

内外需求分化，地产新政下债市料将震荡

——2024年4月份经济数据点评

作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖

邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

事件：

2024年5月17日，国家统计局发布2024年4月经济增长数据。4月份规模以上工业增加值同比实际增长6.7%。1-4月份，全国固定资产投资143401亿元，同比增长4.2%，增速环比下降0.03pct。4月份，社会消费品零售总额35699亿元，同比增长2.3%，较3月回落0.8pct。1-4月份，全国房地产开发投资30928亿元，同比下降9.8%，跌幅较一季度拉大0.3pct。

事件点评

► 工业生产：外需提振推动4月生产超预期

24年4月，工业生产改善超预期。4月单月及两年复合生产增速均同比边际回升。目前国内需求仍处于弱复苏，当前消费信心仍然较弱，对工业生产形成一定拖累。当月生产改善主因为外需带动，出口支撑工业生产超预期表现。随着发达经济体企业补库意愿的逐步修复，新兴市场制造业景气偏强，将进一步推动工业生产复苏。

► 固投：制造业为主要支撑，基建偏弱、地产触底

4月固定资产投资增速小幅收窄。其中基建投资增速有所回落，但随着首批超长期特别国债发行，或将拉动基建投资新的增长；制造业投资增速小幅回落，或受到前一轮设备更新政策影响而导致结构性产能过剩，静待全球工业周期的逐步回暖。地产投资喜忧参半，5月17日一系列政策从供需两端同时解决房地产市场不振的问题，预计政策实施后房地产市场信心不振的问题将得到改善，实质性好转有待观察。

► 社零：消费意愿不振下整体低于预期

4月社会消费品零售总额同比增长2.3%，较3月份降低0.8个百分点，低于市场预期的3.7%。主要受到去年高基数及当前需求不足共同影响，其中餐饮收入回落明显，而商品零售增速同样有所下降。多数行业同比增速出现收窄：必选消费、建筑装潢出现较大跌幅，而汽车消费延续下降。预计5月餐饮消费或有回升，而商品零售维持下降趋势。

► 展望：地产政策持续发力，债市或维持震荡局面

我国经济仍处于弱修复阶段，国内需求仍显不足。近期，地产政策密集出台，包括优化存量房产、放宽限购等，以及央行下调房贷首付比例和公积金贷款利率，这些政策或将边际扭转基本面预期，但我们认为政策传导仍需时日，地产销售的量价变化才是强有力的定价指标。债券供给放量及地产政策冲击下，债市或将维持宽幅震荡。建议投资者优先配置中短端品种，等待长端回调后进行配置，把握波段机会，同时保持持仓债券的流动性。

风险提示：警惕稳增长政策释放不及预期，警惕海外经济金融风险。

相关报告

- 1、《经济有所改善，政策仍有发力空间：——2024年1-2月份经济数据点评》2024.03.19
- 2、《新增社融回落反应需求仍弱，债牛未尽：——2024年2月份金融数据点评》2024.03.17

1. 事件

2024年5月17日，国家统计局发布2024年4月经济增长数据。4月份规模以上工业增加值同比实际增长6.7%。1-4月份，全国固定资产投资143401亿元，同比增长4.2%，增速环比下降0.03pct。4月份，社会消费品零售总额35699亿元，同比增长2.3%，较3月回落0.8pct。1-4月份，全国房地产开发投资30928亿元，同比下降9.8%，跌幅较一季度拉大0.3pct。

2. 事件点评

2.1 工业生产：外需提振推动4月工业生产超预期

24年4月，工业生产改善超预期。工业增加值当月同比增速为6.7%，较23年同比增速回升1.1pct；两年复合增速为6.2%，较24年3月两年复合增速回升2.0pct。无论是4月单月表现，还是两年复合同比增速，均出现回升。分三大门类来看，4月，采矿业增加值两年复合增速为1.0%，较3月提升0.5pct；制造业增加值两年复合增速为7.0%，较3月份提升2.4pct；电燃气两年复合增速为5.3%，较3月提升0.3pct；高科技制造业两年复合增速为6.9%，较3月提升2.4pct。目前全球制造业PMI自24年初连续处于枯荣线以上，4月我国外需持续复苏，出口维持较强走势。

