

经济延续弱修复，内生动力仍显不足

——2023年4月宏观数据深度解读

核心观点

4月经济继续呈现弱修复的态势，供给与需求两端均表现为增速放缓的特征。供给侧来看，4月全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，大幅低于市场预期，但服务业持续回升，全国服务业生产指数同比增长13.5%，比上月加快4.3个百分点，接触型聚集型服务业明显改善。需求侧来看，内需不足的矛盾客观存在，4月消费和投资增速均低于市场预期，反映居民和企业部门信心尚未恢复到正常化水平。展望二季度和下半年，经济整体的弹性较小，考虑年内阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。预计下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

□ 工业不及预期，服务稳步修复

4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，大幅低于Wind一致预期与我们预期，两年平均增速约为1.3%。需求尚未完全修复、工业企业利润增速维持低位且处于去库阶段对工业生产积极性有较大制约，同期低基数对读数有一定支撑作用。4月份全国服务业生产指数同比升至13.5%，比上月加快4.3个百分点，接触型服务业积极向好，去年同期低基数推升读数。我们认为，在盈利不足、需求仍在修复过程的背景下，当前稳民营企业预期和信心十分重要。

□ 社零显著上行，出行带动消费

4月社会消费品零售总额同比+18.4%（前值10.6%），两年复合增速为2.6%（前值为3.3%）。社零回升的原因有二：其一，去年4月社零同比仅为-11.1%，低基数下社零同比读数大幅增长。其二，人员流动强度持续回升，出行类、接触型消费恢复良好，餐饮收入持续回暖。不过，消费继续呈现分化趋势，汽车、通讯器材等可选耐用消费品及地产后周期消费依然承压。

□ 投资内生动能趋弱，制造业需求约束较多

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%，低于市场预期（Wind一致预期为5.2%），与我们前期预测更加接近。其中，民间固定资产投资79570亿元，同比增长0.4%。分领域看，基础设施投资同比增长8.5%，制造业投资增长6.4%，房地产开发投资下降6.2%。我们认为，2023年上半年经济呈现弱修复态势，企业信心仍存不足，制造业或面临较多挑战，后续民间投资还面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约因素。

□ 失业持续回落，结构仍有隐忧

4月全国城镇调查失业率为5.2%，较前值回落0.1个百分点，就业情况持续改善。一方面，疫情放开后，出行类、接触型消费表现良好，消费场景不断丰富，有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用，如住宿餐饮业、交通运输业等。另一方面，就业政策优先持续发力，对维护就业稳定有积极作用。

□ 风险提示

中美博弈超预期；地缘政治形势变化超预期。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

研究助理：潘高远

pangaoyuan@stocke.com.cn

相关报告

1 《2023年一季度货政报告的关注点》 2023.05.16

2 《4月金融数据：居民超额储蓄仍在继续积累》 2023.05.11

3 《4月通胀解读：物价持续低于预期兑现》 2023.05.11

正文目录

1 4月经济修复力度未达市场预期	4
2 工业不及预期，服务稳步修复	4
3 社零显著上行，出行带动消费	5
4 投资动能回落，制造业投资不确定性抬升	6
4.1 制造业资本开支超预期放缓	8
4.2 基建投资稳步增长，后续关注卖地收入和天气.....	8
4.3 财务支出法开年透支强于预期，停工面积改善小幅放缓.....	10
5 失业持续回落，结构仍有隐忧	13
6 风险提示	14

图表目录

图 1: 工业增加值主要门类: 4月同比.....	4
图 2: 主要工业产品产量增速与去年同期对比.....	4
图 3: 4月社会消费品零售总额同比增长 18.4%.....	5
图 4: 餐饮表现较好, 汽车、通讯器材零售额承压 (单位: %).....	5
图 5: 12 城市地铁客运量达到历史同期最高水平.....	6
图 6: 乘用车市场逐渐稳定, 政策退坡影响逐渐消化.....	6
图 7: 4月 30 大中城市商品房销售面积环比显著回落.....	6
图 8: 地产后周期消费依然承压.....	6
图 12: 2023 年 1-2 月一般公共预算财政支出进度创历年新高.....	9
图 13: 2023 年新增专项债发行整体较快 (截至 4 月下旬).....	9
图 14: 2023 年, 社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-3 月社保就业、卫生支出较快.....	9
图 15: 各省重大项目投资梳理.....	10
图 17: 本月停工面积改善有所放缓.....	12
图 18: 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%, 较前值回落 0.1 个百分点 (单位: %).....	13
图 19: 16-24 岁人口调查失业率仍居高位.....	13
图 20: 高校毕业生创历史新高.....	13

1 4月经济修复力度未达市场预期

4月经济继续呈现弱修复的态势，供给与需求两端均表现为增速放缓的特征。供给侧看，4月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，大幅低于市场预期，但服务业持续回升，全国服务业生产指数同比增长13.5%，比上月加快4.3个百分点，接触型聚集型服务业明显改善。需求侧来看，内需不足的矛盾客观存在，消费和投资增速均低于市场预期，反映居民和企业部门信心尚未恢复到正常化水平。展望二季度和下半年，经济整体的弹性较小，考虑年内阶段性减税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。预计下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

