

4 月经济内生动力仍显不足

2023 年 5 月 16 日

评论意见

分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: 010-63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

摘要:

- 5 月 16 日国家统计局公布 2023 年 4 月宏观经济数据, 4 月工业增加值同比实际增长 5.6%, 较 3 月回升 1.7 个百分点; 从工业企业产销率看, 4 月为 97.4%, 较 3 月回升 3.3 个百分点; 而出口交货值同比增速为 0.7%, 较去年 12 月回升 6.1 个百分点。
- 从服务业生产指数看, 4 月当月同比为 13.5%, 较 3 月的 9.2% 回升 4.3 个百分点; 而 1-4 月服务业生产指数同比为 8.4%, 较 1-3 月 6.7% 回升 1.7 个百分点。4 月服务业 PMI 为 55.1%, 虽较 3 月回落 1.8 个百分点, 但仍处于 50% 之上的较高水平。4 月制造业 PMI 为 49.2%, 较 3 月回落 2.7 个百分点, 再次回落至 50% 的荣枯线之下。可见, 4 月制造业与服务业之间的景气指数之差进一步扩大。
- 4 月社会消费品零售总额为 34910 亿元, 环比为 -7.8%, 各分项除餐饮外环比皆为负值。4 月零售同比上升依靠去年低基数, 有以下三点隐忧: 一是消费者信心指数仍处于低位; 二是年青人的失业率创出历史新高; 三是与房地产相关的消费表现低迷。
- 4 月固定资产投资同比增速为 4.7%, 较 3 月回落 0.4 个百分点。其中, 基建投资同比增速 8.5%, 较 3 月回落 0.3 个百分点; 制造业投资同比增速为 6.4%, 较 3 月回落 0.6 个百分点; 而房地产投资同比增速为 -6.3%, 较 3 月回落 0.3 个百分点。
- 房地产行业的复苏仍处于弱复苏的范畴。以社融增速代表资金需求而 M2 增速代表资金供给, 4 月两者之差为 -2.4%, 处于历史低位代表资金远供过于求; 从在新增人民币贷款中的中长期贷款占比看, 一直处于 80% 上下, 但 2022 年以来居民中长期贷款占比的下滑速度较快, 在数据已大幅改善的情况下 3 月占比仅 16.3%, 4 月转为负值, 远低于历史平均水平。

一、4月零售回升加快带动经济复苏

从2023年4月的工业生产、社会消费品零售总额和固定资产投资的环比数据看（表1所示），生产与投资均环比为负，零售增速小幅回落；从同比数据看，4月工业增加值同比实际增长5.6%，较3月回升1.7个百分点；4月社会消费品零售总额同比名义增长18.4%，由于基数原因较3月大幅回升7.8个百分点；而4月固定资产投资中，基建投资同比增速8.5%，较3月回落0.3个百分点；制造业投资同比增速为6.4%，较3月回落0.6个百分点；而房地产投资同比增速为-6.3%，较3月回落0.3个百分点。从总体上看，4月固定资产投资同比增速为4.7%，较3月回落0.4个百分点；4月经济数据呈现出口超预期，而零售是内需反弹的主要力量，从而带动生产企稳回升。

