

# 经济修复进入环比走弱的“反复期”

金信期货 研究院

黄婷莉

# 国家统计局发布4月经济数据:

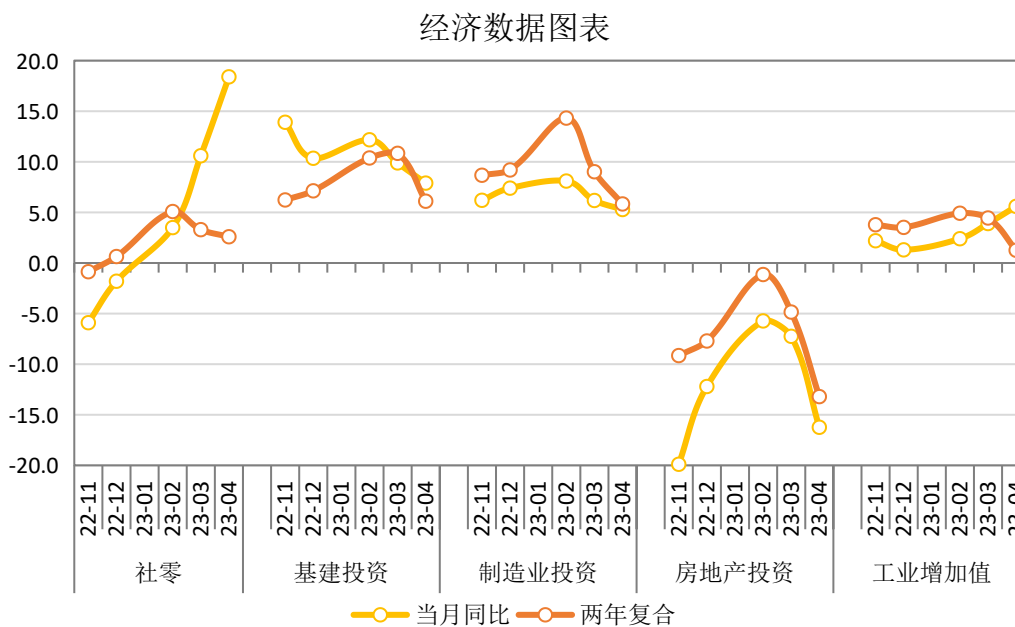
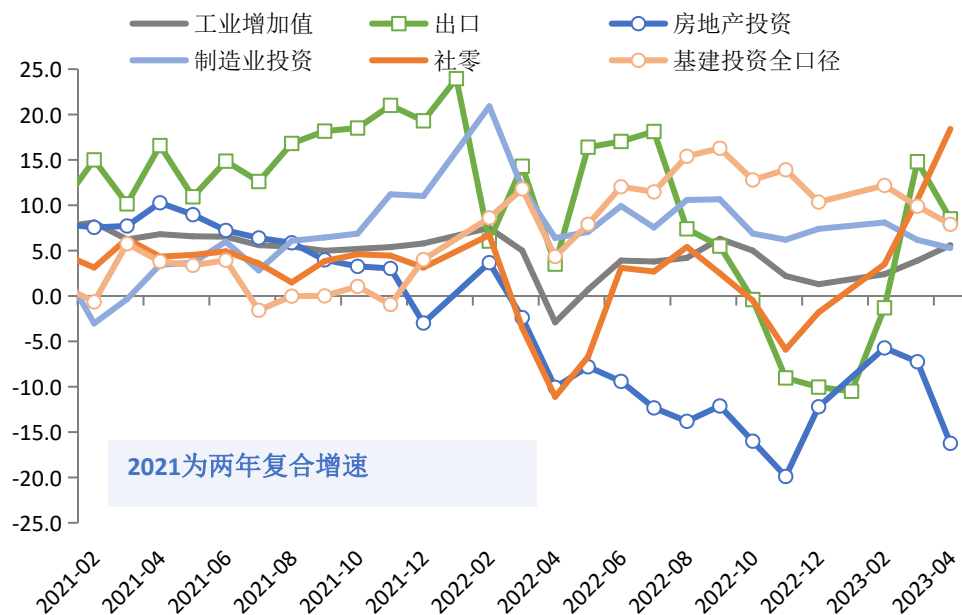
- 1) 4月工业增加值同比5.6%，服务业生产指数同比13.5%；
- 2) 1-4月固定资产投资累计同比4.7%，其中制造业投资累计同比6.4%，基建(含电力)投资累计同比9.8%，房地产投资累计同比-6.2%；
- 3) 4月社会消费品零售总额同比18.4%；
- 4) 4月全国城镇调查失业率5.2%，其中16-24岁和25-59岁人口调查失业率分别为20.4%、4.2%。

