

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

消费持续修复 需求不足尚存 —4月经济数据点评

2023年5月16日

分析师:

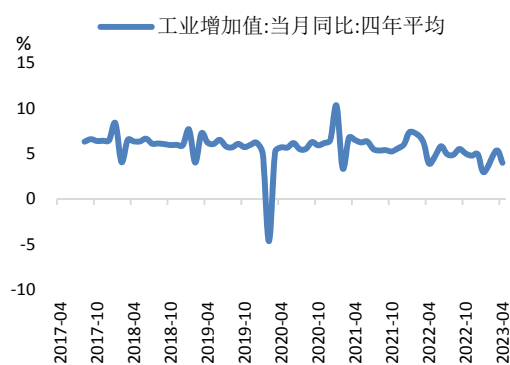
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《内需复苏继续推动经济较快修复—3月PMI数据点评》
2. 《消费复苏与出口韧性推动经济较快修复—3月及一季度经济数据点评》
3. 《通胀短期或将继续低位徘徊—4月物价数据点评》

内容提要:

4月工业增加值同比增长5.6%，预期增长9.7%（预期值来源为Wind，下同），前值增长3.9%；1-4月固定资产投资累计同比增长4.7%，预期增长5.2%，前值增长5.1%；4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，预期增长20.2%，前值增长10.6%。

供给端复苏斜率趋于回落，一方面前期修复动能快速释放后有所转弱，另一方面需求不足与库存仍高制约了企业生产积极性。

基数效应叠加内生动能复苏，消费持续修复，但斜率有所放缓。商品消费最快修复阶段或已过去，未来可能进入平稳增长阶段。

整体投资增速放缓，其中基建投资小幅回落，房地产投资回落较快，制造业投资仍有韧性。

4月经济数据低于预期，主因前期修复动能快速释放后有所转弱，地产投资对投资端拖累加大，价格指数回落拖累名义增速，居民资产负债表修复阶段消费意愿仍待增强等。4月经济亮点在于，服务业持续较快修复，接棒生产性领域复苏，继续支撑经济逐步修复，同时制造业的韧性与基建投资的强度仍在。综合而言，当前经济修复斜率有所放缓，结构性回暖特征明显，复苏的基础仍需夯实，未来政策端仍有必要相机抉择并保持一定强度。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局5月16日公布的数据显示，4月工业增加值同比增长5.6%，预期增长9.7%（预期值来源为Wind，下同），前值增长3.9%；1-4月固定资产投资累计同比增长4.7%，预期增长5.2%，前值增长5.1%；4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，预期增长20.2%，前值增长10.6%。

点评：4月经济数据低于预期，主因前期修复动能快速释放后有所转弱，地产投资对投资端拖累加大，价格指数回落拖累名义增速，居民资产负债表修复阶段消费意愿仍待增强等。4月经济亮点在于，服务业持续较快修复，接棒生产性领域复苏，继续支撑经济逐步修复，同时制造业的韧性与基建投资的强度仍在。综合而言，当前经济修复斜率有所放缓，结构性回暖特征明显，复苏的基础仍需夯实，未来政策端仍有必要相机抉择并保持一定强度。

一、生产端复苏有所放缓

供给端复苏斜率趋于回落。4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，弱于市场预期（9.7%），较3月上升1.7个百分点；四年平均增速从3月的5.3%降至4.0%，有数据以来仅高于3个月份（2020年1-2月累计数据、2022年4月与2023年1月）。从环比（经季调）看，3月工业增加值增长-0.47%，大幅弱于2015-2019年同期均值（0.46%），而且2011年有数据以来只有3个月环比为负（2020年1、2月以及2022年11月）。究其原因，一方面前期修复动能快速释放后有所转弱，另一方面需求不足与库存仍高制约了企业生产积极性。

4月PMI与中观高频数据已提前反映了上述变化。4月制造业PMI生产指数（50.2%）环比回落4.4个百分点，而2011-2019年同期均值为上行0.1%。再从中观高频数据看，4月部分重点行业开工率趋于回落。其中，高炉开工率前3周小幅上行但随后降至3月中旬水平；PTA开工率与3月末大体持平但5月初亦降至3月中旬水平；石油沥青装置开工率则冲高回落，5月初降至3月初水平；汽车全钢胎、半钢胎开工率虽然仍保持较高水平，但均较3月持续回落。

从库存看，1-3月工业企业产成品存货累计同比增长9.1%，较1-2月回落1.6个百分点；但四年平均增速则达到12.6%，再创2015年以来新高。而且，3月制造业PMI新订单指数（53.6%）仍处高位，4月（48.8%）则回落至50%之下，显示需求不足的问题尚存，未来企业仍有去库存压力。

分三大门类看，4月采矿业增加值同比持平，制造业增长6.5%，电力、

热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。其中，装备制造业增加值同比增长 13.2%，比上月加快 5.3 个百分点。分产品看，新能源汽车、太阳能电池产品产量同比分别增长 85.4%、69.1%，均较一季度加速。

服务业持续回升，尤其是接触型聚集型服务业明显改善，接棒生产性企业复苏。4 月全国服务业生产指数同比增长 13.5%，比 3 月加快 4.3 个百分点。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，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比分别增长 48.7%、18.8%、17.6%、13.2%，比 3 月分别加快 18.8、7.9、5.7、1.2 个百分点。