分行业来看，4月，上、中游行业涨跌不一，下游行业有所改善。具体来看，上游行业除非金属矿物外，其他行业增速改善较为明显，黑色金属行业与非金属矿物行业增速较去年实现回落，或因当前国内建筑投资走弱、仍处于库存消化阶段有关。中游行业增速全线为正，不过边际来看涨跌不一，只有高技术制造业相关的铁路、船舶、航空航天和其他运输设备增速较去年4月有所回升，其它行业均较去年同期增幅出现跌落，其中汽车制造业或因乘用车市场批发与零售销量齐跌拖累，增幅较去年4月出现跌落。下游行业增速全线为正，且下游行业全线行业增速较去年4月均有所回升，或因下游行业与出口、消费更相关，表现出更强韧性。

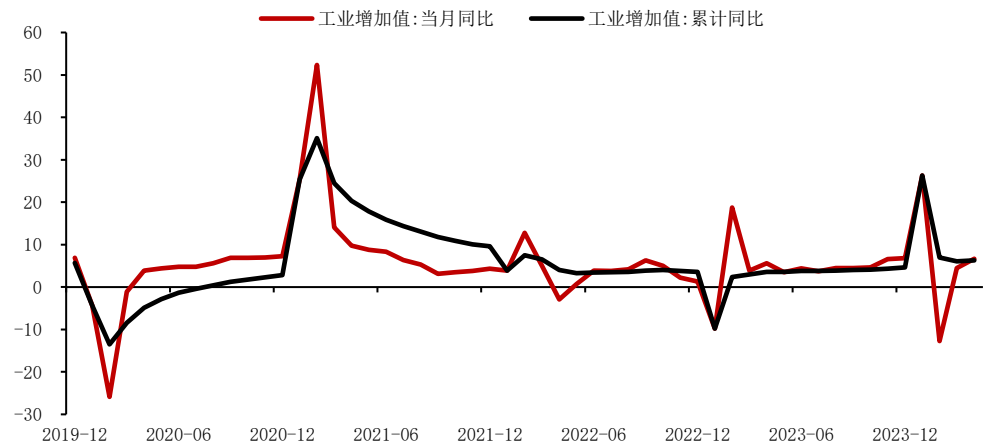
2024年4月份工业增加值同比增速有所回暖，对此我们有以下观点：

1) 国内需求仍处于弱复苏。虽然大规模设备更新以及消费品以旧换新等政策的推进对内需有一定支撑，下游制造业有所改善，推动了工业产出的增加，但目前高频数据显示，国内地产复苏较慢，地产政策发挥作用仍需时间；五一期间人均每天消费水平仍低于2019年同期，居民消费信心不稳，消费需求仍有待恢复；3月规模以上工业企业利润当月同比再次转负，拖累国内工业生产修复。

