

# 由全面复苏转向结构性复苏——4月经济增长数据点评

2023年05月18日

## 【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2023年4月工业增加值同比增长5.6%，较3月提高1.7个百分点；2023年1-4月全国固定资产投资同比增长4.7%，较1-3月降低0.4个百分点；2023年4月社会消费品零售总额同比增长18.4%，较3月份提高7.8个百分点。

## 【评论】

- ◆ **经济修复或有波折，政策仍处于观察期。**本月大部分经济数据取得高速增长，很大程度上是低基数效应造成的，以两年平均增速看，4月份工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额均较前值有所回落。往后看，当前官方延续“经济运行总体延续恢复向好态势”表态，二季度在低基数效应作用下，经济运行主要指标增速多数有所加快，出台增量政策刺激经济的必要性不高。我们认为，下阶段在稳增长、稳就业、促消费等方向的政策重心以落实落细现有政策为主。
- ◆ **去库存周期延续，工业生产边际放缓。**4月份工业增加值环比折年率-5.5%，创2022年2月以来新低。主要由于需求不足叠加利润率偏低，工业企业补库存动力不足，拖累工业生产。汽车等部分行业由于低基数效应，本月工业增加值同比读数较高。
- ◆ **制造业、地产、基建三大投资增速在低基数条件下进一步回落，投资端增长动能持续走弱。**制造业方面，工业去库存周期叠加国内需求偏弱，奠定制造业投资下行趋势；但政策面对制造业投资的支持力度有望持续加大，特别是新能源、数字经济相关制造业投资增长潜力依然巨大。**房地产方面**，楼市预期未扭转，“保交楼”继续支撑房地产投资增速，商品房被动补库存；领先指标预示房地产拐点未至，地产政策力度加大必要性提升。**基建方面**，今年专项债前值发力，1-4月发行规模创新高，上半年基建投资大概率保持高增速，托底经济大盘。
- ◆ **消费修复最快阶段或已过。**在低基数作用下，本月接触性服务消费、升级类商品零售增速较高。往后看，受益于消费场景修复、居民储蓄释放、低基数和促消费政策持续发力，我们预计消费仍延续修复趋势，继续充当经济复苏的主力；但随着基数回升和积压消费释放力度趋缓，消费增长将受限于居民收入，消费改善最快阶段或已过。

## 【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢

## 东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

## 相关研究

- 《通胀结构性分化——4月物价数据点评》  
2023.05.15
- 《外贸保持韧性——4月进出口数据点评》  
2023.05.10
- 《利率进入高位平台期——美联储5月议息会议点评》  
2023.05.05
- 《国内外通胀分化，上游制造业利润承压——3月工业企业利润数据点评》  
2023.04.28

## 正文目录

1. 经济修复或有波折，政策仍处于观察期.....	3
2. 工业增加值：新能源、汽车等行业保持高增长.....	3
3. 投资：地产政策力度加大必要性提升.....	4
3.1 制造业投资缓慢降速或为常态.....	5
3.2 地产短期热度消退，下行压力加大.....	5
3.3 基建投资继续保持高增速.....	6
4. 消费：修复最快阶段或已过.....	7

