



宏观研究

【粤开宏观】如何理解 4 月宏观数据的分化与“预期差”

2024 年 05 月 17 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】城投公司转型的可能方向与风险—城投转型系列之三》2024-05-14

《【粤开宏观】城投老总的困惑：城投观察与调研实录》2024-05-09

《【粤开宏观】城投公司转型的实质与前提》2024-05-06

《【粤开宏观】政治局会议释放的八大信号》2024-04-30

《【粤开宏观】物价保卫战：低迷原因、展望及应对》2024-04-28

导读

1、经济数据与市场预期之间出现显著“预期差”，而且数据间再度分化，其中工业、出口、物价、就业数据改善，但服务业、社零消费、固定资产投资数据却回落，如何理解这种分化与“预期差”？

市场原本预测 4 月经济数据全面回升：一方面，去年 4 月主要经济指标的两年平均增速较 3 月普遍回落，将推高今年同期增速。去年 1-2 月经济受制于疫情大规模反弹，3 月受益于需求集中释放，4 月动能减弱。另一方面，新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新、去年增发国债结转今年使用等政策发力生效，经济持续回升向好。然而实际的 4 月数据涨跌不一，工业生产和出口同比如期回升，服务业生产和社零消费同比却意外回落。此外，4 月新增社融和 M1 同比也双双转负，引发市场广泛关注。

面对不同指向的宏观数据，4 月经济表现到底是向好还是欠佳？服务业生产和社零消费同比因何回落？新增社融和 M1 同比又为何意外转负？

2、4 月经济表现到底是向好还是欠佳？我们认为，4 月经济总体延续回升向好态势，其中工业生产加快、出口由负转正、物价低位回升、失业率改善，但房地产表现依旧低迷。

一是出口好转带动工业生产持续加快，电子、纺织、新能源出口持续高增长带动相应工业增加值同比加快。

二是设备更新支持了制造业投资保持高增长，固定资产投资中的设备工器具购置投资同比高达 17.2% 反映设备更新在制造业智能化、绿色化、高端化的趋势下持续落地；增发国债资金投入到水利建设及铁路运输等，一系列重大项目建设支撑基建投资保持高增。

三是高质量发展稳步推进、新质生产力持续发展，集中反映在高技术制造业增加值和高技术产业投资的高速增长。

四是就业明显改善，城镇调查失业率和农民工等重点群体失业率均较 3 月和去年同期下降。

五是物价温和回升，CPI 和 PPI 同比上行，主要是服务业需求带动以及国际金价、油价回升影响，有助于推高经济名义增速，增加企业营收和居民收入，提振微观主体信心，加快经济恢复步伐。

3、服务业生产和社零消费同比因何回落？新增社融和 M1 同比又为何意外转负？我们认为，虽然宏观数据指向不一，但指标间相互联系而不冲突。

第一，受“五一”假期错位影响，今年 4 月相较于去年同期，工作日多两天，



节假日少两天，从而导致工业生产同比上升，居民出行相关的消费和服务业增加值同比回落。

第二，新能源汽车产能快速扩张和出口需求上升带动汽车生产加快，与此同时，产能快速扩张造成短期供需失衡，车企通过“价格战”来争夺市场份额，新车降价加剧居民观望情绪，引发汽车销售下滑。

第三，金融业增加值核算方式调整优化，商业银行存贷款冲量的压力明显减少，过去虚增和不规范的存款在提取、贷款在偿还、票据在出售，既影响信贷社融数据，也影响服务业生产指数。

第四，制造业和基建投资保持高增，短期内对地方专项债和城投债的依赖减弱，导致政府债券发行进度偏慢、地方化债下城投债规模压降，从而影响社融增速。

4、当前经济仍存在房地产市场低迷、地方财政困难、社会预期不振、企业经营压力加大等问题。要继续推动政策加码发力，尤其要全力启动稳定房地产的政策，一线城市有必要进一步放开限制性举措，扭转房价下行预期，推动经济加快恢复。

一是当前房地产销售、投资、价格仍在持续下行，要下大力气扭转房价下行预期，只有稳住房地产才能破解当前地方债务、居民预期等问题。房价大幅上涨遏制了创新和制造业发展，但房价下跌对经济的负面冲击更大。一方面，房价下跌造成居民资产缩水，财富效应下降，影响居民预期，导致消费收缩，同时引发房地产企业存货减值、城投平台的抵押物价值缩水进而影响其融资等；另一方面，房价下跌会进一步加剧购房群体观望情绪，导致房地产销售低迷、房企现金流恶化、土地财政大幅下滑、地方债务风险被动攀升。房地产对经济的影响已渗透到方方面面，导致了居民资产负债表的收缩、房企现金流的恶化、土地财政下行等。

