

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
分析师
SAC 执证编号：S0110522080001
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报：经济回归弱现实，市场情绪谨慎
- 4 月物价数据点评：消费品拖累，服务价格修复
- 4 月金融数据点评：社融走弱，有待政策发力

核心观点

- 4 月数据显示，工增下行，消费放缓，投资转弱，地产持续走低。2023 年 1-2 月主要是疫后修复期，积压需求释放，经济快速补坑，反弹动能较强，而 3-4 月则更多反映经济周期本身的增长状况，尤其是 4 月份，更少受到疫情的影响。因此 4 月份经济的下行可能更多反映经济增速的换挡，前期社融较低+内生动力不足使得经济在短期仍维持低位。因为今年年初社融的反弹，8 月后经济或将向上有所修复。
- **服务业和消费品的增长呈现明显的分化。**首先，4 月服务业生产四年平均同比尽管小幅下调，但仍高于 2022 年平均水平；其次，与服务业更相关的餐饮消费修复好于商品零售；最后，前四个月服务 CPI 对核心 CPI 形成支撑，而消费品价格则形成拖累。
- **居民出行意愿强，但消费意愿较弱。**一方面，消费品零售额全面下行。2023 年 4 月，消费品中除了家用电器和家具四年平均同比有所好转外，其他分项均走弱，尤其是汽车拖累较大。另一方面，高端消费品的消费可能更弱。以王府井和中国中免为代表的高端消费品和中高端白酒股价均跑输了对应的中低端消费品。消费意愿短期内快速恢复的可能性较低，2022 年的俄乌冲突使各国消费者信心指数骤降，目前仍处于较低水平，消费意愿的不足短期内可能仍是掣肘。
- **房地产投资和销售再度下行**，销售和新开工面积四年平均同比均跌破去年低点。在“保交楼”政策支持下，竣工面积基本持平。房地产的疲软可能对工业生产也造成较大拖累。2023 年 4 月工业增加值四年平均同比为 2022 年以来次低（排除春节因素），仅高于 2022 年 4 月。4 月水泥产量和粗钢产量环比均逆势减少，粗钢产量的 5 月高频数据未见明显好转，短期内生产的颓势或较难扭转。
- 数据公布后，市场反应不大，或因为市场预期已经较足。4 月中旬以来股市连续经历了两波大幅回撤，与美股产生明显背离。第一轮是 4 月 18 日之后，因为一季度官方经济数据不错，市场对稳增长力度有所担忧。第二轮是 4 月部分经济数据不及预期以及高频数据走弱。往后看，经济温和复苏，政策定调中性，市场预期充分，股债整体维持震荡。主要变数在于：1) 市场信心下降导致螺旋式反应，同时政策力度有限；2) 海外经济和资本市场的变化。
- 风险提示：疫情超预期，地缘政治变化超预期，政策落地不及预期

从同比数据来看，2023年4月同比增速多数好转，但因2022年4月基数较低，同比意义失真，以下分析我们多用4年平均同比，以剔除基数效应的影响。整体来看，4月数据显示，工增下行，消费放缓，投资转弱，地产持续走低。

2023年1-2月主要是疫后修复期，积压需求释放，经济快速补坑，反弹动能较强，而3-4月则更多反映经济周期本身的增长状况，尤其是4月份，更少受到疫情的影响。因此4月份经济的下行可能更多反映经济增速的换挡。前期社融较低+内生动力不足使得经济在短期仍维持低位。因为今年年初社融的反弹，八月后经济或将向上有所修复。

1 坚挺的服务业和疲软的消费品

服务业和消费品的增长呈现明显的分化。

首先，4月服务业生产四年平均同比尽管小幅下调，但仍高于2022年平均水平；其次，与服务业更相关的餐饮消费修复较好，限额以上餐饮收入和限额以上商品零售四年平均同比均有所回调，但前者回调幅度较小，高于后者2.3个百分点；最后，从价格来看，前四个月服务CPI对核心CPI形成支撑，而消费品价格则形成拖累，其中交通工具和生活器具4月环比均明显低于季节性均值水平。

