

2023年5月17日

证券研究报告 | 事件点评报告

透过低基数因素看经济复苏

2023年4月经济数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

《经济复苏的快与慢——2023年一季度及3月份经济数据点评》2023.04.18

投资要点

⊕总体来看，随着疫后积压需求释放完毕，经济复苏斜率有所放缓，结构性问题凸显。当前企业端“去库-盈利-扩张”、居民端“就业-收入-消费”、地产端“销售-投资-开工”三大链条均尚未打通，内生动能复苏基础仍不牢固。

⊕消费复苏斜率有所放缓，餐饮消费表现优于商品消费：消费延续复苏态势，4月社零同比增长18.4%，但弱于市场预期，且复苏斜率有所放缓，从两年平均增速来看，4月下月下滑0.67个百分点至2.62%。从消费类型看，餐饮消费复苏优于商品消费。同时，尽管就业有所改善，但在收入预期偏弱的背景下，居民对商品消费、尤其是耐用品的消费相对谨慎。

⊕规模以上工业增加值环比降速，企业主动去库特征明显：规模以上工业增加值同比较上月有所回升，但考虑到低基数原因，仍低于市场预期，且环比数据有所回落。企业主动去库周期延续，加上终端需求偏弱导致企业去库不畅，多数企业选择“以价换量”，企业盈利继续走弱。同时，3月工业产成品存货增速为9.1%，仍处于较高水平，未来企业去库周期仍较长。

⊕低基数背景下，固定资产投资增速仍放缓：其中，基建投资不断降速，对于固定资产投资支撑作用减弱。由于一季度经济数据表现好于预期，基建逆周期发力的必要性降低，后续随着专项债发行力度减弱，基建投资增速或出现趋势性放缓。在企业仍处主动去库阶段，且去库周期相对较长的背景下，制造业企业扩产意愿相对偏弱，导致制造业投资增速整体呈放缓趋势。往后看，在企业利润空间被压缩，加上海外需求逐步走弱，制造业投资增速或继续下行。

⊕房地产积压需求释放后有所走弱，需关注后续的隐忧：4月在房地产积压需求释放后，地产出现超预期的显著回落，可持续性不足。新开工和施工不断走弱的同时，“保交楼”政策却推动竣工面积持续上升，地产投资或继续偏弱。此外，房地产市场再次进入供需双弱的情况，后续地产下行压力增大，预计部分地区地产政策将进一步加码。

⊕在低基数、高同比增长的环境下，政策总量发力必要性降低：2023年一季度货币政策执行报告中提及要“总量适度、节奏平稳”，结合近期汇率压力，预计货币政策将保持相对稳健。此外，对于基建投资的支持力度或也将出现放缓，后续针对就业、消费等需求痛点难点或出台更为精准的政策。

⊕风险提示：本报告所载数据为市场不完全统计数据，旨在反应市场趋势而非准确数量，所载任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。

事件:

2023年5月16日,国家统计局公布了2023年4月份的经济数据,具体见下图(图1-2):

图1:经济数据情况(%)

| | 2023-04 | 2023-03 | 2023-02 | 2022-12 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 工业增加值:当月同比 | 5.60 | 3.9 | 2.40 | 1.30 |
| 服务业生产指数:当月同比 | 13.50 | 9.2 | 5.50 | -0.80 |
| 投资 | | | | |
| 基建投资:累计同比 | 9.80 | 10.82 | 12.18 | 11.52 |
| 制造业:累计同比 | 6.40 | 7 | 8.10 | 9.10 |
| 房地产:累计同比 | -6.20 | -5.8 | -5.70 | -10.00 |
| 社会消费品零售总额:当月同比 | 18.40 | 10.6 | 3.50 | -1.80 |
| 出口金额:当月同比 | 8.50 | 14.8 | -1.30 | -10.04 |