## 图表目录

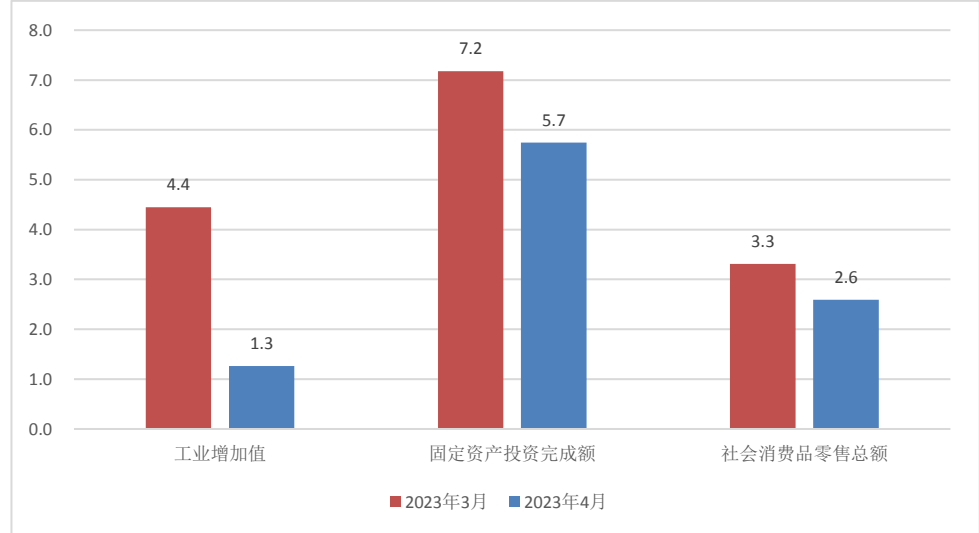
图表 1：工业、投资、消费指标两年平均增速（%）.....	3
图表 2：汽车产业增速回升较多.....	4
图表 3：4月主要工业产品产量同比增速（%）.....	4
图表 4：固定资产投资三大类.....	5
图表 5：国有控股和民间投资分化.....	5
图表 6：竣工面积与新开工面积分化.....	5
图表 7：商品房库存升至高位.....	5
图表 8：领先指标预示房地产投资仍有下行压力.....	6
图表 9：房价整体趋降.....	6
图表 10：专项债发行节奏加快，规模创新高.....	7
图表 11：餐饮收入恢复明显.....	7
图表 12：接触性服务消费、升级类商品增速较高.....	7
图表 13：就业结构性问题突出，青年失业率创新高.....	8

## 1. 经济修复或有波折，政策仍处于观察期

剔除基数效应后，主要经济动能有所放缓。2022年二季度国内疫情处于高峰期，造成今年4月份工业、投资、消费数据存在明显的低基数效应。以两年平均增速看，4月份工业增加值、固定资产投资完成额、社会消费品零售总额分别同比增长1.3%、5.7%、2.6%，增速较3月份低3.2、1.4、0.7个百分点，经济修复降速。

官方延续“经济运行总体延续恢复向好态势”表态，增量政策或有限，进一步落实落细现有政策或为主基调。4月政治局会议定调“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解”形势，加之二季度在低基数效应作用下，经济运行主要指标增速多数有所加快，出台增量政策刺激经济的必要性不高。我们认为，下阶段在稳增长、稳就业、促消费等方向的政策重心以落实落细现有政策为主。

图表 1：工业、投资、消费指标两年平均增速（%）



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

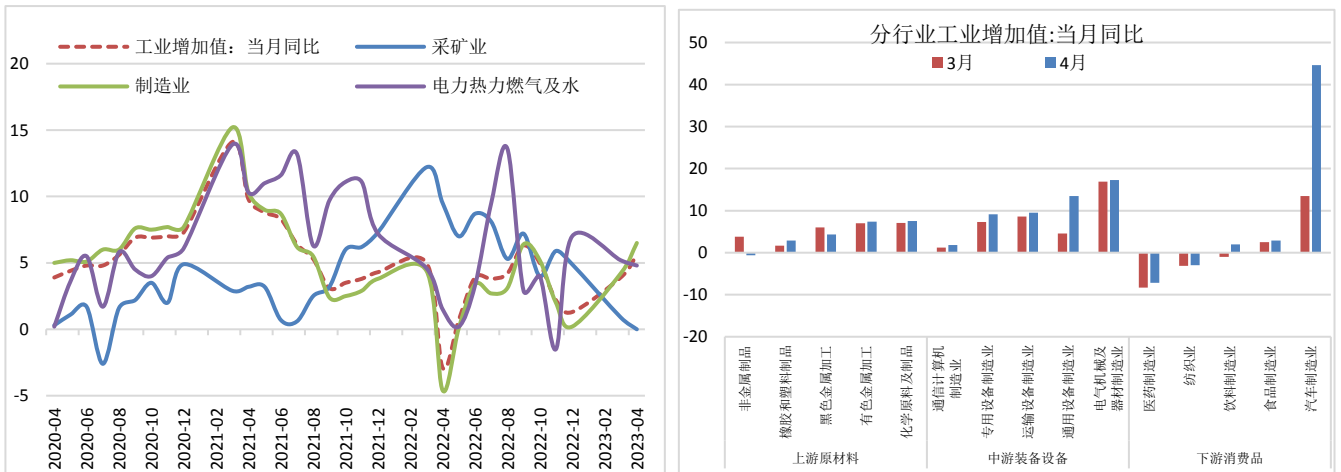
## 2. 工业增加值：新能源、汽车等行业保持高增长

工业企业去库存周期延续，生产边际放缓。从边际变化上看，4月份工业增加值环比折年率-5.5%，创2022年2月以来新低。主要由于需求不足叠加利润率偏低，工业企业补库存动力不足，拖累工业生产。

