

4 月经济数据显示内需修复仍然偏慢，后续关键在政策效果

2024年5月13日-5月18日周报

◆ 4 月经济数据显示内需修复速度仍然偏慢，重磅稳房地产政策集中出台

4 月经济数据显示当前内需修复速度仍然较慢：(1) 表现相对较好的是工业增加值、工业企业投资增速显示的生产端修复速度较快，出口超预期显示的全球经济回暖和我国出口产业链竞争力的增强。(2) 表现相对平稳的是基建。4 月基建投资因政府财政扩张不及预期单月增速下行，但根据年内专项债计划发行额等指标看，今年财政发力仍然是稳增长重要手段，后续增速无需担忧。(3) 表现相对较弱的是消费。后续消费修复速度仍取决于价格指数向上修复以及居民收入的恢复进程。(4) 表现相对较差的仍然是房地产行业。无论是商品房销售还是房地产投资均呈现出下滑幅度加深态势。总体来看，目前我国经济运行中，最大的拖累点和不确定性之处仍然是房地产行业的触底企稳的进度。

5 月 17 日，中央层面出台了一系列增量稳房地产政策。在支持居民购房方面，央行出台了取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率 25 个 BP 以及降低个人住房贷款最低首付比例三项重磅政策，旨在刺激居民购房，以便稳住整个房地产行业价值链条的出口。在减轻房地产企业库存压力、促进房地产行业回归正轨方面，人民银行副行长陶玲 5 月 17 日在国务院政策例行吹风会上表示，央行将设立 3000 亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。

5 月 17 日出台的一系列增量稳房地产政策均指向了帮助房企去库存这一目标，对提振整个房地产行业信心起到了较大作用。具体的政策效果需要结合 5 月和 6 月商品房销售数据和全国范围内库存变化数据来观察。

(1) 4 月消费不及市场预期

2024 年 4 月，社零同比录得+2.3%，较 3 月-0.8PCTS, 低于市场预期的+4.6%，其中，商品零售和餐饮收入同比分别为+2.0%和+4.4%。4 月消费数据继 3 月后再次低于市场预期，从总体视角看是因为居民收入增速放缓和通胀低位运行下，消费意愿恢复依然偏慢，从具体消费品类视角看，主要是受到汽车销售同比降幅加大、建筑装潢材料销售金额同比由正转负影响，前者我们认为主要是因为近期汽车降价频繁、消费者观望情绪较重，后者我们认为仍然反映了商品房销售的低迷。后续随着价格指数向上修复、消费者观望结束开始购车以及稳房地产组合拳下居民购房边际修复，社零有望逐步企稳。

主要数据

上证指数	3148.0207
沪深 300	3664.6907
深证成指	9673.3192

主要指数走势图



作者

符畅 分析师

SAC 执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC 执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC 执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-05-14

4 月通胀温和修复，社融受多因素影响不及预期 —2024-05-13

国内如何应对低通胀 —2024-05-10

(2) 固投放缓，房地产和基建均有一定拖累

2024 年 4 月，固投同比+3.5%，较 3 月-1.3PCTS，较 Q1-1.0PCTS，带动前 4 月固投录得+4.2%，低于市场预期的同时较 Q1-0.3PCTS。

2024 年 4 月，制造业投资录得+9.3%的较高增速，在近 60 个月中排在第 12 高，带动前 4 月制造业投资同比录得+9.7%。4 月制造业投资仍然维持较高增速，我们认为主要缘于三个方面原因：一是各地对新产业的提前布局，拉动制造业投资总体上行；二是超预期的出口下，出口产业链投资上行；三是化学原料、纺织、黑色金属、有色金属及通用设备制造等相对高产能利用率行业的投资对制造业整体投资增速形成一定支撑。展望后续，内外需修复叠加支持设备更新等强力政策支撑下，预计制造业投资仍能保持韧性。

