

# 中国宏观经济月报

2023/5/16

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin\_yan@chiefgroup.com

## 经济恢复动能较弱

### 事件：

5月16日，国家统计局公布4月中国经济数据：

4月社会消费品零售总额同比增长18.4%（前值为10.6%），环比增长0.49%（往年同期均值为0.77%）。

4月工业增加值同比增长5.6%（前值为3.9%），环比减少0.47（往年同期均值为0.46）。

前4个月固定资产投资累计同比增长4.7%（前值为5.1%），其中，制造业投资累计同比增长6.4%（前值为7.0%），基建投资累计同比增长8.5%（前值为8.8%），房地产投资累计同比减少6.2%（前值为-5.8%）。

4月城镇调查失业率为5.2%（前值为5.3%），其中16-24岁人口调查失业率为20.4%（前值为19.6%）。

### 经济数据呈现以下特点：

- 经济增长动能较弱

最早公布的4月景气度指数显示，制造业PMI指数降至49.2%，环比低2.7个百分点，重回荣枯线以下；非制造业PMI指数降低1.8个百分点至56.4%；提前一步预告经济增长动能减弱、制造业景气状况甚至从扩张转为收缩。

之后公布的社融、信贷数据和物价数据均低于市场预期，进一步印证了经济疲弱的走势。

这次公布的消费、投资和就业数据，剔除基数效应的影响之后，几乎全面低于市场预期和历史同期平均水平，为经济疲弱走势再添实证。

图表 1：主要经济指标热力图

	GDP 当季同比	景气度 (PMI 指数)		就业 失业率	需求					物价			金融					
		制造业	非制造业		消费品零售	工业增加值	固定资产投资	制造业	房地产业	基建	出口	进口	CPI	PPI	社融	M0	M1	M2
2021-01		51.3	52.4	5.4							10.0	6.0	-0.3	0.3	13.0	-3.9	14.7	9.4
2021-02		50.6	51.4	5.5			1.0	-3.0	5.8	-0.7	23.0	13.1	-0.2	1.7	13.3	4.2	7.4	10.1
2021-03	18.30	51.9	56.3	5.3	6.3	6.2	2.7	-1.5	6.3	3.0	10.2	17.1	0.4	4.4	12.3	4.2	7.1	9.4
2021-04		51.1	54.9	5.1	4.3	6.8	3.7	0.3	7.6	3.3	16.7	11.0	0.9	6.8	11.7	5.3	6.2	8.1
2021-05		51.0	55.2	5.0	4.5	6.6	4.0	1.3	7.8	3.3	11.0	12.9	1.3	9.0	11.0	5.6	6.1	8.3
2021-06	7.90	50.9	53.5	5.0	4.9	6.5	4.5	2.6	7.4	3.5	15.0	19.0	1.1	8.8	11.0	6.2	5.5	8.6
2021-07		50.4	53.3	5.1	3.6	5.6	4.2	2.6	7.2	2.7	12.8	12.8	1.0	9.0	10.7	6.1	4.9	8.3
2021-08		50.1	47.5	5.1	1.5	5.4	4.2	3.1	6.8	2.3	17.0	14.3	0.8	9.5	10.3	6.3	4.2	8.2
2021-09	4.90	49.6	53.2	4.9	3.8	5.0	4.0	3.6	6.3	2.0	18.3	15.3	0.7	10.7	10.0	5.5	3.7	8.3
2021-10		49.2	52.4	4.9	4.6	5.2	3.9	4.0	6.0	1.9	18.6	12.3	1.5	13.5	10.0	6.2	2.8	8.7
2021-11		50.1	52.3	5.0	4.4	5.4	3.9	4.7	5.6	1.6	21.1	17.2	2.3	12.9	10.1	7.2	3.0	8.5
2021-12	4.00	50.30	52.7	5.1	3.1	5.8	3.9	5.4	5.0	1.8	19.5	13.4	1.5	10.3	10.3	7.7	3.5	9.0
2022-01		50.1	51.1	5.3							24.2	19.9	0.9	9.1	10.5	18.5	-1.9	9.8
2022-02		50.2	51.6	5.5			12.2	20.9	4.7	8.6	6.3	10.5	0.9	8.8	10.2	5.8	4.7	9.2
2022-03	4.8	49.5	48.4	5.8	-3.5	5.0	9.3	15.6	1.8	10.5	14.3	0.7	1.5	8.3	10.5	10.0	4.7	9.7
2022-04		47.4	41.9	6.1	-11.1	-2.9	6.8	12.2	-1.9	8.3	3.5	0.2	2.1	8.0	10.2	11.5	5.1	10.5
2022-05		49.6	47.8	5.9	-6.7	0.7	6.2	10.6	-3.2	8.2	16.2	3.5	2.1	6.4	10.5	13.5	4.6	11.1
2022-06	0.4	50.2	54.7	5.5	3.1	3.9	6.1	10.4	(4.2)	9.2	17.1	0.1	2.5	6.1	10.8	13.9	5.8	11.4
2022-07		49.0	53.8	5.4	2.7	3.8	5.7	9.9	(5.2)	9.6	18.2	1.8	2.7	4.2	10.7	13.9	6.7	12.0
2022-08		49.4	52.6	5.3	5.4	4.2	5.8	10.0	(6.2)	10.4	7.5	0.1	2.5	2.3	10.5	14.3	6.1	12.2
2022-09	3.9	50.1	50.6	5.5	2.5	6.3	5.9	10.1	(6.6)	11.2	5.5	0.1	2.8	0.9	10.6	13.6	6.4	12.1
2022-10		49.2	48.7	5.5	(0.5)	5.0	5.8	9.7	(7.3)	11.4	(0.4)	(0.7)	2.1	(1.3)	10.3	14.4	5.8	11.8
2022-11		48.0	46.7	5.7	(5.9)	2.2	5.3	9.3	(8.3)	11.6	(9.0)	(10.6)	1.6	(1.3)	10.0	14.1	4.6	12.4
2022-12	2.9	47.0	41.6	5.5	(1.8)	1.3	5.1	9.1	(8.4)	11.5	(10.0)	(7.4)	1.8	(0.7)	9.6	15.3	3.7	11.8
2023-01		50.1	54.4	5.5							(10.5)	(21.3)	2.1	(0.8)	9.4	7.9	6.7	12.6
2023-02		52.6	56.3	5.6			5.5	8.1	(5.1)	12.2	(1.3)	4.2	1.0	(1.4)	9.9	10.6	5.8	12.9
2023-03	4.5	51.9	58.2	5.3	10.6	3.9	5.1	7.0	(5.1)	10.8	14.8	(1.4)	0.7	(2.5)	10.0	11.0	5.1	12.7
2023-04		49.2	56.4	5.2	18.4	5.6	4.7	6.4	(5.3)	9.8	8.5	(7.9)	0.1	(3.6)	10.0	10.7	5.3	12.4