430 政治局会议提出要统筹研究消化存量与优化增量政策，5月17日全国切实做好保交房工作视频会议召开，出台下调房贷最低首付比例、取消房贷利率政策下限、下调公积金贷款利率等政策，将有利于提振市场信心与预期。

下阶段仍需尽快出台和进一步加码相关政策，包括：1) 调整监管机构对商业银行保交楼贷款的考核方式，否则再贷款难以真正落地。2) 一线城市有必要尽快采取果断措施放开限制性举措，从存量购房人群扩大到增量人群做文章，释放增量购房资格，比如对于在一线城市缴纳社保年限较长的外地户籍人口增加1套住宅的购房资格，比如从五环外放开逐步扩大到全市范围增加购房套数，推动一线城市房地产从“以价换量”真正走向“量价双稳”。3) 根据不同城市的去化周期以及不同地段住宅受欢迎程度，在核心地段修改土地规划，将商业写字楼修改为住宅用途，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。4) 政府对商品房酌情合理收购用作保障性住房，要考虑到地方财政的可持续性，避免隐性债务增加。

二是当前地方财政尤其是基层财政依然面临困难。化债取得成绩的同时也要谨防收缩效应，要进一步统筹化债与发展，统筹防风险与谋发展，要坚持在发展中化债，要坚持防范化解的是风险而非债务规模，决不能出现一刀切的化债政策而引发新的风险。



其一，化债的目标是化解债务风险，而不是债务规模，不能出现为了压降债务规模而导致经济增长受限、债务风险反而被动提高的情形。部分地区出现了融资环境收紧导致不得不举借更高利率的资金偿还利息的情况，产生“利息本金化”，增加隐性债务；也有部分地区出现了政府投资规模下降、效率下降的问题。其二，化债要在发展中解决，要通过优化债务支出结构、提高支出效率、做大经济规模来降低债务风险，建立同高质量发展相匹配的债务管理机制。

建议一方面可由省级政府统筹付息，支持区县政府继续盘活资产资源，另一方面严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，发挥弱省强市（县）政府投资的积极性。

三是社会预期有所改善，但风险规避的倾向仍在，要通过改革消除居民对未来的忧虑，在坚决反对腐败和抵制拜金主义的同时树立正面典型，健全按要素分配的分配制度。其一，优化财政支出结构，提高对医疗、教育和养老的投入，解决居民的后顾之忧。其二，进一步改革收入分配，在清理顽瘴痼疾的同时树立正面典型，在精神激励和物质激励上充分体现“尊重劳动、尊重人才、尊重创造”，稳定居民对收入的预期。

四是企业经营压力较大。房地产链条依然疲软，居民消费仍有待提振，出口企业面临美国加征关税的风险，新兴产业陷入内卷式竞争的降价促销。一方面，要扩大有效需求，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，以财政政策和房地产政策为重点、以提振预期和就业优先政策为核心，加快经济回升向好；另一方面，深入推进供给侧结构性改革，淘汰落后产能，促进先进产能，降低企业经营成本，提供合理盈利空间。

风险提示：房地产市场低迷超预期、外部冲击超预期



目 录

一、4 月经济总体延续回升向好态势.....	5
二、服务业生产与社零消费同比因何回落?	6
三、新增社融和 M1 同比为何意外转负?	7

图表目录

图表 1: 4 月主要经济指标的实际值与市场预期值.....	5
图表 2: 房地产销售仍较低迷.....	6
图表 3: 4 月企业活期存款和短期贷款同比增速下行	7



一、4月经济总体延续回升向好态势

其一，工业生产持续加快。4月规模以上工业增加值同比增长6.7%，较3月加快2.2个百分点；制造业PMI生产指数为52.9%，环比上升0.7个百分点。一方面，4月工作日较去年同期多2天，直接增加工业产量；另一方面，出口回暖带动工业生产加快，4月出口交货值同比增长7.3%，较3月加快5.9个百分点。汽车制造业最为典型，4月汽车出口数量同比增长31%，行业增加值同比增长16.3%，较3月加快6.9个百分点。