表1 今年1-3月生产、零售、投资和进出口数据一览表

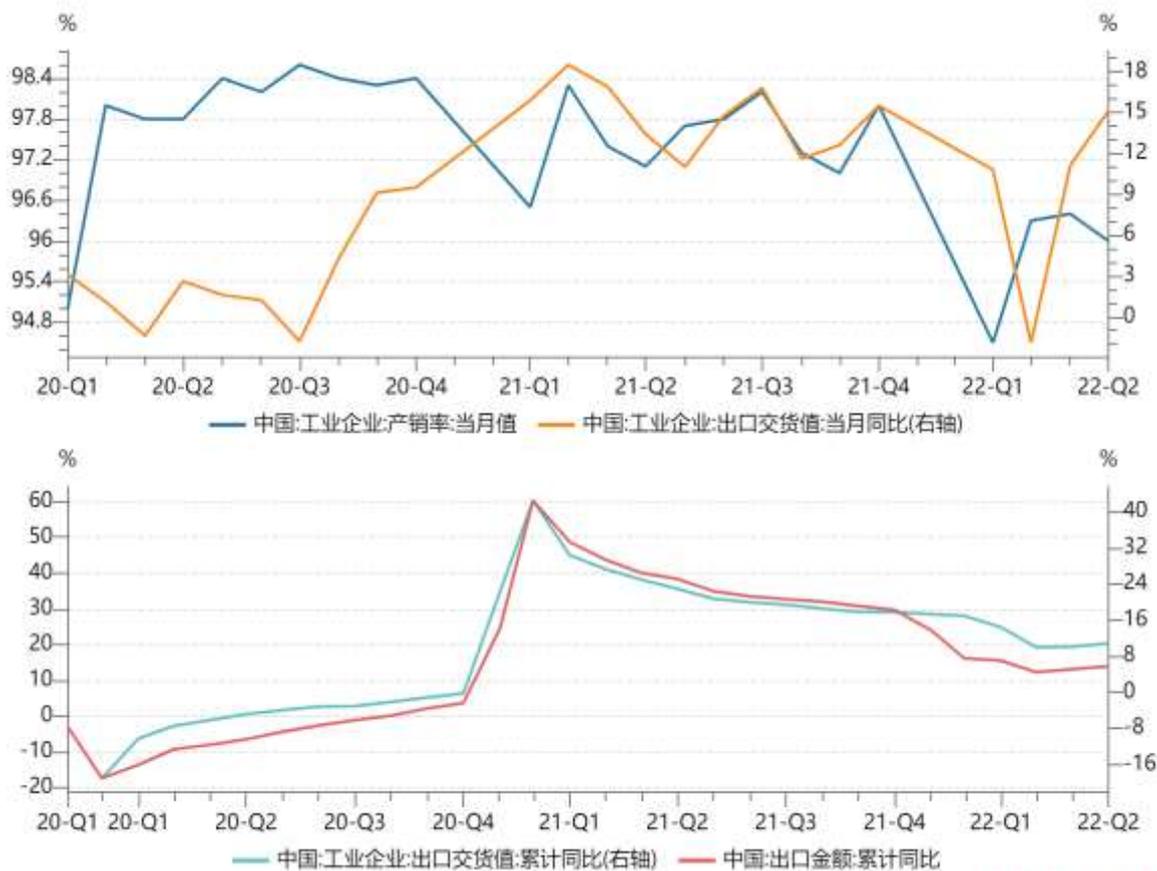
	同比 (%)			季调环比 (%)		
	4月	3月	1-2月	4月	3月	2月
工业增加值 (实际)	5.6	3.9	2.4	-0.47	0.28	0.12
社会消费品零售总额 (名义)	18.4	10.6	3.5	0.49	0.78	0.49
固定资产投资 (累计)	4.7	5.1	5.5	-0.64	-0.83	0.41
其中：房地产	-6.2	-5.8	-5.7			
基建 (不含电力)	8.5	8.8	9.0			
制造业	6.4	7.0	8.1			
进出口增速 (美元)				-0.23	0.48	0.28
其中：出口增速	8.5	14.8	-6.8			
进口增速	-7.9	-1.4	-10.2			
贸易顺差 (亿美元)	902	882	1169			

资料来源：国家统计局 第一创业计算整理

图1所示，从工业企业产销率看，4月为97.4%，较3月回升3.3个百分点；而出口交货值同比增速为0.7%，较去年12月回升6.1个百分点。工业企业出口交货值同比增速的回升，与出口增速的回升相一致。4月出口同比增长8.5%，虽较3月回落6.3个百分点，但仍保持在较高水平。从全球经济看，4月摩根大通全球制造业PMI指数为49.6%，与上月持平；4月波罗的海干散货指数(BDI)为1480，较上月上升70个点。以上数据表明，由于全球贸易有企稳迹象，外需的回落低于

预期；虽然国内出口仍有压力，但要好于预期。

图1 受出口带动产销率和产能利用率的企稳回升



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

从服务业生产指数看，4月当月同比为13.5%，较3月的9.2%回升4.3个百分点；而1-4月服务业生产指数同比为8.4%，较1-3月6.7%回升1.7个百分点。4月服务业PMI为55.1%，虽较3月回落1.8个百分点，但仍处于50%之上的较高水平。从各项高频数据看，无论是拥堵指数、平台订单量，还是消费热度都在进一步上升；从“五一”假期第一天12306平台上火车票被全部秒光，从中可以看出旅游出行意愿的飙升。

