

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人：张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

## 投资要点

- 国家统计局于5月17日公布2024年4月份经济数据：4月份规上工业增加值增速6.7%，1-4月固定资产投资累计同比增速为4.2%，4月份同比增速3.6%；4月社零增速2.3%。4月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月回落0.2个百分点。
- 工增：超预期回升，多数行业正增长。4月工业增加值同比增加6.7%，比上月高2.2个百分点，三大门类同比增速均相比前值有所回升。多数行业实现正增长，且增速相比上月回升。4月份汽车(16.3%)、计算机通信(15.6%)、运输设备(13.2%)、化学制品(12.3%)、有色(11.4%)、橡胶塑料(10.5%)工业增加值增速排名靠前，增速均在10%以上；非金属矿物(-1.5%)增速为负，但降幅相比上月收窄。
- 消费：商品零售拖累较明显。4月餐饮消费已见修复，但商品零售拖累仍较明显。地产相关消费中，家具、家电、建筑装潢消费增速分别为1.2%、4.5%、-4.5%，消费品以旧换新行动对家具和家电的消费增速起到一定支撑作用，但地产相关消费的明显回升可能还需等待地产销售及交付的拐点。
- 固投：地产投资单月降幅收窄，销售端有望改善。2024年4月固定资产投资同比增长3.6%，较上月回落1.1个百分点。前4个月累计增速4.2%，低于市场预期。  
制造业投资修复动能回落。2024年4月，制造业固投同比增长9.3%，相比前值回落1.0个百分点。剔除基数影响，可以看出制造业投资环比季节性回落7.6%，但低于2021-2023年同期均值(-4.6%)。后续，制造业投资可能面临以下因素，一方面，企业信贷需求不足，可能反映内生投资动力不足。另一方面，外需出现缓慢修复迹象，有望对制造业起到一定的支撑作用。  
基建投资增速回落。2024年4月，基建固投同比增长5.9%，相比3月份同比增速回落2.7个百分点，可能与基建投资项目不足、地方专项债发行较慢等因素有关。但建筑业PMI仍在枯荣线之上，后续，随着超长期特别国债开始发行以及专项债加速发行，基建投资有望在政府债发行加速的情况下有所支撑。  
地产投资单月降幅收窄。2024年4月，房地产开发投资同比下降7.3%，相比3月份增速(-16.8%)降幅收窄。剔除基数效应，考虑环比增速，可以看出地产投资环比增速(-13.6%)逆季节性回升，高于2021-2023年4月份环比增速均值(-16.7%)。  
商品房总体销售走弱，但部分地区商品房销售回暖。从高频数据来看，深圳楼市有所回暖，政策边际放松后二手房成交套数有所回升，高于2022-2023年同期，但全国30大中城市商品房成交面积仍然偏低。5月17日，央行出台多项地产支持政策，住建部再次强调“保交付”，后续地产销售的回暖有待观察，同时销售端到投资端的传导可能存在不确定性。
- 就业：形势总体稳定。今年1-4月份城镇调查失业率分别为5.2%、5.3%、5.2%和5.0%，符合季节性规律(剔除2020年、2022年特殊年份)，且低于去年同期水平。按照季节性规律及当前走势，全年5.5%的实现难度不大。
- 利率观点：综合投资、消费等分项指标以及此前公布的金融数据看，需求端特别是内需方面“有效需求不足、社会预期偏弱”等挑战仍然存在，基本面对于债市的支撑作用不变，利率下行趋势预计仍未结束。短期受货币宽松节奏调整、供给增加、地产放松等政策扰动影响，利率走势特别是长债波动可能加大，可以积极关注调整带来的交易机会。
- 风险提示：稳增长政策刺激力度超预期，货币宽松不及预期，数据更新不及时等。

## 内容目录

一、工增：超预期回升，多数行业正增长.....	- 3 -
二、消费：商品零售拖累明显.....	- 4 -
三、固投：地产投资单月降幅收窄，销售端有望改善.....	- 6 -
四、就业：就业形势总体稳定.....	- 11 -
五、利率观点.....	- 12 -

