

## 经济动能走弱，后续复苏仍可期待

### ——2023年4月经济数据点评

#### 核心观点

综合4月的PMI、通胀、金融数据以及经济数据来看，4月经济动能边际转弱，反映目前我国经济的主要问题依然在于内需不旺。我们认为，一季度的经济是存在报复性消费等阶段性刺激因素的，在实现超预期表现后，4月的经济动能环比出现一定的走弱是合理的，简单做线性外推可能会低估我国经济的韧性。因此，应该对经济复苏保持信心与耐心，在低基数效应下，二季度GDP同比仍有望回升至7%以上：

#### (1) 4月消费动能走弱，预计后续消费将维持弱复苏态势

2023年4月，社零环比为+0.5%，较上月-0.3PCTS。季节性上，4月社零环比高于2020-2022年同期，但弱于疫情前（2011-2019年）4月值。2023年4月，社零同比+18.4%（市场预期+20.2%），较前3月+7.8PCTS，同比的高增主要受益于去年同期的低基数。总体来看，虽然因为去年的低基数，4月社零同比实现高增，但从环比数据看，4月消费动能有所走弱，除前3个月消费强势复苏产生的一定“透支”外，消费复苏动能走弱更多的是受到居民收入增速下降、资产负债表受损之下，消费倾向下降这一相对中长期的因素影响。往后看，我们认为居民消费走势将主要包含3个特征：其一，因去年的低基数（特别是Q2和Q4），从同比数值上社零数据将继续实现同比高增。其二，虽然一季度“报复性”消费后，4月消费动能有所走弱，但在居民生活生产回归常态的大趋势下，后续消费复苏的趋势大概率将得到延续。其三，虽然消费复苏的趋势相对确定，但复苏力度受居民消费意愿尚未恢复至疫情前影响而受到一定抑制，存在不及市场预期的可能。

#### (2) 制造业投资增速下滑，后续投资增速的关键决定因素在政策支持力度、内需恢复和外需走弱速度

2023年4月，制造业投资增速+5.3%，较3月下行-0.9PCTS，带动4月固投总体增速+2.6PCTS。从子行业看，已公布数据的制造业子行业1-4月投资累计同比增速普遍较1-3月走弱。

4月制造业同比的下滑，一部分原因是受到去年同期相对高的基数影响，但更主要的原因在于制造业产能利用率处在相对低位、制造业利润增速下滑和内需不足、外需预期走弱之下，制造业企业投资的必要性、能力和意愿都受到了压制。虽然4月制造业投资增速走弱，但单月+5.3%的增速仍然排在近60个月的中游位置（2021年采用两年复合增速），显示制造业投资仍有一定韧性。后续制造业投资的走势，一方面取决于一季度政策红利逐渐消退后，后续支持制造业的相关政策能否及时跟进，另一方面取决于外需的走弱速度和内需的恢复情况。

#### 主要数据

上证指数	3290.9874
沪深300	3978.2054
深证成指	11099.2574

#### 主要指数走势图



#### 作者

符畅	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

#### 相关研究报告

经济动能边际放缓——2023-05-15
分化式复苏下，通胀数据依然偏弱——2023-05-15
金融数据显示经济动能环比走弱，但无需过度悲观——2023-05-15

### (3) 房地产投资修复仍需销售端持续复苏，并进一步向投资端传导

2023年4月，房地产投资增速-7.3%，较3月-1.4PCTS，降幅扩大，带动4月固投增速-1.9PCTS。2023年4月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，4月房地产开发投资完成额同比较3月下行。2，商品房销售金额和面积同比涨幅扩大并不意味着4月居民购房意愿强。虽然4月房地产销售金额和销售面积同比较3月提升明显，但主要系去年4月疫情下低基数的影响。从环比看，4月商品房销售金额和销售面积分别录得-39.0%和-48.1%，与近10年同月环比相比，仅强于受疫情影响的去年4月，显示4月居民购房意愿实际上明显弱于季节性。3，在保交房的压力下，4月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。4，4月，从房地产开发资金来源角度，虽然来自居民的定金及预收款、个人按揭贷款因低基数同比涨幅较上月抬升，但房企国内贷款同比由上月的正值转为负值，房企自筹资金同比下滑幅度有所加深。

总体上看，房地产投资的未来走势仍然存在不确定性。4月房地产销售金额和面积同比改善，但环比较弱，增加了后续地产销售状况的不确定性。此外，我们统计的数据显示，5月上旬房地产销售改善的速度边际放缓。预计短期内，房企仍将以完成手头项目为主，房地产投资改善速度将相对较慢，但随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有所回升之下，预计下半年房地产投资将有一定回升。我们依然预计2023年房地产开发投资增速有望回升至0以上，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

### (4) 2023年4月工业生产边际趋缓，需求不足对经济修复的约束显现

2022年4月，规模以上工业增加值同比+5.6%，弱于市场预期(+9.66%)，1-4月份累计同比+3.6%，比1-3月份+0.6PCTS。4月工业增加值环比-0.47%，较上月下滑。4月工业生产环比为负，是继2020年2月、2022年11月之后的第三次，积压需求带动的高斜率增长未能延续，内生动能不足对经济修复的约束较预期更早显现。4月PMI重回收缩区间，通胀数据超预期走低叠加进口数据大幅走弱显示我国需求端修复进度偏慢且结构分化。外需方面，出口仍然维持较强的韧性，或成为年内经济增长的重要支撑。在全产业链的背景下，我国出口结构优化助力企业增强国际竞争力，以电动载人汽车、锂电池、太阳能电池为代表的“新三样”产业链成为支撑我国出口的中坚力量。因此，往后看下一步稳增长政策仍需要在强化内需和稳定外贸方面继续发力。



