

4月宏观经济基本延续复苏势头，“供强需弱”特征进一步凸显

——2024年4月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部总监 冯琳

事件：据国家统计局5月17日公布的数据，2024年4月规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，3月为4.5%；4月社会消费品零售总额同比增长2.3%，3月为3.1%；1-4月全国固定资产投资同比增长4.2%，1-3月为4.5%。

基本观点：

整体上看，4月宏观经济基本延续一季度以来的修复势头，但内部分化态势在加剧，“供强需弱”特征进一步凸显。其中，外需回暖带动4月出口保持强势，这是当月工业生产增速大幅上扬的主要原因，而4月内需走弱现象较为明显。其中，主要受楼市低迷影响消费信心，以及大规模耐用消费品“以旧换新”政策实施在即、汽车等部分消费后移影响，4月居民商品消费明显减弱。当前以旅游、出行为代表的服务消费增长动能较强，但受上年同期基数抬高等影响，同比增速也下行。1-4月固定资产投资有所减速，三大投资板块增速全面下行。其中，资金来源波动或是当月基建投资增速小幅下行的主要原因，大规模设备更新政策实施在即，或造成部分制造业投资推迟，而楼市偏冷则是4月房地产投资下行加剧的主要原因。整体上看，当前投资增长较为稳定，基建投资继续保持高位，有效对冲房地产投资下滑影响，而政策倾斜与内生增长动能改善则是制造业投资增速接近两位数的主要驱动因素。

就当前的宏观经济运行态势而言，主要受国内房地产行业持续调整、外部经贸环境挑战性增大影响，经济总体上仍然面临一定下行压力。为此，接下来宏观政策会保持稳增长取向，“避免前紧后松”。我们判断，在5月超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏加快后，未来货币政策降息降准都有空间，房地产支持政策将会显著加码。

具体解读如下：

一、工业生产：4月工业生产增长势头强劲，同比增速明显加快，除受去年同期实际基数走低影响外，还受到外需回暖对国内制造业生产形成较强拉动，抵消了内需偏弱对生产端的抑制效应，以及今年

4月实际工作日较去年同期增加2个等因素推动。

4月工业增加值同比增长6.7%，增速较上月加快2.2个百分点。当月三大门类增加值同比较上月均有所提速，其中占比最高的制造业增加值同比增速达到7.5%，较上月加快2.4个百分点，与当月官方制造业PMI指数中的生产指数加快0.7个百分点至52.9%相印证。

我们认为，除去年同期实际基数走低外，4月工业生产增长势头强劲还受到两方面因素推动：一方面，外需回暖对国内制造业生产形成较强拉动，抵消了内需偏弱对生产端的抑制效应。4月工业出口交货值同比增长7.3%，增速较上月大幅加快5.9个百分点。出口订单增加对相关行业生产提振作用明显，其中，今年以来出口势头较强的电子设备制造业增加值同比增长15.6%，汽车制造业增加值同比增长16.3%，增速较上月分别加快5.0和6.9个百分点。另一方面，今年4月实际工作日较去年同期增加2个，这与3月正相反，对工业生产同比数据影响较大。从这个角度看，3-4月工业增加值同比增速的平均水平5.6%或更能准确反映当前的工业生产强度——与需求端消费和投资增速相比，仍然处于偏高水平。

从其他细分行业表现来看，在铜铝等有色金属价格上涨带动下，4月有色金属行业增加值同比延续高增，且增速较上月加快0.2个百分点至11.4%；4月通用设备和专用设备制造业增加值同比增长3.7%和2.0%，增速与上月相比分别加快3.7和1.1个百分点，或主要受出口拉动增强以及大规模设备更新推动；不过，受房地产投资低迷拖累，4月钢材、水泥产量同比下降，拖累钢铁行业增加值增速较上月下滑1.3个百分点至2.0%，非金属矿物制品行业增加值延续负增，这也与当前钢材和水泥价格走势相一致。

展望未来，基数抬高会对工业生产同比增速有一定影响，但其实际增长动能有望保持在偏强状态。背后是短期内外需有望延续回暖势头，“三大工程”全面推进，大规模设备更新持续推动，以及在耐用消费品以旧换新等政策支持下，居民商品消费还有修复空间。我们预计，随着工作日天数与去年同期恢复持平，5月工业增加值同比增速将回落至5.5%左右；全年累计增速将在5.0%左右，较2023年4.3%的累计增长水平明显提速，与整体经济增长水平基本相当。这也意味着今年经济运行会进一步向常态化回归。

