



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济回暖中缓回升，内在动力需加强

——2023年4月宏观数据点评

日期：2023年05月17日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《货币或再回落，降息概率提升》
——2023年05月14日
- 《价格超预期回落，低位运行或延续》
——2023年05月12日
- 《出口仍强，高顺差有望延续》
——2023年05月10日

■ 主要观点

经济回暖中缓回升

4月经济数据显示，工业、消费增长加快，投资延续回落趋势。我们认为经济第一增长动力仍然是投资，投资未改放缓态势，表明经济内在动力偏弱状况未变。投资中各项投资均有回落，但投资偏软主要仍受地产投资萎缩的影响，说明楼市行业拐点后中国经济增长受影响长远，亦决定了中国经济未来增长的平稳特征。消费持续回暖，社会生活正常化后给经济带来回升作用仍在持续，而去年疫情造成的低基数效应也使得消费进一步加速回升。而作为经济成效综合体现工业经济进一步回升，表明经济回暖中缓回升态势不变，但整体仍偏弱。

市场平稳中波动回暖

中国经济回暖中政策维持平稳，伴随经济和社会生活的全面恢复正常，市场经济信心逐步趋恢复。宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。综合来看，政策也已定调经济回暖态势，前期偏宽松的货币环境或缓慢回缩，但经济偏软时期物价低迷带来的利率下移，资本市场平稳波动中回暖也是大方向。

内在动力需加强，扶持政策仍需维持

一季度经济恢复好于预期，实现良好开局，而2季度受去年全年低点的低基数影响，增速也有望进一步加快，有助于全年5%目标的实现。但从当前的数据表现来看，经济内在动力仍需加强，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。我们认为2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息，尤其是降准。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

市场平稳中波动回暖.....	1
1 事件：4 月份宏观数据公布.....	3
2 事件解析：数据特征和变动原因.....	3
2.1 制造业生产持续发力.....	3
2.2 主要行业均有改善，汽车领涨.....	4
2.3 基建增速可观.....	4
2.4 地产投资再度转弱.....	5
2.5 消费继续强势反弹，汽车黄金消费领涨.....	6
3 事件影响：对经济和市场.....	7
3.1 经济回暖中缓回升.....	7
3.2 市场平稳中波动回暖.....	8
4 事件预测：趋势判断.....	8
4.1 内在动力需加强，扶持政策仍需维持.....	8
5 风险提示：.....	8

图

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）.....	4
图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	5
图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）.....	6
图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）.....	6
图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）.....	7

表

表 1：本月经济数据增速（%）.....	3
----------------------	---

1 事件：4 月份宏观数据公布

工业生产继续恢复。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）。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.47%。1—4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。

固定资产投资小幅下滑。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%。其中，民间固定资产投资 79570 亿元，同比增长 0.4%。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.64%。

消费加速回升。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%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	5.6	3.9	9.7
固定资产投资（不含农户）	4.7	5.1	5.2
社会消费品零售（当月）	18.4	10.6	20.2

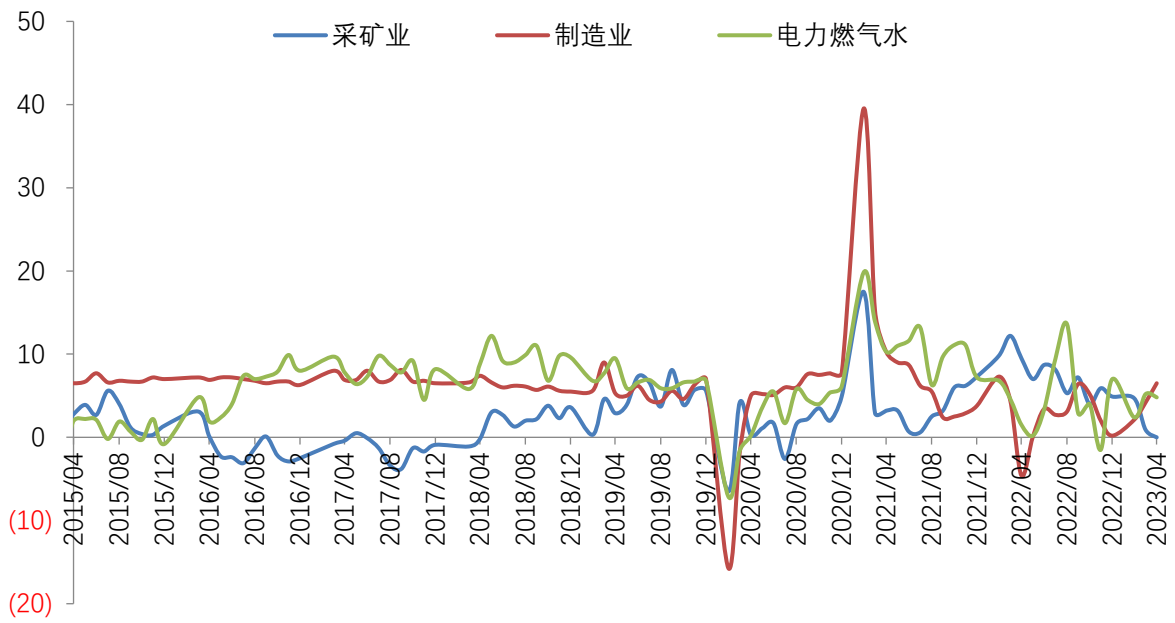
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 制造业生产持续发力

