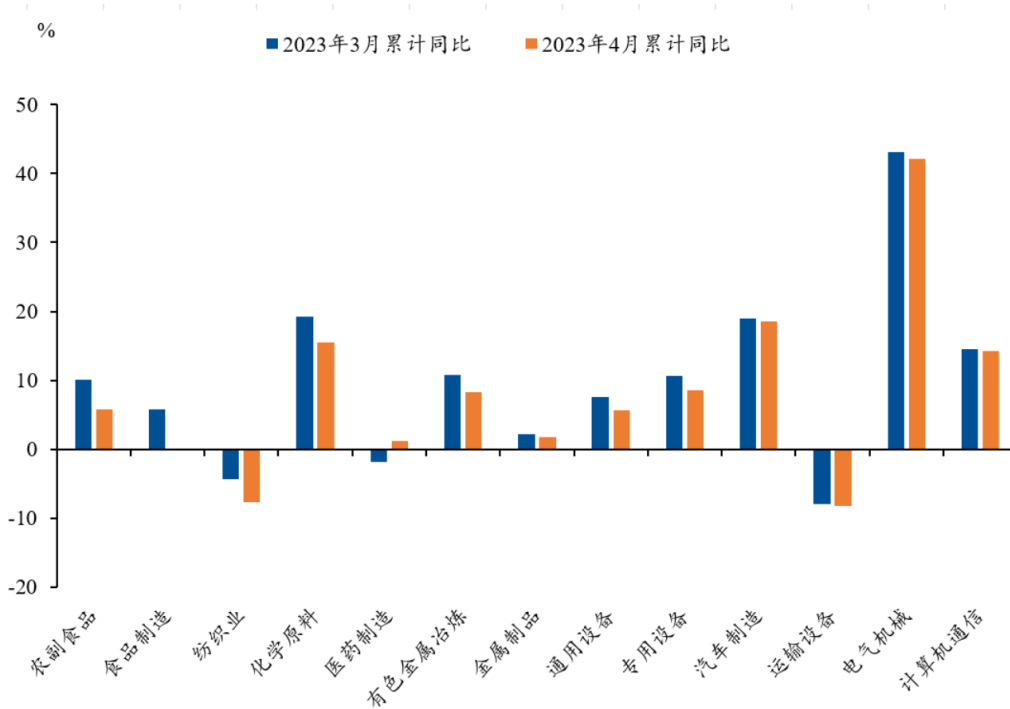
## 二、基建保持较快增长，地产投资降幅扩大

1—4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147482 亿元，同比增长 4.7%，增速比 1—3 月份回落 0.4 个百分点。

**基建投资保持较快增长。**1-4 月广义基建投资增长 9.8%，1-3 月为 10.8%。今年发债继续前置，1-4 月各地发行新增专项债券 16364 亿元，比去年同期增加 2345 亿元。铁路运输业投资增长 14.0%，信息传输业投资增长 8.8%，增速均低于 3 月。水利管理业投资增长 10.7%，高于 3 月的 10.3%。今年以来银行对于基建项目的配套融资加速落地，推动基建投资维持高增长，根据一季度货币政策执行报告，截至 2023 年一季度末，基础设施领域中长期贷款余额同比增长 15.2%，比全部贷款增速高 3.4 个百分点。

**先进制造业投资维持韧性。**1-4 月制造业投资增长 6.4%，1-3 月为 7.0%。1-4 月高技术制造业投资同比增长 15.3%，较 1-3 月上升 0.1 个百分点。高技术制造业中，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比分别增长 19.9%、19.4%。