2024 年 4 月，房地产投资增速为-10.5%，较 3 月跌幅略微扩大。开年以来，房地产投资经历了前 2 月的下行幅度较去年全年缩窄，3 月的下行幅度扩大以及 4 月的下行幅度再次扩大。4 月，因去年基数降低以及环比下滑幅度放缓，房屋施工面积由负转正，但房屋销售金额和面积及房企融资仍然录得较大跌幅，显示房地产投资当前实际上仍无明显改善。库存角度，根据我们的统计，截止 4 月，我国商品房库存为 23.62 亿平方米，经过 2021 年以来的去库存后，已较 2020 年年末高位下降了 22.8%。同时，截止 4 月，商品房去化周期已达 32.8 个月，去化周期较 3 月继续上升，较 2020 年 12 月上升了 38.5%。截至目前，整个房地产行业仍受困于居民购房意愿低位，存在去库存的同时去化周期仍在上升的现象。

今年 4 月，基建投资同比+5.9%，累计同比+7.8%，较 3 月增速-2.7PCTS，排在近 60 个月月度同比增速的第 26 位（2021 年为两年复合增速）。4 月基建的放缓，主要的拖累仍在于年初以来财政扩张进度偏慢。城投债方面，今年 4 月城投债发行 3628 亿元，去年 4 月为 5068 亿元，今年前 4 月城投债发行 1.55 万亿元，去年前 4 月为 1.82 万亿元。地方政府专项债方面，今年 4 月地方政府新增专项债仅发行 883 亿元，去年 4 月发行 2648 亿元，今年前 4 月地方政府新增专项债仅发行 7224 亿元，去年前 4 月为 1.62 万亿元。今年在全年计划新发行专项债 3.9 万亿元，高于去年的 3.8 万亿元的情况下，截止 4 月的发行进度明显低于去年。考虑到今年稳增长压力仍然较大，同时新专项债发行额度高于去年，显示财政发力力度仍然不低，因此总体上看，在“三大工程”等项目的支撑下，后续基建投资仍将维持较强度，全年有望实现 7.0%以上增速。

(3) 4 月工业生产回升势头强劲

4 月工业生产回升势头强劲，规模以上工业增加值同比+6.7%，高于市场预期（+5.43%），较 3 月回升 2.2PCTS。2024 年 1-4 月规模以上工业增加值累计同比增长 6.3%，较去年同期上行 2.7PCTS。出口增长和设备更新促进制造业快速增长，分三大门类看，当月来看采矿业增加值同比+2.0%，制造业+7.5%，公用事业同比+5.8%，4 月工业生产修复斜率较 1-3 月有所回升。

从子行业来看，已公布当月增加值增速的 17 个子行业中，与 3 月相比有 14 个子行业增加值同比增速上行，仅有农副食品加工业（-4.0PCTS）、黑色金属冶炼及压延加工业（-1.3PCTS）和食品制造业（-0.1PCTS）同比增速回落。14 个同比

增速上升的子行业中，上升幅度较大的包括汽车制造业（+6.9PCTS）、橡胶和塑料制品业（+5.2PCTS）、计算机、通信和其他电子设备制造业（+5.0PCTS）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（+4.6PCTS）、金属制品业（+4.4PCTS）、纺织业（+4.1PCTS）等。国家统计局在 5 月 17 日召开的新闻发布会上指出，尽管外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济发展也面临一些困难挑战，但是新动能正在迅速形成并且日益发展壮大，高技术制造业增加值占比持续提升，有力增强了经济发展的后劲和韧性。

往后看，二季度外需对出口的支撑力度有望延续。全球经济复苏趋势明显，4 月全球制造业 PMI 录得 50.3，连续第四个月处于扩张区间，主要国家与地区均有不同程度抬升，超过半数 PMI 处于扩张区间。作为全球产业链的主要供应端，外需上升带动中国官方制造业 PMI 新出口订单指数 3 月录得 51.3，4 月录得 50.6，连续两个月处于扩张区间，结束了自 2023 年 4 月以来长达 11 个月的收缩期，出口动能增强趋势愈加明确。内需方面，设备的更新和技术改造升级对内需形成一定支撑，有望缓解了消费疲软和房地产市场调整带来的不利影响。此外政策端持续发力，有助于改善市场对于房地产和经济复苏的预期，5 月 17 日央行连发三项有关房地产的重磅通知，分别关于下调个人住房公积金贷款利率、下调个人住房贷款最低首付款比例、取消首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。随着各项稳增长政策持续推进，积极因素累积，工业生产有望保持稳健回升态势。