4 月工业生产进一步加快。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%。三大门类中，除制造业之外均有所回落，采矿业继续下滑至 0 增速，公共事业也小幅回落，而制造业生产则持续发力，连续回升。从产量的增速来看，主要商品中，原油产量下滑较多，发电量继续回升，也侧面印证了工业生产的加快；制造业方面乙烯、化纤、汽车、集成电路等生产加快，尤其是汽车增幅显著，或与去年疫情所导致的低基数有关。值得关注的是开年来产量增长持续加快的水泥，本月回落较多，需持续关注。

图 1 三大行业工业增加值增速（同比，%）

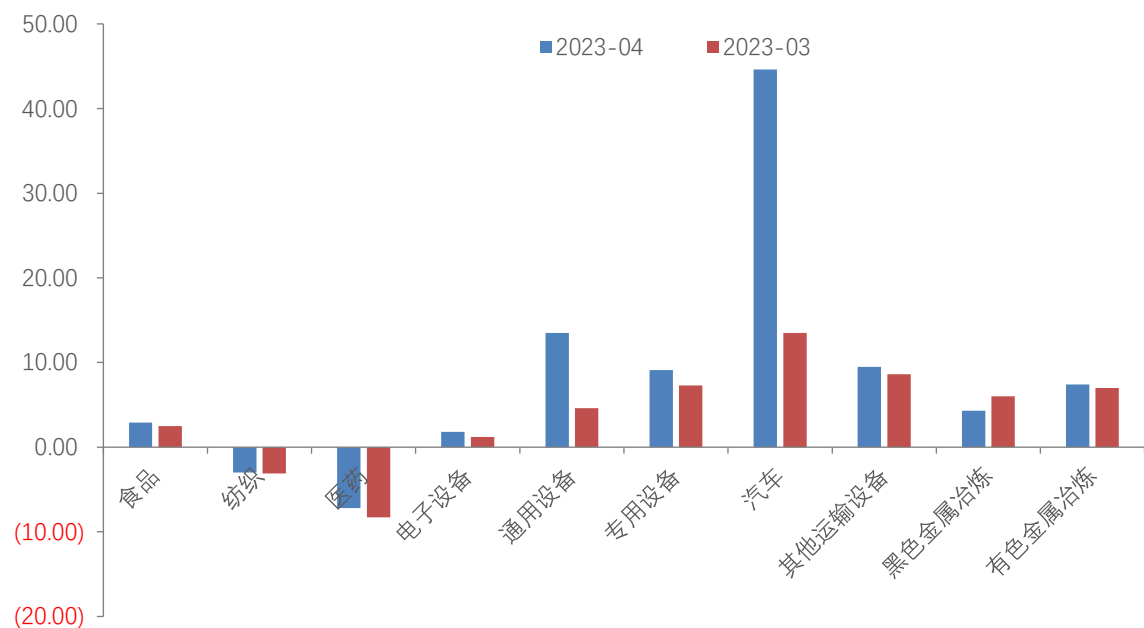


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 主要行业均有改善，汽车领涨

分行业看，4月份，41个大类行业中有25个行业增加值保持同比增长。主要行业中食品、电子设备、通用设备、专用设备、汽车、运输设备、有色均有不同程度回升，尤其是汽车增幅显著，而纺织、医药的跌幅则有所收窄。