## 图表目录

图表 1: 2024 年 4 月主要经济指标变化 (%) .....	- 3 -
图表 2: 规上工业增加值同比增速回升 (%) .....	- 3 -
图表 3: 工增三大类 4 月同比增速均高于前值 (%) .....	- 3 -
图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%) .....	- 4 -
图表 5: 社零总体、商品零售、餐饮增速均相比上月回落 (%) .....	- 5 -
图表 6: 商品零售恢复速度较慢 (%) .....	- 5 -
图表 7: 各类商品零售额同比增速 (%) .....	- 5 -
图表 8: 4 月固定资产投资分项增速 (%) .....	- 6 -
图表 9: 4 月制造业投资环比季节性回落 (%) .....	- 6 -
图表 10: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元) .....	- 7 -
图表 11: 美国、日本制造业 PMI 中枢回升 (%) .....	- 7 -
图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%) .....	- 8 -
图表 13: 4 月基建投资环比季节性回落 (%) .....	- 8 -
图表 14: 建筑业 PMI 持续位于枯荣线以上 (%) .....	- 9 -
图表 15: 基建投资当月同比增速 (%) .....	- 9 -
图表 16: 4 月地产投资环比增速逆季节性回升 (%) .....	- 10 -
图表 17: 深圳二手房成交套数 (当周平均) .....	- 10 -
图表 18: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	- 11 -
图表 19: 4 月商品房销售面积降幅走阔 (%) .....	- 11 -
图表 20: 4 月城镇调查失业率下行 (%) .....	- 12 -
图表 21: 原口径 16-24 岁人口失业率 (%) .....	- 12 -

国家统计局于5月17日公布2024年4月份经济数据：4月份规上工业增加值增速6.7%，1-4月固定资产投资累计同比增速为4.2%，4月份同比增速3.6%；4月社零增速2.3%。4月份，全国城镇调查失业率为5.0%，比上月和上年同月均下降0.2个百分点。

图表1：2024年4月主要经济指标变化（%）

同比（%）	2024-04	2024-03	2024年1-2月	2023-04	2023-03	2023年1-2月
GDP（当季）	-	5.3	-	-	4.5	-
规上工业增加值	6.7	4.5	7.0	5.6	3.9	2.4
固定资产投资	3.6	4.7	4.2	3.9	4.8	5.5
固投：房地产	-7.3	-16.8	-9.0	-16.2	-7.2	-5.7
固投：制造业	9.3	10.3	9.4	5.3	6.2	8.1
固投：基建	5.9	8.6	8.9	7.9	9.9	12.2
社会消费品零售总额	2.3	3.1	5.5	18.4	10.6	3.5
社零：商品零售	2.0	2.7	4.6	15.9	9.1	2.9
社零：餐饮	4.4	6.9	12.5	43.8	26.3	9.2
出口总额（美元计价）	1.5	-7.5	7.1	7.1	10.8	-6.8
进口总额（美元计价）	8.4	-1.9	3.5	-8.8	-2.0	-10.2

来源：Wind，中泰证券研究所

## 一、工增：超预期回升，多数行业正增长

4月工业增加值同比增加6.7%，比上月高2.2个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.0%，制造业增长7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.8%。三大门类同比增速均相比于前值有所回升。

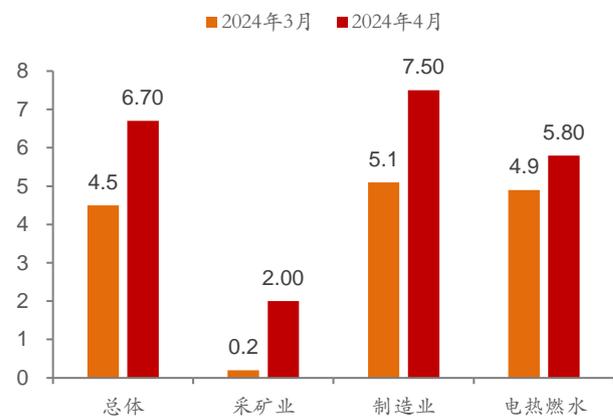
多数行业实现正增长，且增速相比上月回升。4月份汽车（16.3%）、计算机通信（15.6%）、运输设备（13.2%）、化学制品（12.3%）、有色（11.4%）、橡胶塑料（10.5%）工业增加值增速排名靠前，增速均在10%以上；非金属矿物（-1.5%）增速为负，但降幅相比上月收窄。