2 工业不及预期，服务稳步修复

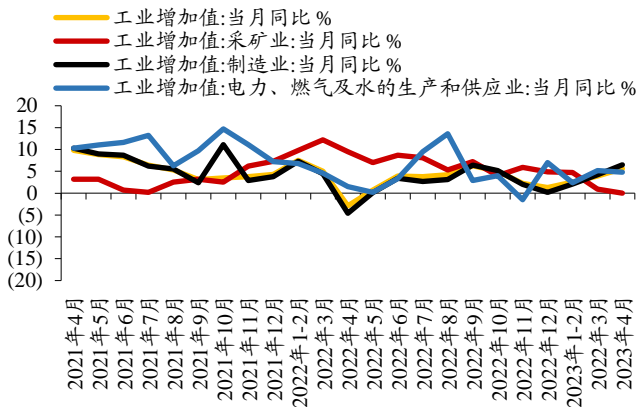
4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，大幅低于wind一致预期与我们预期，两年平均增速约为1.3%。需求尚未完全修复、工业企业利润增速维持低位且处于去库阶段对工业生产积极性有较大制约，同期低基数对读数有一定支撑作用。

4月工业生产景气总体较上月有所回落。从高频数据上看，由于去年同期低基数影响多数指标同比大幅高增，但环比有所走弱。其中，PTA产量表现较强，高炉开工率、焦炉生产率冲高回落，汽车半钢胎开工率、螺纹钢产量、炼油产开工率环比上月小幅回落，表明产能利用率未有明显改观。同时，炼焦煤、焦炭及主要钢材库存仍呈现去化特征，进一步压制工业产能利用率的提升。

如我们在前期报告中提示，当前工业产能利用率处于近年来相对较低的位置，其背后的原因是需求端尚未完全修复、工业企业利润增速不足且工业企业仍处于主动去库阶段。

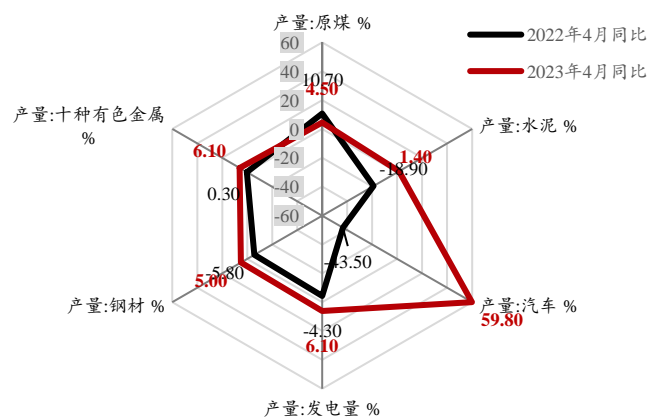
在盈利不足、需求仍在修复过程的背景下，稳民营企业预期和信心十分重要。分经济类型看，4月私营企业工业增加值增速远低于整体工业的平均水平，仅增长1.6%，同期国有控股企业、股份制企业、外商及港澳台商投资企业则分别同比增长6.6%、4.4%、11.8%。

图1：工业增加值主要门类：4月同比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图2：主要工业产品产量增速与去年同期对比



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

4 月份全国服务业生产指数同比升至 13.5%，比上月加快 4.3 个百分点，接触型服务业积极向好，去年同期低基数推升读数。据交通运输部数据，2023 年 4 月，CTSI 客运指数为 137.8 点，较前值 128.7 点继续抬升。4 月城市轨道交通完成客运量客运量同比增长 95.8%，较 2019 年月均客运量增长 27.3%。4 月国内执飞航班积极修复维持高位，城市内及城市间人员流动强度积极恢复，非制造业 PMI 持续抬升，连续四个月位于景气区间，其中铁路运输、航空运输、住宿、电信广播电视及卫星传输服务、文化体育娱乐等行业商务活动景气度较高。

从分项数据上看，4 月份采矿业增加值同比持平，制造业同比增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。我们主要关注的工业产品产量中，4 月份原煤（4.5%）、十种有色金属（6.1%）、钢材（5.0%）、水泥（1.4%）和发电量（6.1%）正增长，汽车（59.8%）在去年低基数影响下读数较高。新能源汽车、太阳能电池产品产量保持较高增速，同比分别增长 85.4%、69.1%。

展望未来，生产端仍将稳步修复，在兼顾发展与安全背景下生产端稳定性或将增强，景气强度关键取决于需求侧强度。

3 社零显著上行，出行带动消费

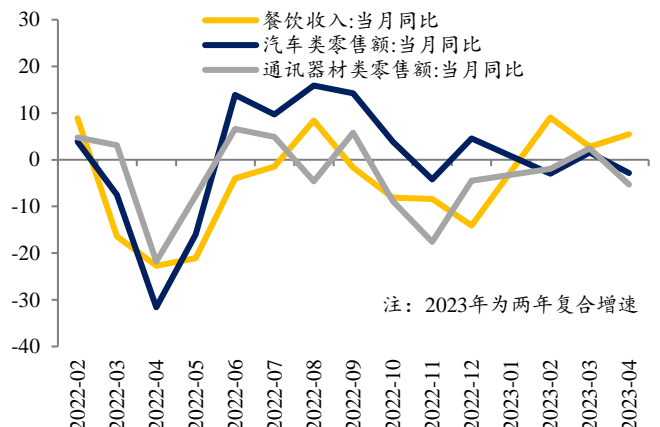
4 月社会消费品零售总额同比+18.4%（前值 10.6%），两年复合增速为 2.6%，（前值为 3.3%）。社零回升的原因有二：其一，去年 4 月社零同比仅为-11.1%，低基数下社零同比读数大幅增长。其二，人员流动强度持续回升，出行类、接触型消费恢复良好，餐饮收入持续回暖。不过，消费继续呈现分化趋势，汽车、通讯器材等可选耐用消费品及地产后周期消费依然承压。

