



内生动力较弱

——宏观经济研究周报

2023年05月21日

投资摘要:

进入4月，2022年同期的低基数拔高了社零和工业生产等指标增速。但环比来看，经济内生动力仍然较弱。短期来看，在房地产市场承压、外需趋弱和基建退出的背景下，基数效应的拉动或显单薄。

固定资产投资增速逐步放缓

- **工业品价格下降压力下，3-4月固定资产投资增速放缓。**1-4月固定资产投资完成额同比增长4.7%，增速较1-3月下降0.4个百分点。1-4月PPI累计同比下降2.1%，降幅较1-3月扩大0.5个百分点。今年以来工业品价格的持续下降给固定资产投资完成额带来了不小的增长压力。
- **三大行业投资完成额增速下移。**从大类行业来看，1-4月基建投资完成额同比增长9.8%，前值10.8%，增速自年初以来逐月下降。两会政府工作报告中的财政力度说明今年的经济复苏将更多地依靠内生动力，逆周期政策将逐步退出，叠加2022年不低的基数，预计未来基建增速将进一步放缓。房地产投资完成额同比下降6.2%，降幅较1-3月扩大0.4个百分点。在房地产投资降幅扩大和出口压力增大的影响下，制造业投资增速承压，1-4月投资完成额同比增长6.4%，前值7%。
- **房地产销售延续回暖趋势，新开工、竣工增速分化。**1-4月房地产销售面积同比下降0.4%，降幅较1-3月收窄1.4个百分点；销售额同比增长8.8%，增速较1-3月提升4.7个百分点。去年4月地产销售开始大幅走弱，低基数使今年同比读数偏高。同时4月居民人民币信贷规模下降，对应购房需求的收缩，因此综合来看地产销售回暖较为确定，但高度仍然有限。1-4月房地产新开工面的同比下降21.2%，降幅较1-3月扩大2个百分点；竣工面积同比增长18.8%，增速较1-3月提升4.1个百分点，新开工、竣工增速剪刀差进一步走阔。
- **土地市场回暖信号中断。**1-4月100大中城市土地成交面积同比下降3.3%，增速较1-3月下降5.5个百分点，再次出现负增长；土地成交总价同比下降15.7%，降幅较1-3月扩大5.3个百分点。

制造业增速继续下行

- **制造业固定资产投资增速再创新低，中游机械设备投资成为主力支撑。**1-4月制造业固定资产投资完成额同比增长6.4%，增速较1-3月下降0.6个百分点，为2022年以来的新低。从大类行业来看，1-4月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资完成额分别同比增长1.8%、16.7%、2.8%，增速较1-3月均放缓。
- **高出口依赖行业投资增速高于低出口依赖行业。**1-4月高、低出口依赖行业投资完成额分别同比增长10%、4.6%，增速分别较1-3月下降1.8和1.6个百分点。今年1季度来看，外需表现好于内需，受此支撑，高出口依赖行业投资增速在年初超过低出口依赖行业。但未来随联邦基金利率在高位维持时间的延长，我们预计高出口依赖行业未来投资增速或有较大的下行压力。

低基数带来社零增速显著改善

- **低基数作用下社零增速持续提升。**今年2-4月社零环比增速呈下降趋势，但受去年4月低基数影响，4月当月社零同比增速达18.4%，1-4月社零总额同比增长8.5%，增速较1-3月提升2.7个百分点，其中限额以上企业社零总额同比增长7.8%，增速较1-3月提升3个百分点。
- **餐饮增速高于商品零售，低基数助汽车销售额增速大幅提升。**1-4月餐饮收入、商品零售额分别同比增长43.8%、15.9%，增速较1-3月分别提升17.5和6.8个百分点。从限额以上企业的商品零售大类来看，石油制品和可选消费品零售额增速提升幅度更大，这与去年4月可选消费降幅更大有关。与之类似，在低基数的助力下，4月当月汽车销售额同比增长38%。