图表2：规上工业增加值同比增速回升（%）

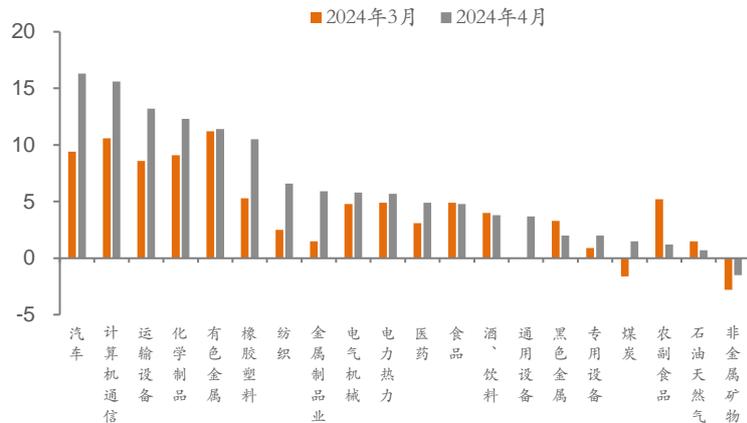


来源：WIND，中泰证券研究所

图表3：工增三大类4月同比增速均高于前值（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 4: 主要行业工业增加值同比增速 (%)**


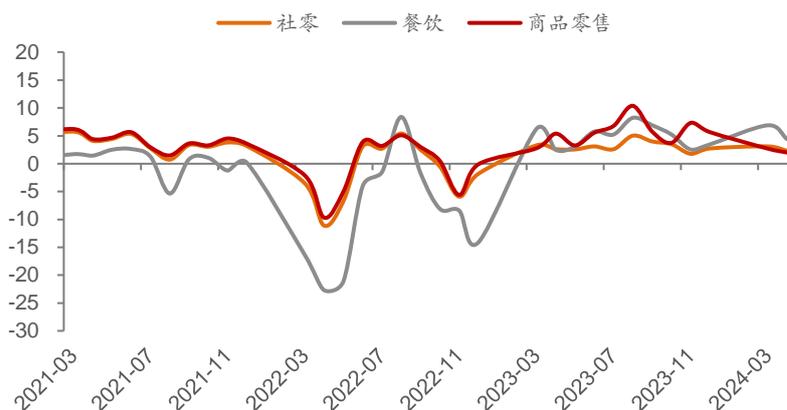
来源: WIND, 中泰证券研究所

## 二、消费: 商品零售拖累明显

4月社会消费品零售总额同比增长2.3%，低于3月份同比增速3.1%，不及市场预期。分商品零售和餐饮收入两类来看，商品零售走势与社零总体基本一致，当月增速为2.0%（3月份为2.7%）；餐饮收入当月增速为4.4%（3月份为6.9%）。

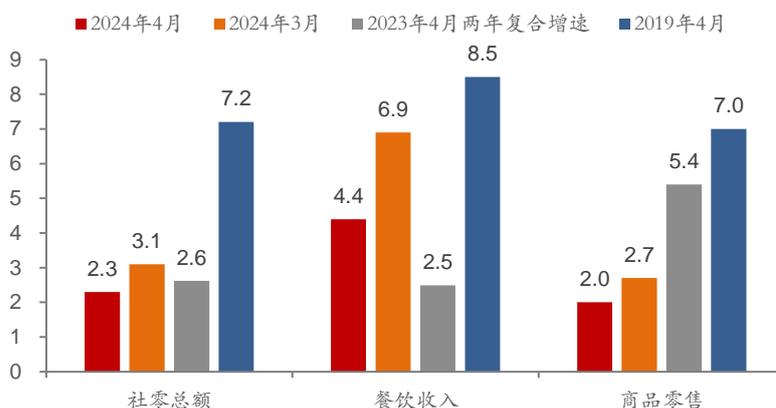
**餐饮已见修复，但商品零售拖累仍较明显。**2020年、2022年社零受疫情影响较大，低基数可能会对同比增速造成影响。为剔除基数效应影响，2021、2023年考虑两年复合同比增速，则当前社零总体（2.3%）在商品零售的拖累下低于2023年4月份的两年复合增速（2.6%），也大幅低于疫情前水平（2019年4月）4.9个百分点。餐饮修复情况相对较好，4月份同比增速（4.4%）虽不及疫情前（8.5%），但已高于2023年4月份两年复合增速（2.5%）。

分商品类别来看，1）通讯器材、体育娱乐、粮油食品、烟酒、中西药品增速排名靠前，分别为13.3%、12.7%、8.5%、8.4%、7.8%；2）地产相关的消费中，家具、家电、建筑装潢消费增速分别为1.2%、4.5%、-4.5%，消费品以旧换新行动提出开展家电产品以旧换新以及推动家装消费品换新，对家具和家电的消费增速起到一定支撑作用，但地产相关消费的明显回升可能还需等待地产销售及交付的拐点。

