

## 复苏遇冷

### ——2023年4月经济数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：刘雅丽

#### 相关报告

#### 要点

- **生产方面，工业增加值环比创疫后以来最大降幅。**4月季调后的环比增速为-0.47%，超过疫情影响较大的去年11月（环比为-0.37%）。中观看，原材料和中游行业回落幅度较大，或分别受基建、地产投资下行和出口走弱拖累。往后看，当前制造业主动去库特征明显，弱需求下，工业生产短期内难有明显改善。**剔除基数影响，服务业生产指数同比延续放缓。**短期内服务业高景气仍有支撑，但疫情期间居民资产负债表受损，或对后续服务业修复的斜率形成制约。
- **消费方面，消费复苏阶段性放缓，但仍处于修复途中。**4月社会消费品零售总额同比18.4%，主要是基数效应所致，两年复合同比增速相较上月放缓。4月社零环比修复动能介于疫后三年和疫情前之间；相比疫情前，消费增长并未减弱。本月服务业仍是消费的主要支撑力量，动能仍在延续，限额以下餐饮社零改善更快；商品消费方面，4月汽车有所走弱，但随着政策刺激，5月汽车消费可能会改善；而地产后周期消费则随着地产回落而降温。
- **投资方面，低基数下固定资产投资增速放缓，民间投资增速转负，三大类投资增速全面下滑。****首先**，基建投资增速短期回落，或受到财政支出节奏变化及专项债发行减速影响。往后看，内生动力不足下，基建在稳增长中仍需担重任。**其次**，制造业投资增速继续降温，汽车、电气机械等行业表现相对更好。往后看，外需承压之下，制造业投资内部或仍分化，中下游消费品制造业投资占比并不高，汽车、电气机械等高新技术投资支撑制造业投资增速保持一定韧性。**最后**，地产销售方面，今年3月开始，商品房销售统计样本有所调整，这使得未经口径调整计算出的地产销售面积同比增速下行，而经口径调整后的同比增速上行。经口径调整后，两年平均增速看，地产销售仍走弱。投资方面，投资方面，以两年平均增速看，仅竣工增速上行。展望后续竣工或仍是投资端的主要改善来源。
- 总结下，即便在去年华东疫情形成的低基数下，4月投资增速仍有下滑，地产、基建、制造业投资全面回落。生产和消费增速虽有走高，但两年平均增速看，均有放缓，经济内生动力不足展现得淋漓尽致。**往后看**，居民资产负债表因疫情受损，对后续服务业修复的斜率形成制约，制造业投资受外需回落压制，地产销售修复仍曲折，基建仍需担起稳增长的重任。央行在一季度货政执行报告中对于货币政策的基调也更偏积极，稳增长政策存在加码可能。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

## 内容目录

- 1. 生产：工增环比创疫后以来最大降幅 ..... - 4 -
- 2. 消费：复苏阶段性放缓 ..... - 5 -
- 3. 投资：低基数下仍全面回落 ..... - 6 -

## 图表目录

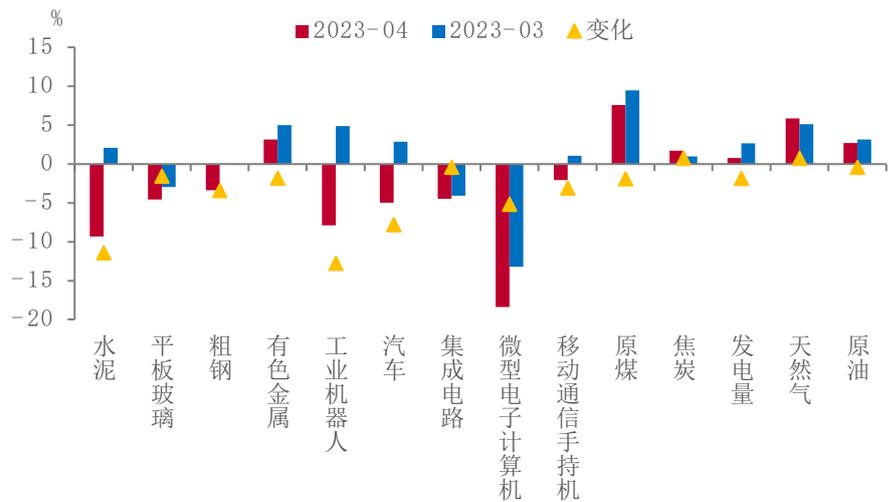
图表 1: 主要工业品产量两年平均同比增速及变化.....	- 4 -
图表 2: 2023 年 4 月各限额以上商品两年复合同比.....	- 6 -
图表 3: 地产销售指标口径有所调整.....	- 7 -

