

2024年05月18日

## 收储或有助于房价企稳

宏观研究团队

——兼评4月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

### ● 工业生产偏强，现代服务业维持韧性

生产端：全国区域性暴雨天气下，工业生产仍偏强，主因外需改善+新质生产力扩张。与4月PMI数据一致，但也需看到工业企业产销率仍有压力。分行业来看，汽车、计算机通信电子、交运设备等板块表现较好。服务业生产受高基数制约，但现代服务业维持韧性。

### ● 固投：地产思路转变，新质生产力延续高增

1、地产：基本面延续偏弱，供需政策协同发力，思路从三大工程转向收储去库存。符合我们在年度策略中指出的“三大工程”与当前商品房供给过剩的基本面相矛盾、或可考虑“中央财政收储并投向保障房市场”。往后看，需重点关注收储主体会否从地方上升至中央、资金体量会否扩容等。我们测算政府收储达到合意水平（去化周期18个月）可能对应收储面积7.3亿平，按1.64万元/平并考虑折价10%、20%、30%，收储资金约10.7、9.5、8.3万亿元，二手房价同比或由4月的-6.8%转正至+4%。

2、制造业：设备更新延续高增，但进一步提速有待消费品以旧换新政策落地、缓解供需不平衡问题。分行业来看，低空经济政策加快落地提振交运设备投资（尤其是航空、航天器）。

3、“基建增速偏强、实物工作量和资金面偏弱”的数据分化逐步走向弥合，预计Q2基建可能小幅降速但后续有望蓄势回升。一则地方加快专项债发行，二则央行Q1贷报报告未具体提化债且430政治局会议指向更好平衡化债和稳增长的关系，后续可能适度松绑高风险省份融资约束；三则发改委推动增发国债项目于6月底前开工建设；四则超长期特别国债有序发行。

### ● 消费：或有下沉

1、4月服零和社零增速均有下滑，前者可能与假期天数减少有关，后者我们倾向归因于高基数，主要考虑到2024年清明旅游数据不弱。分品类来看，必选消费好于可选消费。

2、2024年五一旅游量超预期、单价回落，从酒店价格数据来看可能出现了一定的消费下沉，不同于2023年的“K型分化”（低端和高端较好、中端偏弱）。一方面或在于出境游恢复较快挤出国内中高端消费；另一方面可能与中高端资产缩水有关，2023Q4金葵花及以上客户（含私行）的平均资产规模增速为-2.1%、较2023Q3下滑了0.9个百分点。

### ● 预期或将改善的又一证据：地产政策思路转变

近期报告中我们多次提示，“经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚，预期或将改善”。5月以来新的证据在于，地产政策从“三大工程”转向收储去库存，金融业增加值核算方式调整“去虚胖”，体现了“高质量发展”的要求。伴随地产和化债风险逐步释放，国内经济中长期的核心矛盾有望缓解，因而我们重申此前“预期或将改善”的判断。

### ● 风险提示：政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《通胀水平重新下降，但去通胀之路仍崎岖不平——美国4月CPI点评》-2024.5.16

《4月社融数据异动背后的三重因素——4月金融数据点评》-2024.5.12

《适度宽货币，高质宽信用——Q1央行货币政策执行报告学习》-2024.5.12

## 目 录

1、 工业生产偏强，现代服务业维持韧性 .....	3
2、 固投：地产思路转变，新质生产力延续高增.....	4
2.1、 地产：从三大工程转向收储去库存.....	4
2.2、 制造业：设备更新延续高增，低空经济加快落地.....	5
2.3、 基建：12省化债影响趋于显现 .....	6
3、 消费：或有下沉 .....	7
4、 预期或将改善的又一证据：地产政策思路转变.....	8
5、 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1： 外需改善支撑工业生产 .....	3
图 2： 生产偏强带来产销压力 .....	3
图 3： 4月生产端偏强，终端需求（基建、房地产、社零）普遍回落.....	3
图 4： 新开工降幅收窄，竣工仍弱 .....	4
图 5： 销售回款底部企稳 .....	4
图 6： 十城商品房库销比与二手房价增速显著负相关.....	5
图 7： 全国商品房库销比与二手房价增速相关性稍弱.....	5
图 8： 十城商品房库销比好于 18 个月的合意水平.....	5
图 9： 若全国库销比回至 18，对应二手房价增速约+4%.....	5
图 10： 设备更新增速仍高 .....	6
图 11： 低空经济政策提振交运设备投资.....	6
图 12： 基建当月同比小幅下滑 .....	6
图 13： 铁路运输、水利投资增速边际改善.....	6
图 14： 5月以来专项债发行明显提速 .....	7
图 15： 12省化债对基建有一定影响 .....	7
图 16： 服务消费好于商品消费 .....	7
图 17： 通讯器材、中西药品、日用品零售增速改善.....	7
图 18： 2023 年 K 型分化，2024 年出现下沉.....	8
图 19： 中高端群体资产可能缩水 .....	8

