



2024年4月经济数据前瞻

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
majieying@gjzq.com.cn

4月经济前瞻：“量增”强于“价涨”

3月国内经济或处于温和复苏阶段，初现企业补库、资金活化等积极信号。4月基本面修复能否延续，背后逻辑如何？

一、3月国内经济图景？经济或处于温和复苏阶段，初现企业补库、资金活化等积极信号

外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”，带动工企实际库存增速连续回升。本轮库存增速回升较多的行业，多数受到外需改善的带动；如化学纤维、运输设备业，出口交货值、营收增速已连续数月上行，库存增速相应提升。受部分行业补库带动，工业企业实际库存增速由去年10月的4.6%连续回升至今年3月的5.3%。

“工作日效应”、专项债发行进度过慢等因素影响下，3月宏观数据出现回落，指向经济或处于温和复苏初期。今年1-2月工作日同比多2天、3月同比少两天，是导致2、3月数据各异的重要原因。此外专项债发行进度过慢，也会制约政策落地效果；今年1-4月新增专项债发行进度仅18.5%，过去几年一般在40%左右。

内需修复尚在路上、初现积极信号，企业端资金活化出现积极迹象，政策加力带动企业中长贷高增。3月新增信贷同比少增、与高基数有关。3月，新增企业中长贷1.6万亿元、为历史同期次高，同比少增近4700亿元、与基数有关；新增单位活期存款2.4万亿元、高于去年同期，指向企业资金活化出现积极迹象，持续性还待进一步跟踪。

二、4月经济或如何演绎？生产带动下“量增”强于“价涨”，外需表现或阶段性好于内需

“量增”强于“价涨”，外需或阶段性好于内需。4月，全球制造业PMI保持扩张、录得50.3%，外需或持续对我国出口形成带动；但在价格及汇率拖累下，出口金额增速或受一定拖累。受外需带动，制造业产需表现或更佳，基建、地产等“稳增长”相关链条较多依赖于政策加快落地。内需复苏节奏偏慢背景下，物价或呈现温和回升。

生产：“设备更新”加快推进，中游设备制造生产或延续“高景气”，带动工业增加值回升。近年来设备制造业对工业整体的带动作用强化，2023年营收占比升至36.2%。今年3月设备制造生产仍强，增加值同比8.4%；4月，映射设备制造业生产的中厚板产量维持高位、同比增长3.2%，指向中游设备制造生产或延续“高景气”。

需求：政策加力下、投融资等前端需求或有所升温，终端需求修复受假期等提振、持续性还待进一步跟踪。万亿国债等“稳增长”政策持续落地或带动固定资产增速回升，稳增长加力或带动部分配套融资增长、实体自发性融资需求有待进一步观察。清明假期提振下，餐饮等服务类消费或有所回升，商品类消费或相对平淡。相较于国内，外需结构性回暖，或带动出口“数量”回升、但“价格”或仍有拖累。

物价：物价或温和修复，4月CPI同比或持平于上月、PPI同比小幅回升。生猪、果蔬等价格承压下，对食品端或仍有拖累；非食品端或受到清明节服务涨价提振、及原油价格回升等支撑。中性情景下，4月CPI同比或维持低位、0.1%左右。原油链、铜等有色链价格延续回升，煤炭等黑色链价格有所回落，PPI同比或小幅收窄至-2.3%左右。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、热点思考：4月经济前瞻，“量增”强于“价涨”	5
1.1、3月国内经济图景？	5
1.2、4月经济或如何演绎？	7
2、生产高频跟踪：工业生产边际回升，建筑业开工整体偏弱	15
3、需求高频跟踪：消费边际向好、地产成交延续回升、出口运价继续上行	19
风险提示	23

图表目录

图表 1： 近期工企库存增速连续回升	5
图表 2： 部分库存增速回升较多行业，受到外需改善带动	5
图表 3： 化学纤维业营收、库存均呈现大幅改善	5
图表 4： 2023 年以来运输设备业库存有明显回补	5
图表 5： 1-2 月工作日同比多 2 天、3 月同比少 2 天	6
图表 6： 2024 年 1-4 月新增专项债发行进度偏慢	6
图表 7： 3 月，工业、服务业生产均有所回落	6
图表 8： 相比需求指标，3 月生产指标降幅更大	6
图表 9： 3 月，新增企业中长贷同期次高	6
图表 10： 3 月，新增单位活期存款同比多增	6
图表 11： 中游设备制造生产维持“高景气”	7
图表 12： 2023 年中游设备制造营收占比升至 41.9%	7
图表 13： 中厚板与通用设备、专用设备生产走势较吻合	7
图表 14： 4 月，中厚板产量维持历史同期高位	7
图表 15： 2023 年新增国债的项目分布	8
图表 16： 2024 年代表性省份产业类重大项目占比抬升	8
图表 17： 信息软件投资保持较快增长	8
图表 18： 年初以来设备工器具投资增速明显上升	8
图表 19： 2024 年清明假期祭扫人次、车辆显著增加	9
图表 20： 2024 年清明假期人流出行热度明显上涨	9
图表 21： 2024 年清明假期海底捞接待顾客人次同比高增	9
图表 22： 4 月乘用车零售销量同比有所回落	9
图表 23： 4 月，国股票据转贴利率低于往年同期水平	9
图表 24： 票据转贴利率与信贷需求同向变动	9



图表 25: 4 月, 信用值融资同比有所企稳.....	10
图表 26: 内部分化进一步凸显, 产业债支撑明显.....	10
图表 27: 4 月, 到期拖累政府债券融资或较低迷.....	10
图表 28: 5 月, 政府债券融资或有明显回升.....	10
图表 29: 中性情境下, 4 月社融增速或小幅回升至 8.9%.....	11
图表 30: 4 月, 全球制造业 PMI 保持扩张.....	11
图表 31: 4 月, CCFI 综合指数边际小幅回落.....	12
图表 32: 4 月, CCFI 东南亚指数显著回弹.....	12
图表 33: 4 月, 监测港口集装箱吞吐量大幅上涨.....	12
图表 34: 4 月, 监测港口完成货物吞吐量显著增多.....	12
图表 35: 4 月, 义乌出口价格指数回落.....	12
图表 36: 4 月, 人民币贬值幅度加大.....	12
图表 37: 猪肉平均批发价仍处低位.....	13
图表 38: 重点监测水果价格边际回落.....	13
图表 39: 清明假期, 出游人数、价格回升.....	13
图表 40: 4 月, 原油价格同比回升.....	13
图表 41: 重点监测蔬菜价格延续回落通道.....	14
图表 42: 4 月, CPI 同比或维持低位.....	14
图表 43: 4 月, 原油、铜价格回升.....	14
图表 44: 铜价与全球制造业 PMI 同向变动.....	14
图表 45: 国内煤炭价格维持低位.....	14
图表 46: 原材料价格拖累的最大阶段或已过去.....	14
图表 47: 中性情境下, 4 月 PPI 同比或小幅收窄至-2.3%左右.....	15
图表 48: 上周, 钢厂盈利率延续回弹.....	16
图表 49: 上周, 高炉开工率继续提升.....	16
图表 50: 上周, 钢材表观消费略有减少.....	16
图表 51: 上周, 钢材社会库存继续去库.....	16
图表 52: 上周, 纯碱开工率大幅回升.....	16
图表 53: 上周, PTA 开工率显著回升.....	16
图表 54: 上周, 涤纶长丝开工率延续小幅上涨.....	17
图表 55: 上周, 汽车半钢胎开工率小幅增加.....	17
图表 56: 上周, 铝行业平均开工率略有上涨.....	17
图表 57: 上周, 电解铜开工率环比增加.....	17
图表 58: 上周, 电解铝现货库存延续去库.....	17
图表 59: 上周, 社铜库存继续增加.....	17



图表 60:	本周, 全国水泥粉磨开工率大幅回落	18
图表 61:	本周, 全国水泥出货率小幅回升	18
图表 62:	本周, 水泥库容比延续下滑	18
图表 63:	本周, 水泥价格指数小幅下滑	18
图表 64:	本周, 玻璃产量持平上周	18
图表 65:	本周, 玻璃周表观消费有所回升	18
图表 66:	本周, 玻璃库存有所下滑	19
图表 67:	本周, 沥青开工率小幅提升	19
图表 68:	本周, 全国商品房成交有所回升	19
图表 69:	本周, 一线城市商品房成交明显增加	19
图表 70:	本周, 二线城市成交有所上涨	19
图表 71:	本周, 三线城市成交也有回升	19
图表 72:	4 月以来, 各线城市新房成交降幅较上月收窄	20
图表 73:	上周, 全国二手房成交有所回落	20
图表 74:	上周, 全国整车货运流量小幅回升	20
图表 75:	上周, 绝大多数省市公路货运流量环比上涨	20
图表 76:	上周, 公路运输量显著回升	20
图表 77:	上周, 民航保障货运航班有所增加	20
图表 78:	上周, 邮政快递揽收量有所回升	21
图表 79:	上周, 邮政快递业务投递量也有增加	21
图表 80:	本周, 全国迁徙规模指数显著提升	21
图表 81:	本周, 执行航班架次有所增加	21
图表 82:	本周, 全国样本城市地铁客流总量小幅回升	21
图表 83:	本周, 一线城市地铁客流增加	21
图表 84:	本周, 全国拥堵延时指数大幅回落	22
图表 85:	本周, 一线城市拥堵指数明显下滑	22
图表 86:	上周, 票房收入有所回落	22
图表 87:	上周, 观影人数有所减少	22
图表 88:	上周, 乘用车零售量小幅增加	22
图表 89:	上周, 乘用车批发量环比小幅回落	22
图表 90:	上周, 美西航线边际好转	23
图表 91:	上周, 地中海航线运价由降转增	23
图表 92:	上周, 欧洲航线运价显著回落	23
图表 93:	上周, BDI 运价指数有所回落	23



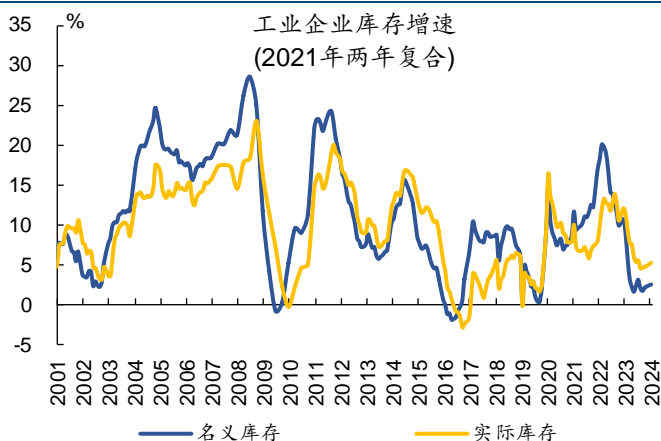
1、热点思考：4月经济前瞻，“量增”强于“价涨”

3月国内经济或处于温和复苏阶段，初现企业补库、资金活化等积极信号。4月基本面修复能否延续，背后逻辑如何？本文梳理，供参考。

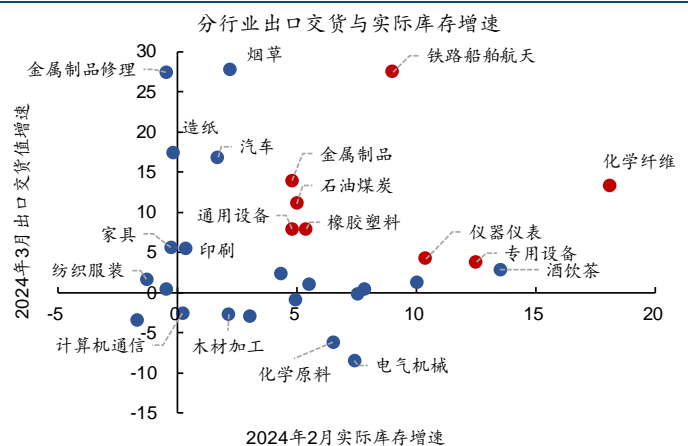
1.1、3月国内经济图景？

外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”，带动工企实际库存增速连续回升。本轮库存增速回升较多的行业，多数受到外需改善的带动，如化学纤维、运输设备制造业，3月出口交货值同比分别保持13.3%、27.5%的较快增长；外需支撑下，两大行业3月营收同比分别较去年低点显著回升24.5、9.2个百分点至17.7%、10.1%，实际库存增速相应回升至2月的18.1%、9%。受部分行业补库带动，工业企业实际库存增速由去年10月的4.6%连续回升至今年3月的5.3%。

图表1：近期工企库存增速连续回升



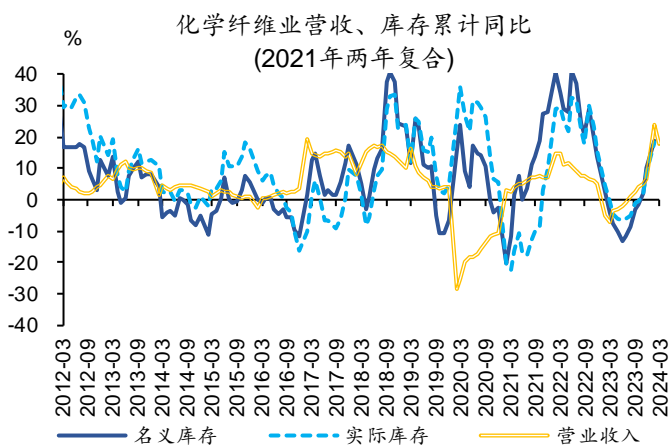
图表2：部分库存增速回升较多行业，受到外需改善带动



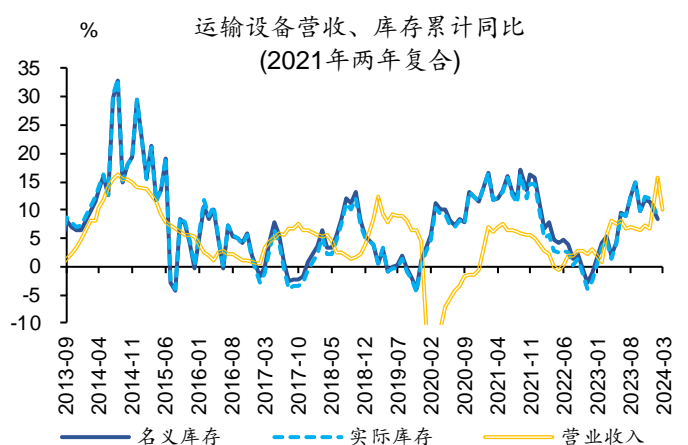
来源：iFind、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