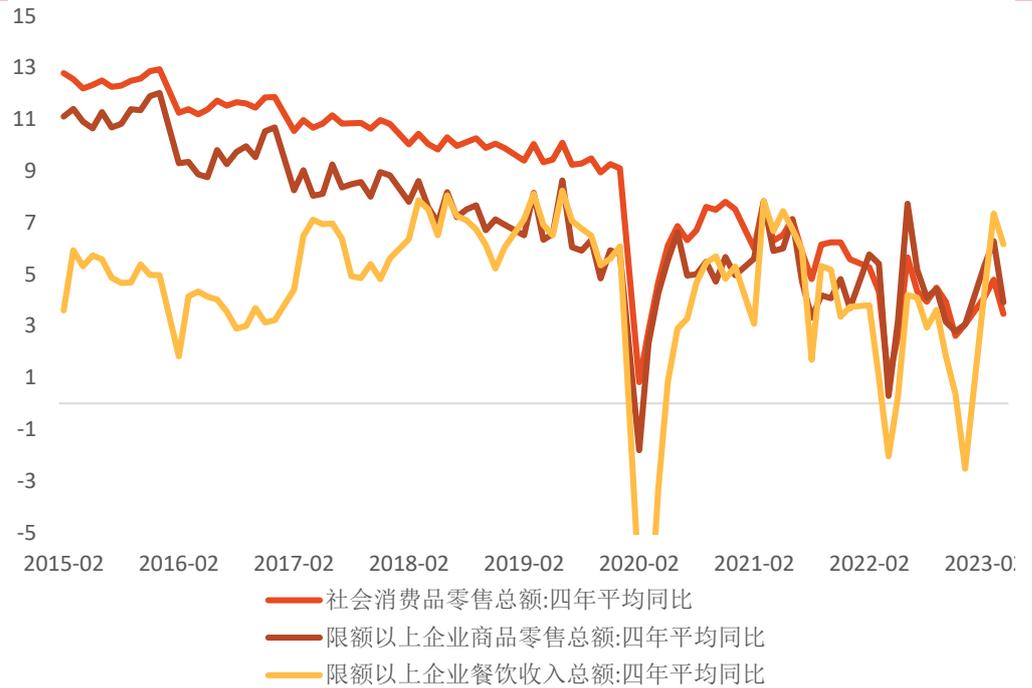
居民出行相关的高频数据也可验证，地铁客运量和航班量数据均维持在较高水平。

图 1：服务业生产指数小幅下行，但仍高于 2022 年平均水平（%）



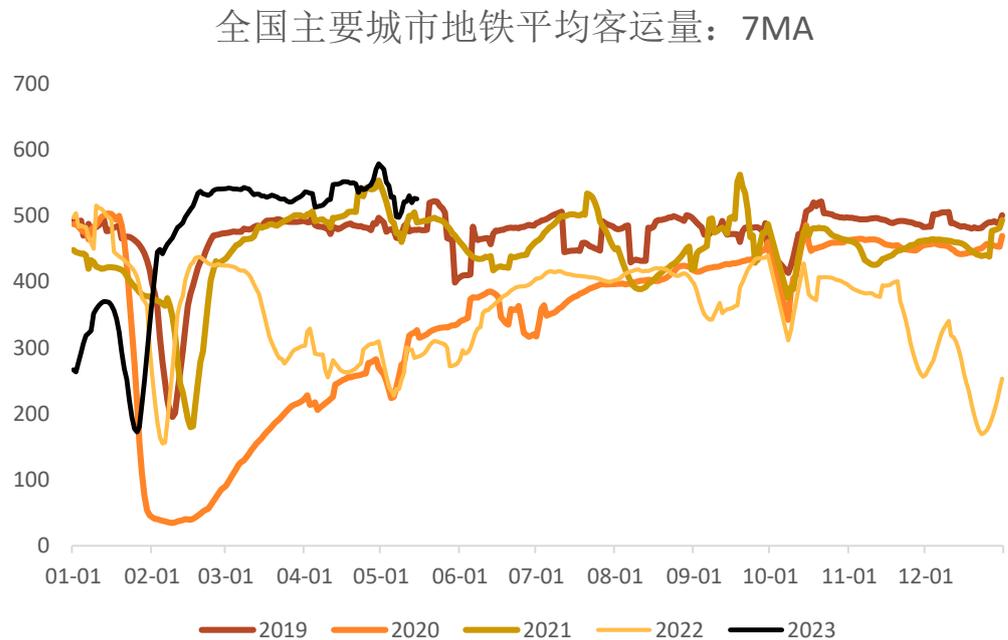
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：社会消费品零售总额：四年平均同比（%）



