



研究所

分析师:梁伟超  
SAC 登记编号:S1340523070001  
Email:liangweichao@cnpsec.com  
分析师:崔超  
SAC 登记编号:S1340523120001  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《特别国债落地，供给压力怎么看？》 - 2024.05.14

固收点评

## 指标分化，复苏延续

### ——4月经济数据解读 20240519

#### ● 主要数据

4月规模以上工业增加值同比增长6.7%，前值4.5%，预期5.4%；社会消费品零售总额同比增长2.3%，前值3.1%，预期4.5%；固定资产投资累计同比增长4.2%，前值4.5%，预期4.7%；城镇调查失业率为5.0%。

#### ● 核心观点

4月经济数据呈现分化，工业生产、出口、就业、物价等主要指标总体改善，消费数据回落主因假日错月导致的高基数；基建投资仍偏缓，制造业投资保持高增长，房地产仍是拖累。整体看，经济延续偏缓复苏的趋势维持，短期经济的主要支撑或在于出口、物价及制造业投资端，政策发力或推动房地产行业加速触底。持续关注物价企稳回升动能，以及房地产周期出清进度。

#### ● 生产：低基数支撑，同比改善超预期

4月工业增加值同比增速超预期，低基数与生产端回暖是主因；环比改善超季节性。工业产能利用率大幅下降，供给端相对过剩。工业领域大规模设备更新和消费品以旧换新政策效果逐步释放，为工业生产提供支撑。

#### ● 消费：增速不及预期，高基数和假期错月影响大

社会消费品零售总额增速不及预期，高基数和假期错月影响较大，环比走势弱于季节性。餐饮收入好于商品零售。必选消费保持韧性，通讯器材、体育娱乐、新能源汽车消费同比高增长。

#### ● 投资：基建投资偏缓，制造业投资延续高增长

固定资产投资增速回落，分领域看，基建投资同比增长6.0%，前值6.5%；制造业投资增长9.7%，前值9.9%；房地产开发投资下降9.8%，前值-9.5%。基建投资增速偏缓，航空运输、铁路运输、水利建设投资加速。制造业投资是固定资产投资的主要支撑，未来投资或将加速。高技术产业投资维持高增长。

#### ● 房地产：投资降幅扩大，政策或推动行业加速探底

4月房地产投资、房企到位资金降幅扩大，国房景气指数延续下行，行业仍未触底，房地产短期仍是总需求的主要制约因素。近期政策组合拳，房地产库存去化进度或受到政策支持。

#### ● 就业：失业率季节性下降

4月全国城镇调查失业率为5.0%，较上月下降0.2 pct。

#### ● 风险提示：

流动性超预期收紧，国内政策效果不及预期。

## 目录

1 生产：低基数支撑，同比改善超预期 .....	4
2 消费：增速不及预期，高基数和假期错月影响大 .....	6
3 投资：基建投资偏缓，制造业投资延续高增长 .....	8
4 房地产：投资降幅扩大，政策或推动行业加速探底 .....	11
5 就业：失业率季节性下降 .....	12
6 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 4 月工业增加值环比走势强于季节性.....	5
图表 2: 一季度工业产能利用率降至近年低位.....	5
图表 3: 4 月工业增加值同比增速升高.....	5
图表 4: 制造业两年复合增速提升幅度较大.....	5
图表 5: 4 月汽车、电子类产品、有色及化工等相关行业生产增速较高.....	6
图表 6: 餐饮收入恢复好于商品零售.....	7
图表 7: 社零总额 4 月环比增速弱于季节性.....	7
图表 8: 必选消费保持韧性, 通讯器材、体育娱乐高增长, 可选、地产消费整体不强.....	8
图表 9: 固投累计同比增速边际回落.....	9
图表 10: 第二产业投资维持高增长(累计同比).....	9
图表 11: 公用事业、铁路、航空、水利投资高增长.....	9
图表 12: 制造业投资整体维持高增长, 食品、运输设备、有色加工等行业投资增速较高.....	10
图表 13: 销售端降幅扩大, 行业景气度延续下行.....	11
图表 14: 房企信贷、销售端来源资金降幅仍较大.....	11
图表 15: 失业率整体处于低位.....	12
图表 16: 全国城镇调查失业率季节性回落.....	12