图表3：化学纤维业营收、库存均呈现大幅改善



图表4：2023年以来运输设备业库存有明显回补



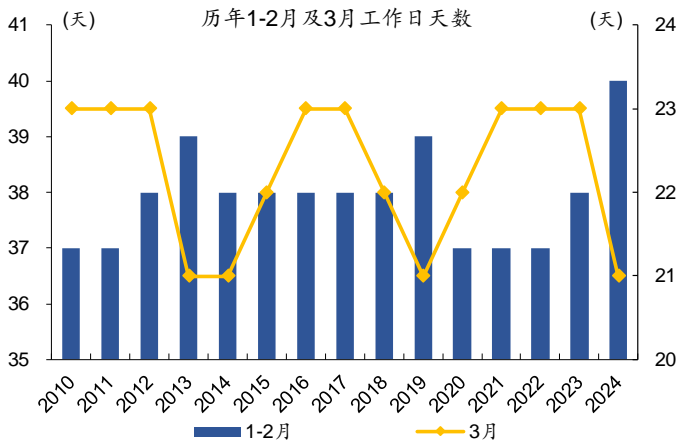
来源：iFind、国金证券研究所

来源：iFind、国金证券研究所

“工作日效应”、专项债发行进度过慢等因素影响下，3月宏观数据出现回落，指向经济或处于温和复苏初期。生产时长增加对于宏观数据的支持较为突出，今年1-2月工作日共40天、为2010年以来最多，较去年同期多2天；3月工作日则同比减少2天，“工作日效应”是导致2、3月数据各异的重要原因。此外今年专项债发行进度过慢，或制约项目微观落地节奏；1-4月新增专项债发行进度仅18.5%，过去几年一般在40%左右。反映至指标层面，1-2月多数宏观数据阶段性高增，3月再度回落，生产指标降幅大于需求指标。

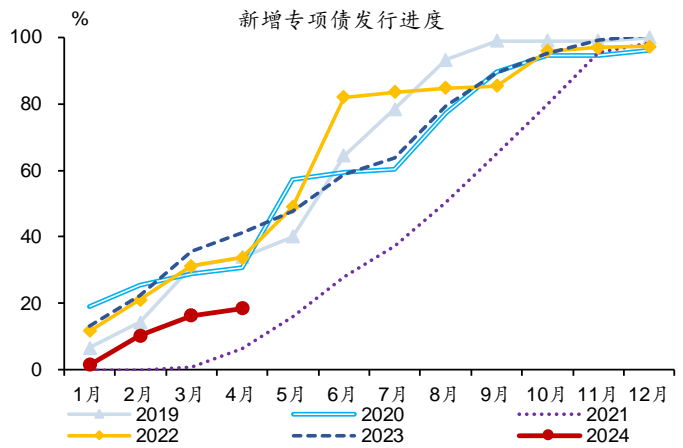


图表5: 1-2月工作日同比多2天、3月同比少2天



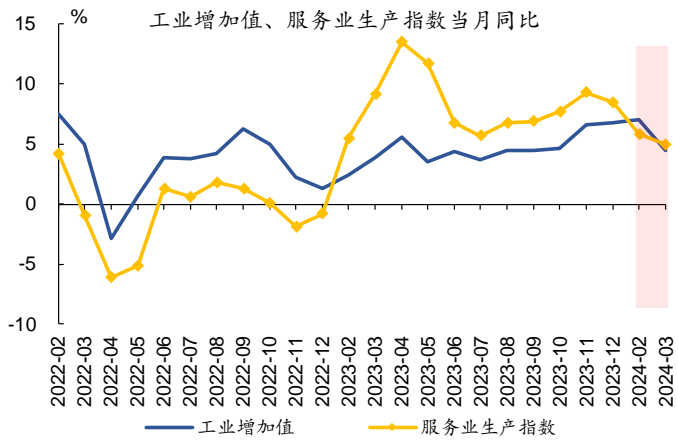
来源: 国务院办公厅、国金证券研究所

图表6: 2024年1-4月新增专项债发行进度偏慢



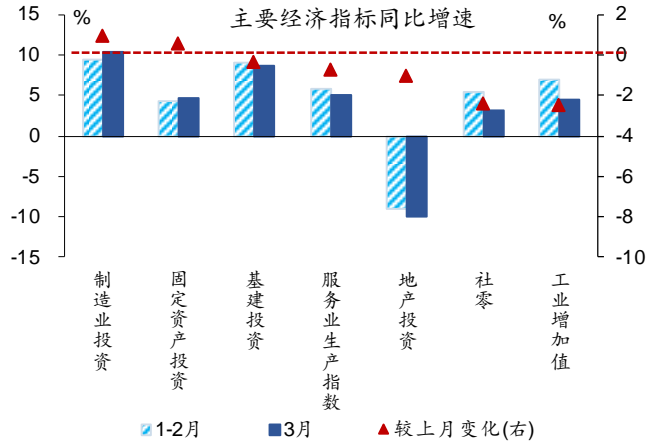
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 3月, 工业、服务业生产均有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

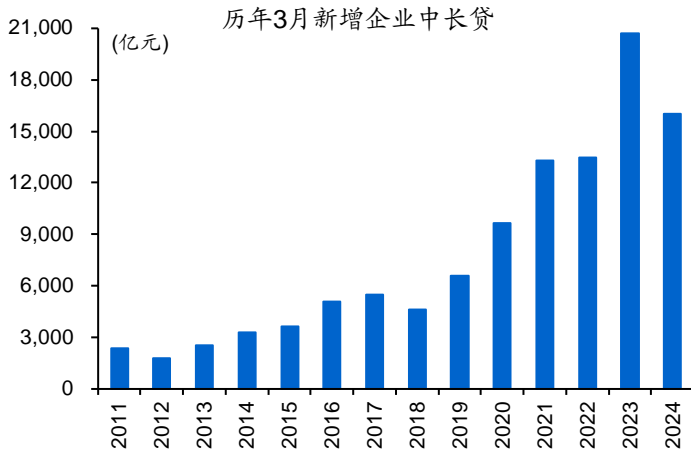
图表8: 相比需求指标, 3月生产指标降幅更大



来源: Wind、国金证券研究所

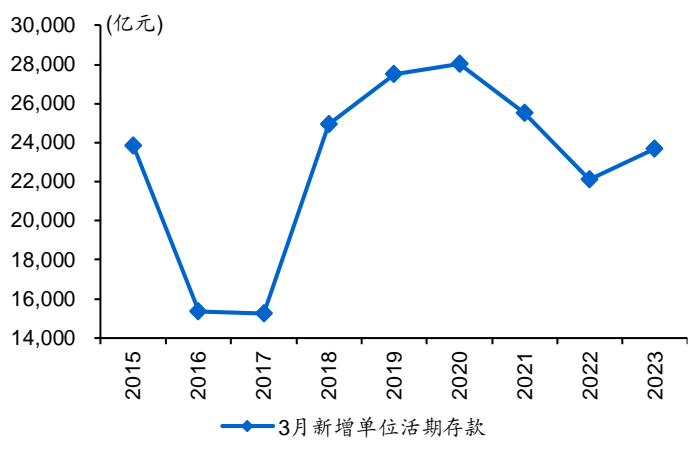
内需修复尚在路上、初现积极信号, 企业端资金活化出现积极迹象, 政策加力带动企业中长贷高增。3月新增信贷同比少增、与高基数有关。3月, 新增企业中长贷1.6万亿元、为历史同期次高, 同比少增近4700亿元、与基数有关; 新增单位活期存款2.4万亿元、高于去年同期, 指向企业资金活化出现积极迹象, 持续性还待进一步跟踪(详情参见《融资低迷? 不必过度担忧》)。

图表9: 3月, 新增企业中长贷同期次高



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 3月, 新增单位活期存款同比多增



来源: Wind、国金证券研究所

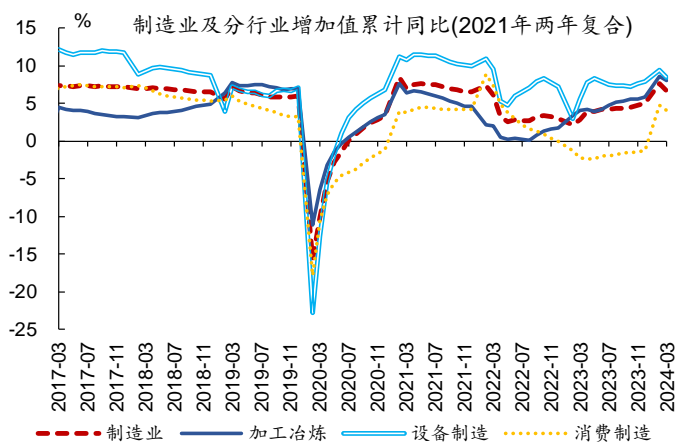


1.2、4月经济或如何演绎？

“量增”强于“价涨”，外需或阶段性好于内需。4月，全球制造业PMI保持扩张、录得50.3%，外需或持续对我国出口形成带动；但在价格及汇率拖累下，出口金额增速或受一定拖累。受外需带动，制造业产需表现或更佳，4月制造业PMI生产指数提升0.7个百分点至52.9%，新订单指数仍处扩张区间、录得51.1%；基建、地产等“稳增长”相关链条较多依赖于政策加快落地。内需复苏节奏偏慢背景下，物价或呈现温和回升。

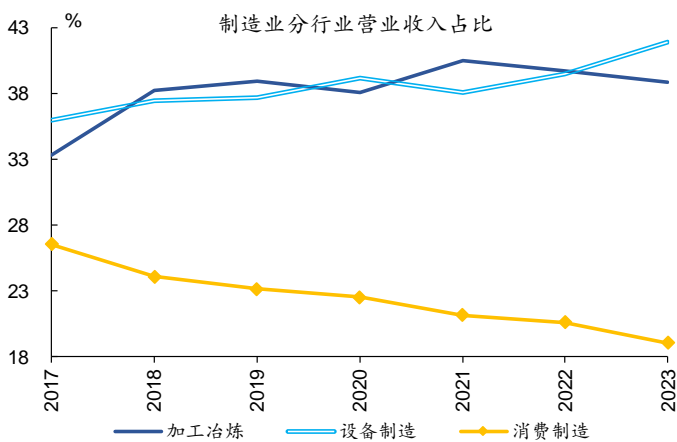
生产：“设备更新”加快推进，中游设备制造生产或延续“高景气”，带动工业增加值回升。近年来设备制造业对工业整体的带动作用强化，2023年其营收占制造业、工业的比重分别升至41.9%、36.2%。今年3月设备制造业生产仍强，增加值同比录得8.4%，高于加工冶炼、消费制造业的8%、4.1%。4月，各地方加快推进“设备更新”行动，映射设备制造业生产情况的中厚板产量维持高位、同比增长3.2%，指向中游设备制造生产或延续“高景气”（详情参见《“设备更新”落地，如何跟踪？》）。

图表11：中游设备制造生产维持“高景气”



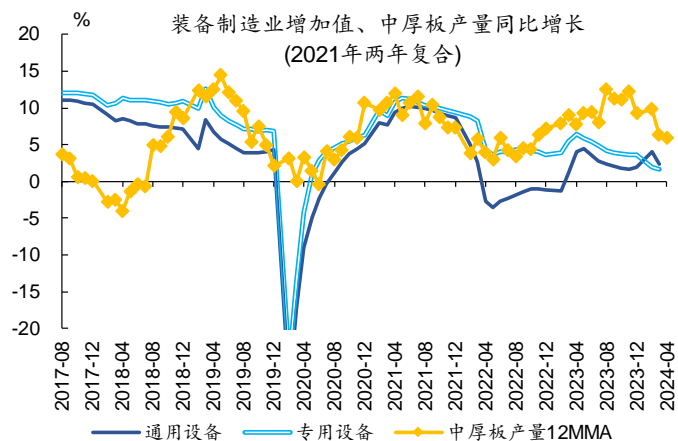
来源：Wind、国金证券研究所

图表12：2023年中游设备制造营收占比升至41.9%



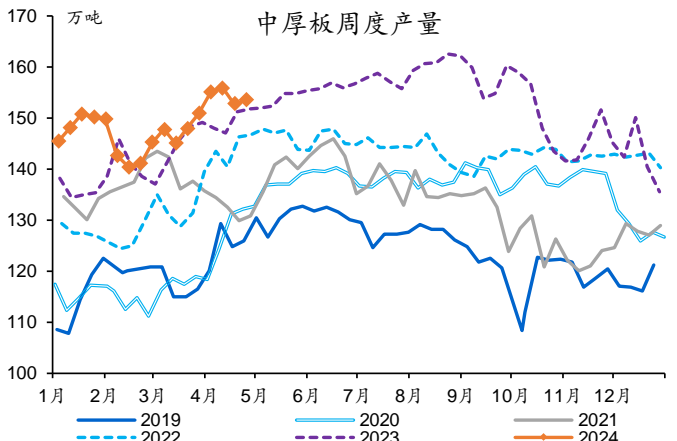
来源：Wind、国金证券研究所

图表13：中厚板与通用设备、专用设备生产走势较吻合



来源：Wind、iFind、国金证券研究所

图表14：4月，中厚板产量维持历史同期高位

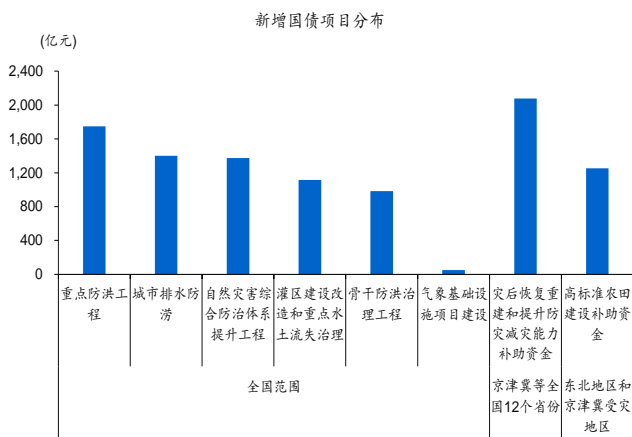


来源：iFind、国金证券研究所

需求：1) 投资：万亿国债等“稳增长”政策持续落地，“新质生产力”加快布局，投资需求或进一步升温。截至今年2月，1万亿元增发国债资金已经全部调度给地方，对于基建投资的支持效果还将持续体现。与此同时，“新质生产力”也在加快布局，一是2024年代表省份产业类重大项目占比升至65.7%，较去年提高2.5个百分点；二是产业数字化、智能化趋势进一步确立，信息软件等行业投入加大，3月投资增速扩张至14.2%；三是“设备更新”政策加快推进，后续企业设备投资意愿或趋于上升，3月设备工器具投资增速已升至17.6%。