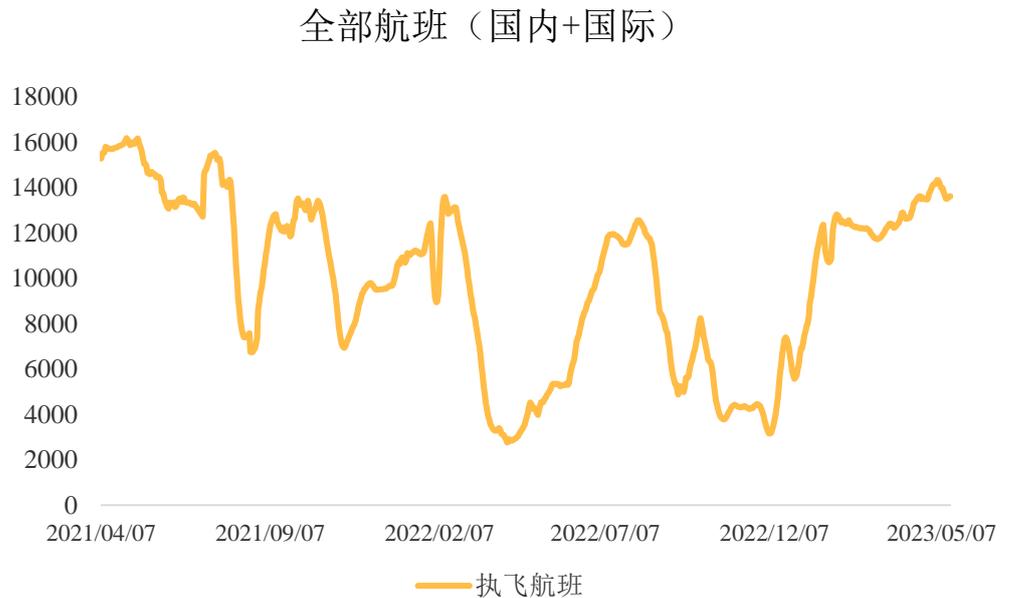
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：主要城市地铁平均客运量高于历史同期水平（万人次）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：执飞航班量 4 月处于高位（架次）



资料来源：wind, 飞常准, 首创证券研究发展部

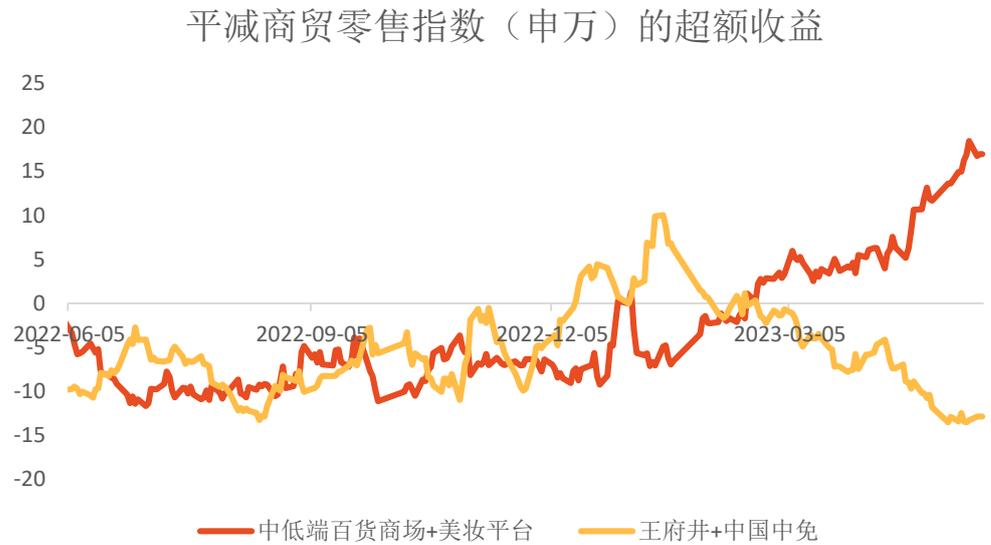
尽管居民出行意愿强，但消费意愿较弱。一方面，消费品零售额全面下行。2023 年 4 月，消费品中除了家用电器和家具四年平均同比有所好转外，其他分项均走弱，尤其是汽车由大幅正增长转为负增长，拖累较大。另一方面，高端消费品的消费可能更弱。以王府井和中国中免为代表的高端消费品和中高端白酒股票价格均跑输了对应的中低端消费品，见图 6-图 7。

图 5：社会消费品零售总额：分类别（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：消费降级：百货（%，2023-1-3 标准化为 0）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：“中低端百货商场+美妆平台”计算方法：将新华百货、杭州解百、合肥百货、红旗连锁、华联股份、丽人丽妆 6 只股票以 2023-1-3 为基准标准化为 100 后求平均值，并减去商贸零售（申万）指数得到，“王府井+中国中免”同上。