◆ MLF 等量平价续作，OMO 规模维持低量，资金面边际宽松

截止 5 月 17 日，DR007 报收 1.81%，较 5 月 11 日下行 4BP；SHIBOR1W 报收 1.81%，较 5 月 11 日下行 4BP，资金面边际宽松。同业存单到期收益率周内在 2.10% 下方小幅波动，银行间系统流动性整体仍较为宽松，截止 5 月 18 日，AAA 级一年期同业存单到期收益率报收 2.10%，较 5 月 11 日下行 1BP。公开市场操作方面延续了 4 月以来的低量，本周央行共投放 7D 逆回购 100 亿元，利率维持 1.80%；周内逆回购到期 100 亿元，MLF 则是等量平价续作，本周央行公开市场操作整体持平。

年内超长期特别国债发行时间安排明确。5 月 13 日，财政部公布 1 万亿超长期特别国债的发行时间表，其中超长期特别国债涉及期限为 20 年、30 年、50 年，首次发行时间为 5 月 17 日，11 月中旬发行完毕。本次特别国债发行时间较为分散，对流动性的冲击小于市场预期，央行或采用公开市场操作、降准等工具予以配合。另一方面，虽然 4 月社融增量出现负值，货币供应速度减缓，但除了内需不及预期，监管主动调整的影响不可忽视。从近期央行表态以及对长端国债收益率快速下行的关注来看，央行对信贷质量均衡的诉求较为突出，叠加中美利差仍处于较高位置以及息差压力等，因此短期内通过降息引导实体经济信贷恢复的操作或涉及到多方面的均衡和观察，央行态度或偏谨慎。

◆ 美国通胀和消费数据回落，美元指数下行，人民币汇率波动增大

最新数据表明美国通胀和消费双双回落，市场降息预期上升，十年期美债收益率边际下行。截止 5 月 18 日，十年期美债收益率报收 4.42%，较 5 月 10 日下行 8BP。美元指数报收 104.49。美元指数回落使得非美货币压力边际减缓，人民币汇率周内先降后升，截止 5 月 17 日美元兑人民币即期汇率报收 7.2242，仍处于 7.20 上方。

美国 4 月 CPI 和核心 CPI 同比增速分别录得 3.4% 和 3.6%，创三年来最低增速。通胀回落进展使得市场对于美联储降息预期升温。另一方面，最新公布的零售数据显示美国消费有降温迹象。5 月 15 日，美国商务部公布的 4 月零售销售数据显示，零售销售额环比增长 0%，低于市场预期的 0.4%，前值则由 0.7% 修正为 0.6%。零售数据转弱或说明美国疫情以来由政府补贴引发的居民部门的超额储蓄或临近耗尽，消费对通胀的支撑有望趋缓。官员表态方面，5 月 17 日美联储理事鲍曼再度放鹰，重申如果美国通胀降温的进展停滞或是反转，愿意支持美联储 FOMC 在需要时加息。但同时也表示随着美联储政策利率保持在高位，通胀将进一步降温；美国劳动力市场的再平衡进程已经放缓。二季度的消费、就业和通胀数据将是决定年内美联储政策路径的关键，随着各项经济数据的发布，美联储在数据依赖的决策路径下降息进程不确定性上升。人民币汇率波动性或增加。

◆ 十年期国债收益率小幅波动，期限利差显著上行

截止 5 月 17 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.31%，较 5 月 11 日下行 3BP；1 年期国债收益率报收 1.61%，较 5 月 11 日下行 10BP；短端收益率快速下行带动期限利差边际走高，截止 5 月 17 日 10 年起与 1 年期国债收益率的期限利差录得 70.04BP，较 5 月 11 日上行 7.35BP。

