

宏观经济点评

证券研究报告

2023年4月经济数据点评

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

“颠簸”的复苏之路

事件：

5月16日，国家统计局公布数据显示，4月，规模以上工业增加值同比5.6%、前值3.9%；社会消费品零售总额同比18.4%、前值10.6%；固定资产投资同比4.7%、前值5.1%。（来源：统计局）

客观看待4月经济数据的边际走弱，经济复苏不会“昙花一现”

4月经济产需大多边际走弱，场景相关的消费和服务、新能源链等表现相对较好。4月，主要经济指标读数均低于市场预期，考虑低基数的影响，工业增加值、投资、社零两年复合增速均低于3月水平，其中，房地产和基建投资、可选商品消费均走弱；餐饮、服务业等场景相关，及电气机械、汽车等新能源链的生产和投资表现较好。

经济数据反弹后的走弱，或与疫后修复的“脉冲”效应、政策落地放缓等相关。1季度经济数据普遍改善，与疫后场景恢复带来的生产、需求活动“报复性”修复有关，而内需的接续动能不足，导致4月产需多数走弱；同时，稳增长措施落地放缓也一定程度弱化了需求支撑，与基建紧密相关的沥青开工率等指标在4月均持续回落。

而表现亮眼的场景相关消费、新能源链等新兴产业，带来的经济“乘数效应”弱于传统投资驱动。过往经济走出低谷，主要靠房地产、传统基建刺激加码，带动上游需求改善向中下游传导，其中房地产链条长、“乘数效应”大；而当前是房地产“缺位”下的经济复苏，中下游行业和服务修复更早、表现较好，弹性和“乘数效应”弱于以往。

伴随政策滞后效应显现、内生动能的逐渐修复等，经济或逐步走出低谷，不必过于悲观。后续关注三大动能：1) 稳增长落地加快、大规模融资对实体支持的滞后显现，近期沥青开工率已有所回升；2) 消费动能的修复，服务业等持续修复带动的相关就业改善，有助于推动收入与消费的正循环；3) 房地产累积的“积极”因素减缓其拖累。

常规跟踪：4月产、需大多边际走弱，青年失业率创新高

工业生产明显走弱，服务业延续修复。4月，工业增加值当月同比5.6%、两年复合同比1.3%，或主要缘于基建实物工作量落地进度偏慢、地产投资边际转弱。剔除基数影响后，采矿业生产强于电燃水、制造业生产最弱。主要行业中，中游装备制造相关行业表现相对较好。服务业生产和活动保持修复态势，其中信息软件服务表现亮眼。

三大投资不同程度回落，中游制造表现相对较强。4月，低基数下基建投资回落2个百分点至7.9%，水利和交运仓储拖累较大、电燃水支撑仍较强。制造业投资增速小幅回落至5.3%，中游装备行业投资需求仍然旺盛。房地产投资大幅回落至-16.2%，其中竣工表现依然亮眼、新开工延续疲软。商品房销售大幅下行、指向低线城市进一步转冷。社零增长有所放缓，耐用品拖累较大。4月，社会消费品零售总额同比18.6%、剔除基数影响后两年复合增长2.7%。其中餐饮收入表现相对亮眼，当月同比43.8%、两年复合5.4%。分行业看，珠宝、体育娱乐、化妆品等升级类商品表现较好；耐用品消费依然低迷，其中汽车消费同比38%，主因基数提振、两年复合同比-2.8%。

城镇调查失业率季节性下降，但结构性压力增大。4月，城镇调查失业率5.2%、季节性回落0.1个百分点；青年群体就业压力不降反增，16-24岁人口失业率抬升0.8个百分点至20.4%、再创历史同期新高。青年失业率的持续走高或主要缘于低学历青年拖累，指向服务业修复对就业的吸纳作用有待增强。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、客观看待4月经济数据的边际走弱，经济复苏不会“昙花一现”	3
2、常规跟踪：4月产、需大多边际走弱，青年失业率创新高	5
风险提示	9