指标	同比	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06
工业增加值	当月同比%	5.6	3.9	2.4	#N/A	1.3	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9
固定资产投资		4.5	4.7	5.5	#N/A	3.2	0.7	4.3	6.6	6.5	3.5	5.8
基建(不含电力)		7.9	8.7	9.0	#N/A	14.3	10.6	9.4	10.5	14.2	9.1	8.2
基建		7.9	9.9	12.2	#N/A	10.4	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0
房地产		-16.2	-7.2	-5.7	#N/A	-12.2	-19.9	-16.0	-12.1	-13.8	-12.3	-9.4
制造业		5.3	6.2	8.1	#N/A	7.4	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9
社消零售		18.4	10.6	3.5	#N/A	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1
出口金额		8.5	14.8	-1.3	-10.5	-10.0	-9.0	-0.4	5.5	7.4	18.1	17.0
进口金额		-10.2	-1.4	4.2	-21.3	-7.4	-10.6	-0.7	0.1	-0.3	1.4	-0.1
CPI		0.1	0.7	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5	2.7	2.5
PPI	-3.6	-2.5	-1.4	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3	4.2	6.1	
M1	%	5.3	5.1	5.8	6.7	3.7	4.6	5.8	6.4	6.1	6.7	5.8
M2	%	12.4	12.7	12.9	12.6	11.8	12.4	11.8	12.1	12.2	12.0	11.4
社融	存量同比%	10.0	10.0	9.9	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7	10.8
失业率	城镇调查	5.2	5.3	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.3	5.4	5.5

# 经济修复进入环比走弱的“反复期”

4月经济数据全面不及预期，修复动能从“补偿性”向“内生性”切换下，经济环比走弱，内生动能偏弱和总需求不足下经济复苏进入反复期。这也与前期公布的PMI和高频数据等均保持一致。

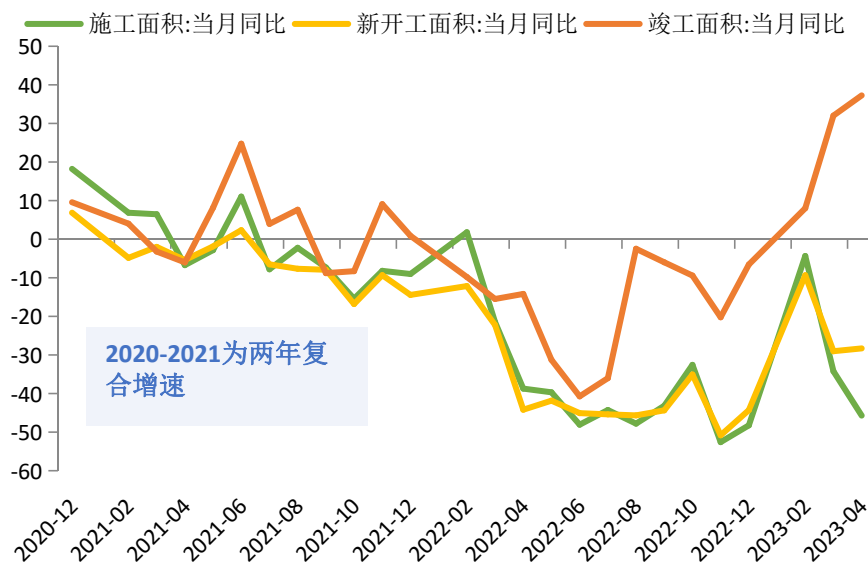
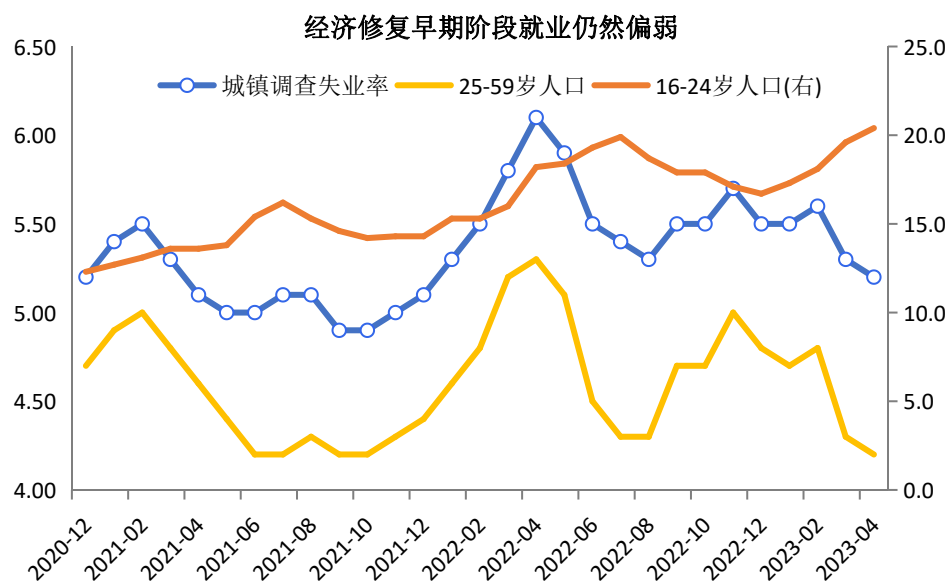
从分项来看，供需两端均在下滑，4月当月出口、房地产投资、制造业投资、基建投资增速均有所回落，仅有工业和社零增速回升，但主要受到去年4月疫情扰动下的低基数效应影响，两年复合增速仍在下滑。