## 1 生产：低基数支撑，同比改善超预期

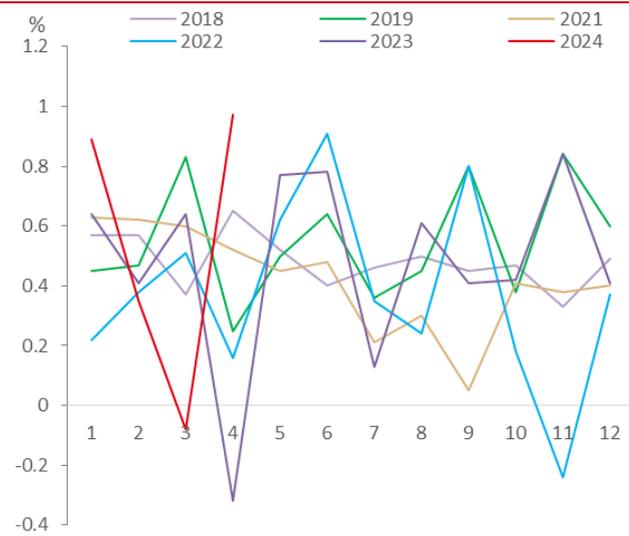
**4月工业增加值同比增速超预期回升，低基数与生产端回暖是主因。**4月全国规模以上工业增加值同比增长6.7%，较前上月提升2.2 pct，高于预期的5.4%。从基数角度看，去年4月环比增速为-0.32%，为2011年有数据以来历史同期唯一一次环比下降，低基数为4月同比超预期提供一定支撑；去除基数影响，两年复合增速为6.15%，较上月提升1.95 pct，生产加速，这一点也可从基建环比加速带动钢铁产业链生产回暖得到印证。

**生产环比改善超季节性。**4月规模以上工业增加值环比增长0.97%，高于过去5年同期0.5%的均值；2011年有数据以来仅低于2011年和2020年同期，为历史同期第三高。

**工业产能利用率大幅下降，供给端相对过剩，需求端整体仍不强。**2024年一季度工业产能利用率为73.6%，为2016年三季度以来第二低，仅高于2020年一季度；环比较去年四季度下降2.3 pct，降幅偏大。当前国内部分行业产能过剩，制约经济恢复的主要节点仍为总需求不足。

**工业领域大规模设备更新和消费品以旧换新政策效果逐步释放，为工业生产提供支撑。**短期看，基建进度依然偏缓，钢铁、建材上下游生产回升动能略显不足；出口维持韧性，内需稳步复苏，为生产托底；工业领域大规模设备更新和消费品以旧换新政策将释放更大市场空间，或为工业生产提供支撑；信息技术、数字技术、智能技术、绿色技术等新动能将成为新的增长点。

图表1：4月工业增加值环比走势强于季节性



资料来源：iFind，中邮证券研究所

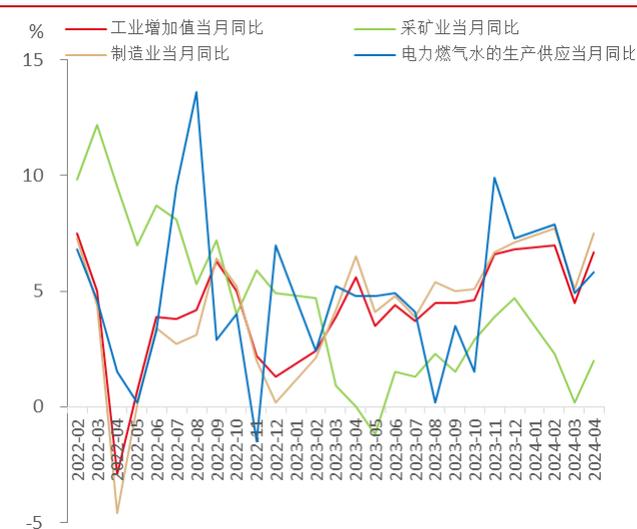
图表2：一季度工业产能利用率降至近年低位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

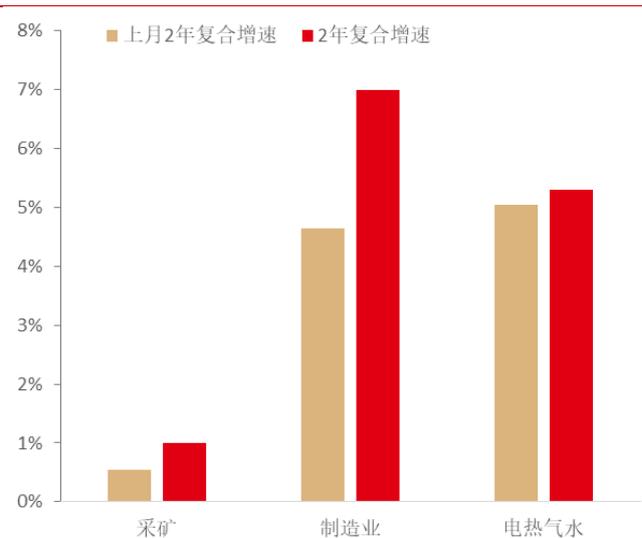
三大产业生产增速均提高，制造业生产加速明显。分三大门类看，采矿业、制造业、电热气水的生产和供应业增加值分别同比增长 2.0%、7.5%、5.8%，分别较上月升高 1.8 pct、2.4 pct、0.9 pct，生产整体提速。从两年复合增速上看，采矿业、制造业、电热气水的生产和供应业增加值分别同比增长 1.0%、7.0%、5.3%，分别较上月升高 0.4 pct、2.3 pct、0.2 pct，制造业生产明显加速。分经济类型看，4月份，国有控股企业增加值同比增长 5.4%；股份制企业增长 6.9%，外商及港澳台投资企业增长 6.2%；私营企业增长 6.3%。