分三大门类看，制造业低基数作用下增速回升，采矿业、电力热力燃气及水生产和供应业延续下行趋势。4月当月采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值同比增长0.0%、6.5%、4.8%，较3月份变化-0.9、+2.3、-0.4个百分点。

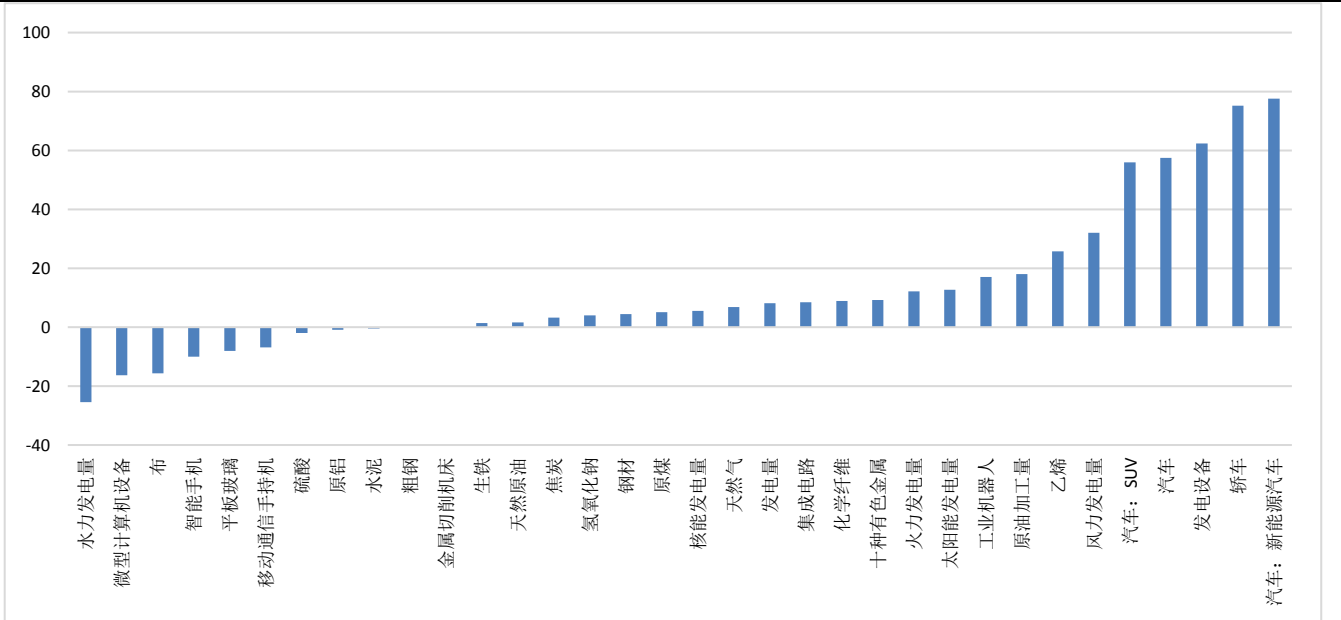
分行业看，汽车是主要拉动力。2022年4月国内主要汽车产地受疫情冲击严重，汽车制造业工业增加值、汽车产量分别同比减少31.8%、43.5%，因此2023年4月汽车类产品产量和增加值均大幅回升。

图表 2：汽车产业增速回升较多



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

图表 3：4 月主要工业产品产量同比增速 (%)