2) 外需带动，出口支撑工业生产表现。4月，我国出口（以美元计）累计同比

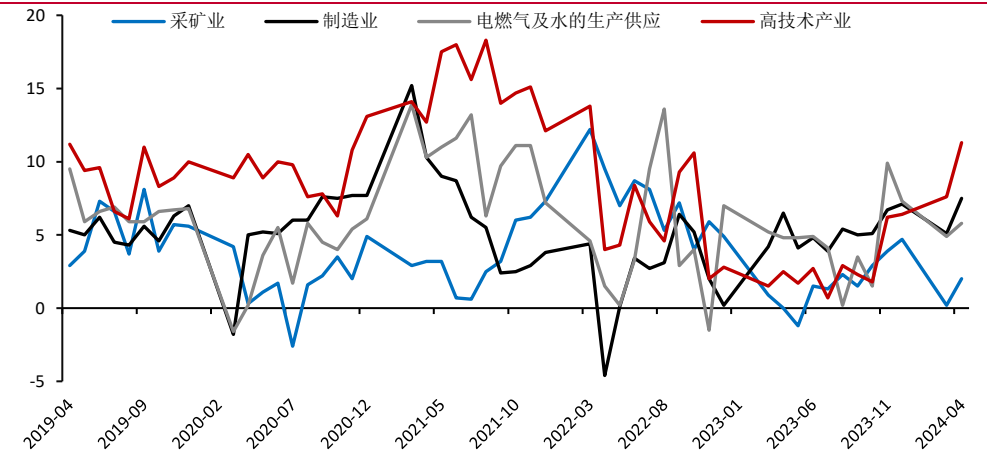
增长自 24 年以来持续为正，主要受益于全球制造业 PMI 继 1 月以来持续维持在枯荣线以上，海外需求处于回暖状态，我国出口向好，带动国内生产走强。后续来看，随着发达经济体企业补库意愿的逐步修复，外需仍将维持修复态势，叠加新兴市场制造业景气偏强，计算机、通信和其他电子设备行业、运输设备以及纺织行业等中间品或将进一步推动工业生产复苏。

图表1：4月单月及两年复合生产增速均同比边际回升，外需改善拉动生产（%）



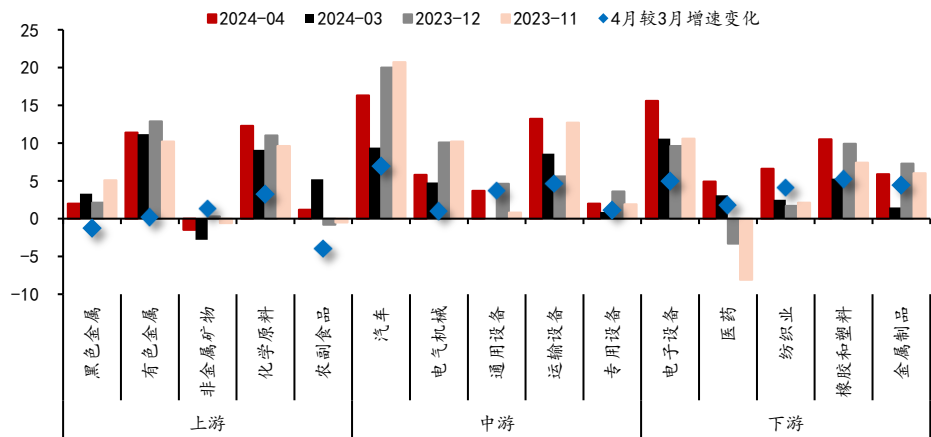
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：4月高技术产业生产推动生产回升（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：4月，上、中游行业涨跌不一，下游行业有所改善。（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 固定资产投资：制造业为主要支撑，基建偏弱、地产触底

4月固定资产投资增速小幅收窄。2024年1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）143401亿元，同比增速4.2%，较一季度回落0.3pct。其中，民间固定资产投资73913亿元，同比增长0.3%，环比下降0.3个pct。1—4月份，全国房地产开发投资30928亿元，同比下降9.8%，跌幅较一季度拉大0.3pct。

基建投资增速有所回落。2024年1-4月基建累计同比增速为7.78%（wind口径），较一季度的8.75%收窄0.97pct。而1-4月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.0%（统计局口径），增速较一季度下降0.5pct。其中电燃水投资维持高位，增速26.2%；水利环境投资同比下降1%。基建投资增速下行或反映一季度连续回升的基建投资势头有所放缓，但随着首批超长期特别国债于5月18日发行，以及5、6月一般地方债可能的加速发行，预计伴随着政府债发行节奏加快，基建投资增速或将重新回升。