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

- 社交类商品销售、餐饮等服务类消费快速恢复带动消费同比增速提升，但环比增长较为缓慢。

4月社会消费品零售总额3.5万亿元，同比增长18.4%，较上月高7.8个百分点。虽然同比增速较高，但增速提升在较大程度上是低基数效应作用的结果，环比增速仅为0.49%，低于往年同期平均水平，显示消费意愿和能力仍然不强。

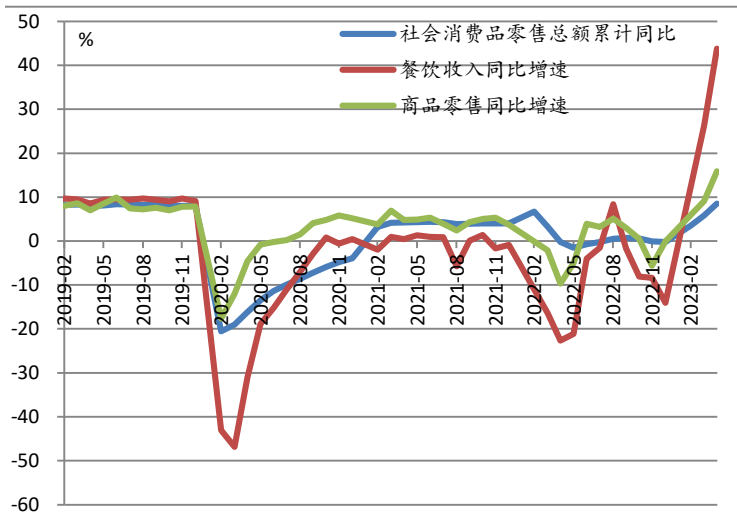
分消费类型看，餐饮等服务业恢复更快。商品零售3.1万亿元，同比增长15.9%，餐饮收入3757亿元，同比增长43.8%。

分商品类别看，社交类和汽车类增速较高，宅经济类和房产类增速较低。各类商品增速的高低主要受基数效应的影响。剔除掉基数效应之后，消费主要靠食品饮料等必需品类、服装金银珠宝等社交类和汽车类支撑，房产类和宅经济类普遍为负增长，其中主要以建筑装潢类、家具类、家用电器类、通讯器材类等耐用品为主，这些商品的消费主要受房产购买和收入显著增长驱动，在房产销售乏力、收入增速下降的大环境下，这些耐用品的需求也随之大幅减少，消费重心转向必需品，而必需品消费的收入弹性小，较为稳定，直接决定了消费在一段时间内都将维持低增速的走势。