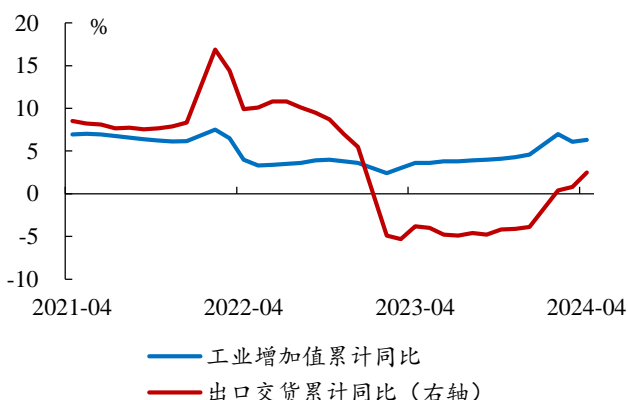
2024年4月工业增加值同比6.7%（预期5.5%），社零同比2.3%（预期4.6%），服务零售额累计同比8.4%，固定资产投资累计同比4.2%（预期4.7%）。其中，基建、制造业、房地产投资分别为7.8%、9.7%、-9.8%，对应预期为8.4%、10.1%、-9.3%。

## 1、工业生产偏强，现代服务业维持韧性

**生产端：受益于外需改善和新质生产力扩张，工业生产偏强。**4月工业增加值同比为6.7%、好于预期的5.5%，工业增加值环比季调为0.97%。受益于外需改善+新质生产力扩张，工业生产表现较好，该特征与4月PMI数据一致，但也需看到工业企业产销率仍有压力，1-4月产销率为95.6%，较前值小幅改善但仍处历史同期低位。**分行业来看**，汽车、计算机通信电子、交运设备等板块表现较好，工业增加值同比分别改善了6.9、5.0、4.6个百分点。

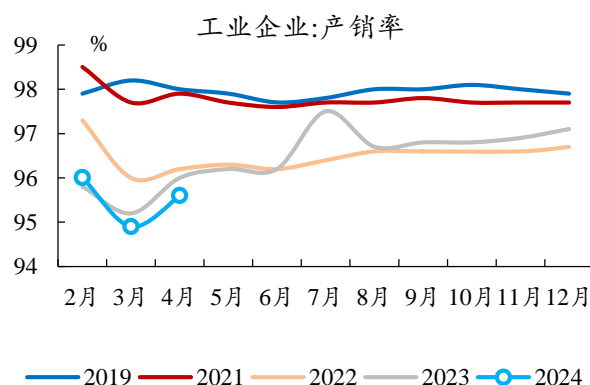
**高基数制约服务业生产，现代服务业维持韧性。**4月服务业生产指数同比增速为3.5%，较前值下降了1.5个百分点。**分行业来看**，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长10.8%、6.1%、5.4%、4.3%。