二、消费：4月社零表现不及预期，结构呈现明显的“必需强、可选弱”特点，背后是受房地产市场低迷影响，当前居民消费信心仍有待提振。另外，各地汽车以旧换新政策正在推出，短期内引发汽车消费后移效应，也对商品零售额整体增速产生了阶段性的下拉作用。最后，今年4月假日比去年同期减少2天，也对当月消费数据带来了一定下拉作用。

4月社零同比增长2.3%，增速较上月放缓0.8个百分点，表现不及预期。环比来看，4月社零季调环比增速为0.03%，与去年同期增速相比处明显偏低水平（过去十年平均增速为0.62%），也显示消费增长动能不足。4月社零增速继续处于低位运行状态，背后是受房地产市场低迷影响，当前居民消费信心仍然偏弱。可以看到，国家统计局公布的3月消费者信心指数为89.4，尽管较上月和上年末分别小幅改善0.3和1.8，但仍明显低于100的中值水平，这也和当前居民存款增速仍明显高于贷款增速相印证。

值得一提的是，去年“五一”假期有两天在4月份，今年则全部落在5月份，这意味着今年4月份的节假日比上年4月份少了两天。根据国家统计局测算，这会影响到4月社会消费品零售总额同比增速回落超过1个百分点。不过，扣除这一因素，4月社零增速仍属于偏低水平。

从主要商品类别来看，4月限额以上汽车零售额同比下降5.6%，降幅较上月扩大1.9个百分点，背后是各地汽车以旧换新政策正在推出，引发市场观望情绪，这在短期内为车市带来了消费后移效应。由于汽车在商品消费中占比较高，这对4月商品零售额整体增速产生了阶段性的下拉作用。除汽车外，受消费信心不振影响，4月粮油食品、饮料、中西药品等必需品零售表现相对较强，但可选消费品零售表现普遍走弱，其中，服装、化妆品、金银珠宝零售额同比转负，体育、娱乐用品零售额同比增速放缓，仅通讯器材零售额同比增速有所加快，或与近两个月上市新机型较多有关。与此同时，在房地产市场持续低迷背景下，4月涉房消费中，家电零售额同比增速有所放缓，建筑装潢材料零售额同比转负，家具零售额同比虽有所回升，但增速仅为1.2%，仍处明显偏低水平。

1-4月累计，社零同比增长4.1%，考虑到同期CPI累计同比在0.1%，因此，1-4月社零实际同比在4.0%左右，大幅低于工业增加值累计实际同比增速6.3%，显示商品消费是当前经济修复过程中亟待提升的薄弱环节，我国经济“供强需弱”局面依然突出。由此，4月底政治局会议明确要求，“要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。”这意味着接下来各地会更大力度推出包括耐用品以旧换新在内的促消费措施，而疫情疤痕效应也会随着时间推移逐步消退。从这个角度看，后期居民商品消费有望逐步好转。

我们预计，随着以旧换新政策铺开，消费者观望情绪转淡，5月社零同比增速有望反弹至3.5%附近。往后看，影响社零增速的最大不确定因素仍是楼市何时企稳回暖，从而消除资产缩水效应对居民消费心理的影响。另外值得一提的是，1-4月服务零售额累计同比增速为8.4%，虽仍明显快于以商品零售额为主的社零增速，但随着基数回升，服务零售额增速正在不断放缓。我们判断，在消费信心偏弱背景下，服务消费持续高增或缺乏动力，后续消费补贴范围可进一步扩大至餐饮、旅游、娱乐等服务消费领

域。

三、投资：1-4月固定资产投资有所减速，三大投资板块增速全面下行。其中，资金来源波动或是当月基建投资增速小幅下行的重要原因，南方部分地区4月份雨涝灾害一定程度上影响了施工进度，导致4月基建投资和制造业投资增速有所下滑，而楼市偏冷则是4月房地产投资下行加剧的主要原因。整体上看，当前投资增长较为稳定，基建投资继续保持高位，有效对冲房地产投资下滑影响，而政策倾斜与内生增长动能改善则是制造业投资增速接近两位数的主要驱动因素。

