

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- **工增：高基数下工增增速预计回落。**3月工业增加值同比增加4.5%（低于1-2月同比增速7.0%），多数行业实现正增长。生产端，生产景气度逆季节性上升，但补库需求有所回落。4月份开工率多数上涨，但由于2023年同期开工率绝对水平较高，因此生产端同比增速在高基数影响下可能有所回落。**预计2024年4月全国规模以上工业增加值同比增速4.2%，相比3月份回落0.3个百分点。**
- **固投：基建开工不足，制造业、地产相对平稳。**2024年3月固定资产投资同比增长4.7%，较今年1-2月份同比增速上升0.5个百分点。从三大投资分项来看，1-3月地产、制造业、基建投资累计同比增速分别为-9.5%、9.9%、8.8%，分别相比前值下行0.5个百分点、上行0.5个百分点、下行0.2个百分点。地产方面，4月份商品房交易热度先升后降。从新房成交情况来看，4月份商品房单周成交量符合季节性趋势先升后降，绝对水平低于2023年同期，但差距缩小。4月份建筑业PMI小幅上升，建筑业与地产、基建相关度较高，近期部分地区商品房调控政策优化，地产投资增速有望企稳。基建方面，4月份专项债发行进度不及预期，4月新增专项债的实际/计划发行比为0.42，且4月份石油沥青开工率有所回落，低于2023年同期水平。制造业方面，景气度维持在枯荣线之上。去年4月份固投基数走低，故今年4月份同比增速可能回升。**预计4月固定资产投资同比增速回升0.3个百分点至5.0%左右。**
- **社零：汽车销量回落，家电有望回升。**3月份社零不及预期，同比增长3.1%，低于1-2月份累计同比增速5.5%。3月服务业PMI、汽车销售有所回升。4月服务业PMI为50.3%，回落2.1个百分点，服务业订单回落0.7个百分点至46.5%，服务业业务活动预期回落0.8个百分点至57.4%。从高频数据来看，4月厂家零售商用车四周移动日均销量有所回落，并低于去年同期水平。政策上，3月底商务部印发《推动消费品以旧换新行动方案》，在全国范围内开展汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”，家电消费有望回升。考虑到2023年4月份社零基数偏高，**预计2024年4月份社零同比增长3.1%，持平于3月份。**
- **外贸：预计进、出口增速同比上升。**按美元计价，3月份进、出口增速均有所下行。4月PMI新出口订单回落0.7个百分点至50.6，仍处在枯荣线之上。高频数据显示，4月中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）、波罗的海干散货指数（BDI）同比增加，环比回落。结合美国、日本景气度有回升趋势，全球贸易有望升温，**预测4月出口同比增速可能转正，增速为2%。**4月PMI进口指数降至48.1%，回落至枯荣线以下。价格方面，4月原油价格较去年同期有所上升，布伦特原油、WTI原油分别同比上行6.8%、6.2%。**预计4月进口同比增速由-1.9%升至0%附近。**
- **物价：预计CPI上升，PPI降幅收窄。**3月份物价不及预期，主因推升2月份CPI同比增速的超季节性因素消退，工业品生产资料和生活资料价格均有所回落。4月份原材料价格和出厂价格PMI均有所回升，工业品价格降幅收窄。**预计4月PPI同比增速仍处在负区间，但降幅收窄，在-2.5%左右。**消费品价格高频数据来看，4月28种重点监测蔬菜价格月度均值与去年同期基本持平，猪肉价格同比上涨5.1%，且油价有所上涨。**预测3月CPI同比增速增长0.3个百分点至0.4%。**
- **金融：预计信贷同比多增，社融同比少增。**3月份人民币贷款、社融同比少增，主要受到三方面原因影响：第一，2023年同期基数较高；第二，供给端，可能受到“平滑信贷”影响，Q1信贷供给不足；第三，实体经济需求不足，楼市低迷尚未见明显拐点。但由于2月份金融数据较弱，拉低了3月份预期，所以最终呈现的结果是社融、信贷当月新增量均略超预期。观察历史数据，4月新增人民币贷款规模通常季节性回落。从高频指标来看，4月份6M国股银票转贴现利率季节性回落并处于低位，**预计4月新增人民币贷款为2021-2023年4月份均值（9447亿元），同比多增2259亿元。**从信贷以外的分项来看，今年政府债发行偏慢，4月份净融资与去年同期以及3月份相比均有所下降。**预测4月新增社融约1.0万亿元，同比少增约2249亿元，社融存量增速为8.7%。**
- **风险提示：**预测模型和方法不够准确，高频数据更新不及时或提取失误等。

内容目录

一、工业：高基数下工增增速预计回落.....	- 4 -
二、固投：基建开工不足，制造业、地产相对平稳.....	- 5 -
三、社零：汽车销量回落、家电有望回升.....	- 7 -
四、外贸：预计进、出口增速同比上升.....	- 8 -
五、物价：预计 CPI 上升，PPI 降幅收窄.....	- 10 -
六、金融：预计信贷同比多增，社融同比少增.....	- 12 -