图1 月度经济数据情况

	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零 (当月同比)	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%	-1.9%	-0.5%	2.5%	5.1%	2.7%	3.1%	-1.7%	-1.1%	-1.5%
社零: 商品零售 (当月同比)	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	-1.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	-1.0%	-1.7%	-2.1%
社零: 餐饮 (当月同比)	43.8%	26.3%	9.2%	-1.1%	-1.4%	-1.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	-1.0%	-2.1%	-2.7%	-16.4%
固投 (累计同比)	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%	5.9%	5.8%	5.7%	6.1%	6.2%	6.3%	9.3%
制造业投资 (累计同比)	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资 (累计同比)	9.8%	10.8%	12.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资 (累计同比)	-6.2%	-1.8%	-1.7%	-1.0%	-1.8%	-1.8%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.0%	-1.7%	0.7%
固投 (当月同比)	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.1%	5.0%	6.6%	6.5%	3.5%	5.8%	4.5%	1.3%	6.7%
制造业投资 (当月同比)	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%	9.9%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资 (当月同比)	7.9%	9.9%	12.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资 (当月同比)	-7.3%	-1.9%	-1.7%	-1.2%	-1.9%	-1.1%	-1.1%	-1.8%	-1.1%	-1.6%	-1.7%	-1.1%	-1.4%
出口金额 (美元, 当月同比)	8.5%	14.8%	-1.8%	-1.9%	-1.7%	-0.3%	5.3%	7.2%	18.0%	17.1%	16.3%	3.5%	14.4%
进口金额 (美元, 当月同比)	-7.9%	-1.4%	-1.0%	-1.5%	-1.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%	0.2%	0.7%
工业增加值 (当月同比)	5.6%	3.3%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.8%	3.3%	0.7%	-1.9%	5.0%
服务业生产指数 (当月同比)	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.3%	0.6%	1.3%	-1.1%	-1.1%	-0.9%
制造业PMI	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

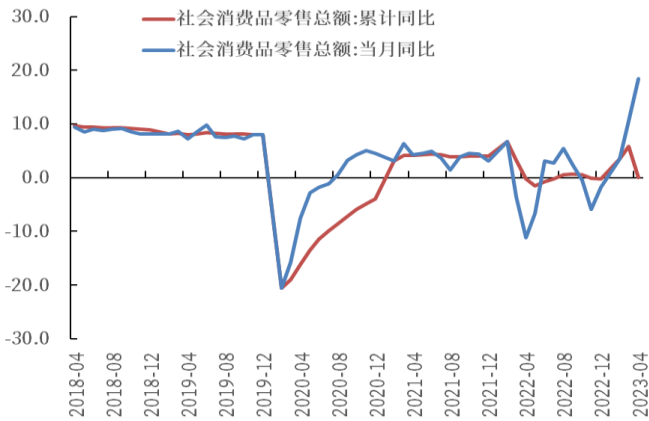
## 一、4月消费动能走弱，预计后续消费将维持弱复苏态势

2023年4月，社零环比为+0.5%，较上月-0.3PCTS。季节性上，4月社零环比高于2020-2022年同期，但弱于疫情前（2011-2019年）4月值，显示进入4月后，消费复苏动能有所放缓，同时从季节性上看，4月消费动能一方面强于疫情期间同月水平，另一方面仍然较疫情前同月动能有所差距。2023年4月，社零同比+18.4%（市场预期+20.2%），较3月+7.8PCTS，同比的高增主要受益于去年同期的低基数。

分大类看，4月商品零售同比+15.9%（3月+9.1%）、餐饮收入同比+43.8%（3月+26.3%），限额以上社零同比+19.0%（3月+10.1%）。从限额以上商品零售的具体商品类别角度，2023年4月：汽车类表现最为突出，同比增速由3月的+11.5%上升到4月的+38.0%，对4月限额以上商品零售增速的带动达到+9.6PCTS；石油制品类同比增速由3月的+9.2%上升到4月的+13.5%，对限额以上商品零售增速的带动为+2.2PCTS，较上月的+1.5PCTS抬升；必选消费品（粮油、饮料、烟酒、化妆品、日用品及中西药品）中，化妆品类销售同比增速最高，录得+24.3%，增速较上月+14.7%，饮料类销售同比增速最低，录得-3.4%，较3月降幅收窄1.7PCTS；可选消费品中，金银珠宝类同比增速最高，录得+44.7%，较3月+7.3PCTS，建筑及装潢材料类销售同比增速最低，录得-11.2%，降幅较3月加深。

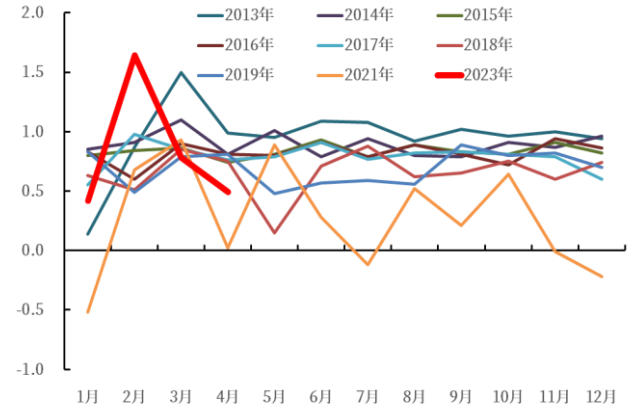
总体来看，虽然因为去年的低基数，4月社零同比实现高增，但从环比数据看，4月消费动能有所走弱，除前3个月消费强势复苏产生的一定“透支”外，消费复苏动能走弱更多的是受到居民收入增速下降、资产负债表受损之下，消费倾向下降这一相对中长期的因素影响。往后看，我们认为居民消费走势将主要包含3个特征：其一，因去年的低基数（特别是Q2和Q4），从同比数值上社零数据将继续实现同比高增。其二，虽然一季度“报复性”消费后，4月消费动能有所走弱，但在居民生活生产回归常态的大趋势下，后续消费复苏的趋势大概率将得到延续。从高德交通大数据拥堵指数和主要城市地铁客流量数据看，目前居民出行恢复明显。此外，据文旅部数据，今年五一假期，全国国内旅游出游人次已恢复至2019年同期的119%，显示居民出游消费意愿已明显恢复。其三，虽然消费复苏的趋势相对确定，但复苏力度受居民消费意愿尚未恢复至疫情前影响而受到一定抑制，存在不及市场预期的可能。从今年Q1数据看，居民可支配收入增速尚未恢复至疫情前，同时，以“支出/收入”表征的居民消费倾向看，目前居民可支配收入增速依然较疫情前有一定差距。此外，今年五一假期，虽然国内旅游人次恢复至2019年同期的119%，但全国旅游收入仅恢复至2019年同期的101%，显示居民在旅游热情较高的同时，旅游中消费的意愿仍低于2019年同期。