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

图2:社会零售总额情况(%)

| | 2023-04 | 2023-03 | 2023-02 | 2022-12 |
|-------------------|------------|------------|-----------|------------|
| 社会消费品零售总额:累计值 | 149,833.00 | 114,922.00 | 77,067.00 | 439,733.00 |
| 社会消费品零售总额:累计同比 | 8.50 | 5.80 | 3.50 | -0.20 |
| 社会消费品零售总额:当月值(亿元) | 34,910.00 | 37,855.00 | 77,067.00 | 40,542.00 |
| 社会消费品零售总额:当月同比(%) | 18.40 | 10.60 | 3.50 | -1.80 |
| 其中:除汽车以外的消费品零售额 | 16.50 | 10.50 | 5.00 | -2.60 |
| 其中:限额以上企业消费品零售总额 | 19.00 | 10.10 | 2.10 | -1.30 |
| 按经营地区分 | | | | |
| 城镇:当月同比 | 18.60 | 10.70 | 3.40 | -1.80 |
| 乡村:当月同比 | 17.30 | 10.00 | 4.50 | -1.30 |
| 按消费类型分 | | | | |
| 餐饮收入:当月同比 | 43.80 | 26.30 | 9.20 | -14.10 |
| 其中:限额以上企业餐饮收入总额 | 44.60 | 37.20 | 10.20 | -17.80 |
| 商品零售:当月同比 | 15.90 | 9.10 | 2.90 | -0.10 |
| 其中:限额以上企业商品零售总额 | 17.30 | 8.50 | 1.50 | -0.20 |
| 粮油、食品类 | 1.00 | 4.40 | 9.00 | 10.50 |
| 饮料类 | -3.40 | -5.10 | 5.20 | 5.50 |
| 烟酒类 | 14.90 | 9.00 | 6.10 | -7.30 |
| 服装鞋帽针纺织品类 | 32.40 | 17.70 | 5.40 | -12.50 |
| 化妆品类 | 24.30 | 9.60 | 3.80 | -19.30 |
| 金银珠宝类 | 44.70 | 37.40 | 5.90 | -18.40 |
| 日用品类 | 10.10 | 7.70 | 3.90 | -9.20 |
| 家用电器和音像器材类 | 4.70 | -1.40 | -1.90 | -13.10 |
| 中西药品类 | 3.70 | 11.70 | 19.30 | 39.80 |
| 文化办公用品类 | -4.90 | -1.90 | -1.10 | -0.30 |
| 家具类 | 3.40 | 3.50 | 5.20 | -5.80 |
| 通讯器材类 | 14.60 | 1.80 | -8.20 | -4.50 |
| 石油及制品类 | 13.50 | 9.20 | 10.90 | -2.90 |
| 汽车类 | 38.00 | 11.50 | -9.40 | 4.60 |
| 建筑及装潢材料类 | -11.20 | -4.70 | -0.90 | -8.90 |

资料来源:Wind,华宝证券研究创新部

对此,我们的点评如下:

核心观点:经济复苏斜率放缓,结构性问题凸显

随着疫后积压需求释放完毕,经济复苏斜率有所放缓,部分结构性问题逐步显现。当前企业端“去库-盈利-扩张”、居民端“就业-收入-消费”、地产端“销售-投资-开工”三大链条均尚

未打通，内生动能复苏基础仍不牢固。

在低基数、高同比增长的环境下，政策总量发力必要性降低。2023年一季度货币政策执行报告中提及要“总量适度、节奏平稳”，结合近期汇率压力，预计货币政策将保持相对稳健。此外，对于基建投资的支持力度或也将出现放缓，后续针对就业、消费等需求痛点难点或出台更为精准的政策。

1. 消费复苏斜率有所放缓，餐饮消费表现优于商品消费

消费在低基数因素下仍弱于预期，消费复苏斜率有所放缓。其中在居民旅游积压需求尚未完全释放的背景下，餐饮消费仍处快速恢复阶段，而汽车消费明显弱于其他商品消费。此外，可选消费“明升实降”，虽然从同比看复苏力度较强，但两年平均增速却出现较为明显放缓。同时，就业问题总量改善，但结构性问题持续凸显，青年就业问题仍是一大难题。这也导致了尽管就业问题缓和，但居民对商品消费保持相对谨慎态度。

2023年4月份，社会消费品零售总额34910亿元，同比增长18.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额31290亿元，增长16.5%。1—4月份，社会消费品零售总额149833亿元，同比增长8.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额135719亿元，增长9.0%。

消费延续复苏态势，但弱于市场预期，且复苏斜率有所放缓。虽然4月社零同比增长18.4%，但考虑到去年受疫情影响，基数较低，从两年平均增速来看，4月下月0.67个百分点至2.62%。整体来看，消费的复苏斜率出现放缓迹象。