图表目录

图表 1: 4 月宏观数据预测 (%，亿元)	- 4 -
图表 2: 规上工业增加值同比增速回落 (%)	- 4 -
图表 3: 工增三大类同比增速 (%)	- 4 -
图表 4: 4 月产成品库存指数回落，原材料库存持平 (%)	- 5 -
图表 5: 247 家高炉开工率变化情况 (%)	- 5 -
图表 6: PTA 开工率变化情况 (%)	- 5 -
图表 7: 3 月固投同比增速有所回升 (%)	- 6 -
图表 8: 4 月商品房成交面积回升 (万平方米)	- 6 -
图表 9: 4 月石油沥青装置开工率有所回落 (%)	- 7 -
图表 10: 4 月建筑业 PMI 回升 (%)	- 7 -
图表 11: 社零总体增速、商品零售、餐饮增速 (%)	- 7 -
图表 12: 3 月份餐饮收入、商品零售恢复较慢 (%)	- 7 -
图表 13: 4 月服务业 PMI 回落 (%)	- 8 -
图表 14: 4 月汽车销量回落 (辆)	- 8 -
图表 15: 进出口同比增速与贸易差额 (%，亿美元)	- 8 -
图表 16: 4 月美国制造业 PMI 回落至枯荣线以下 (%)	- 9 -
图表 17: 4 月 PMI 新出口订单降至 50.6 (%)	- 9 -
图表 18: 国内出口运价指数	- 9 -
图表 19: 3 月 PMI 进口指数降至 48.1 (%)	- 10 -
图表 20: 4 月原油价格同、环比上涨 (美元/桶)	- 10 -
图表 21: 3 月份 CPI 同比增速回落、PPI 降幅扩大 (%)	- 10 -
图表 22: CPI 八大类同比增速 (%)	- 11 -
图表 23: 4 月 CRB 指数同比降幅收窄 (%)	- 11 -

图表 24: 螺纹钢、动力煤价格 (元/吨)	- 11 -
图表 25: 4月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)	- 12 -
图表 26: 4月 PMI 制造业出厂价格指数回升 (%)	- 12 -
图表 27: 蔬菜和猪肉价格 (元/公斤)	- 12 -
图表 28: 4月新增人民币贷款规模通常季节性回落 (亿元)	- 13 -
图表 29: 4月票据利率季节性回落 (%)	- 13 -
图表 30: 4月政府债净融资同环比均有所下降 (亿元)	- 14 -

4 月份主要宏观数据即将公布，我们基于指标趋势的判断，结合高频数据和政策的边际变化，对各项数据进行前瞻，供投资者参考。

图表 1: 4 月宏观数据预测 (%，亿元)

同比 (%)	2024-04E	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
GDP	--	5.3	--	--	5.2	--	--
规上工业增加值	4.2	4.5	7.0	--	6.8	6.6	4.6
固定资产投资	5.0	4.7	4.2	--	3.0	2.9	1.4
社会消费品零售总额	3.1	3.1	5.5	--	7.4	5.5	7.6
出口总额 (美元计价)	2.0	-7.5	7.1	--	2.3	0.5	-6.6
进口总额 (美元计价)	0.0	-1.9	3.5	--	0.2	-0.6	3.0
CPI: 当月同比	0.4	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2
PPI: 当月同比	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6
新增人民币贷款	9447	30900	14500	49200	11700	10900	7384
新增社融	10000	48675	15211	65364	19326	24547	18441
社融存量: 累计同比	8.7	8.7	9.0	9.5	9.5	9.4	9.3

来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 工增、固投、社零进出口 2 月份增速均为 1-2 月合计。

一、工业: 高基数下工增增速预计回落

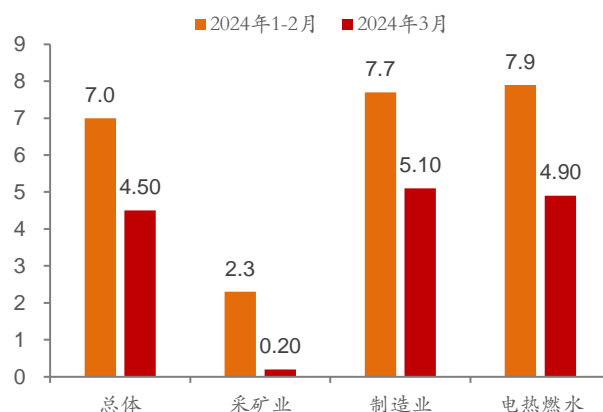
3 月工业增加值同比增加 4.5% (低于 1-2 月同比增速 7.0%)。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 0.2%，制造业增长 5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.9%。三大门类同比增速均相比于前值有所回落。分行业，多数行业实现正增长。3 月份有色金属 (11.2%)、计算机通信 (10.6%)、汽车 (9.4%)、化学制品 (9.1%)、运输设备 (8.6%) 五大行业工业增加值增速排名靠前；医药行业 (3.1%) 工增同比增速由负转正；煤炭 (-1.6%)、非金属矿物 (-2.8%) 增速排名靠后，由正转负。

图表 2: 规上工业增加值同比增速回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 工增三大类同比增速 (%)



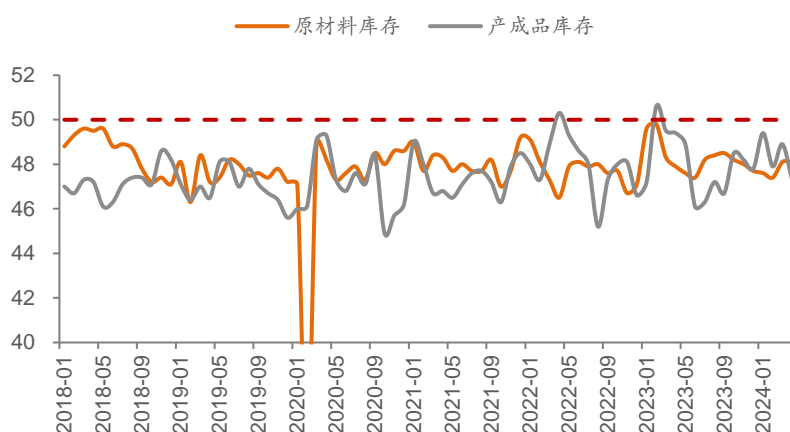
来源: WIND, 中泰证券研究所

生产端，生产景气度逆季节性上升，但补库需求有所回落。4 月份 PMI

生产指数为 52.9，环比上升 0.7 个百分点，而 2019-2023 年 4 月份生产 PMI 指数均环比回落。原材料库存与上月持平（48.1），产成品库存回落 1.6 个百分点至 47.3，补库需求回落，且自去年 10 月份以来持续低于枯荣线。

