

经济阶段性放缓

——4月经济数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

工业生产走弱，持续去库存。4月规模以上工业增加值低于市场预期，低基数下同比增速相比3月上行1.7个百分点至5.6%，但环比及两年复合同比均有所下降，4月经济由此前的恢复性增长向常态化回归，积压订单集中释放接近尾声叠加新增需求拉动有限，工业生产有所走弱，去库存延续。三大门类中，制造业因去年同期的低基数，同比增幅最大。剔除基数影响之后，制造业增加值两年平均同比较3月放缓，反映出本月制造业生产活跃度边际下行。采矿业、电力燃气及水的生产和供应业同比增速相比上月则有所下降。

商品修复较缓，社零低于预期。低基数下4月社会消费品零售总额同比增速较上月继续大幅上行，剔除基数效应后商品零售同比走弱。结构上来看，餐饮收入表现则优于商品零售，两者分化格局延续。一则，**餐饮收入修复节奏较快**，除去年同期低基数外，本月月末小长假也对居民餐饮消费形成拉动。二则，**商品消费恢复较缓，可选及地产后产业链相关仍有不小提升空间。**第一，**可选消费方面**，同比增速的绝对水平表明目前可选消费仍未明显修复，增速边际变化则表明本月多数可选消费品修复速度放缓，综合体现出眼下内需不足的关键矛盾。此外本月汽车两年复合增速转为负增，消费者观望情绪及购车谨慎态度仍存。第二，**就地产后周期相关商品而言**，本月家用电器和音箱、家具及建筑装潢材料同比增速仍处低位，两年平均增速方面也均为负增，家具及建筑装潢材料同比都有所下行。地产偏弱运行下相关商品消费也未见明显起色，对整体商品消费也形成一定拖累。

各分项投资同比普遍放缓。1-4月固定资产投资累计同比低于市场一致预期。基建、制造业及地产投资单月同比普遍放缓，结构上来说基建相对较强，地产拖累较重。**制造业投资同比有韧性。**本月企业中长期贷款仍同比高增，形成一定资金支持。不过边际上来看，制造业同比增速继续放缓，这反映出内需动能不足叠加外需相对疲软的背景之下，企业生产投资意愿可能不及前期强烈，这凸显扩内需的必要性。**基建表现仍相对较强。**本月基建投资扩张速度有所放缓，但仍是固定资产投资的较强支撑。企业中长贷及专项债提供资金支持，存量及新增项目提供项目保障，基建投资同比上行有一定动能。预计后续基建将继续发挥逆周期调节功能以稳定经济，资金方面可期待政策性金融工具的落

地。房地产投资同比降幅扩大。一方面新开工面积缩量带来了建安费用方面的压力，另一方面考虑到土地成交价款对土地购置费用的领先性，此前土地成交市场的偏冷表现或相应造成目前计入房地产投资的土地购置费用同比承压。具体数据来看。本月除竣工面积外，销售、新开工面积同比增速均有所下行。市场预期及购房、拿地能力还待修复。

城镇失业率持续改善，年轻人就业压力仍存。4月城镇调查失业率为5.2%，较上月持续小幅改善。基建及服务业偏强，相应吸纳一定就业人口，尤其是促进了低收入群体就业。外来户籍人口失业率下降0.2个百分点至5.4%，外来农业户籍人口的失业率则下行至5.1%（前值5.3%）。但目前就业结构性问题依旧突出，年轻人就业压力仍存。本月16-24岁人口调查失业率为20.4%，前值19.6%，为2018年以来历史同期的最高值，反映出大学生毕业就业承压，**稳定和扩大青年人的就业或需要政策继续加力。**

经济回归常态化，政策需加码扩内需。4月除出口外，PMI、金融、通胀及经济数据普遍低于市场预期，并未延续一季度的超预期态势，多项数据表现偏弱的背后，是经济向正常趋势回归过程中，积压产需恢复性释放近尾声但新增内需不足，叠加外需疲软，拉动有限。正如一季度货币政策执行报告中对于国内经济形势的描述：“经济社会全面恢复常态化运行”，“三重压力得到缓解”，但是“内生动力还不强，需求仍然不足”。这并不对应着复苏进程的中止和经济增速的趋势性下移，但凸显了政策加码稳增长、扩内需的必要性。央行在一季度执行报告中指出下一阶段要“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，“持续发挥政策性开发性金融工具的作用”，结合此前政治局会议对政策合力的强调，后续可期待一定力度加码政策的推出。