图 5：各行业投资增速

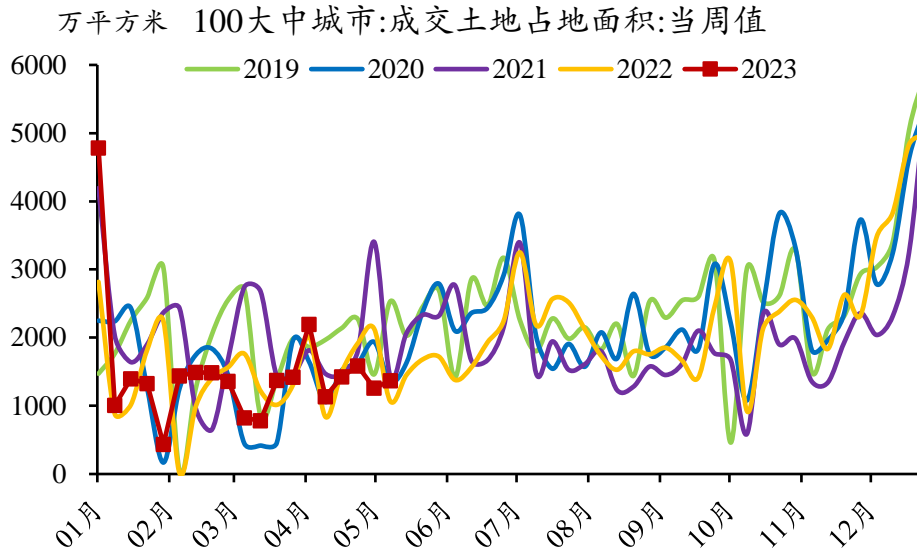


资料来源：万得，信达证券研发中心

**低基数影响下地产销售同比继续改善，但投资端降幅扩大。**1-4 月份，全国商品房销售面积同比增速为-0.4%，相比 1-3 月份数据继续改善。从绝对水平看，年初以来的积压需求基本释放完毕，4 月成交面积较 3 月显著回落，且弱于 2019 年同期水平。根据国家统计局公布的销售金额和销售面积计算，全国商品住宅均价为 10562 元/平方米，环比涨幅 3.5%，为历史较高水平，一是显示出售房型多为均价更高的改善性房型，刚需相对较为疲弱；二是房价本身上涨，与各地放松限价政策等因素有关。

1—4月全国房地产开发投资35514亿元，同比下降6.2%，降幅较1-3月份扩大0.4个百分点。施工和新开工面积累计增速继续下滑，同比分别为-5.6%和-21.2%（前值分别为-5.2%和-19.2%）。另一方面，保交楼持续推进，竣工面积累计同比增长18.8%，增速较上月进一步加快4.1个百分点。我们预计今年销售端到供给端的传导会有较长“时滞”，主要原因在于当前地产销售仍然偏弱，房企信心尚未得到有效提振，可以看到近期房企拿地积极性较低。