工业生产环比降速

- **低基数难掩工业生产环比降速。**4月工业增加值环比下降0.5%，工业生产出现降速。1-4月工业增加值同比增长3.6%，增速较1-3月提升0.6个百分点

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

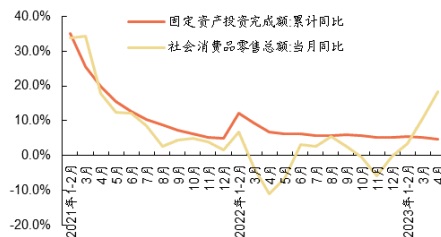
李起

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660122090010

13716755997

2021-2023年4月固定资产投资和社零增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《部门一冷一热：宏观经济研究周报》2023-05-15
- 2、《环球同此凉热：宏观经济研究周报》2023-05-03
- 3、《于无声处听惊雷：宏观经济研究专题报告》2023-04-26
- 4、《美国核心通胀仍有破6可能：宏观经济研究周报》2023-04-18
- 5、《预期差异下的数据弱化：宏观经济研究周报》2023-04-17

点，低基数作用下同比增速维持高位。

- ◆ **下游、中游机械设备工业增加值增速保持上行趋势，上游、中游原材料增速下降。**1-4月下游、中游机械设备工业生产恢复较好，工业增加值分别同比增长6.9%和9.2%，增速逐月提升。而受工业品价格下行的影响，上游、中游原材料工业生产增速出现下降趋势。

风险提示：居民消费需求超预期修复、海外需求保持强劲、地产销售超预期回暖、政策风险。

2023年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202305E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	6.7	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	4.5	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	9.9	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	5.8	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-5.9	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	9.3	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	0.0	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-3.7	-0.5
贸易顺差对 GDP 增速拉	0.6	1.8	0.5	0.2	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9
美元兑人民币汇率	6.5	6.4	7.0	7.1	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	9.7	10.0

说明：实际 GDP202305E 为 2 季度预测值，贸易顺差对 GDP 拉动也同为 2 季度预测值；CPI 和 PPI2023E 为全年同比，202305E 为当月同比；10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 每周一谈：4月经济数据点评	4
1.1 固定资产投资增速逐步放缓	4
1.2 房地产和土地市场同步回暖	5
1.3 制造业增速继续下行	6
1.4 低基数带来社零增速显著改善	6
1.5 工业生产环比降速	7
2. 风险提示	8

图表目录

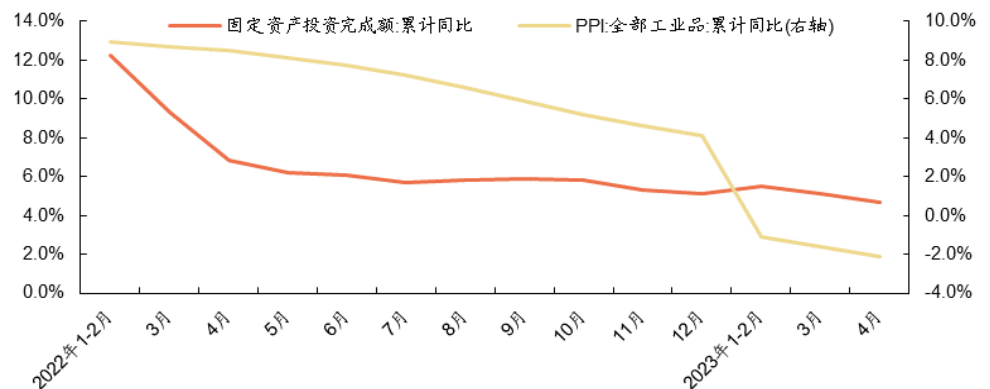
图 1：2022-23 年 4 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速	4
图 2：2022-23 年 4 月固定资产投资分项增速	4
图 3：2022-23 年 4 月房地产对固定资产投资同比拉动	4
图 4：2021-23 年 4 月商品房销售额与面积增速	5
图 5：2021-23 年 4 月房地产新开工、施工和竣工增速	5
图 6：2021-23 年 4 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速	5
图 7：2022-23 年 4 月制造业固定资产投资完成额增速	6
图 8：2021 年-23 年 4 月中、下游制造业固定资产投资增速	6
图 9：2021-23 年 4 月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速	6
图 10：2022-23 年 4 月社会消费品零售总额累计增速	7
图 11：2022-23 年 4 月社会消费品零售总额当月增速	7
图 12：2022-23 年 4 月餐饮收入、商品零售额增速	7
图 13：2022-23 年 4 月限额以上企业商品零售大类增速	7
图 14：2022-23 年 4 月工业增加值增速	7
图 15：2022-23 年 4 月工业增加值环比增速	7
图 16：2022-23 年 4 月上中下游行业工业增加值增速	8