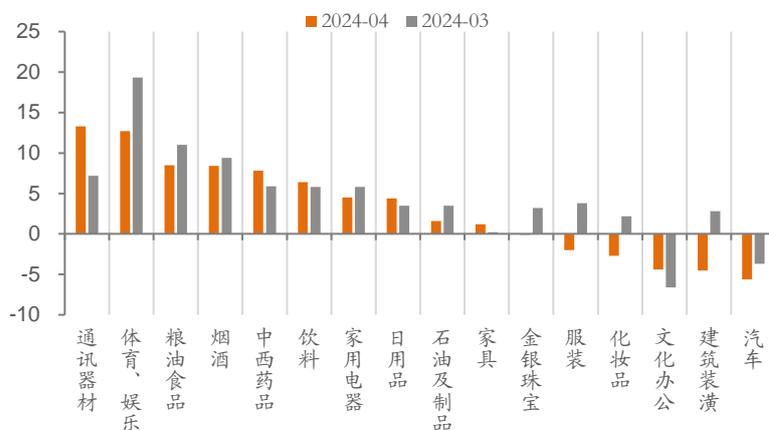
**图表 5: 社零总体、商品零售、餐饮增速均相比上月回落 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年、2023 年增速为两年复合增速。

**图表 6: 商品零售恢复速度较慢 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

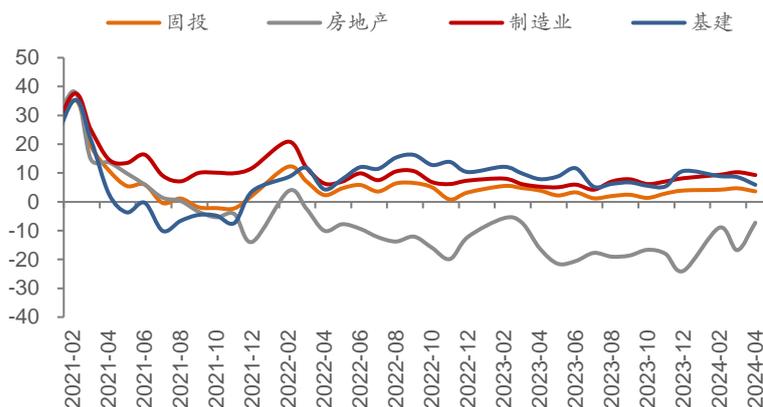
**图表 7: 各类商品零售额同比增速 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

### 三、固投：地产投资单月降幅收窄，销售端有望改善

2024年4月固定资产投资同比增长3.6%，较今年3月份同比增速回落1.1个百分点。前4个月累计增速4.2%，低于市场预期。从三大投资分项来看，4月地产、制造业、基建投资同比增速分别为-7.3%、9.3%、5.9%，分别相比前值上行9.5个百分点、下行1.0个百分点、下行2.7个百分点。

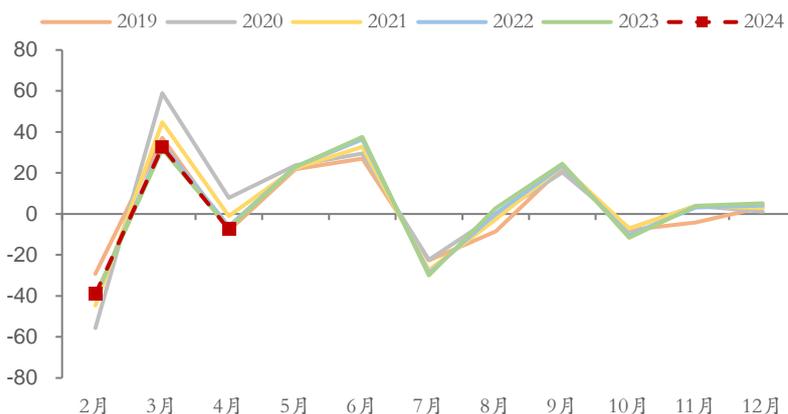
图表 8：4月固定资产投资分项增速（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

