

4月经济数据点评

生产强于内需的格局延续

4月经济数据内部小幅分化，工业增加值同比增速好于预期，社零和固投低于预期；经济延续生产强于内需的表现，但需要关注的是，一季度净出口对GDP拉动较明显，随着美国对中国部分产品进一步加征关税，外需的拉动可能边际减弱，扩内需或是下一阶段的政策重点。

- 4月工业增加值同比增长6.7%，1-4月采矿业工业增加值累计同比增速1.7%，制造业累计同比增速6.9%，公用事业累计同比增速6.6%，高技术产业累计同比增速8.4%。
- 4月社零同比增长2.3%，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.2%。1-4月服务消费累计同比增长8.4%。
- 1-4月固定资产投资增速为4.2%，民间固定资产投资增速0.3%，制造业投资1-4月累计同比增长9.7%，基建投资累计同比增长6.0%，地产投资累计同比下降9.8%。
- 1-4月房地产新开工面积累计同比下降24.6%，施工面积同比下降10.8%，竣工面积同比下降20.4%。商品房销售面积同比下降20.2%，商品房销售额累计同比下降28.3%。资金来源中，自筹资金占比和增速均较1-3月上升，好转情况比较明显，来自个人的定金和按揭占比和增速虽然也较1-3月上升，但同比增速整体处于较低水平，商品房销售情况未见明显好转。
- 4月经济数据内部略有分化。与3月经济数据相比，4月工业增加值同比增速上升，社零和固投增速下降，与万得一致预期相比，4月工业增加值同比增速超预期，社零和固投增速低于预期。细分来看，制造业整体表现依然较强，固定资产投资维持在较高增速，工业增加值同比增速也处于较高水平；社零和固投都不同程度上受到去年同期基数的影响，此外，固投增速偏弱的主要原因是房地产的拖累和基建投资增速的月度波动，社零增速偏弱的主要原因，一是居民消费释放偏慢，消费偏好向必需品倾斜，二是房地产后周期品类整体疲弱，三是商品和服务业价格都偏弱，也对社零的名义增速造成一定影响。
- 外需是我国经济短期亮点，中期关注扩大内需政策。4月经济数据仍延续一季度的结构和特点，国内方面，生产端整体表现较强，但内需偏弱，外需对经济的边际贡献较大：一季度净出口对GDP的拉动达到0.77个百分点，远超2023年一季度的-0.28个百分点和2015年-2019年一季度平均值-0.02个百分点。但随着5月14日美国宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自我国进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税，外需存在边际走弱的风险。我们认为扩大内需是稳增长下一阶段的重点，宏观政策或从四方面着手，一是进一步落实促进制造业投资的财政货币政策，二是通过以旧换新和大宗消费品下乡等政策，促进居民消费释放，三是合理安排政府债券融资发行和使用的节奏，避免基建投资增速在月度之间出现较大波动，四是统筹稳定房地产市场的全国性政策和一城一策，引导房地产行业趋势实现见底向好。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

相关研究报告

《4月美国CPI点评》20240516

《一季度国际收支分析报告》20240516

《行业配置月报 24年5月》20240515

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

4月工业增加值同比增速好于预期

4月工业增加值同比增速较3月上升。4月工业增加值同比增长6.7%，较3月上升2.2个百分点，较去年同期上升3.2个百分点，高于万得一致预期同比增速5.5%。4月工业增加值同比增速上行，生产端表现持续强劲，与制造业PMI生产指数走势强劲互相印证。