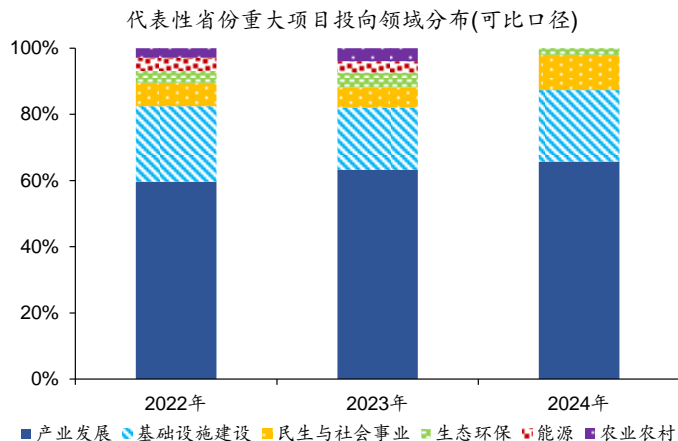


图表15: 2023年新增国债的项目分布



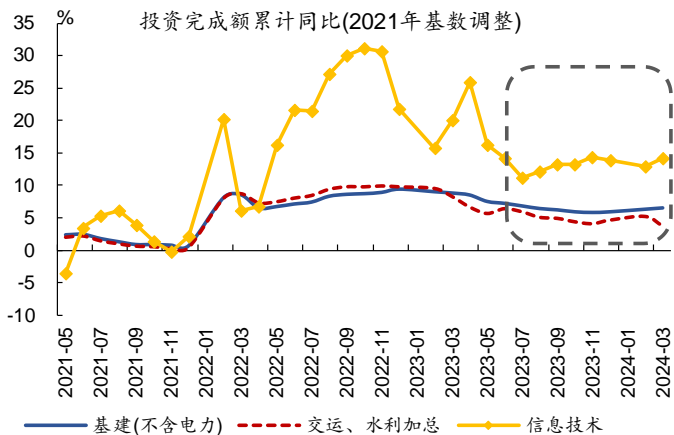
来源: 发改委、国金证券研究所

图表16: 2024年代表性省份产业类重大项目占比抬升¹



来源: 地方政府官网、国金证券研究所

图表17: 信息软件投资保持较快增长



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 年初以来设备工器具投资增速明显上升



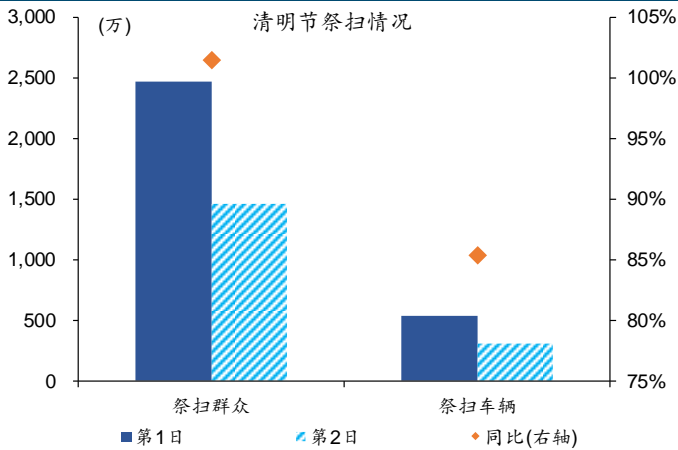
来源: Wind、国金证券研究所

2) 消费: 清明假期出行人流明显增加, 4月餐饮消费或较快增长; 高频数据显示汽车消费回落, 或拖累商品消费表现。今年清明假期共3天、多于去年的1天, 人流出行热度明显提升; 期间, 日均祭扫人次同比翻倍、祭扫车辆同比增长85.4%, 全社会跨区人流同比大幅提升53.5%。人流出行升温显著促进了餐饮消费, 清明首日海底捞接待顾客人次近180万、同比增长超35%。相比之下, 4月乘用车零售销量表现较为平淡, 同比回落27.1%, 指向汽车消费或有所降温。

¹ 为确保数据可比, “代表性省份”包括四川、山东、江苏、上海、河南。

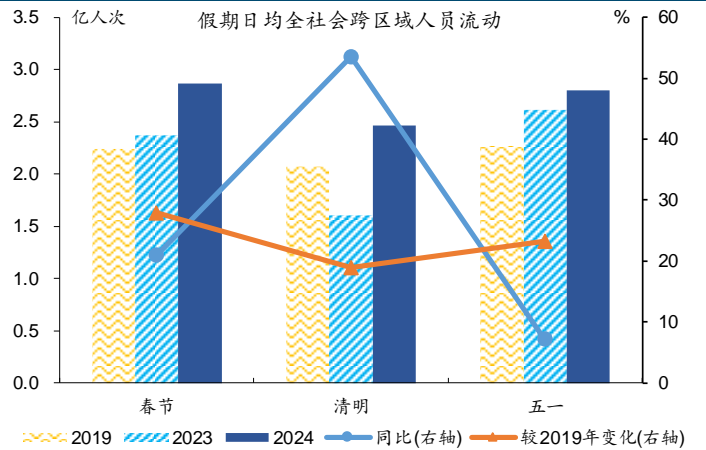


图表19: 2024年清明假期祭扫人次、车辆显著增加



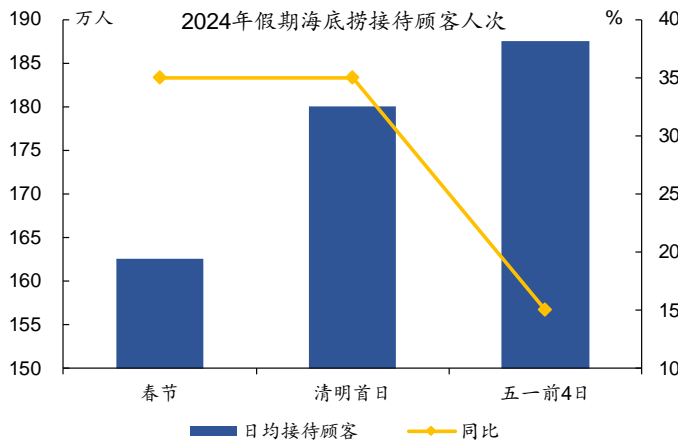
来源: 民政部、国金证券研究所

图表20: 2024年清明假期人流出行热度明显上涨



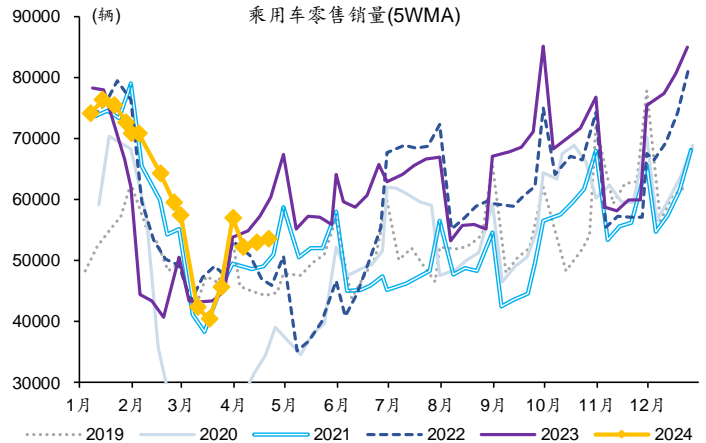
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表21: 2024年清明假期海底捞接待顾客人次同比高增



来源: 海底捞、国金证券研究所

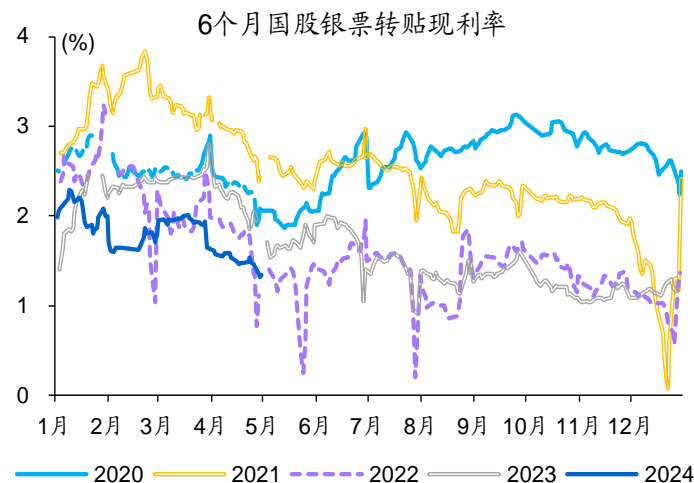
图表22: 4月乘用车零售销量同比有所回落



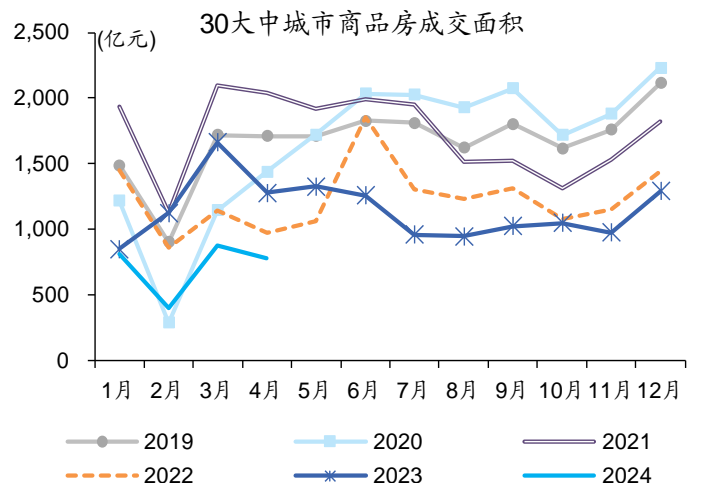
来源: Wind、国金证券研究所

3) 社融: 票据转贴利率延续回落、或指向实体自发性信贷需求依然偏弱。高频数据显示, 4月国股银票转贴利率较上月回落43.5BP至1.5%左右、较近5年同期低95BP左右。分部门来看, 4月30大中城市商品房销售面筋780万平方米、较近5年均值减少48%左右, 或指向居民端融资依然偏弱; 稳增长政策加力, 或带动企业端配套融资有所增长, 4月季季后融资或季节性回落、近5年同期均值为6600亿元左右。

图表23: 4月, 国股银票转贴利率低于往年同期水平



图表24: 票据转贴利率与信贷需求同向变动



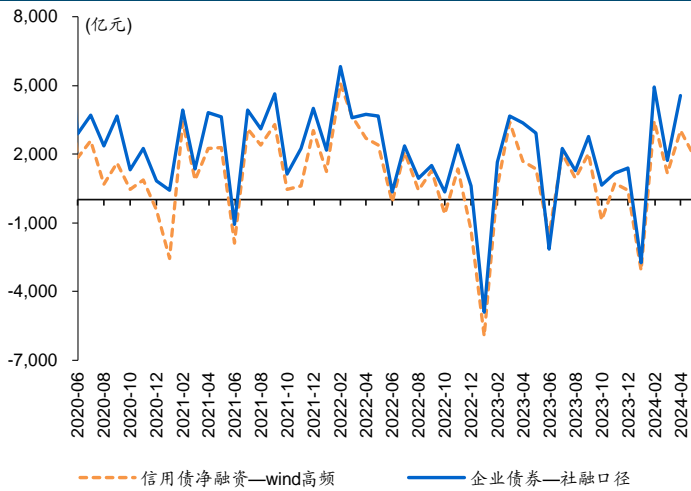


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

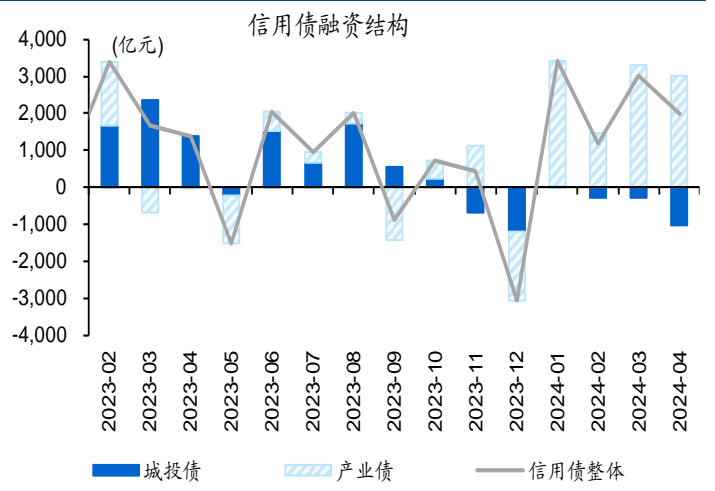
信用债融资整体企稳、内部分化，城投债融资进一步下探、产业债支撑作用进一步凸显。高频数据显示，4月信用债净融资1975亿元左右、高于去年同期水平。融资内部分化进一步突出，城投债融资进一步下探至-1032亿元左右、或与再融资能力削弱、地方化债防风险等有关；产业债融资支撑扩大、单月融资维持3000亿元以上的高位（详情参见《地方化债再审视：进度几何？》）。

图表25: 4月，信用债融资同比有所企稳



来源: Wind、国金证券研究所

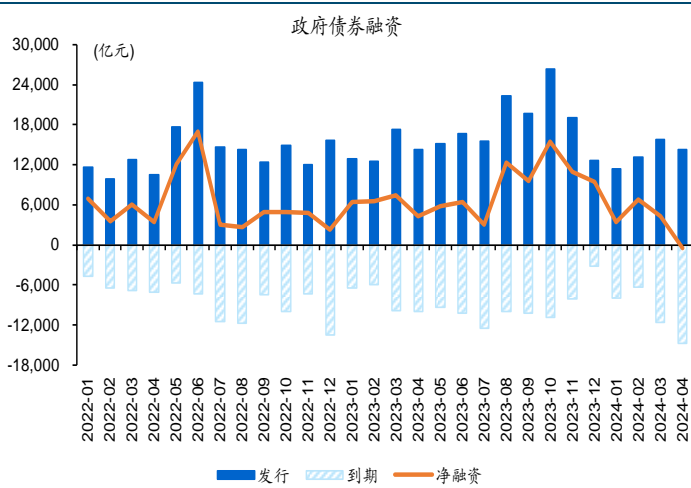
图表26: 内部分化进一步凸显，产业债支撑明显



来源: Wind、国金证券研究所

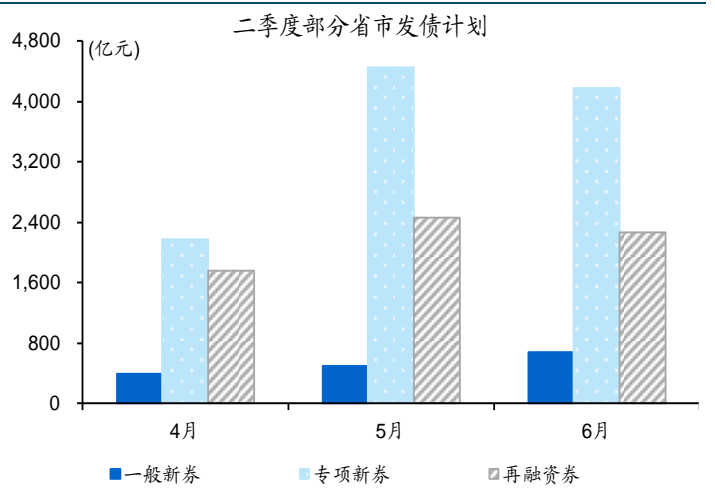
到期拖累下，政府债券融资延续低位，下月发行节奏或有明显加快。4月政府债券融资或转负，其中，国债净融资-980亿元左右、受到期拖累明显；地方债新券融资520亿元左右、与地方债发行进度偏慢等有关。往后来看，地方债发行或于5月开始加速、迎来阶段性供给小高峰，地方债新券单月或近5000亿元；国债5月供给边际上量、或近8000亿元，不排除二季度末特别国债发行的可能（详情参见《债市的核心矛盾？》）。