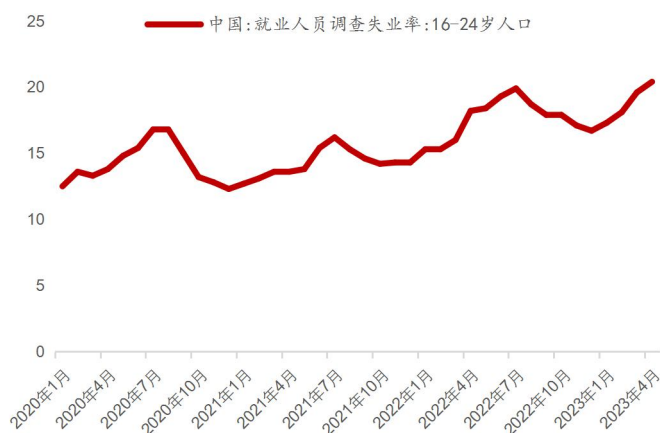
从消费类型看，餐饮消费复苏优于商品消费，可选消费“明升实降”。4月份，餐饮收入3751亿元，增长43.8%，两年平均增速为5.4%（前值2.8%）；而商品零售31159亿元，同比增长15.9%，两年平均增速为2.3%（前值3.3%）。餐饮收入的改善明显优于商品消费，主要是由于疫情后积压需求尚未完全释放，叠加4月末的五一假期，居民旅游需求较强，也带动了线下餐饮消费的继续复苏。同时，虽然4月非地产相关可选消费仍保持较高增速，但从两年平均增速来看，4月可选消费的增速较3月明显减弱，尤其是在地产整体偏弱的背景下，与地产相关链条的消费呈继续走弱的趋势。

尽管就业有所改善，但在收入预期偏弱的背景下，居民消费意愿偏弱。从就业情况来看，4月份，全国城镇调查失业率较上月回落0.1个百分点至5.2%，但需要关注的是年轻人就业问题仍未改善，16-24岁劳动力调查失业率继续上升，为20.4%（前值19.6%）。青年就业压力较大，再加上居民对于收入预期整体偏弱，尽管就业有所复苏，居民对商品消费、尤其是耐用消费品的消费相对谨慎。

图3：消费复苏斜率有所放缓（%）



图4：青年就业问题未出现改善（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：可选消费两年平均增速偏弱（%）

| | 2023年4月份同比增速 | 2023年4月份两年平均增速 | 2023年3月份两年平均增速 |
|--------------------|--------------|----------------|----------------|
| 必选消费 | | | |
| 粮油、食品类 | 1.0 | 7.4 | 0.9 |
| 饮料类 | -3.4 | 0.9 | 4.3 |
| 烟酒类 | 14.9 | 5.6 | 11.3 |
| 服装鞋帽针纺织品类 | 32.4 | 1.0 | 1.5 |
| 日用品类 | 10.1 | 0.3 | 4.9 |
| 中西医药品类 | 3.7 | 5.9 | 12.6 |
| 可选消费（地产相关） | | | |
| 家用电器和音像器材类 | 4.7 | -2.1 | -3.5 |
| 家具类 | 3.4 | -7.1 | -0.4 |
| 建筑及装潢材料类 | -11.2 | -12.5 | -2.8 |
| 可选消费（非地产相关） | | | |
| 化妆品类 | 24.3 | 0.7 | 3.4 |
| 金银珠宝类 | 44.7 | 2.0 | 5.4 |
| 文化办公用品类 | -4.9 | -2.6 | 6.5 |
| 通讯器材类 | 14.6 | -2.9 | 6.1 |
| 石油及制品类 | 13.5 | 8.3 | 10.6 |
| 汽车类 | 38.0 | -0.9 | 4.2 |