图 7：消费降级：白酒（%，2023-1-1 标准化为 0）

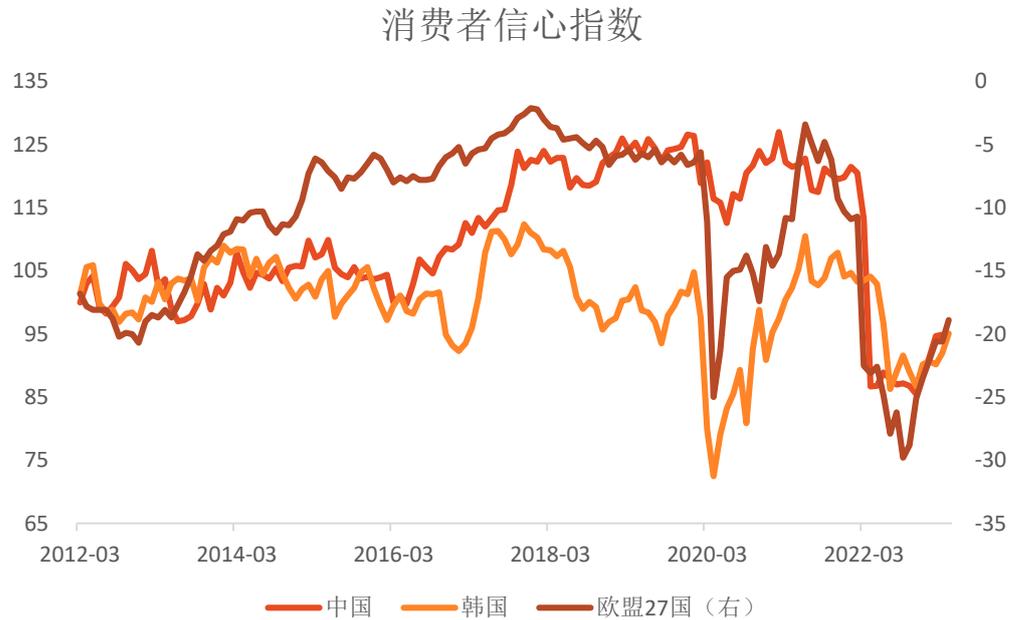


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：计算方法同图 6，“高端+次高端”个股包括：贵州茅台、泸州老窖、五粮液、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊；“地产酒”包括：今世缘、口子窖、古井贡酒、迎驾贡酒、金种子酒

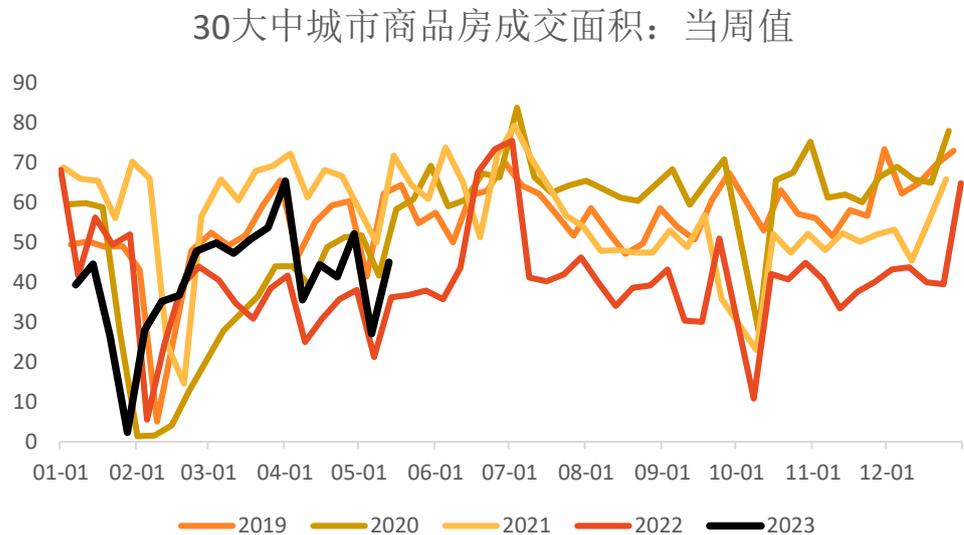
但消费意愿短期内快速恢复的可能性较低，2022 年的俄乌冲突使各国消费者信心指数骤降，目前仍处于较低水平，消费意愿的不足短期内可能仍是掣肘。