图1：外需改善支撑工业生产



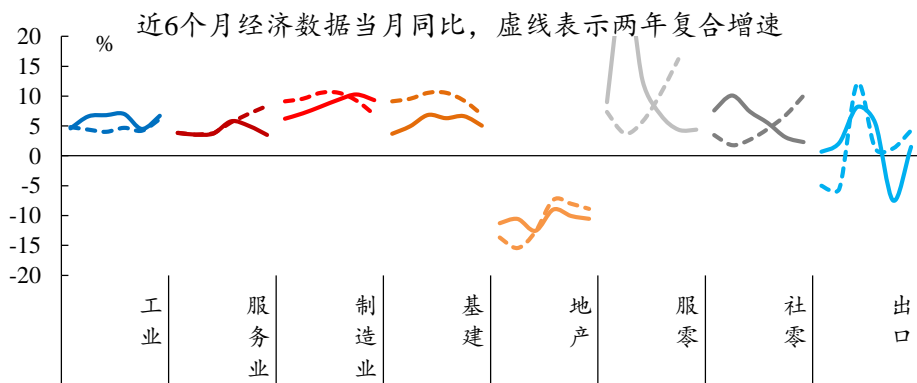
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图2：生产偏强带来产销压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：4月生产端偏强，终端需求（基建、房地产、社零）普遍回落



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：服务零售以餐饮作为替代

## 2、固投：地产思路转变，新质生产力延续高增

### 2.1、地产：从三大工程转向收储去库存

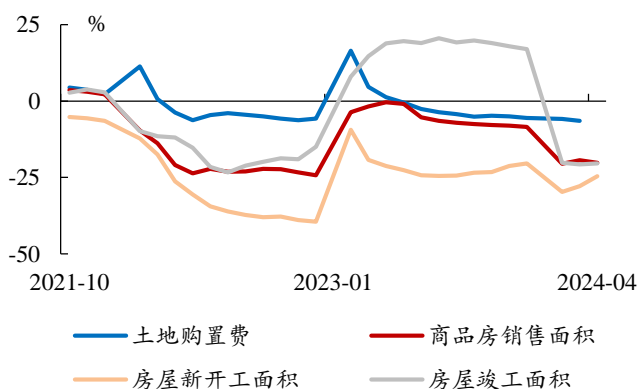
**基本面延续偏弱。**1-4月地产投资累计同比-9.8%，测算4月当月同比-10.5%。新开工底部小幅改善，销售、竣工仍处底部。

**政策端供需协同发力，有利于扭转市场预期和信心。**4月30日政治局会议以来，地产政策频出，包括统筹研究消化存量房产和优化增量住房、高能级城市放松限购、国务院吹风会做好保交房工作、央行三连发文调整房贷政策等。地产思路从三大工程转向收储去库存，符合我们在年度策略中指出的“三大工程”作为供给端政策与当前商品房供给过剩的基本面相矛盾，或可考虑“中央财政收储并投向保障房市场”。5月17日，央行设立3000亿元保障性住房再贷款、利率1.75%，按本金60%发放再贷款可拉动商业银行贷款5000亿元。往后看，需要重点关注收储主体是否会从地方上升至中央、资金体量是否会扩容等。

**我们测算理想情况下，政府收储达到合意水平对应收储面积7.3亿平、资金8.3-10.7万亿元，二手房价同比或转正至+4%。**2024年4月全国住宅可售面积（期房库存面积+现房库存面积）约19.9亿平、对应去化周期约29.8个月。根据自然资源部《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》，18个月可能是商品住宅库存的合意水平，我们测算需要收储面积7.3亿平，按4月百城住宅均价16355元/平计并考虑折价10%、20%、30%，对应收储资金规模约10.7、9.5、8.3万亿元。

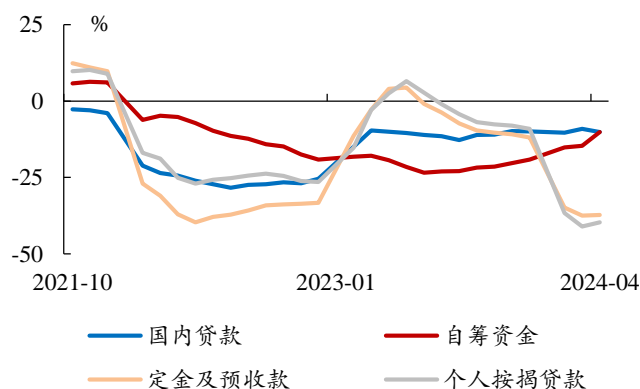
其次，历史数据显示，十城商品房库销比与房价增速显著负相关（新房、二手房的相关性分别为-0.81、-0.88），领先性约1-2个月，全国商品房库销比与之相关性稍弱。我们测算，若政府收储达到合意水平（18个月），二手房价同比有望从4月的-6.8%转正至+4%。