而且，疫后社会管控恢复常态，人员流动快速反弹，餐饮、交通运输、旅游住宿等行业显著好转。但疫情对居民消费观念的改变、对居民资产负债表的影响、对中低收入群体收入的冲击等，将在

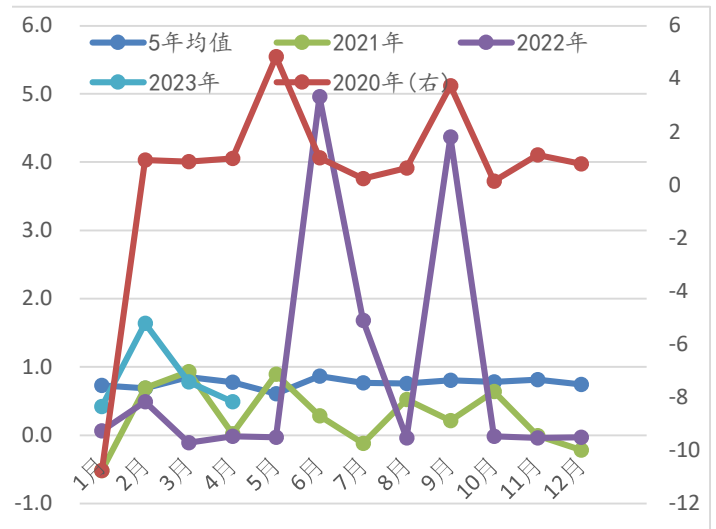
相当长时期内对消费产生负面影响。

图表 2：社会消费品零售总额增速



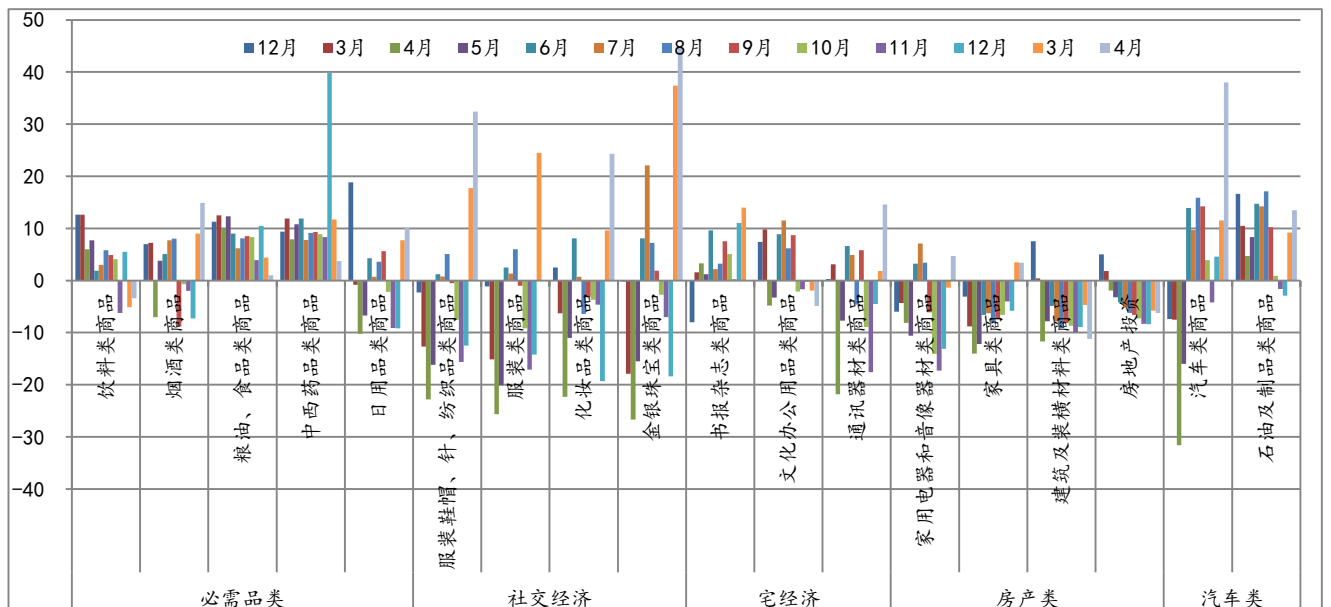
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 3：消费环比增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 4：各类商品销售增速