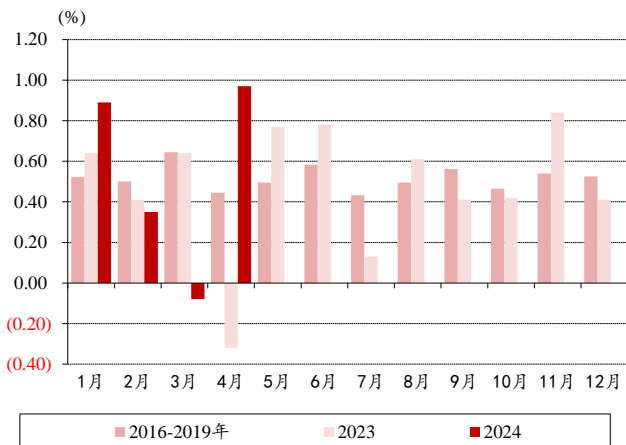
图表 1. 工业增加值同比增速



资料来源：万得，中银证券

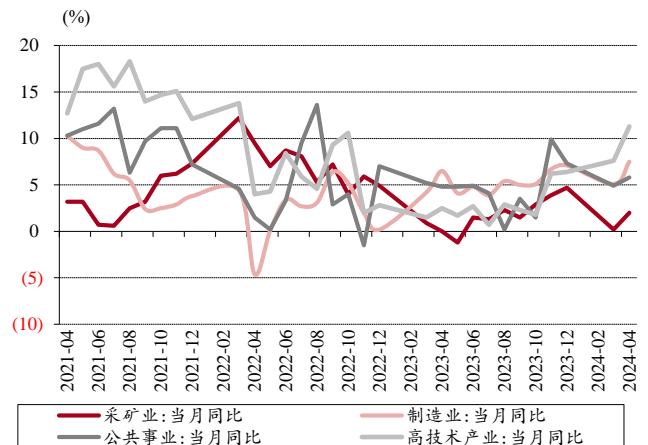
4月工业增加值环比强于历史同期平均水平。从环比增速来看，4月工业增加值环比增长0.97%，较2016年-2019年期间同期平均水平0.45%偏强，虽然也有3月工业增加值环比增速下降造成的基数影响，但也反映出生产端整体表现强劲的特点。从行业分类来看，1-4月采矿业工业增加值累计同比增长1.7%，制造业累计同比增长6.9%，公用事业累计同比增长6.6%，高技术产业累计同比增长8.4%。根据统计局数据，从企业类型来看，1-4月私企工业增加值同比增长5.6%，国企工业增加值同比增长5.2%，股份制企业同比增长6.6%，外企同比上升至5.1%。与1-3月相比，公共事业工业增加值增速小幅下降，其他分类累计同比增速均有不同程度上升，上升幅度最大的是高技术产业。4月工业增加值当月同比增速较3月都出现较大幅度上升，其中高技术产业从同比增速和增速升幅来看表现都最好，综合比较当月增加值增速表现和累计同比增速表现看，生产端复苏较强的仍是制造业，采矿业工业增加值当月同比增速偏低，且累计同比增速较去年同期下降。

图表 2. 工业增加值环比增速



资料来源：万得，中银证券

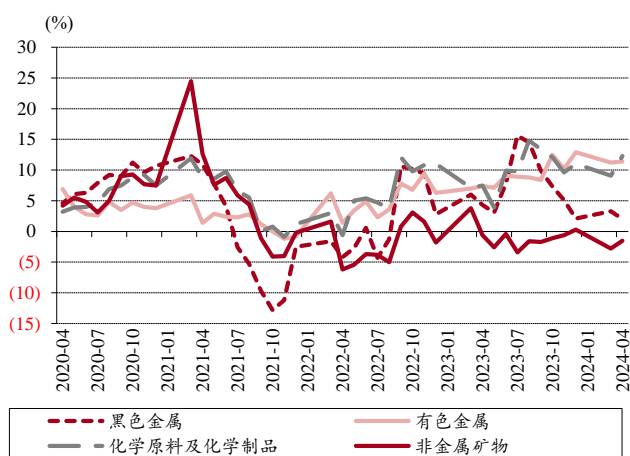
图表 3. 各行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