图2 低基数下4月社零同比强势回升(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 4月社零环比与历年4月相比不算强(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
限额以上企业商品零售总额	17.30%	1.50%	1.50%	-0.20%	-5.70%	0.00%	6.60%	9.10%	7.50%	8.80%	-5.30%	-13.30%
汽车类	9.57%	-3.12%	-2.65%	1.38%	-1.06%	1.04%	3.92%	4.56%	2.94%	3.87%	-4.82%	-9.93%
服装鞋帽、针、纺织品类	2.47%	0.42%	0.50%	-1.16%	-1.51%	-0.70%	-0.04%	0.39%	0.06%	0.10%	-1.47%	-1.96%
石油及制品类	2.20%	1.48%	1.46%	-0.37%	-0.20%	0.14%	1.42%	2.44%	2.12%	1.89%	1.17%	0.65%
金银珠宝类	0.69%	0.11%	0.15%	-0.34%	-0.12%	-0.05%	0.04%	0.15%	0.38%	0.13%	-0.32%	-0.48%
化妆品类	0.52%	0.10%	0.09%	-0.43%	-0.17%	-0.09%	-0.08%	-0.16%	0.01%	0.22%	-0.29%	-0.51%
通讯器材类	0.50%	-0.32%	-0.35%	-0.16%	-0.95%	-0.44%	0.23%	-0.17%	0.17%	0.31%	-0.26%	-0.81%
日用品类	0.48%	0.18%	0.19%	-0.45%	-0.47%	-0.10%	0.25%	0.18%	0.03%	0.21%	-0.32%	-0.47%
烟酒类	0.45%	0.17%	0.24%	-0.25%	-0.06%	-0.02%	-0.34%	0.24%	0.22%	0.14%	0.10%	-0.20%
家用电器和音像器材类	0.26%	-0.10%	-0.09%	-0.74%	-1.26%	-0.80%	-0.35%	0.20%	0.45%	0.25%	-0.64%	-0.44%
中西药品类	0.18%	0.71%	0.71%	1.51%	0.30%	0.33%	0.36%	0.36%	0.31%	0.43%	0.40%	0.31%
粮油、食品类	0.13%	0.94%	1.11%	1.11%	0.40%	0.91%	0.98%	0.90%	0.67%	0.91%	1.27%	1.03%
家具类	0.03%	0.05%	0.04%	-0.07%	-0.05%	-0.08%	-0.09%	-0.10%	-0.08%	-0.08%	-0.13%	-0.15%
饮料类	-0.07%	0.08%	0.10%	0.09%	-0.11%	0.07%	0.10%	0.12%	0.06%	0.04%	0.14%	0.10%
文化办公用品类	-0.13%	-0.03%	-0.03%	-0.01%	-0.06%	-0.05%	0.26%	0.19%	0.30%	0.28%	-0.07%	-0.11%
建筑及装潢材料类	-0.14%	-0.01%	-0.01%	-0.12%	-0.13%	-0.12%	-0.11%	-0.13%	-0.11%	-0.06%	-0.10%	-0.16%

资料来源: wind, 中航证券研究所

## 二、固投增速下行，房地产投资仍是主要拖累

2023年4月，固投同比+3.6%，较3月-1.1PCTS，带动1-4月固投累计增速录得+4.7%（市场预期+5.2%），较Q1-0.4PCTS。2023年4月，制造业投资同比+5.3%（较3月-0.9PCTS），基建投资同比+7.9%（较3月-2.0PCTS），房地产投资同比-7.3%（较3月-1.4PCTS）。4月，制造业、基建和房地产投资均较3月下行且不同程度上低于市场预期。

### （1）制造业投资增速下滑，后续投资增速的关键决定因素在政策支持力度、内需恢复和外需走弱速度

2023年4月，制造业投资增速+5.3%，较3月下行-0.9PCTS，带动4月固投总体增速+2.6PCTS。

从具体的行业看，已公布数据的制造业子行业1-4月制造业累计同比增速普遍较1-3月走弱。从增速变化角度，仅医药制造业1-4月增速较1-3月提升3.1PCTS，其余行业1-4月增速均较1-3月出现不同程度走缓。其中，年初以来增速持续为负的纺织业、铁路船舶航空航天制造业1-4月增速较1-3月下滑幅度加深，1-3月实现两位数以上增速的农副食品加工、化学原料和化工制品、有色金属冶炼及加工、专用设备制造业、汽车制造、电气机械、计算机通信等行业1-4月增速均较1-3月下滑。

4月制造业同比的下滑，一部分原因是受到去年同期相对高的基数影响，但更主要的原因在于制造业产能力利用率处在相对低位、制造业利润增速下滑和内需不足、外需预期走弱之下，制造业企业投资的必要性、能力和意愿都受到了压制。2023年Q1制造业产能利用率74.5%，接近2020年Q2的水平，处在相对低位。2023年Q1制造业利润增速-29.4%，累计同比增速自2022年2月以来连续第13个月为负，且总体上下滑幅度不断加深。

虽然4月制造业投资增速走弱，但单月5.3%的增速仍然排在近60个月的中游位置（2021年采用两年复合增速），显示制造业投资仍有一定韧性。后续制造业投资的走势，一方面取决于一季度政策红利逐渐消退后，后续支持制造业的相关政策能否及时跟进，另一方面取决于外需的走弱速度和内需的恢复情况。