图表3：4月工业增加值同比增速升高



资料来源：iFind，中邮证券研究所

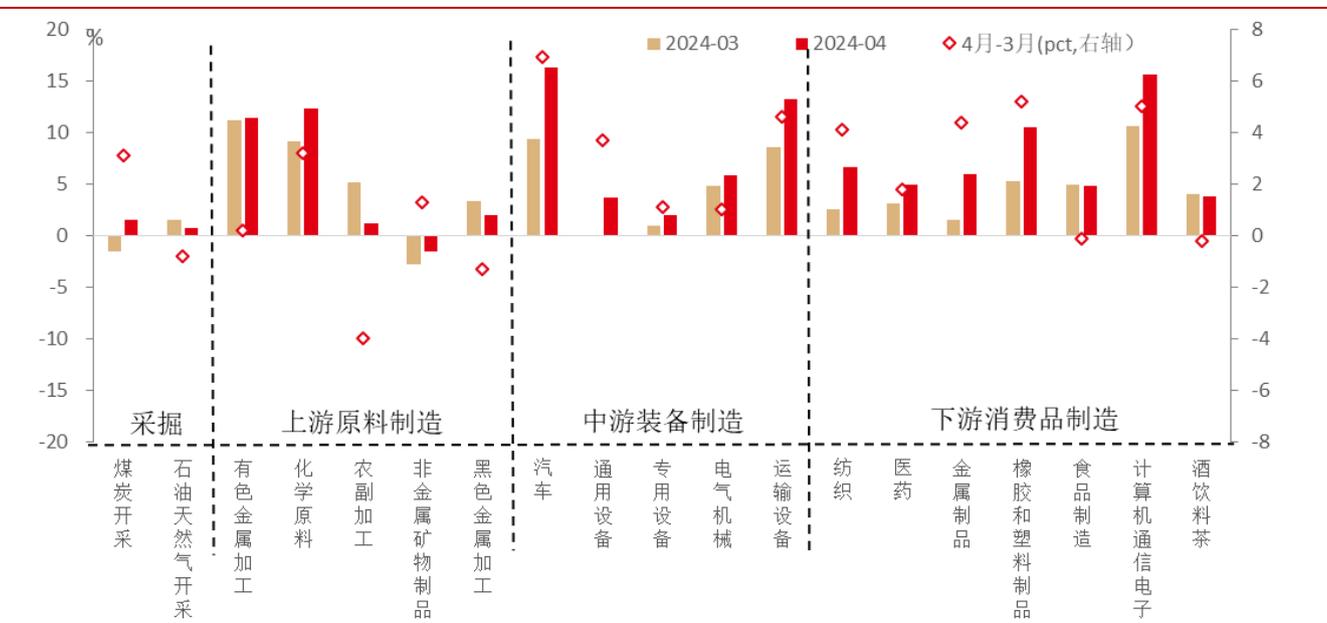
图表4：制造业两年复合增速提升幅度较大



资料来源：iFind，中邮证券研究所

分行业看，汽车、电子类产品、有色及化工相关行业涨幅较大，煤炭、钢铁、建材、农产品等行业生产偏弱。汽车生产高增长，同比增速 16.3%，较上月提升 6.9 pct，其中新能源汽车产量同比增长 39.2%；计算机通信电子同比增长 15.6%，较上月提升 5 pct，其中集成电路产量同比增长 31.9%；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增加值同比增长 13.2%，较上月提升 4.6 pct；钢铁、建材及相关行业生产偏弱，煤炭采选、非金属矿物加工、黑色金属冶炼加工同比增速分别为 1.5%、-1.5%、2.0%；受国际大宗商品价格上涨影响，有色、化工、橡胶等行业工业增加值增速较快，有色金属冶炼加工、化学原料、金属制品、橡胶和塑料制品业同比分别增长 11.4%、12.3%、5.9%、10.5%。