图表27: 4月，到期拖累政府债券融资或较低迷



来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 5月，政府债券融资或有明显回升

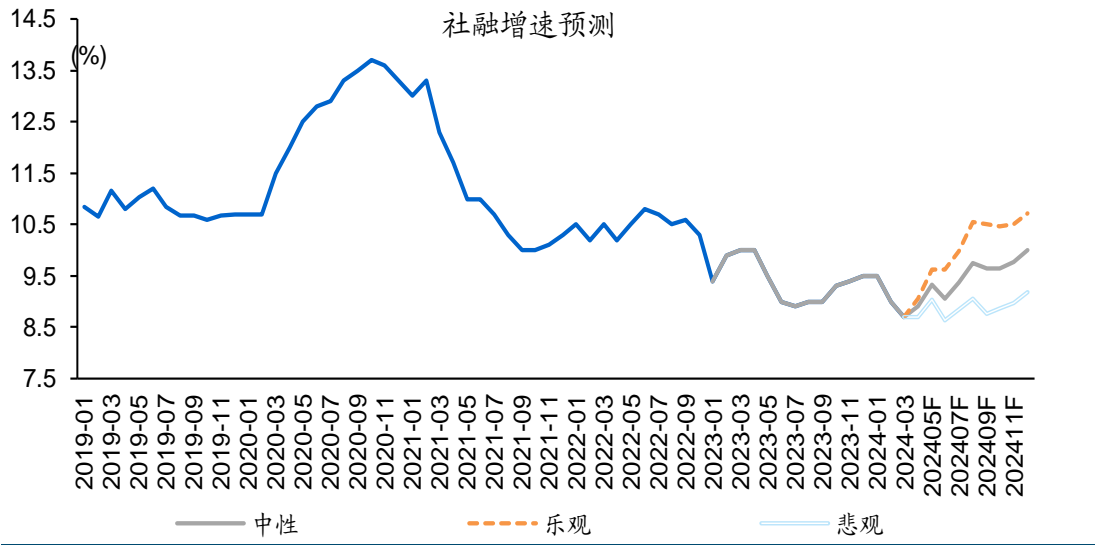


来源: 中债登、国金证券研究所

综合来看，4月社融增速或仍处低位、小幅回升至8.9%左右。实体自发性融资需求或依然偏弱，信贷、企业债券表现或相对平平；稳增长政策发力或带动部分配套融资增长，但财政发力尚在途中、政府发债融资在4月依然偏弱。考虑到基数影响等，中性情景下，社融同比增速或在4月或小幅回升0.2个百分点至8.9%左右。



图表29: 中性情境下, 4月社融增速或小幅回升至8.9%



来源: Wind、国金证券研究所

4) 出口: “外需”结构性回暖, 对东南亚沿线国家出口或持续向好。4月, 全球制造业 PMI 保持扩张、录得 50.3%。外需持续修复支撑我国出口保持韧性, CCFI 综合指数同比增长 25.4%。结构上, 以越南为代表的东南亚国家需求改善, 或持续对我国出口形成带动; 4月, 越南制造业 PMI 环比增加 0.4 个百分点至 50.3%, 我国 CCFI 东南亚航线指数较上月回弹 2%、同比录得 9.7%。此外, 美国需求也有回升, 4月 ISM 制造业 PMI 上升 1.4 个百分点至 49.2%, 关注中美库存“共振”链条的出口表现。

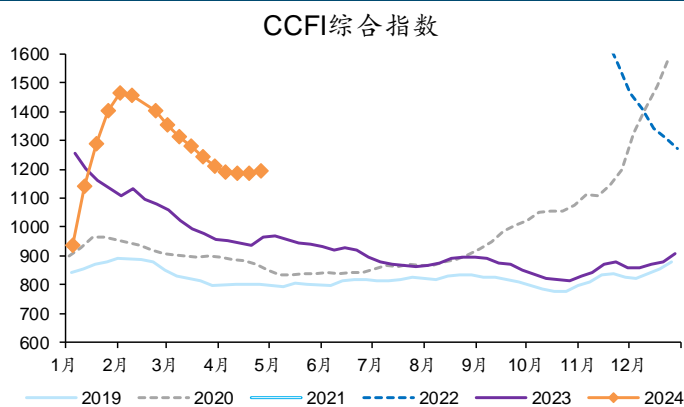
图表30: 4月, 全球制造业 PMI 保持扩张

制造业PMI	4月	3月	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
全球	-0.3	0.3	50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7
发达经济体																			
美国ISM	1.4	-0.3	49.2	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0	47.8	47.7	47.4	46.7	49.0
美国Markit	-1.9	-0.3	50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2
欧元区	-0.4	-0.4	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8
德国	0.5	-0.6	42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1
法国	-0.9	-0.9	45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2
意大利	-3.1	1.7	47.3	50.4	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5
西班牙	0.3	-0.1	52.2	51.4	51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4
荷兰	1.5	0.1	51.3	49.7	49.3	48.9	44.8	44.9	43.8	43.6	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6	48.6
希腊	-1.7	1.2	55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2
日本	1.5	1.0	49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9
韩国	-0.4	-0.9	49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5	48.2
英国	1.2	2.3	49.1	50.3	47.5	47.0	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3
加拿大	-0.4	0.1	49.4	49.8	49.7	48.3	45.4	47.7	48.6	47.5	48.0	49.6	48.8	49.0	50.2	48.6	52.4	51.0	49.2
新兴市场																			
中国	-0.4	1.7	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47.0
印度	-0.3	2.2	58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8
越南	0.1	-0.5	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4
巴西	2.3	-0.5	55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5	44.2
墨西哥	1.2	-0.1	51.0	52.2	52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2	50.9	50.5	51.1	51.0	51.0	48.9	51.3

来源: iFind、国金证券研究所

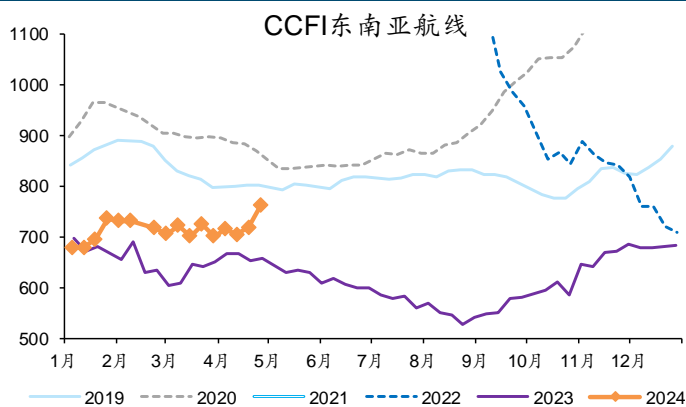


图表31: 4月, CCFI综合指数边际小幅回落



来源: iFind、国金证券研究所

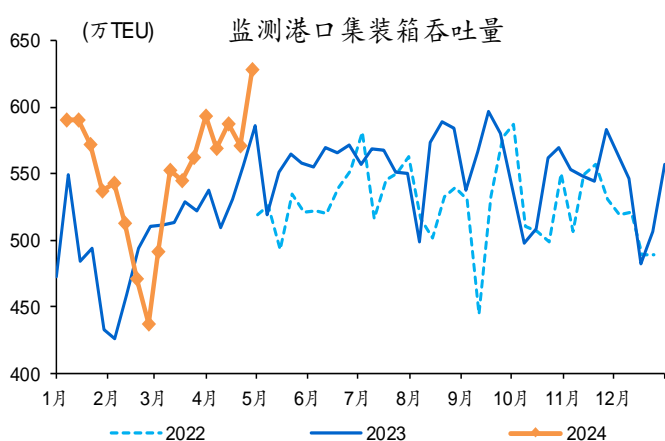
图表32: 4月, CCFI东南亚指数显著回弹



来源: iFind、国金证券研究所

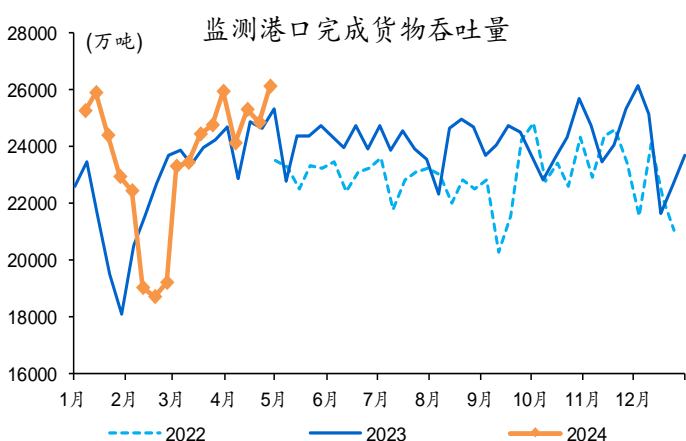
数量指标映射的出口景气持续回升,但4月出口金额可能仍将受到“价格”拖累。4月,我国监测港口集装箱、货物吞吐量大幅提升,同比分别增长7.9%、2.7%,涨幅较上月增加0.7、0.3个百分点,数量端对出口金额增长的拉动作用或加大。而从价格因素看,一方面,4月义乌出口价格指数同比较上月回落0.8个百分点至0.03%;另一方面,4月美元兑人民币汇率中枢为7.2、去年同期为6.9,贬值幅度较上月增加0.7个百分点至5.1%,可能会对美元计价下的出口金额产生明显拖累。

图表33: 4月, 监测港口集装箱吞吐量大幅上涨



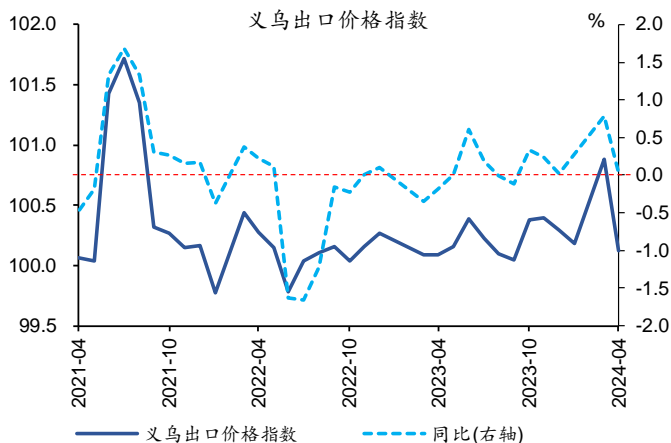
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表34: 4月, 监测港口完成货物吞吐量显著增多



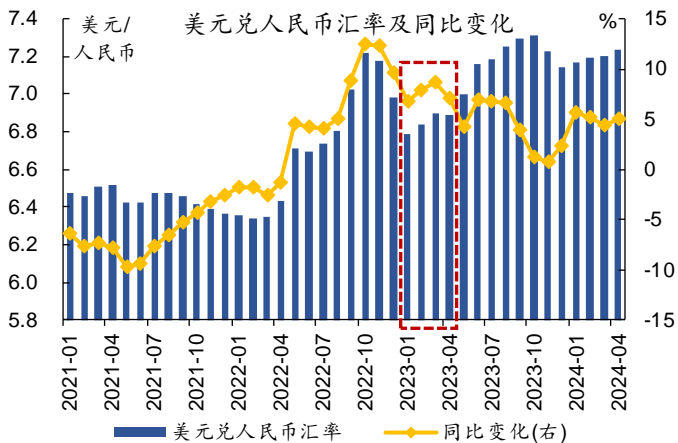
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表35: 4月, 义乌出口价格指数回落



来源: iFind、国金证券研究所

图表36: 4月, 人民币贬值幅度加大

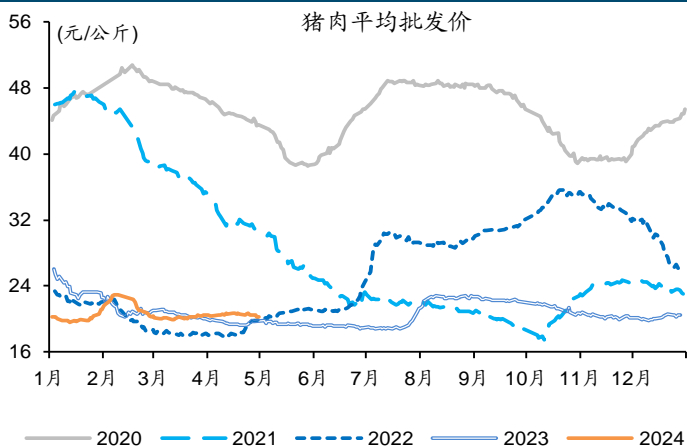


来源: Wind、国金证券研究所



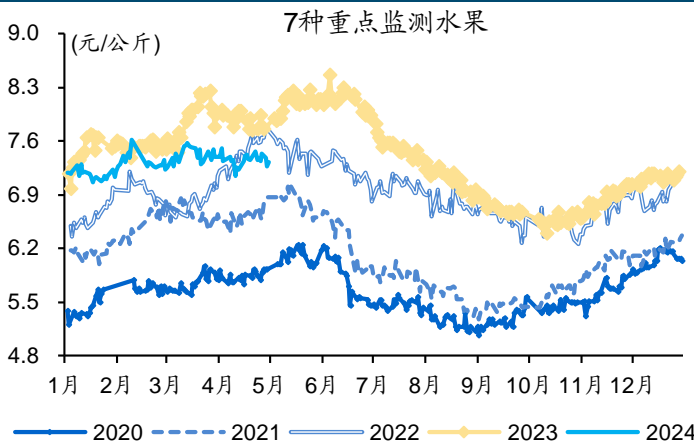
物价：1) CPI：生猪、鲜菜等供给端仍有压力，或拖累食品端价格表现。高频数据显示，4月猪肉平均批发价20.54元/公斤、较上月小幅上涨2%，涨价弹性相对有限。类似地，4月重点监测水果、蔬菜价格分别为4.87元/公斤和7.36元/公斤，环比分别回落7%和1%。整体来看，食品端价格表现延续偏弱，或对CPI有所拖累。

图表37：猪肉平均批发价仍处低位



来源：Wind、国金证券研究所

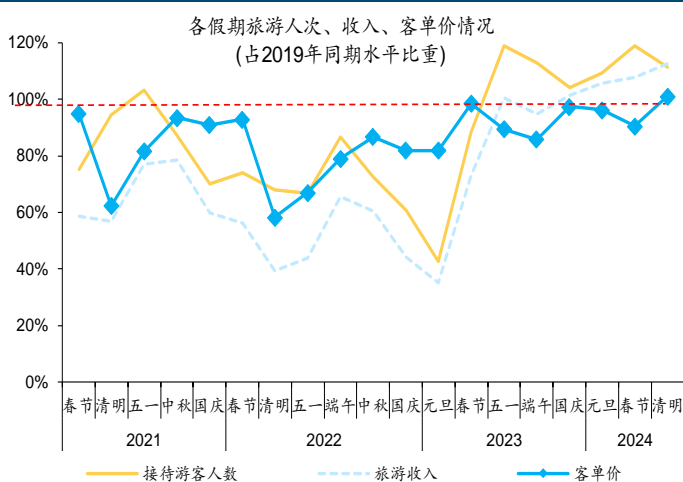
图表38：重点监测水果价格边际回落



来源：Wind、国金证券研究所

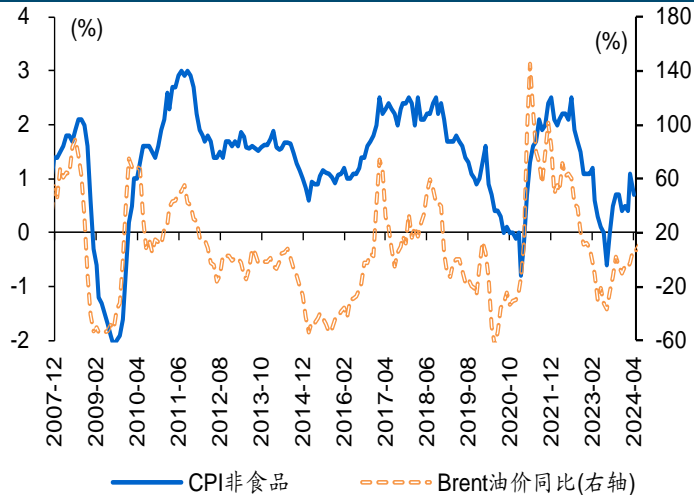
清明假期带动线下服务价格边际回升、叠加原油回升等，或非食品有所支撑。4月，清明节期间，全国国内旅游出游人次、国内游客出游花费分别较2019年同期增长11.5%和12.7%；旅游客单价恢复至2019年同期的101.1%、高于春节、元旦假期的90.5%和96.3%。除服务价格回升外，国内成品油价格自3月初也有所上涨，例如，国内汽、柴油价格每吨分别提高125元、120元，或对相关非食品链条有所支撑(详情参见《清明假期消费图鉴》)。