图6：2023年4月以来房企拿地积极性较弱

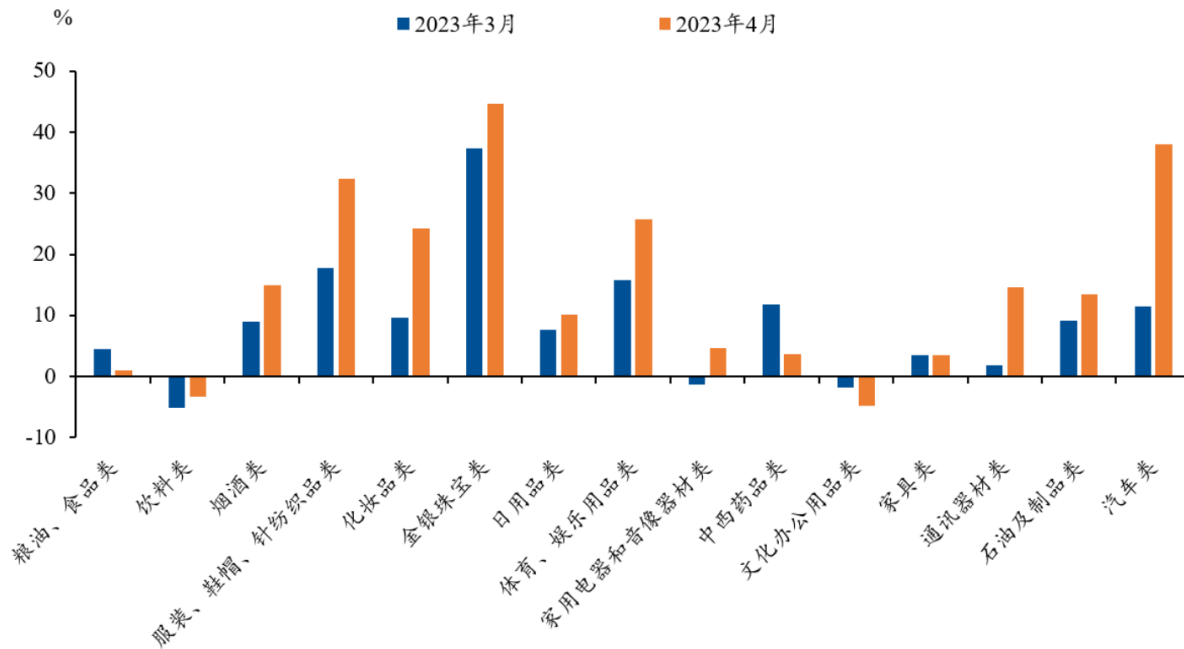


资料来源:万得, 信达证券研发中心

### 三、社零同比增速加快，但结构分化明显

上年同期基数较低等因素作用下，4月社零同比增速加快。4月份，社会消费品零售总额34910亿元，同比增长18.4%，增速比3月份加快7.8个百分点。从两年复合增速来看，4月社零增速为2.6%，低于前值的3.3%，说明消费的复苏面临瓶颈。



**图 7：各类消费增速**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

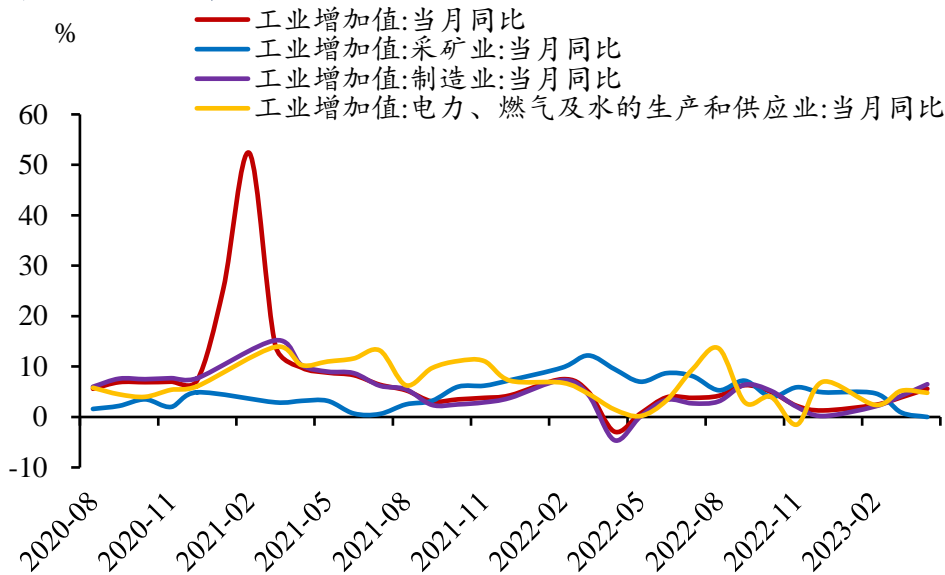
一方面，消费场景拓展，接触型、出行类相关服务消费继续释放。在清明、五一假期效应的带动下，4月出行类相关服务消费大幅回升，全国城市轨道交通客运量同比增长 95.8%。4月餐饮收入两年复合增速为 5.4%，较 3月提高 2.6 个百分点。

另一方面，耐用品消费低迷，或反映居民消费信心仍旧低迷。汽车类两年复合增速-0.9%（前值 4.2%），建筑及装潢材料类增速-12.5%（前值-2.8%），家用电器和音像器材类增速-2.1%（前值-3.5%）、家具类增速-7.1%（前值-0.4%）。相对于日常消费，耐用品消费与居民的就业、收入预期关系更加紧密，4月耐用品消费增速普遍下滑，反映了消费者较为谨慎。