其二，制造业和基建投资保持高增。4月固定资产投资同比小幅回落，一是南方部分地区遭受雨涝灾害，一定程度上影响了施工进度，广东、四川两地投资1-4月分别增长0.4%、1.6%，较1-3月回落3.6个百分点；二是房地产销售、投资仍较低迷，1-4月商品房销售面积和销售额同比分别下降20.2%和28.3%，房地产投资同比下降9.8%，降幅分别较1-3月扩大0.8、0.7和0.3个百分点。1-4月制造业投资和广义基建投资仍保持9.7%和7.8%的较高增速，主要受设备更新和重大项目建设支撑，1-4月设备工器具购置投资同比增长17.2%，装备制造业投资同比增长12.2%，计划总投资亿元及以上项目完成投资同比增长10%。

其三，高质量发展稳步推进、新质生产力持续发展。4月高技术制造业增加值增长11.3%，较3月加快3.7个百分点；1-4月高技术产业投资同比增长11.1%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长9.7%、14.5%。

其四，就业明显改善。4月城镇调查失业率为5.0%，较3月和去年同期均下降0.2个百分点。农民工等重点群体失业率下降较多，4月外来农业户籍劳动力城镇调查失业率为4.5%，分别较3月和去年同期下降0.5和0.6个百分点。

其五，物价温和回升。4月CPI环比由降转涨，同比上涨0.3%，较3月回升0.2个百分点。其中，扣除食品和能源的核心CPI上涨0.7%，涨幅扩大0.1个百分点。4月PPI同比下降2.5%，降幅较3月收窄0.3个百分点。物价回升一方面反映出总需求持续回暖，另一方面也能推高经济名义增速，增加企业营收和居民收入，提振微观主体信心，加快经济恢复步伐。

图表1：4月主要经济指标的实际值与市场预期值

经济指标	3月	4月	4月市场预期	4月实际数据与市场预期方向
规模以上工业增加值同比	4.5%	6.7%	5.5%	一致
出口（美元计价）同比	-7.5%	1.5%	-0.1%	一致
CPI 同比	0.1%	0.3%	0.2%	一致
PPI 同比	-2.8%	-2.5%	-2.3%	一致
社会消费品零售总额同比	3.1%	2.3%	4.6%	不一致
固定资产投资完成额同比	4.5%	4.2%	4.7%	不一致
M2 同比	8.3%	7.2%	8.3%	不一致
社融规模存量同比	8.7%	8.3%	8.7%	不一致

资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、服务业生产与社零消费同比因何回落？

4月服务业生产指数和社会消费品零售总额同比分别增长3.5%和2.3%，低于3月的5%和3.1%。这与机构预测和微观感知显著背离：市场预期4月社零消费同比将回升至4.6%；清明假期旅游市场火热，国内旅游人次和收入分别较2019年同期增长11.5%和12.7%。

一是“五一”假期错位对统计数据的扰动。去年“五一”假期有两天安排在4月底，今年则全部落在5月，虽然不会对旅游出行、餐饮住宿、文化体育、休闲服务等行业产生实质性影响，但在月度数据的统计上，扰动非常显著。去年“五一”假期头两天的消费数据计入4月，今年4月则未享受到同等利好，导致同比增速下滑。

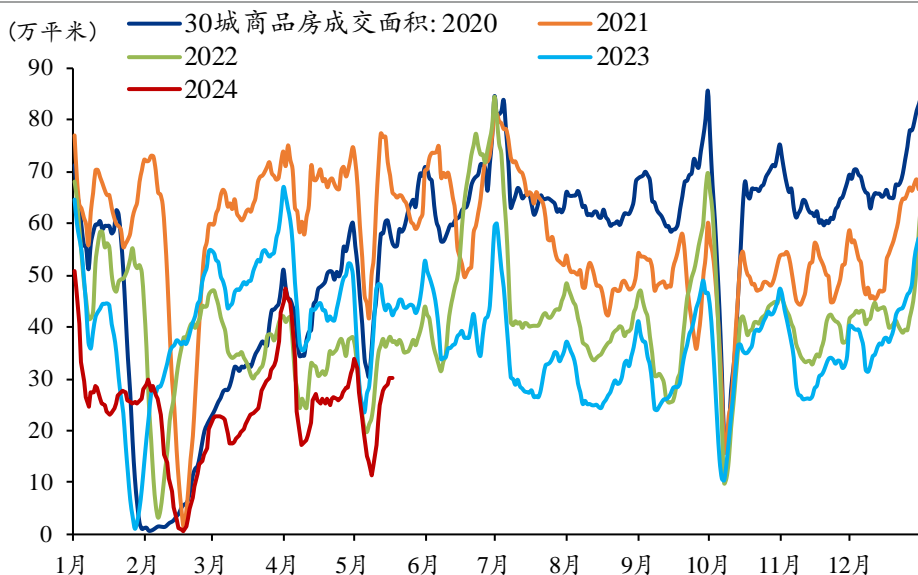
4月服装鞋帽、化妆品、餐饮收入、体育娱乐用品零售额同比分别为-2%、-2.7%、4.4%和12.7%，分别较3月回落5.8、4.9、2.5和6.6个百分点。据国家统计局测算，假日错月带来的高基数因素影响服务业生产指数同比增速回落超过1个百分点，扣除之后，服务业运行总体稳定，延续恢复态势。