### （2）房地产投资修复需销售端持续复苏，并进一步向投资端传导

2023年4月，房地产投资增速-7.3%，较3月-1.4PCTS，降幅扩大，带动4月固投增速-1.9PCTS。2023年4月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-7.0%、-1.9%和-18.3%，分别较3月-3.4PCTS、+14.8PCTS和-1.1PCTS，占比最大的住宅投资额降幅有所扩大。

房屋销售方面，2023年4月商品房销售额和销售面积同比分别为+28.0%和+5.5%，继3月分别自2021年9月和2021年7月以来首次转正后，涨幅继续同时扩大，主要系去年4月疫情之下的低基数的影响。房地产施工方面，2023年4月房屋施工面积同比-36.3%（较3月-2.2PCTS），其中新开工面积同比-27.3%（较3月+1.8PCTS）、竣



工面积同比+42.0%（较3月+10.0PCTS）。房地产开发资金方面，2023年4月房企开发到位资金同比+0.8%（较3月-2.0PCTS），其中国内贷款同比-12.4%（较3月-18.4PCTS）、自筹资金-27.9%（较3月-10.5PCTS）、定金及预收款同比+29.3%（较3月+15.8PCTS）、个人按揭贷款+21.9%（较3月+2.0PCTS）。

2023年4月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，4月房地产开发投资完成额同比较3月下行。2，商品房销售金额和面积同比涨幅扩大并不意味着4月居民购房意愿强。虽然4月房地产销售金额和销售面积同比较3月提升明显，但主要系去年4月疫情下低基数的影响。从环比看，4月商品房销售金额和销售面积分别录得-39.0%和-48.1%，与近10年同月环比相比，仅强于受疫情影响的去年4月，显示4月居民购房意愿实际上明显弱于季节性。3，在保交房的压力下，4月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。4，4月，从房地产开发资金来源角度，虽然因低基数，来自居民的定金及预收款、个人按揭贷款同比涨幅较上月抬升，但房企国内贷款同比由上月的正直转为负值，房企自筹资金同比下滑幅度有所加深。

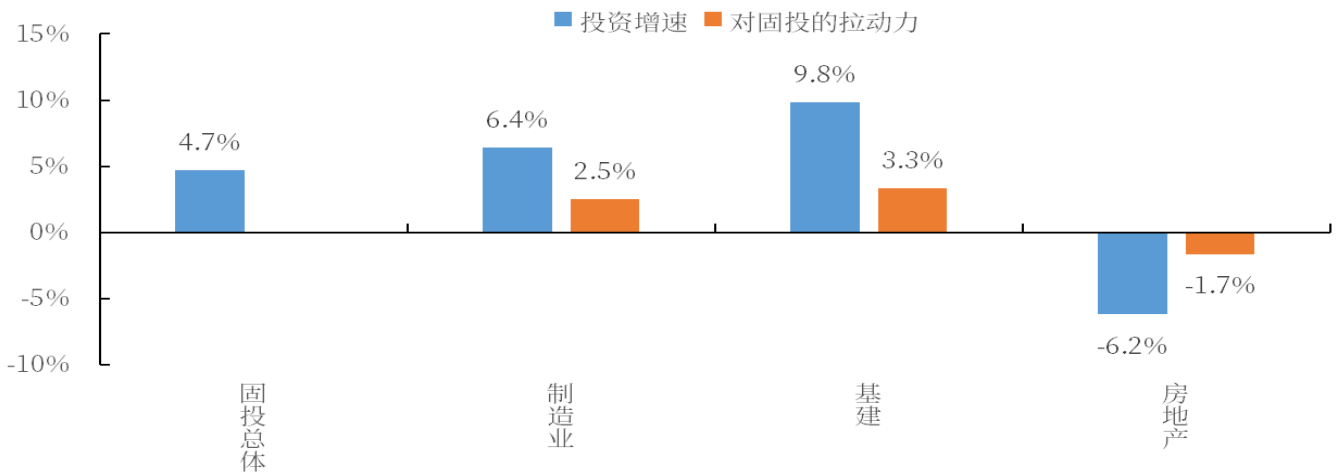
总体上看，房地产投资的未来走势仍然存在不确定性。4月房地产销售金额和面积同比改善，但环比较弱，增加了后续地产销售状况的不确定性。此外，我们统计的数据显示，5月上旬，42个监测大中城市中有22个商品房销售面积同比上行，20个城市商品房销售面积同比下行，其中，下行的城市中既有北京这一一线城市、也有南京、青岛、苏州等二线城市以及众多三线城市。仅从5月上旬数据看，房地产销售改善的速度边际放缓。预计短期内，房企仍将以完成手头项目为主，房地产投资改善速度将相对较慢，但随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有所回升之下，预计下半年房地产投资将有一定回升。我们依然预计2023年房地产开发投资增速有望回升至0以上，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

### （3）基建投资增速下降，但仍然处在近60个月中高位

2023年4月，基建投资同比+7.9%，较3月-2.0PCTS，增速有所下降，但仍然排在近60个月月度同比增速的第15位（2021年为两年复合增速），显示财政靠前发力之下，基建依然是固投的重要支撑。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资维持高速，前4月同比录得+24.4%，较前3月提升，同时显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政前4月投资同比录得+8.1%，较前3月-0.8PCTS，水利环境和公共设施管理前4月投资同比录得+5.5%，较前3月的+7.8%下滑相对明显。