图表39：清明假期，出游人数、价格回升



来源：政府网站、国金证券研究所

图表40：4月，原油价格同比回升

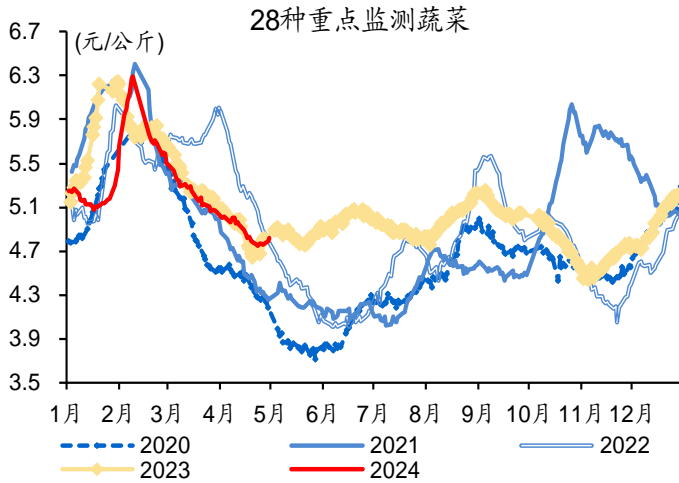


来源：Wind、国金证券研究所

部分商品供给端压力、叠加需求温和修复等，对CPI提振作用相对较弱、4月同比或为0.1%。短期来看，生猪、果蔬等价格承压下，对食品端或仍有拖累；非食品端或受到清明节服务涨价提振、及原油价格回升等支撑。中性情景下，4月CPI同比或维持低位、0.1%左右。往后来看，关注生猪等波动率较大分项的涨价节奏，行业持续亏损下，能繁母猪存栏自去年初开始环比下行，截止4月产能已经连续15个月持续下滑，随着产能去化的不断加深，或对猪价下半年猪价上行有所支撑。

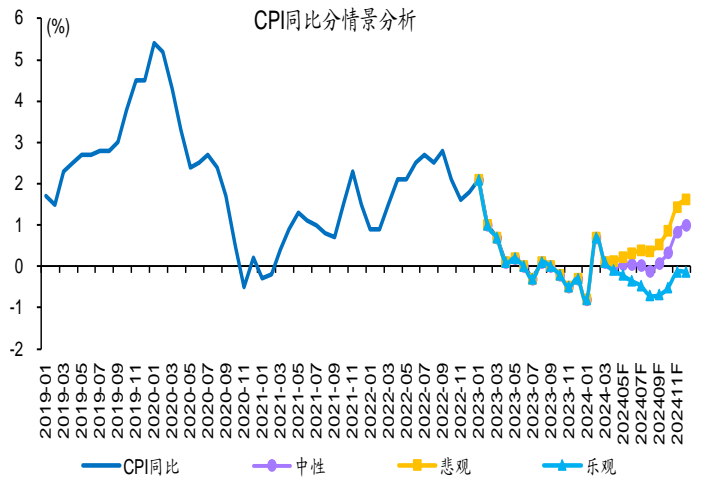


图表41: 重点监测蔬菜价格延续回落通道



来源: Wind、国金证券研究所

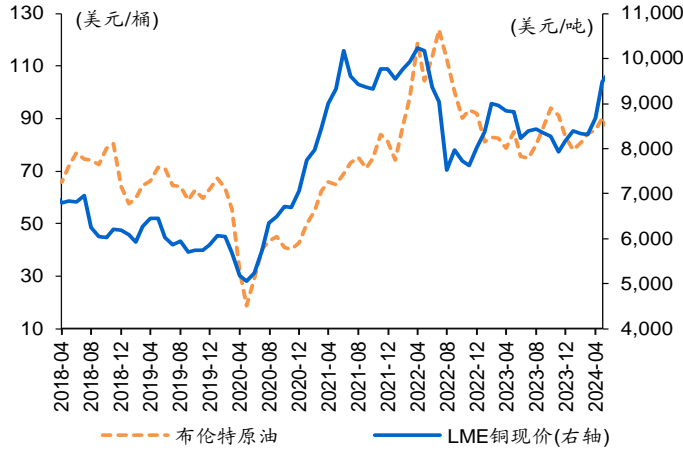
图表42: 4月, CPI同比或维持低位



来源: Wind、国金证券研究所

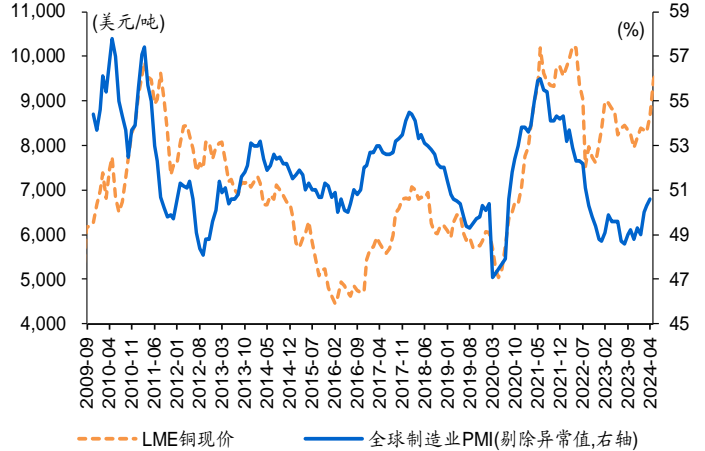
2) PPI: 原油链、铜等有色链价格延续回升, 煤炭等黑色链价格有所回落。高频数据显示, 国际定价的部分商品价格有所上涨, 以原油等为代表。例如, 布伦特原油价格环比上涨6%至90.35美元/桶; 全球制造业复苏等支撑铜价回温, 4月LME铜现价上涨至9482美元/吨、环比涨幅达9%。国内黑色链价格仍处低位, 例如, 山西产动力末煤Q5500价格延续回落, 4月环比回落6个百分点至816元/吨。

图表43: 4月, 原油、铜价格回升



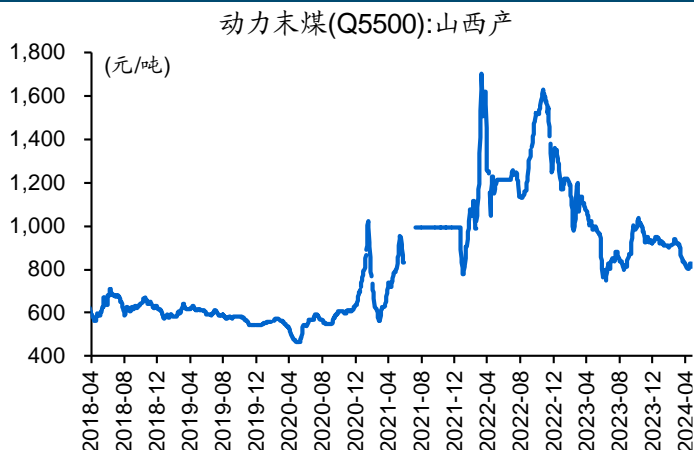
来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 铜价与全球制造业PMI同向变动

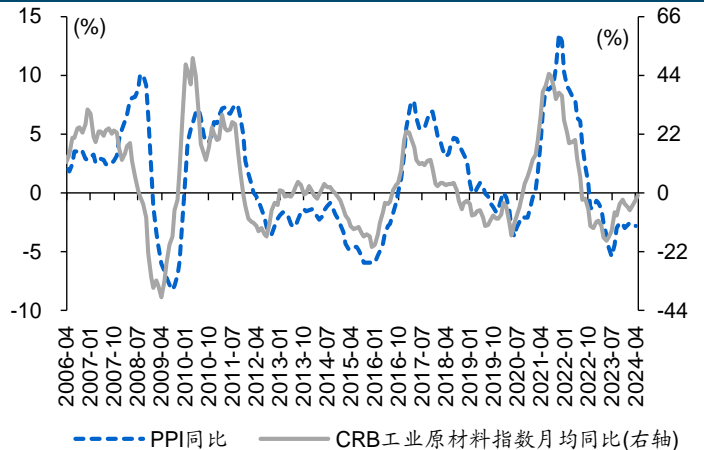


来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 国内煤炭价格维持低位



图表46: 原材料价格拖累的最大阶段或已过去



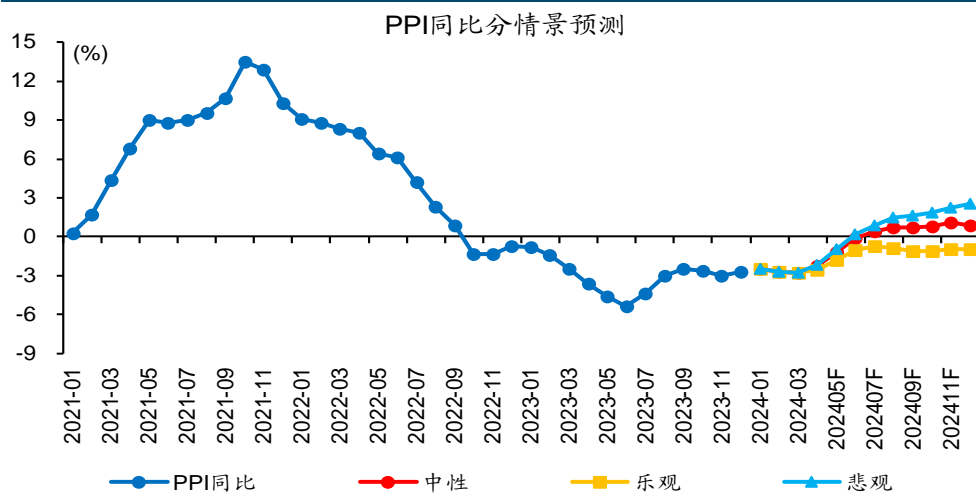


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

价格延续分化、指向内外需冷暖各异，PPI 同比或小幅收窄至-2.3%左右。综合来看，原油等国际定价的部分商品价格回升，反映国内需求的部分黑色链商品价格仍有拖累，叠加4月翘尾因素较上月进一步下探、由上月的-3.16%回落至-3.26%。中性情景下，4月PPI同比或小幅收窄至-2.3%。往后来看，需求边际修复或支撑部分商品涨价，但部分行业供给压力仍存下弹性还有待进一步观察。

图47：中性情境下，4月PPI同比或小幅收窄至-2.3%左右



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) 3月国内经济图景？外需支撑下，部分行业已开启“主动补库”，带动工企实际库存增速连续回升。“工作日效应”、专项债发行进度过慢等因素影响下，3月宏观数据出现回落，指向经济或处于温和复苏初期。内需修复尚在路上、初现积极信号，企业端资金活化出现积极迹象，政策加力带动企业中长贷高增。

(2) 4月经济或如何演绎？“量增”强于“价涨”，外需或阶段性好于内需。国内复苏节奏偏慢背景下，物价或呈现温和回升。分指标看，生产端“设备更新”加快推进，中游设备制造生产或延续“高景气”，带动工业增加值回升。

(3) 需求端，万亿国债等“稳增长”政策持续落地，“新质生产力”加快布局，投资需求或进一步升温。清明假期出行人流明显增加，4月餐饮消费或较快增长；高频数据显示汽车消费回落，或拖累商品消费表现。社融增速或仍处低位、小幅回升至8.9%，5月上行斜率或明显“陡峭”。“外需”结构性回暖，对东南亚国家出口或持续向好；数量指标映射的出口景气持续回升，但4月出口金额可能仍将受到“价格”拖累。

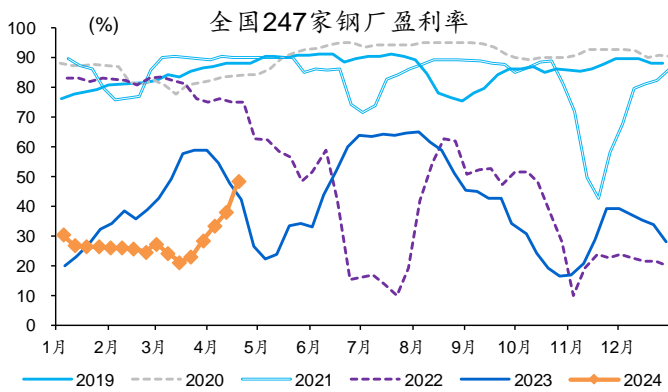
(4) 物价或温和修复，4月CPI同比或持平于上月、PPI同比小幅回升。生猪、果蔬等价格承压下，对食品端或仍有拖累；非食品端或受到清明节服务涨价提振、及原油价格回升等支撑。中性情景下，4月CPI同比或维持低位、0.1%左右。原油链、铜等有色链价格延续回升，煤炭等黑色链价格有所回落，PPI同比或小幅收窄至-2.3%左右。

2、生产高频跟踪：工业生产边际回升，建筑业开工整体偏弱

上游生产方面，高炉开工率延续提升，表观消费略有回落。上周（04月21日至04月27日），钢厂盈利继续修复、环比增加2.2%；带动钢材生产持续恢复，高炉开工环比增加0.9%，较去年同期差距收窄至2.8个百分点。钢材表观消费略有回落，环比减少0.2%，低于去年同期4.5个百分点，其中冷轧板卷周表观消费环比减少2.3%、螺纹钢周表观消费环比回升2.3%。库存方面，社会库存延续去库、环比减少4.3%，是去年同期的105.3%。

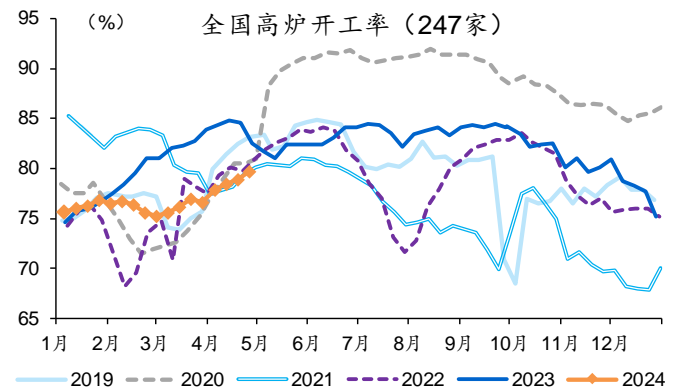


图表48: 上周, 钢厂盈利率延续回弹



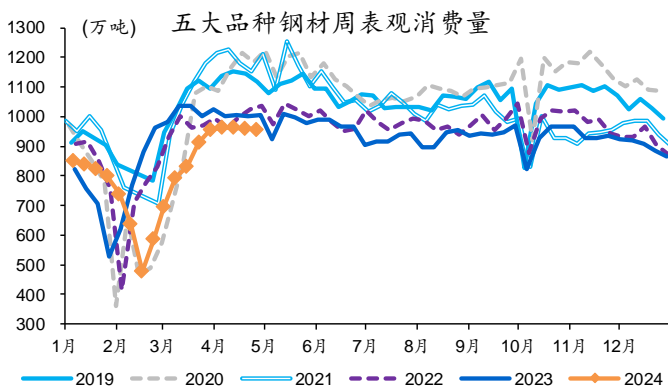
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 上周, 高炉开工率继续提升