## 1. 生产：工增环比创疫后最大降幅

生产端，工业增加值环比创疫后以来最大降幅。低基数下，4月工业增加值同比增速上行1.7个百分点至5.6%，而两年平均增速则由4.4%降至1.3%。环比看，4月季调后的环比增速为-0.47%，为疫后以来环比最大降幅，超过疫情影响较大的去年11月（环比为-0.37%），指向工业生产明显放缓。

中观看，原材料和中游行业回落幅度较大，或分别受基建、地产投资下行和出口走弱拖累。从中观行业工业增加值两年平均增速看，仅油气开采业4月增速较3月上行，其余行业均有回落，其中汽车制造、非金属矿物制品、医药制造、专用设备、金属制品业、电气机械行业下行幅度居前。各工业产品产量的两年平均增速也是涨少跌多，其中工业机器人、水泥、汽车、微型电子计算机、移动通信手持机和粗钢产量增速回落幅度较大。不论是行业的工业增加值还是产品产量均显示，中游和原材料行业的生产下行较大。中游行业或受出口走弱拖累，以两年平均增速看，4月工业企业出口交货值同比增速由上月的2.4%降至-0.6%。水泥、粗钢等原材料产量增速大幅回落，与4月基建、地产投资下行相关。

图表 1：主要工业品产量两年平均同比增速及变化



来源：WIND，中泰证券研究所

往后看，工业生产短期内难有明显改善。工业增加值环比增速创新低，表明企业生产意愿走弱，而我们在4月PMI数据解读中提到，当前制造业主动去库特征明显，对此也是印证。弱需求下，工业生产短期内难有明显改善。

剔除基数影响，服务业生产指数同比延续放缓。低基数下，服务业生产指数同比走高至13.5%，以两年平均增速看，4月较3月进一步回落。分行业看，住宿和餐饮业，批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长48.7%、18.8%、17.6%，较上月明显加快。服务业恢复仍以出行类需求释放为主，5月在五一假期的提振下，景气度仍有支撑。但从五一假期的消费数据看，居民旅游支出并不强，疫情期间居民资产负债表受损，或对后续服务业修复的斜率形成制约。

## 2. 消费：复苏阶段性放缓

去年华东疫情的基数效应推升消费同比读数，4月消费实际上还处于“弱复苏”阶段。4月社零同比增速录得18.4%，看似很高，却仍低于市场预期（WIND一致预期为20.2%）。两年复合同口径下，4月消费增长2.6%，低于2月和3月（5.1%和3.3%）。在一季度恢复超预期之后，消费复苏动能有所减弱。

消费修复处于哪个阶段？当下仍处于修复途中。

首先，4月消费的环比动能介于疫后三年与疫情前之间。消费环比修复动能强于疫后三年，但仍未恢复到疫情前阶段。今年4月社零环比（季调）为0.49%，高于过去3年同期增速（2020-2022年分别为0.44%、0.02%、-0.02%），但低于疫情前（2015-2019年平均为0.77%）。

其次，相比于疫情前，消费增长尚未减弱。如果我们对比2019年同期，直到4月，消费向上修复的趋势不变。相比于疫情前（2019年同期），今年2、3、4月社零4年复合同口径增速分别为-2.5%、-1.1%和0.4%。

结构方面，4月的社零有两点值得注意：

**第一，服务业仍是消费主要支撑力量，并且动能仍在延续。**

尽管总社零两年复合同口径弱于上月，但餐饮社零读数强于上月。4月餐饮社零同比增长43.8%，商品社零同比增长15.9%。两年复合同口径下，餐饮社零增速（5.4%）高于上月（2.8%）；商品社零增速（2.3%）则低于上月（3.3%）。