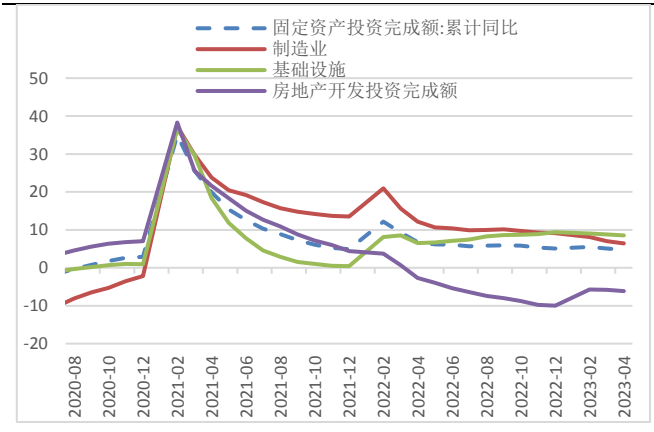
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

### 3. 投资：地产政策支持力度加大必要性提升

**三大投资增速普遍回落。**1-4 月固定资产投资三大支柱中，制造业投资同比增长 6.4%，增速较 1-3 月份降低 0.6 个百分点；房地产投资同比下降 6.2%，降幅较 1-3 月扩大 0.4 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增 8.5%，增速较 1-3 月份降低 0.3 个百分点。

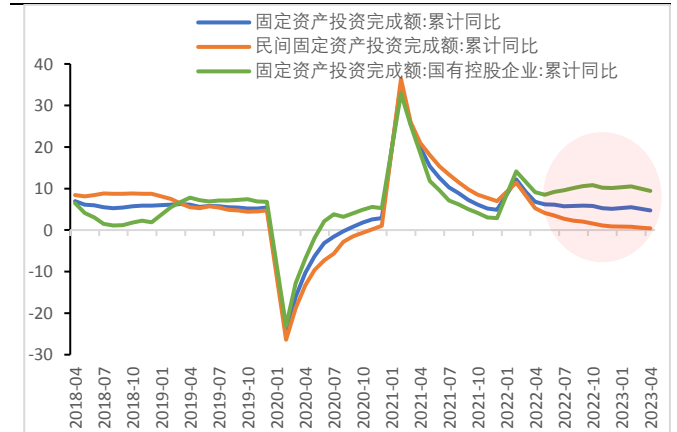
**国有控股和民间投资分化。**2022 年以来，国有控股企业固定资产投资完成额增速高于民间，1-4 月前者同比增长 9.4%，远高于总体投资增速；后者同比增长 0.4%，远低于总投资增速。

图表 4：固定资产投资三大类



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 5：国有控股和民间投资分化



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

### 3.1 制造业投资缓慢降速或为常态

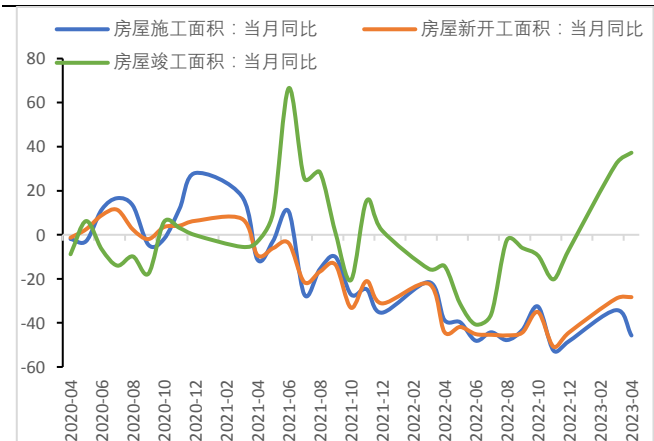
工业去库存周期奠定制造业投资下行趋势。在国内需求偏弱、去年基数较高的背景下，我们预计二季度 PPI 将处于深度负区间，企业利润将继续承压，制造业投资动力不足，增速下行趋势或难避免。

政策托底态度明确，制造业投资有望保持稳定。2023 年 5 月 5 日国务院常务会议提出，把发展先进制造业集群摆在更加突出的位置，政策对制造业投资的支持力度有望持续加大，特别是新能源、数字经济相关制造业投资增长潜力依然巨大，为制造业投资持续增长提供有力支撑。

### 3.2 地产短期热度消退，下行压力加大

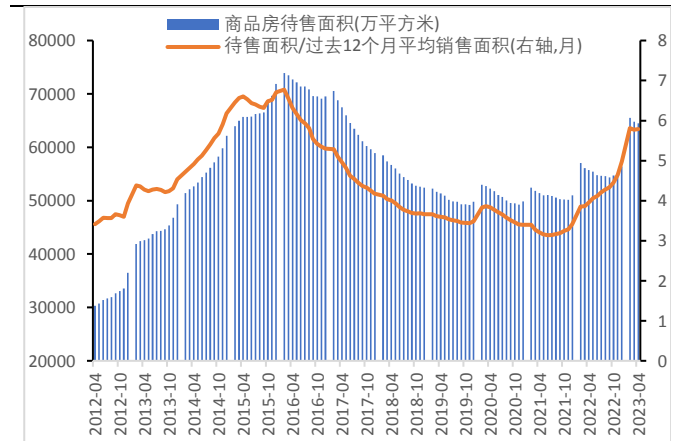
“保交楼”继续支撑房地产投资增速。4 月份房屋施工、新开工、竣工面积同比增速分别为-45.7%、-28.3%、37.3%，竣工面积远高于施工面积和新开工面积，是房地产投资的主要支撑。新开工面积持续为负，反映房企信心未修复，对后续楼市预期偏悲观；施工面积持续大幅减少，且降幅远高于房地产投资，反映当前房地产开发投资工作集中于部分重点项目，或与多地地下“保交楼”任务有关。

图表 6：竣工面积与新开工面积分化



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

图表 7：商品房库存升至高位

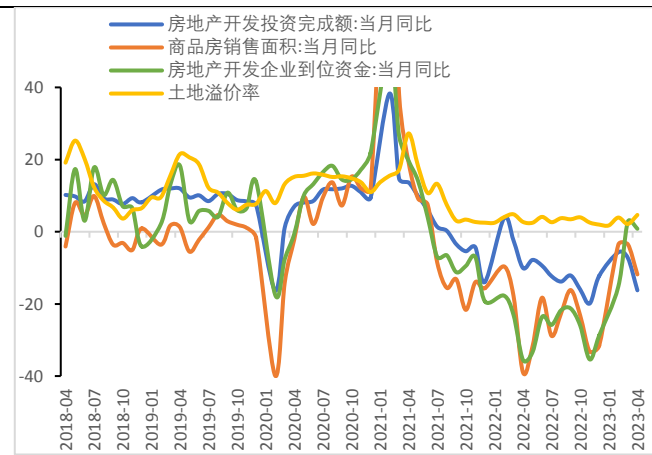


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

**商品房库存持续走高。**4月份商品房待售面积64487万平方米，较去年同期提高8752万平方米，按过去12个月的平均销售速度，库存去化周期为5.8个月，处于2017年以来高位。

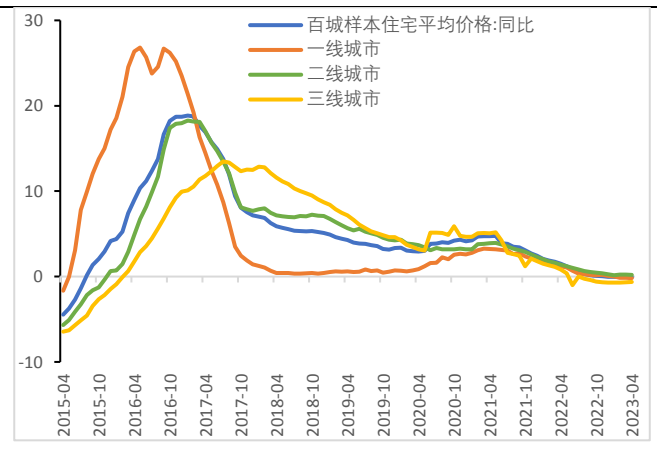
**往后看，领先指标预示房地产投资仍有下行压力。**一是**商品房市场短暂回暖后热度快速消退，继续量价齐跌。**销量方面，4月商品房销售面积同比减少11.8%；价格方面，4月份百城样本住宅平均价格同比降低0.1%，其中一线、二线、三线城市分别同比变化-1.7%、+1.9%、-0.6%。二是**土地市场持续低迷。**4月份100大中城市成交土地溢价率为4.7%，处于历史较低水平。三是**房地产信贷需求偏弱。**4月份房地产开发企业到位资金同比增长0.8%，取得正增长主要由于2022年基数较低，以两年平均增速测算，复合增长率为-19.4%，降幅仍较大。