在 5 月 10 日央行 2024 年一季度货币政策报告对于长期国债收益率的风险警示的冲击下，10 年起国债收益率次日上升 3BP，本周内债市情绪有所平复，长端收益率边际下行。基本上，4 月各项经济数据显示当前内外需出现结构性分化的趋势。出口景气对外需形成支撑，带动工业生产走强；内部方面，金融数据不及市场预期，社融增速大幅下滑，社零、固投均较一季度走低。房地产整体上表现仍较为低迷，仍是经济修复的主要拖累项。近期政策端持续发力，有助于改善市场对于房地产和经济复苏的预期，5 月 17 日央行连发三项有关房地产的重磅通知，分别关于下调个人住房公积金贷款利率、下调个人住房贷款最低首付款比例、取消首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。往后看，设备的更新和技术改造升级对内需形成一定支撑，有望缓解了消费疲软和房地产市场调整带来的不利影响。但从当前时点看，政策效应的验证仍需时间，债市长端收益率或仍处于下行趋势。短期内，由于政府债和特别国债发行对债市供给和流动性的干扰，市场或持续小幅震荡。

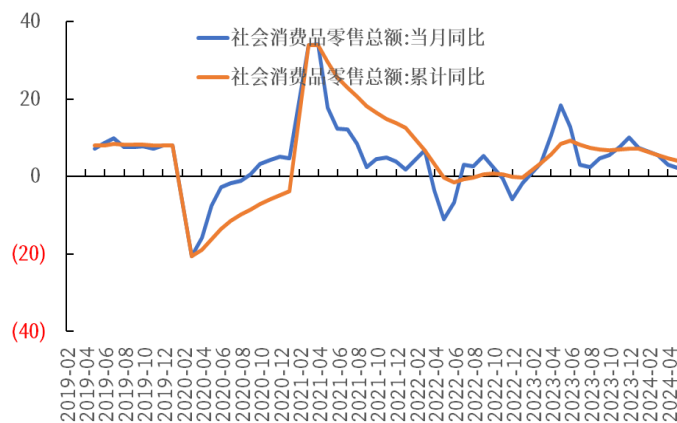
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 月度经济数据情况

	2024-04	2024-03	2024前2月	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
社零（当月同比）	2.30%	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%
社零：商品零售（当月同比）	2.00%	2.7%	4.6%	4.8%	8.0%	5.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%
社零：餐饮（当月同比）	4.40%	6.9%	12.5%	30.0%	25.8%	17.1%	13.8%	12.4%	15.8%	16.1%	35.1%	43.8%
固投（累计同比）	4.20%	4.5%	4.2%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%
制造业投资（累计同比）	9.70%	9.9%	9.4%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%
基建投资（累计同比）	7.78%	8.8%	9.0%	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%
房地产开发投资（累计同比）	-9.80%	-9.5%	-9.0%	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%
固投（当月同比）	3.51%	4.8%	4.2%	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%
制造业投资（当月同比）	9.32%	10.3%	9.4%	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%
基建投资（当月同比）	5.92%	8.6%	9.0%	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%
房地产开发投资（当月同比）	-10.54%	-10.1%	-9.0%	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%
出口金额（美元，当月同比）	1.50%	7.5%	7.1%	2.3%	0.5%	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	12.4%	7.5%	8.5%
进口金额（美元，当月同比）	3.40%	1.9%	3.5%	0.2%	-0.6%	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.8%	4.5%	7.9%
工业增加值（当月同比）	6.70%	4.5%	7.0%	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%
服务业生产指数（当月同比）	3.50%	5.0%	5.8%	8.5%	9.3%	7.7%	6.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%
制造业PMI(%)	50.4	50.8	1月49.2，2月49.1	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2
非制造业PMI(%)	51.2	53.0	1月50.7，2月51.4	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4
建筑业PMI(%)	56.3	56.2	1月53.9，2月53.5	56.9	55.0	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9
服务业PMI(%)	50.3	52.4	1月50.1，2月51.9	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1