**图表5：4月汽车、电子类产品、有色及化工等相关行业生产增速较高**



资料来源：iFind，中邮证券研究所

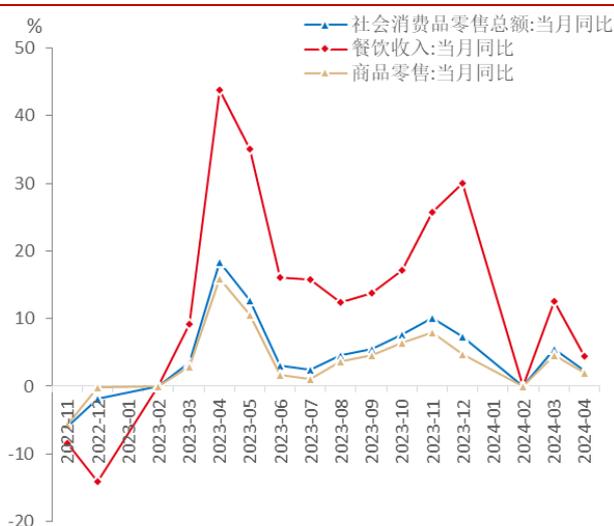
## 2 消费：增速不及预期，高基数和假期错月影响大

社会消费品零售总额增速不及预期，高基数和假期错月影响较大，环比走势弱于季节性。4月社会消费品零售总额 35699 亿元，同比增长 2.3%，较前 3 月下降 0.8 pct，低于预期的 4.5%；除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.2%，较上月下降 0.7 pct。从基数上看，去年 1-4 月环比增速分别为 0.72%、1.43%、1.02%、1.06%，连续四个月环比增长幅度较大，同期基数偏高。假期对消费的影响，与我们《物价边际改善，出口维持韧性——4 月经济数据预测》报告的分析一致，去年

4月包含3天法定假期（清明1天，五一2天），与今年4月假期天数持平（清明3天），但五一假期日均出行和消费数据明显高于清明假期，因此假期消费强度今年4月不及去年同期。环比看，4月环比增长0.03%，低于过去五年同期0.57%的均值，环比走势弱于季节性。

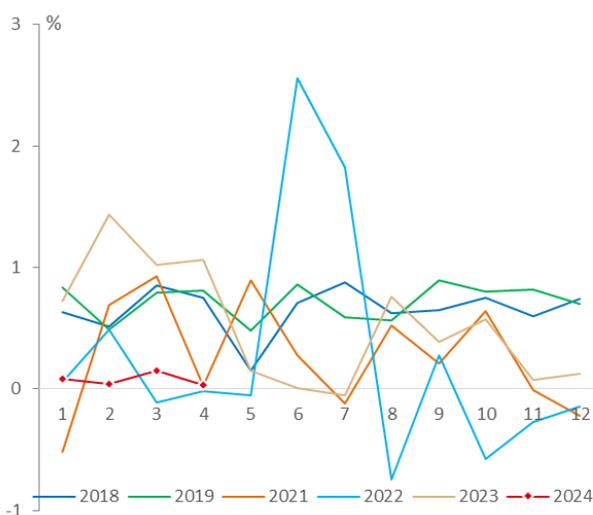
**餐饮收入好于商品零售。**4月餐饮收入当月同比增长4.4%，好于商品零售的2.0%，及社零整体的2.3%。这也与春节、清明假期居民外出就餐、出行旅游、休闲娱乐的高热度相一致。居民商品消费意愿不足是内需复苏的主要制约之一。