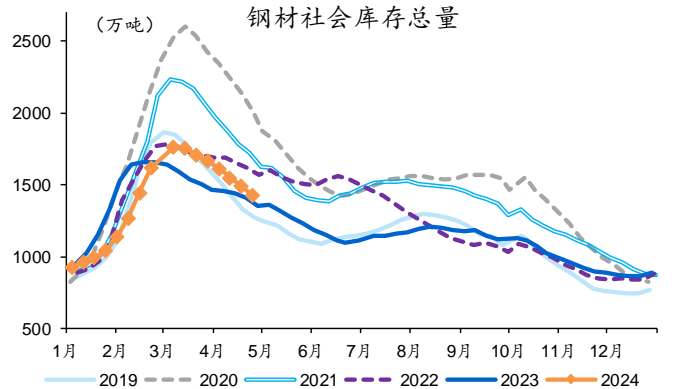
来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 上周, 钢材表观消费略有减少



来源: iFind, 国金证券研究所

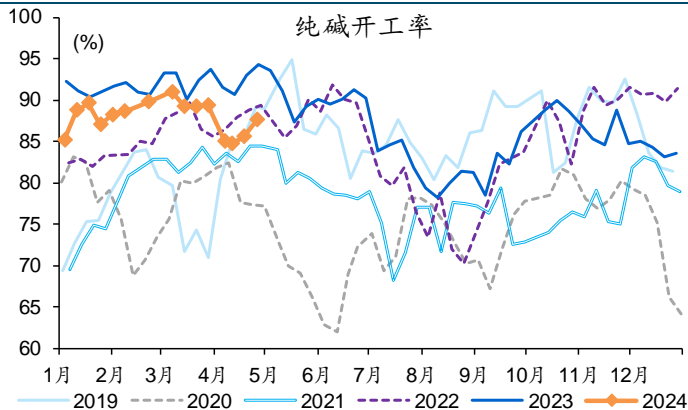
图表51: 上周, 钢材社会库存继续去库



来源: iFind, 国金证券研究所

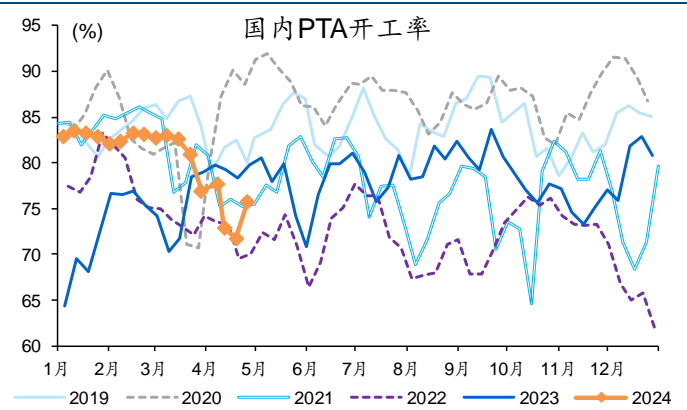
中游生产景气回升, 化工链开工率显著回弹。上周(04月21日至04月27日), 纯碱开工率延续回升, 环比增加2%、但低于去年同期6.8个百分点。纺织链中PTA供给大幅回升, 开工率环比增加3.7%、同比回落4个百分点; 下游涤纶长丝开工率小幅上涨, 环比增加0.2%、超过去年同期11.6个百分点。与此同时, 汽车半钢胎开工率有所回升、环比增加0.5%, 超过去年同期10.3个百分点。

图表52: 上周, 纯碱开工率大幅回升



来源: Wind, 国金证券研究所

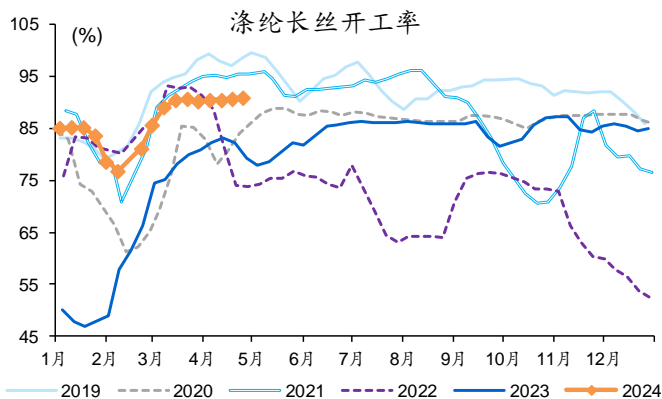
图表53: 上周, PTA开工率显著回升



来源: Wind, 国金证券研究所

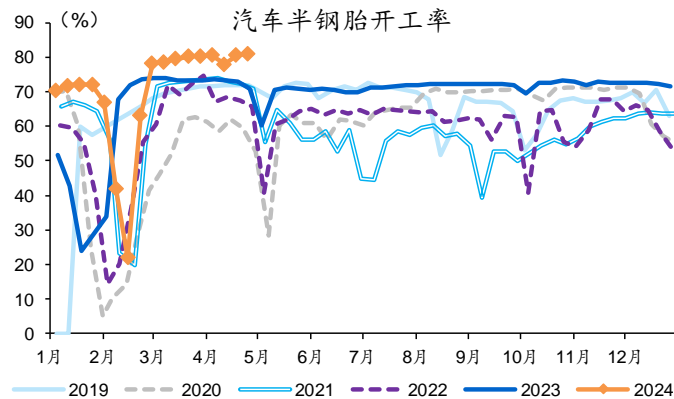


图表54: 上周, 涤纶长丝开工率延续小幅上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

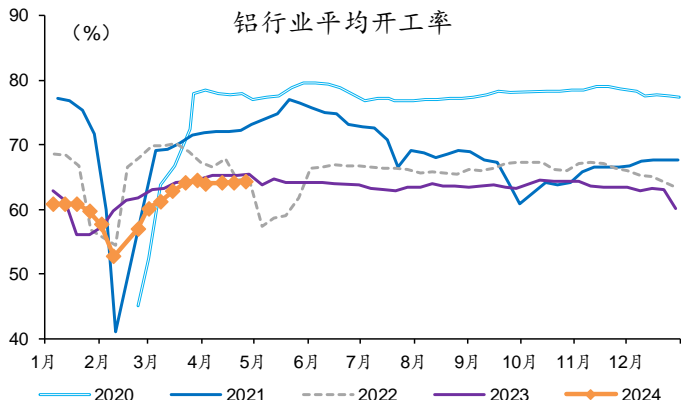
图表55: 上周, 汽车半钢胎开工率小幅增加



来源: Wind, 国金证券研究所

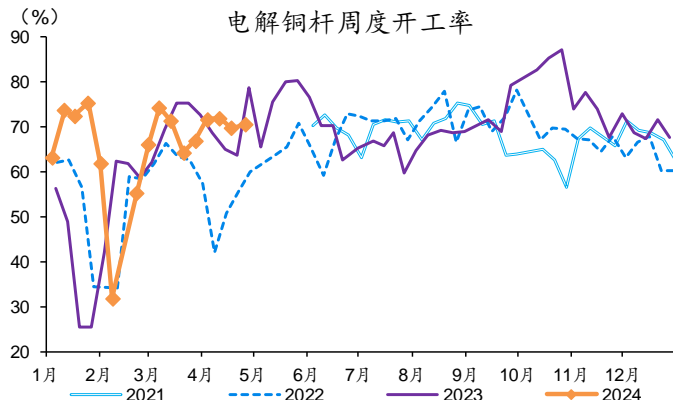
主要工业金属开工有所回升、库存走势继续分化。上周(04月21日至04月27日), 铝行业开工率较前周略有上涨, 环比增加0.2%、低于去年同期1.1个百分点; 铜杆开工率有所回升, 环比增加0.9%、低于去年同期8个百分点。库存方面, 主要工业金属库存走势分化, 其中电解铝库存延续去库, 环比减少4.4%, 低于去年同期5.4个百分点; 相较之下, 社铜库存延续抬升、较前周增加1.2%, 高于去年同期45个百分点。

图表56: 上周, 铝行业平均开工率略有上涨



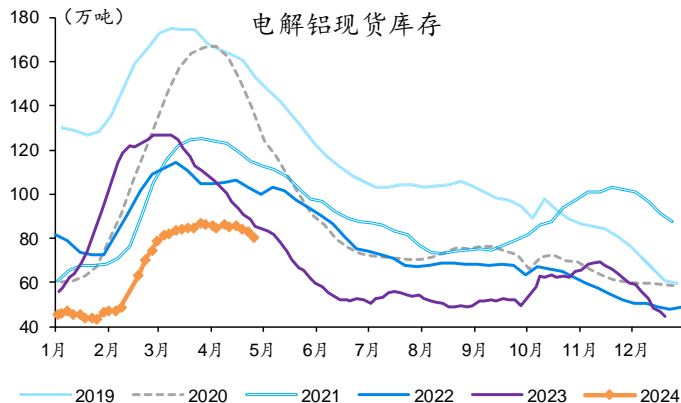
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 上周, 电解铜杆开工率环比增加



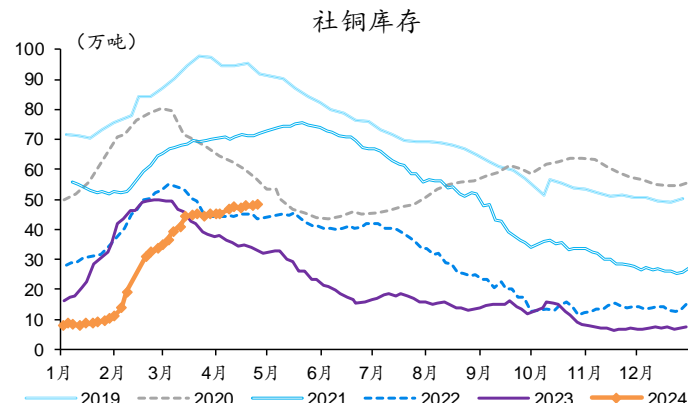
来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 上周, 电解铝现货库存延续去库



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 上周, 社铜库存继续增加



来源: Wind, 国金证券研究所

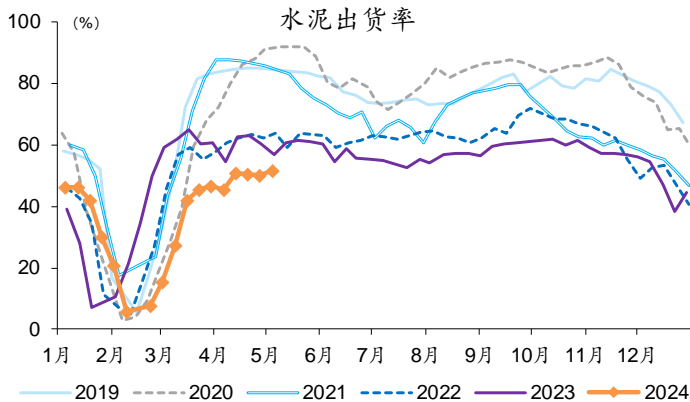
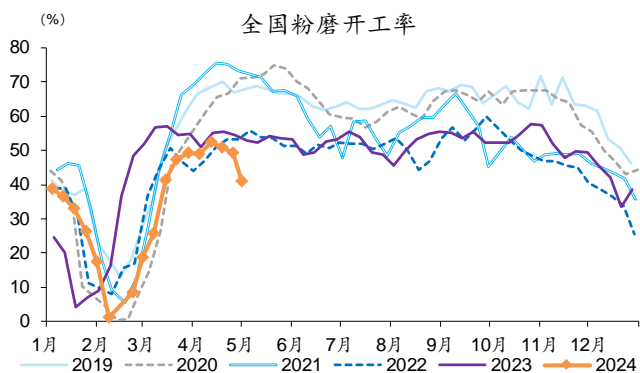
建筑业方面, 水泥生产大幅回落, 但需求小幅提升。二季度以来水泥需求较为低迷, 市场存在供应过剩压力, 多省份水泥行业主动采取延长错峰生产。本周(04月28日至05月



04日), 水泥生产大幅回落, 全国粉磨开工率较前周减少 8.3%。但水泥需求小幅提升, 出货率环比增加 1.8%, 同比回落 5 个百分点。供减需增下, 水泥库容比明显回落、较前周减少 0.8%、低于去年同期 3.5 个百分点; 全国水泥均价延续下滑、环比减少 0.5%。

图表60: 本周, 全国水泥粉磨开工率大幅回落

图表61: 本周, 全国水泥出货率小幅回升

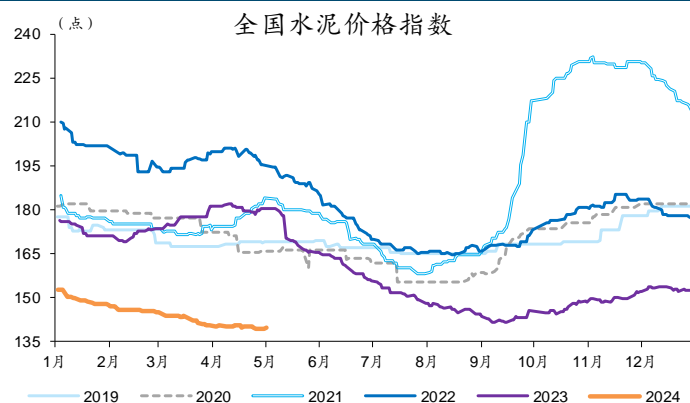
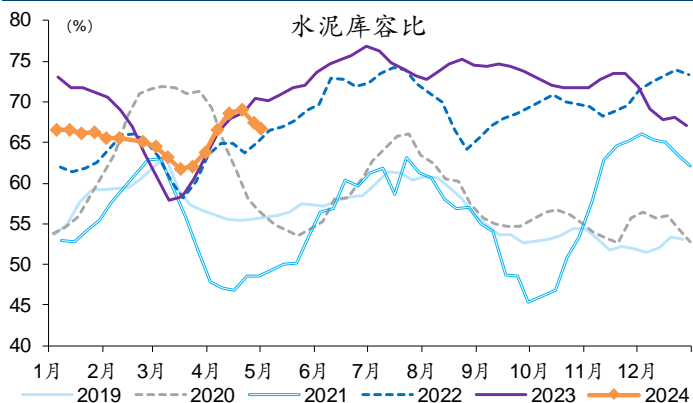