风险提示：国内政策不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 工业生产持续回升	5
3. 商品修复较缓，社零低于预期	6
4. 各分项投资同比普遍放缓	7
5. 城镇失业率持续改善，年轻人就业压力仍存	9
6. 经济回归常态化，政策需加码扩内需	10

图表目录

图表 1: 4月规模以上工业增加值同比低于预期	5
图表 2: 社会消费品零售总额同比修复不及预期	6
图表 3: 餐饮收入持续回升	7
图表 4: 可选消费及地产后周期消费两年平均同比	7
图表 5: 固定资产投资同比继续回落	8
图表 6: 销售及新开工面积同比降幅扩大	9
图表 7: 就业结构性问题仍存	9

1. 数据

中国 4 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，预期 9.7%，前值 3.9%。

中国 4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，预期 20.2%，前值 10.6%。

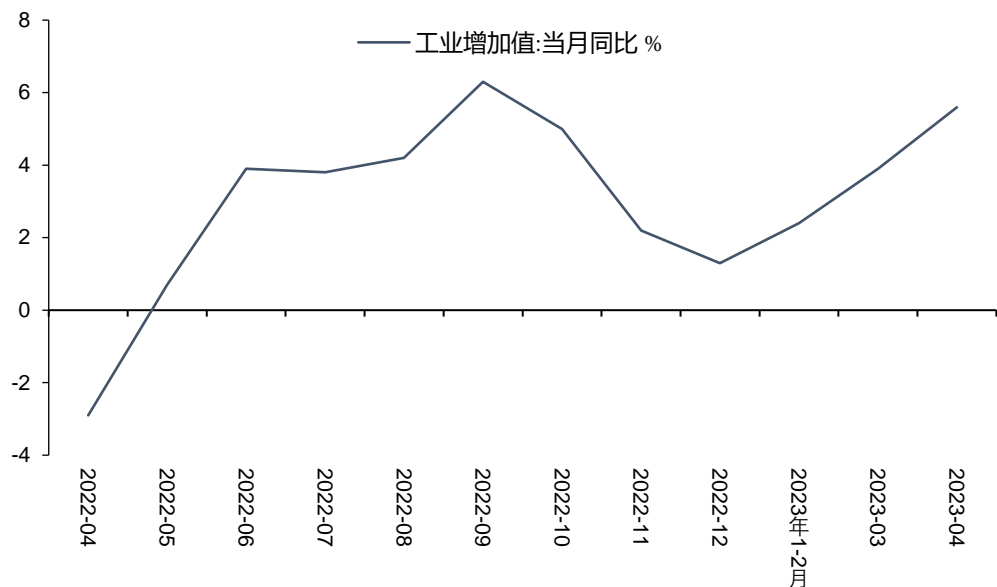
中国 1-4 月固定资产投资同比增长 4.7%，预期 5.2%，前值 5.1%。

中国 4 月全国城镇调查失业率为 5.2%，16-24 岁调查失业率为 20.4%。

2. 工业生产走弱，持续去库存

4 月规模以上工业增加值低于市场预期，低基数下同比增速相比 3 月上行 1.7 个百分点至 5.6%。环比而言，本月规模以上工业增加值较上月下降 0.47%，两年复合同比也有所放缓，降至 1.3%（前值 4.4%），4 月经济由此前的恢复性增长向常态化回归，积压订单集中释放接近尾声叠加新增需求拉动有限，工业生产有所走弱，去库存延续。

图表 1：4 月规模以上工业增加值同比低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

三大门类中，制造业工业增加值当月同比最高，增速相比上月上行 2.3 个百分点至 6.5%，其中高技术产业同比扩张速度较上月上行 1.0 个百分点，录得 2.5%，汽车制造业增加值同比更是由 13.5% 大幅冲高至 44.6%。制造业的同比高增主因在于去年同期的低基数，2022 年 4 月疫情影响下，制造业增加值同比为负增，汽车制造也严重受挫。剔除基数影响之后，制造业、高技术产业增加值两年平均同比相比 3 月均有所放缓，汽车制造业增加值两年平均同比则为负增，这也与本月 PMI 生产指数以及高频数据的走弱相互印证，反映出本月制造业生产活跃度边际下行。

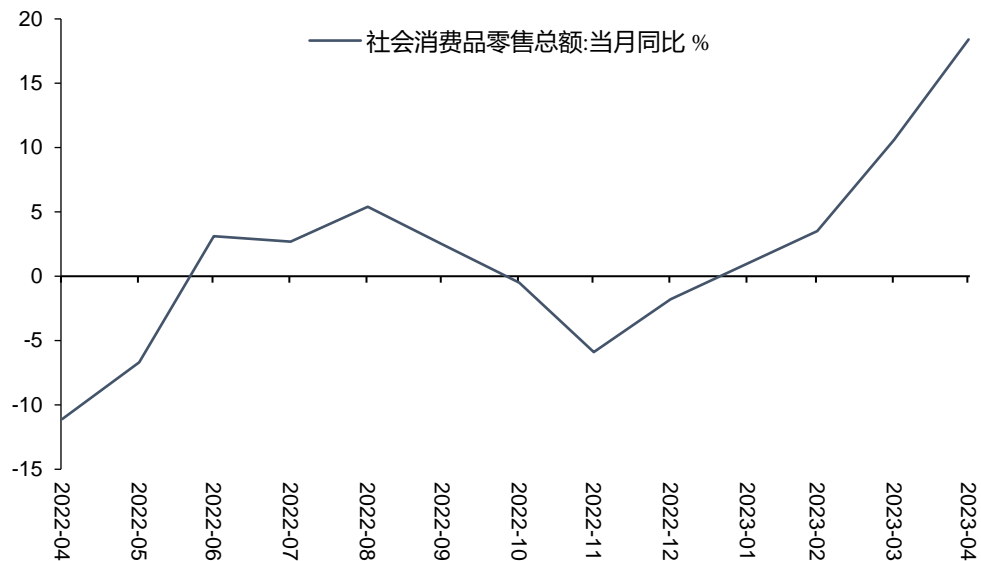
采矿业、电力燃气及水的生产和供应业同比增速相比上月则有所放缓，前者同比持平，较上月增速下行 0.9 个百分点，后者同比则由 5.2% 收窄至 4.8%。本月采矿业增加值仍受到去年同

期高基数的影响，具体行业来看，煤炭开采和洗选业增加值同比下降 0.6%（前值增长 0.7%，去年同期增长 13.2%），石油和天然气增加值同比增速虽有小幅上行，但就本月原油及天然气产量来看，相比上月两者产量均有所下降。公共事业方面，本月发电量环比减少，或受居民生活用电及工业生产用电需求减弱的影响，结合 4 月份的用电数据来看，本月城乡居民生活用电量及第一、二、三产业用电量普遍边际下行。

3. 商品修复较缓，社零低于预期

4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，低基数下同比增速较上月继续大幅上行，但同样不及市场预期。就两年复合同比增速来看，4 月社零两年平均同比由 3.3% 收窄至 2.6%，主因剔除基数效应后商品零售同比走弱。结构上来看，餐饮收入表现则优于商品零售，两者分化格局延续。

图表 2：社会消费品零售总额同比修复不及预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

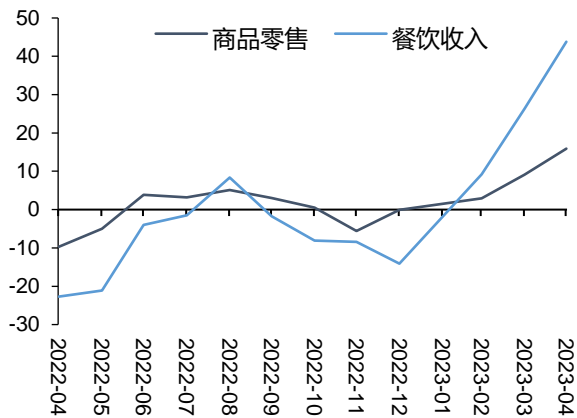
具体来看，4 月社零数据具有以下特点：

一则，餐饮收入修复节奏较快。4 月餐饮收入同比大幅扩张至 43.8%（前值 26.3%），其中很大部分来自去年同期低基数的贡献，2022 年 4 月份严峻的疫情形势及严格的封控措施对居民消费场景及消费意愿均形成掣肘，由此形成了较低的基数，同比增速仅录得 -22.7%。剔除基数影响后，餐饮收入两年平均同比增长 5.4%，较上月 2.8% 的复合增速上行 2.6 个百分点。餐饮收入的进一步修复可能来自本月月末小长假的拉动。

二则，商品消费恢复较缓，可选及地产后产业链相关仍有不小提升空间。尽管 4 月份商品零售总额因去年低基数的带动实现了 15.9% 的同比高增，相比 3 月份上行了 6.8 个百分点，但就复合增速来看，其两年平均同比仅录得 2.3%（前值 3.3%），弱于餐饮表现且边际回落，其中**可选消费及地产后产业链相关商品的修复空间相对较大。**第一，可选消费方面，本月服装鞋帽针纺织品类商品、化妆品类、金银珠宝类及体育娱乐用品类同比增幅均在 20 个百分点以上，受去年同期可选消费受疫情冲击相对严重的影响，但剔除基数后，上述商品消费复合增速均

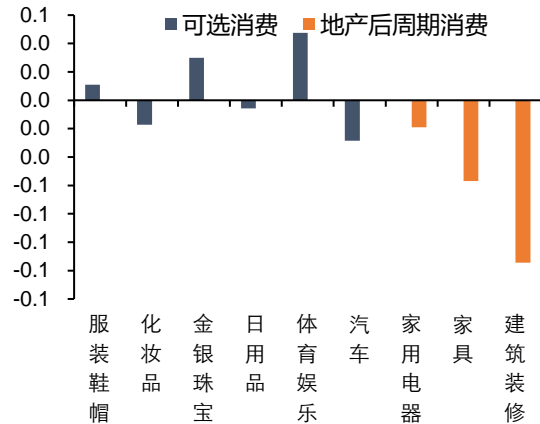
未超过 5%，且前三者两年平均增速相比 3 月份出现了收窄，这一是表明绝对水平方面，目前可选消费仍未明显修复，二是反映出节奏方面，本月多数可选消费品修复速度边际放缓，综合体现出眼下内需不足的关键矛盾。此外本月汽车这一耐用消费品零售额录得 38% 的同比增速，剔除基数效应后，两年复合增速转为负增，为 -2.8%（前值 1.6%），这可与汽车零售销量这一高频数据交互印证，消费者观望情绪及购车谨慎态度仍存。**第二，就地产后周期相关商品而言**，本月家用电器和音箱、家具及建筑装饰材料同比增速仍处低位，两年平均增速方面也均为负增，家具及建筑装饰材料同比都有所下行。地产偏弱运行下相关商品消费也未见明显起色，对整体商品消费也形成一定拖累。

图表 3：餐饮收入持续回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 4：可选消费及地产后周期消费两年平均同比

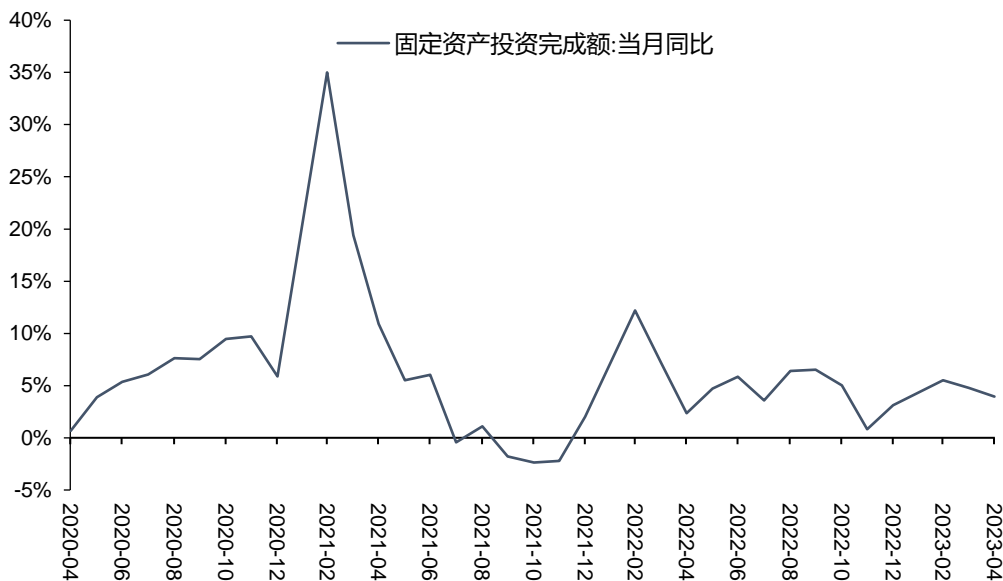


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 各分项投资同比普遍放缓

1-4 月固定资产投资累计同比增长 4.7%，较前值回落 0.4 个百分点，低于市场一致预期。单月同比方面，计算得出本月同比增速为 3.9 个百分点（前值 4.8 个百分点），**基建、制造业及地产投资同比普遍放缓，结构上来说基建相对较强，地产拖累较重。**

图表 5: 固定资产投资同比继续回落



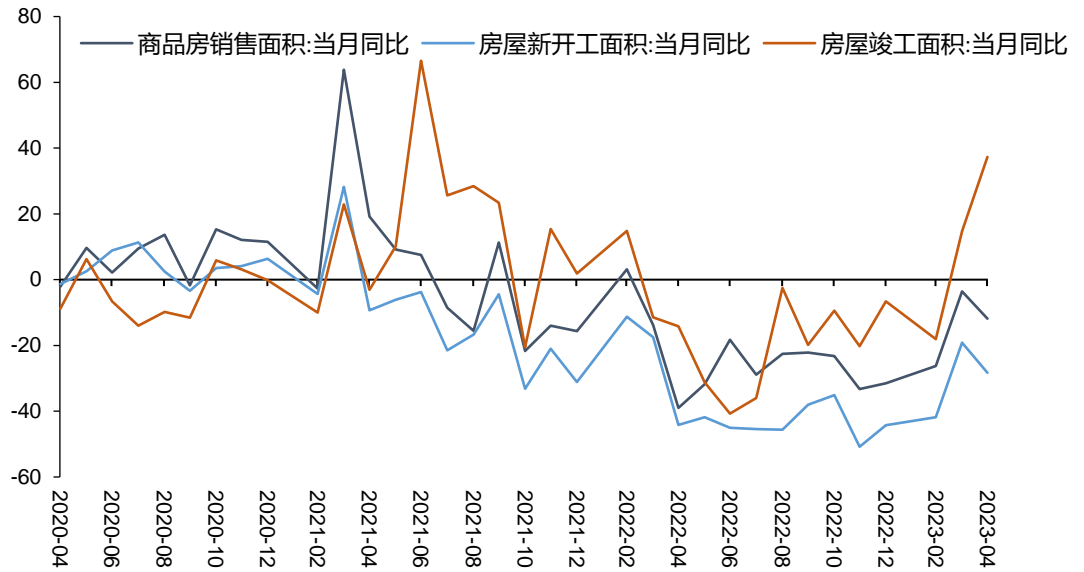
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

制造业投资同比有韧性。计算得出 4 月份制造业投资当月同比增长 5.3% (前值 6.2%)，两年复合同比为 5.8%，较前值的 9.0% 有所收窄。绝对水平上来看，本月企业中长期贷款仍同比高增，资金方面有一定支持，制造业投资同比仍录得 5% 以上的正增，具有韧性。不过边际上来看，制造业同比增速继续放缓，这反映出内需动能不足叠加外需相对疲软的背景之下，企业生产投资意愿可能不及前期强烈，这凸显扩内需的必要性。

基建表现仍相对较强。计算得出 4 月基建投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)单月同比增长 7.9% (前值 8.7%)，1-4 月累计同比由 8.8% 回落至 8.5%。与上月相比，本月基建投资扩张速度有所放缓，但仍是固定资产投资的较强支撑。企业中长贷及专项债提供资金支持，存量及新增项目提供项目保障，基建投资同比上行有一定动能。考虑到眼下内需不足仍是关键矛盾，政府表态也多次强调政策合力，预计后续基建将继续发挥逆周期调节功能以稳定经济，资金方面可期待政策性金融工具的落地。