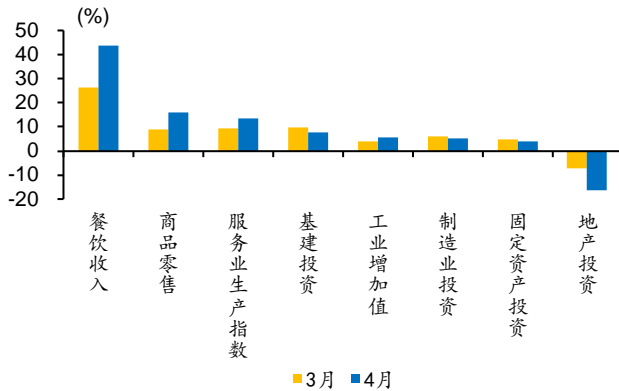
图表目录

图表 1：主要经济指标当月同比变化	3
图表 2：主要经济指标当月同比变化（两年复合）	3
图表 3：基建和地产投资回落较多	3
图表 4：高技术产业投资保持高速增长	3
图表 5：疫后经济修复均存在一定“脉冲”反应	4
图表 6：4月以来，沥青开工率明显回落	4
图表 7：地产投资和销售的弹性不断降低	4
图表 8：房地产对多数国民经济部门存在直接拉动作用	4
图表 9：5月以来，沥青开工率有所回升	5
图表 10：信用修复领先经济 2 个季度左右	5
图表 11：服务业从业人员改善或指向后续就业的修复	5
图表 12：棚改规模居前的地区大多加大棚改计划	5
图表 13：低基数影响下，制造业生产上行	5
图表 14：中游装备制造生产表现相对较好	5
图表 15：服务业生产保持较快修复	6
图表 16：服务业活动保持高景气	6
图表 17：固定资产投资有所回落	6
图表 18：建筑业产需仍保持良好修复态势	6
图表 19：制造业投资延续回落	7
图表 20：中游装备制造保持较快投资增速	7
图表 21：地产投资和商品房消费大幅回落	7
图表 22：4月玻璃表观消费较好	7
图表 23：一线城市商品房销售明显好于二三线城市	7
图表 24：三线城市商品房成交显著低于 2019 年	7
图表 25：4月，商品消费修复慢于餐饮	8
图表 26：耐用品消费拖累较大	8
图表 27：城镇调查失业率季节性下行	8
图表 28：年轻人失业率高位攀升	8
图表 29：青年就业集中在制造、批发零售、住宿餐饮等	8
图表 30：多数行业招工需求改善，制造业快于服务业	8

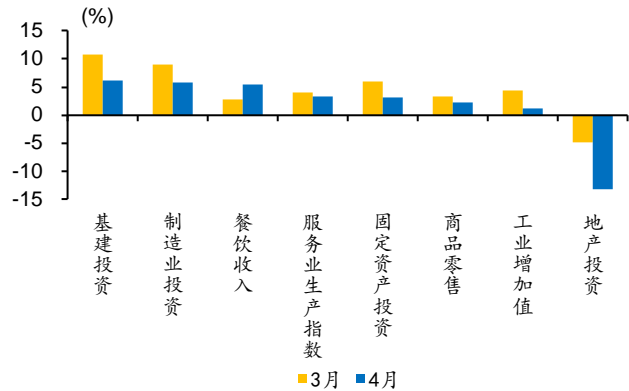
1、客观看待 4 月经济数据的边际走弱，经济复苏不会“昙花一现”

4 月经济产需大多边际走弱，场景相关的消费和服务、新能源链等表现相对较好。4 月，主要经济指标读数均低于市场平均预期，考虑低基数的影响，工业增加值、投资、社零两年复合增速均低于 3 月水平，分别为 1.3%、3.1%和 2.6%。其中，房地产、基建和商品消费均走弱，两年复合同比分别为-13.2%、6.1%和 2.3%；餐饮、服务业等场景相关，及电气机械、汽车等新能源链的生产和投资表现较好。

图表 1：主要经济指标当月同比变化



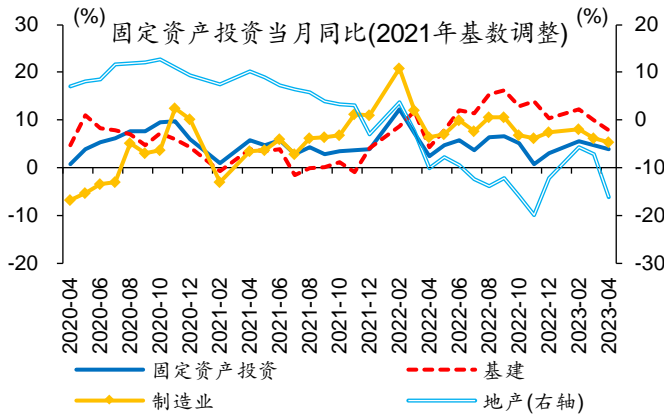
图表 2：主要经济指标当月同比变化（两年复合）



来源：Wind、国金证券研究所

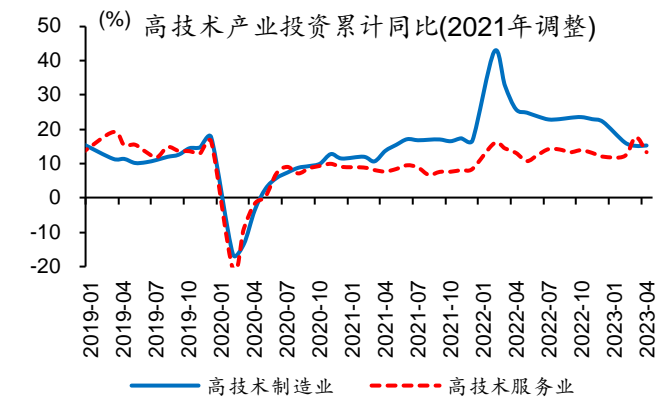
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：基建和地产投资回落较多