图表6：餐饮收入恢复好于商品零售



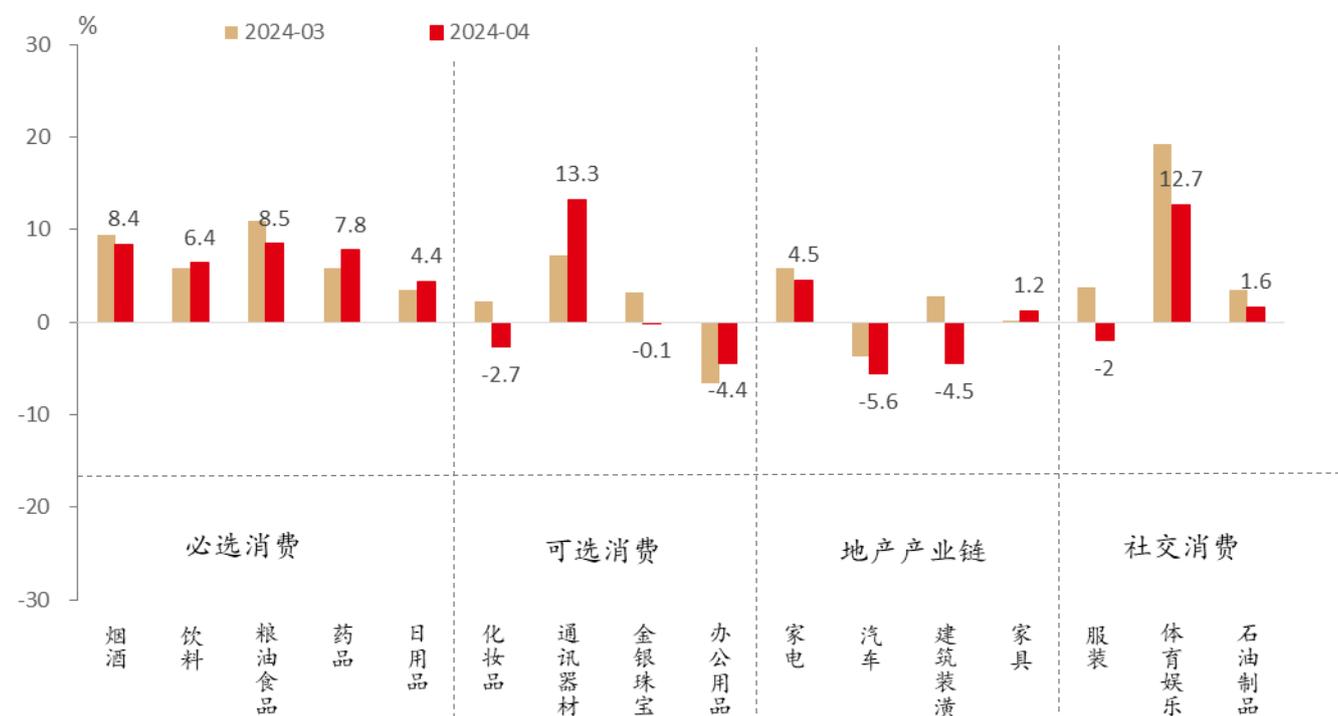
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：社零总额4月环比增速弱于季节性



资料来源：iFind，中邮证券研究所

**必选消费保持韧性，通讯器材、体育娱乐、新能源汽车消费同比高增长。**4月商品零售额同比增长2.0%，拖累整体消费增速；限额以上单位中近六成商品类别零售额实现增长。必选消费保持韧性，同比均实现正增长，其中药品、日用品4月同比分别增长7.8%、4.4%，增速均较3月提升；可选消费分化，通讯器材同比增长13.3%，较3月提升6.1 pct，但办公用品、化妆品、金银珠宝同比增速均为负；汽车消费同比下降5.6%，降幅较上月扩大1.9 pct，连续两个月负增长，但新能源乘用车零售量增长28.2%；地产产业链整体仍不强，家电、家具同比分别增长4.5%、1.2%，建筑装潢同比下降4.5%；体育娱乐消费保持高增长，同比增速为12.7%。

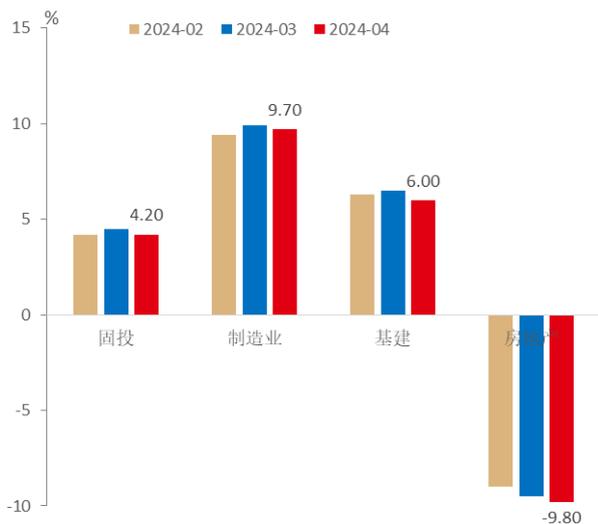
**图表8：必选消费保持韧性，通讯器材、体育娱乐高增长，可选、地产消费整体不强**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