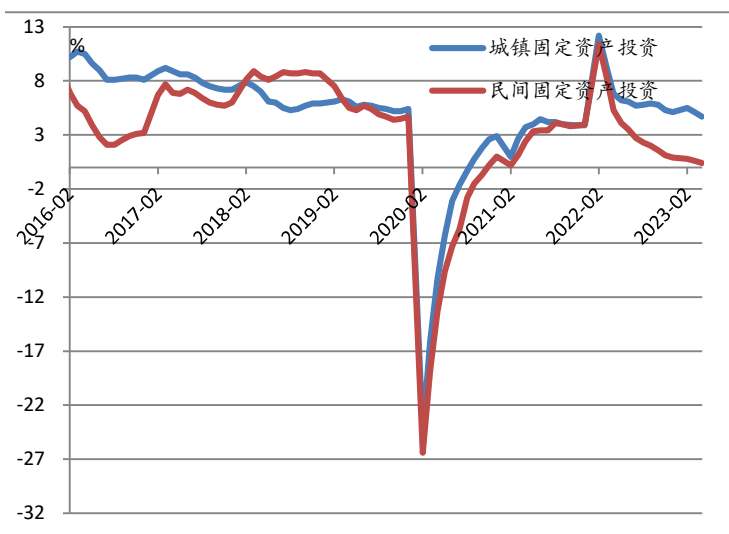
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

- 总投资增速回落，房地产投资低迷，制造业韧性较强，基建应继续承担起稳经济的重任  
投资增速主要受二产的支撑，三产投资较弱

1-4月全国城镇固定资产投资14.7万亿元，同比增长4.7%，较前值低0.4个百分点。分产业看，第一产业同比增长0.3%，第二产业增长8.4%，第三产业增长3.1%。投资增速主要受二产投资的支撑，一产和三产投资增速较低。

民间投资依然较为低迷，增速近乎于0（0.4%），国有控股投资则增长9.4%，反映出民间投资机会及意向均较低。

图表 5：全国固定资产投资同比增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 6：分三大产业固定资产投资增速

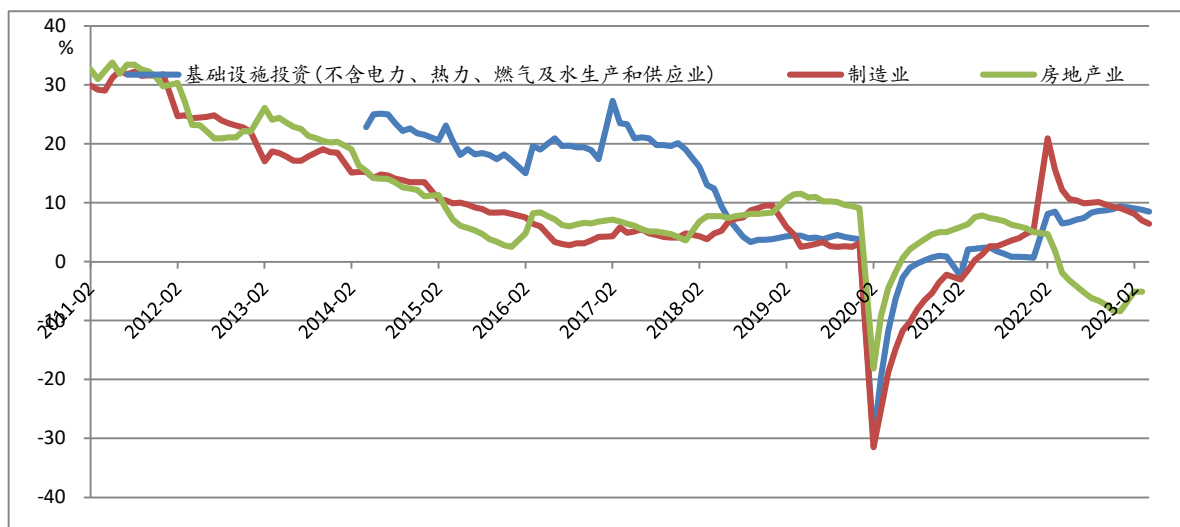


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

### 基建投资仍需继续承担稳经济任务

基建投资（不含电、热、燃气及水的生产和供应业）增速为8.5%，较前值低0.3个百分点。其中，铁路运输业投资增长14.0%，水利管理投资增长10.7%，道路运输业投资增长5.8%，公共设施管理业投资增长4.7%。在消费恢复较为乏力、外贸遭受西方制裁和全球需求走弱的双重打击、房地产投资再难重现昔日光辉的当下，基建仍需继续承担起稳经济的重任。