来源：Wind、国金证券研究所

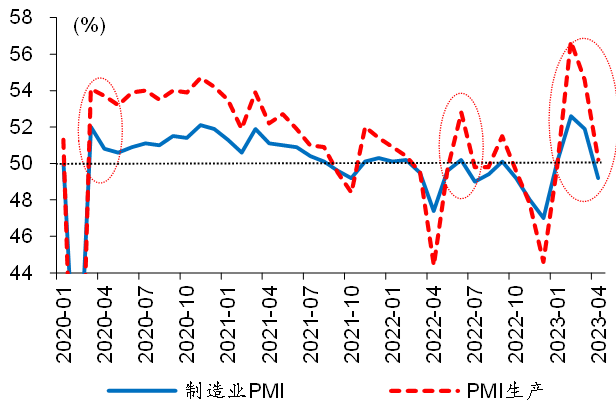
图表 4：高技术产业投资保持高速增长



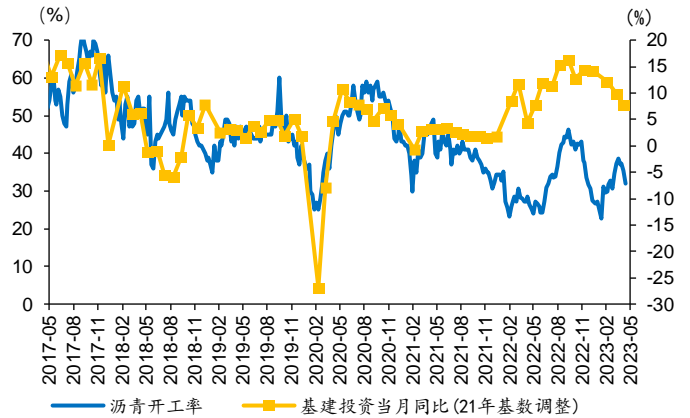
来源：Wind、国金证券研究所

经济数据反弹后的走弱，或与疫后修复的“脉冲”效应、政策落地放缓等相关。一季度经济数据普遍改善，与疫后场景恢复带来的生产、需求活动“报复性”修复有关，而内需的接续动能不足，导致 4 月产需多数走弱。疫情以来，经济经历了三轮脉冲式修复，每一轮制造业 PMI 指数在报复性反弹之后均冲高回落。同时，稳增长措施落地放缓也一定程度弱化了需求支撑，与基建紧密相关的沥青开工率等指标在 4 月均持续回落。

图表 5：疫后经济修复均存在一定“脉冲”反应



图表 6：4月以来，沥青开工率明显回落

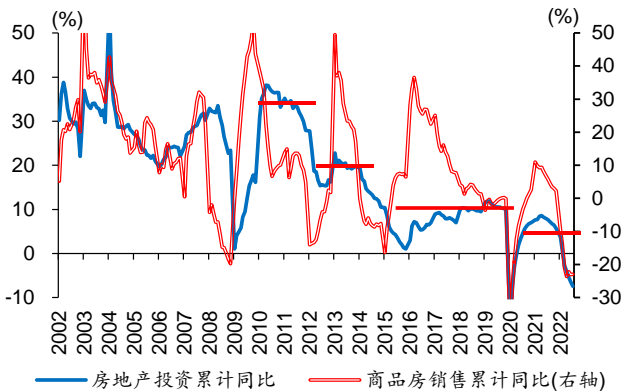


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

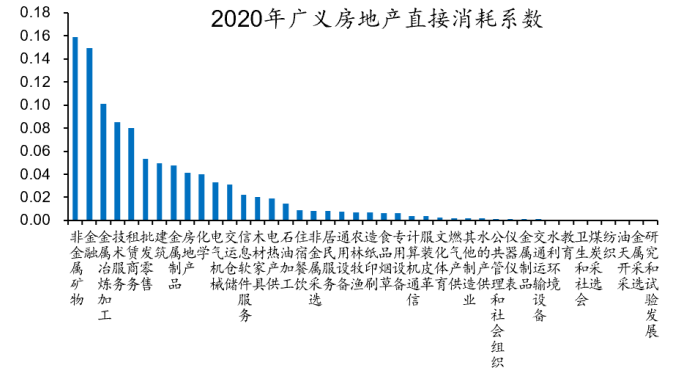
而表现亮眼的场景相关消费、新能源链等新兴产业，带来的经济“乘数效应”弱于传统投资驱动。过往经济走出低谷，主要靠房地产、传统基建刺激加码，带动上游需求改善向中下游传导，其中房地产链条长、“乘数效应”大；房地产链对 39 个国民经济部门存在直接拉动效应、间接拉动效应更大。而当前是房地产“缺位”下的经济复苏，中下游行业和服务修复更早、表现较好，弹性和“乘数效应”弱于以往。