# 两大循环修复偏弱仍是当前经济复苏的核心矛盾

3月以来“就业-->收入-->消费”以及地产两大循环的修复未能持续，在本轮政策强调消费而非投资的拉动模式下，由出行链条向内生需求拉动的链条辐射较短且滞后性强，叠加当前价格端与库存的共振偏弱，内生循环的畅通仍需要时间，微观主体活力和预期仍然偏弱。

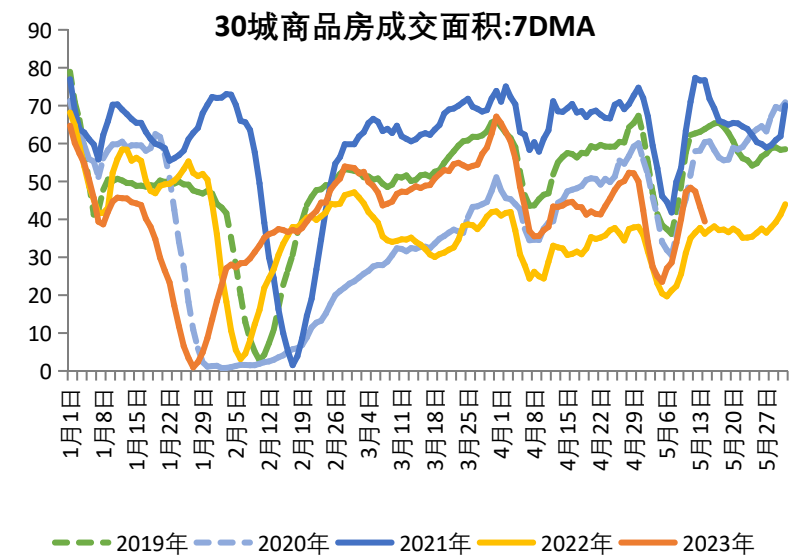
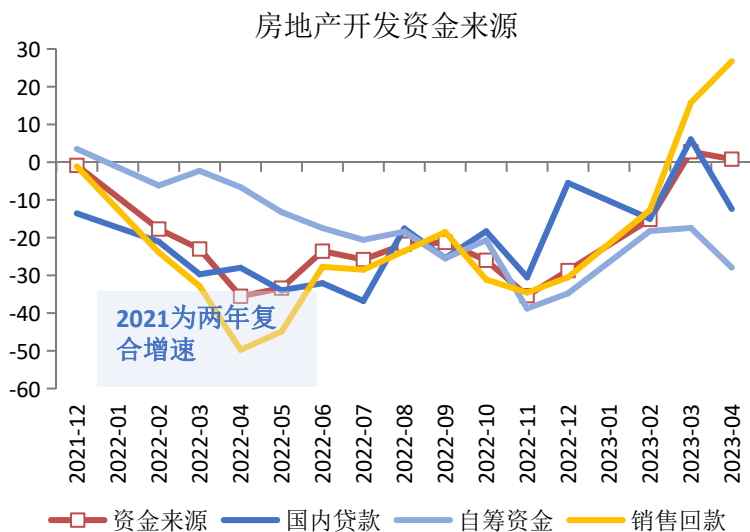
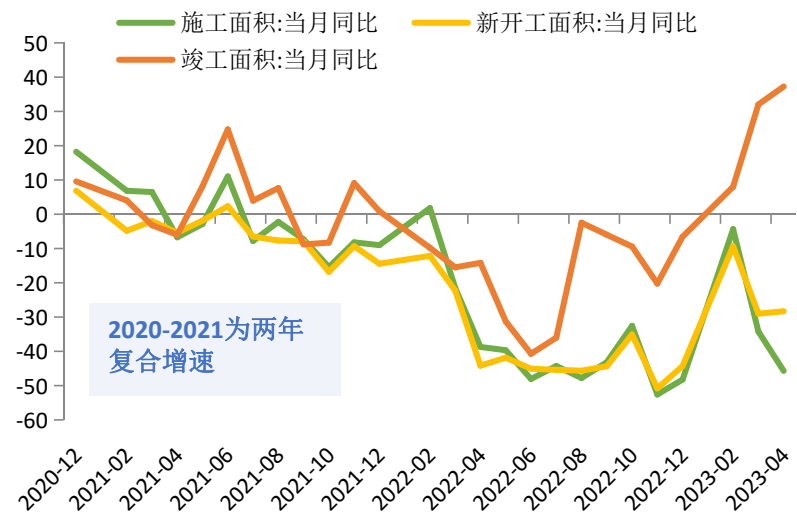