图表 7：分三大类固定资产投资同比增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

### 制造业投资韧性较强

制造业投资同比增速为 6.4%，较前值低 0.6 个百分点，在上年高基数的基础上仍然录得较高增速，显示出制造业投资韧性较强。

分行业看，电气机械和器材制造业、汽车制造业、化学原料和化学制品制造业、计算机通信和其他电子设备制造业增速较高，分别增长 42.1%、18.5%、15.5%和 14.2%；高技术类产品增速较高。

### 房地产业销售端有所好转但生产端依然较弱

房地产销售降幅继续收窄。1-4 月全国商品房销售面积为 3.8 亿平方米，同比下降 0.4%，降幅较前值收窄 1.4 个百分点；商品房销售额 4.0 万亿元，同比增长 8.8%，较前值提升 4.7 个百分点。

开发前端疲弱，后端竣工亮眼。房屋新开工面积同比增速为-21.2%，房屋施工面积同比增速为-5.6%，房屋竣工面积同比增速为 18.8%。

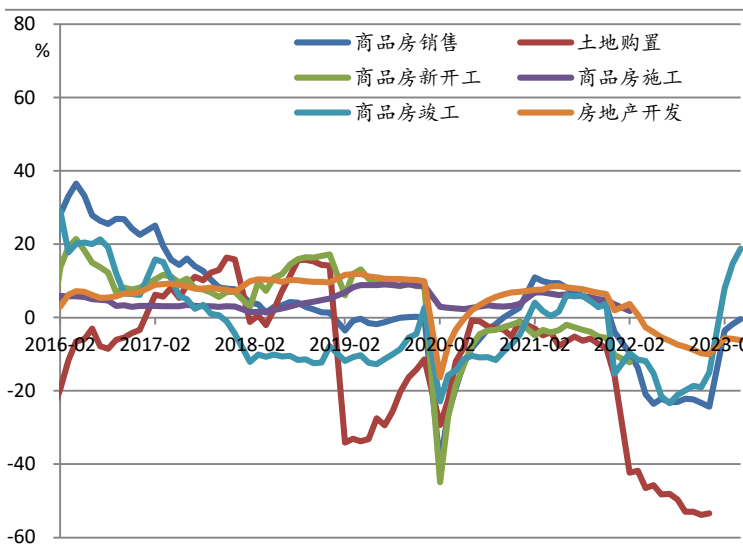
房地产开发投资降幅扩大。全国房地产开发投资 3.6 万亿元，同比增速为-6.2%，降幅较前值扩大 0.4 个百分点。

房地产投资资金增速降幅收窄。房地产开发企业到位资金 4.5 万亿元，同比下降 6.4%，降幅收窄 2.6 个百分点。其中，定金及预收款增长 4.0%，自筹资金下降 19.4%，个人按揭贷款增长 2.5%，房地

产开发贷款下降 6.2%。

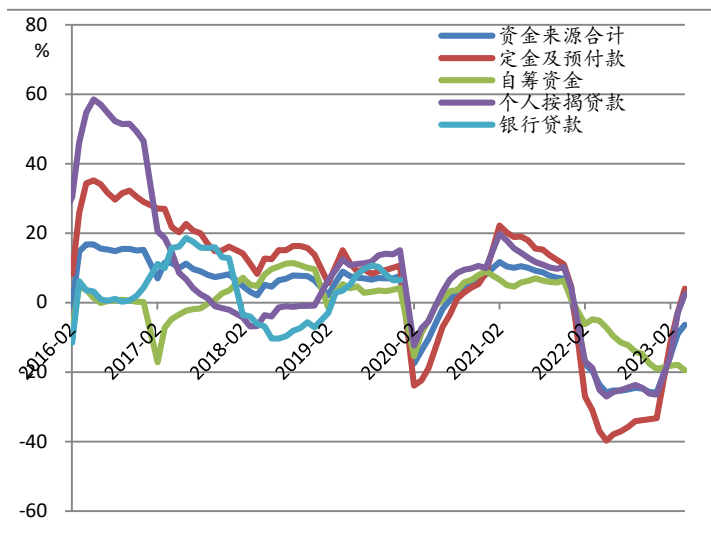
从统计局公布的房价数据看，一、二、三线城市的环比价格增速均继续为正值，但二三线城市涨幅均有所回落；同比增速中一、二线城市为正增速，三线城市降幅显著收窄，一、二、三线城市房价同比增速依次下降，城市越大，房价相对越坚挺。

图表 8：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 9：房地产开发资金来源增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

• 三驾马车小结：

总体而言，三驾马车中，消费重心发生结构性转移，在房地产销售大势已去和居民收入增速回落的大环境下，耐用品消费乏力，消费重心转向必需品，而必需品的消费特性决定了之后相当长时间内消费都将维持平稳的低增速走势；外贸遭受西方制裁和全球需求走弱的双重打击面临较大压力；投资中，房地产投资低迷，制造业投资韧性相对较强，但可依靠细分行业较少，而且制造业这一个发力点较为单薄，基建理应继续承担起稳经济的重任，但基建投资依然较为保守。综合作用之下，经济增长动能较为疲弱。