### 3 投资：基建投资偏缓，制造业投资延续高增长

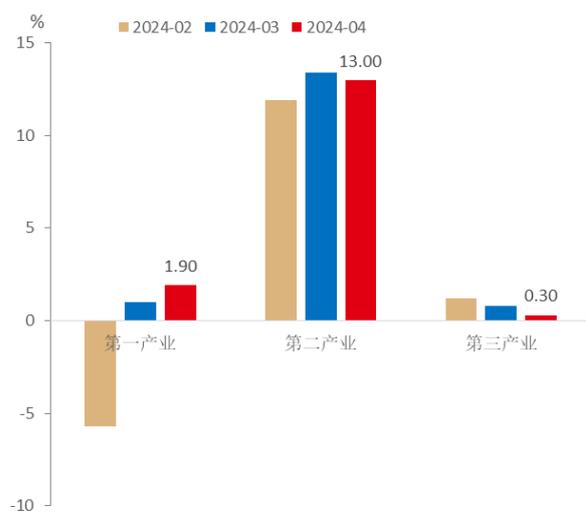
固定资产投资增速回落，房地产投资降幅扩大。4月全国固定资产投资（不含农户）143401亿元，同比增长4.2%，前值4.5%，预期4.7%。分领域看，基础设施投资同比增长6.0%，前值6.5%；制造业投资增长9.7%，前值9.9%；房地产开发投资下降9.8%，前值-9.5%。4月铁路运输、水利固定资产投资同比分别增长19.5%、16.1%，分别较上月提升1.9 pct、2.2 pct。房地产仍是固定资产投资的主要拖累，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.9%。环比看，固定资产投资环比下降0.03%，增速转负。分三大产业看，一、二、三产业投资同比增速分别为+1.9%、+13.0%和+0.3%，分别较上月+0.9 pct、-0.4 pct和-0.5 pct。

图表9：固投累计同比增速边际回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

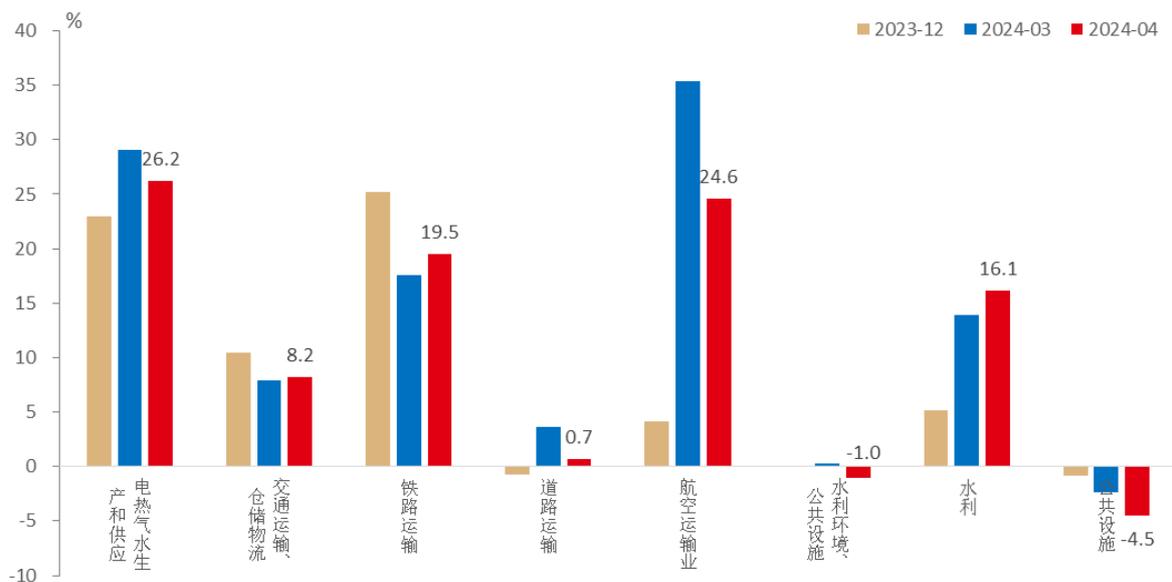
图表10：第二产业投资维持高增长（累计同比）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

**基建投资增速偏缓，航空运输、铁路运输、水利建设投资加速。**4月基础设施投资累计同比增长6.0%，较上月下降0.5 pct，投资增速整体偏缓。分领域看，航空运输业投资增长24.6%，铁路运输业投资增长19.5%，水利管理业投资增长16.1%，信息传输业投资增长14.1%，大幅高于基建整体增速。重大项目是基建投资的主要发力点，1-4月计划总投资亿元及以上项目投资同比增长10.0%，增速比全部投资高5.8个百分点，拉动全部投资增长5.3个百分点。其中，计划总投资10亿元及以上项目投资增长10.1%，增速比全部投资高5.9个百分点。

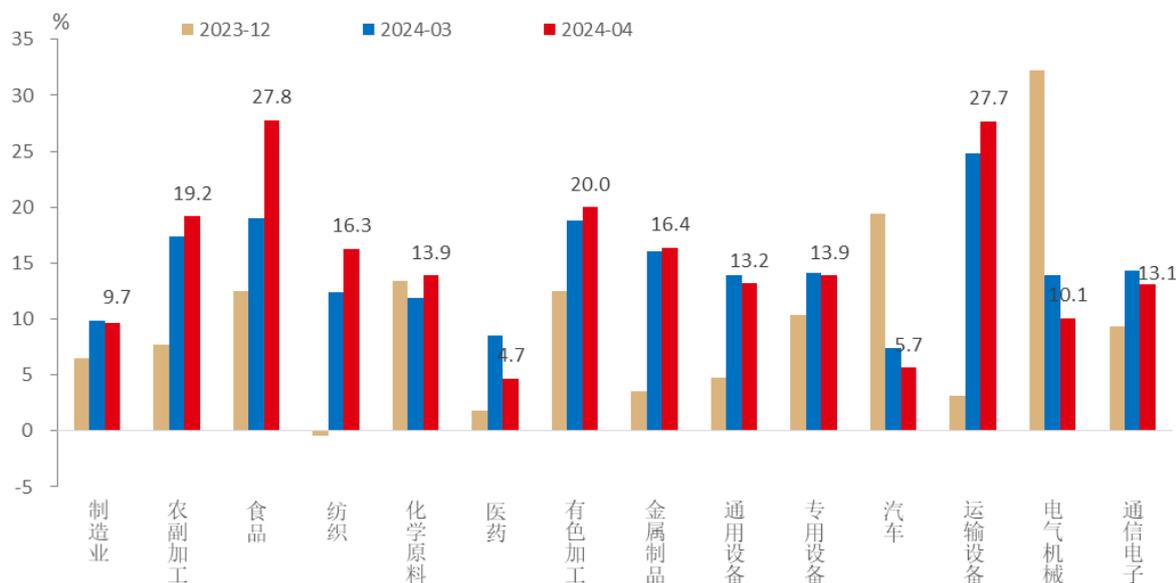
图表11：公用事业、铁路、航空、水利投资高增长



资料来源：iFind，中邮证券研究所

制造业投资是固定资产投资的主要支撑，未来投资或将加速。1-4月制造业投资累计同比增长9.7%，较上月下降0.2 pct；增速比全部投资高5.5 pct，对全部投资增长的贡献率为54.8%，比1-3月份提高2.5 pct。分领域看，消费品制造业投资增长15.4%，装备制造业投资增长12.2%，原材料制造业投资增长10.5%。大规模设备更新方案落地实施，制造业投资或将加速。1-4月，设备工器具购置投资同比增长17.2%，增速比全部投资高13.0 pct，对全部投资增长的贡献率为50.8%，拉动全部投资增长2.2个百分点。3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，制造业投资有望持续高增长。

图表12：制造业投资整体维持高增长，食品、运输设备、有色加工等行业投资增速较高



资料来源：iFind，中邮证券研究所

**高技术产业投资维持高增长。**作为经济增长新动能的高技术产业投资延续高增长，1-4月同比增长11.1%，增速比全部投资高6.9 pct。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%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业投资增长49.6%，计算机及办公设备制造业投资增长10.2%，电子及通信设备制造业投资增长9.9%。高技术服务业中，电子商务服务业投资增长27.6%，信息服务业投资增长19.9%，科技与成果转化服务业投资增长16.5%。

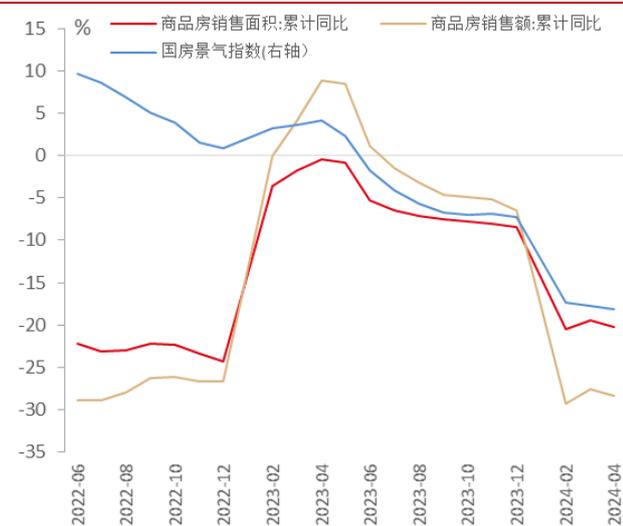
## 4 房地产：投资降幅扩大，政策或推动行业加速探底

房地产投资降幅扩大，国房景气指数延续下行。1-4月，全国房地产开发投资30928亿元，同比下降9.8%，降幅较上月扩大0.3pct。其中，住宅投资23392亿元，下降10.5%。4月国房景气指数录得92.02，较3月下降0.05，延续下行趋势。

商品房销售降幅扩大，房企到位资金降幅边际收窄，现金流仍偏紧。销售端，1-4月份新建商品房销售面积同比下降20.2%，降幅较上月扩大0.8pct，其中住宅面积同比下降23.8%；新建商品房销售额同比下降28.3%，降幅较上月扩大0.7pct，其中住宅销售额同比下降31.1%。房企1-4月份到位资金同比下降24.9%，降幅较上月收窄1.1pct；其中国内贷款下降10.1%，降幅扩大1.0pct；个人按揭贷款下降39.7%，降幅扩大1.3pct。

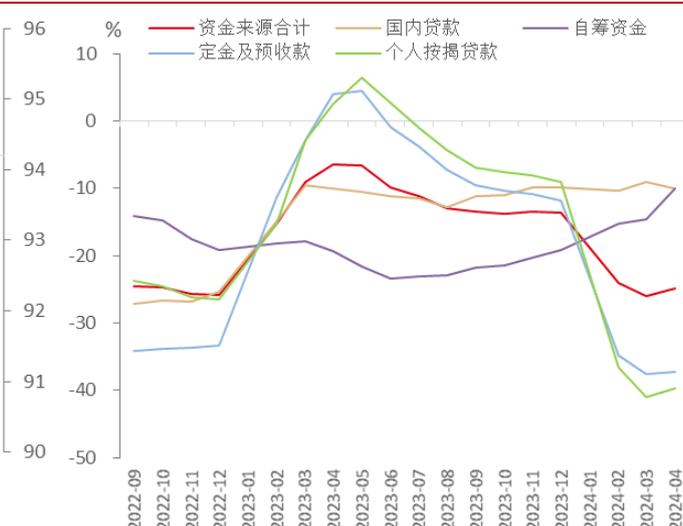
4月房地产投资、房企到位资金降幅扩大，国房景气指数延续下行，行业仍未触底，房地产短期仍是总需求的主要制约因素。5月17日房地产政策组合拳，房地产库存去化进度或受到政策支持。

图表13：销售端降幅扩大，行业景气度延续下行



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表14：房企信贷、销售端来源资金降幅仍较大



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 5 就业：失业率季节性下降

4月全国城镇调查失业率为5.0%，较上月下降0.2 pct，较上年同期下降0.2 pct，处于近年同期低位，环比走势符合季节性规律。4月31个大城市城镇失业率为5.0%，环比下降0.1 pct。

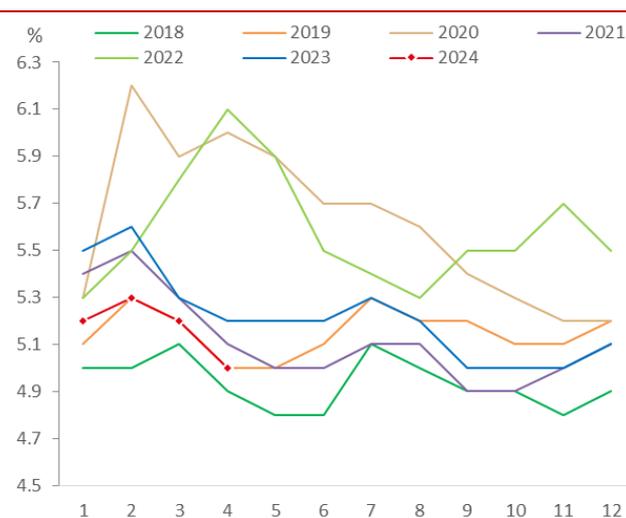
4月经济数据呈现分化，工业生产、出口、就业、物价等主要指标总体改善，消费数据回落主因假日错月导致的高基数；基建投资仍偏缓，制造业投资保持高速增长，房地产仍是拖累。整体看，经济延续偏缓复苏的趋势维持，短期经济的主要支撑或在于出口、物价及制造业投资端，政策发力或推动房地产行业加速触底。持续关注物价企稳回升动能，以及房地产周期出清进度。

图表15：失业率整体处于低位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：全国城镇调查失业率季节性回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 6 风险提示

流动性超预期收紧，国内政策效果不及预期。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048