**制造业投资修复动能回落。**2024年4月，制造业固投同比增长9.3%，相比前值回落1.0个百分点。剔除基数影响，可以看出制造业投资环比季节性回落7.6%，但低于2021-2023年同期均值（-4.6%）。

图表 9：4月制造业投资环比季节性回落（%）



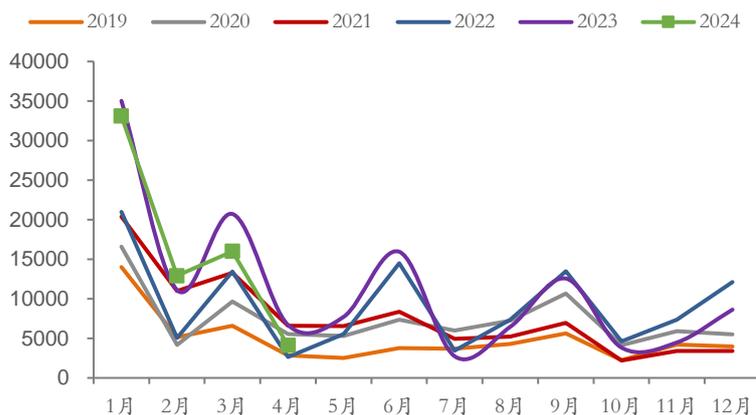
来源：WIND，中泰证券研究所

之后，制造业投资面临以下因素：

**第一，企业信贷需求不足，可能反映内生投资动力不足。**从金融数据来看，4月份信贷走弱，企业中长贷新增4100亿元，少增2569亿元，M1增速转负，反映企业经营活力不足。

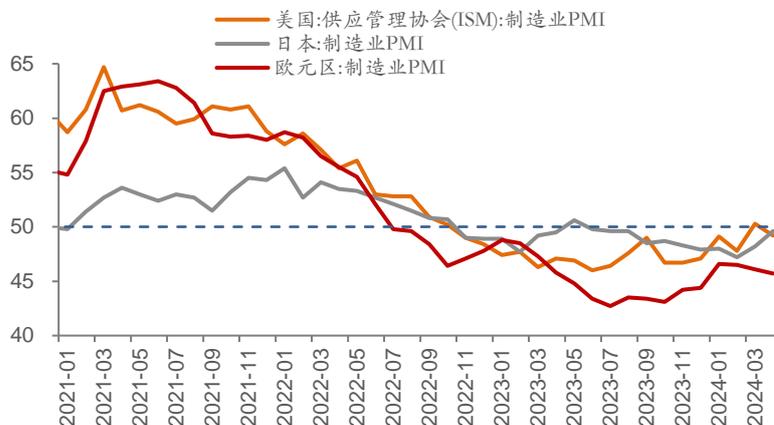
第二，外需出现缓慢修复迹象，有望对制造业起到一定的支撑作用。从4月份贸易数据来看，我国出口已出现修复迹象，东盟、中国香港等地区增速较快，发达国家需求亟待回暖。从全球发达国家和地区的制造业PMI来看，美国、日本、欧元4月份制造业PMI分别为49.2、49.6、45.7，美国和日本PMI中枢均有回升迹象，出口修复有望对制造业投资起到支撑作用。

图表 10: 企业中长期贷款季节性变化 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 美国、日本制造业 PMI 中枢回升 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

**基建投资增速回落。**2024年4月，基建固投同比增长5.9%，相比3月份同比增速回落2.7个百分点，可能与基建投资项目不足、地方专项债发行较慢等因素有关。**分大类行业来看**，交通运输、仓储和邮政业投资同比增速8.2%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速26.2%，水利、环境和公共设施管理业投资增速-1.0%。

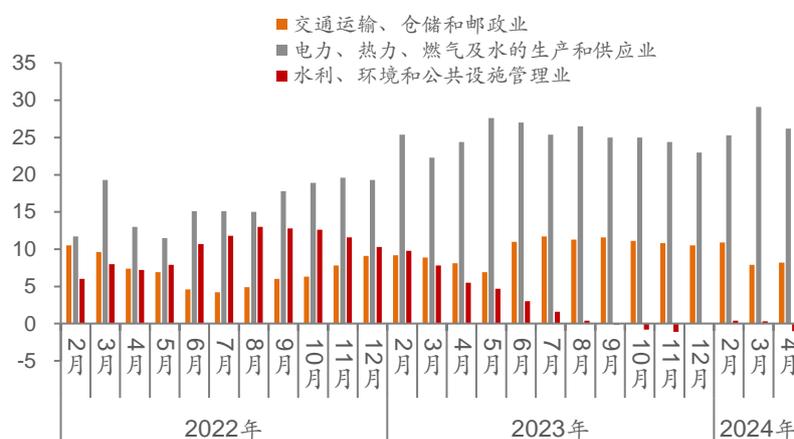
水利、环境和公共设施管理业自2022年8月份以来持续回落，2023年9月份以来降至负增长区间。增发1万亿元国债围绕灾后恢复重建和提