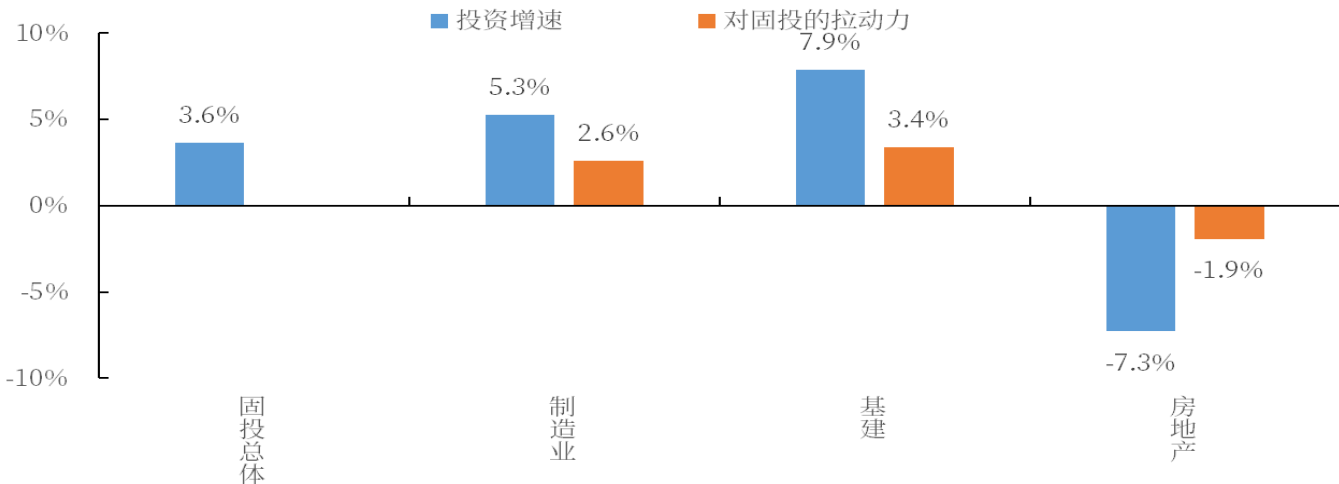
截止5月16日，全国共发行专项债仅219亿元，显示1-4月专项债大规模发行之后，专项债发行速度趋缓，或意味着后续基建的资金支撑力度有所减弱。但考虑到前4个月新发行的专项债额显著超过去年同期，短期内基建的资金支撑仍然强劲。预计在充足的资金支持下，基建仍将维持一定热度，Q2基建增速虽然在去年基数影响下可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高增速，对固投形成稳定支撑。

图5 2023年前4月固投及主要分项投资增速及拉动力



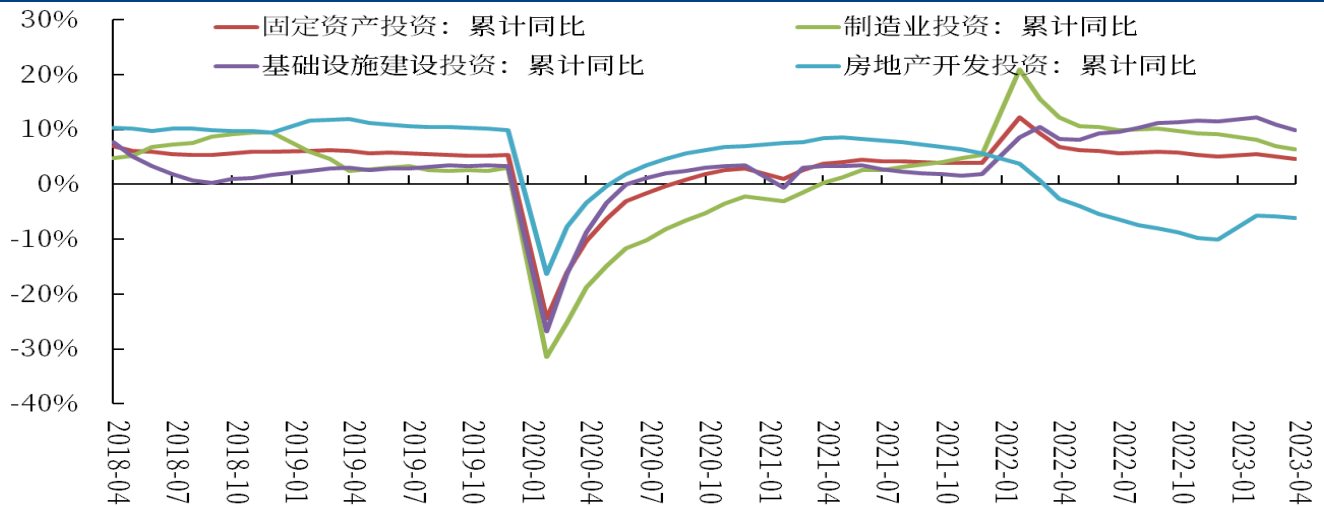
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 2023年4月固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源：wind，中航证券研究所

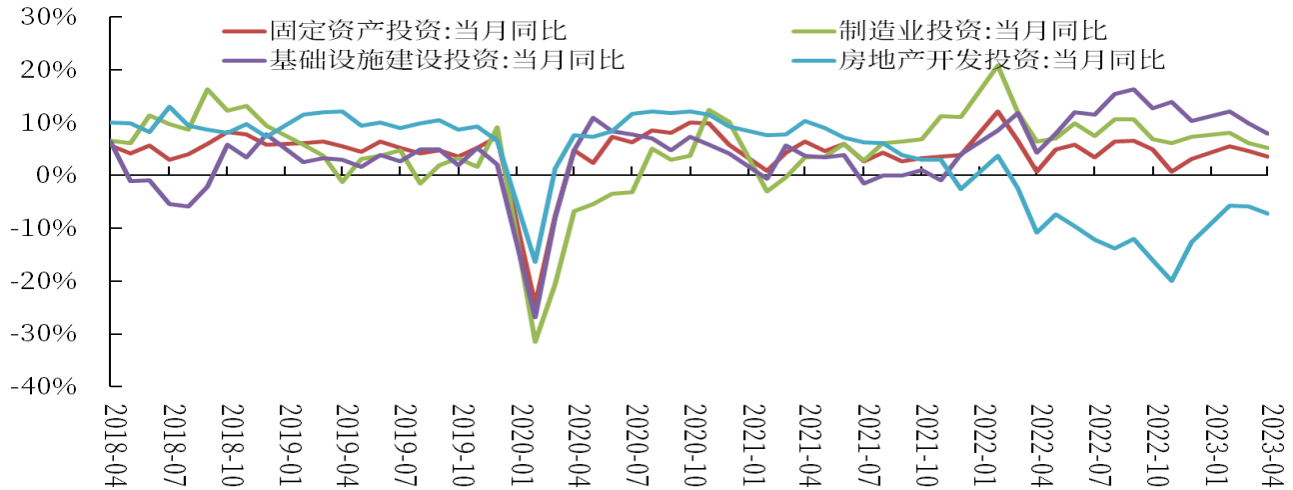
图7 固投及主要分项累计同比走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