1-4月固定资产投资累计同比增速为4.2%，较1-3月放缓0.3个百分点，但仍高于2023年全年3.0%的增长水平；据我们测算，4月当月固定资产投资同比增长3.5%，增速较3月放缓1.3个百分点。在上年同期增速基数走低的背景下，4月投资增长动能偏弱，不及市场普遍预期，主要原因是三大投资板块增速全面下行。

具体来看，1-4月基建投资（不含电力）同比增速为6.0%，较1-3月放缓0.5个百分点，略高于去年全年5.9%的增长水平；据我们测算，4月当月基建投资同比增速为5.1%，较3月放缓1.5个百分点。这一方面和上年同期基数偏高有关，同时今年4月南方部分地区雨涝灾害较为严重，对室外基建施工进度带来一定影响。值得注意的是，受治理资金空转等影响，4月企业中长期贷款同比较大幅度少增，年初以来专项债发行节奏偏缓，当前地方政府土地出让金收入仍在下滑，以及贵州、天津等12个高负债省市政府投资项目面临严格管控等，也可能会有影响。其中后者是未来一段时间基建投资走势面临的最大不确定性因素。

不过，4月基建投资数据继续处于较高增长水平，主要是当前房地产投资还会处于较快下行状态，需要基建投资保持较高增长水平予以对冲。当前支撑当前基建投资较快增长的因素包括：5月超长期特别国债开闸发行，去年末今年初PSL新增5000亿，为包括平急两用基础设施建设在内的“三大工程”提供中长期低成本资金，而去年底加发的1万亿国债资金中大部分要在今年上半年投入使用。这都将带动银行配套贷款跟进，为基建投资保持较快增长提供充足的资金来源。值得注意的是，近期发改委指出要“推动所有增发国债项目于6月底前开工建设”，且已“完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作”。这意味着后期基建投资形成实物工作量的速度会加快。我们预计在政府债券发行及配套基建贷款投放节奏加快后，5月基建投资有望再度提速。

需要指出的是，4月央行PSL（补充抵押贷款）余额大幅度下降3432亿。主要源于当月债券收益率明显偏低，央行约谈三家政策性银行后，当月政策性银行债净融资规模达到3647亿元，为近二十年同期

最高，同比多增 2959 亿元。也就是说 4 月 PSL 减量和政策性金融债发行规模扩大形成替代效应，不代表政策面收紧对基建投资的支持力度，也不是 4 月基建投资减速的原因。

制造业投资方面，1-4 月累计同比增速为 9.7%，低于 1-3 月的 9.9%，不及市场普遍预期，但仍明显高于去年全年 6.5% 的增幅；据我们测算，4 月当月制造业投资同比增速为 9.3%，低于 3 月的 10.3%。这表明一季度制造业投资正在高位提速。国家统计局认为，4 月制造业投资减速，与南方部分地区 4 月份雨涝灾害一定程度上影响了施工进度有关。其中，广东、四川两地投资 1-4 月份分别增长 0.4%、1.6%，比 1-3 月份回落 3.6 个百分点，两省合计下拉全国投资增速大概 0.6 个百分点。值得注意的是，在大规模设备更新投资政策带动下，1-4 月份设备工器具购置投资同比增长 17.2%，快于全部投资 13 个百分点，拉动全部投资增长 2.2 个百分点。与此同时，1-4 月高技术制造业投资同比增长 9.7%，继续保持较高增长水平，这是当前政策面支持新质生产力发展的主要体现。

今年以来制造业投资保持高位，持续领跑三大投资板块，主要原因有两个：一是央行数据显示，3 月末主要用于投资的制造业中长期贷款余额同比增长近 30%，继续保持很高增长水平，大幅高出 9.6% 的整体贷款增速。背后是政策面持续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度。可以看到，4 月底政治局会议公报中进一步要求，“要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级”。加之当前各地正在着力推动大规模设备更新，今年制造业投资有可能获得更大幅度的政策倾斜。