升防灾减灾救灾能力，财政部明确了防洪、排水工程等八大投向<sup>1</sup>。该投向对水利、环境和公共设施管理业投资增速有一定的提振作用，12月份该项投资增速由负转正，2024年1-2月份回升至0.4%，3月略降至0.3%，4月份再度转负。

**基建投资增速环比回升，符合季节性。**剔除基数影响，2021年以来，4月份基建投资环比增速通常回落，2024年4月份基建投资环比增速(-13.6%)回落符合季节性规律，但回落幅度大于2021-2023年同期水平(平均-11.6%)。

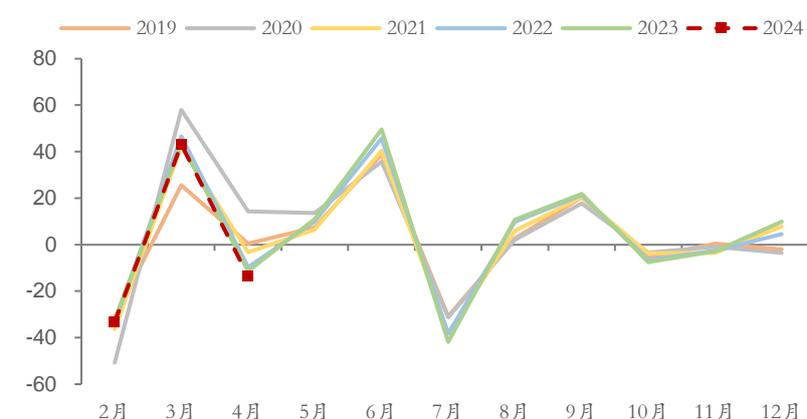
**基建投资回落，但建筑业PMI仍在枯荣线之上。**后续，随着超长期特别国债开始发行以及专项债加速发行，基建投资有望在政府债发行加速的情况下有所支撑。

**图表 12: 分行业基建投资累计增速变化 (%)**



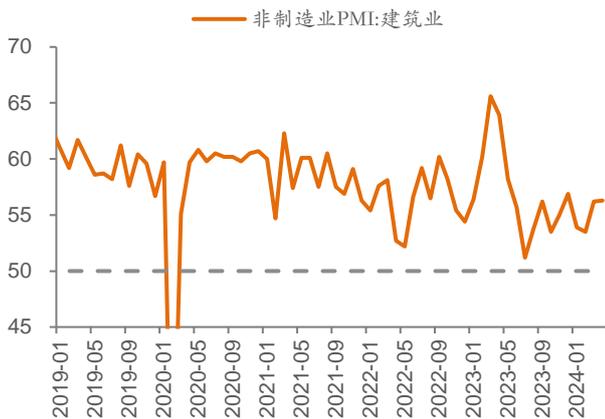
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 13: 4月基建投资环比季节性回落 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

<sup>1</sup> 资料来源: [https://www.gov.cn/govweb/zhengce/202310/content\\_6912075.htm](https://www.gov.cn/govweb/zhengce/202310/content_6912075.htm)

**图表 14: 建筑业 PMI 持续位于枯荣线以上 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 15: 基建投资当月同比增速 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**地产投资单月降幅收窄。**2024 年 4 月, 房地产开发投资同比下降 7.3%, 相比 3 月份增速 (-16.8%) 降幅收窄。剔除基数效应, 考虑环比增速, 可以看出地产投资环比增速 (-13.6%) 逆季节性回升, 高于 2021-2023 年 4 月份环比增速均值 (-16.7%)。

**商品房总体销售走弱, 但部分地区商品房销售回暖。**2024 年前 4 个月商品房销售面积累计同比增速为-20.2%, 相比前 3 个月累计同比增速回落 0.8 个百分点; **从高频数据来看**, 深圳楼市有所回暖, 政策边际放松后二手房成交套数有所回升, 高于 2022-2023 年同期, 但全国 30 大中城市商品房成交面积仍然偏低。2 月 7 日, 深圳市住建局发布《关于优化住房限购政策的通知》指出, 深圳户籍居民家庭 (含部分家庭成员为深圳户籍居民的家庭) 限购 2 套住房, 深圳户籍成年单身人士 (含离异) 限购 1 套住房; 取消落户年限以及缴纳个人所得税、社会保险年限要求<sup>2</sup>。可能对于深圳住房销售热情有所提振。