图 8：消费者信心指数



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 9：商品房成交面积继续下滑（万平方米）



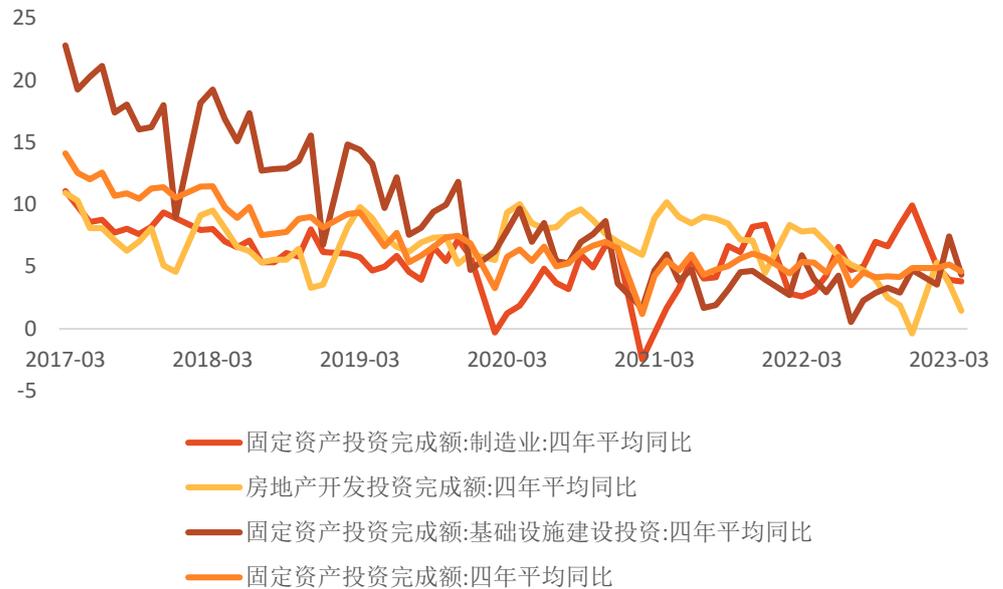
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 频频低于预期的房地产

经历了 2023 年 1-2 月的短暂回暖后，房地产投资和销售再度下行，观察四年平均同比，房地产投资增速下行 2.2 个百分点至 1.45%，房地产销售面积增速下行 9.5 个百

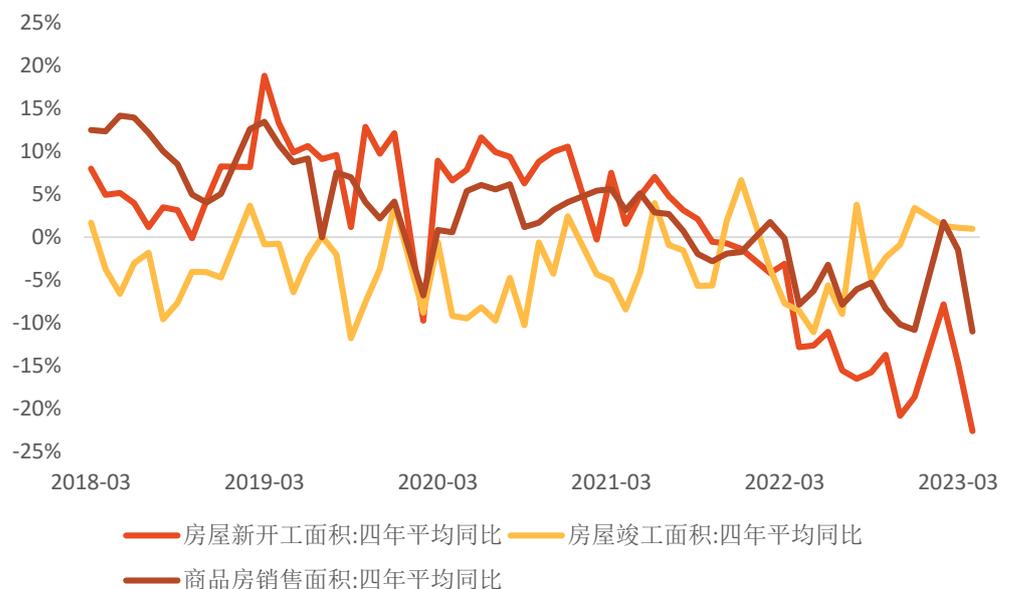
分点至-11.0%，新开工面积增速下行8.0个百分点至-22.6%，销售和新开工增速均跌破去年低点，在“保交楼”政策支持下，竣工面积增速小幅下行，基本持平。制造业投资增速整体下行，基建投资增速高位回落但仍处于较高水平，固定资产投资整体下行0.6个百分点至4.6%。