图表 7：地产投资和销售的弹性不断降低



来源：Wind、国金证券研究所

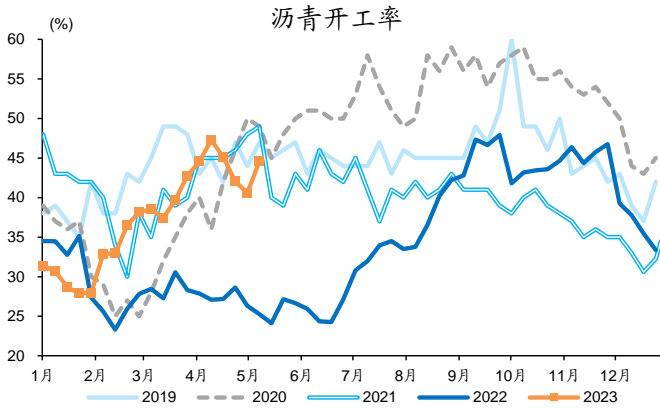
图表 8：房地产对多数国民经济部门存在直接拉动作用



来源：国家统计局、国金证券研究所

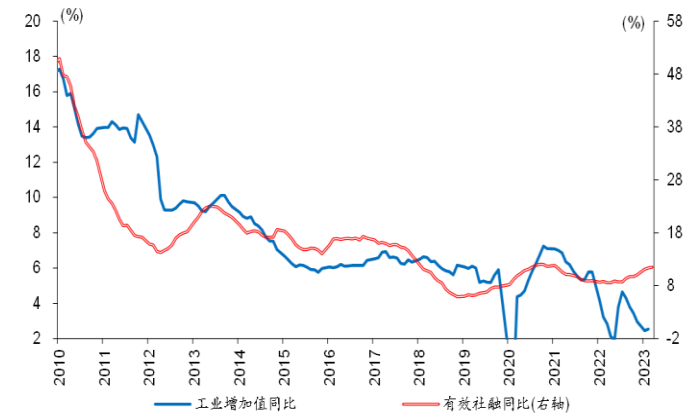
伴随政策滞后效应显现、内生动能的逐渐修复等，经济或逐步走出低谷，不必过于悲观。后续关注三大动能：1) 稳增长落地加快、大规模融资对实体支持的滞后显现，近期沥青开工率已有所回升，信用扩张的滞后效应也会逐步显现、经验显示有效社融同比领先工业增加值 2 个季度左右；2) 消费动能的修复，服务业等持续修复带动的相关就业改善，有助于推动收入与消费的正循环；3) 房地产累积的“积极”因素减缓其拖累，中西部地区棚改加码、居民收入修复后市场需求有望稳定。

图表 9: 5月以来, 沥青开工率有所回升



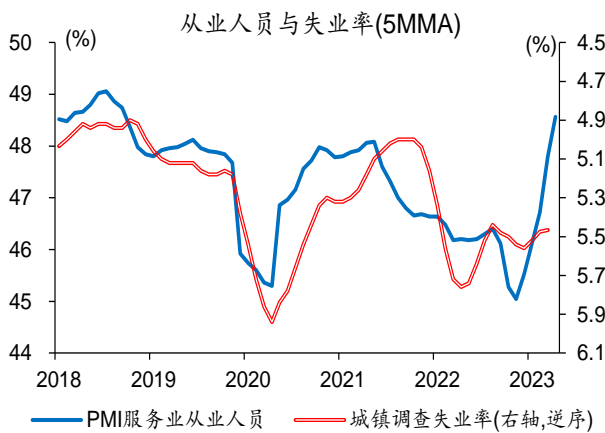
来源: Wind, 政府网站, 国金证券研究所

图表 10: 信用修复领先经济 2 个季度左右



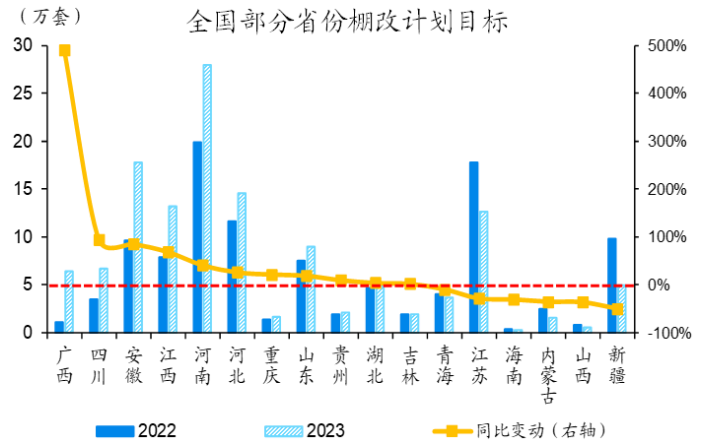
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 服务业从业人员改善或指向后续就业的修复