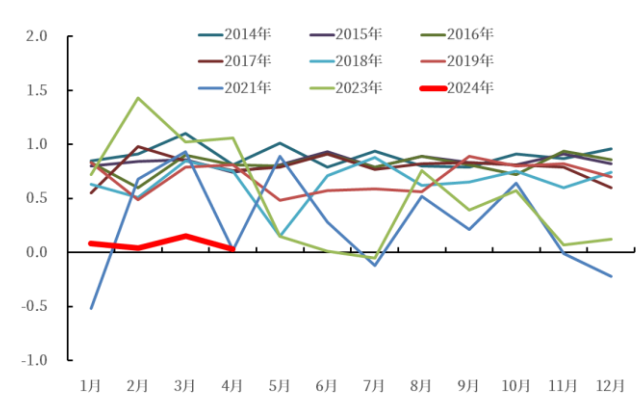
资料来源：wind，中航证券研究所

图2 社零同比走势（%）



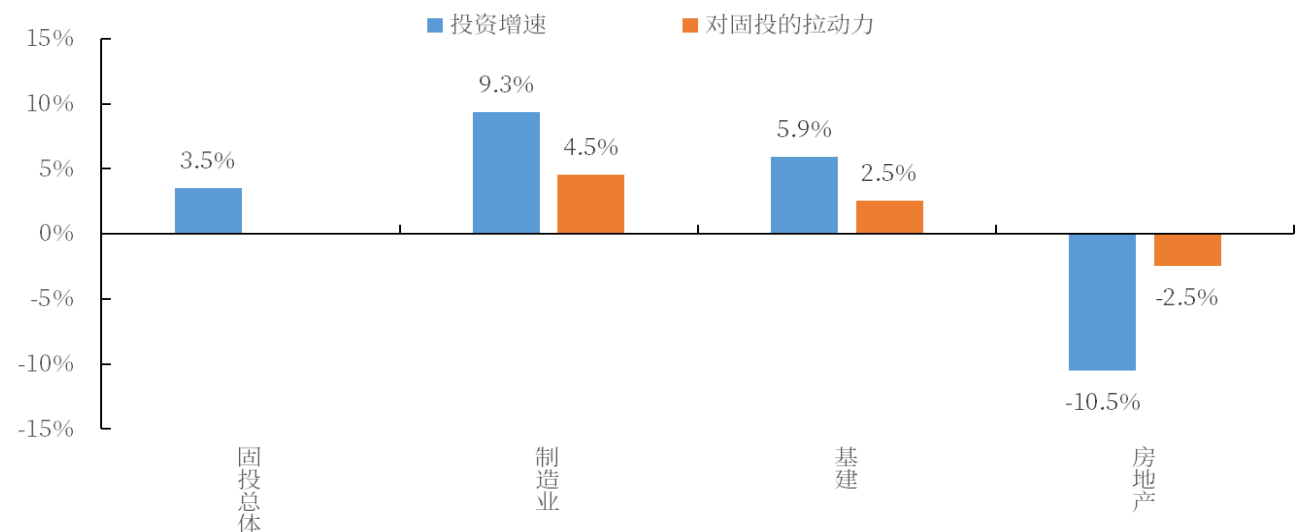
资料来源：wind，中航证券研究所

图3 历年各月社零环比（%）



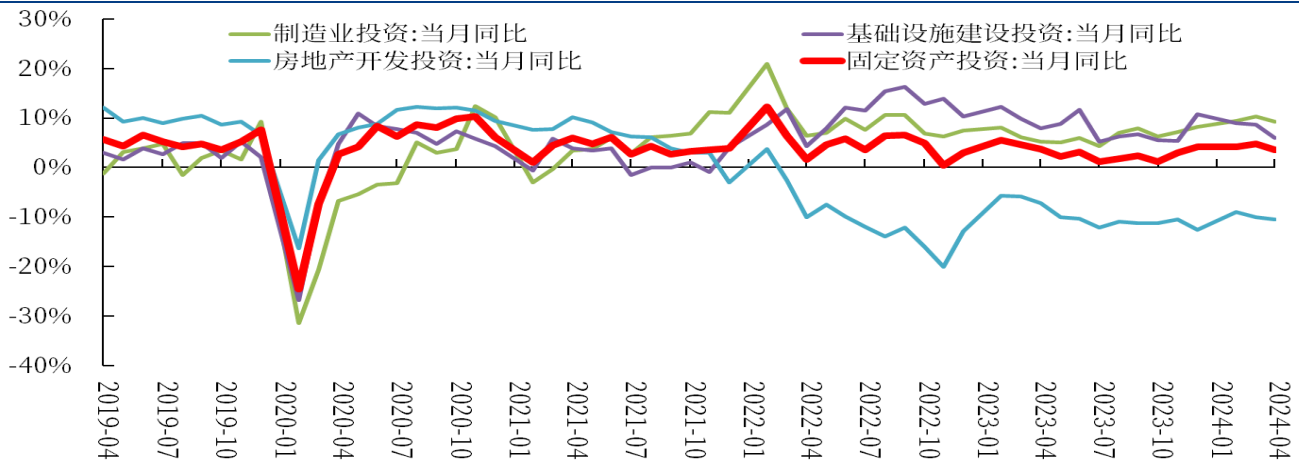