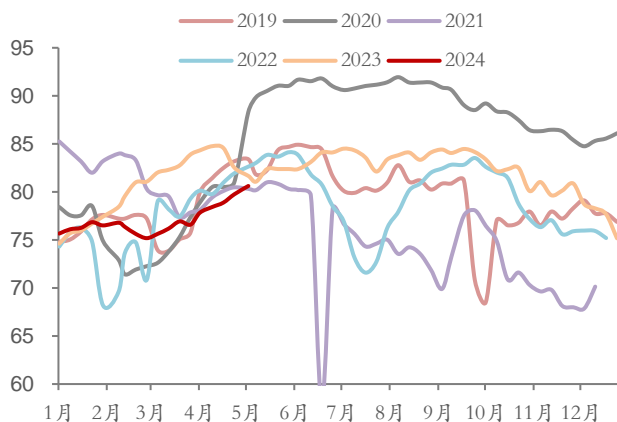
2024 年 4 月份开工率多数上涨，其中 247 家高炉开工率由月初 77.8% 升至月末 80.6%，PTA 开工率由月初 68.6% 升至月末 71.7%，均符合季节性规律。**2023 年同期开工率绝对水平较高，因此生产端同比增速在高基数影响下可能有所回落。预计 2024 年 4 月全国规模以上工业增加值同比增速 4.2%，相比 3 月份回落 0.3 个百分点。**

图表 4：4 月产成品库存指数回落，原材料库存持平（%）



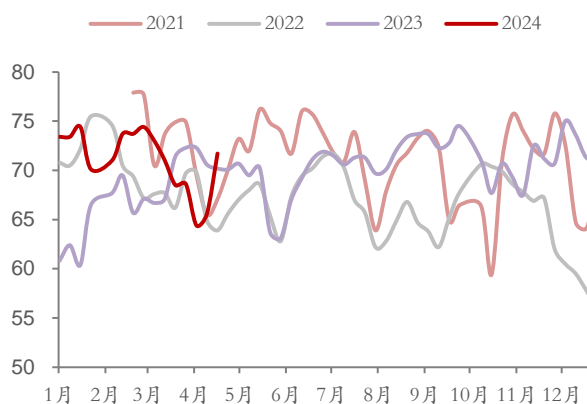
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 5：247 家高炉开工率变化情况（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：PTA 开工率变化情况（%）



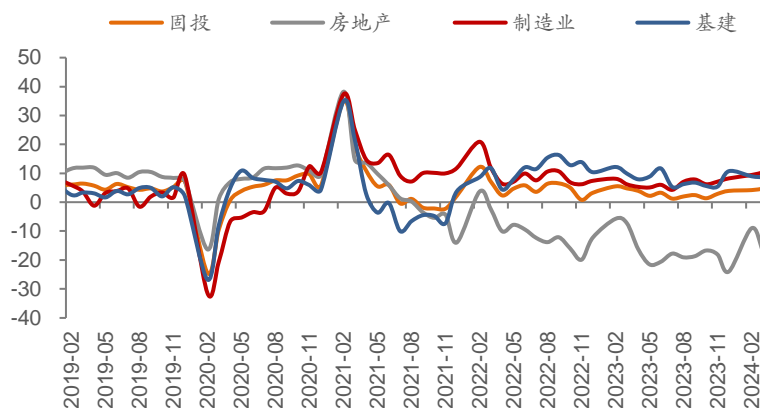
来源：Wind，中泰证券研究所

二、固投：基建开工不足，制造业、地产相对平稳

2024 年 3 月固定资产投资同比增长 4.7%，较今年 1-2 月份同比增速上升 0.5 个百分点。从三大投资分项来看，1-3 月地产、制造业、基建投资累计同比增速分别为 -9.5%、9.9%、8.8%，分别相比前值下行 0.5 个

百分点、上行 0.5 个百分点、下行 0.2 个百分点。地产不及预期，制造业、基建均高于预期。

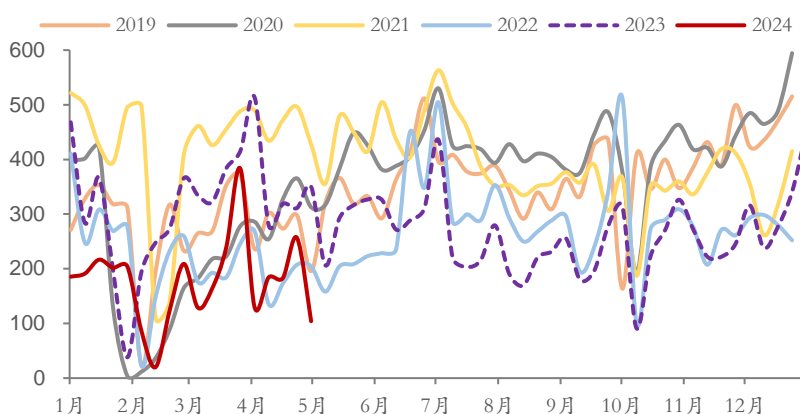
图表 7: 3 月固投同比增速有所回升 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