1. 每周一谈：4 月经济数据点评

1.1 固定资产投资增速逐步放缓

工业品价格下降压力下，3-4 月固定资产投资增速放缓。1-4 月固定资产投资完成额同比增长 4.7%，增速较 1-3 月下降 0.4 个百分点。1-4 月 PPI 累计同比下降 2.1%，降幅较 1-3 月扩大 0.5 个百分点（图 1）。今年以来工业品价格的持续下降给固定资产投资完成额带来了不小的增长压力，若以“固定资产投资完成额增速-PPI 增速”作为实际值增速，则今年前 3 个月分别录得 6.6%、6.7%和 6.8%（1-2 月合并计算），增速逐月抬升，但幅度较为有限。

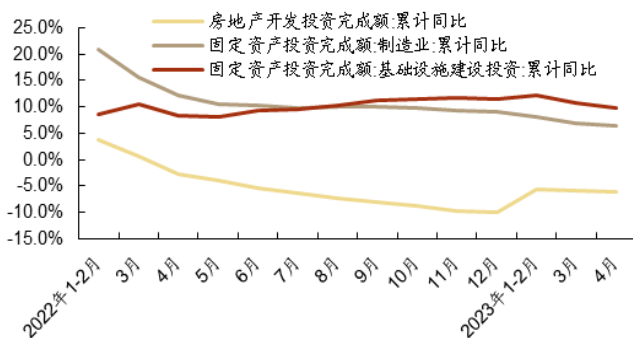
图1：2022-23 年 4 月固定资产投资完成额增速和 PPI 增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

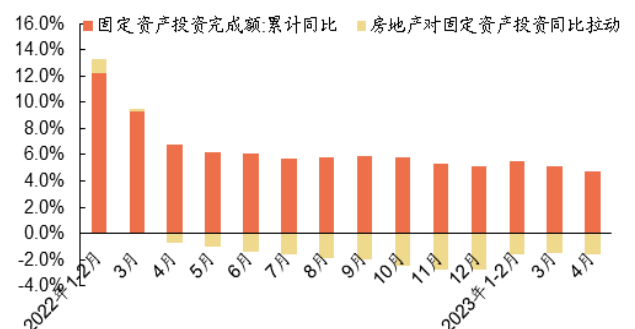
三大行业投资完成额增速下移。从大类行业来看，1-4 月基建投资完成额同比增长 9.8%，前值 10.8%，增速自年初以来逐月下降。两会政府工作报告中的财政力度说明今年的经济复苏将更多地依靠内生动力，逆周期政策将逐步退出，叠加 2022 年不低的基数，预计未来基建增速将进一步放缓。房地产投资完成额同比下降 6.2%，降幅较 1-3 月扩大 0.4 个百分点。在房地产投资降幅扩大和出口压力增大的影响下，制造业投资增速承压，1-4 月投资完成额同比增长 6.4%，前值 7%（图 2、图 3）。

图2：2022-23 年 4 月固定资产投资分项增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

图3：2022-23 年 4 月房地产对固定资产投资同比拉动



资料来源：Wind，申港证券研究所

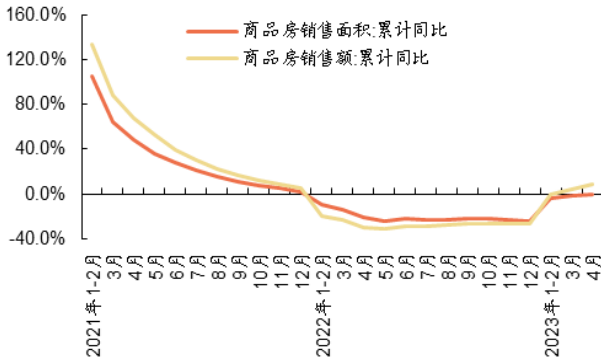
多数行业固定资产投资完成额实现增长。从细分行业来看，20 个行业固定资产投资完成额实现增长，其中烟草制品业（88%）、金属制品设备修理业（44%）、电气机

械及器材制造业 (42%)、仪器仪表制造业 (24%) 和汽车制造业 (19%) 增速排名居前。另外 10 个行业投资完成额同比下降, 其中石油及其他燃料加工业 (-26%)、皮革制品和制鞋业 (-18%)、印刷业 (-16%)、家具制造业 (-14%) 和化学纤维制造业 (-9%) 降幅排名居前。

1.2 房地产和土地市场同步回暖

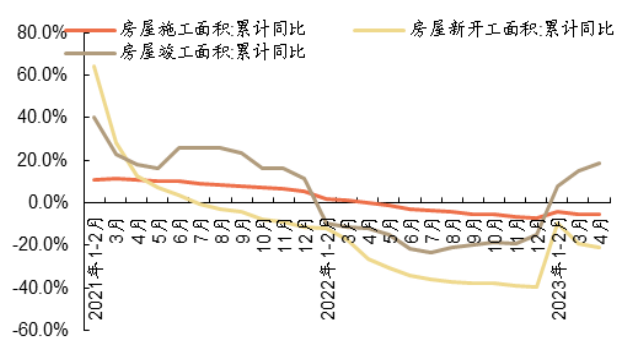
房地产销售延续回暖趋势, 新开工、竣工增速分化。1-4 月房地产销售面积同比下降 0.4%, 降幅较 1-3 月收窄 1.4 个百分点; 销售额同比增长 8.8%, 增速较 1-3 月提升 4.7 个百分点。去年 4 月地产销售开始大幅走弱, 低基数使今年同比读数偏高。同时 4 月居民人民币信贷规模下降, 对应购房需求的收缩, 因此综合来看地产销售回暖较为确定, 但高度仍然有限(图 4)。1-4 月房地产新开工面的同比下降 21.2%, 降幅较 1-3 月扩大 2 个百分点; 竣工面积同比增长 18.8%, 增速较 1-3 月提升 4.1 个百分点, 新开工、竣工增速剪刀差进一步走阔(图 5)。

图4: 2021-23 年 4 月商品房销售额与面积增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

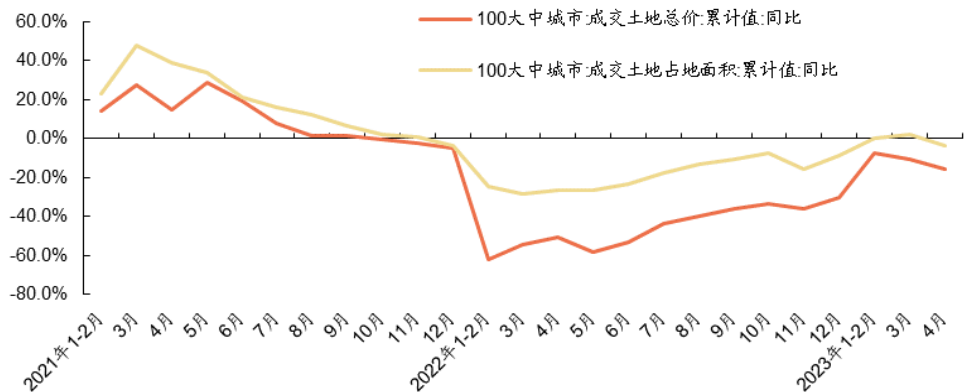
图5: 2021-23 年 4 月房地产新开工、施工和竣工增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