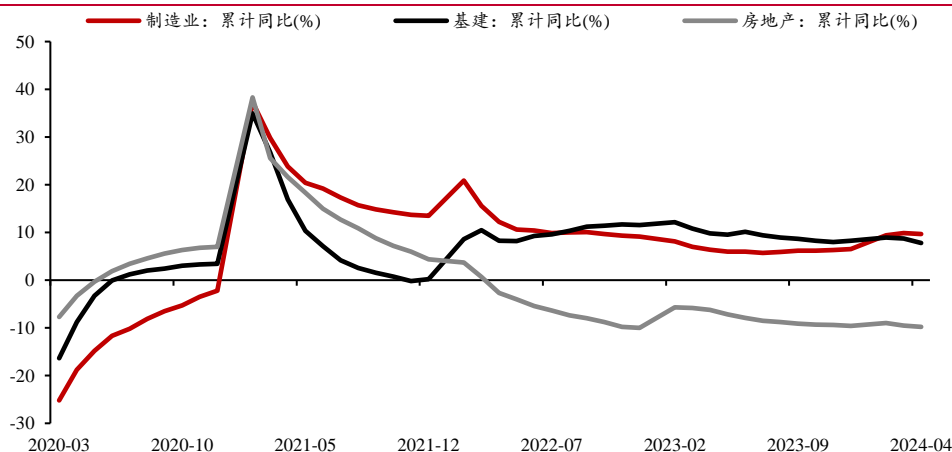
制造业投资增速小幅回落，但仍为固投主要支撑。2024年4月制造业投资增长9.7%，增速较3月小幅回落0.2pct。从分项上来看，各项增速全线为正，其中汽车、电气机械等中下游行业增速有较大收窄，或受到前一轮设备更新政策影响而导致结构性产能过剩影响。考虑到制造业转型升级为当前我国政策主要目标，以应对日益激烈的国际竞争；同时伴随着全球工业周期的逐步回暖、各行业进入补库周期也将对制造业带来一定提振，预计后续制造业投资将保持韧性，增速缓慢回升。

地产投资同比跌幅持续扩大，但开工、施工、竣工面积跌幅均有收窄。1-4月房地产开发投资同比下降9.8%，跌幅自2024年以来已持续扩大。具体来看，施工面积同比下降10.8%，跌幅较3月收窄0.3pct；新开工面积同比下降24.6%，跌幅较3月收窄3.2pct；竣工面积同比下降20.4%，跌幅较3月收窄0.3pct。结合4月地产高频数据来看，目前地产需求虽仍处低迷但也有一些亮点，一手房销量处于同期低位，

二手房4月上旬以量换价，销售面积有所回暖。

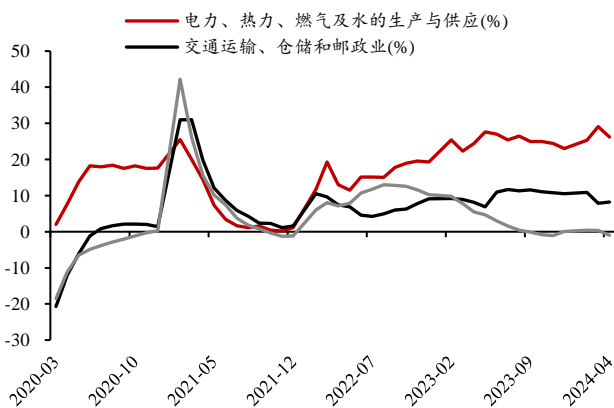
5月17日，央行连续颁布三项房地产政策通知——调整个人住房贷款最低首付比例；下调个人住房公积金贷款利率；调整商业性个人住房贷款利率。而供给侧方面，则召开了全国切实做好保交房工作视频会议，强调了扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作；国务院政策例行吹风会上又提到，央行将设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。上述一系列政策从供需两端同时解决房地产市场不振的问题，通过稳定地产供给、落实“保交楼”等增强投资者购房信心，再配合对应购房政策以促进地产销售回升。预计政策实施后房地产市场信心不振的问题将得到改善，地产销售等压力均将得到缓和，有望推动地产投资回升、进而带动整体内需回升。但能否促使房地产市场实质性好转仍有待后续政策加码。