图表 8：领先指标预示房地产投资仍有下行压力



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

图表 9：房价整体趋降

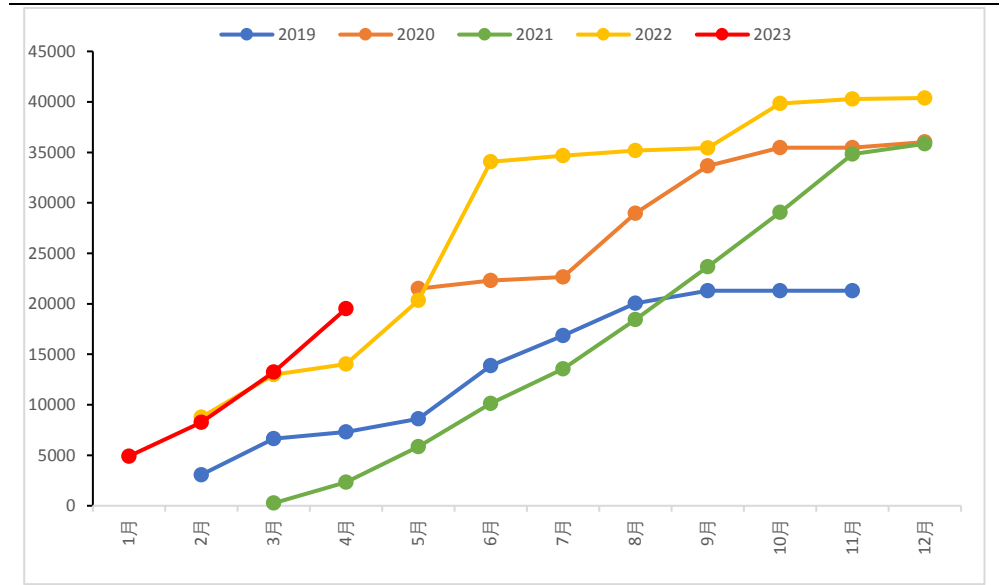


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年4月

### 3.3 基建投资继续保持高增速

**专项债发行规模创新高，上半年基建投资大概率保持高增速。**今年地方专项债发力靠前特征明显，1-4月份各地发行新增专项债券19520亿元，同比增长15%，占全年新增专项债限额的51.4%。专项债主要用于支持市政和产业园区、基础设施、交通基础设施、社会事业以及保障性住房等重点领域，对基建投资有较强支撑；同时，多地财政部门公开表示，用足用好再融资债券可以有效平抑政府债务波动，让地方腾出更多财力用于其他重大项目建设。预计在专项债支持下，基建增速有望保持高位。

图表 10: 专项债发行节奏加快, 规模创新高

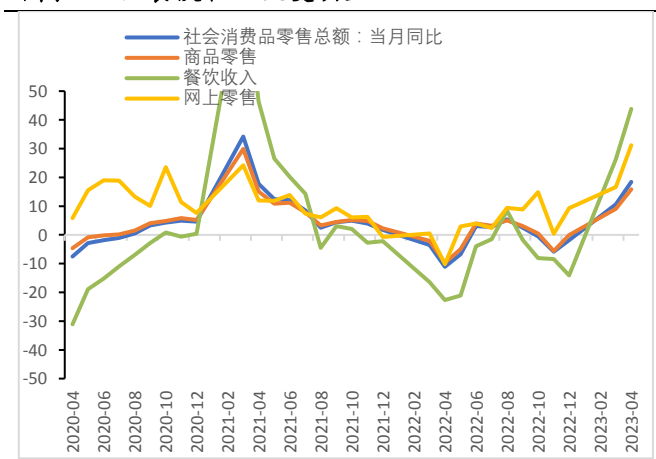


资料来源: Choice 宏观板块, 第一财经, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 4 月