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 棚改规模居前的地区大多加大棚改计划

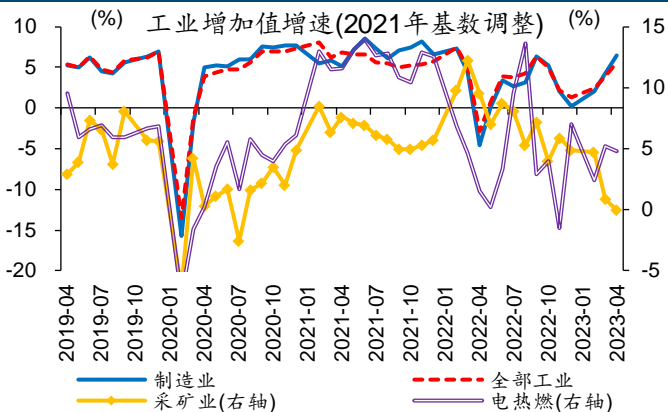


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：4 月产、需大多边际走弱，青年失业率创新高

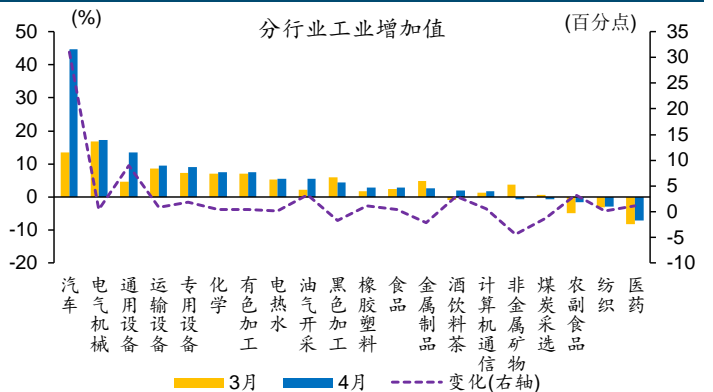
工业生产明显走弱，服务业延续较快修复。4 月，工业增加值当月同比 5.6%、低于市场预期的 9.7%，两年复合同比 1.3%，或主要缘于基建实物工作量落地进度偏慢、地产投资边际转弱。剔除基数影响后，采矿业生产强于电燃水、制造业生产最弱，两年复合分别同比 4.6%、4.1%和 0.8%。主要行业中，上游的化学原料、有色加工，中游的汽车、通用设备、电气机械等工业生产情况表现相对较好。服务业生产和活动恢复较快，当月同比 13.5%、两年平均 3.3%，其中信息软件服务表现较好，同比 13.2%、两年复合 11.7%。

图表 13: 低基数影响下, 制造业生产上行



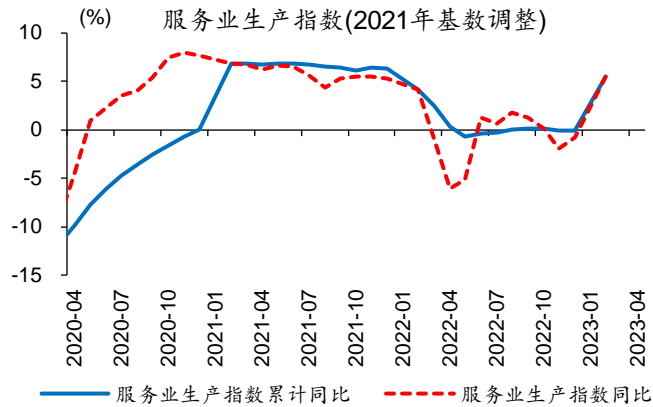
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 中游装备制造生产表现相对较好

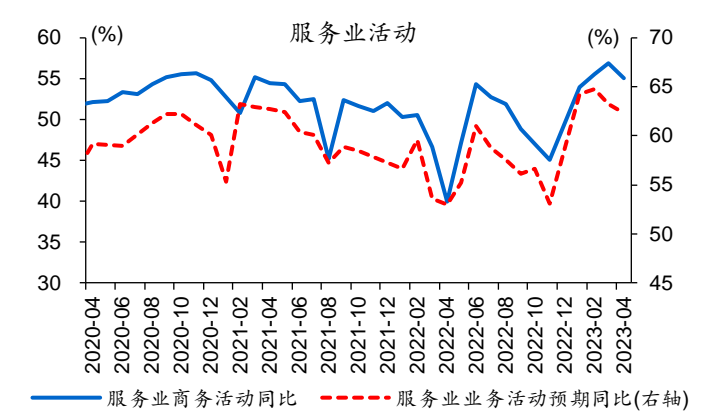


来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 服务业生产保持较快修复



图表 16: 服务业活动保持高景气

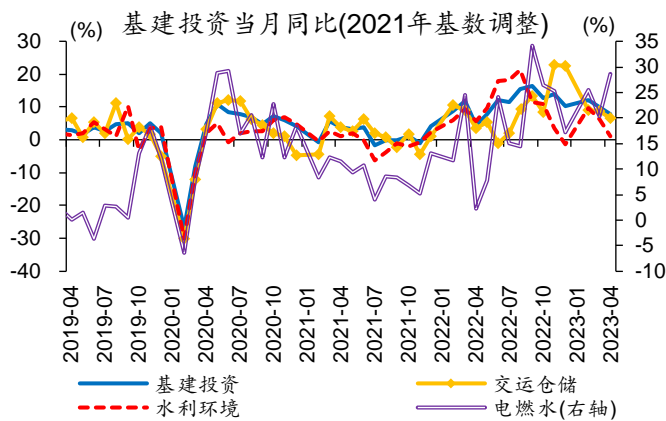


来源: Wind、国金证券研究所

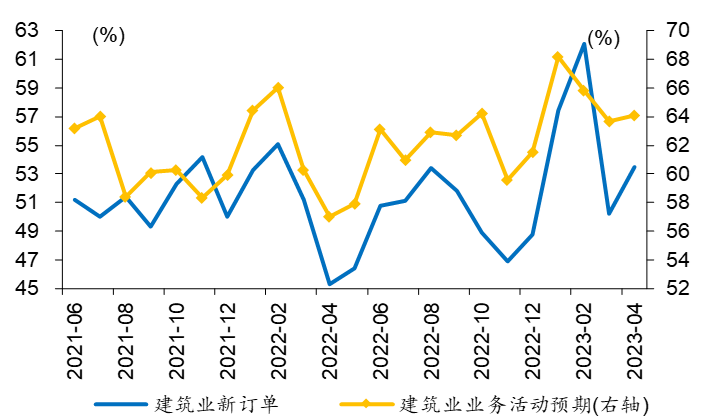
来源: Wind、国金证券研究所

基建投资延续回落,水利环境拖累较大。4月,基建投资回落2个百分点至7.9%,两年复合5.9%、低基数下增速进一步回落;分项来看,水利环境和交运仓储对基建投资的拖累较大,分别回落5.3、2个百分点至1.2%、6.7%。电燃水抬升8.2个百分点至28.6%、两年复合18%,指向能源转型力度依然较大。与此同时,4月建筑业新订单回升3.3个百分点至53.5%、土木建筑工程更是回升6个百分点至57.6%,后续基建或再度发力。

图表 17: 固定资产投资有所回落



图表 18: 建筑业产需仍保持良好修复态势

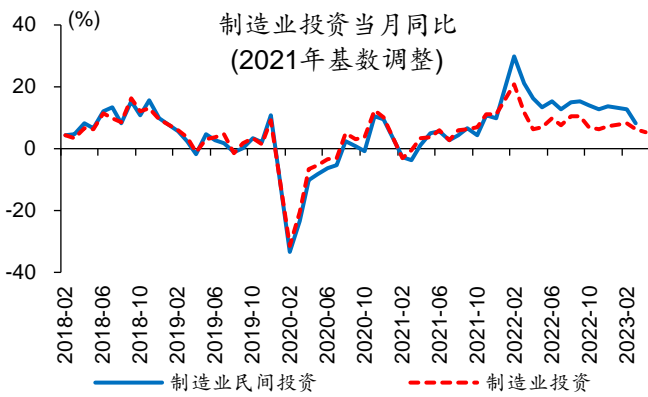


来源: Wind、国金证券研究所

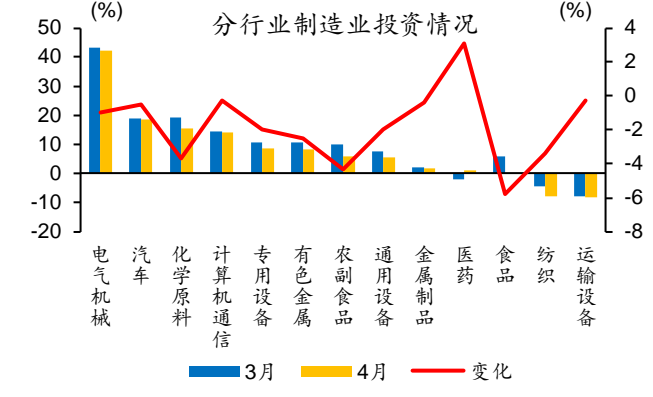
来源: Wind、国金证券研究所

制造业投资小幅回落,中游装备制造依然保持较强韧性。4月,制造业投资增速小幅回落0.9个百分点至5.3%、两年复合5.8%。政策支持下,电气机械、汽车、计算机通信等中游装备行业投资需求仍然旺盛,同比分别增长42.1%、18.5%和14.2%;下游消费品行业投资需求仍然低迷,纺织、食品等行业投资增速继续回落。