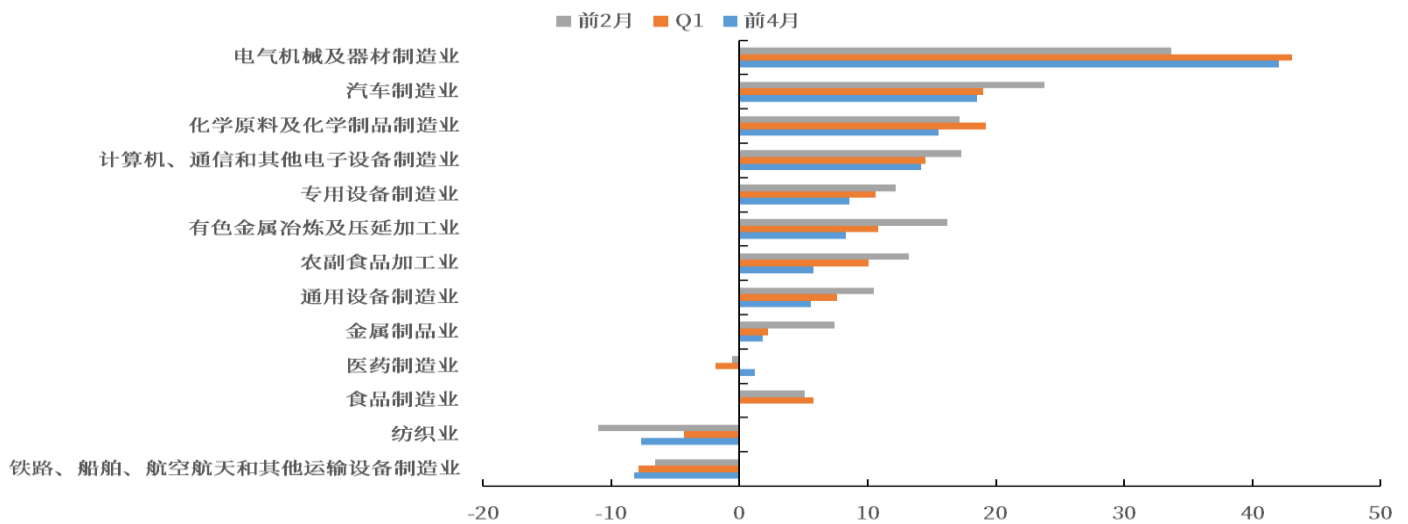


图8 固投及主要分项当月同比走势 (%)



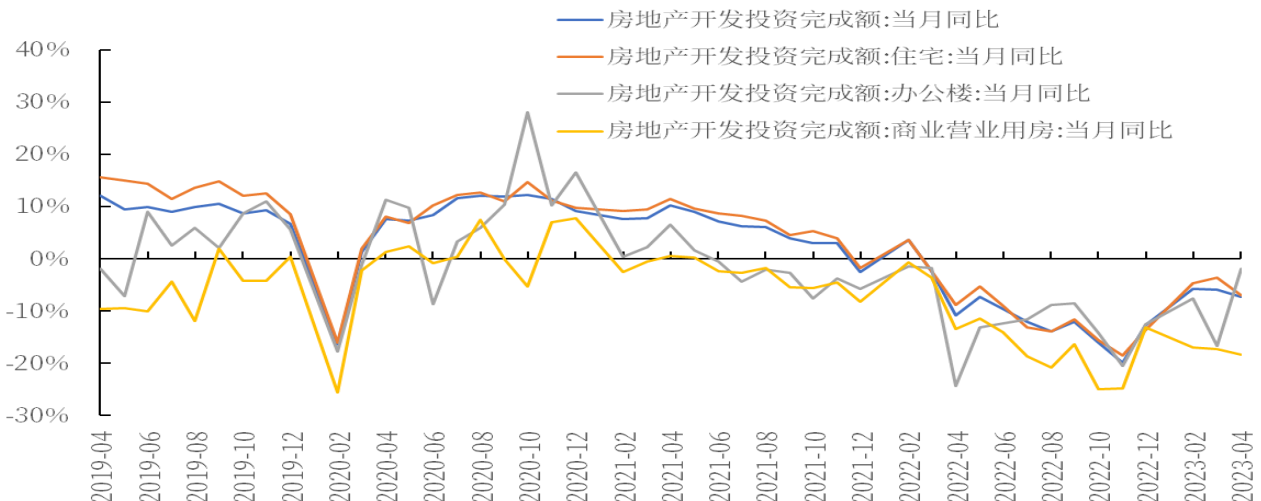
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图9 制造业分行业累计投资增速 (%)