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

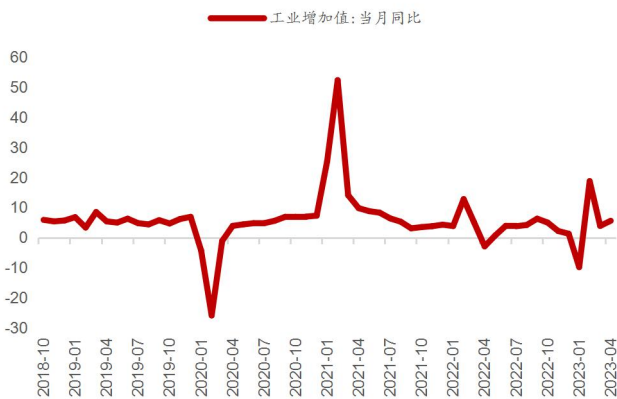
2. 规模以上工业增加值环比降速，企业主动去库特征明显

由于去年低基数因素，规模以上工业增加值有所回升，但整体低于市场预期，且环比仍在降速。目前库存仍处较高水平，企业仍处主动去库阶段，且由于终端需求偏弱，多数企业选择“以价换量”，进一步压缩企业利润，扩产意愿偏弱。考虑到当前企业“以价换量”、“降本增效”等主动去库特征明显，尚未进入被动去库存阶段，结合过往去库存周期长度判断，预计本轮去库周期或至少持续至四季度。

2023年4月份，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），较上月回升1.7个百分点，但考虑到低基数原因，仍低于市场预期。从环比看，4月份，规模以上工业增加值较上月下降0.47%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长3.6%。从分项看，虽然汽车行业增长44.6%，但主要是因为2022年4月汽车几大重要产区均在疫情影响下停产停工，整体基数较低。

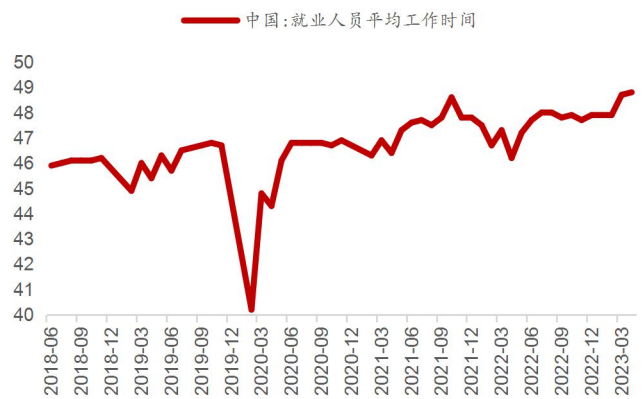
企业主动去库周期延续，且企业盈利空间仍在压缩。由于终端需求偏弱导致企业去库不畅，多数企业选择“以价换量”，企业盈利继续走弱，3月企业利润同比下滑19.2%，虽较1-2月表现略有好转，但降幅仍大。且企业“降本增效”意愿较强，4月全国企业就业人员周平均工作时间继续上行至48.8小时。未来去库周期仍较长，3月工业产成品存货增速为9.1%，1-2月市场对于疫后经济复苏信心偏强，企业扩产，但终端需求不足导致库存被动增加，3月企业再度进入去库周期。考虑到当前企业“以价换量”、“降本增效”等主动去库特征明显，尚未进入被动去库存阶段，结合过往去库存周期长度判断，预计本轮去库周期或至少持续至四季度。

图 6：规模以上工业增加值虽有所回升，但低于预期（%）



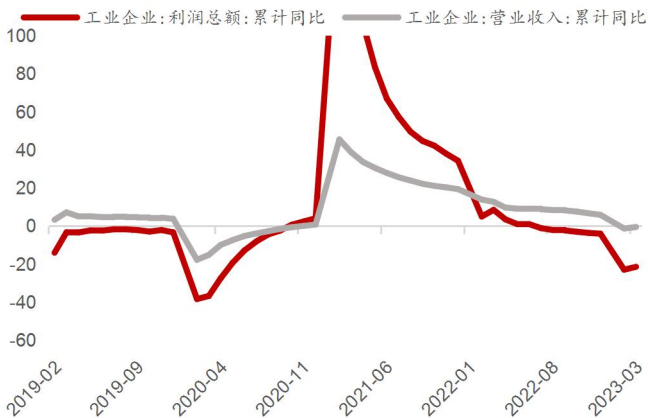
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：企业“降本增效”意愿较强（小时）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：多数企业选择“以价换量”（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 9：去库周期仍较长（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 低基数背景下，固定资产投资增速仍放缓

固定资产投资增速继续放缓，基建投资和制造业投资均出现较为明显的降速。考虑到一季度经济总量表现较为亮眼，基建逆周期发力的必要性有所降低，加上专项债发行前置，预计后续基建投资的增速将继续放缓。而在企业仍处主动去库阶段，且去库周期相对较长的背景下，制造业企业扩产意愿相对偏弱，叠加海外需求呈下行趋势，制造业投资增速或也继续放缓。