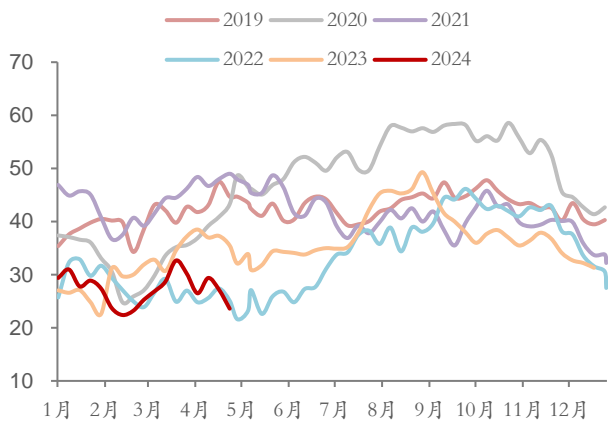
4 月份商品房交易热度先升后降。从新房成交情况来看, 4 月份商品房单周成交量符合季节性趋势先升后降, 绝对水平低于 2023 年同期, 但差距缩小。

图表 8: 4 月商品房成交面积回升 (万平方米)

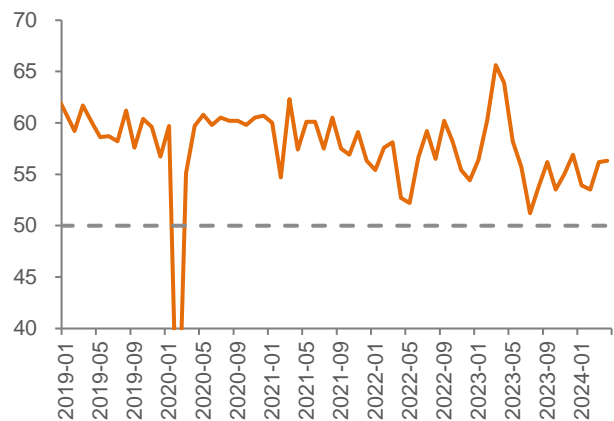


来源: WIND, 中泰证券研究所

4 月份建筑业 PMI 小幅上升。4 月份非制造业 PMI 回落 1.8 个百分点至 51.2, 其中建筑业小幅上行 0.1 个百分点至 56.3, 服务业回落 2.1 个百分点至 50.3。建筑业与地产、基建相关度较高, 近期部分地区商品房调控政策优化, 地产投资增速有望企稳。基建方面, 4 月份专项债发行进度不及预期, 4 月新增一般债、新增专项债的实际/计划发行比分别为 0.95 和 0.42, 且 4 月份石油沥青开工率有所回落, 由月初 26.5% 降至月末 23.6%, 低于 2023 年同期水平。

图表 9: 4月石油沥青装置开工率有所回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

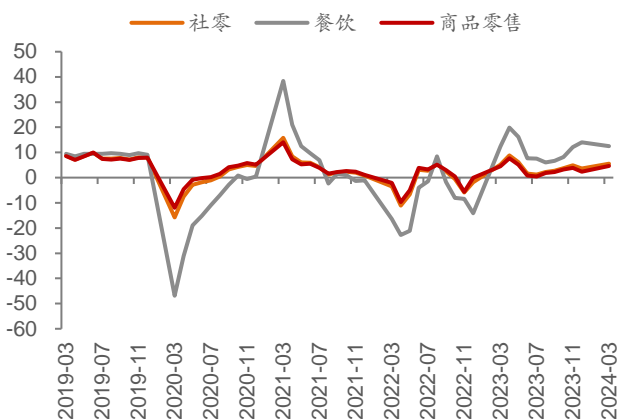
图表 10: 4月建筑业 PMI 回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

制造业景气度维持在枯荣线之上, 地产销售相对平稳, 专项债发行偏慢、基建开工率低于去年同期。去年 4 月份固投基数走低, 故今年 4 月份同比增速可能回升。**预计 4 月固定资产投资同比增速回升 0.3 个百分点至 5.0%左右。**

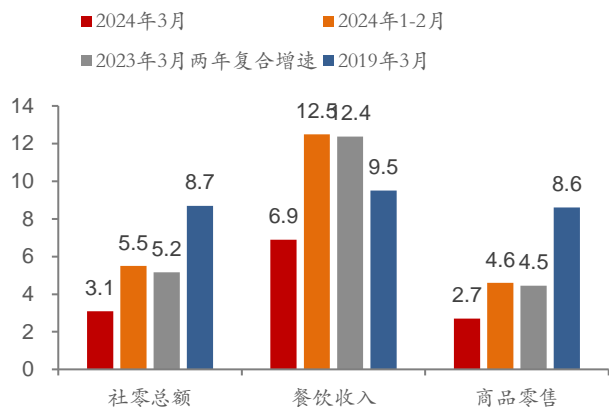
三、社零: 汽车销量回落、家电有望回升

3 月份社零不及预期。 3 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%, 低于 Wind 一致预期值 4.8%, 低于 1-2 月份累计同比增速 5.5%。分商品零售和餐饮收入两类来看, 商品零售走势与社零总体基本一致, 当月增速为 2.7% (1-2 月份为 4.6%); 餐饮收入当月增速为 6.9% (1-2 月份为 12.5%)。分商品类别来看, 1) 体育娱乐、粮油食品、烟酒、通讯器材、中西药品增速排名靠前; 2) 地产相关的消费正增长。家具、家电、建筑装潢消费增速分别为 0.2%、5.8%、2.8%, 家具消费增速相比 1-2 月份回落了 4.4 个百分点, 家用电器、建筑装潢相比前值有所上升。