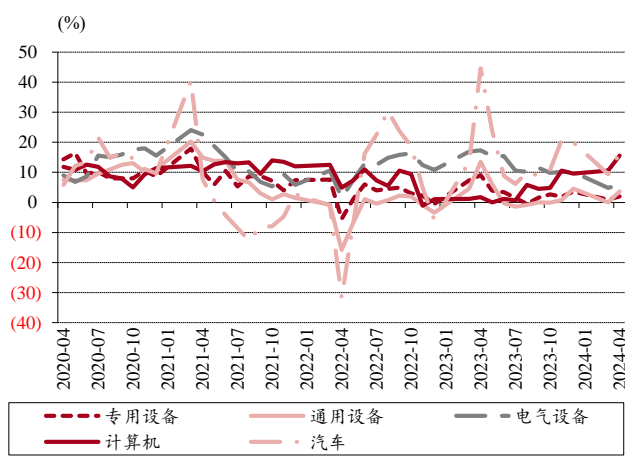
4月上游行业增加值表现分化，中游行业增加值增速整体上升。上游行业方面，1-4月化学原料和化学制品制造业增加值累计同比增长10.3%，非金属矿物制品业增加值累计同比增长0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长5.4%，有色金属冶炼和压延加工业增加值累计同比增长11.8%，相较1-3月，只有化学原料行业累计同比增速上行，从当月增速看，4月化学原料和有色金属行业工业增加值同比增速高且较3月上行，黑色金属和非金属矿物增速依然偏低。中游行业方面，通用设备制造业增加值累计同比增长2.8%，专用设备制造业增加值累计同比增长1.7%，汽车制造业增加值累计同比增长11.3%，电气机械和器材制造业增加值累计同比增长5.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值累计同比增长13.6%，中游行业工业增加值累计同比增速整体较1-3月上升，当月同比增速也均较3月表现出较明显的增速上行。下游行业方面，食品制造业增加值累计同比增长6.0%，纺织业增加值累计同比增长5.4%，医药制造业增加值累计同比上升0.4%，下游行业当月工业增加值增速仅食品行业增速小幅下降。从4月工业增加值增速的边际变化看，中游行业的整体拉动作用更大。

图表 4. 上游行业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中游制造业工业增加值当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

社零增速偏低

4月社零增速低于预期。4月社零同比增长2.3%，较3月下降0.8个百分点，其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.2%，较3月下降0.7个百分点，服务消费累计同比增长8.4%，较1-3月下降1.6个百分点。4月社零增速较3月继续下降，受高基数的影响较大；从环比看，4月社零环比增速较3月下降的趋势符合历史同期环比的季节性特征，虽然历史数据显示5月社零环比增速或较4月继续下降，但去年同期的高基数效应影响减弱，5月社零增速或有望企稳。

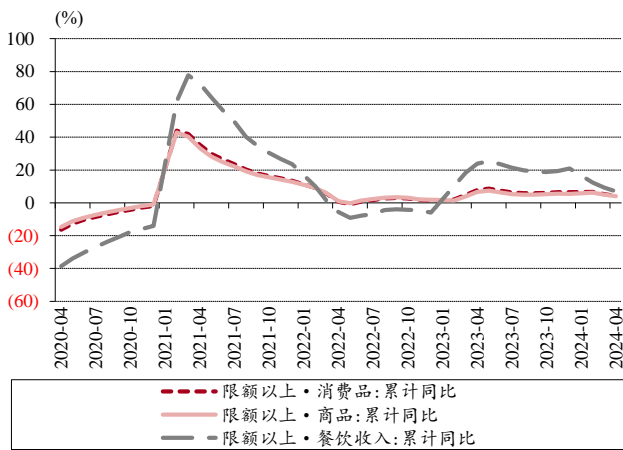
图表 6. 社零名义同比增速



资料来源：万得，中银证券

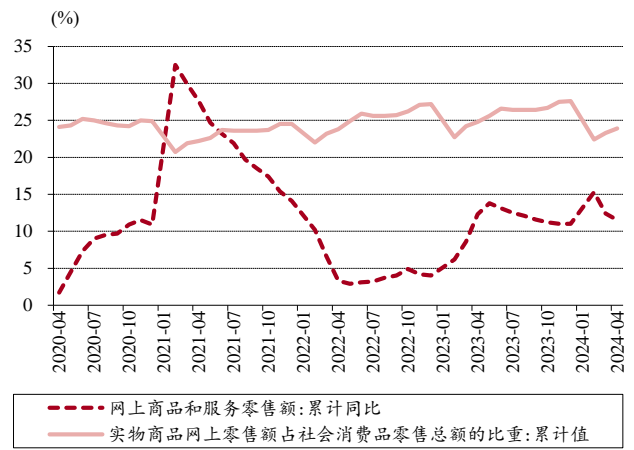
服务消费增速回落。根据统计局数据，1-4月餐饮消费同比增长9.3%，较1-3月下降1.5个百分点，限额以上餐饮消费同比增长6.9%，较1-3月下降2.3个百分点；1-4月商品消费同比增长3.5%，较1-3月下降0.5个百分点，限额以上商品消费累计同比增速4.0%，较1-3月下降0.9个百分点。1-4月限额以上企业消费品零售总额累计同比增长4.2%，餐饮和服务拉动消费的特征延续，但同时服务消费增速也在加快回落。1-4月网上零售额占比为28.3%，较1-3月上升0.8个百分点，较去年同期下降1.2个百分点，网上商品和服务零售额累计同比增速为11.5%，增速较1-3月下降0.9个百分点。4月消费增速延续回落，服务消费增速回落更快，考虑到4月非制造业PMI中服务业销售价格仍在荣枯线下方，以及CPI服务价格同比增速较3月持平，服务消费疲弱或一定程度上受到价格因素影响。