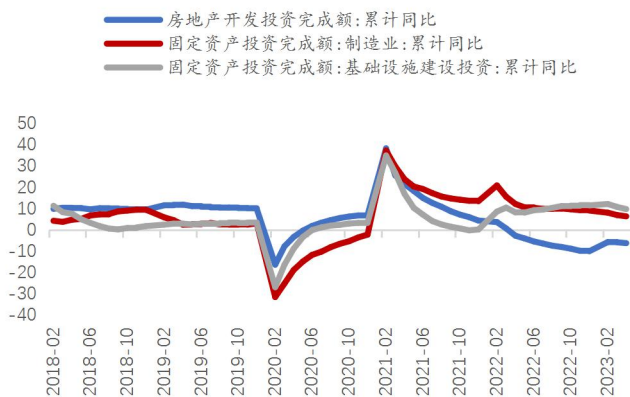
2023 年 1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147482 亿元，同比增长 4.7%（前值 5.1%），在低基数作用下仍在持续回落。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.64%。分产业看，第一产业投资 3199 亿元，同比增长 0.3%；第二产业投资 45675 亿元，增长 8.4%；第三产业投资 98609 亿元，增长 3.1%。

基建逆周期发力必要性降低，基建投资增速或趋势性放缓。4 月基础设施投资（不含电力）增速虽保持高位，但仍在继续放缓，同比增长 8.5%（前值 8.8%）。一季度经济数据表现好于预期，基建逆周期发力的必要性降低，再加上 2023 年专项债发行前置，目前以完成全年额度的近一半，后续随着专项债发行力度减弱，基建投资增速或出现趋势性放缓。

制造业投资增速放缓，结构有所分化。1-4 月制造业投资增长 6.4%，较 1-3 月放缓 0.6 个百分点。在企业仍处主动去库阶段，且去库周期相对较长的背景下，制造业企业扩产意愿相对

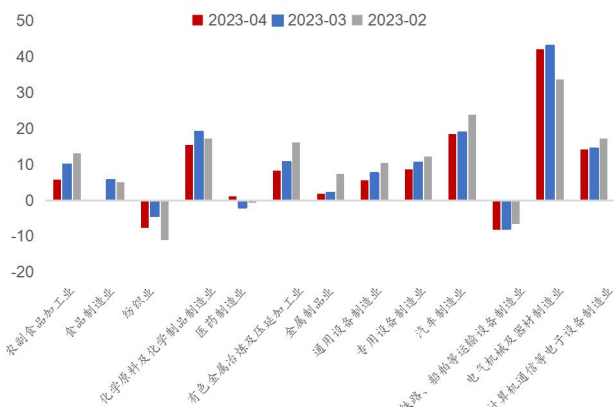
偏弱，导致制造业投资增速整体呈放缓趋势。不过仍有部分具有优势的行业投资增长相对偏高，分行业来看，1-4月电气机械及器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业分别增长42.1%、14.2%、15.5%、18.5%，为制造业投资增速带来一定支撑。往后看，在去库阶段，叠加企业利润空间被压缩，同时海外需求呈下行趋势，制造业投资增速或继续放缓。

图 10：固定资产投资增速有所放缓（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 11：部分较具优势的行业仍保持较高投资增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

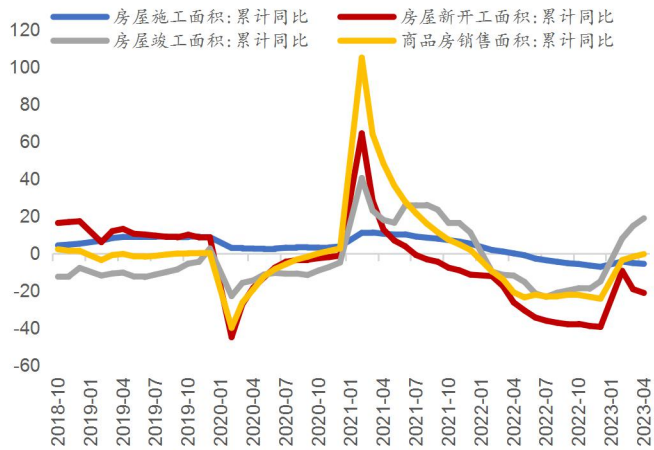
4. 房地产积压需求释放后有所走弱，需关注地产的隐忧

在房地产积压需求释放后，地产出现超预期的显著回落，可持续性不足。新开工和施工不断走弱的同时，“保交楼”政策却推动竣工面积持续上升，地产投资或继续偏弱。此外，房地产市场再次进入供需双弱的情况，后续地产下行压力增大，预计部分地区地产政策将进一步加码。