图表 11: 社零总体增速、商品零售、餐饮增速 (%)


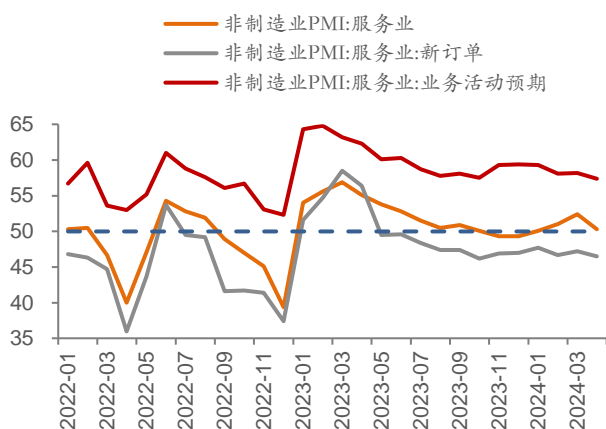
来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年、2023 年为两年复合增速

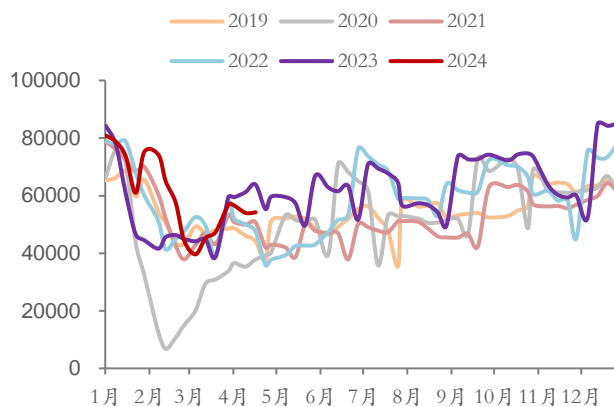
图表 12: 3 月份餐饮收入、商品零售恢复较慢 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

4月服务业PMI、汽车销售有所回落，家电销量可能上升。4月服务业PMI为50.3%，回落2.1个百分点，服务业订单回落0.7个百分点至46.5%，服务业业务活动预期回落0.8个百分点至57.4%。从高频数据来看，4月厂家零售商用车四周移动平均日均销量有所回落，并低于去年同期水平。3月27日，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，在全国范围内开展汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”¹，家电消费有望回升。再结合2023年4月份社零同比增速18.4%（两年复合同比增速为8.8%），基数偏高，**预计2024年4月份社零同比增长3.1%，持平于3月份。**

图表 13: 4月服务业 PMI 回落 (%)


来源：WIND，中泰证券研究所

图表 14: 4月汽车销量回落 (辆)


来源：WIND，中泰证券研究所

注：“当周日均销量:乘用车:厂家零售”进行4周移动平均处理。

四、外贸：预计进、出口增速同比上升

3月份进、出口增速均有所下行。按美元计价，3月份我国进出口总值5008.1亿美元，同比减少5.1%。其中，出口2796.8亿美元，同比减少7.5%；进口2211.3亿美元，同比减少1.9%；贸易顺差585.5亿美元。

图表 15: 进出口同比增速与贸易差额 (%，亿美元)

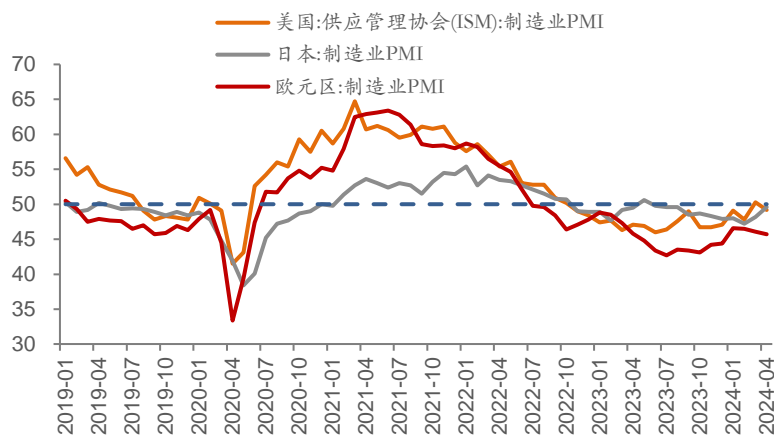
¹ 资料来源：https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202404/content_6945069.htm

来源：WIND，中泰证券研究所

注：2021年、2023年为两年复合增速

需求端，4月美国制造业PMI为49.2%，自3月份短暂回升至枯荣线以上后有所回落，欧元区制造业PMI45.7%，回落0.4个百分点，日本制造业PMI49.6%，回升1.4个百分点。

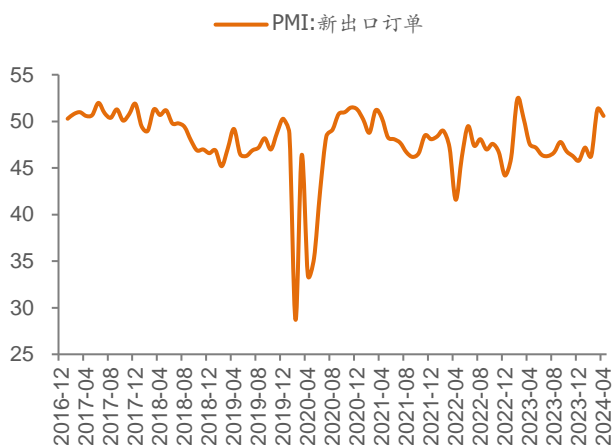
图表 16：4月美国制造业PMI回落至枯荣线以下（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