图 2 主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

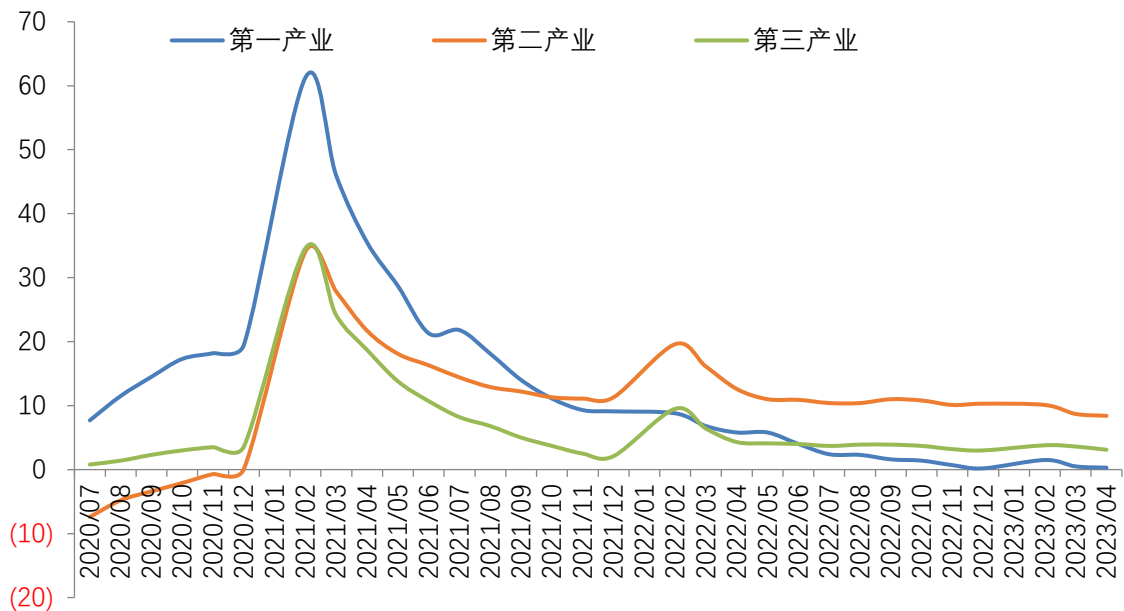
2.3 基建增速可观

请务必阅读尾页重要声明

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%。其中，民间固定资产投资 79570 亿元，同比增长 0.4%。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.64%。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%。三大产业均有所回落。

分项来看，基建投资继续小幅下滑，但仍维持在 8 以上的高位区间。政府加大了重大项目落地的推进进度，形成更多实物工作量，财政政策加力提效，专项债额度以及中央预算类投资均有提升，促进基建增长持续发力。制造业投资仍在下滑，但制造业生产已明显改善，也说明了需求的偏弱或制约制造业投资的增长。

图 3 固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

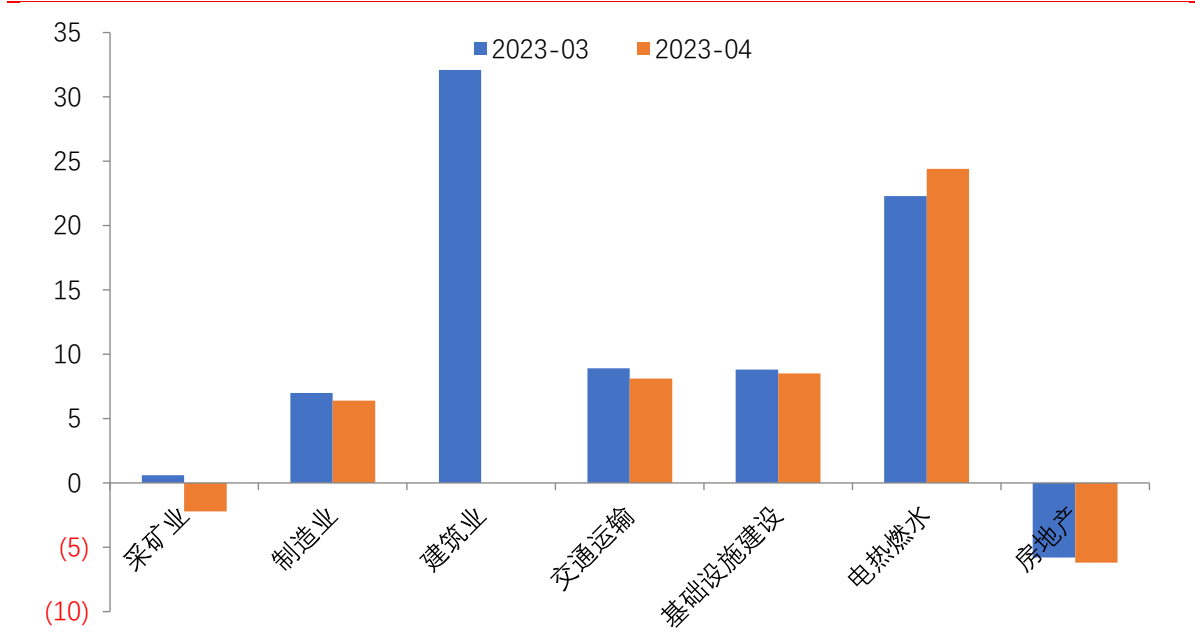


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资再度转弱

1—4 月份，全国房地产开发投资 35514 亿元，同比下降 6.2%，跌幅再度扩大，3 月企稳后再度转弱。分项来看，地产销售面积仍在改善，市场需求好转，但供给端新开工和施工均跌幅扩大，地产施工建设仍然偏慢。从房企开发资金的来源来看，房地产资金端在好转，跌幅进一步减小，定金以及预收款、按揭贷款改善突出，实现由负转正，也反映了销售的改善。从各方面数据来看，房地产需求改善，但供给施工偏慢，销售的回升也带来了房地产资金流的改善。在因城施政，支持刚性和改善性住房需求的指导下，保交楼工作持续推进，也将助于地产投资的回稳。

图 4 主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

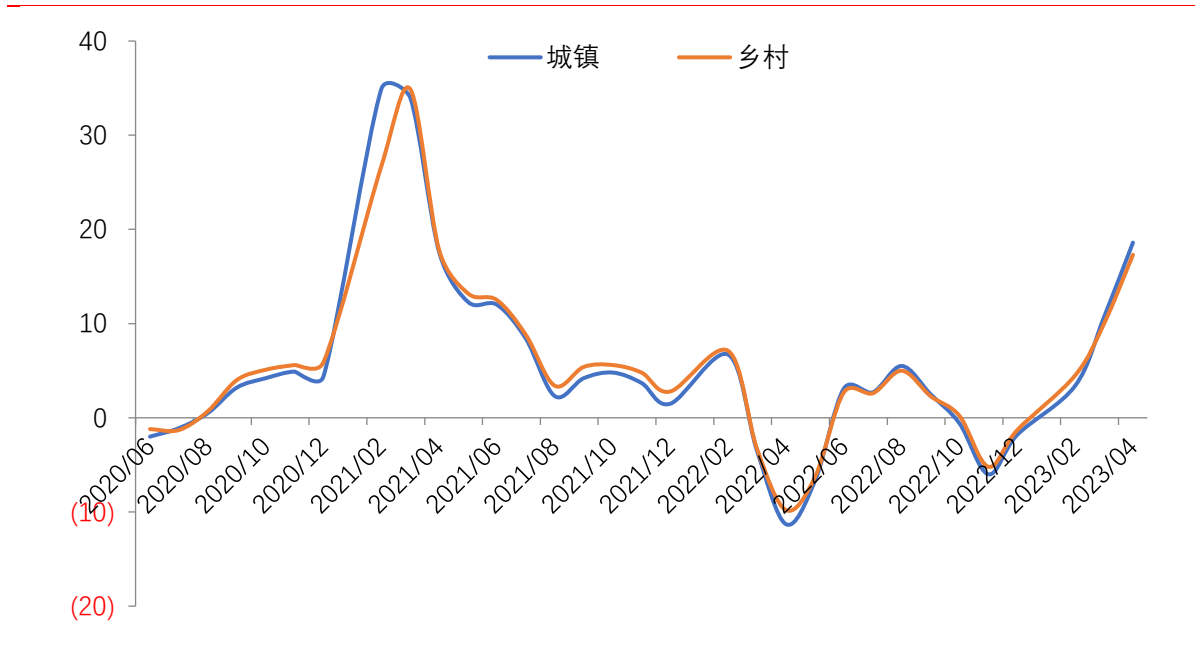


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 消费继续强势反弹，汽车黄金消费领涨

4 月份，社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%，继续加速回升。按经营单位所在地分，4 月份城镇消费品零售额 30398 亿元，同比增长 18.6%；乡村消费品零售额 4513 亿元，增长 17.3%。城乡消费继续回升。