图4：新开工降幅收窄，竣工仍弱



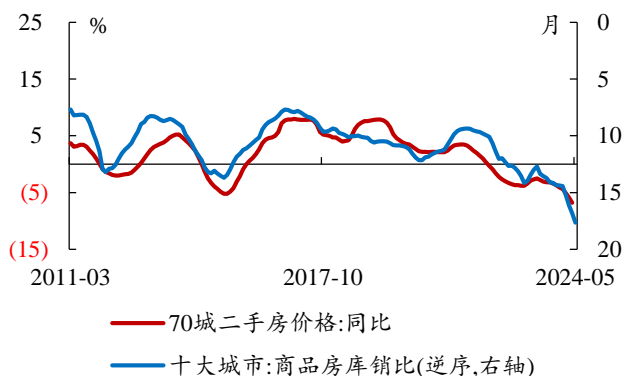
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图5：销售回款底部企稳



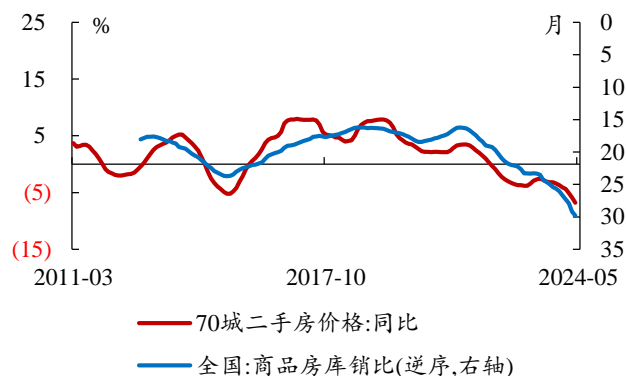
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图6：十城商品房库销比与二手房价增速显著负相关



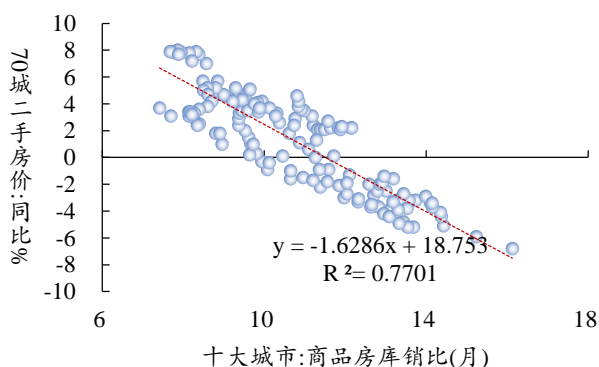
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：全国商品房库销比与二手房价增速相关性稍弱



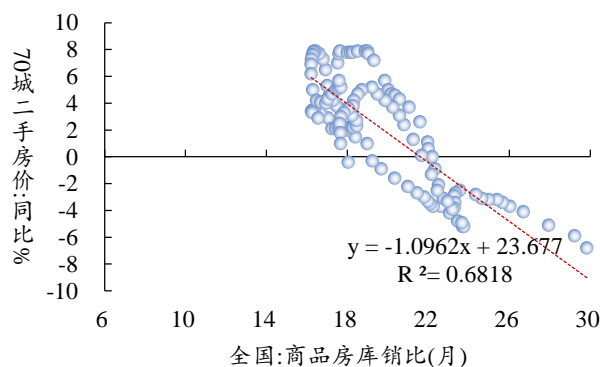
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：十城商品房库销比好于18个月的合意水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：若全国库销比回至18，对应二手房价增速约+4%