图表 19: 制造业投资延续回落



图表 20: 中游装备制造保持较快投资增速

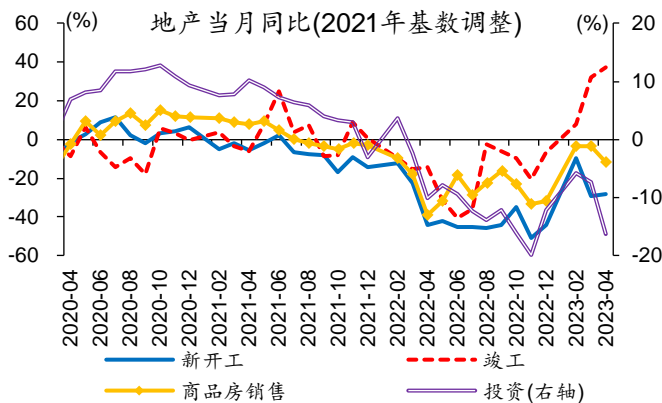


来源: Wind、国金证券研究所

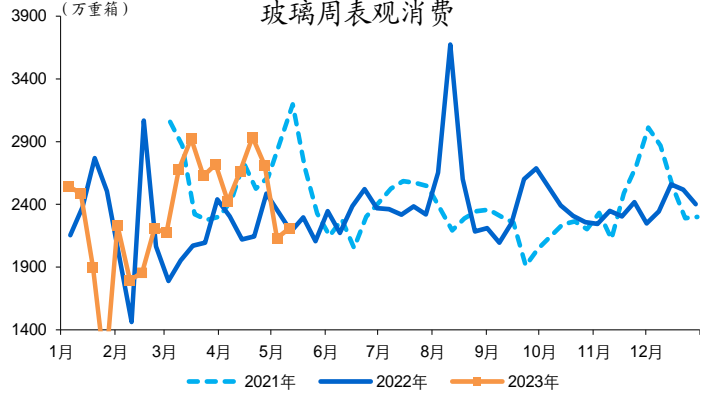
来源: Wind、国金证券研究所

房地产投资进一步走弱、销售大幅回落。4月房地产投资同比-16.2%、降幅较3月扩大9个百分点,两年复合-13.2%。其中,竣工表现依然亮眼,同比37.3%、两年复合8.5%;新开工延续疲软,同比-28.3%、两年复合-36.7%。商品房销售面积大幅下行,同比-11.8%、两年复合-26.7%,或指向低线城市销售进一步转冷。高频数据显示,4月一线城市商品房销售明显好于二三线城市、三线城市成交面积处于近年历史低位。

图表 21: 地产投资和商品房消费大幅回落



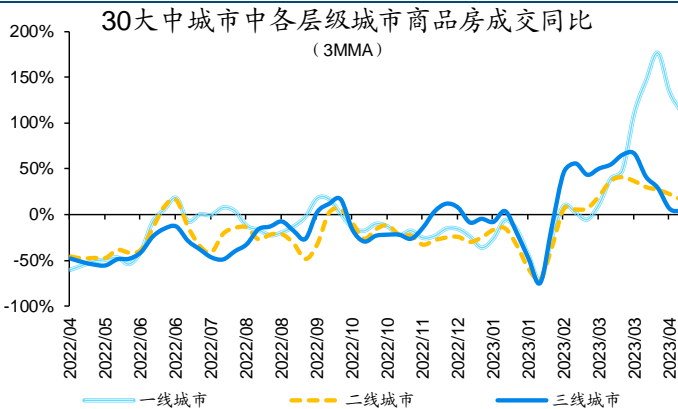
图表 22: 4月玻璃表观消费较好



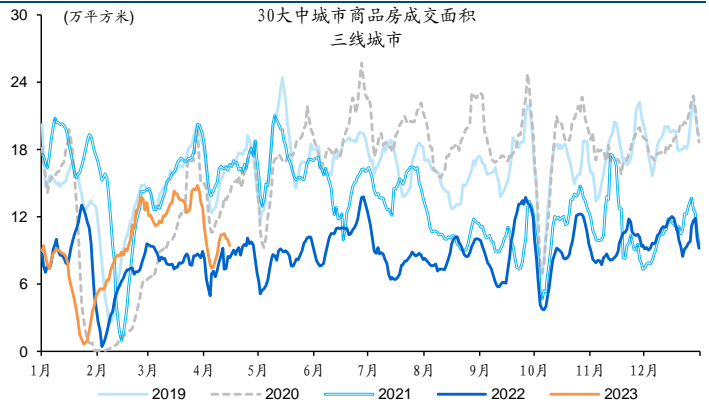
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 一线城市商品房销售明显好于二三线城市



图表 24: 三线城市商品房成交显著低于2019年



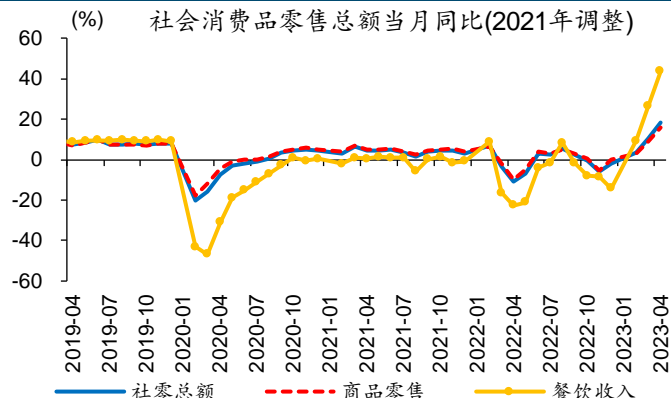
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

社零增长有所放缓,耐用品拖累较大。4月,社会消费品零售总额同比18.6%、低于预期的20.2%,剔除基数影响后两年复合增长2.7%。其中,商品消费同比15.9%、两年复合2.3%;餐饮收入表现相对亮眼,当月同比43.8%、两年复合5.4%。分行业看,珠宝、体育娱乐、化妆品等升级类商品表现较好;耐用品消费依然低迷,其中汽车消费同比38%,

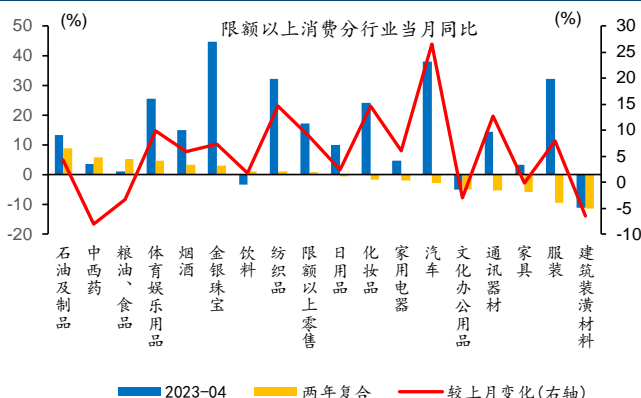
主因基数提振、两年复合同比-2.8%。1-4月，网上零售累计同比增长12.3%，较1-3月提升3.7个百分点，其中实物商品网上零售增长10.4%、占社零比重为24.8%。