图3：4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

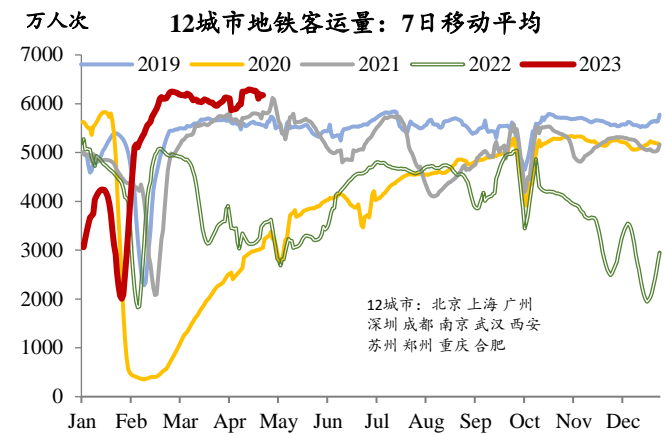
图4：餐饮表现较好，汽车、通讯器材零售额承压（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

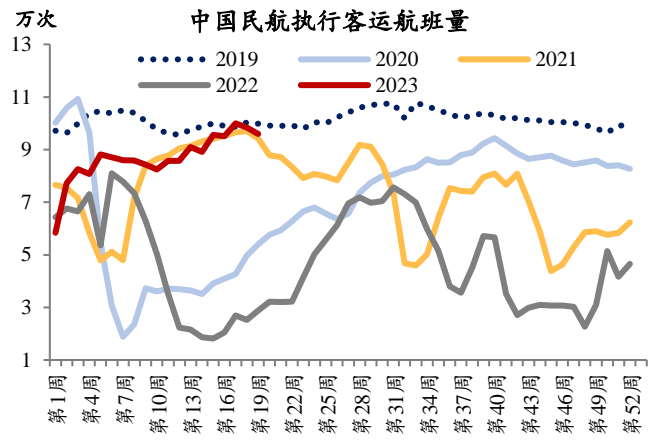
居民出行数据保持良好恢复趋势，带动线下消费与高社交属性消费提升。从市内交通来看，12 城市地铁客运量为历史同期最高水平。市内出行的强劲表现意味着餐饮、电影等接触型消费活动景气度高，餐饮收入等数据表现不俗。从城际交通来看，随着旅游、商务、会展等活动的景气度不断提升，人员跨城流动强度不断提升。数据显示，民航执行客运航班量稳中有升，至 4 月底已突破 2021 年同期水平。

图5: 12城市地铁客运量达到历史同期最高水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

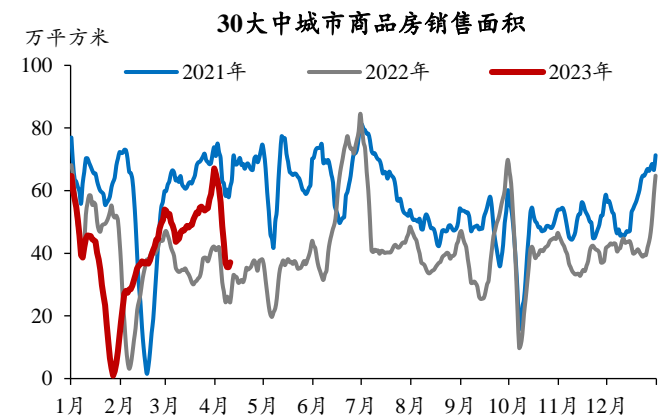
图6: 乘用车市场逐渐稳定, 政策退坡影响逐渐消化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

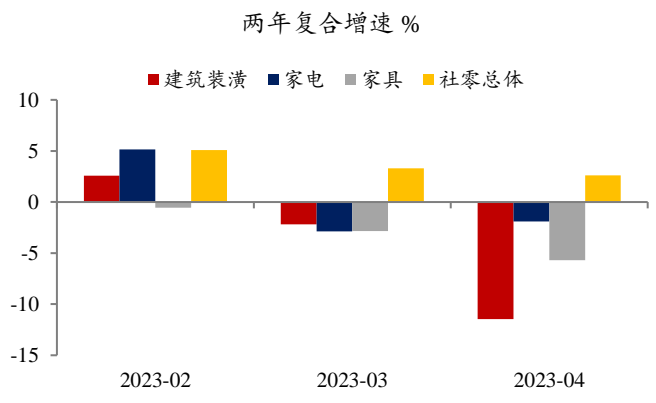
消费呈现分化修复趋势, 地产后周期消费依然承压。4月商品房市场有所降温, 地产后周期消费依然承压。从分项看, 家电、家具、建筑装潢零售额两年复合增速为-1.9%、-5.7%、-11.5%, 家电表现略好。

图7: 4月30大中城市商品房销售面积环比显著回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 地产后周期消费依然承压

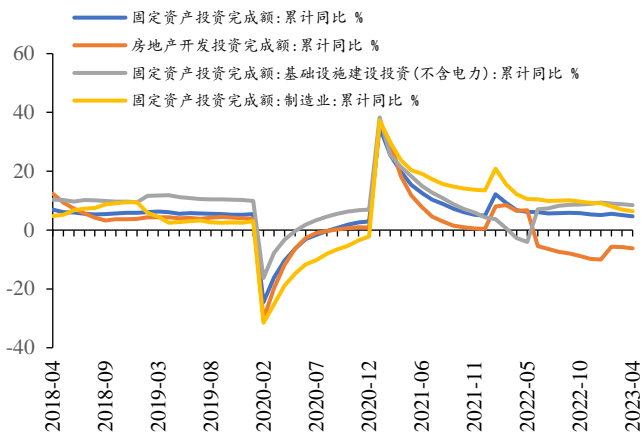


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4 投资动能回落, 制造业投资不确定性抬升

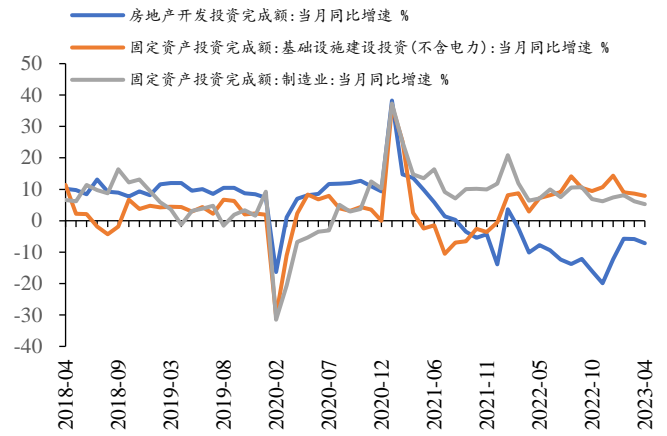
1-4月份, 全国固定资产投资(不含农户)147482亿元, 同比增长4.7%, 低于市场预期(Wind一致预期为5.2%), 较1-3月份也回落0.4个百分点。分领域看, 基础设施投资同比增长8.5%, 制造业投资增长6.4%, 房地产开发投资下降6.2%。我们重点提示, 国际环境依然复杂严峻, 外需增长存在不确定性, 国内市场需求制约不足仍然存在, 工业产品价格仍在下降, 企业效益恢复面临不少困难。综合研判, 固定资产投资的最大不确定性来自制造业, 4月份制造业采购经理指数(PMI)为49.2%, 比上月下降2.7个百分点, 制造业景气水平回落。

图9: 基建是固定资产投资的重要支撑



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

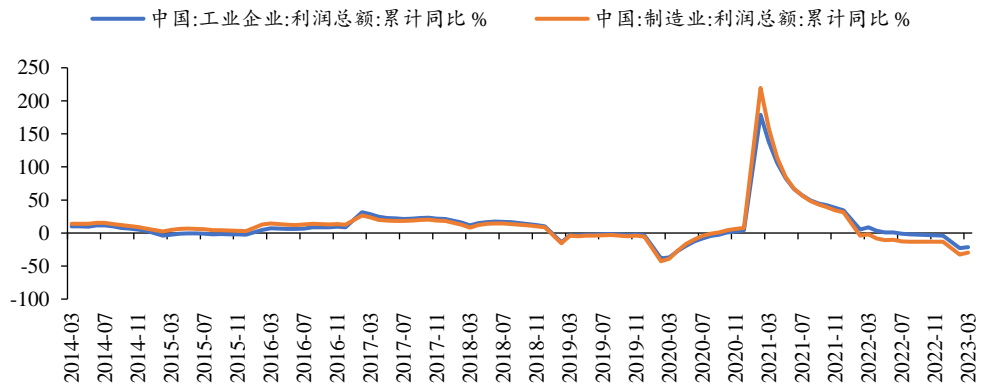
图10: 4月三大类投资增速均有所放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第一,企业盈利下行影响制造业资本开支。一季度,制造业实现利润总额10207.6亿元,下降29.4%。其中:专用设备制造业下降10.1%,农副食品加工业下降18.4%,汽车制造业下降24.2%,非金属矿物制品业下降30.6%,纺织业下降34.0%,化学原料和化学制品制造业下降54.9%,计算机、通信和其他电子设备制造业下降57.5%,有色金属冶炼和压延加工业下降57.5%,石油、煤炭及其他燃料加工业下降97.1%,黑色金属冶炼和压延加工业由盈利转为亏损。

图11: 企业盈利仍处于下行通道



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

第二,基础设施投资有效支撑投资需求平稳增长。1-4月份,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比增长8.5%。其中,铁路运输业投资增长14.0%,水利管理业投资增长10.7%,道路运输业投资增长5.8%,公共设施管理业投资增长4.7%。随着政策性开发性金融工具等稳投资政策落地落实,重大项目建设加快推进。一季度,计划总投资亿元及以上项目(简称“大项目”)投资同比增长12.3%,增速比全部固定资产投资高7.2个百分点,拉动全部固定资产投资增长6.3个百分点。我们认为,2023年重大项目主要围绕“十四五”规划102项重大工程从新开工项目、拟建项目计划总投资等指标看,后续投资增长还存在较大潜力。

第三，地产投资仍处于结构调整的关键节点。1-4 月份，全国房地产开发投资 35514 亿元，同比下降 6.2%；其中，住宅投资 27072 亿元，下降 4.9%。2023 年 4 月政治局会议提出“推动建立房地产业发展新模式”，我们认为表述上的进一步细化具体到“业”意味着未来新模式的变化将聚焦于地产企业。我们判断，后续地产调控政策将聚焦于供给主体即地产企业，核心要求是低杠杆、低负债、低周转，其他方面的要求可能阶段性淡化。

4.1 制造业资本开支超预期放缓

1-4 月份制造业投资累计增速为 6.4%，低于市场预期。据我们定量测算，4 月当月增速回落至 5.3%，为 2020 年 11 月以来最低值。我们认为，制造业投资的下行压力核心在于企业预期尚未明朗化，产能利用率也处于较低水平，企业盈利能力的走弱也影响了资本开支意愿和能力。同时，4 月份，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，制造业 PMI 降至临界点以下，或进一步压制投资需求。

第一，中小企业资本开支未见明显修复。2023 年一季度，中小企业发展指数 (SMEDI) 为 89.3，比上季度上升 1.3 点，仍在景气临界值 100 以下。一方面，成本端仍在上升。中小企业多位于产业链下游且面对消费者，需求疲弱情况下难以转嫁上游原材料价格上涨的压力。2023 年一季度，成本指数为 113.4，比上季度上升 0.7 点，仍处于不景气区间，说明成本压力依然较大。另一方面，中小企业利润仍处于收缩区间。一季度，效益指数为 74.6，处于历史较低位。

第二，高技术制造业投资是制造业投资的重要拉动力。高技术制造业是指国民经济行业中 R&D 投入强度相对高的制造业行业，包括：医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等 6 大类。受政策、技术、市场等多方面因素拉动，高技术制造业投资延续强劲增长态势。高技术制造业中，1-4 月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分别增长 19.9%、19.4%。

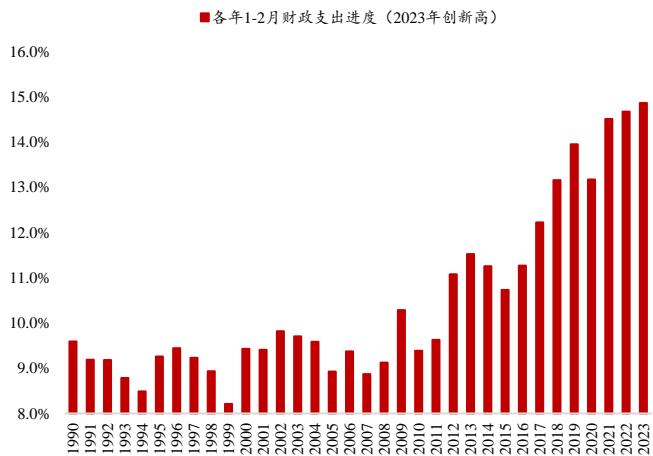
我们认为，2023 年上半年经济呈现弱修复态势，企业信心仍存不足，经济总体尚未回归潜在增速，制造业或面临较多挑战，后续民间投资还面临企业效益下滑、市场预期不稳等制约因素。综合研判，后续制造业的资本开支取决于中下游需求侧的修复斜率及其对应的持续性，预计 2023 年制造业投资呈现震荡走低的态势。

4.2 基建投资稳步增长，后续关注卖地收入和天气

2023 年 1-4 月基础设施投资 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 同比增长 8.5%，其中，铁路运输业投资增长 14.0%，水利管理业投资增长 10.7%，道路运输业投资增长 5.8%，公共设施管理业投资增长 4.7%。

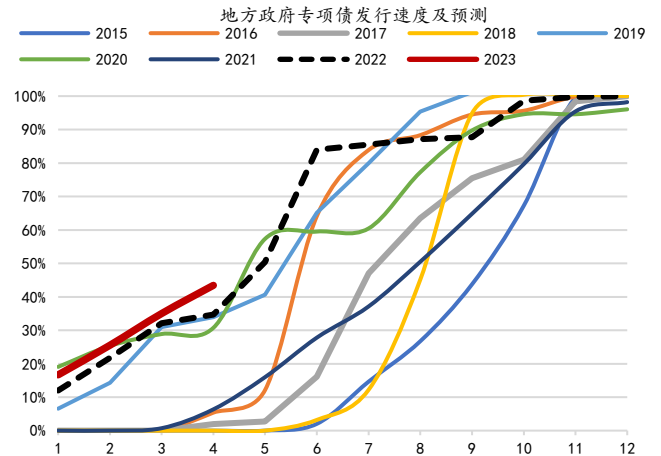
财政前置发力，基建稳中有进。2023 年以来财政数据对基建显现出较强支撑，一方面 2023 年一季度财政支出增速达到 6.8%，高于 5.6% 的预算目标，其中 1-2 月财政支出进度达到了 14.9% 历史最高水平，其中与基建联系紧密的交通运输和城乡社区支出速度较快，高于整体支出进度；另一方面，新增专项债发行速率相对较快，截至 2023 年 4 月下旬，新增专项债发行已经突破 1.6 万亿元，其中我们统计超过 53% 投向了狭义基建领域，表现较强。

图12: 2023年1-2月一般公共预算财政支出进度创历年新高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2023年新增专项债发行整体较快(截至4月下旬)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 2023年, 社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-3月社保就业、卫生支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年 决算绝对值新增 亿元	2023预算较2022 年决算占比新增 %	2023年1-3月支出 进度
	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)			
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%	19.3%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%	19.3%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%	31.2%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%	24.2%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%	25.3%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%	21.9%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理等其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%	4.6%
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%	18.6%
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%	26.2%
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%	
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%	26.5%
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521		24.7%

资料来源: Wind、WSJ, 浙商证券研究所

各省重大项目投资积极发力, 促进基建投资稳步提升。我们此前在《地方重大项目投资怎么看?》、《今年重大项目有望拉动多少GDP?》诸多报告提示重大项目变化对基建及固定资产投资有重要的反映, 2023年以来各个地方政府积极推进重大项目建设:

- 1、节奏上继续表现出“抢先”特征, 江苏、四川、黑龙江、辽宁等省份较早出台2023年重大项目方案, 早出台为了早实施和早推进, 进而尽快回升至经济合理运行区间。
- 2、幅度上, 诸多已经公布2023年重大项目的地方政府投资规模较2022年有所提升, 内蒙古、山东、重庆、贵州、广西等计划投资规模增长较快。

方向上重点聚焦四大领域, 一是高效益基建项目, 如5G基站、新型电力系统、城市轨道交通等新基建; 二是通过联动片区开发、园区开发, 聚焦“三区一村”改造的城市更新项目; 三是“强链补链”安全保障工程, 如粮食生产储备设施、能源安全、战略性先进制造业等, 保障“城市生命线”安全运行; 四是大力支持乡村振兴、县域基础设施等项目, 促进旅游业、生态环保产业发展。

截至 2023 年 4 月下旬，已有超过 20 个省出台了地方重大项目投资方案，根据我们梳理，可比口径下 19 个省 2023 年重大项目计划投资同比增长 6%，高于全年 5% 的经济增长目标，将成为稳增长的重要支撑。

图 15：各省重大项目投资梳理

地区	省市自治区	重大项目数 (个)			计划投资总额 (亿元)			当年计划完成额 (亿元)		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
华北	北京	300	300	300	>13000	>12000	未公布	2780	2802	未公布
	天津	430	452	673	10958.39	11713.3	15300	2098.09	2158	2360.57
	河北	682	695	507	11896.5	11200	13200	2810.6	2500	2600.1
	山西	512	518	615	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	内蒙古	2426	3307	3169	12237.6	未公布	32000	1015.1	未公布	2000
东北	辽宁	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	吉林	1900	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布	未公布
	黑龙江	未公布	400	1000	未公布	3480	未公布	未公布	570	3000
华东	山东	500	600	602	18000	21400	25000	未公布	未公布	未公布
	江苏	240	247	220	未公布	未公布	未公布	5530	5590	5670
	上海	213	173	239	未公布	未公布	未公布	1730	>2000	2150
	浙江	245	843	791	78529.8	未公布	70758	10851.64	10972	8337
	安徽	11678	8897*	9601	71484.36	未公布	未公布	14862*	16572.48*	16597.2#*
	福建	1620	1587*	1580	4010	4080	4090	5700	6168	6480
	江西	461	491*	546*	15397	17071	19375.68	3371	4165	5454.68
华南	广东	1395*	1570*	1530*	70500	76700*	84000	8000*	9000*	10000*
	广西	1922	未公布	2528	36695.8	未公布	46486.42	3319.3	未公布	4261.67
	海南	129	152	302	3810	4274	10635	782	856	1019
华中	河南	1371	1794*	2505	44000	48000*	67000	11000*	13000*	19000*
	湖南	129	152	324	3810	4274	21342.5	782	856	4616.8
	湖北	未公布	545	1154	未公布	未公布	15492	未公布	3038.29	4460
西南	四川	700	700	700	未公布	未公布	51864.8	6095	6369.94	7070.5
	重庆	894	877	1158	28000	26000	30000	2532	3600	>4300
	贵州	4071	3347	>4000	未公布	未公布	未公布	7400.7	6448.79	>8000
	云南	805	未公布	1500	48000	未公布	未公布	5778.2	未公布	未公布
	西藏	未公布	181	191	未公布	未公布	未公布	未公布	1404	1430
西北	宁夏	90	766	未公布	2034.926	未公布	5750	531.5365	2008	1540
	青海	628	730	>800	12662.47	未公布	13000	1907.19	>2000	未公布
	山西	542	620	未公布	21900	未公布	未公布	4295	4600	未公布
	新疆	350	370	400	16493	21700	27000	2423	2700	>3000
	甘肃	208	234	287	11208	13071	16512	1878	2225	2512

注：*指涵盖重大项目及重点项目投资额。

资料来源：各省人民政府网站，浙商证券研究所

Q2 低基数助力基建高增长，关注卖地收入不足扰动。2022 年 Q2 我国经济受疫情扰动导致投资及消费等数据出现显著回落，基建也不例外，考虑去年低基数，我们预计 2023 年 Q2 将继续保持较高增速。此外，土地出让收入形成的支出是基建资金的重要来源，1-3 月国有土地使用权出让收入相关支出 12800 亿元，同比下降 17.1%，由于年初以来卖地收入的相对低迷，对基建投资也有一定扰动，4 月基建当月增速为 7.9%，较一季度边际回落也有体现。考虑卖地收入是分期支付，不论是去年房企买地的尾款还是当前的土地成交“首付”，整体上均表现的相对较弱，我们预计卖地收入仍将承压一段时间，关注卖地收入不足对基建的边际扰动，可能适当拖累基建。

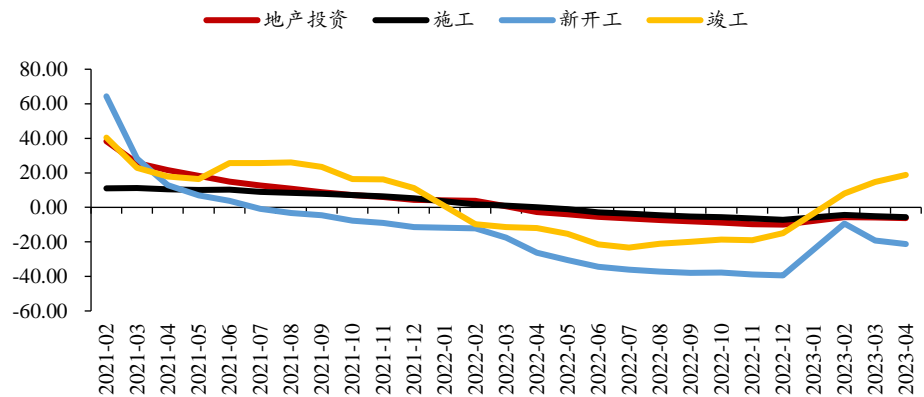
Q3 关注潜在天气及到位资金扰动。对于 Q3，我们前瞻提示关注天气及基建到位资金扰动问题，首先，根据中央气象局预判，2023 年厄尔尼诺年概率较高，将导致夏季高温天气增多，预计 6-8 月除黑龙江中部和北部气温较常年同期略偏低外，全国大部地区气温接近常年的同期偏高水平，考虑高温可能导致室外露天作业出现阶段性停工，Q3 关注高温天气对基建的扰动。其次，今年以来由于卖地收入仍处于较低迷状态，政府性基金支出增速较慢，基建投资保持较高增速主要依赖于新增专项债的快速发行，我们估算，随着新增专项债上半年集中发行后，Q3 若卖地收入仍相对较弱且新增专项债逐步发完，基建到位资金可能存在压力，有较大概率继续推出政策性金融工具等准财政工具，补充到位资金，服务于基建投资。

4.3 财务支出法开年透支强于预期，停工面积改善小幅放缓

数据走势：2023年1-4月地产投资累计增速-6.2%，显著低于市场预期-5.1%，与我们预测值-5.3%相对更为接近，在前值-5.7%基础上继续下行。我们认为本月增速低于预期一方面源于财务支出法的开年透支效应强于预期，另一方面源于本月停工状况改善放缓。

2023年1-4月，房地产开发投资累计同比-6.2%，前值-5.9%。新开工、施工、竣工累计同比-21.2%、-5.6%、18.8%，前值累计同比分别为-19.2%、-5.2%、14.7%，竣工数据亮眼指向2022年以来各项保交楼措施仍然卓有成效。商品房销售面积和销售额1-4月累计同比分别为-0.4%和8.8%，前值为-1.8%和4.1%，销售增速的大幅改善部分源于2022年疫情背景下的低基数效应。2023年1-4月，房地产开发到位资金累计同比-6.4%，前值累计同比为-9.0%，从分项来看，其中国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款累计同比为-10.0%、-19.4%、4.0%、2.5%，前值累计同比为-9.6%、-17.9%、-2.8%、-2.9%，到位资金改善主要源于销售的提振作用。

图16： 房地产投资各项累计同比增速（%）

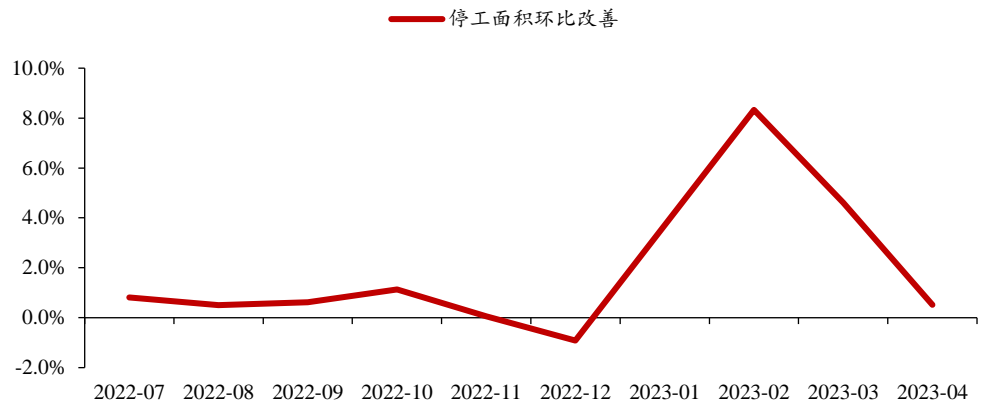


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2023年4月，房地产开发投资当月增速-16.2%，在前值-7.3%的基础上大幅回落。新开工、施工、竣工当月同比-28.3%、-45.7%、37.3%，前值当月同比分别为-29.0%、-34.2%、32.0%。商品房销售面积和销售额4月当月同比分别为-11.8%和13.2%，前值为-3.5%和6.4%，销售增速大幅改善主要源于低基数，价格改善也对销售额发挥支撑作用。房地产开发到位资金本月同比0.8%，前值当月同比为2.8%，从分项来看，其中国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款当月同比为-12.4%、-27.9%、29.3%、22.0%，前值为6.0%、-17.4%、13.5%、19.9%，到位资金改善主要源于销售修复。

整体来看，我们认为本月增速低于预期一方面源于财务支出法的开年透支效应强于预期，另一方面源于本月停工状况改善放缓。我们估算的停工面积相较前值继续改善幅度降至0.5%，为年内最低。展望未来，我们认为2022年以来一系列保交楼政策仍将对当前的停工状况起到持续性的改善作用。施工面积存量较大是地产投资的基本盘，预计保交楼措施改善停工状况将助力地产投资在2023年逐步企稳，基本盘的修复有望助力地产投资回归正增长。

图17: 本月停工面积改善有所放缓

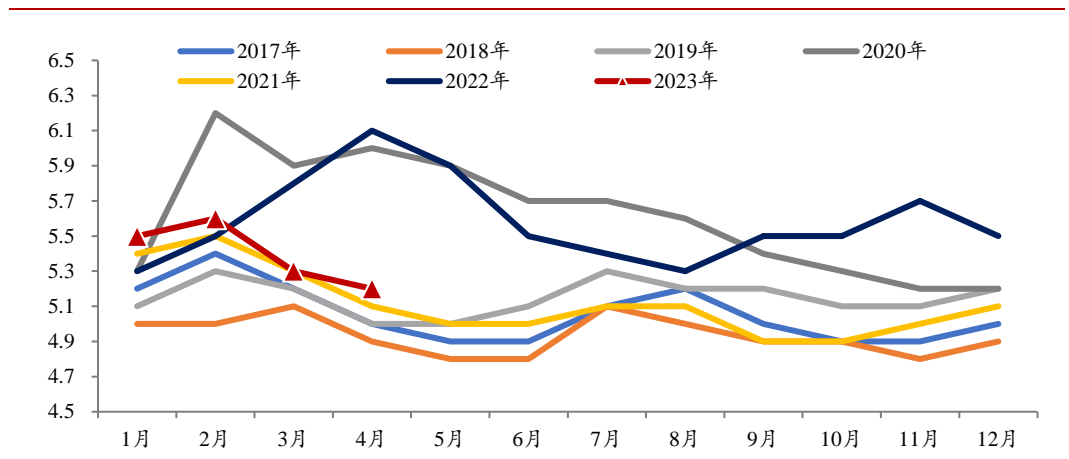


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 失业持续回落，结构仍有隐忧

4月全国城镇调查失业率为5.2%，较前值回落0.1个百分点，就业情况持续改善。一方面，疫情放开后，出行类、接触型消费表现良好，消费场景不断丰富，有助于发挥第三产业吸纳劳动力的重要作用，如住宿餐饮业、交通运输业、租赁和商务服务业等。另一方面，就业政策优先持续发力，部分阶段性保就业政策在2023年延续，如降低失业和工商保险费率延续至2024年底，继续实施失业保险稳岗返还等。

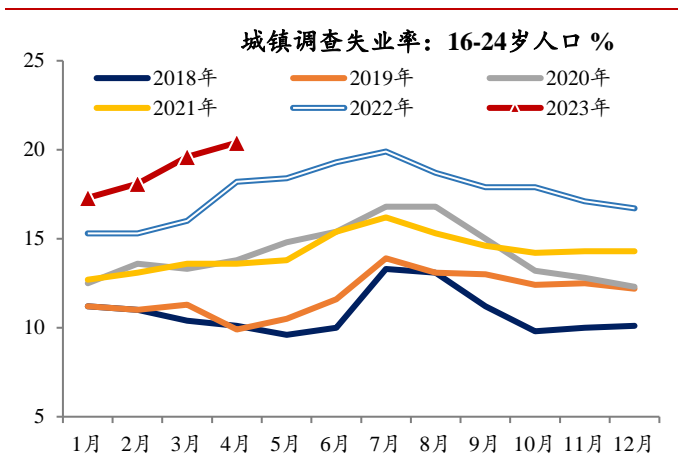
图18：4月全国城镇调查失业率为5.2%，较前值回落0.1个百分点（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

青年人群调查失业率再度攀升，就业结构数据仍有隐忧。4月16-24岁人口调查失业率为20.4%，为数据公布以来的最高点。2023年高校毕业生数量达1158万人，高校毕业生岗位供需匹配度欠佳、结构性就业矛盾问题仍需持续关注。4月26日，国务院办公厅发布十五条优化调整稳就业政策措施，强调对高校毕业生等重点群体提供就业创业支持。4月28日，中共中央政治局召开会议，强调强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，保障农民工等重点群体就业。

图19：16-24岁人口调查失业率仍居高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：高校毕业生创历史新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

向前看，就业优先政策持续发力，可以从一定程度上缓解大学生毕业季压力。5月11日，国务院副总理丁薛祥出席全国高校毕业生等青年就业创业工作电视电话会议并强调，要全面落实就业优先政策，高效实施稳就业政策措施，扩大基层就业项目的招募规模，落实帮扶责任制。2023年“三支一扶”计划即将启动，带动3.4万名高校毕业生深入基层服务。此外，“特岗计划”、“大学生乡村医生”专项计划、“百万就业见习岗位募集计划”等扶持计划全面推行，抢抓高校毕业生在校关键期和求职高峰期，开拓市场化就业渠道，将有助于推动高校毕业生就业创业工作。

6 风险提示

- 1、中美博弈超预期：2024年美国大选年临近，需警惕民主党为改善选情将对外政策作为抓手，使得中美摩擦升级继而对市场风险偏好形成压制。
- 2、地缘政治形势变化超预期：俄乌战争尚未结束，需警惕战争风险升级加剧全球通胀压力，从而扰乱欧美央行货币政策路径。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>