图 10：固定资产投资增速变缓（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

图 11：房地产新开工和销售面积再度大幅下行

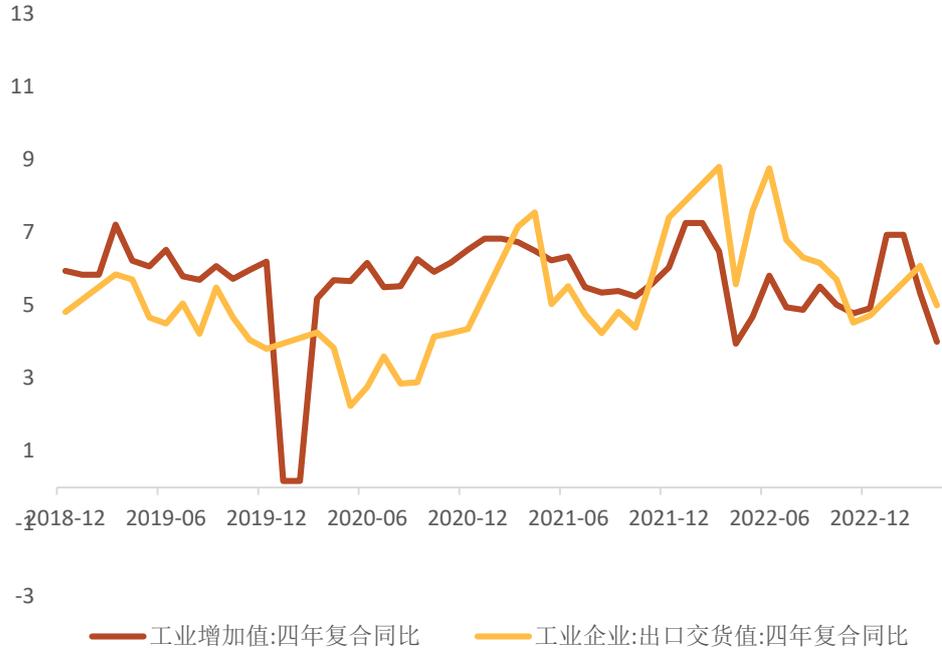


资料来源：Wind，首创证券研究发展部

房地产的疲软可能对工业生产也造成较大拖累。2023 年 4 月工业增加值四年平均

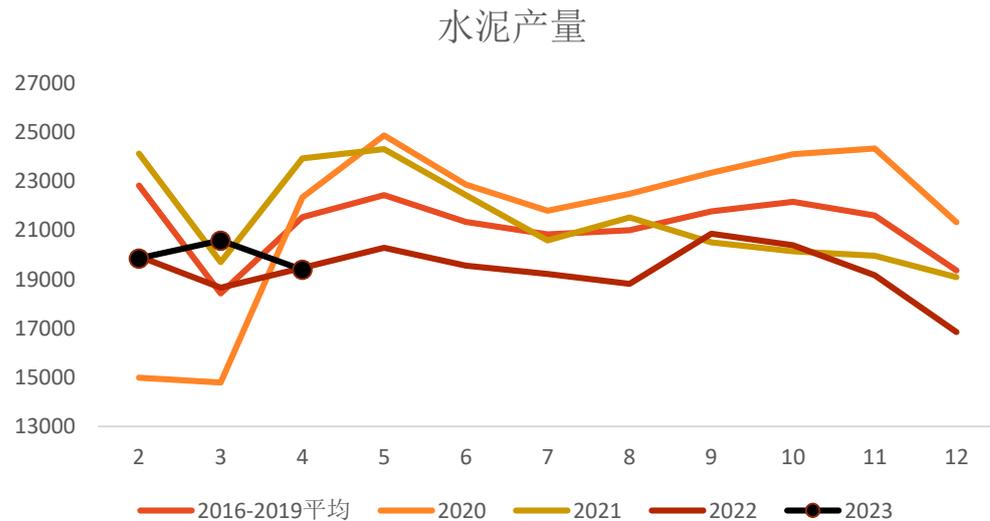
同比下行 1.3 个百分点至 4.0%，排除春节因素的影响后，为 2022 年以来次低，仅高于 2022 年 4 月，可能受地产的影响较大。可以看到，4 月水泥产量和粗钢产量环比均逆势减少（图 13-14），粗钢产量的 5 月高频数据未见明显好转（见图 15），短期内生产的颓势或较难扭转。