本月限额以下餐饮消费改善明显。4月限额以下餐饮社零同比增长40.1%，两年复合同口径3.5%，高于上月（-1.1%）；限额以上餐饮社零两年复合同口径（4.8%）则略低于上月（7.6%）。

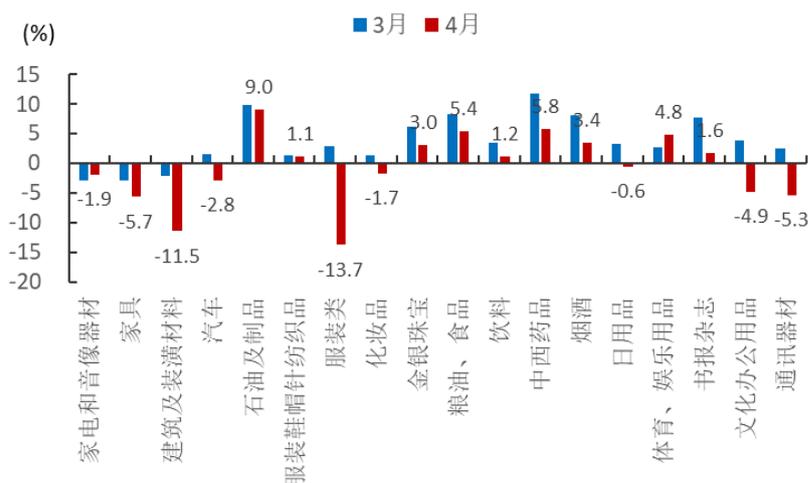
限额以上服务业也不算弱。服务业生产指数两年复合同口径环比走弱（上月4%降至本月3.2%），但绝对值并不弱，仍然高于2022年所有月份。4月服务业PMI表现类似。它们两者由于统计口径原因，可能更多反映大企业的表现，4月读数基本和限额以上零售表现相符合。

今年五一数据来看，出行恢复至疫情前水平，旅游人次和收入恢复均创疫后新高，5月服务业可能延续修复。

**第二，商品社零增长放缓，最值得关注的地产后周期消费与汽车消费有所走弱。**

前者与地产销售放缓基本一致，后续表现仍要关注地产销售表现。地产产业链（家具、家电、建材）消费两年复合同口径为-4.4%，较上月-3.0%边际回落。

高频数据预示5月汽车销售有所反弹，可能和“延长轻型汽车国六b车型的销售过渡期”政策有关。短期来看，汽车销售可能会反弹。

**图表 2: 2023 年 4 月各限额以上商品两年复合同比**


来源: WIND, 中泰证券研究所

综合来看, 4 月消费阶段性走弱在预期之内。往后看, 尽管债务压力下, 中国消费疫后恢复的高度有限, 但我们认为由于距离疫情前仍有较大差距, 消费弱修复的趋势还会持续。

### 3. 投资: 低基数下仍全面回落

同样面临着低基数, 但固定资产投资当月同比增速由 4.7% 放缓至 3.6%, 反映经济内生动力的民间投资增速由 0.4% 转负至 -0.2%。基建、制造业、地产三大投资增速全面下滑, 我们分别分析。

**首先是基建投资。**4 月全口径基建投资增速放缓至 7.9%, 两年平均增速由 10.8% 降至 6.1%。基建投资增速短期回落, 或受到财政支出节奏变化及专项债发行减速影响。我们在 4 月金融数据解读中已经提示, 4 月新增财政存款同比多增多于新增政府债, 或意味着 4 月财政支出力度可能偏弱。而 4 月新增专项债发行额 3351 亿元, 创年内新低, wind 口径的城投债净融资也较 3 月缩量近一半, 均对基建投资形成制约。

往后看, 内生动力不足下, 基建在稳增长中仍需担重任。在民间投资增速转负, 地产、制造业投资增速均有下滑的背景下, 投资端基建仍是重要的抓手, 工具丰富。一是专项债发行仍可提速, 二是政策性开发性金融工具可扩容。今年一季度, 基数设施新增贷款 2.16 万亿, 同比多增 7771 亿元, 预计后续对实物工作量仍有支撑。