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本周, 水泥库容比延续下滑

图表63: 本周, 水泥价格指数小幅下滑



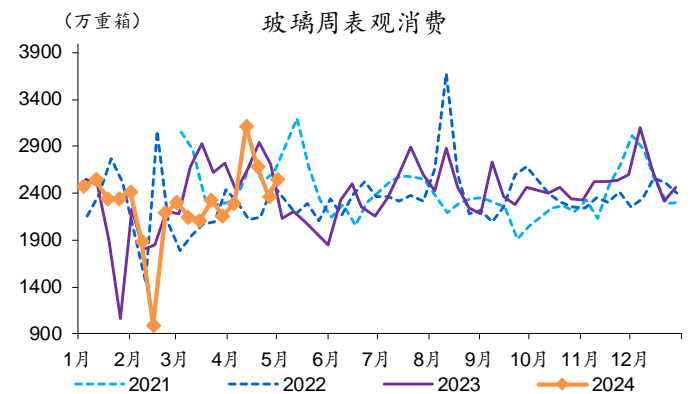
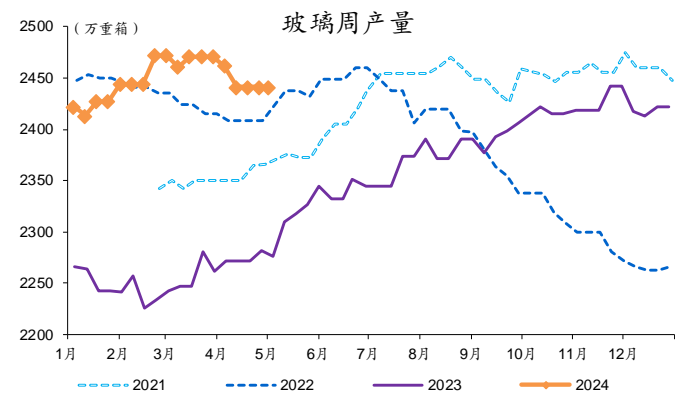
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

玻璃产量持平上周、表观消费有所回升, 沥青开工率也有小幅上行。本周(04月28日至05月04日), 地产开工复苏较好, 玻璃产量持平上周、高于去年同期 7.3 个百分点; 表观消费有所回升、较前周增加 8.1%、高于去年同期 19.8 个百分点。需求回暖下, 玻璃库存有所回落, 较前周减少 2.1%。此外, 反映基建开工的沥青开工率也有回升, 环比增加 2.1%, 但较去年同期仍有 7.4 个百分点的差距。

图表64: 本周, 玻璃产量持平上周

图表65: 本周, 玻璃周表观消费有所回升

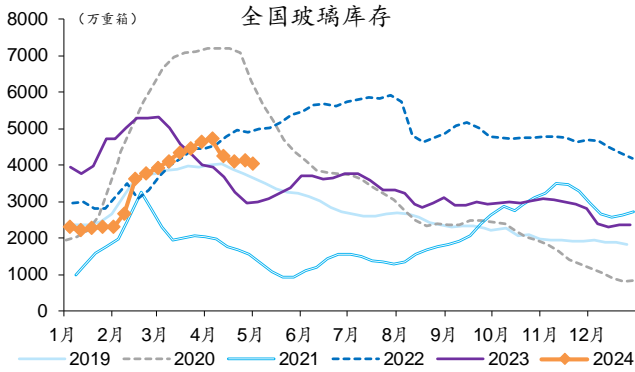


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

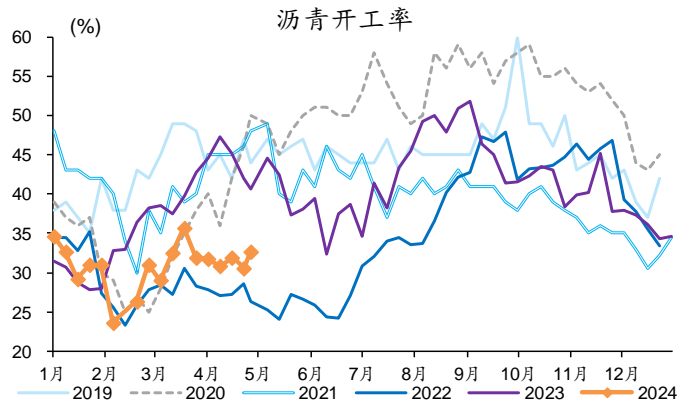


图表66: 本周, 玻璃库存有所下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 本周, 沥青开工率小幅提升

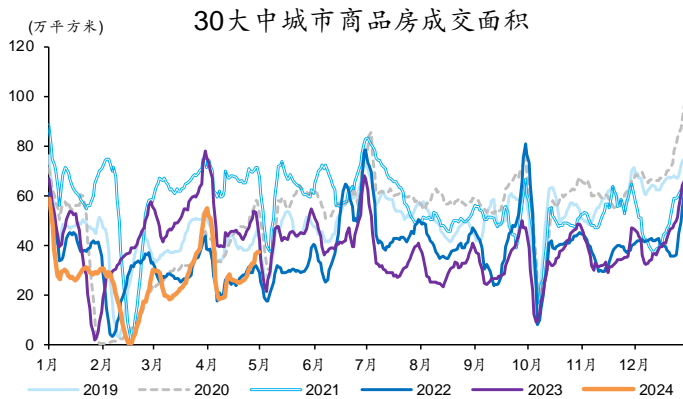


来源: Wind, 国金证券研究所

3、需求高频跟踪：消费边际向好、地产成交延续回升、出口运价继续上行

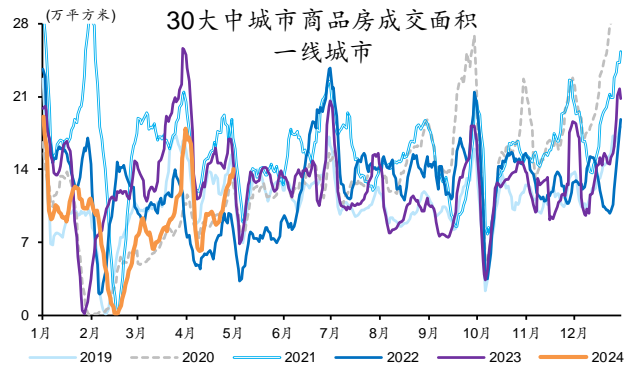
新房成交面积延续回升、4月同比降幅较上月有所减少。本周(04月28日至05月04日), 30大中城市商品房日均成交面积延续回升、较前周增加35.4%, 同比回落11.4%、降幅较上周收窄25.8个百分点。分城市看, 一线、二线、三线城市较前周均有回升, 环比分别增加39.8%、29.1%、42.5%, 同比分别减少6.3%、16.8%、7.4%。4月份, 全国商品房成交同比回落36.7%、降幅较上月减少8.8个百分点; 各线城市商品房成交同比分别回落29.1%、42.4%、34.2%, 降幅减少11.4、6.5、10.8个百分点。此外, 上周全国代表城市二手房成交面积略有回落、环比减少0.5%, 较去年同期下降17.2%。

图表68: 本周, 全国商品房成交有所回升



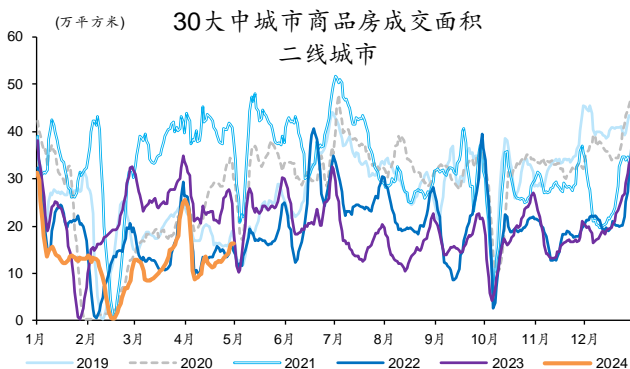
来源: iFind, 国金证券研究所

图表69: 本周, 一线城市商品房成交明显增加

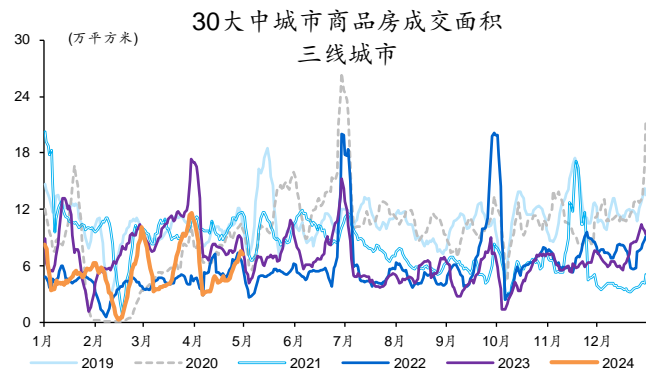


来源: iFind, 国金证券研究所

图表70: 本周, 二线城市成交有所上涨



图表71: 本周, 三线城市成交也有回升



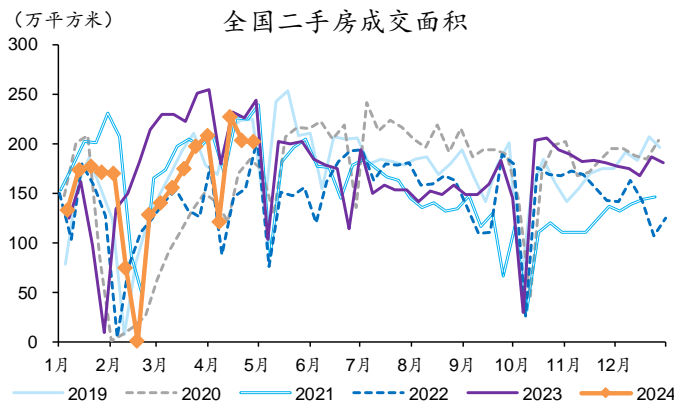
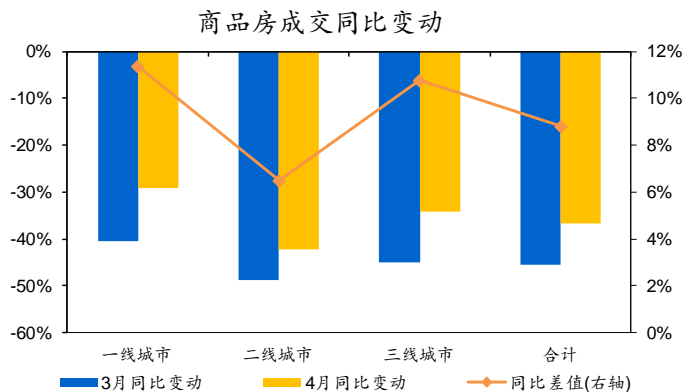


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表72：4月以来，各线城市新房成交降幅较上月收窄

图表73：上周，全国二手房成交有所回落



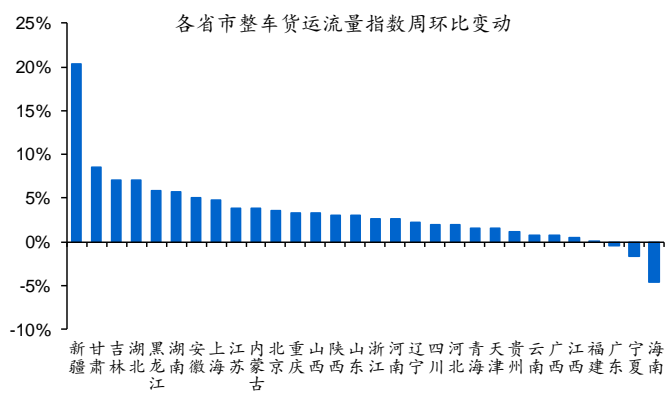
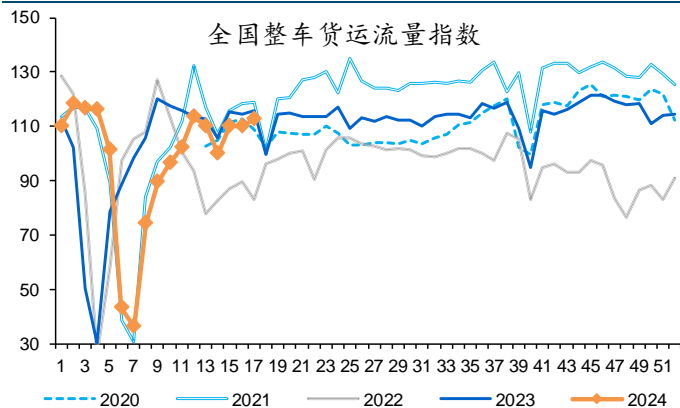
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

全国整车货运流量环比上涨，公路货运流量、邮政业务量均有增加。上周（04月22日至04月28日），市场供需向好，整车货运流量环比上涨2.4%；多数省市货运量较上周有所提升，其中新疆、甘肃、吉林等省市涨幅最大，环比分别上涨20.3%、8.6%、7.1%。公路货运流量、民航保障货运航班显著提升、环比分别增加4.1%、3%；与此同时，快递业务量继续增加，揽收量、投递量分别环比上涨3.7%、2.6%。

图表74：上周，全国整车货运流量小幅回升

图表75：上周，绝大多数省市公路货运流量环比上涨

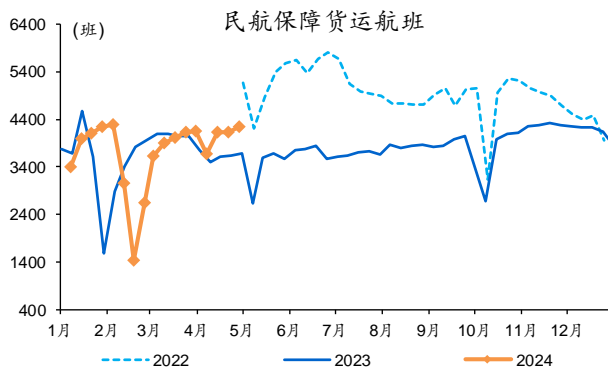
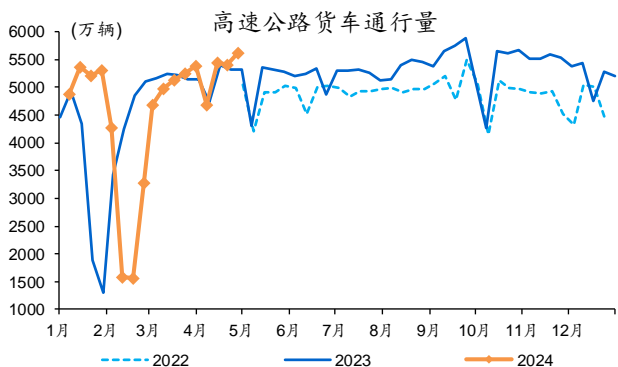