4月制造业PMI为49.2%，较3月回落2.7个百分点，再次回落至50%的荣枯线之下。可见，4月制造业与服务业之间的景气指数之差进一步扩大。从制造业PMI的各分项指数看（图3所示），4月均有所回落，但新订单指数的回落幅度最大，由3月的53.6%回落至4月的48.8%，回落4.8个百分点。分项指数中，只有4月生产指数为50.3%，较3月回落0.5个百分点，还处于50%这上；而4月就业指数为48.8%，较上月回落0.9个百分点。

图2 4月制造业和服务业间的景气指数之差进一步扩大

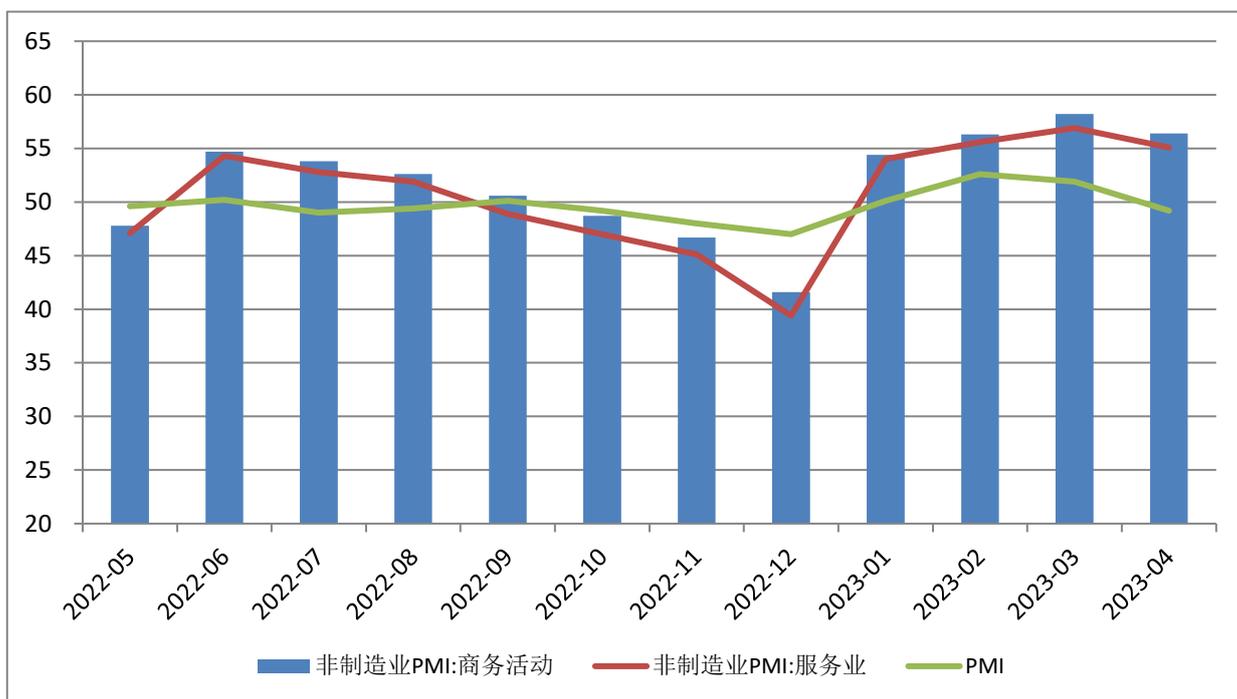
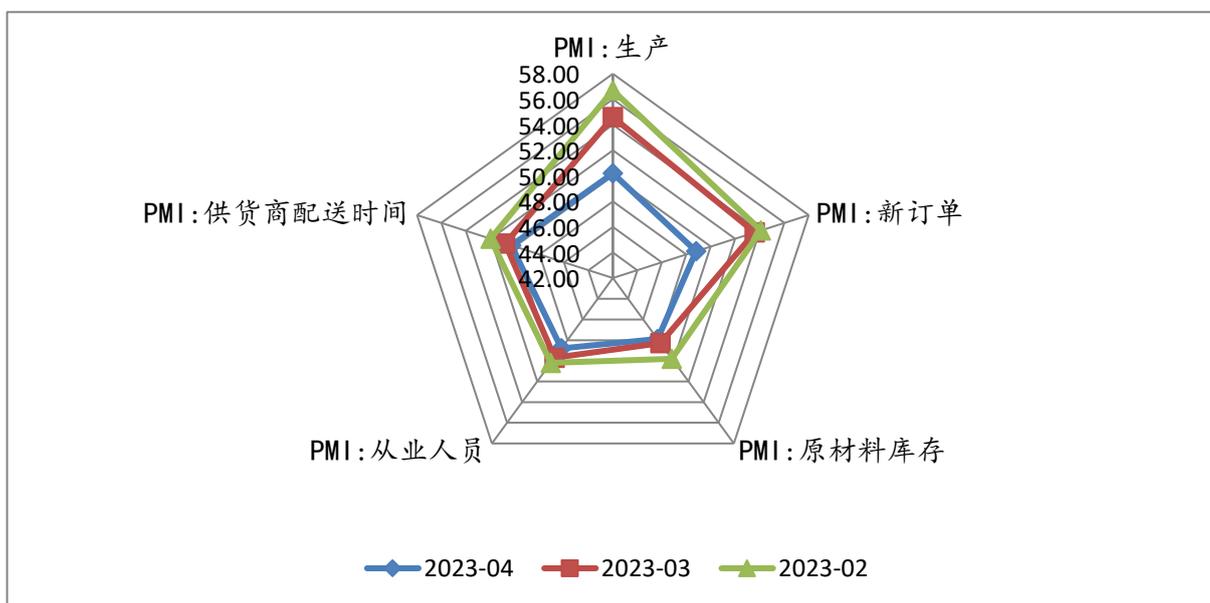


图3 2-4月中国制造业PMI构成指数面积雷达图



资料来源：WIND 第一创业整理

二、4月零售同比上升依靠低基数而环比皆为负值

4月社会消费品零售总额为34910亿元，环比为-7.8%，各分项除餐饮外环比皆为

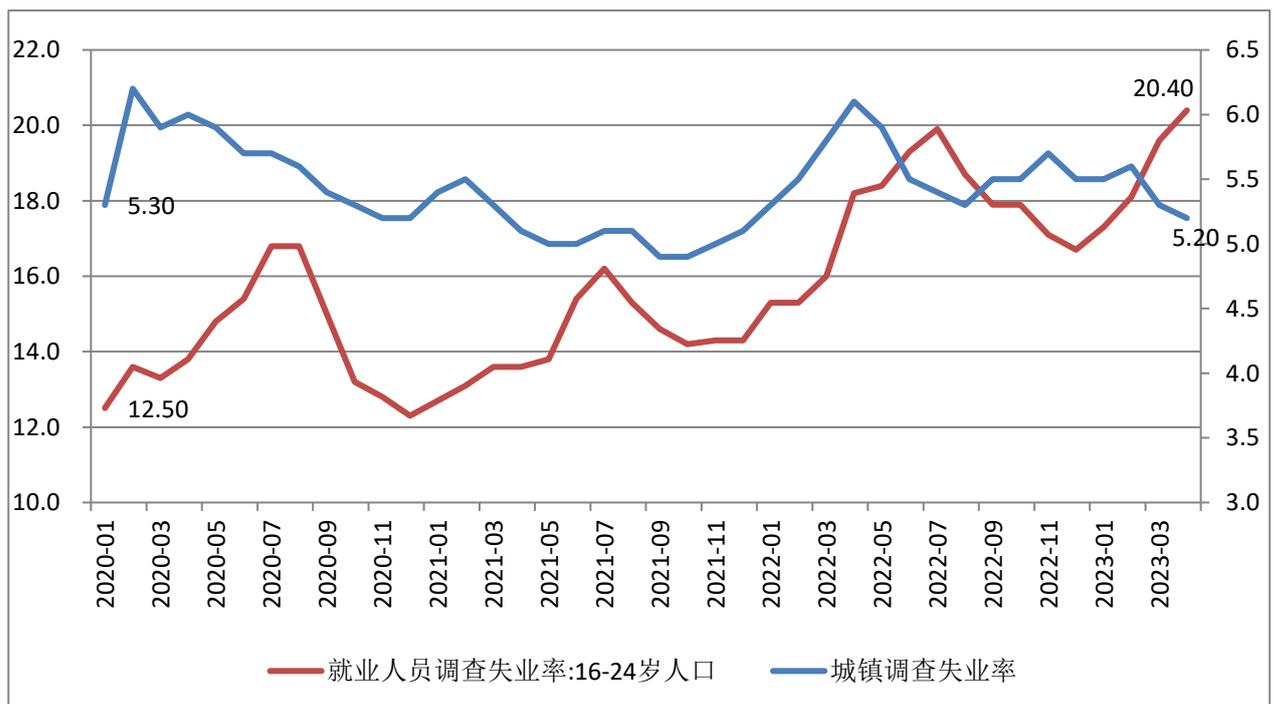
负值。4月零售同比上升依靠去年低基数，有以下三点隐忧：

首先，消费者信心指数仍处于较低水平。如图4所示，3月消费者信心指数为94.9，虽较2月上升0.2个百分点，呈现企稳回升的态势，但与2021年以前123左右的水平相比，仍处于较低的水平。

图4 2月消费者信心指数与2021年以前相比仍处于较低水平



图5 16-24岁青年人失业率的上升更令人担心

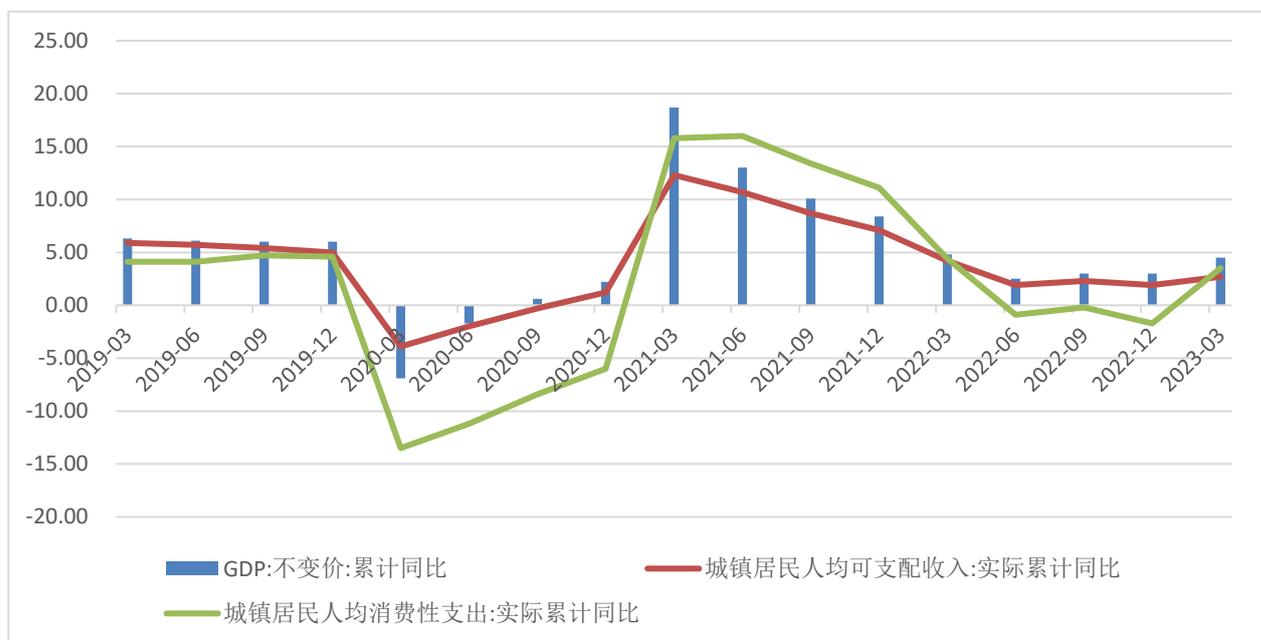


资料来源：WIND 第一创业整理

其次，**就业状况仍需改善**。从就业情况看（如图 5 所示），4 月城镇调查失业率为 5.2%，较 3 月回落 0.1 个百分点，与疫情前 2019 年 12 月持平；但其中，16-24 岁人口的城镇调查失业率，4 月为 20.4%，较 3 月回升 0.8 个百分点，连续四个月回升，不仅远高于疫情前水平，而且还创出了历史新高。可见，由于受三年新冠疫情的持续影响，小企业经营困难，有不少企业倒闭关门，未能撑到疫情结束，导致我国目前年青人的就业状况出现明显恶化；而由于年青人的消费倾向远高于平均水平，导致整体消费信心不足。显然，年青人城镇调查失业率的上升会恶化城镇居民的收入预期和消费能力，对消费信心的恢复很不利。因此，只有解决城镇居民的就业问题，才能从根本上解决消费后劲不足问题。

从居民收入情况看，城镇居民人均可支配收入的增速赶不上 GDP 的增速，其结果往往是边际消费倾向快速下滑导致消费需求的不足。如图 6 所示，一季度城镇居民人均可支配收入实际增长 2.7%，明显低于 4.5% 的 GDP 增速。从居民消费支出情况看，城镇居民人均消费支出实际增长 3.5%，城镇人均消费支出增速要高于可支配收入增速，反映消费意愿的回升，这与 2021 年相一致。不过，2021 年只是特例，从 2019 和 2020 年的情况看，城市人均消费支出增速都低于可支配收入增速，且人均可支配收入增速均低于 GDP 增速。可见，消费是收入的函数，可支配收入和消费之间，存在着稳定的关系，只有解决城镇居民可支配收入的增长问题，才能解决消费问题。

图 6 一季度城镇居民人均可支配收入增速低于 GDP 增速

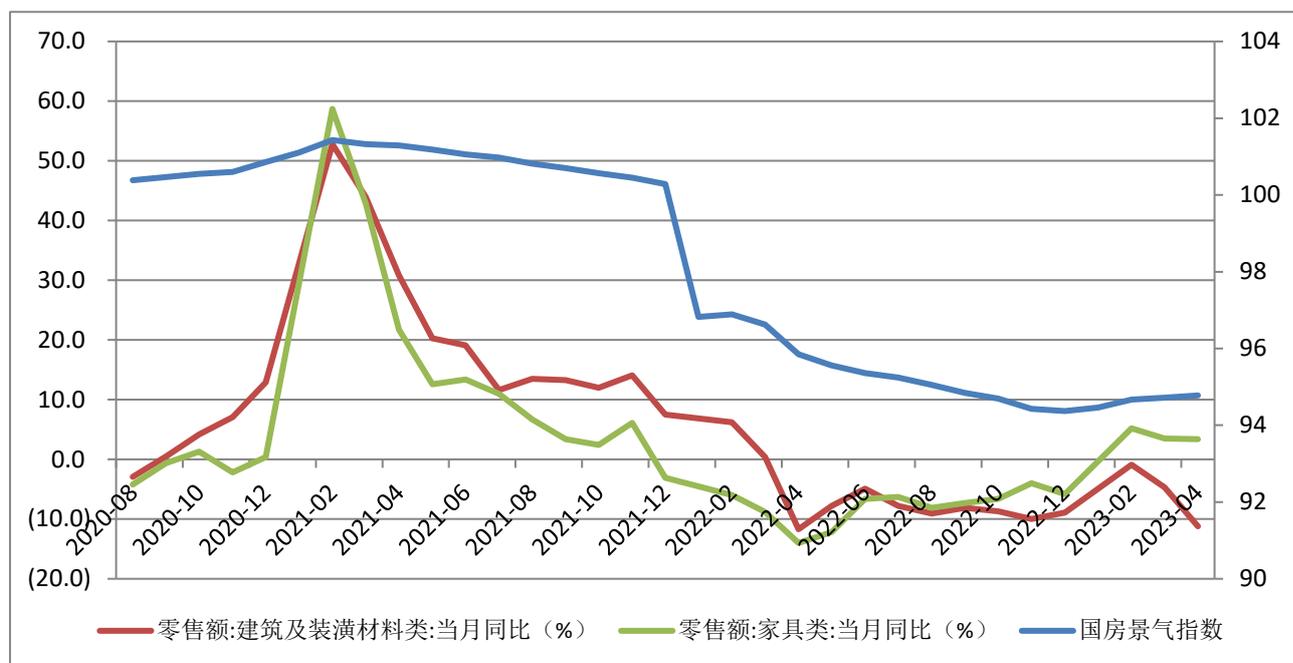


资料来源：WIND 第一创业整理

最后，**从与房地产相关的行业消费较为低迷**。如图 7 所示，从与房地产相关的消费看，4 月建筑及装潢材料类的名义增速分别为-11.2%，较 3 月回落 6.5 个百分点；4

月家具类名义增速分别为 3.4%，较 3 月回落 0.1 个百分点。1-4 月国房景气指数分别为 94.46、94.67、94.72 和 94.78，由此可以看出，房地产业虽已企稳回升，但回升的力度较弱。由于房地产的产业链较长，对内需的影响是显而易见的。

图 7 4 月与房地产相关的行业消费较为低迷



资料来源: WIND 第一创业整理

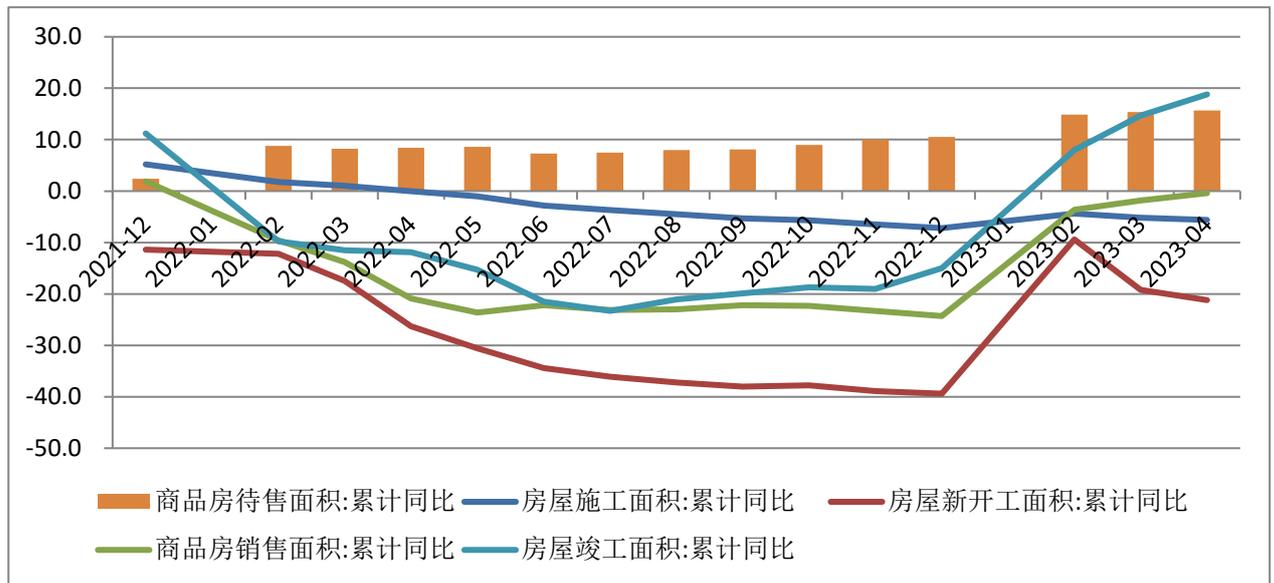
三、固定资产投资主要组成基建、制造业和房地产表现均不佳

首先，基建投资的表现低于预期。基建投资的回落主要原因是由于去年的高基数，而今年受地方债务负担较重影响，很难使基建投资保持高水平。从 1-3 月看，全国公共财政收入累计同比为 0.5%，较去年低 0.1 个百分点；而公共财政支出累计同比高达 6.8%，比去年高 0.7 个百分点。在收不抵支的情况下，基建投资只能依靠财政赤字和专项债两项，而财政赤字率从去年的 2.8% 提高到今年的 3%，专项债规模从去年的 3.65 万亿提到 3.8 万亿，增加的规模并不大。

其次，制造业投资的积极性也不高。影响制造业投资表现的因素有两方面，一是工业企业利润的增速，二是资金实际成本。从工业企业利润看，工业企业主营业务收入利润率从 2022 年的 6.1% 下降到今年 1-3 月的 4.9%；而从资金成本看，由于 PPI 同比的快速下滑，以金融机构一般性贷款加权平均利润减去 PPI 同比来代表企业的实际资金成本，仍会快速上升，这一指标在 22 年全年上升了 8 个百分点。考虑到以上两点因素，制造业投资同比增速的下滑，明显受到投资边际效益快速下降的影响，制造业投资积极性正在快速消退。

最后，房地产投资相关指标出现明显分化。图 8 所示，1-4 月房屋新开工同比增速为-21.2%，较 1-3 回落 2 个百分点；房屋施工面积同比增速为-5.6%，较 1-3 月回落 0.4 个百分点；而竣工面积同比增速为 18.8%，较 1-3 月回升 4.1 个百分点；房屋销售面积同比增速为-1.4%，较 1-3 月回升 0.4 个百分点。由于保交楼政策的实施，房屋竣工面积同比快速上升，但房屋销售速度虽有所好转，但仍跟不上房屋竣工速度，导致商品房待售面积同比的快速上升，今年 1-4 月的同比已达到 15.7%，较 1-3 月上升 0.3 个百分点，较去年上升 5.2 个百分点。

图 8 1-4 月与房地产相关的各项数据出现明显分化



资料来源：WIND 第一创业整理

从房地产资金来源看，1-4 月房地产开发资金来源同比增速为-6.4%，较 1-3 月回升 2.6 个百分点；其中，国内贷款同比增速为-10%，较 1-3 月回落 0.4 个百分点；其它资金来源同比增速为 2.6%，较 1-3 月回升 6 个百分点。

从 4 月信贷情况看，无论是问题还是结构都有较大幅度的下滑（表 2 所示），4 月金融机构新增人民币贷款 7188 亿元，较去年同期多增 734 亿元，其中居民同比少增 241 亿元，而中长期贷款同比少增 842 亿元，再次转为负值，由于居民中长期主要投资于房产，因而无疑对房地产销售的产生负面作用。

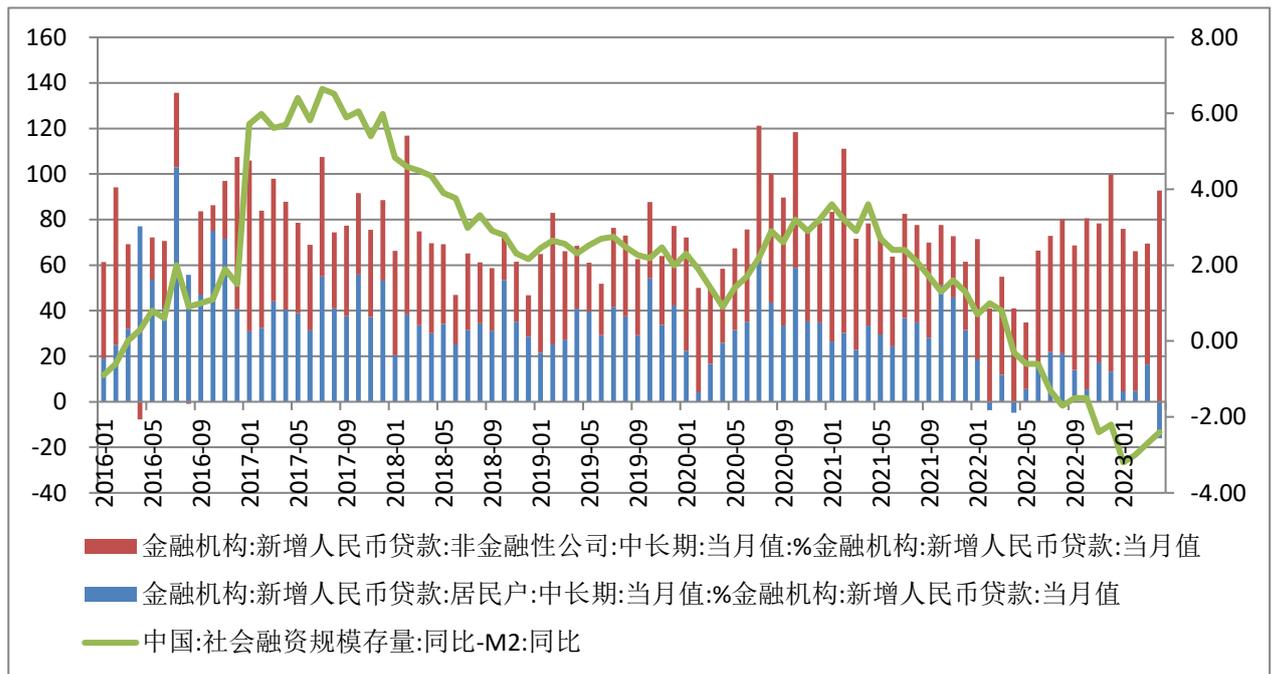
表 2 4 月金融机构人民币贷款结构有较大幅度的下滑

同比多增	总量	居民	短期	中长期	企业	短期	中长期	票据	非银
4 月	734	-241	601	-842	1055	849	4017	-3868	755
3 月	7600	4908	2246	2613	2200	2726	7252	-7874	75
2 月	5800	5450	4129	1322	3700	1674	6048	-4041	-1617

资料来源：WIND 第一创业整理

因此，从历史角度看，房地产行业的复苏仍处于弱复苏的范畴。这是因为从图9看，以社融增速代表资金需求而M2增速代表资金供给，4月两者之差为-2.4%，处于历史低位代表资金远供过于求；从在新增人民币贷款中的中长期贷款占比看，一直处于80%上下，但2022年以来居民中长期贷款占比的下滑速度较快，在数据已大幅改善的情况下3月占比仅16.3%，4月转为负值，远低于历史平均水平。

图9 从历史角度看近期房地产的复苏仍处于弱复苏的范畴



资料来源：WIND 第一创业整理

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼

TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718

P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区世纪大道1229弄1号楼1603——A室

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135