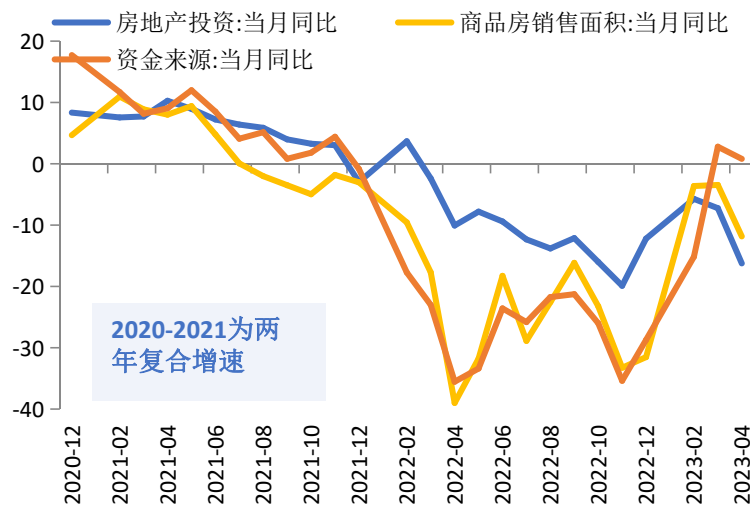
一方面尽管失业率在降低，但就业质量和收入的改善相对偏弱，青年群体的就业压力仍大，消费倾向的修复较为滞后；另一方面，在前期积压需求释放后，4月地产高频销售再度回落，居民需求端预期仍难扭转，且难以支撑房企现金流以及前端拿地开工动力。



# 房地产投资低基数下进一步回落

地产投资低基数下进一步回落，“低开+强竣工”仍是地产投资数据的结构特征。房企现金流难言好转，基数效应下销售回款增速继续回升，但两年复合增速下滑，且融资性现金流增速均有明显回落。