**5 月 17 日, 央行连续出台多项政策意在提振地产需求。**5 月 17 日, 央行出台多项地产支持政策, 一是**设立 3000 亿元保障性住房再贷款**。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则, 支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房, 用作配售型或配租型保障性住房, 预计将带动银行贷款 5000 亿元<sup>3</sup>。二是**降低全国层面个人住房贷款最低首付比例**, 将首套房最低首付比例从不低于 20% 调整为不低于 15%, 二套房最低首付比例从不低于 30% 调整为不低于 25%<sup>4</sup>。三是**取消全国层面个人住房贷款利率政策下限**。首套房和二套房贷款利率均不再设置政策下限, 实现房贷利率市场化<sup>5</sup>。上述首付比例、房贷利率政策调整后, 各地可因城施策, 自主决定辖区内首套房和二套房最低首付比例和房贷利率下限, 也可不再设置利率下限。四是**下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点**。调整后, 五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为 2.85%,

<sup>2</sup> 资料来源: [https://zjj.sz.gov.cn/xxgk/tzgg/content/post\\_11142790.html](https://zjj.sz.gov.cn/xxgk/tzgg/content/post_11142790.html)

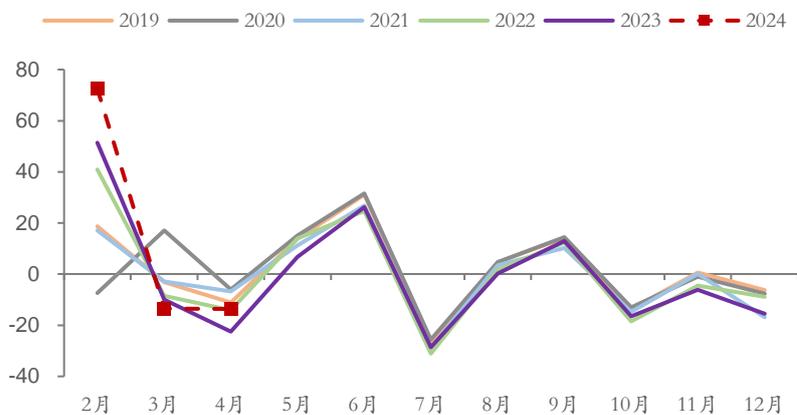
<sup>3</sup> 资料来源: [https://finance.cnr.cn/ycbd/20240517/t20240517\\_526708313.shtml](https://finance.cnr.cn/ycbd/20240517/t20240517_526708313.shtml)

<sup>4</sup> 资料来源: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5356310/index.html>

<sup>5</sup> 资料来源: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5356304/index.html>

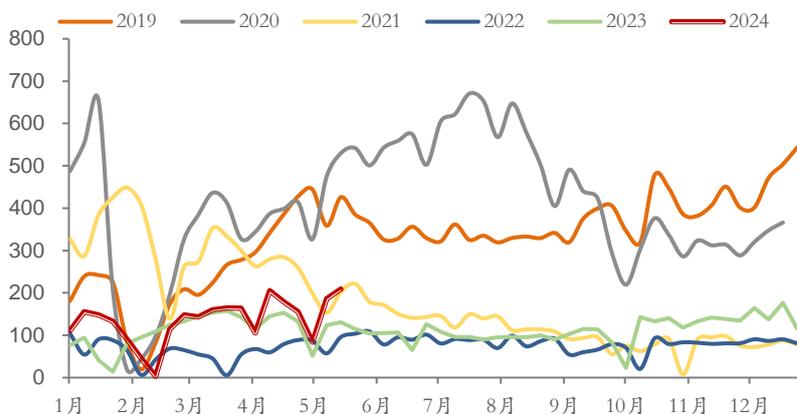
可更好满足住房公积金缴存人住房需求<sup>6</sup>。住建部也强调“保交付”，金融机构对符合条件的项目“应贷尽贷”，加快贷款审批和发放，支持项目建设交付<sup>7</sup>。后续，地产销售的回暖有待观察，但销售端到投资端的传导存在不确定性。