图表4：4月基建投资小幅回落、地产下行幅度扩大（%）



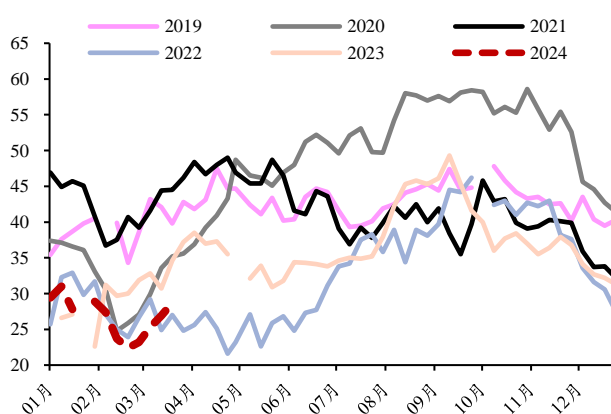
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：基建各项均有小幅下滑（%）



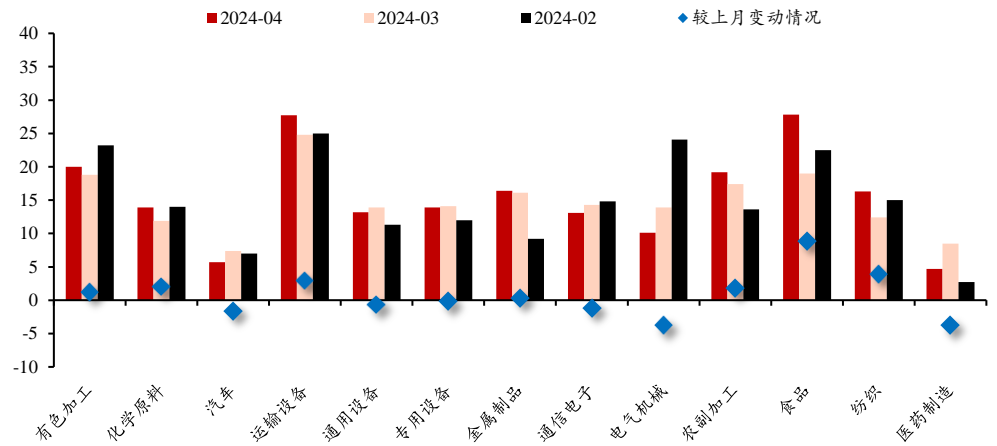
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：4月石油沥青开工率仍处低位（%）



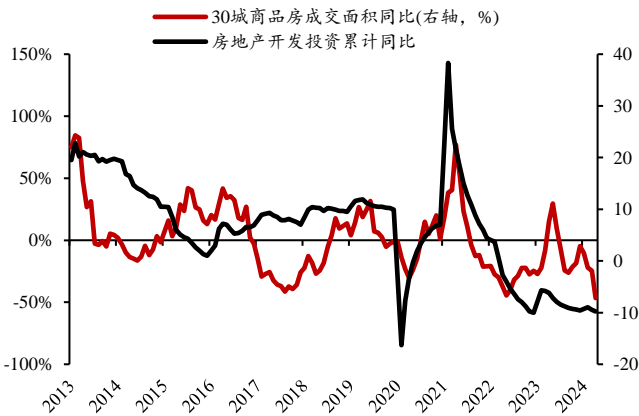
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：4月制造业分行业同比走势（%）



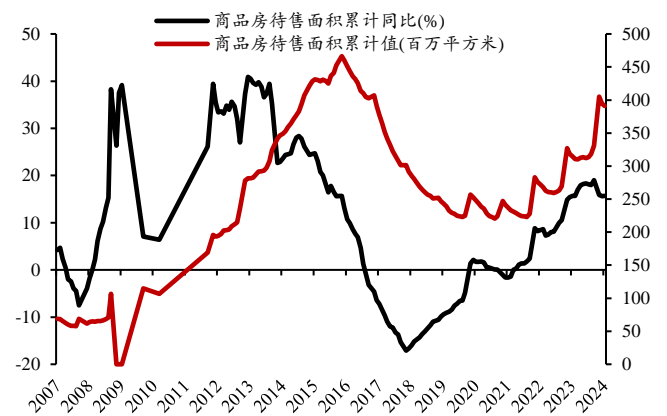
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：1-4月地产投资与销售持续低迷（%）