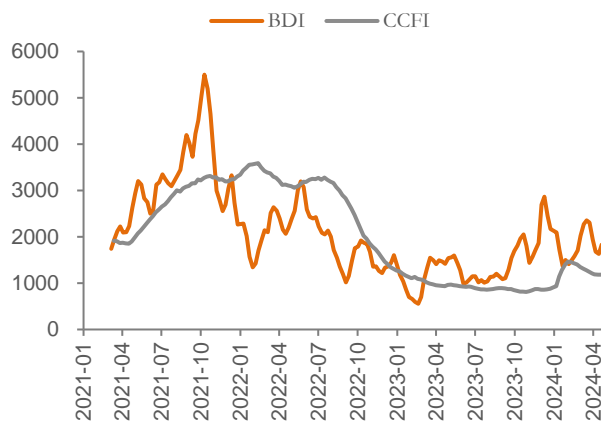
4月PMI新出口订单回落0.7个百分点至50.6，仍处在枯荣线之上。高频数据显示，4月中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）、波罗的海干散货指数（BDI）同比增加，环比回落。结合美国、日本景气度有回升趋势，全球贸易有望升温，预测4月出口同比增速可能转正，增速为2%。

图表 17：4月PMI新出口订单降至50.6（%）



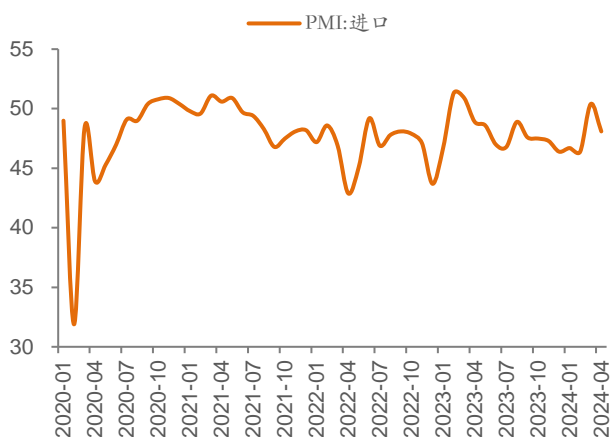
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 18：国内出口运价指数

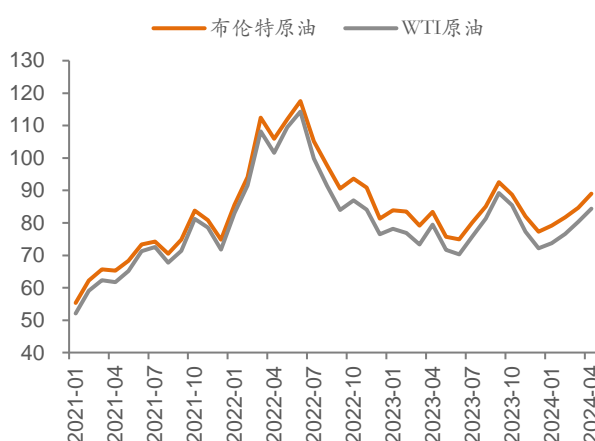


来源：WIND，中泰证券研究所

4月PMI进口指数降至48.1%，回落至枯荣线以下。价格方面，4月原油价格较去年同期有所上升，布伦特原油、WTI原油分别同比上行6.8%、6.2%。预计4月进口同比增速由-1.9%升至0%附近。

图表 19: 3月 PMI 进口指数降至 48.1 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

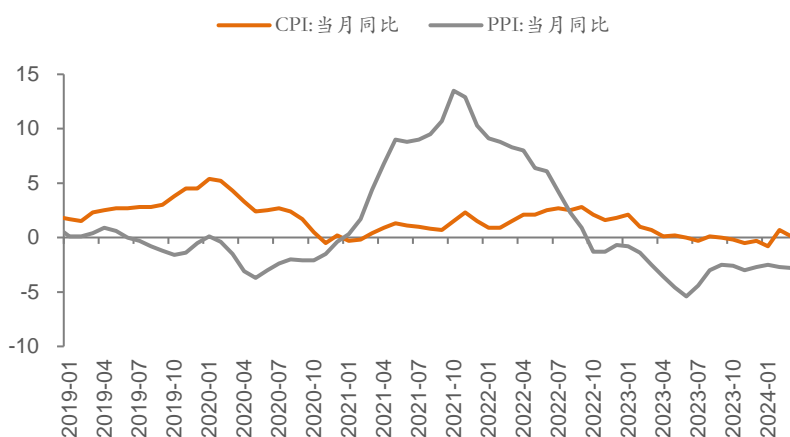
图表 20: 4月原油价格同, 环比上涨 (美元/桶)