土地市场回暖信号中断。1-4 月 100 大中城市土地成交面积同比下降 3.3%, 增速较 1-3 月下降 5.5 个百分点, 再次出现负增长; 土地成交总价同比下降 15.7%, 降幅较 1-3 月扩大 5.3 个百分点。房地产新开工面积和土地成交面积的同步下降使未来房地产投资增速承压, 同时地方政府财政收入也将受到不利影响。

图6: 2021-23 年 4 月 100 大中城市成交土地总价和面积增速

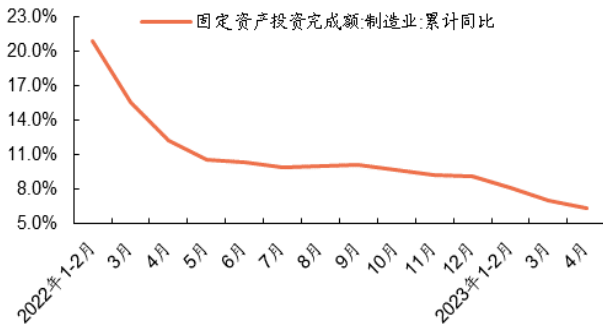


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 制造业增速继续下行

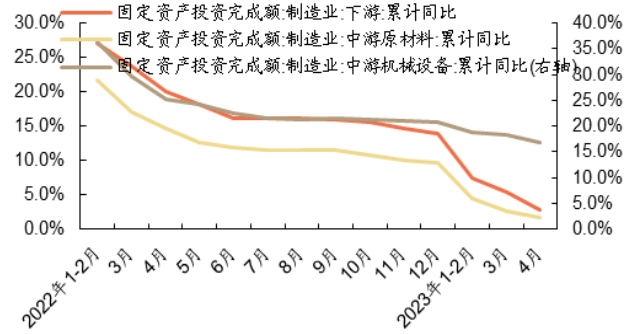
制造业固定资产投资增速再创新低，中游机械设备投资成为主力支撑。1-4月制造业固定资产投资完成额同比增长6.4%，增速较1-3月下降0.6个百分点，为2022年以来的新低（图7）。从大类行业来看，1-4月中游原材料、中游机械设备、下游制造业投资完成额分别同比增长1.8%、16.7%、2.8%，增速较1-3月均放缓（图8）。

图7：2022-23年4月制造业固定资产投资完成额增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

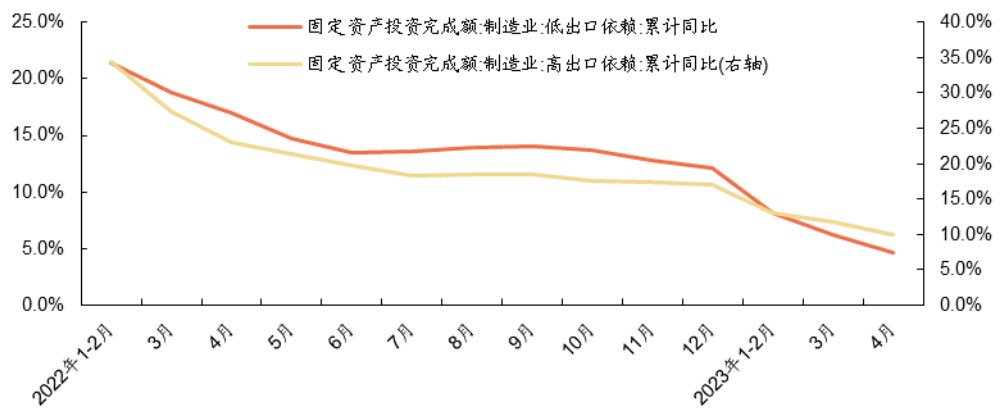
图8：2021年-23年4月中、下游制造业固定资产投资增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

高出口依赖行业投资增速高于低出口依赖行业。1-4月高、低出口依赖行业投资完成额分别同比增长10%、4.6%，增速分别较1-3月下降1.8和1.6个百分点（图9）。今年1季度来看，外需表现好于内需，受此支撑，高出口依赖行业投资增速在年初超过低出口依赖行业。但未来随联邦基金利率在高位维持时间的延长，我们预计高出口依赖行业未来投资增速或有较大的下行压力。