• 工业增加值回落

4 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，较前值高 1.7 个百分点。环比下降 0.47%，显著低于往年同期。

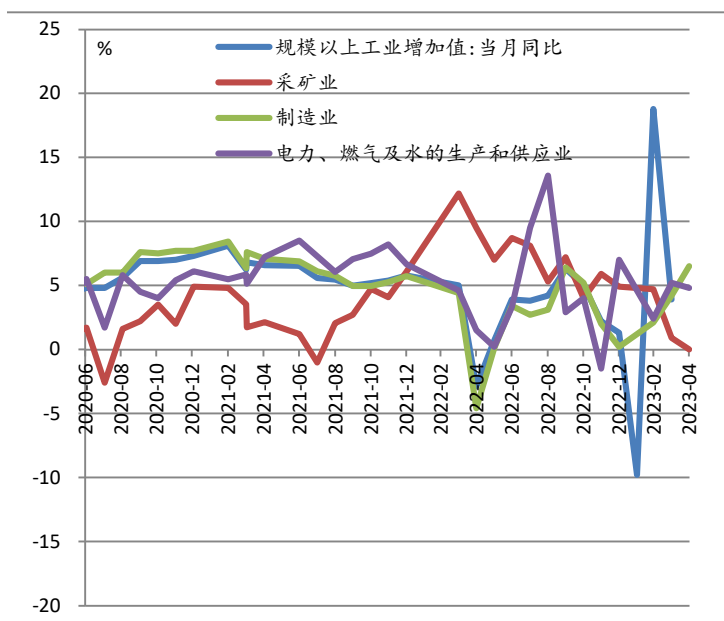


三大门类中，采矿业增加值同比持平，制造业增长 6.5%；公共事业类增长 4.8%；

随着大宗商品价格的回落，上游行业增加值增速高位回落，对中下游行业的挤压有所减轻。

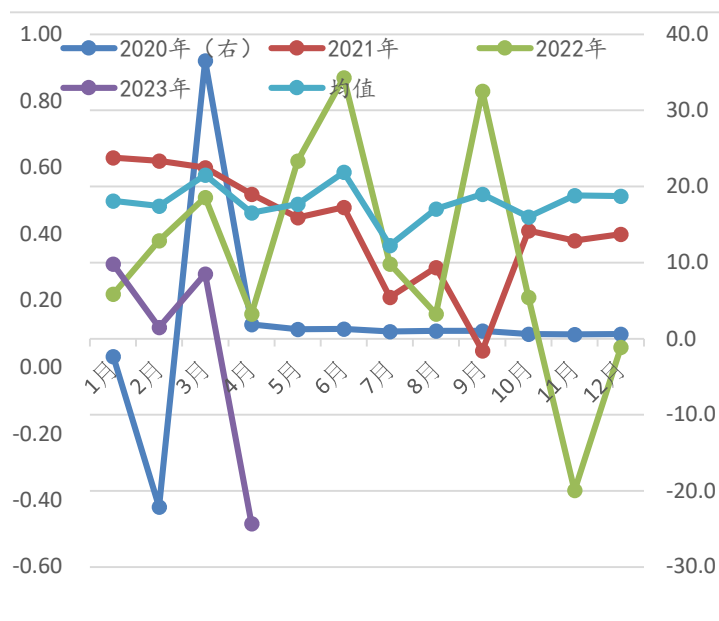
从行业来看，制造业增加值的贡献者主要是汽车制造业，以及新能源、新动能类产品。4月汽车制造业增加值同比增长 44.6%，较上月快 31.1 个百分点，带动装备制造业增加值同比增长 13.2%。新能源产品中，光伏电池、汽车用锂离子动力电池、充电桩产量同比分别增长 69.1%、55.5%、36.9%；新材料产品生产也保持高速增长，太阳能工业用超白玻璃产量、多晶硅、单晶硅、海绵钛等产品分别增长 103%、89.3%、60.7%、26.7%；高技术产品中，服务机器人、工业控制计算机及系统、民用飞机等产量分别增长 47.6%、15.8%、14.3%。