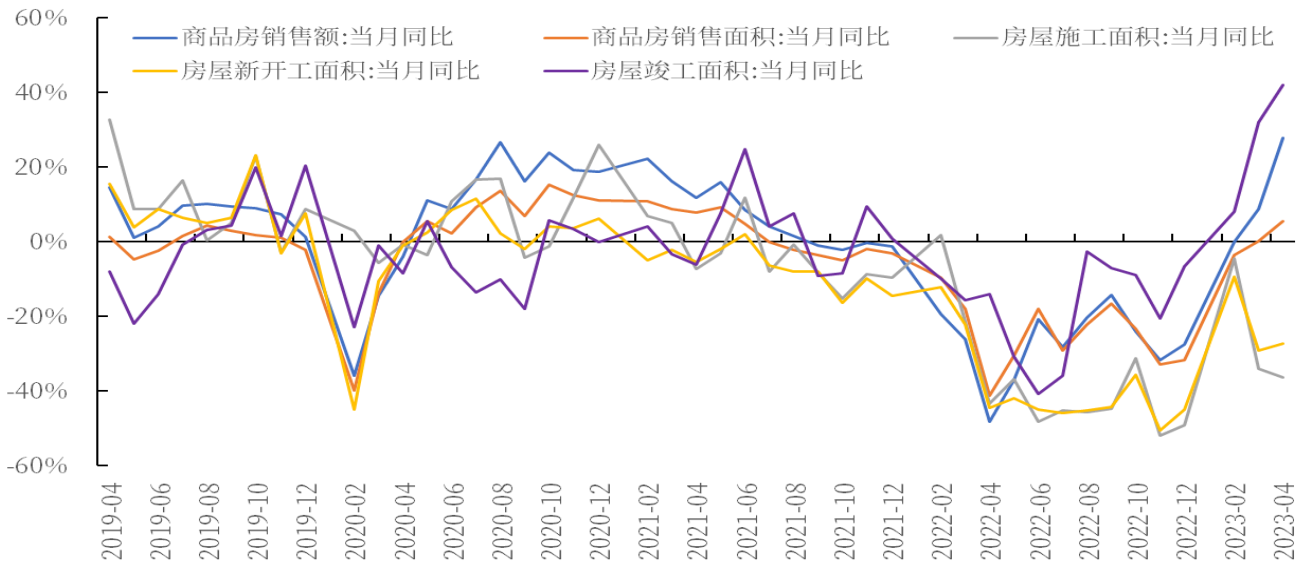


资料来源: wind, 中航证券研究所

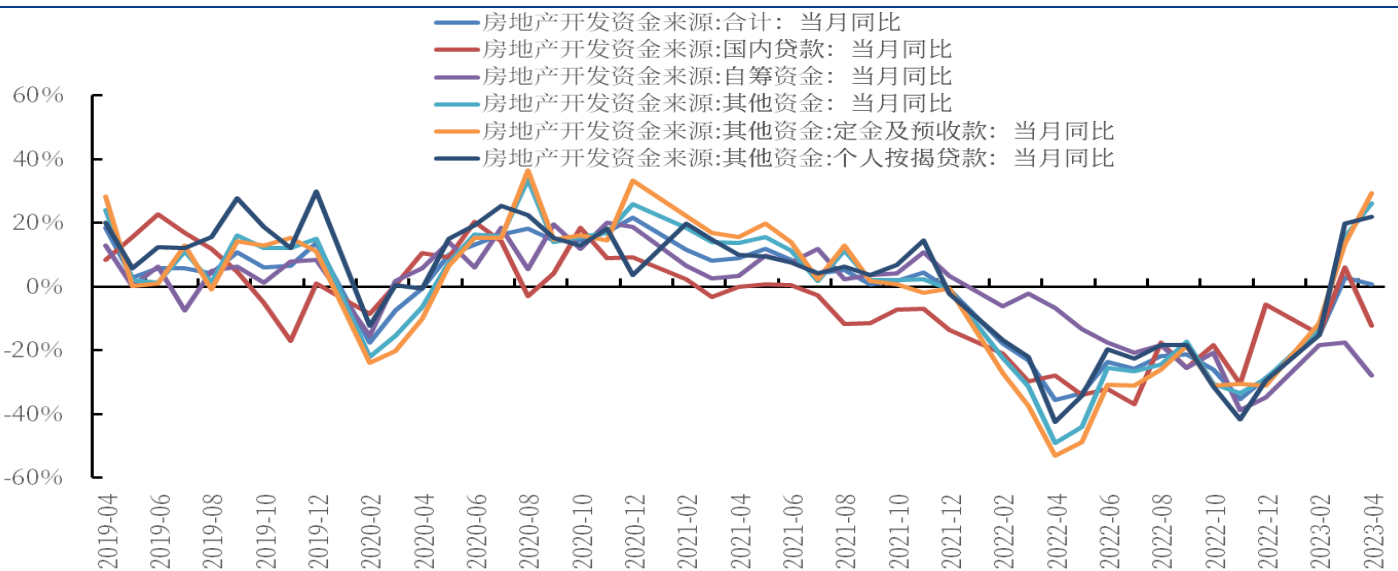
图10 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

**图11 房屋销售、施工及土地购置同比走势 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

**图12 房地产开发资金到位情况走势 (%)**


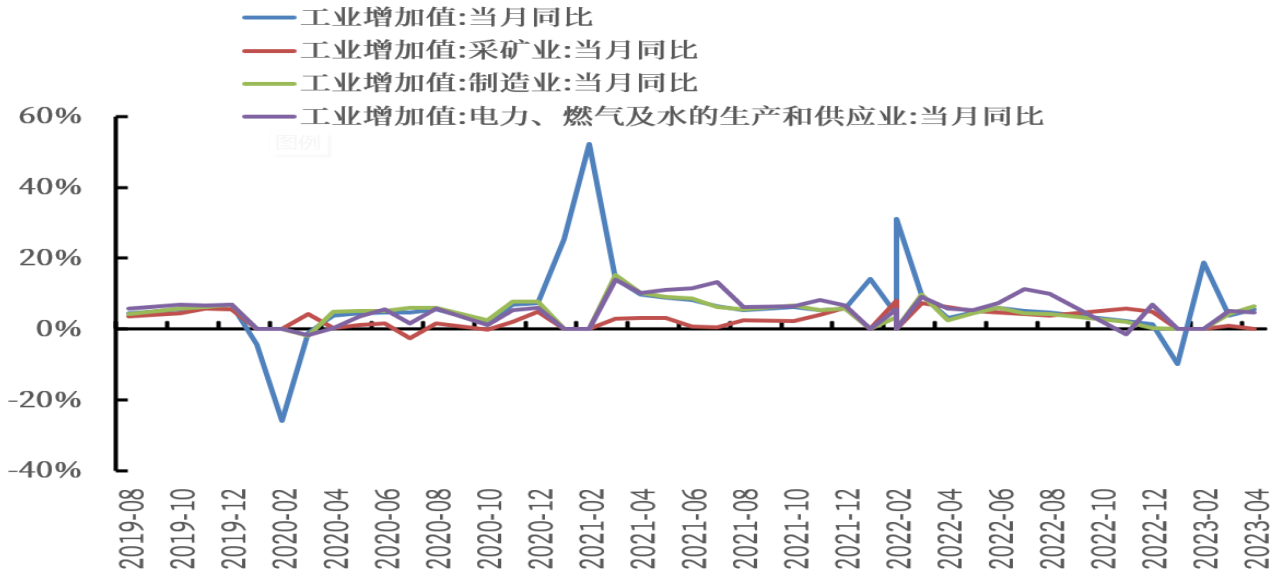
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