图 12：工业增加值四年复合同比（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

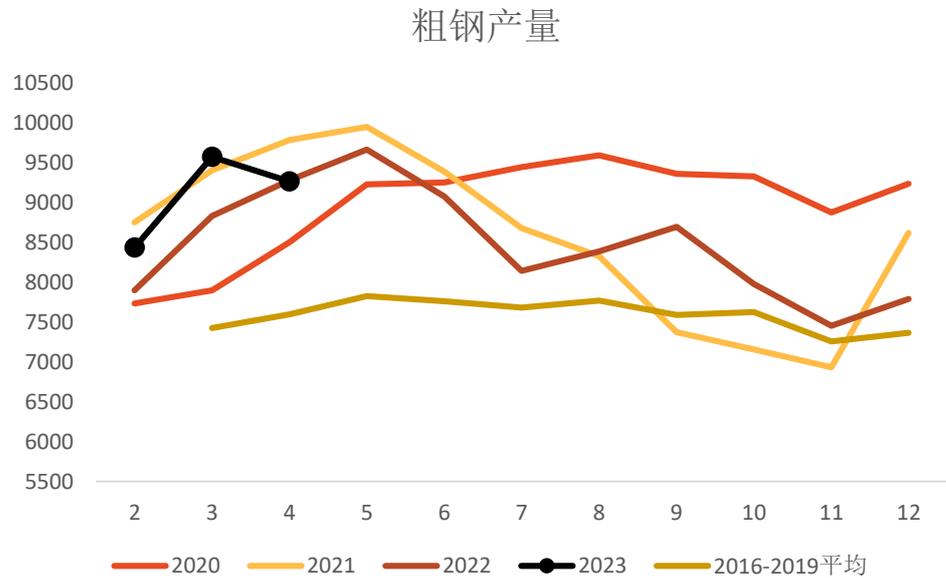
图 13：水泥产量：月度（万吨）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

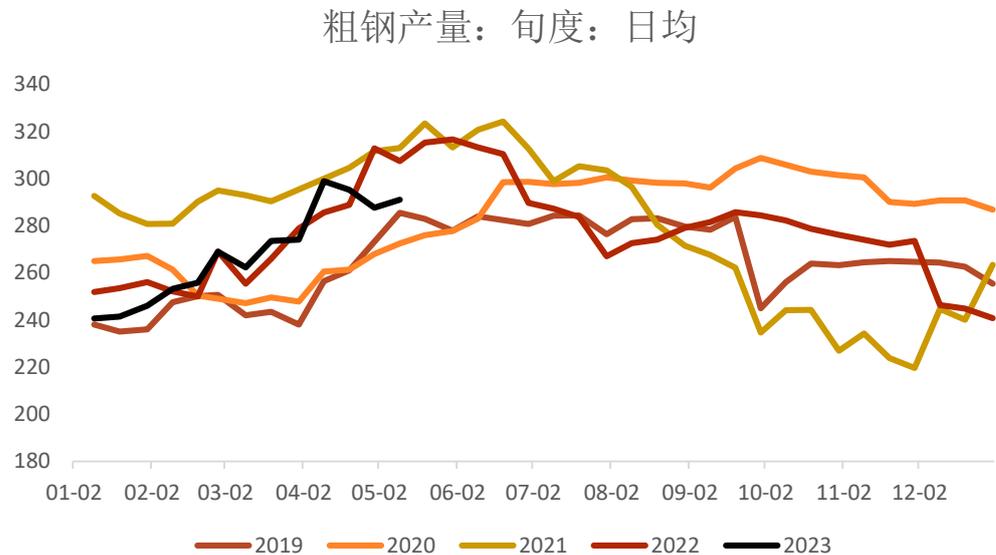
注：2月数据为 1-2 月累计值

图 14：粗钢产量：月度（万吨）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 15：粗钢产量：旬度：日均（万吨）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