图表 7. 限额以上企业社零累计同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

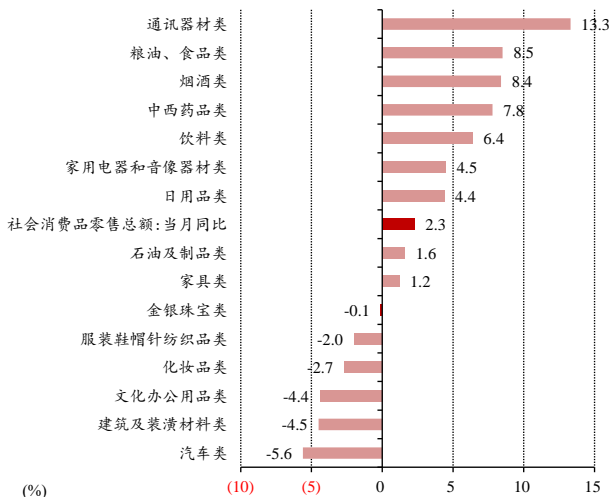
图表 8. 网上零售额的占比和增速



资料来源: 万得, 中银证券

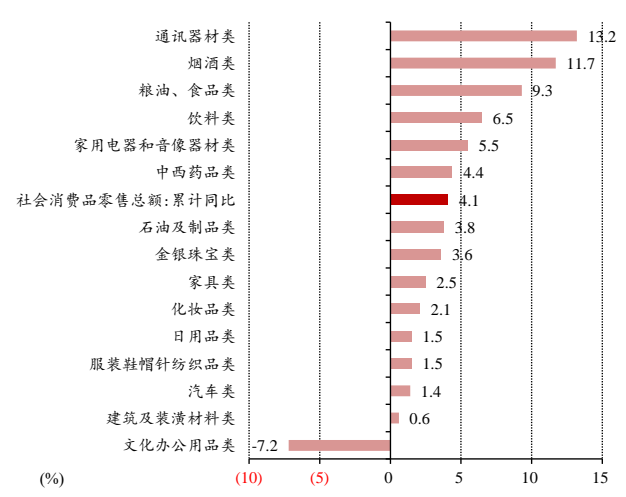
必需消费品增速更高。从同比增速来看，4月限额以上企业商品零售总额增速0.9%，同比增速较高的细分行业包括通讯器材、粮油食品和烟酒等，同比增速下降的是汽车、建筑装潢和文化办公用品。与3月相比，增速上升较多的有通讯器材、文化办公用品和中西药品等，增速下降较多的有建筑装潢、服装鞋帽和化妆品等。与1-3月相比，1-4月累计同比增速较高的细分行业包括通讯器材、烟酒和粮油食品等，累计同比增速下降的是文化办公用品；累计同比增速较1-3月上升的是中西药品、日用品和文化办公用品，增速下降较多的是汽车、建筑装潢和化妆品等。4月房地产后周期消费依然疲弱，当月同比增速落入负增长区间的消费品类增多。