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 2024年4月固投及主要分项投资增速及拉动力



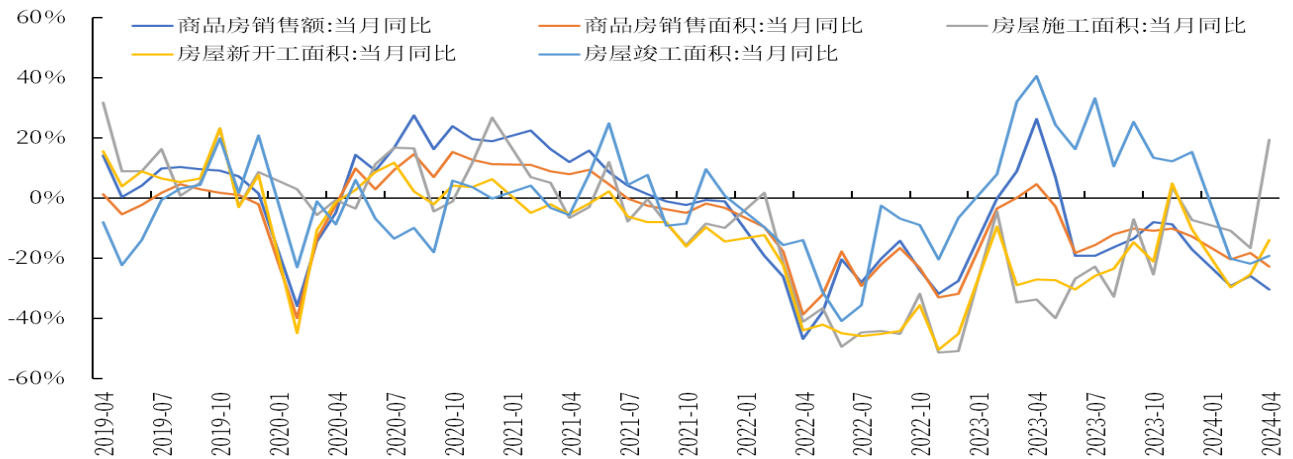
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 固投及主要分项当月同比走势