来源: WIND, 中泰证券研究所

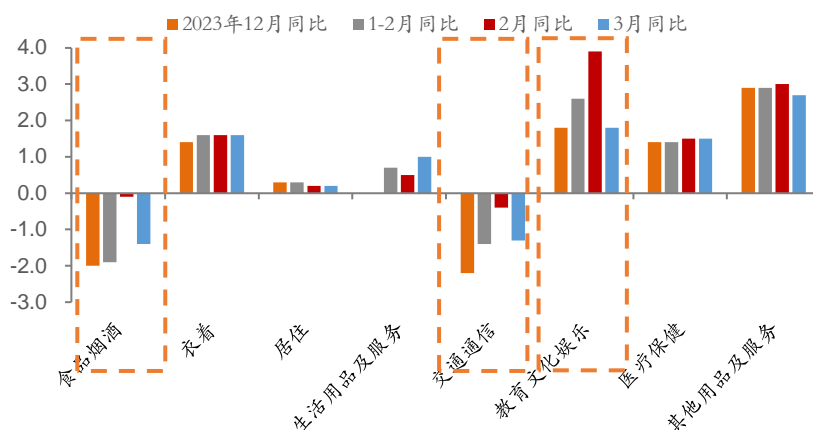
五、物价: 预计 CPI 上升, PPI 降幅收窄

3月 PPI 同比下降 2.8% (前值-2.7%)，低于 Wind 一致预期 (-2.7%)。从分项来看, 生产资料价格由-3.4%回落至-3.5%, 生活资料价格回落 0.1 个百分点至-1.0%。高频数据同样显示, 3 月份工业品价格回落。3 月 CRB 现货指数同比回落 2.4%; 环渤海动力煤价格同比下降 0.9%; 螺纹钢价格同比回落 11.2%; 水泥价格指数同比回落 24.5%。

3月 CPI 同比 0.1% (前值 0.7%)，低于预期值 0.3%。八大项中, 食品烟酒、教育文化娱乐、交通通信是 3 月份 CPI 的主要拖累项, 主因推升 2 月份 CPI 同比增速的超季节性因素消退: 第一, 基数正常化叠加猪肉价格回落, 3 月份食品项同比增速回落; 第二, 2 月份春节假期延长, 旅游需求旺盛, 3 月份回落; 第三, 2 月份春运、旅游需求均推升交通价格, 3 月份该项价格同比增速下降。

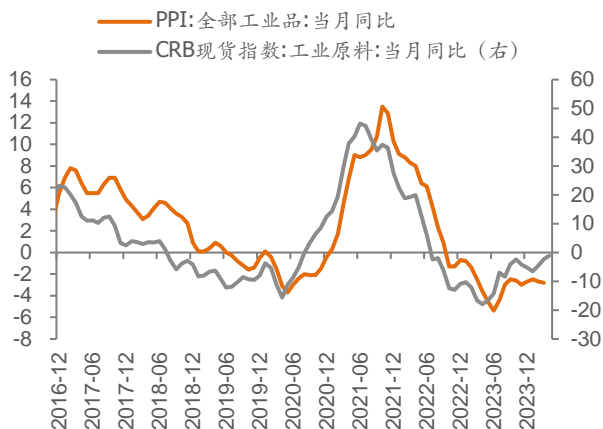
图表 21: 3月份 CPI 同比增速回落, PPI 降幅扩大 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

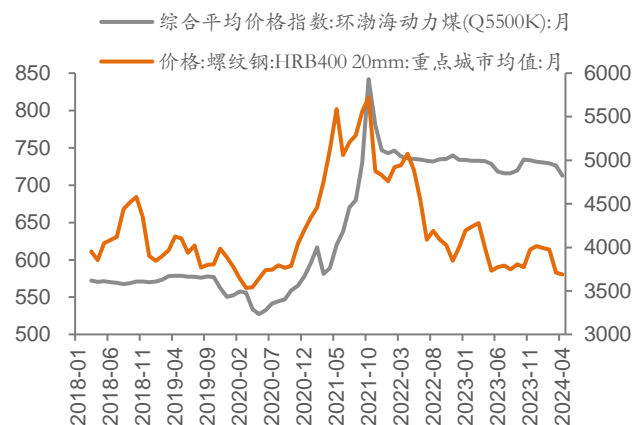
图表 22: CPI 八大类同比增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

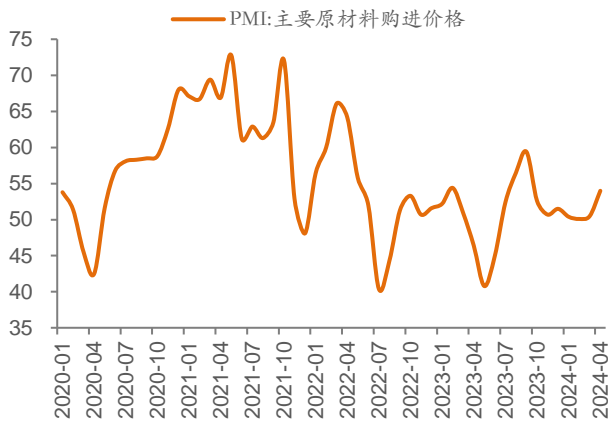
4 月份原材料价格和出厂价格 PMI 均有所回升, 工业品价格降幅收窄。高频数据显示, 4 月 CRB 现货指数同比回落 1.1%, 降幅有所收窄; 环渤海动力煤价格同比下降 2.7%; 螺纹钢价格同比回落 9.4%; 水泥价格指数同比回落 23.0%; PMI 主要原材料购进价格指数回升 3.5 个百分点至 54.0%, PMI 出厂价格指数回升 1.7 个百分点至 49.1%。预计 4 月 PPI 同比增速仍处在负区间, 但降幅收窄, 在-2.5%左右。

图表 23: 4 月 CRB 指数同比降幅收窄 (%)


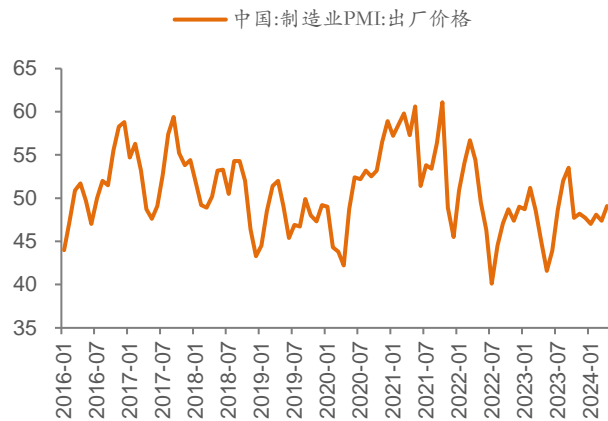
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 24: 螺纹钢、动力煤价格 (元/吨)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 25: 4 月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 26: 4 月 PMI 制造业出厂价格指数回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