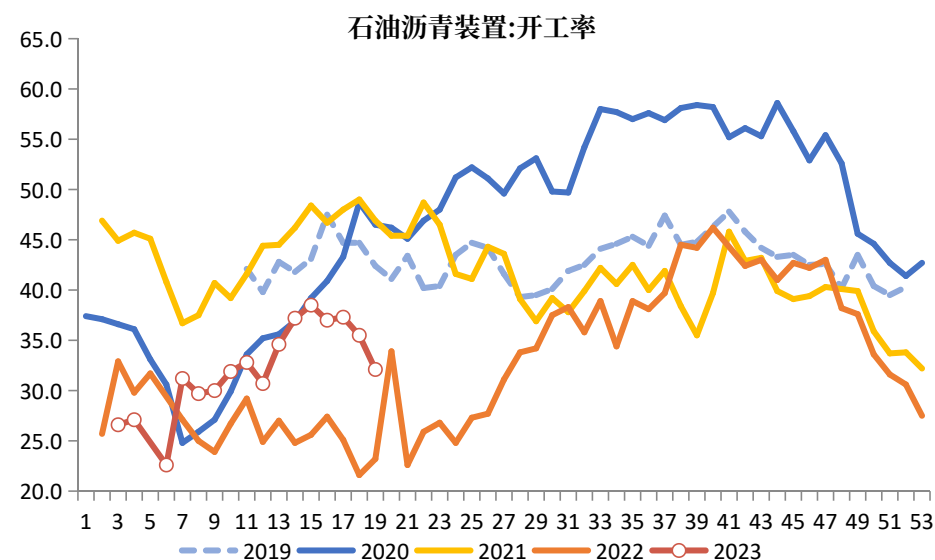
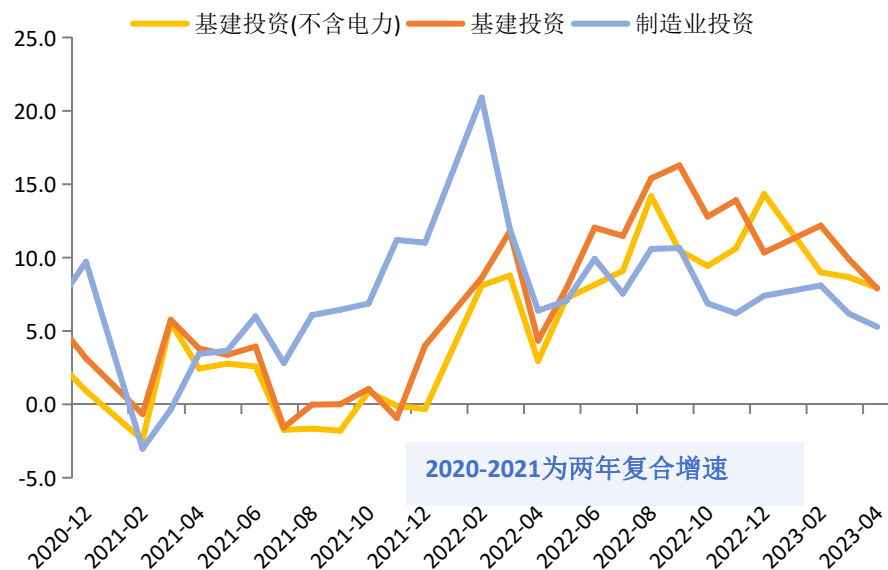
居民和房企预期偏弱仍是地产端核心矛盾，当前地产链的改善程度尚不足以支撑地产良性循环的修复。预计全年销售呈现弱企稳状态，投资端修复仍偏滞后。一方面，前期积压需求释放后4月上高频销售放缓，居民房价预期仍未扭转；另一方面，现金流偏弱仍难支撑房企主动投资的意愿和动力。



# 基建投资略有收敛，制造业投资韧性区间回落

基建投资增速回落，主要受到政策端信贷冲量放缓、政府类项目配套融资回落以及多雨天气的影响，沥青开工率也同步回落。

预计今年基建投资节奏上整体或偏前置，财政政策加力提效、取向积极，但利润上缴、结转结余、专项债限额空间等退坡下，实际可用财力比去年有一定下降，下半年在高基数和资金来源的约束下基建增速或略有放缓。不过考虑到前期已开工项目较多下，年内仍以实物工作量为重心。



## 二季度经济维持弱修复格局，年中政策博弈空间打开

往后看，内生动能的修复存在空间但需要时间，政策“高质量可持续发展”诉求以及强调“就业-收入”而非投资拉动的方向下，总量政策克制保守，经济修复的弹性受到制约，二季度经济仍体现为弱修复格局。不过随着二季度低基数效应下形成同比高点后，年中政策端仍存在博弈空间，而价格信号和需求的负反馈循环需要警惕。

近期股债商资产价格表现均反映市场对于经济复苏不确定性的担忧，总需求不足+经济弱复苏路径下，带来今年资产定价的趋势弱化和波动加大的格局。股市短期仍处在“经济弱复苏+政策偏温和+存量资金博弈”下的震荡格局中，中期经济修复趋势延续和政策博弈或打开上行空间。存款利率下调+经济基本面环比走弱+配置压力释放，近期债市表现明显偏强，长端利率进入2.6-2.7%的阻力位，基本面共振极致下债市对低于预期的经济数据并无过多反应，后续或对利好逐步钝化。



# 谢谢大家!

金信期货 研究院



# 重要声明

---

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、王志萍（投资咨询编号：Z0015287）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、汤剑林（投资咨询编号：Z0017825）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、孙皓（投资咨询编号：Z0018702）。