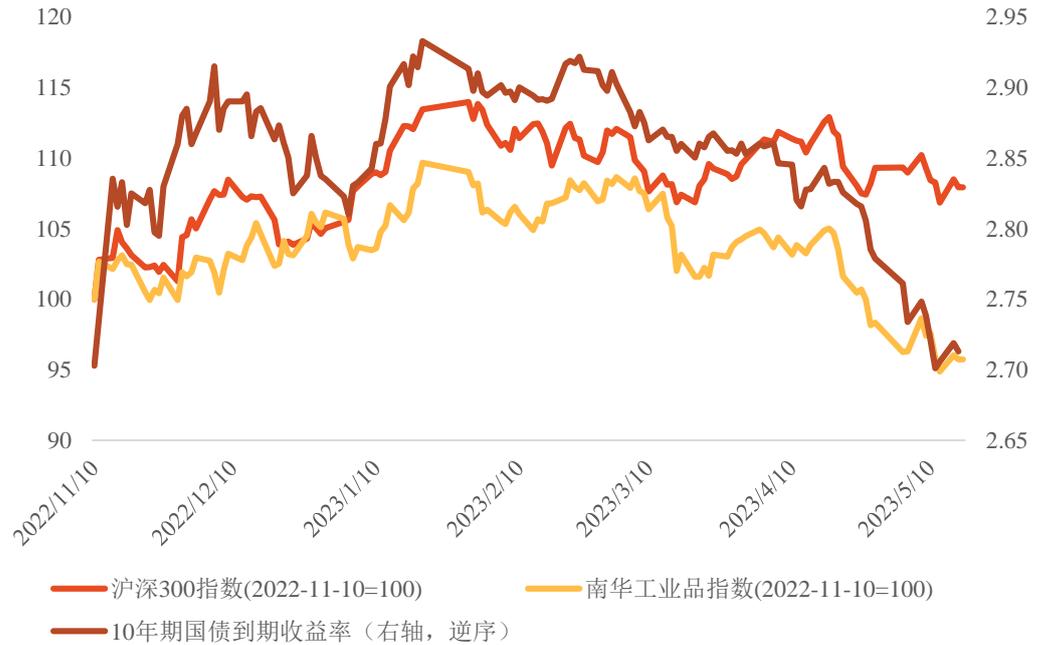
3 后市展望

数据公布后，市场反应不大，或因为市场预期已经比较足。3月以来商品弱、股弱、债强的走势明显，4月中旬以后，股市连续经历了两波大幅回撤，与美股产生明显背离。第一轮是4月18日之后。一季度官方经济数据不错，市场对稳增长力度有所担忧。第

二轮是由于4月部分经济数据不及预期以及高频数据走弱。5月16日午后债市继续下行，一方面是因为对经济的担忧仍在，另一方面可能是市场对降息仍有预期。

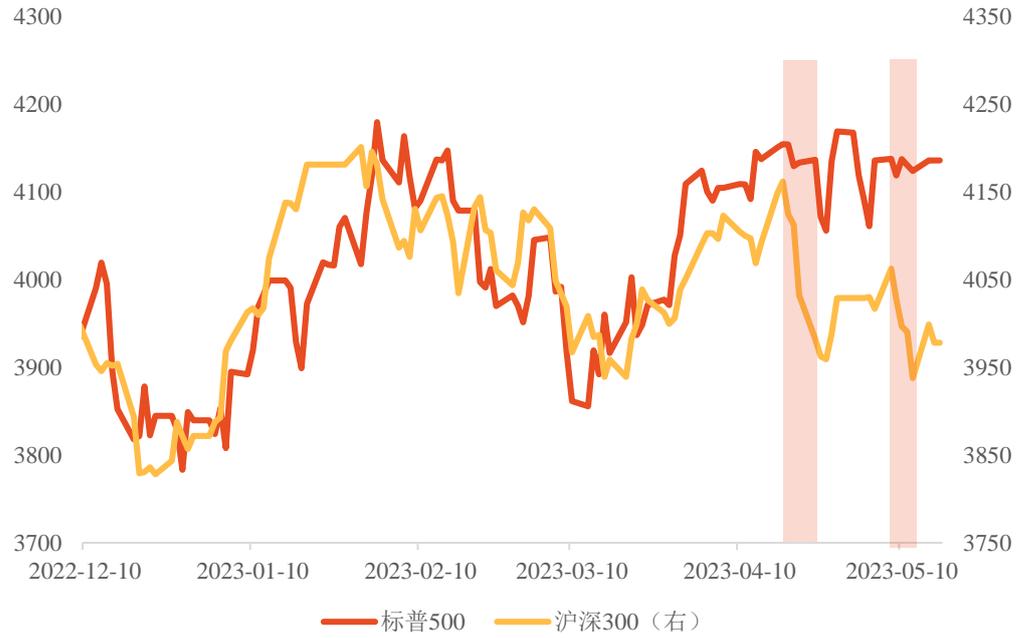
往后看，经济温和复苏，政策定调中性，市场预期充分，股债整体维持震荡。主要变数在于：1) 市场信心下降导致螺旋式反应，同时政策力度有限；2) 海外经济和资本市场的变化。

图 14：国内股债商走势（%，右）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 15: 标普 500 V.S. 沪深 300



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

风险提示: 疫情超预期, 地缘政治变化超预期, 政策落地不及预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现