二是房地产市场低迷的拖累。去年房地产市场迎来一轮“金三银四”的“小阳春”，今年同期则缺席，不利于地产后周期消费回暖。1-4月商品住宅销售面积和销售额同比分别为-23.8%和-31.1%；4月家装、家电零售额同比分别为-4.5%和4.5%，分别较3月回落7.3和1.3个百分点。

三是汽车价格战加剧消费者观望情绪。我国通过新能源汽车在汽车行业实现“弯道超车”，但资本集中涌入也导致短期内的供需失衡，车企纷纷通过降价来争夺市场份额。新车价格持续下行导致消费者观望气氛浓重，3月和4月汽车零售额同比分别为-3.7%和-5.6%。

四是金融数据“挤水分”。金融业是服务业的重要组成部分，2023年金融业增加值占第三产业增加值的比重达14.6%。受金融业增加值季度核算方式优化调整、禁止手工补息和高息揽储等诸多因素影响，4月社融存量 and M2 同比分别为8.3%和7.2%，分别较3月下降0.4和1.1个百分点，导致金融业生产指数回落。

图表2：房地产销售仍较低迷



资料来源：Wind、粤开证券研究院



三、新增社融和 M1 同比为何意外转负？

4 月社会融资规模减少 720 亿元，自 2005 年以来首次单月负增长，且大幅低于市场预期的增加 10149 亿元。新增社融转负受多方面因素的共同作用。

第一，4 月本身是信贷小月，商业银行信贷投放存在“季末冲高、季初回落”的季节性规律。假如不在季初月份，保持其他因素不变，新增社融大概率为正。

第二，4 月政府债券减少 937 亿元，去年增发国债结转今年使用、地方专项债项目申报审批偏慢，使得政府债券发行进度落后于往年同期。1-4 月地方专项债发行进度仅为 18.5%，显著低于 2022 和 2023 年同期的 34.7% 和 41%。

第三，4 月城投债减少 1094 亿元，地方化债背景下，城投债规模压降明显。

第四，信贷数据“挤水分”，金融业增加值季度核算由主要参考存贷款余额同比增速改为更多参考银行的利润表指标，削弱了地方政府干预和商业银行信贷冲量的动机。与此同时，过去虚增和不规范的存款在提取、贷款在偿还、票据在出售，造成货币供应量、贷款总量的同步减少。央行主管媒体《金融时报》刊文称：“考虑到核算方法优化在今年 4 月被各方所了解和熟悉，预计对货币信贷增长的扰动可能集中体现在二季度，且会在下半年持续产生影响。”

第五，空转套利的信贷规模缩减，4 月初监管部门禁止银行以“手工补息”的方式高息揽储，要求 4 月底完成整改，企业“低息贷款、高息存款”的套利空间收窄，选择归还贷款，4 月企事业单位短期贷款减少 4076 亿元。同时，由于存款利率下降，部分活期存款迁移至收益率更高的定期存款或理财产品，4 月企事业单位活期存款合计减少 27763 亿元，从而导致 M1 同比首次在非春节月份出现负增长。

图表3：4 月企业活期存款和短期贷款同比增速下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

预计后续新增社融将逐步回升，一是 5 月和 6 月商业银行信贷投放的季节性增长；二是政府债券发行进度加快，4 月 23 日发改委公布已完成 2024 年地方政府专项债券项目的筛选工作，5 月 13 日财政部公布超长期特别国债发行有关安排，发行时间分布在 5 月中旬至 11 月中旬。



对金融数据的解读要淡化总量增长，关注结构优化。随着我国经济转型升级和高质量发展，我国信贷增长与经济增长的关系趋于弱化，同时数据挤水分、遏制资金空转等也会对总量数据造成扰动。要转变片面追求规模的传统思维，更加注重金融对重点领域和薄弱环节的有效支持。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com