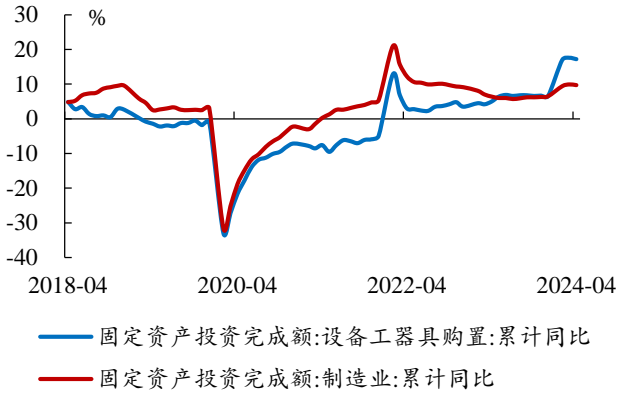


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、制造业：设备更新延续高增，低空经济加快落地

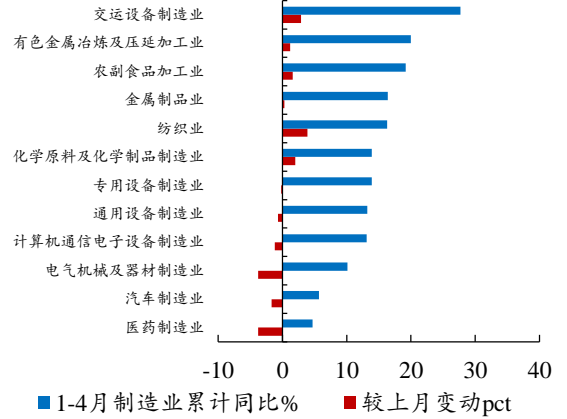
1-4月制造业累计同比9.7%、较前值下行了0.2个百分点；其中设备更新延续韧性，1-4月设备工器具购置累计同比17.2%，但进一步提速有待消费品以旧换新政策落地、缓解供需不平衡问题。分行业来看，北京、山东、南京等地出台低空经济发展方案，对应交运设备投资累计同比改善了2.9个百分点至27.7%，其中航空、航天器及设备制造业累计同比为49.6%。

图10: 设备更新增速仍高



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021年为两年复合增速

图11: 低空经济政策提振交运设备投资



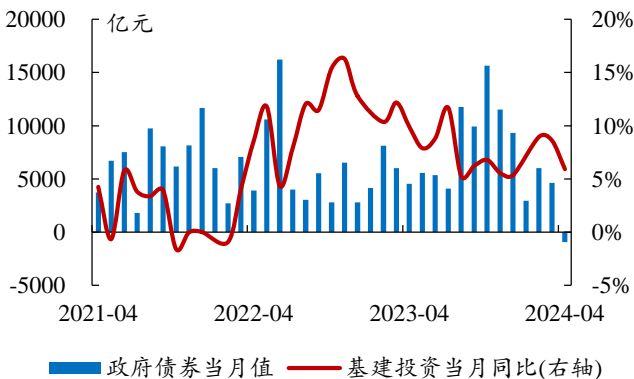
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 2.3、基建: 12省化债影响趋于显现

1-4月基建累计同比为7.8%，测算4月基建当月同比为5.9%、较前值下行了2.7个百分点，此前“基建增速偏强、实物工作量和资金面偏弱”的数据分化逐步走向弥合。

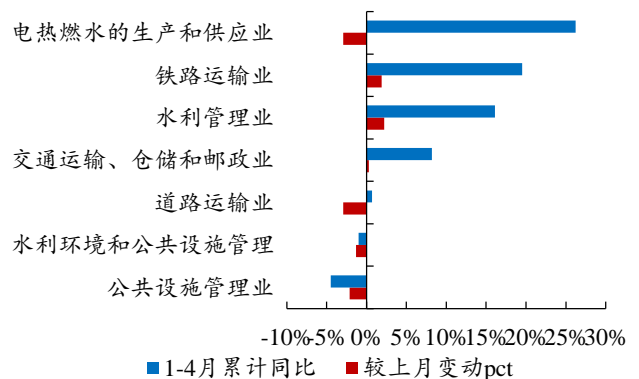
**Q2基建可能小幅降速但已出现四重积极迹象。**一、5月以来地方加快专项债发行，截至5月16日发行进度为23.4%、较4月末提高了4.8个百分点，预估5月末或达29.2%；二、央行Q1货政报告简化了具体风险领域表述（未具体提化债），再结合430政治局会议指向更好平衡化债和稳增长的关系，后续高风险省份的融资约束可能适度松绑；三、发改委推动所有2023年增发国债项目于6月底前开工建设；四、5月17日起超长期特别国债有序发行，预计Q2基建或小幅降速但后续有望蓄势回升。