图表 9. 2024年4月各品类社零当月同比增速



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2024年4月各品类社零累计同比增速

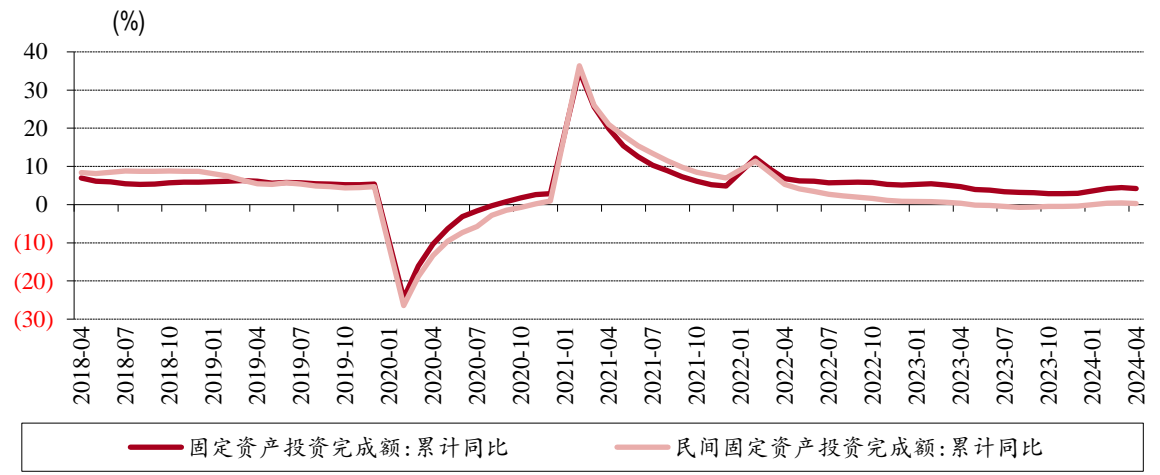


资料来源: 万得, 中银证券

固定资产投资增速略低于预期

固投增速小幅回落。1-4月固定资产投资增速为4.2%，较1-3月下降0.3个百分点，1-4月民间固定资产投资增速0.3%，较1-3月下降0.2个百分点。从分行业累计同比增速较1-3月变化看，制造业增速下降0.2个百分点，基建增速下降0.5个百分点，房地产增速下降0.3个百分点。

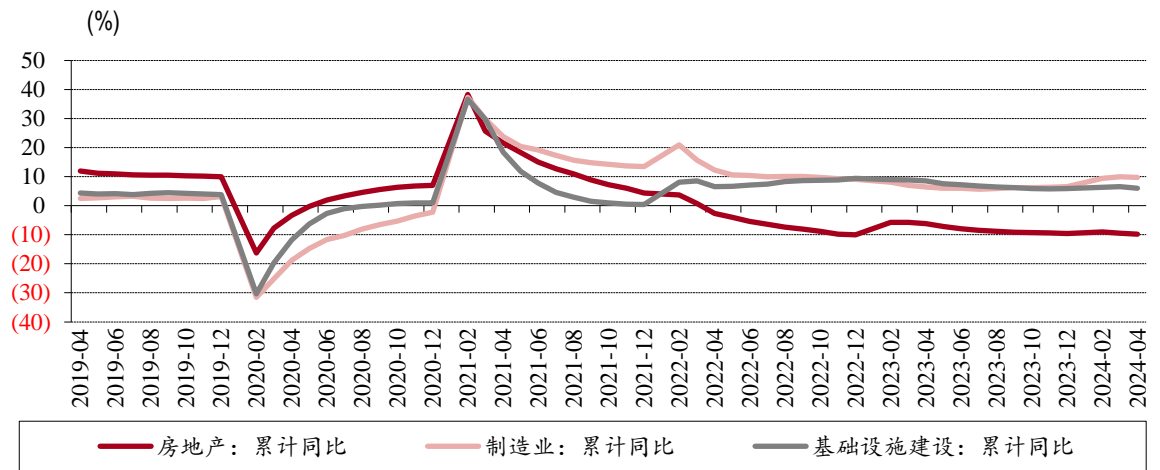
图表 11. 固定资产投资累计同比和民间固定资产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

制造业投资维持强劲，基建投资增速回落，房地产投资仍是主要拖累。分类别看，制造业投资 1-4 月累计同比增长 9.7%，基建投资累计同比增长 6.0%，地产投资累计同比下降 9.8%。根据统计局数据，从产业分类来看，第一产业累计同比增长 1.9%，第二产业累计同比增长 13.0%，第三产业累计同比增长 0.3%；从地区来看，东部累计同比增长 4.8%，中部增长 4.0%，西部增长 0.6%，东北增长 6.4%；从企业类型来看，内资企业累计同比增长 4.2%，国企同比增长 7.4%，外资企业下降 15.2%。从计算当月同比增速看，4 月制造业固投增长 9.3%，较 3 月下降 1.0 个百分点，基建固投增长 5.1%，较 3 月下降 1.5 个百分点，房地产固投增速下降 7.3%，较 3 月上升 9.5 个百分点。4 月固定资产投资增速内部略有分化，在政策支持下制造业投资增速维持在较高水平，影响固投增速低于预期的主要原因，一是虽然有去年同期低基数的影响，但房地产投资没有出现显著好转，二是基建投资当月基数偏高影响增速下行；展望后续，财政货币政策仍将支持制造业固投增速维持在较高水平，超长期国债发行时间表已经明晰，基建投资增速虽然受基数效应影响在月份之间出现波动，但整体仍有财政支出支撑，关键还是需要等待政策稳定地产投资，以减小对经济整体的拖累。