#### 四、工业生产环比负增长

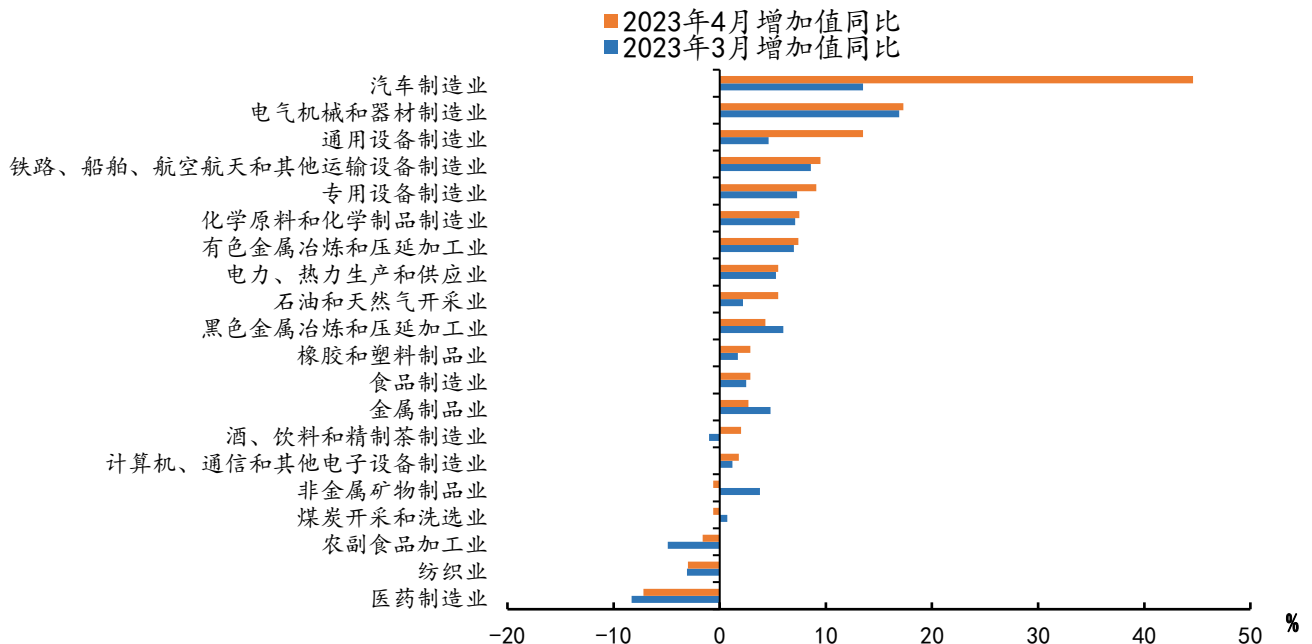
工业生产修复进一步放缓。4月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 3 月份加快 1.7 个百分点。但是扣除基数效应，使用官方公布的环比季调观察，4月工业增加值环比为-0.47%，为 2020 年 2 月以来的新低，同时也是 2011 年有数据以来的 4 月环比增速的最低值。



**图 8：工业增加值同比增速**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

受出口旺盛与基数原因影响，4 月汽车制造业、电器机械增加值同比高增；投资降温导致原材料加工行业增速趋缓。2023 年 4 月，汽车制造业增加值同比增长 44.6%，增速比 3 月份加快 31.1 个百分点。中国汽车工业协会发布的数据显示，4 月中国汽车企业出口量达 37.6 万辆，同比增长 1.7 倍，持续实现迅猛增长。电气机械行业即属于“新三样”出口，还属于新基建领域，4 月该行业增加值维持在较高增速，同比增长 17.3%。投资相关的原材料加工行业增加值增速放缓，黑色金属冶炼、非金属矿物增加值同比分别为 4.3%、-0.6%，较 3 月下降 1.7、4.4 个百分点。

**图 9：3 月各行业增加值同比**


资料来源:万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。