另一方面，去年下半年以来工业产能利用率开始回升，PPI 降幅总体趋于收窄，特别是受企业贷款利率持续下行影响，当前工业企业资产利润率持续高于贷款利率，制造业内生投资动能也在增强。需要指出的是，3 月当月工业企业利润同比下降 3.5%，结束了去年 8 月以来的持续上升势头，但这主要由今年 3 月工作日较去年同期减少 2 个，造成工业生产同比减速所致，并不代表工业企业利润改善势头出现根本性逆转。

展望未来，短期内制造业投资有望延续 2023 年四季度以来的稳中有升势头，估计全年增速将达到 8.0% 左右，较上年加快 1.5 个百分点。这显示今年经济内生增长动能改善。其中，高技术制造业投资将达到两位数高增状态，这是政策面支持建设现代产业体系，重点推动先进制造业发展的具体体现。我们认为，2024 年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。

1-4 月房地产投资累计同比下降 9.8%，降幅较 1-3 月扩大 0.3 个百分点，不及市场预期，这一降幅

也超过去年全年的-9.6%。据我们测算，4月当月房地产投资同比下降10.5%，上月为同比下降10.1%，连续两个月出现两位数降幅。国家统计局公布的数据显示，年初以来楼市偏冷，1-4月销售面积和销售额同比分别为-20.2%和-28.3%，而去年全年分别为-8.5%和-6.5%。与此同时，房地产施工数据也在全面走低。最为引人注目的是，此前“保交楼”推动商品房竣工面积持续处于两位数高增状态，但今年1-4月转为同比下降20.4%。当前房地产投资下滑对经济运行的拖累效应较大，这是当前基建投资需要保持高位的一个重要原因。

展望未来，二季度伴随4月底政治局会议再度提出房地产“去库存（消化存量房产）”，房地产支持政策有望推出新的重大举措，重点是更为有效地实施城市房地产融资协调机制，加力保交楼，以及通过“收储”等方式，消化部分商品房库存。这意味着接下来房企销售回款有望回暖，房地产开发放款速度会进一步加快，都有助于带动房地产施工数据回稳，加之上年同期基数较快下沉，我们判断5月开始房地产投资同比下滑幅度有望进入一个逐步收窄过程。但就以环比指标衡量的房地产实际投资动能而言，未来走势将主要取决于楼市何时出现筑底回暖。

整体上看，4月官方制造业和非制造业PMI指数较上月有所下行，但都保持在扩张区间，宏观经济基本延续一季度以来的修复势头，但内部分化态势在加剧，“供强需弱”特征进一步凸显。其中，外需回暖带动4月出口保持强势，这是当月工业生产增速大幅上扬的主要原因，而4月内需走弱现象较为明显。其中，主要受楼市低迷影响消费信心，以及大规模耐用消费品“以旧换新”政策实施在即、汽车等部分消费推迟影响，4月居民商品消费明显减弱。当前以旅游、出行为代表的服务消费增长动能较强，但受上年同期基数抬高等影响，同比增速也下行。1-4月固定资产投资有所减速，三大投资板块增速全面下行。其中，资金来源波动或是当月基建投资增速小幅下行的主要原因，大规模设备更新政策实施在即，或造成部分制造业投资推迟，而楼市偏冷则是4月房地产投资下行加剧的主要原因。整体上看，当前投资增长较为稳定，基建投资继续保持高位，有效对冲房地产投资下滑影响，而政策倾斜与内生增长动能改善则是制造业投资增速接近两位数的主要驱动因素。

就当前的宏观经济运行态势而言，主要受国内房地产行业持续调整、外部经贸环境挑战性增大影响，当前经济仍然面临一定下行压力。这是4月底中央政治局会议在肯定“经济实现良好开局”的同时，也指出“经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”的主要原因。为此，接下来宏观政策会保持稳增长取向，“避免前紧后松”。我们判断，在5月超长期特别国债开闸发行、政府债券发行节奏加快后，未来货币政策降息降准都有空间，房地产支持政策将会显著加

码。

我们预计，二季度稳增长政策效果会进一步体现，外需对经济增长的拉动力有望进一步增强，经济增长动能回升势头将会延续，叠加以 GDP 两年平均增速衡量的上年同期实际经济增速走低，二季度 GDP 同比有望进一步升至 5.4% 左右。在政策面推动科技创新、加快发展新质生产力的同时，如何引导房地产行业尽快企稳回暖，以及推动物价温和回升，将是未来一段时间宏观调控的重心所在。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使