**其次, 制造业投资增速继续降温,**4 月同比增速降至 5.3%, 低于 2 月的 8.1% 和 3 月的 6.2%; 两年复合同比增速也延续降低趋势, 从 2 月的 14.3% 降至 3 月的 9.0%, 降至 4 月的 5.8%。

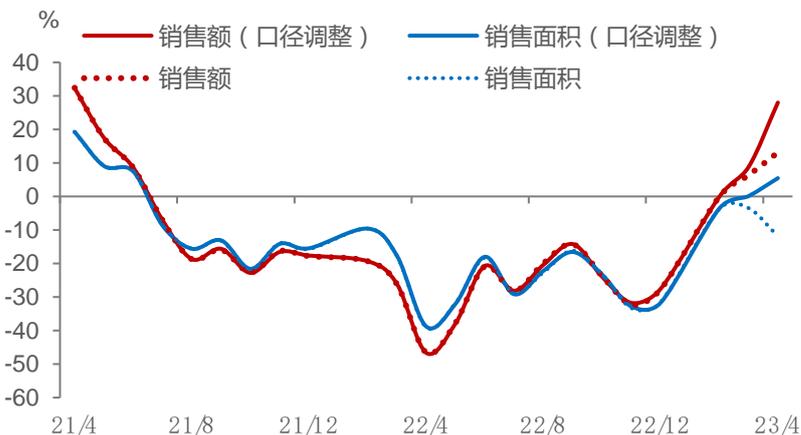
**汽车、电气机械等行业表现相对更好。**细节分行业投资数据尚未完全公布, 根据已经公布的数据来看, 行业分化反映两条线索: (1) 外需收缩压力之下, 中下游消费品制造持续降温。4 月纺织业投资增速进一步下跌至 2020

年下半年以来最低值，录得-14.0%；（2）新能源与汽车制造业投资仍有韧性，电气机械与汽车制造业投资增速分别为 40.1%和 13.6%，两年复合同比分别为 33.4%和 12.6%，仍处于历史高位水平。

接下来，外需承压之下，制造业投资继续演绎这两条分化线索。中下游消费品制造业投资占比并不高，汽车、电气机械等高技术投资支撑制造业投资增速保持一定韧性。全年制造业投资增速可能持平或略低于疫情前（2015-2017 年平均增速为 5.7%）。

**最后是房地产。先说地产销售。今年 3 月开始，商品房销售统计样本有所调整。**销售方面，依据统计局公布的数据计算，4 月商品房销售面积同比增速降幅走扩至-11.8%，商品房销售额同比增速加快至 13.2%。而利用累计同比增速倒推，4 月商品房销售面积、销售额同比增速分别回升至 5.5%、28%。从过去数据看，今年 3 月起，口径是否调整，商品房销售面积、销售额同比增速均有差异，或是因为地产行业景气度持续低迷，统计样本中的房企有所变化，在后续分析时需要注意。

**图表 3：地产销售指标口径有所调整**



来源：WIND，中泰证券研究所

不过以两年平均增速看，地产销售仍走弱。4 月商品房销售面积同比增速由-9.2%降至-19.7%，商品房销售额同比增速由-10.3%降至-17.3%。

投资方面，以两年平均增速看，仅竣工增速上行。4 月地产投资同比增速由-5.9%降至-7.2%，新开工面积同比增速降幅略有收窄至-27.2%，不过以两年平均增速看，降幅仍走扩近 11 个百分点。竣工面积同比增速上行至 41.2%，两年平均增速由 5.6%升至 10.1%。

后续竣工或仍是投资端的主要改善来源。我们在一季度经济数据解读报告中已提示，2021 年三季度至 2022 年年底，共 2.8 亿平方米商品房应竣工未竣工。政策端，4 月的政治局会议再次强调“做好保交楼、保民生、保稳定工作”，央行在一季度货政执行报告中表示未来将推动房企纾困专项再贷款落地生效，预计竣工端高增长仍可持续。

**风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。