图12: 基建当月同比小幅下滑



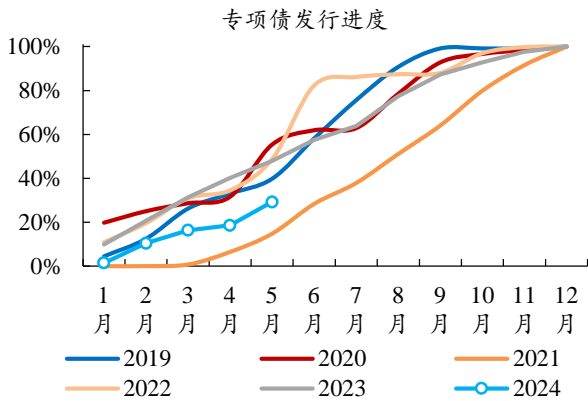
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 铁路运输、水利投资增速边际改善



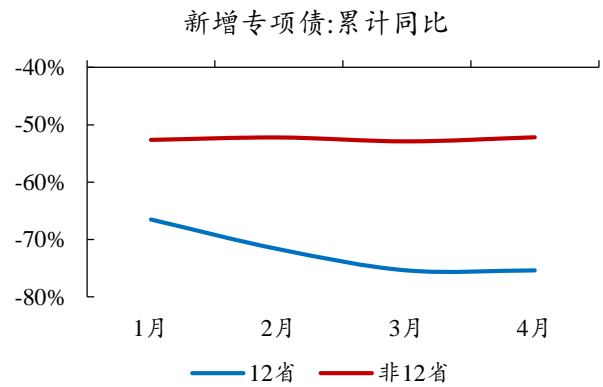
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14：5月以来专项债发行明显提速



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2024年5月为按交易日估算月底进度

图15：12省化债对基建有一定影响

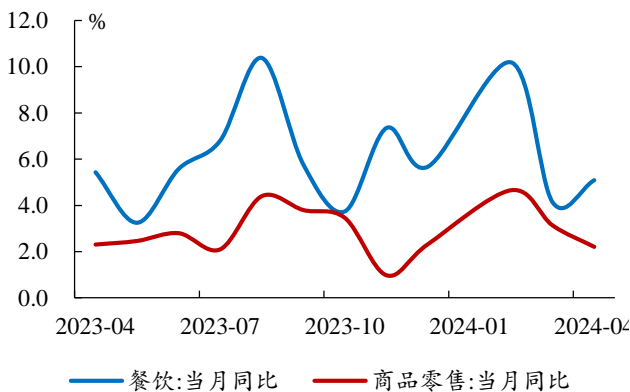


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、消费：或有下沉

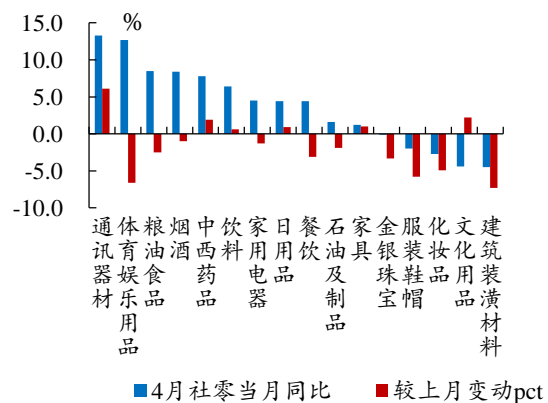
(1)服零和社零增速均有下滑。1-4月社零、服零累计同比为4.1%、8.4%，分别较前值下滑了0.6、1.6个百分点，前者可能与假期天数减少有关，后者我们倾向归因于高基数，主要考虑到2024年清明旅游数据不弱。分品类来看，必选消费好于可选消费，通讯器材、中西药品、日用品的零售增速改善较快。