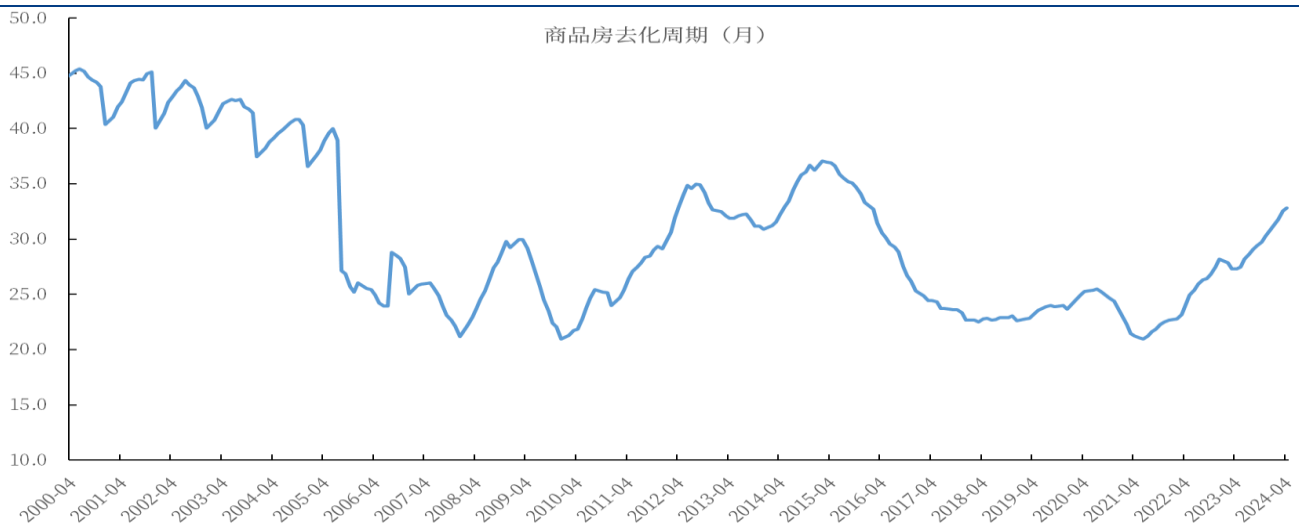
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图6 房屋销售、施工及土地购置同比走势



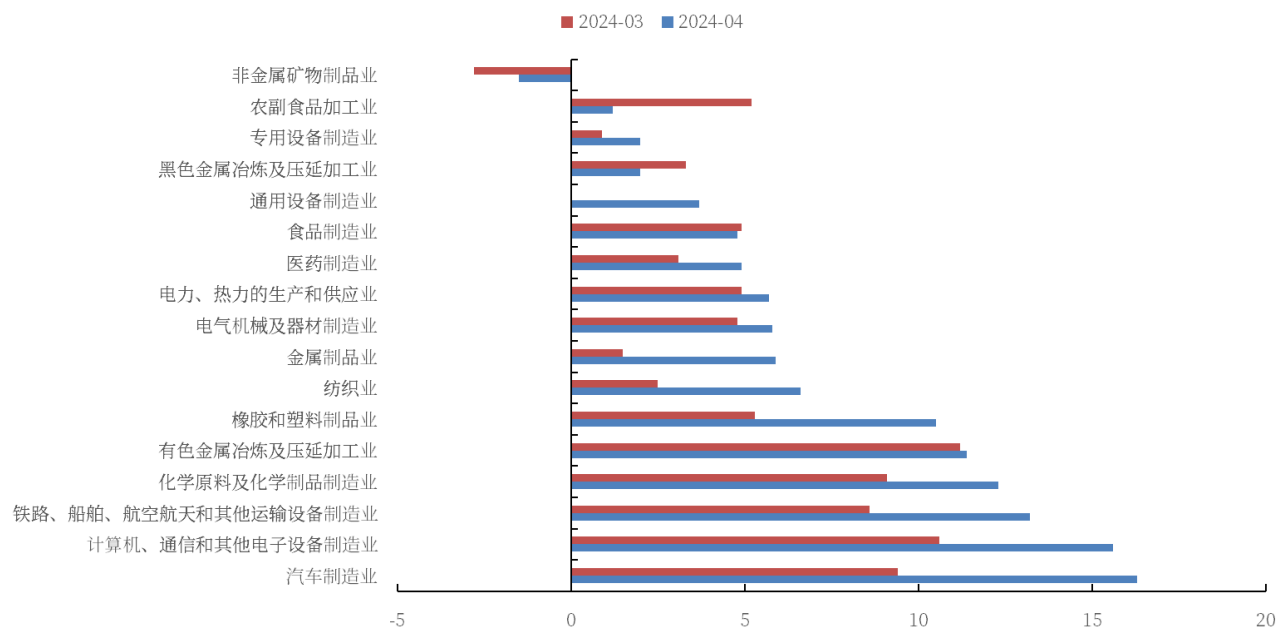
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021年为两年复合增速）

图7 商品房去化周期走势



资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

图8 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637