二、消费持续修复，但斜率有所放缓

基数效应叠加内生动能复苏，消费持续修复。4 月社会消费品零售总额同比增长 18.4%，弱于市场预期（20.2%），较 3 月提高 7.8 个百分点；四年平均增速为 3.5%，较 3 月回落 1.3 个百分点。环比表现（0.49%）弱于 2016-2019 年同期均值（0.77%），考虑到 2022 年 4 月同比大幅下滑 11.1%，表明基数效应仍然发挥较大助推作用。

分类来看，低基数下的多数商品消费同比增速继续上行。从同比看，金银珠宝类（同比增长 44.7%，下同）、汽车类（38.0%）、服装类（32.4%）、体育娱乐用品类（25.7%）、化妆品（24.3）等增长较快；建筑及装潢类（-11.2%）、文化办公用品类（-4.9%）等继续负增长；家具类（3.4%）、食品粮油类（1.0%）持续放缓。从四年平均增速看，多数商品增速趋于放缓。其中，仅体育娱乐用品类（10.9%）快于 3 月，家用电器和音像器材类（-1.7%）跌幅收窄，其余多数商品增速均较 3 月回落。从后者角度看，商品消费最快修复阶段或已过去，未来可能进入平稳增长阶段。值得注意的是，地产链条类消费依然低位徘徊，建筑及装潢材料类无论是同比还是四年平均增速均为负，家具类虽然小幅增长但 3-4 月连续两个月放缓，两者并未跟随一季度地产交易复苏步伐。此外，4 月餐饮收入同比增长 43.8%，四年平均增长 2.9%，均较 3 月上行。

整体就业压力持续缓解，但结构性问题有所凸显。4 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 3 月回落 0.1 个百分点；16-24 岁劳动力调查失业率（20.4%）创有数据以来新高，较 2022 年同期、今年 3 月分别上升 2.2、0.8 个百分点。考虑到今年大中专毕业生可能高达 1158 万人（同比增加 82 万人），未来就业市场压力尚存。

三、投资增速放缓，基建投资小幅回落，房地产投资回落较快，制造业投资仍有韧性

1-4月固定资产投资（不含农户）同比增长4.7%，低于预期（5.2%）与1-3月（5.1%）；四年平均增长4.72%，略低于3月（4.89%）。从环比看，4月固定资产投资（不含农户）下降0.64%，弱于2016-2019年同期均值（0.59%）。整体投资回落，一方面是因为4月PPI较3月回落1.1个百分点，另一方面受投资动能有所放缓尤其是地产投资拖累加大影响。

基建投资小幅回落。1-4月广义、狭义基建投资同比分别增长9.8%、8.5%，较1-3月回落1.0、0.3个百分点；四年平均增速分别为6.1%、4.8%，虽然较3月回落0.6、0.5个百分点，但仍为疫后次高。根据统计局数据进行测算，4月当月广义基建投资同比增长7.9%，较3月回落2个百分点。从中观高频数据看，4月石油沥青装置开工率总体趋于回落，5月初进一步降至3月初水平，基建实物工作量仍有待于进一步落地。

房地产投资增速回落较快，销售下降，资金到位情况有所恶化。1-4月房地产开发投资同比下降6.2%，较1-3月回落0.4个百分点。4月当月房地产开发投资同比大幅下滑16.2%，较3月下行9.0个百分点，接近历史底部；四年平均增速为-2.2%，较3月回落3.4个百分点。4月当月新开工、施工、竣工面积同比增速分别为-28.3%、-45.7%、37.3%，前两者均较3月进一步回落，但保交楼推动下的竣工面积继续上行5.3个百分点，后者四年平均增速连续4个月为正但逐月下行，4月仅为1.0%。销售方面，4月商品房销售面积同比下降11.8%，与30个大中城市商品房成交面积同比增长31.2%继续保持较大差距，城市间分化尚存。同时，虽然今年4月30个大中城市商品房成交面积同比增长仍然较快，但仅相当于2019、2021年同期的74.7%、62.5%，均较3月（96.7%、79.3%）回落，而5月前半个月进一步降至70.9、62.1%。在前期积压需求集中释放后，总体销售仍有回落可能。库存去化压力较高，至今年4月住宅待售面积已连续10个月保持两位数增长，即使是剔除基数影响的四年平均增速亦连续6个月为正且2-4月（均值6.6%）仍处于近6年的最高。此外，4月100个大中城市土地成交占地面积同比下降32.8%，较1-3月继续显著回落，房企信心仍然偏弱。从房地产开发资金到位情况看，虽然1-4月累计增速（-6.4%）有所改善，但四年平均增速（-3.5%）却较3月（-2.8%）回落，而且分项中国内贷款（四年平均增速为-8.9%，下同）、自筹资金（-4.4%）、定金及预收（-1.9%）均较3月回落，仅有个人按揭贷款（0.6%）维持正增长。

制造业投资回落但仍有韧性。1-4月制造业投资同比增长6.4%，比1-3月回落0.6个百分点；四年平均增长4.7%，持平3月。根据统计局数据

进行测算，4月制造业投资当月同比5.3%，较3月回落0.9个百分点。4月制造业投资回落主因可能在于出口以及库存压力仍然较大，同时PPI持续下行拖累名义增速。

高技术制造业投资持续较快增长。1-4月高技术产业投资同比增长14.7%，增速比1-3月回落1.3个百分点，但四年平均增速（17.1%）较3月反弹0.1个百分点。其中，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长15.3%、13.4%。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分别增长19.9%、19.4%；高技术服务业中，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长42.1%、33.9%。社会领域投资增长5.6%，其中卫生、教育投资分别增长13.8%、5.0%。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层