图9：2021-23年4月高/低出口依赖型行业固定资产投资增速

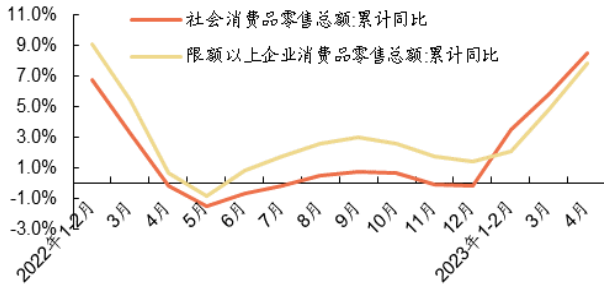


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.4 低基数带来社零增速显著改善

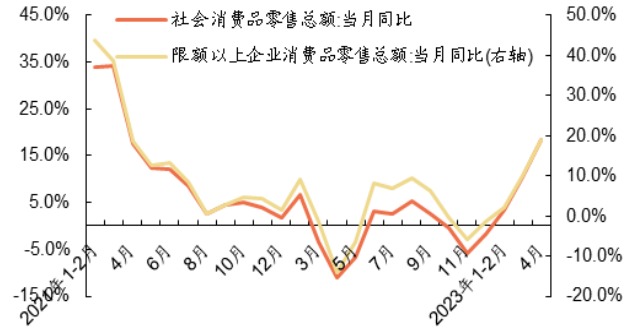
低基数作用下社零增速持续提升。今年2-4月社零环比增速呈下降趋势，但受去年4月低基数影响，4月当月社零同比增速达18.4%（图11），1-4月社零总额同比增长8.5%，增速较1-3月提升2.7个百分点，其中限额以上企业社零总额同比增长7.8%，增速较1-3月提升3个百分点（图10）。

图10: 2022-23 年 4 月社会消费品零售总额累计增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

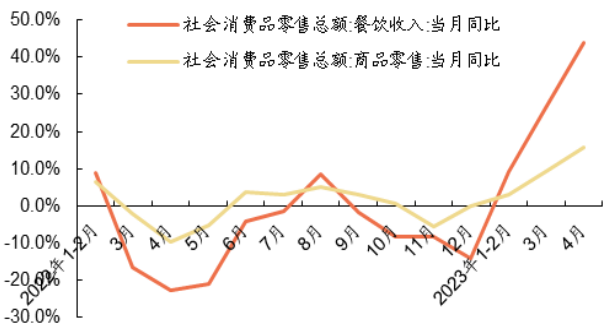
图11: 2022-23 年 4 月社会消费品零售总额当月增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

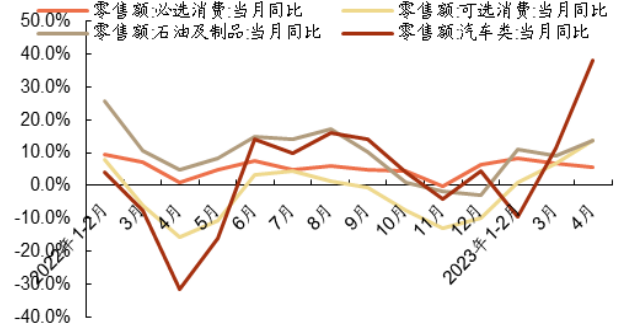
餐饮增速高于商品零售, 低基数助汽车零售额增速大幅提升。1-4 月餐饮收入、商品零售额分别同比增长 43.8%、15.9%, 增速较 1-3 月分别提升 17.5 和 6.8 个百分点 (图 12)。从限额以上企业的商品零售大类来看, 石油制品和可选消费品零售额增速提升幅度更大, 这与去年 4 月可选消费降幅更大有关。与之类似, 在低基数的助力下, 4 月当月汽车零售额同比增长 38%。

图12: 2022-23 年 4 月餐饮收入、商品零售额增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 2022-23 年 4 月限额以上企业商品零售大类增速