图 5 限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）

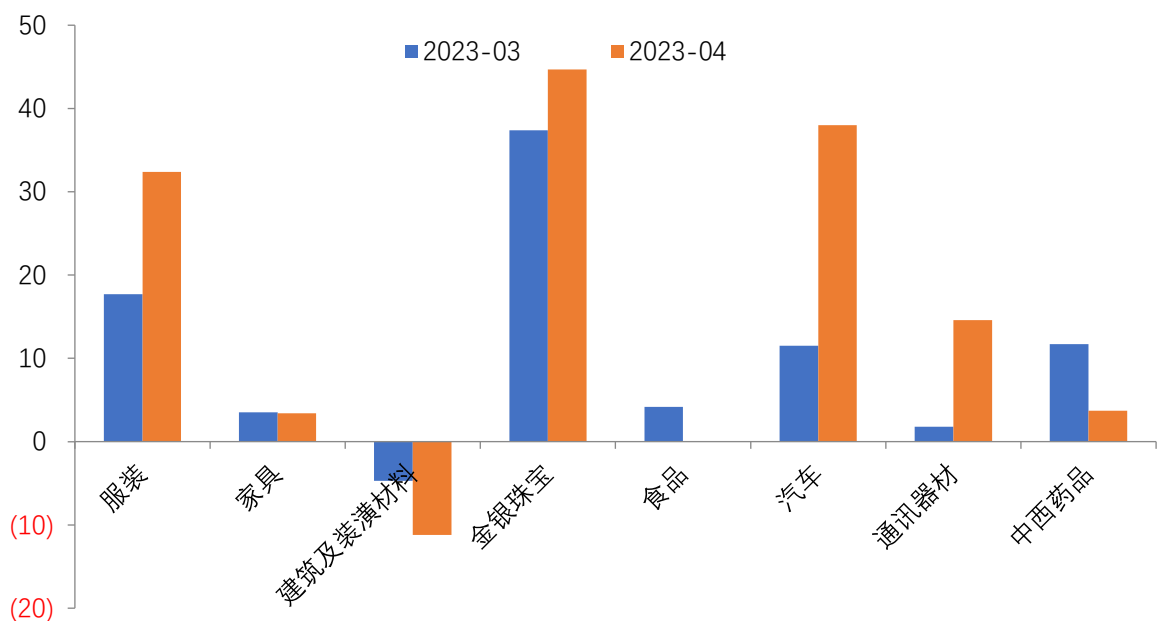


资料来源：Wind，上海证券研究所

随着疫情防控措施优化，社会经济回归常态，消费持续强劲

反弹。从消费类型来看，服装、金银珠宝、汽车、通讯器材消费增长突出。服装、金银珠宝在上月的高增速上进一步回升，汽车产销两旺，车企促销活动提振汽车消费。由于疫情对于消费场景的抑制消除，接触性消费加快恢复，餐饮消费进一步加速回升，表现好于商品消费。另外，消费的加速回升也得益于去年疫情造成的低基数效应。疫情导致的封控管理、物流阻塞以及对居民收入的影响，对消费需求都造成较大的冲击。因此疫情期间，消费受到的冲击最大。但随着社会经济生活的正常化，经济恢复性好转，居民收入改善，促进消费政策持续出台，消费潜力进一步释放，消费也有望进一步向好回升。

图 6 社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 经济回暖中缓回升

4 月经济数据显示，工业、消费增长加快，投资延续回落趋势。我们认为经济第一增长动力仍然是投资，投资未改缓降态势，表明经济内在动力偏弱状况未变。投资中各项投资均有回落，但投资偏软主要仍受地产投资萎缩的影响，说明楼市行业拐点后中国经济增长受影响长远，亦决定了中国经济未来增长的平稳特征。消费持续回暖，社会生活正常化后给经济带来回升作用仍在持续，而去年疫情造成的低基数效应也使得消费进一步加速回升。而作为经济成效综合体现工业经济进一步回升，表明经济回暖中缓回升态势不变，但整体仍偏弱。

3.2 市场平稳中波动回暖

中国经济回暖中政策维持平稳，伴随经济和社会生活的全面恢复正常，市场经济信心逐步趋恢复。宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。综合来看，政策也已定调经济回暖态势，前期偏宽松的货币环境或缓慢回撤，但经济偏软时期物价低迷带来的利率下移，资本市场平稳波动中回暖也是大方向。

4 事件预测：趋势判断

4.1 内在动力需加强，扶持政策仍需维持

一季度经济恢复好于预期，实现良好开局，而2季度受去年全年低点的低基数影响，增速也有望进一步加快，有助于全年5%目标的实现。但从当前的数据表现来看，经济内在动力仍需加强，托底经济政策仍需维持，尤其是投资激励和降低资本成本方面需要持续发力。我们认为2023年货币政策大概率仍会进一步降准、降息，尤其是降准。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储持续加息带来的流动性收紧，均将对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。