## 4. 消费: 修复最快阶段或已过

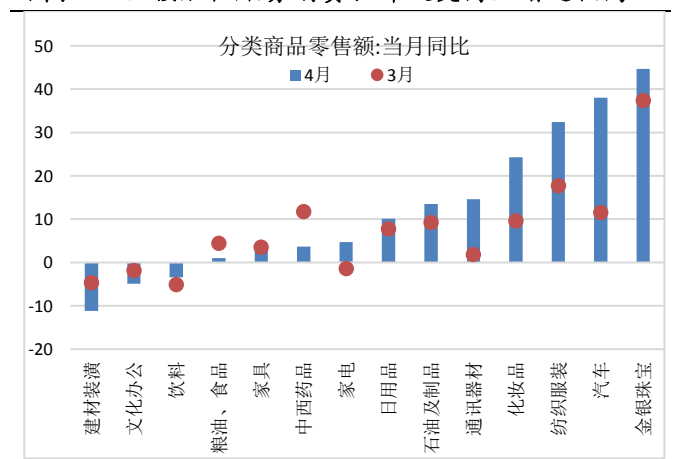
低基数作用下, 接触性服务消费、升级类商品零售增速较高。4 月商品零售同比增长 15.9%, 较 3 月提高 6.8 个百分点, 其中, 化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类同比增速均超过 20%。同时, 居民外出购物、就餐、旅游、观影活动增加, 带动本月餐饮收入同比增长 43.8%, 营业性客运量成倍增长, 电影票房大幅增加。

图表 11: 餐饮收入恢复明显



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 3 月

图表 12: 接触性服务消费、升级类商品增速较高

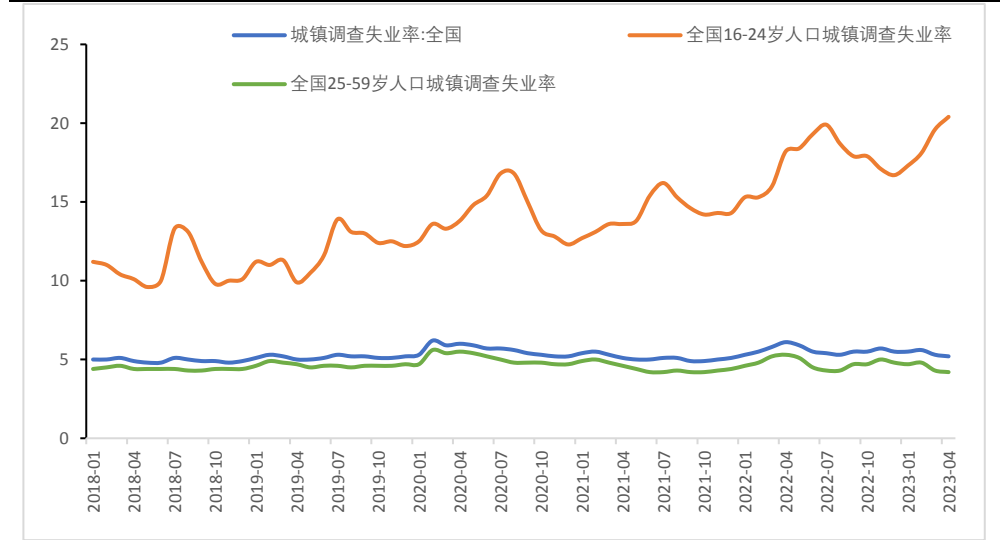


资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 3 月

就业结构性问题突出, “就业-收入-消费” 循环未打通, 预计后续消费增速弱修复。4 月城镇调查失业率 5.2%, 较 3 月降低 0.1 个百分点; 其中, 25-59 岁人口调查失业率 4.2%, 失业率低于疫情前水平; 16-24 岁人口调查失业率较前值提高 0.8 个百分点至 20.4%, 创有记录以来新高, 就业结构性矛盾较为明显。就业改善有利于增加居民收入, 增强消费能力, 是国内经济修复的重要保

障，而当前就业形势仍严峻，预示着后续消费修复进程大概率放缓。往后看，受益于消费场景修复、居民储蓄释放、低基数和促消费政策持续发力，我们预计消费仍延续修复趋势，继续充当经济复苏的主力；但随着基数回升和积压消费释放力度趋缓，消费增长将受限于居民收入，消费改善最快阶段或已过。

图表 13：就业结构性问题突出，青年失业率创新高



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 4 月

**【风险提示】**

地缘政治冲突恶化风险  
海外经济体衰退风险外溢



东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。