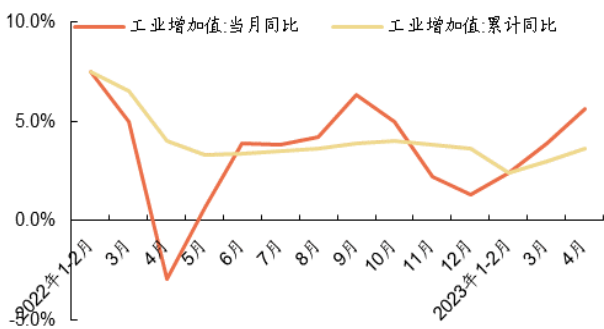


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.5 工业生产环比降速

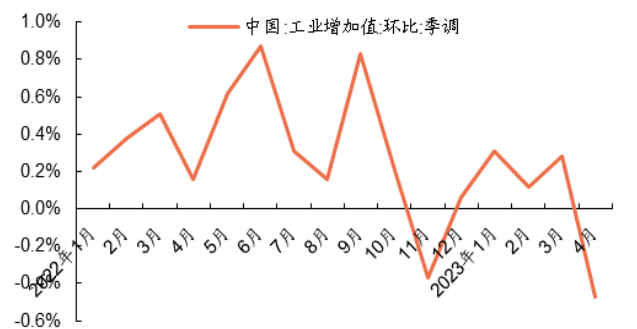
低基数难掩工业生产环比降速。4 月工业增加值环比下降 0.5%, 工业生产出现降速。1-4 月工业增加值同比增长 3.6%, 增速较 1-3 月提升 0.6 个百分点, 低基数作用下同比增速维持高位 (图 14、图 15)。

图14: 2022-23 年 4 月工业增加值增速



敬请参阅最后一页免责声明

图15: 2022-23 年 4 月工业增加值环比增速



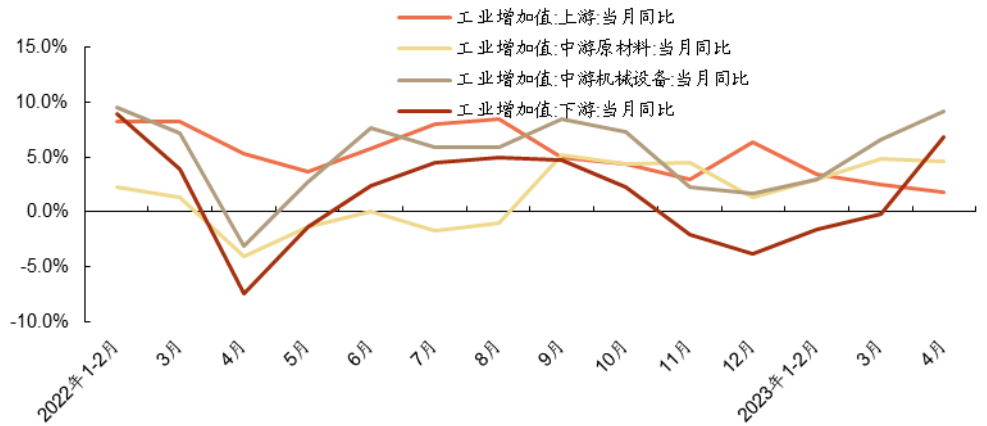
证券研究报告

资料来源: Wind, 申港证券研究所

资料来源: Wind, 申港证券研究所

下游、中游机械设备工业增加值增速保持上行趋势，上游、中游原材料增速下降。1-4 月下游、中游机械设备工业生产恢复较好，工业增加值分别同比增长 6.9%和 9.2%，增速逐月提升。而受工业品价格下行的影响，上游、中游原材料工业生产增速出现下降趋势。

图16: 2022-23 年 4 月上中下游行业工业增加值增速



资料来源: 统计局, Wind, 申港证券研究所

2. 风险提示

居民消费需求超预期修复、海外需求保持强劲、地产销售超预期回暖、政策风险。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上