消费品价格高频数据来看, 4 月 28 种重点监测蔬菜价格月度均值与去年同期基本持平, 猪肉价格同比上涨 5.1%, 且油价有所上涨。预测 3 月 CPI 同比增速增长 0.3 个百分点至 0.4%。

图表 27: 蔬菜和猪肉价格 (元/公斤)


来源: WIND, 中泰证券研究所

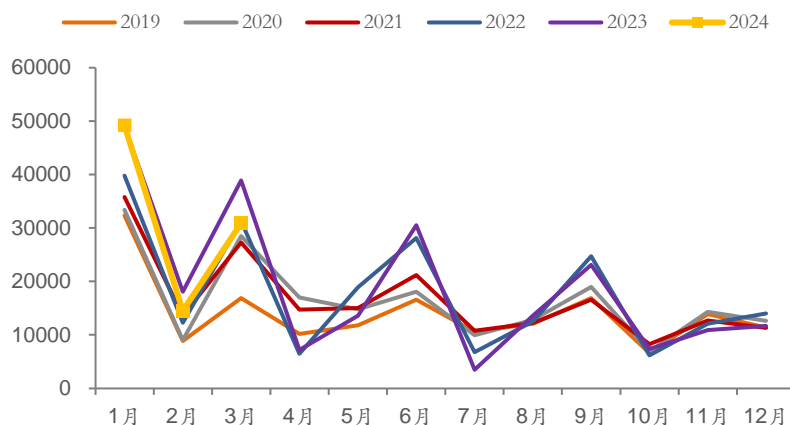
六、金融: 预计信贷同比多增, 社融同比少增

3 月份人民币贷款、社融同比少增, 主要受到三方面原因影响: 第一, 2023 年同期基数较高; 第二, 供给端, 可能受到“平滑信贷”影响, Q1 信贷供给不足; 第三, 实体经济需求不足, 楼市低迷尚未见明显拐点。但由于 2 月份金融数据较弱, 拉低了 3 月份预期, 所以最终呈现的结果是社融、信贷当月新增量均略超预期。从结构看, 实体融资需求偏弱具体表现在居民和企业中长端贷款较弱; 社融结构中人民币贷款同比减少, 地方债发行偏慢拖累政府债净融资; M1、M2 持续走低。

观察历史数据, 4 月新增人民币贷款规模通常季节性回落。从高频指标来看, 4 月份 6M 国股银票转贴现利率季节性回落并处于低位, 预计 4 月新增人民币贷款为 2021-2023 年 4 月份均值 (9447 亿元), 同比多增

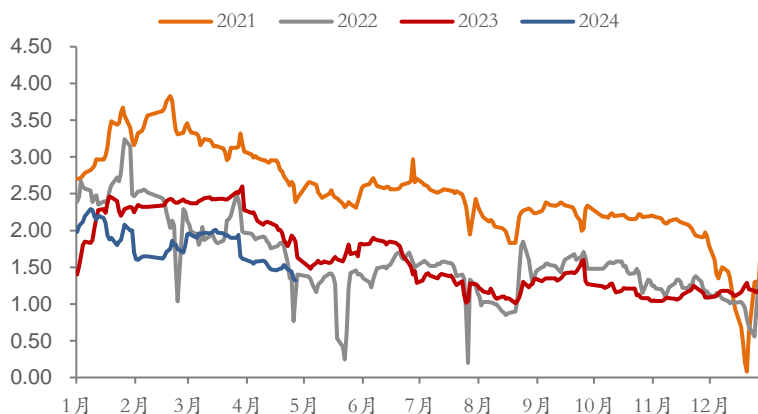
2259 亿元。

图表 28: 4月新增人民币贷款规模通常季节性回落 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

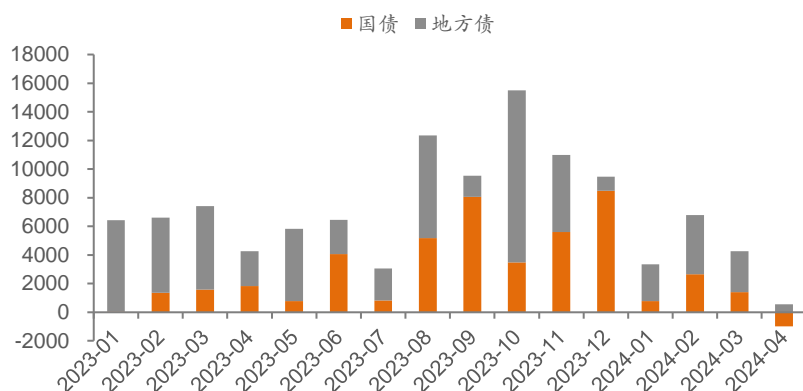
图表 29: 4月票据利率季节性回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

从信贷以外的分项来看,今年政府债发行偏慢,4月份净融资与去年同期以及3月份相比均有所下降。预测4月新增社融约1.0万亿元,同比少增约2249亿元,社融存量增速为8.7%。

图表 30: 4月政府债净融资同环比均有所下降(亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 预测模型和方法不够准确, 高频数据更新不及时或提取失误等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。