图表 16: 4月地产投资环比增速逆季节性回升(%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

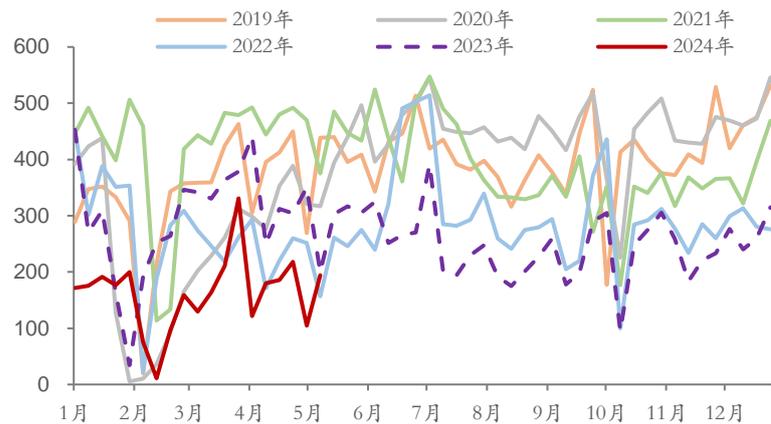
图表 17: 深圳二手房成交套数(当周平均)



来源: WIND, 中泰证券研究所

<sup>6</sup> 资料来源: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5356307/index.html>

<sup>7</sup> 资料来源: [https://www.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_27413355](https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_27413355)

**图表 18: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)**


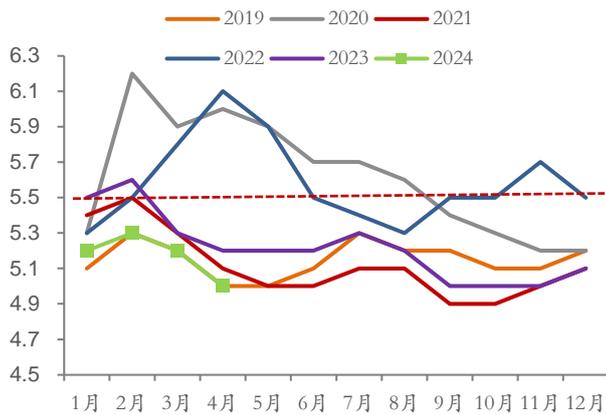
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 19: 4 月商品房销售面积降幅走阔 (%)**

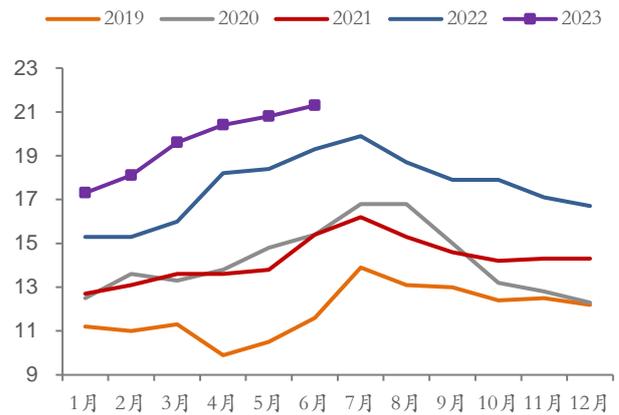

来源: WIND, 中泰证券研究所

#### 四、就业: 就业形势总体稳定

总体失业率下行。今年 1-4 月份城镇调查失业率分别为 5.2%、5.3%、5.2%和 5.0%，符合季节性规律（剔除 2020 年、2022 年特殊年份），且低于去年同期水平。2024 年全国两会设定的就业目标与去年一致，“城镇新增就业 1200 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右。”按照季节性规律以及当前走势，该目标实现的难度不大。

**图表 20: 4 月城镇调查失业率下行 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 21: 原口径 16-24 岁人口失业率 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

## 五、利率观点

4 月份经济数据呈现供给端偏强、需求端较弱的失衡态势。工增超预期回升，而消费、投资端总体均有所回落。基于生产法的 GDP 核算原则，预计 4 月份 GDP 增速为 5.0%。但生产法核算的 GDP 主要取决于工业（6.7%）和服务业（3.5%）生产增速，和需求端表现可能存在一定偏离，这也是近几年宏观数据和微观感受之间客观存在的“温差”。综合投资、消费等分项指标以及此前公布的金融数据看，需求端特别是内需方面“有效需求不足、社会预期偏弱”等挑战仍然存在，基本面对于债市的支撑作用不变，利率下行趋势预计仍未结束。短期受货币宽松节奏调整、供给增加、地产放松等政策扰动影响，利率走势特别是长债波动可能加大，可以积极关注调整带来的交易机会。

**风险提示：**稳增长政策刺激力度超预期，货币宽松不及预期，数据更新不及时等。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。