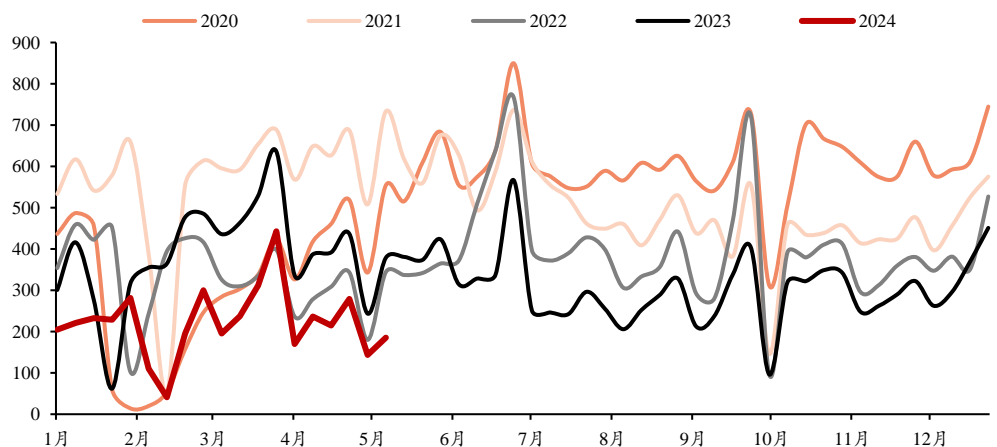
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：当前地产库存仍在高位（%，百万平方米）



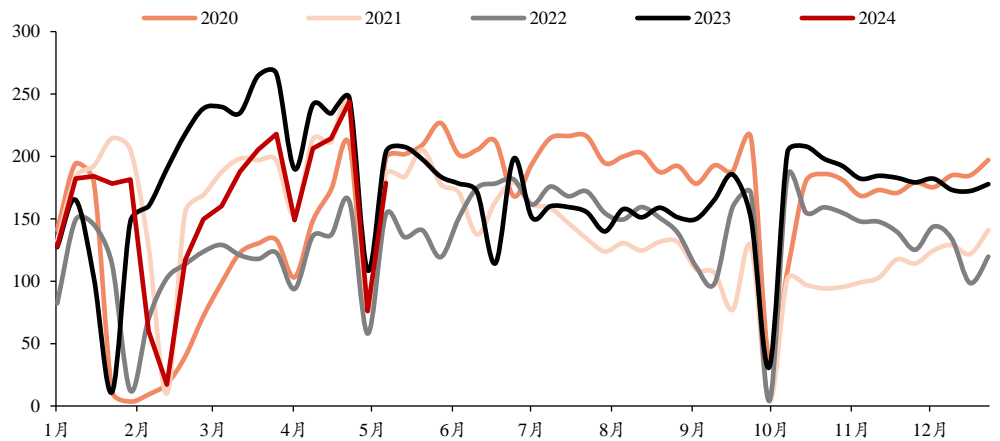
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：高频数据显示4月一手房销量仍处低位（万平方米）