图表 10：工业增加值增速



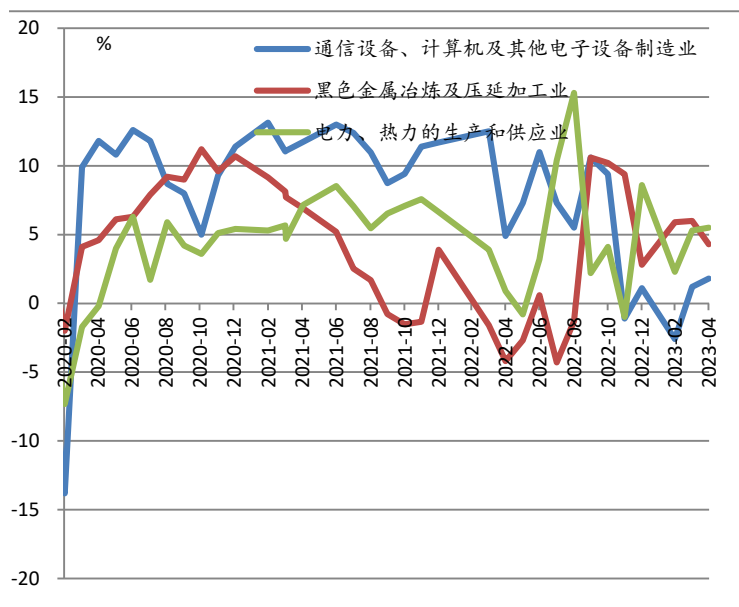
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 11：工业增加值环比增速



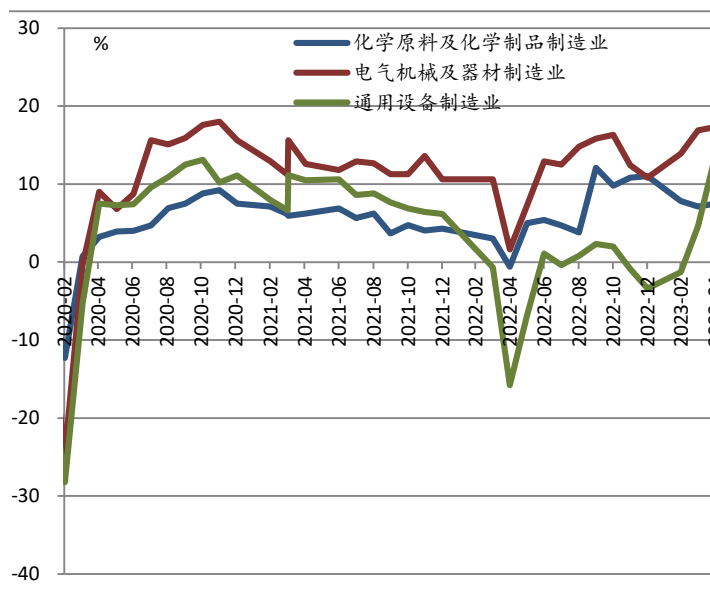
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 12: 各行业增加值增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 13: 各行业增加值增速 (续)



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

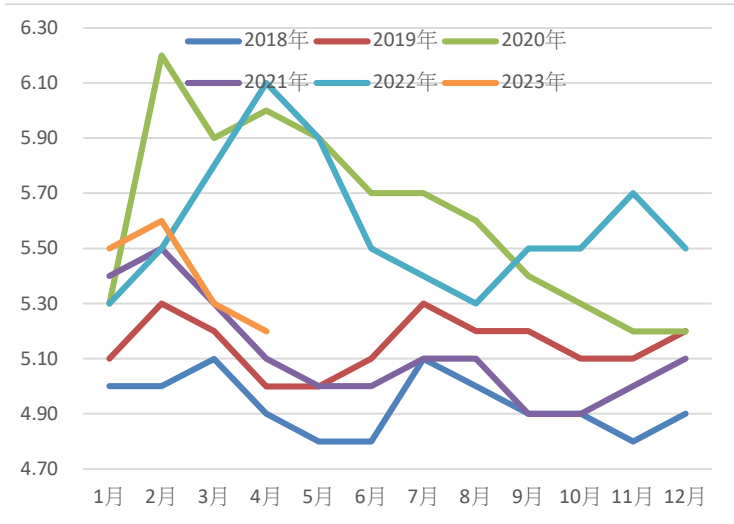
• 就业状况结构性问题凸出

**总失业率回落。**4月全国城镇调查失业率为5.2%，回落0.1个百分点，虽然尚未恢复至疫情前水平，但就业整体状况近两个月持续改善。

**结构性问题凸出。**在整体就业改善的大背景下，就业市场的结构性问题较为严峻，15-24岁青年调查失业率逐月提升，从上年末的16.7%升至20.4%的高位，按照这一年龄段失业率的季节性规律看，5、6、7月失业率还将继续提升，青年就业形势依然严峻。从横向失业率看，4月初中及以下学历调查失业率为4.5%，高中学历调查失业率4.6%，高于其他较高学历群体（大专学历为4.0%，本科及以上学历为3.1%）。但从纵向失业率看，低学历的初中及以下学历调查失业率从2月的5.7%降至3月的4.8%，再继续降至4月的4.5%；高中学历调查失业率从2月的5.2%降至3月的4.8%，再降至4月的4.6%；较高学历群体中，大专学历从2月的4.1%小幅降至3月的4.0%，4月继续保持4.0%；本科及以上学历则从2月的3.0%升至3月的3.1%，4月继续保持3.1%；显示学历越低就业状况改善越显著，学历越高，就业状况越在逐渐恶化，这与地缘政治风险加剧、企业外迁等有较大关系。

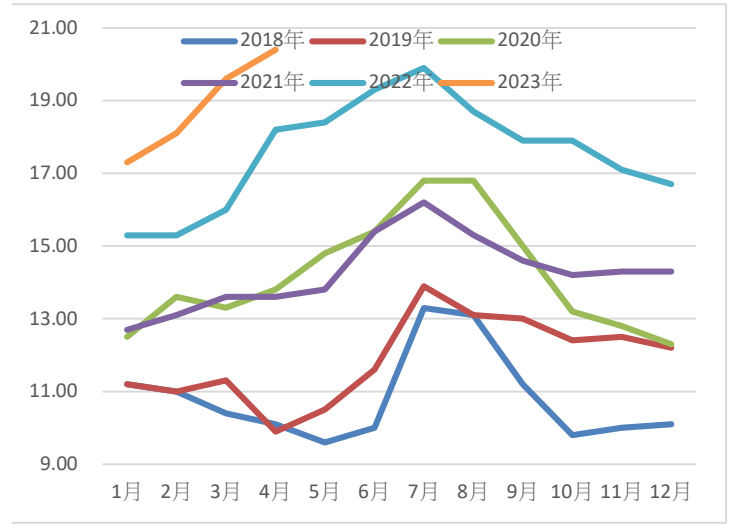


图表 14: 全国城镇调查失业率



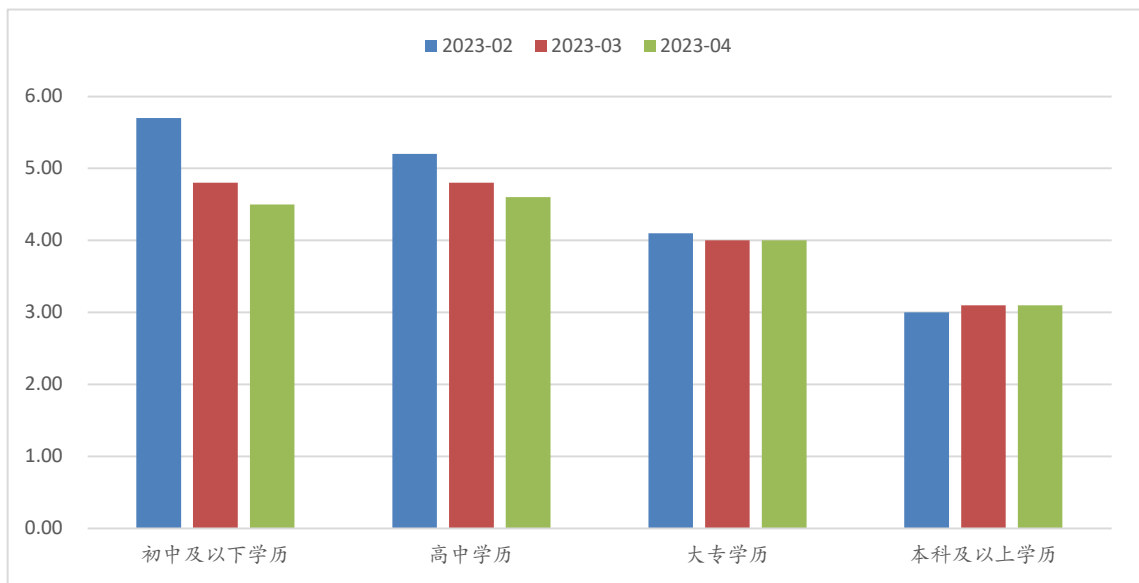
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 15: 青年调查失业率 (15-24岁)



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 16: 失业率分学历水平情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的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。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和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
<b>香港致富证券有限公司</b> 香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼 电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	<b>香港致富证券有限公司北京代表处</b> 北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层 电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555831	<b>香港致富证券有限公司上海代表处</b> 上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室 电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	<b>香港致富证券有限公司深圳代表处</b> 深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼 电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)