房地产投资同比降幅扩大。4 月房地产开发投资同比下降 16.2%，1-4 月累计降幅由 5.8 个百分点扩大至 6.2 个百分点，一方面新开工面积缩量带来了建安费用方面的压力，另一方面考虑到土地成交价款对土地购置费用的领先性，此前土地成交市场的偏冷表现或相应造成目前计入房地产投资的土地购置费用同比承压。具体数据来看，本月除竣工面积外，销售、新开工面积同比增速均有所下行。4 月竣工面积同比增幅达 37.2 个百分点，剔除基数之后的两年复合增速相比上月扩大 7.7 个百分点至 8.5%，反映出“保交楼”政策持续显效。与之相对，销售及新开工面积同比增速则出现回落，4 月单月同比分别为 -11.8% (前值 -3.5%)、-28.3% (前值 -19.2%)，结合 30 大中城市商品房成交面积与 100 大中城市土地成交面积两个高频数据来看，4 月地产运行偏弱，居民购房及开发商拿地相比上月均呈下行态势，市场预期及购房、拿地能力还待修复。

图表 6: 销售及新开工面积同比降幅扩大

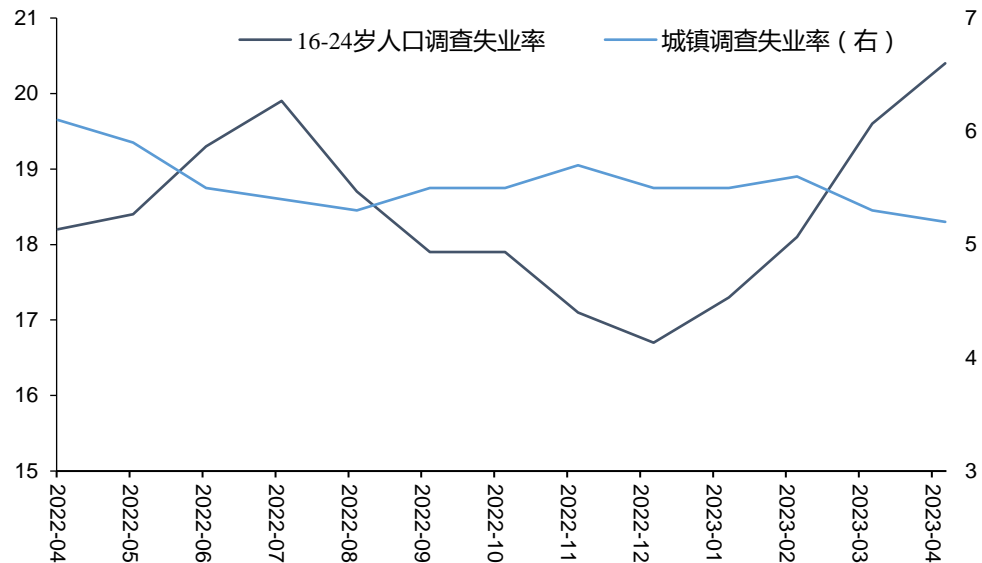


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

5. 城镇失业率持续改善, 年轻人就业压力仍存

4月城镇调查失业率为5.2%，较上月持续小幅改善。基建及服务业偏强，相应吸纳一定就业人口，尤其是促进了低收入群体就业。外来户籍人口失业率下降0.2个百分点至5.4%，外来农业户籍人口的失业率则下行至5.1%（前值5.3%）。但目前就业结构性问题依旧突出，年轻人就业压力仍存。本月16-24岁人口调查失业率为20.4%，前值19.6%，为2018年以来历史同期的最高值，反映出大学生毕业就业承压，稳定和扩大青年人的就业或需要政策继续加力。

图表 7: 就业结构性问题仍存



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

6. 经济回归常态化，政策需加码扩内需

4月除出口外，PMI、金融、通胀及经济数据普遍低于市场预期，并未延续一季度的超预期态势，多项数据表现偏弱的背后，是经济向正常趋势回归过程中，积压产能恢复性释放近尾声但新增内需不足，叠加外需疲软，拉动有限。正如一季度货币政策执行报告中对于国内经济形势的描述：“经济社会全面恢复常态化运行”，“三重压力得到缓解”，但是“内生动力还不强，需求仍然不足”。这并不对应着复苏进程的中止和经济增速的趋势性下移，但凸显了政策加码稳增长、扩内需的必要性。央行在一季度执行报告中指出下一阶段要“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，“持续发挥政策性开发性金融工具的作用”，结合此前政治局会议对政策合力的强调，后续可期待一定力度加码政策的推出。

风险提示：国内政策不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。