2023年1-4月份，全国房地产开发投资35514亿元，同比下降6.2%（前值-5.8%）。根据分项来看，房地产新开工、施工面积累计同比增速延续下行走势，分别为-21.2%和-5.6%（前值分别为-19.2%和-5.2%）。此外，在“保交楼”政策持续推动下，竣工面积继续出现明显上涨，累积同比增速达18.8%（前值14.7%）。在竣工面积持续上升，但新开工和施工不断走弱的背景下，后续地产投资或继续走弱。

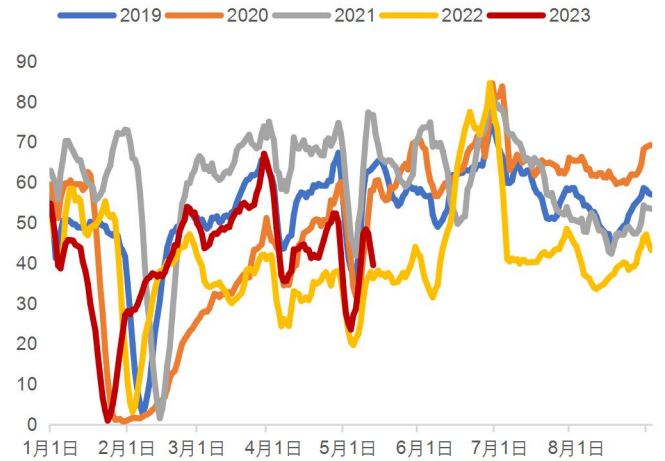
需求侧来看，虽然4月商品房销售面积累计同比出现小幅改善，为-0.4%（前值-1.8%）。但由于去年同期基数较低，从两年平均增速来看，4月商品房销售面积较3月下滑5个百分点至-14%，体现出房地产积压需求释放完基本结束。此外，从高频数据来看，4月开始，30大中城市商品房成交面积出现超季节性回落，为近5年来次低值，仅好于2022年，也表明地产复苏当前可持续性偏弱。后续地产下行压力增大，预计部分地区地产政策将进一步加码。

图 12: 房地产复苏可持续性仍待观察 (%)



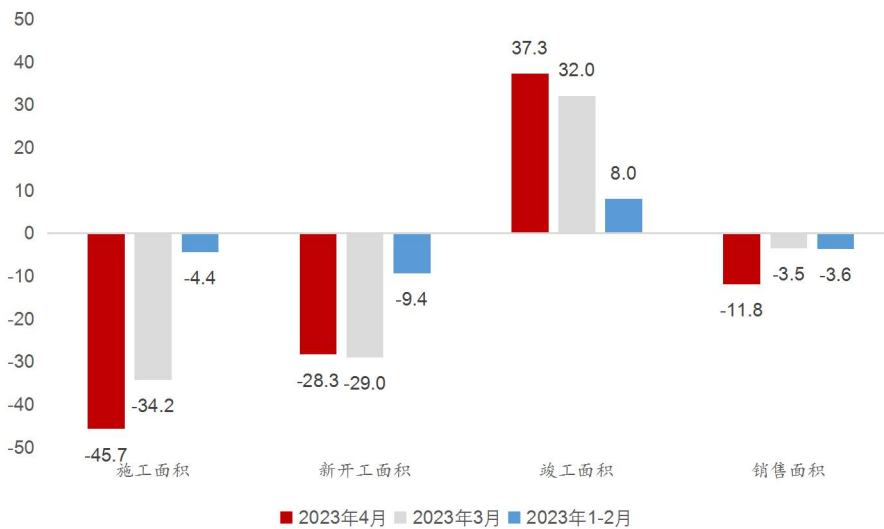
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 13: 30 大中城市商品房成交面积超预期回落 (%)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 14: 房地产新开工、施工面积持续走弱, 竣工面积继续增多 (当月同比, %)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告，本报告清晰准确的反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。