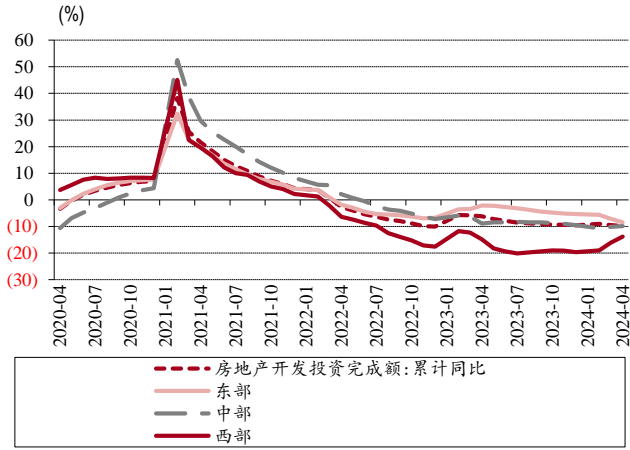
图表 12. 制造业、基建、房地产投资累计同比增速



资料来源：万得，中银证券

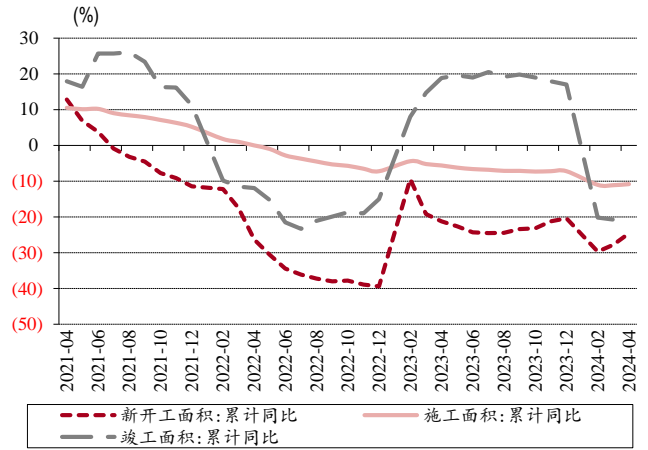
1-4月房地产固定资产投资增速继续下滑。1-4月房地产投资累计同比增速下降9.8%，比1-3月下降0.3个百分点。其中东部地区累计同比下降8.4%、中部地区累计同比下降9.8%、西部地区累计同比下降13.8%。根据统计局数据，从房地产分类来看，住宅投资增速下降10.5%，办公楼投资增速下降0.8%，商业地产投资增速下降11.9%。1-4月房地产新开工面积累计同比下降24.6%，施工面积同比下降10.8%，竣工面积同比下降20.4%。1-4月房地产投资数据整体依然偏弱，较1-3月出现好转的主要是新开工、施工和竣工面积增速，特别是新开工累计同比增速较1-3月上升3.2个百分点，或将边际影响房地产固投增速寻底。

图表 13. 房地产开发投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

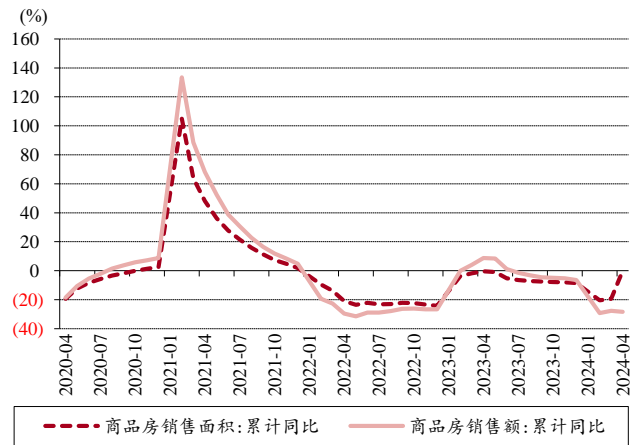
图表 14. 房地产新开工、施工和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

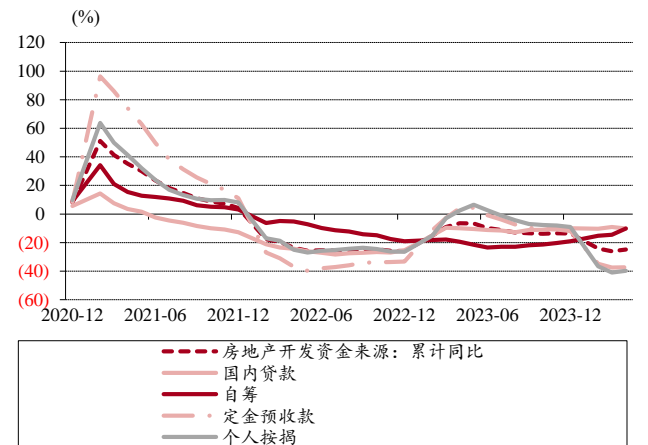
商品房销售好转迹象不明显。1-4月商品房销售面积同比下降20.2%，商品房销售额累计同比下降28.3%。1-4月商品房待售面积同比增长15.7%，其中住宅面积同比增长24.5%，办公楼同比增长10.5%，商业地产同比增长1.0%。从房地产投资资金来源看，1-4月国内贷款占比16.4%，较1-3月下降1.3个百分点，个人按揭贷款占比14.6%，较1-3月上升0.4个百分点，定金预收款占比29.4%，较1-3月上升0.4个百分点，自筹资金占比34.5%，较1-3月上升0.7个百分点。从增速看，1-4月房地产开发资金来源累计同比增速下降24.9%，其中国内贷款资金来源增速下降10.1%，定金和预收款增速下降37.2%，按揭贷款资金来源增速下降39.7%。资金来源中，自筹资金占比和增速均较1-3月上升，好转情况比较明显，来自个人的定金和按揭占比和增速虽然也较1-3月上升，但同比增速整体处于较低水平，商品房销售情况未见明显好转。

图表 15. 商品房销售面积和销售额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 房地产行业各渠道资金来源增速



资料来源：万得，中银证券

结论：生产强于内需的格局延续

4月经济数据内部略有分化。与3月经济数据相比，4月工业增加值同比增速上升，社零和固投增速下降，与万得一致预期相比，4月工业增加值同比增速超预期，社零和固投增速低于预期。细分来看，制造业整体表现依然较强，固定资产投资维持在较高增速，工业增加值同比增速也处于较高水平；社零和固投都不同程度上受到去年同期基数的影响，此外，固投增速偏弱的主要原因是房地产的拖累和基建投资增速的月度波动，社零增速偏弱的主要原因，一是居民消费释放偏慢，消费偏好向必需品倾斜，二是房地产后周期品类整体疲弱，三是商品和服务业价格都偏弱，也对社零的名义增速造成一定影响。

外需是我国经济短期亮点，中期关注扩大内需政策。4月经济数据仍延续一季度的结构和特点，国内方面，生产端整体表现较强，但内需偏弱，外需对经济的边际贡献较大：一季度净出口对GDP的拉动达到0.77个百分点，远超2023年一季度的-0.28个百分点和2015年-2019年一季度平均值-0.02个百分点。但随着5月14日美国宣布在原有对华301关税基础上，进一步提高对自我国进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税，外需存在边际走弱的风险。我们认为扩大内需是稳增长下一阶段的重点，宏观政策或从四方面着手，一是进一步落实促进制造业投资的财政货币政策，二是通过以旧换新和大宗消费品下乡等政策，促进居民消费释放，三是合理安排政府债券融资发行和使用的节奏，避免基建投资增速在月度之间出现较大波动，四是统筹稳定房地产市场的全国性政策和一城一策，引导房地产行业趋势实现见底向好。

风险提示：全球通胀回落偏慢；美国经济金融基本面存在不确定性；国际局势复杂化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371