图16：服务消费好于商品消费



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023年为两年复合增速，2024年为三年复合增速

图17：通讯器材、中西药品、日用品零售增速改善

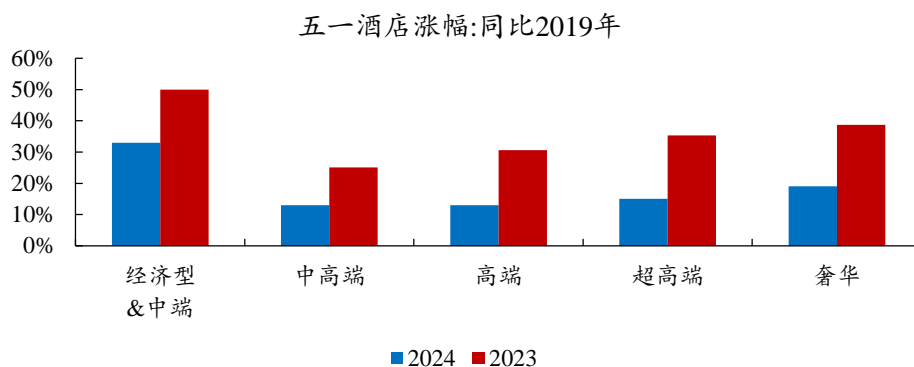


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)消费可能出现下沉。2024年五一旅游量超预期、单价回落，我们观测到可能出现了一定的消费下沉，有别于2023年的“K型分化”（低端和高端消费好，中端偏弱）。从五一酒店价格来看，经济型、中高端、高端、超高端、奢华酒店价格较

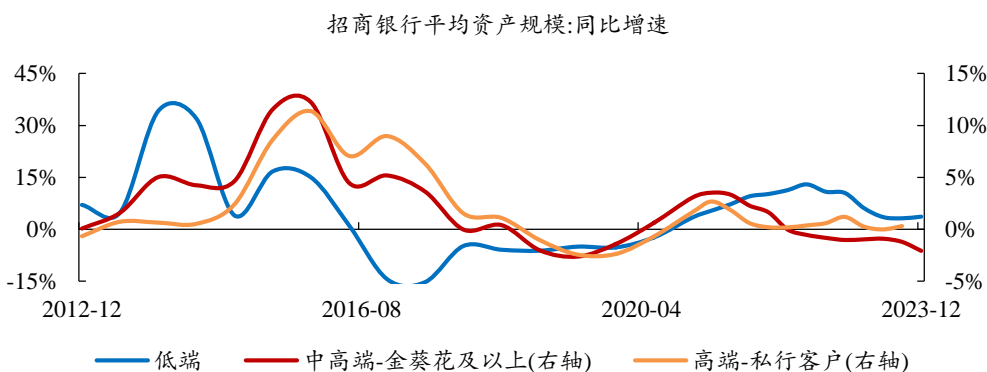
2023 年下降 7%、11%、12%、14%、17%，较 19 年上涨 33%、13%、13%、15%、19%。究其原因，一方面或在于出境游恢复较快挤出国内中高端消费；另一方面可能与中高端资产缩水有关，2023Q4 招商财报停止披露私行客户数据，金葵花及以上客户（含私行）的平均资产规模增速为-2.1%、较 2023Q3 下滑了 0.9 个百分点。

图18：2023 年 K 型分化，2024 年出现下沉



数据来源：STR、开源证券研究所

图19：中高端群体资产可能缩水



数据来源：招商银行财报、开源证券研究所

#### 4、预期或将改善的又一证据：地产政策思路转变

总体来看，4 月经济数据的特点为：出口改善+新质生产力扩张提振工业生产，终端需求走弱（基建、房地产、社零），作为中间需求的制造业维持高增，但整体供需结构仍有压力。

近期报告中我们多次提示，“经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚，预期或将改善”。5 月以来新的证据在于，地产政策从“三大工程”转向收储去库存，金融业增加值核算方式调整“去虚胖”，体现了“高质量发展”的要求。伴随地产和化债风险逐步释放，以及更好平衡防风险与稳增长的关系，国内经济面临的中长期问题趋于缓解，因此我们重申此前判断“预期有望起



积极变化”。

## 5、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn