



宏观经济

看好（短期）

看好（中长期）

市场数据（2023-05-18）

	上证综指涨幅（%）
近一周	-0.37
近一月	-2.83
近三月	2.27

股价走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

安青梁

执业证书编号：S0070523020001

电话：010-83991710

邮箱：anql@grzq.com

相关报告

《一季度经济超预期复苏，但修复程度仍不稳固》20230421

《疫情影响消退经济普遍复苏，地产、消费边际回暖》20230317

《数据真空期下经济恢复成色如何》20230217

《国内疫情快速过峰，政策发力经济正加速回暖》20230130

经济内生动能较弱，仍需政策扶持

—2023.05.19 宏观研究月报

投资要点

- 4月经济数据表明经济内生动力仍然不足，同时内部延续分化，本文主要从中归纳出以下几点：

一是基数较低下消费同比大幅增长，但仍低于预期，从两年平均增速及环比来看，居民消费谨慎，复苏力度持续减弱，同时青年失业率不降反升，“就业-收入-消费”的良性循环仍需进一步打开，后续持续关注环比修复力度；

二是4月出口表现仍有韧性，其中“一带一路”国家支撑持续加强，但受欧美经济需求不佳及企业利润下滑影响，制造业投资延续下行，后续高质量发展目标下制造业将维持韧性；

三是地产投资拖累加大，各分项数据仅竣工数据有所上行，此前积压需求在一季度释放完毕后，地产销售数据再次转弱，“销售-投资-开工”链条传导不畅，企业投资意愿低迷，不过近期可以看到高能级城市拿地景气度较高，低能级仍较冷，后续地产销售或回归弱复苏；

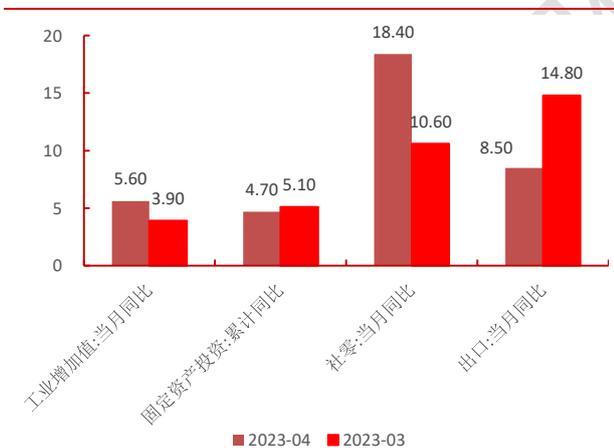
四是基建表现比较平稳，但基数较高叠加部分地区雨季，增速小幅下滑，后续密切关注政策性金融工具的使用情况，下半年财政对基建的支持力度有待确认。

整体来看，目前经济已由第一季度经济的疫后反弹进入二季度的内生增长阶段，经济内生动能较弱，但由于基数原因同比读数仍较高，且今年完成全年经济增长目标压力较小，短期内政策更加注重调结构和高质量发展，后续较强的稳增长政策将视经济增长情况而定。

■ 4 月经济数据概览

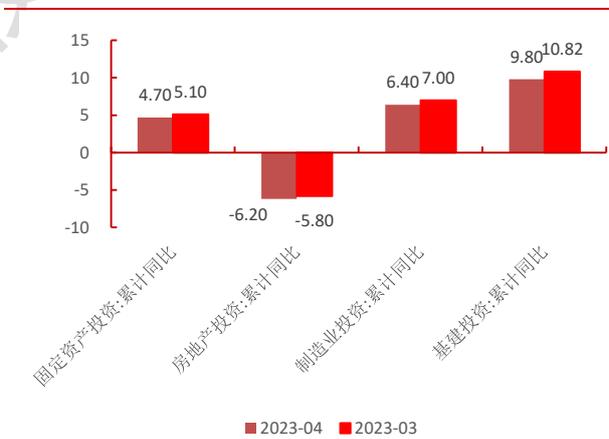
内生动能较弱，4 月经济复苏有所放缓。生产方面，内需恢复不及预期且海外经济延续下滑，叠加目前仍处于去库存阶段，均对工业生产形成较强制约，不过服务业生产仍延续高增。需求方面，低基数下消费同比大增，但从两年平均增速及环比来看，消费复苏延续放缓；出口略超预期，不过对欧美出口仍较弱，“一带一路”沿线国家支撑有所增强；投资方面，基建投资仍是主要支撑项，制造业投资受海外需求下滑及企业利润承压影响，维持韧性下滑状态，地产投资拖累加大，分项中只有竣工数据好转，销售、拿地、新开工及施工均走弱，表明地产投资意愿仍较弱，重心仍在保交楼。整体来看，目前经济已由第一季度经济的疫后反弹进入二季度的内生增长阶段，经济内生动能较弱，但由于基数原因，同比读数仍较高，今年完成全年经济增长目标压力较小，短期内政策更加注重调结构和高质量发展，后续较强的稳增长政策将视经济增长情况而定。

图 1 4 月经济数据一览 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 2 固定资产投资分项累计同比 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 消费实际恢复动能有所放缓

4 月社零同比增长 18.4%，预期 20.2%，前值为 10.6%；其中，除汽车以外的消费品零售额增长 16.5%，前值为 10.5%。

4 月社零在去年上海疫情低基数下，同比增速达到 18.4%，但仍低于预期，且两年平均增速为 2.6%，较前值延续下滑，同时 4 月环比

增速为 0.49%，也较 3 月环比增速有所放缓。整体来看，4 月消费有所放缓，一是因为此前积压的需求释放完毕，二是疫情三年居民资产负债仍有待修复，消费仍较谨慎。

出行链相关消费延续改善，化妆品类、服装鞋帽、通讯器材、体育娱乐用品、金银珠宝、烟酒类等，4 月同比增速较 3 月反弹幅度较大，分别提升 14.7、14.7、12.8、9.9、7.3 和 5.9 个百分点；同时 4 月汽车销售额也较前值大幅提升了 26.5 个百分点，同比增速达到 38%，主因基数原因所致，从两年平均来看，4 月汽车类增速为-2.8%，明显与 4 月乘联会口径汽车零售销量为 55.5%相背离，或因汽车降价促销力度较大所致。

同时受地产拖累，4 月家具、建筑及装潢材料仍维持低位，且同比增速较 3 月分别下滑 0.1 和 6.5 个百分点，此外受中西药品基数较高影响，中西药品为同比增速较前值下滑 8 个百分点，为最大下滑分项。

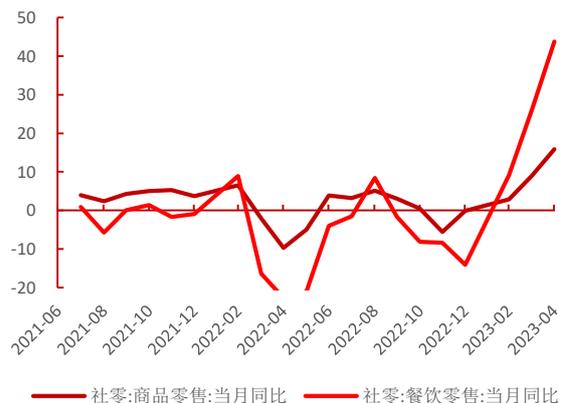
整体来看，受经济内生动能较弱影响，虽受基数较低影响 4 月消费同比增速较高，但实际复苏速度有所放缓，后续仍需政策进一步扶持，4 月 16-24 岁青年失业率延续上升至 20.4%，就业-收入-消费良性循环有待进一步向好，后续在低基数下同比数据将延续失真，关注环比修复力度及相关稳就业促消费政策。

图 3 4 月社零增速低于预期 (%)



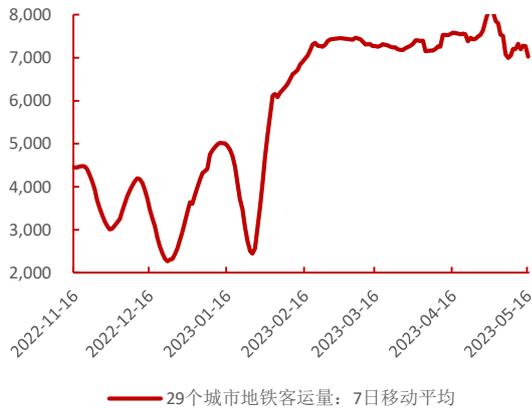
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021 年为两年平均增速)

图 4 低基数下餐饮增速较前值大幅改善 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部 (2021 年为两年平均增速)

图 5 地铁客运量维持高位（万人次/日）



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 6 16-24 岁失业率延续升势 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

■ 出口再次超预期，但制造业延续韧性下滑态势

4 月出口（以美元计价）同比增 8.5%，预期增 6.4%，前值增 14.8%；制造业投资累计增速 6.40%，前值 7.00%，4 月单月同比 5.29%，较前值回落 0.89 个百分点。

低基数下 4 月出口增速为 8.5%，仍维持高增长且超预期。但从环比看，4 月出口增速为-6.4%，下滑幅度超季节性，且前期积压订单释放效应减少，4 月出口有所走弱。可以看到在海外经济持续下滑下，4 月越南和韩国出口增速分别为-14.2%和-17.2%，增速均较前值进一步下滑。同时低基数下 4 月我国对欧盟、美国、日本的出口增速分别回升至 3.87%、-6.5%和 11.5%，但实际出口金额环比均有所下滑。而对东盟出口同比增速则大幅下滑，或是因为随着海外衰退逐步加深，对东盟出口的滞后效应逐步显现。

不过我国汽车出口持续抬升，同时“一带一路”沿线国家持续对出口形成强支撑。汽车和汽车底盘出口环比增速为 13%，同比增速为 195.7%（前值 123.8%），增速进一步抬升，显示出制造业转型升级正在塑造出口新动能。同时值得一提的是，4 月对俄罗斯出口增速为 153.1%（136.4%），主因俄乌战争后俄罗斯被制裁后，转而向我国进口增加，同时对非洲出口维持高增速，4 月对非洲出口增速为 49.9%（3 月为 46.5%），这或与“一带一路”逐步发挥作用有关。

4月出口超预期下，制造业投资延续小幅回落，但整体仍处于高位。细分来看，优势产业投资继续维持高增速，1-4月化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、专用设备制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业分别同比增长15.5%、8.3%、8.6%、18.5%、42.1%。在结构转型和产业升级的诉求下，制造业仍是经济高质量发展的重要引擎。但全球经济衰退预期强化、国内PPI持续低位、产能利用率较低、企业盈利能力偏弱等或对民间投资意愿和信心形成一定冲击。

后续来看，5月之后随着基数再次提升，出口同比或将再次下滑，不过近期国常会明确要求外贸大省要出台配套措施稳外贸，美国经济预期衰退较温和，我国出口后续大概率仍维持韧性。高质量发展下制造业的政策支持力度还会加大，制造业投资仍将有较好的表现。

图 7 BCI 企业投资前瞻指数延续回升 (%)



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8 高技术制造业有所下滑但仍为主要支撑 (%)



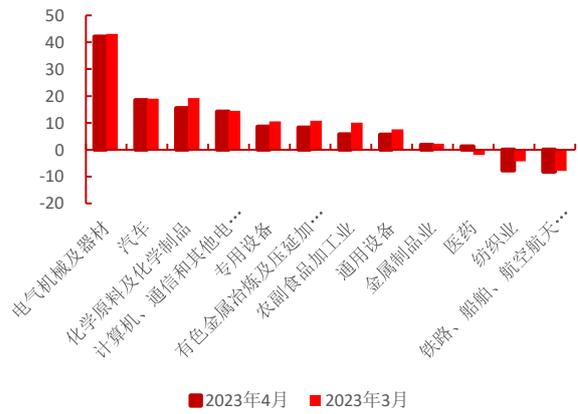
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9 企业中长贷 12 个月移动平均同比增速延续高增 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 10 电气机械仍维持高位 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

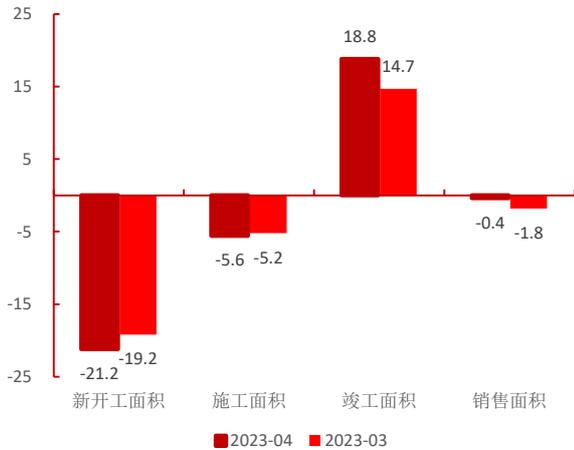
■ 地产投资拖累加大，“保交楼”下竣工数据明显好转

1-4 月地产投资累计增速-6.20%，前值-5.80%，4 月单月同比-7.27%，较前值回落 1.36 个百分点，反映当前房地产市场仍低迷。其中 4 月地产销售面积累计增速由 3 月的-1.8%回升至-0.4%，改善速度明显放缓，且当月增速下滑，与高频数据走弱相印证。

地产投资拖累加大，“保交楼”下竣工数据明显好转。施工和新开工面积累计增速继续下滑，分别为-5.6%和-21.2%，分别较前值下滑 0.4 和 2.0 个百分点，不过竣工面积累计同比增长 18.8%，增速较上月提高 4.1 个百分点，为地产投资的主要支撑，主因“保交楼”政策推动作用下，房企资金改善主要用于竣工端。拿地端看，地域分化度高，高能级城市的土地成交景气度高，但低能级城市仍然较冷。

一季度积压需求释放完毕后销售有所放缓，同时房地产市场信心也仍待修复，后续地产投资增长的关键仍在于销售的恢复情况，以及地产能否形成“销售-拿地-开工-交付”的良性循环，在人口增速下滑和政策托而不举的背景下，目前房企预期偏谨慎，预计地产投资整体仍维持弱复苏的态势，向上斜率有限。

图 11 地产销售恢复放缓，仅竣工数据明显好转（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 12 居民中长贷 12 个月移动平均同比恢复速度放缓（%）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13 5 月以来地产销售仍弱于季节性（万平方米）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

■ 基建投资维持稳定

1-4 月基建投资累计增速 9.80%，前值 10.82%，4 月单月基建投资增长 7.90%，较前值回落 1.99 个百分点，基建仍是经济稳增长的主要抓手。

基建增速边际放缓，但整体强度仍处于较高水平，与一季度前置发行的专项债、大幅多增的企业中长期贷款以及高景气度的建筑业PMI相印证。不过基建增速放缓，一是部分地区进入雨季，露天施工进度被耽误造成的，这也和石油沥青装置开工率放缓的趋势相一致；二是目前提前批专项债发行速度已开始放缓，截止4月底新增专项债发行15657亿元，主要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。

不过4月以来信贷投放趋缓，且随着基数提升，基建投资面临内生性退坡压力，预计增速还将边际放缓，但后续政策性开发性金融工具仍有发力空间，有望进一步支持基础设施建设，并带动扩大民间投资。

图 14 石油沥青开工率有所下降 (%)

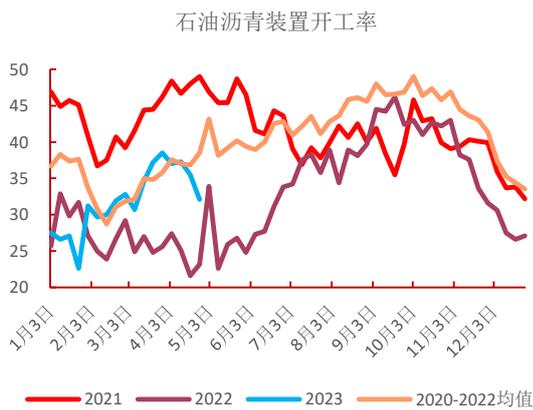


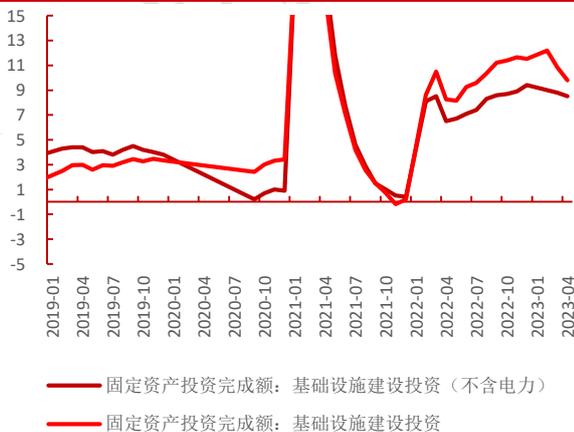
图 15 水泥库容比小幅抬升 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

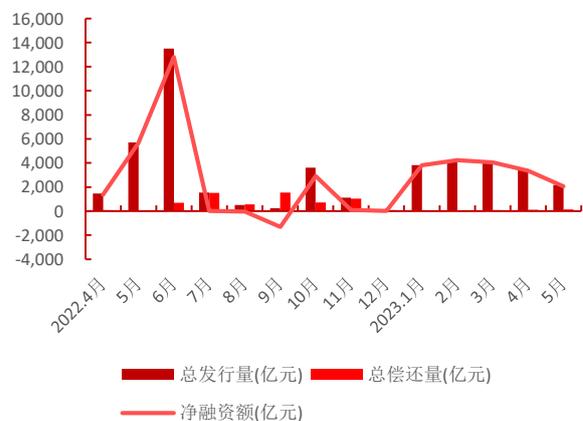
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 16 基建投资仍为主要支撑 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 17 地方政府专项债发行速度有所放缓 (亿元)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

风险提示：

1. 地产景气修复持续低于预期；
2. 美国高利率下金融风险超预期；
3. 中美博弈超预期；
4. 俄乌局势超预期；
5. 国内疫情反弹超预期。

仅供签约客户使用，请勿转发

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；

推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；

谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，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。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。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。