来源：G7，国金证券研究所

来源：G7，国金证券研究所

图表76：上周，公路运输量显著回升

图表77：上周，民航保障货运航班有所增加

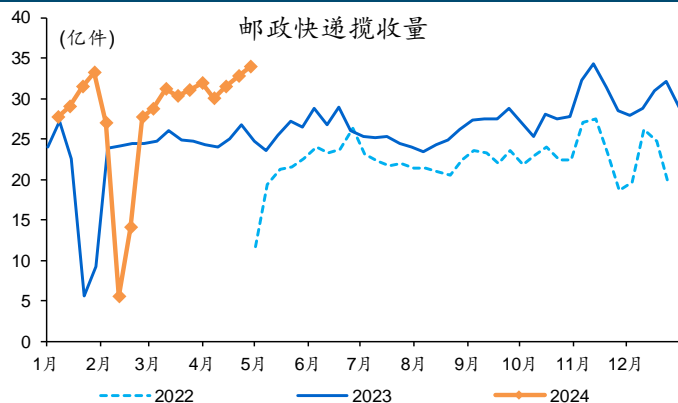


来源：交通运输部，国金证券研究所

来源：交通运输部，国金证券研究所

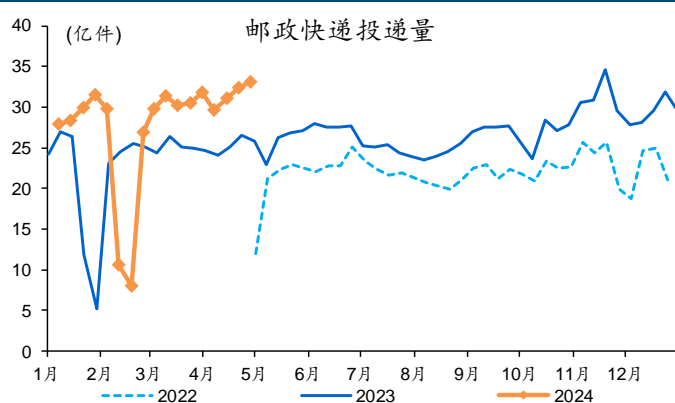


图表78: 上周, 邮政快递揽收量有所回升



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

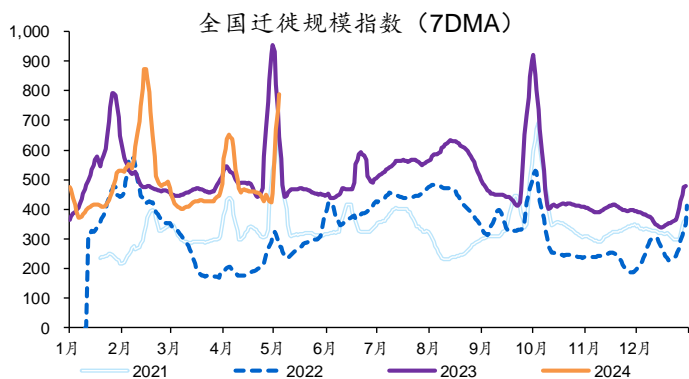
图表79: 上周, 邮政快递业务投递量也有增加



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

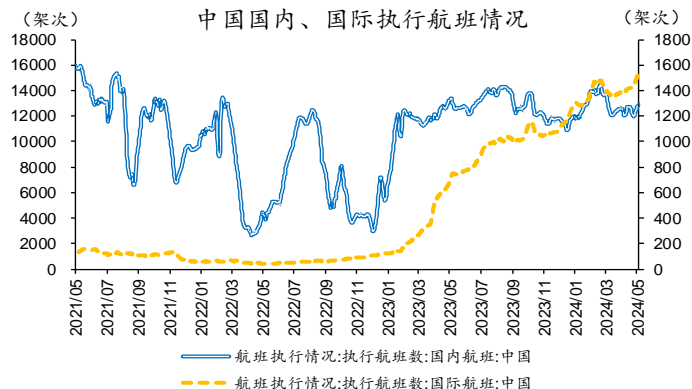
跨区出行活跃度大幅提升, 执行航班架次显著增加。本周 (04月28日至05月04日), 全国迁徙规模指数大幅提升、较上周增加81.8%, 较去年同期上行22.2个百分点。国内、国际执行航班架次显著回升、环比分别增加5.4%、4.5%, 同比分别回落3.4%、回升108.5%。

图表80: 本周, 全国迁徙规模指数显著提升



来源: 百度地图, 国金证券研究所

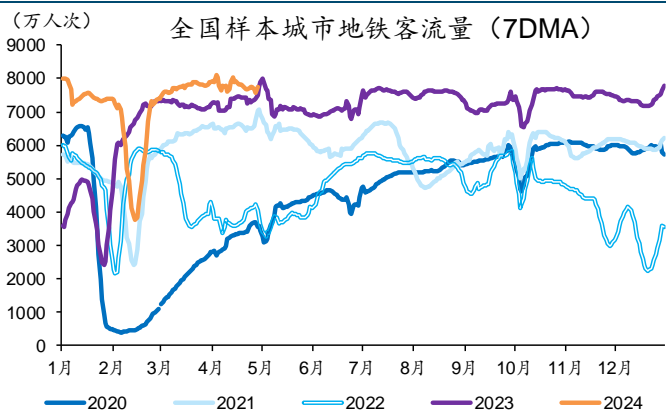
图表81: 本周, 执行航班架次有所增加



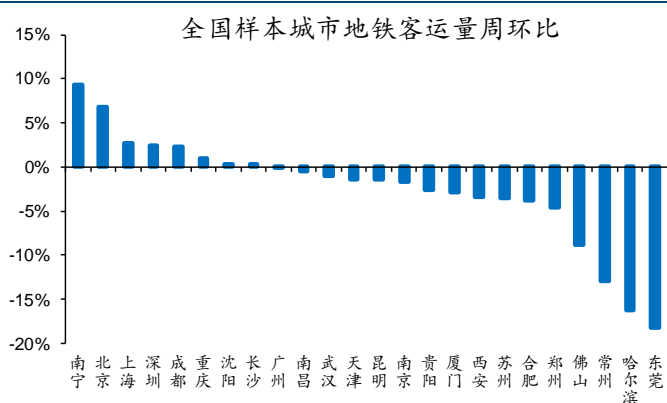
来源: iFind, 国金证券研究所

地铁客流量小幅增加, 市内出行或以地铁为主。本周 (04月28日至05月04日), 全国样本城市地铁日均客流量小幅回升、较上周增加0.9%; 其中北京、上海等一线城市地铁客流涨幅较为明显, 分别较上周增加6.7%、2.6%。全国拥堵延时指数有所回落、环比减少3.6个百分点, 其中北京、广州、上海等一线城市的市内拥堵指数降幅较大, 分别较前周减少11.3%、11.2%、10.3%。

图表82: 本周, 全国样本城市地铁客流总量小幅回升



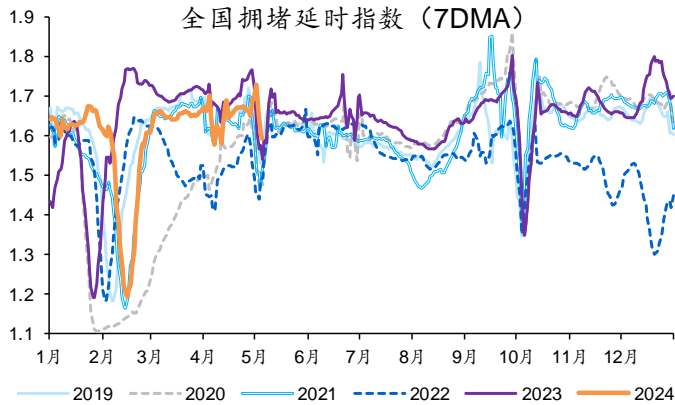
图表83: 本周, 一线城市地铁客流增加





来源：iFind，国金证券研究所

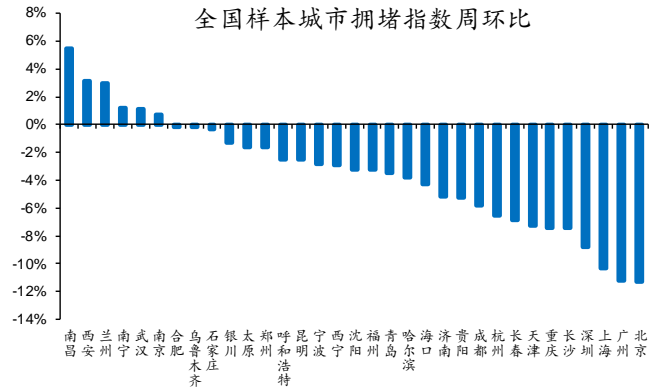
图表84：本周，全国拥堵延时指数大幅回落



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

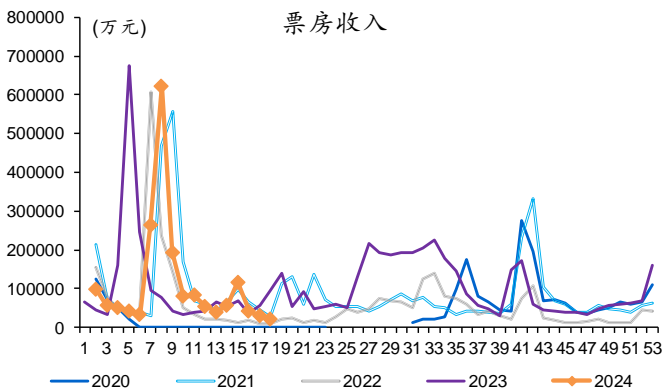
图表85：本周，一线城市拥堵指数明显下滑



来源：iFind，国金证券研究所

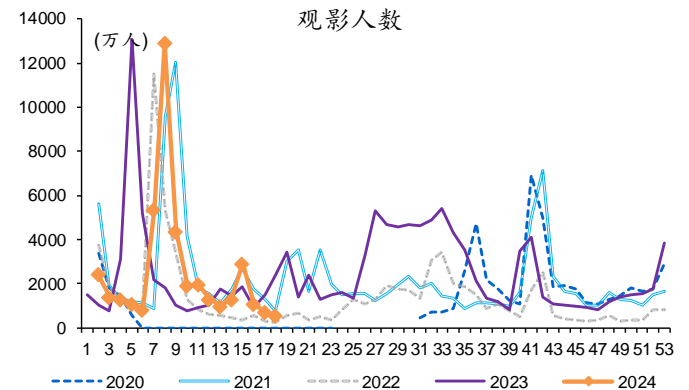
观影消费延续回落、汽车消费则有增加。上周（04月22日至04月28日），线下电影消费方面，电影票房日均收入、场均观影人次延续回落、分别较前周减少24.8%、25.8%，仅为去年同期的23.2%、22.8%。汽车消费有所增加，乘用车零售、批发的单周（04月15日至04月21日）销量分别回升23.7%、32.6%；五周平均销量分别增加1.2%、减少0.2%，低于去年同期4.8%、11.2个百分点。

图表86：上周，票房收入有所回落



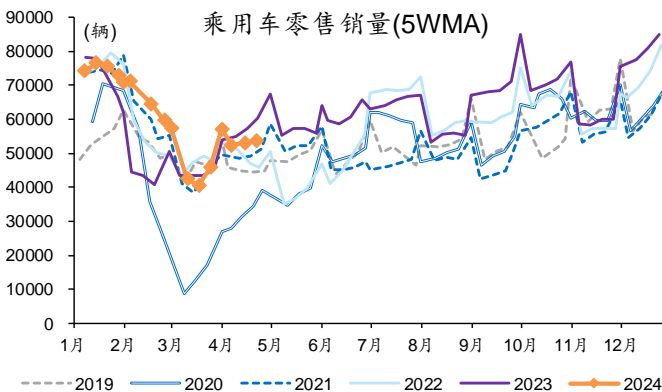
来源：iFind，国金证券研究所

图表87：上周，观影人数有所减少



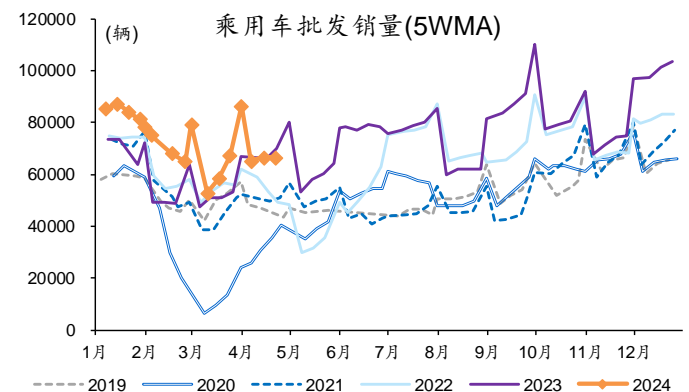
来源：iFind，国金证券研究所

图表88：上周，乘用车零售量小幅增加



来源：iFind，国金证券研究所

图表89：上周，乘用车批发量环比小幅回落



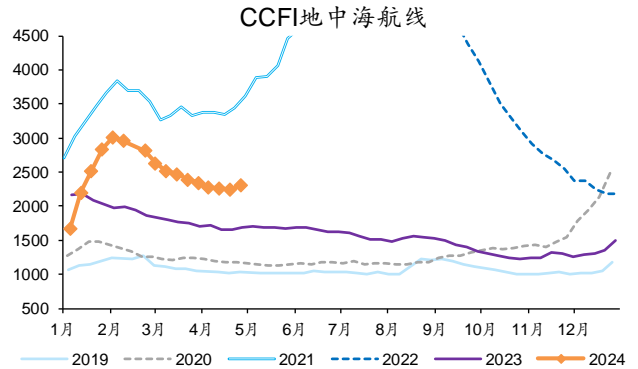
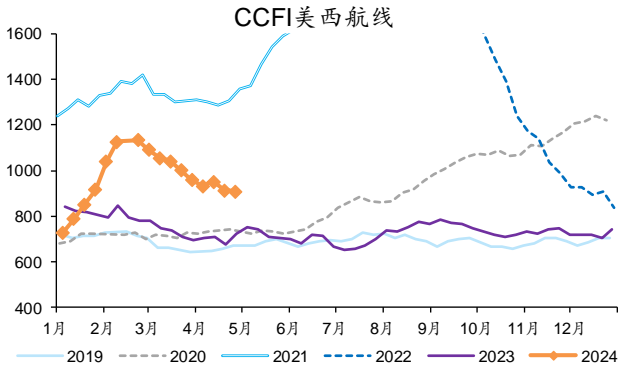
来源：iFind，国金证券研究所



出口方面,集装箱运价延续向好,干散货指数小幅回落。上周(04月21日至04月27日),出口集装箱市场中,CCFI综合指数延续上涨,环比增加0.6%。分航线看,东南亚、地中海航线支撑增强,运价持续好转,分别较前周增加5.9%、2.9%;美西航线边际好转,较前周减少0.5%,降幅收窄3.5个百分点。相比之下,欧洲航线显著回落,环比减少3%、降幅较前周增加2.7个百分点。此外,本周BDI运价小幅回落、环比减少5.4%。

图表90: 上周,美西航线边际好转

图表91: 上周,地中海航线运价由降转增

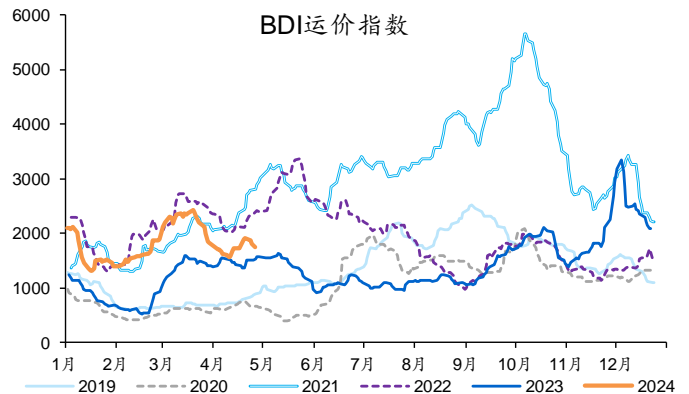
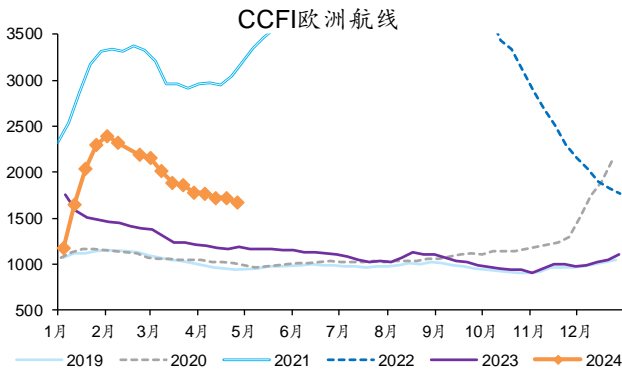


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表92: 上周,欧洲航线运价显著回落

图表93: 上周, BDI 运价指数有所回落



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地,资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究