### 三、2023 年 4 月工业生产边际趋缓，需求不足对经济修复的约束显现

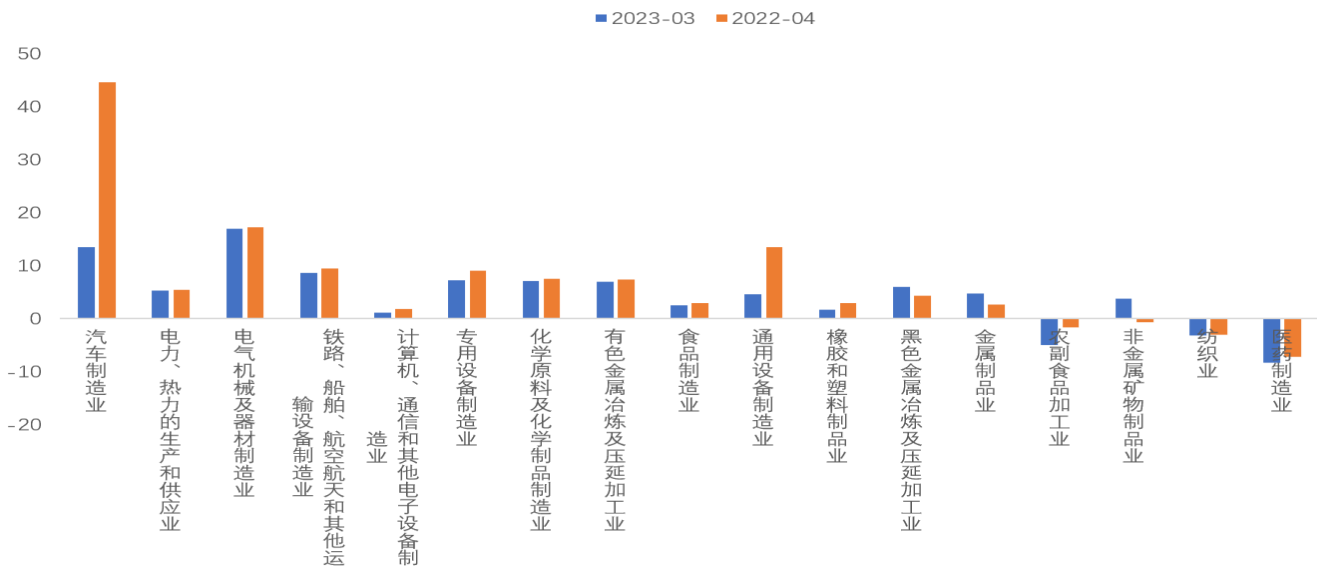
2022 年 4 月，规模以上工业增加值同比+5.6%，弱于市场预期（+9.66%），1-4 月份累计同比+3.6%，比 1-3 月份+0.6PCTS。环比-0.47%，较上月边际放缓。一季度经济修复带来的环比高增有退坡的趋势，工业生产恢复边际趋缓。分三大门类看，采矿业增加值同比持平（前值+0.9%），制造业+6.5%（前值+4.2%），公用事业同比+4.8%（前值+5.2%）。

4 月工增数据大幅低于市场预期，在去年同期的低基数影响下，制造业同比增速仅比上月+2.3PCTS，数据难言理想。从子行业来看，已公布当月增加值增速的 17 个子行业中，有 13 个子行业同比增速录得正值，同比增速较高的行业仍围绕机电产品和汽车产业链，汽车制造业（+44.6%）、电气机械及器材制造业（+17.3%）、通用设备制造业（+13.5%）、运输设备制造业（+9.5%）、有色金属冶炼及压延加工业（+7.4%）、化学原料及化学制品制造业（+7.5%）、电力、热力的生产和供应业（+5.5%）实现 5PCTS 以上的同比增速，但环比来看除了汽车制造业和通用设备制造分别取得了 31.1PCTS、8.9PCTS 的增速改善，其余子行业同比增速大体延续了 3 月数值，在去年 4 月工业生产基数要较 3 月有大幅的下降的前提下，工业生产恢复节奏边际趋缓。

4 月工业生产环比为负，是继 2020 年 2 月、2022 年 11 月之后的第三次，积压需求带动的高斜率增长未能延续，内生动能不足对经济修复的约束较预期更早显现。4 月 PMI 重回收缩区间，通胀数据超预期走低叠加进口数据大幅走弱显示我国需求端修复进度偏慢且结构分化。一季度工业生产的高度景气主要是由于积压需求释放带动的，收入和就业压力下经济内生需求修复节奏仍然处于低位。外需方面，出口仍然维持较强的韧性，或成为年内经济增长的重要支撑。海关月度调查显示，出口订单增加的企业占比已经连续 4 个月提升。民营企业以技术研发带动产业升级，从低附加值的贴牌代工向自主品牌高质量发展成功转型。在全产业链的背景下，我国出口结构优化助力企业增强国际竞争力，以电动载人汽车、锂电池、太阳能电池为代表的“新三样”产业链成为支撑我国出口的中坚力量。因此，往后看下一步稳增长政策仍需要在强化内需和稳定外贸方面继续发力。

**图13 工业增加值分行业同比数据 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图14 汽车产业链相关子行业增加值同比增速获得较大提升 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637