图表 25: 4月，商品消费修复慢于餐饮



来源: Wind、国金证券研究所

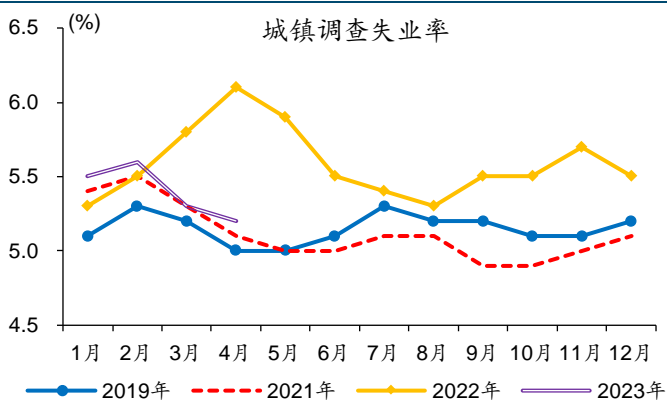
图表 26: 耐用品消费拖累较大



来源: Wind、国金证券研究所

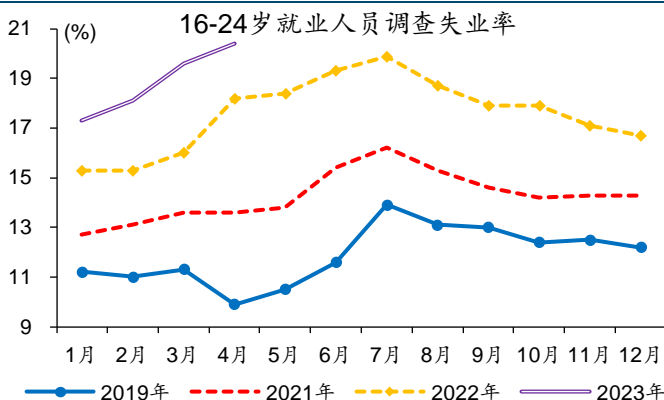
城镇调查失业率季节性下降，但结构性压力增大。4月，城镇调查失业率5.2%、较3月季节性回落0.1个百分点；25-59岁人口调查失业率持续回落，4月录得4.2%、处于历史同期低位水平。但青年群体就业压力不降反增，16-24岁人口失业率抬升0.8个百分点至20.4%、创历史同期新高；青年失业率的持续走高或主要缘于低学历青年拖累，指向服务业修复对就业的吸纳作用有待增强。

图表 27: 城镇调查失业率季节性下行



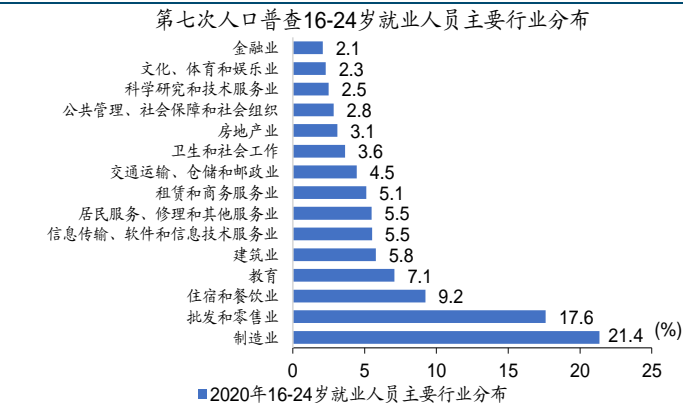
来源: Wind、国金证券研究所

图表 28: 年轻人失业率高位攀升



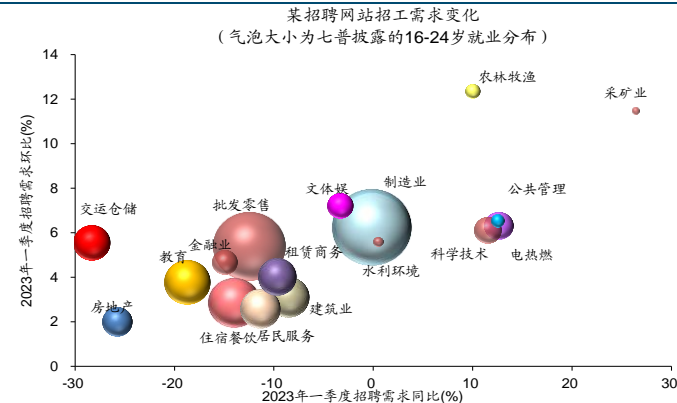
来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 青年就业集中在制造、批发零售、住宿餐饮等



来源: 第七次人口普查, 国金证券研究所

图表 30: 多数行业招工需求改善, 制造业快于服务业



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402