资料来源：房管局网签数据，国联证券研究所

图表11：高频数据显示4月二手房季节性先升后降（万平方米）



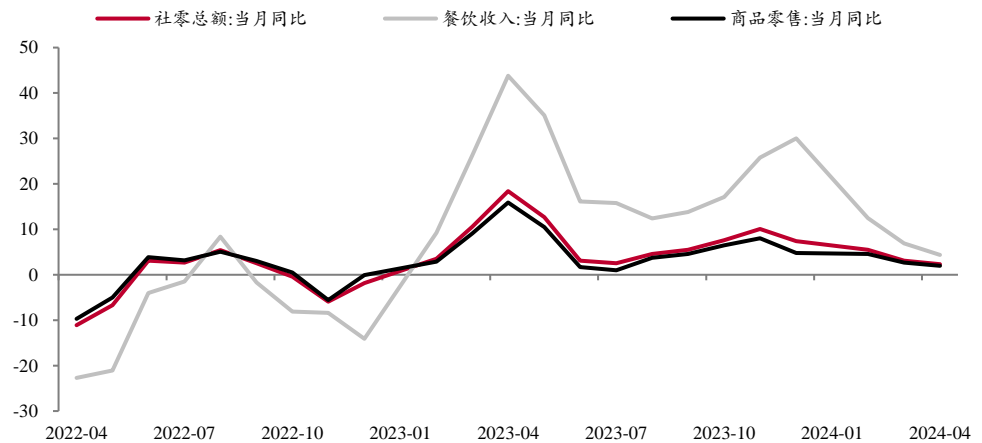
资料来源：房管局网签数据，国联证券研究所

2.3 社零：消费意愿不振下整体低于预期

消费方面，4月社会消费品零售总额 35699 亿元，同比增长 2.3%，较 3 月份降低 0.8 个百分点，低于市场预期的 3.7%。分类型看，4 月商品零售同比增长 2%，增速较上月回落 0.7 个百分点；餐饮收入同比增长 4.4%，增速较上月回落 2.5 个百分点。从两年平均增速来看，4 月消费增长 10.06%，较 3 月环比上涨 3.27 个百分点。反映当前居民消费数据受到去年高基数及当前需求不足共同影响，其中餐饮收入回落明显，而商品零售增速同样有所下降。

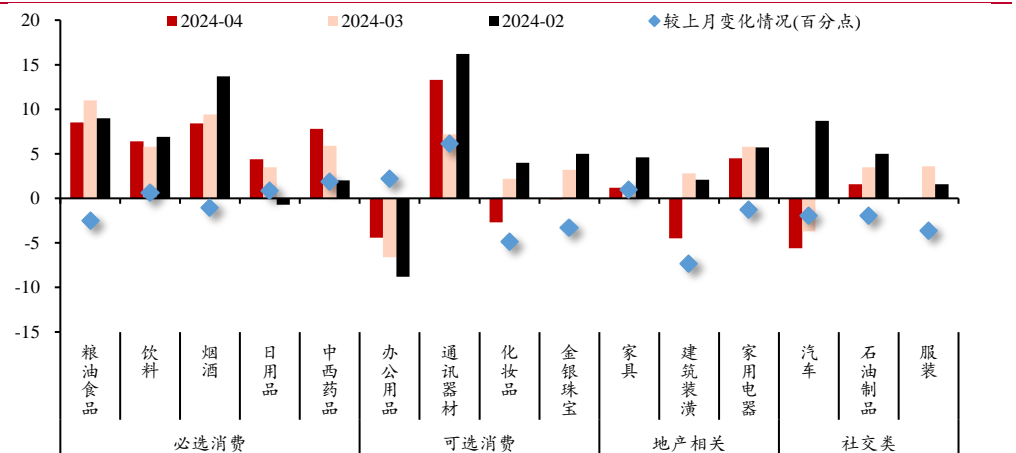
观察限额以上消费增速数据，多数行业同比增速出现收窄，其中必选消费、建筑装饰出现较大跌幅，而汽车消费延续下降。(1) 必选消费中粮油食品及烟酒消费涨幅有所回落，分别较上月回落 2.5、1 个百分点，其余分项涨幅则有小幅回升。(2) 可选消费增速延续分化，通讯器材增速再度扩大，化妆品及金银珠宝消费同比均出现下降，反映居民消费意愿仍有待提高。(3) 地产相关消费中建筑装饰自一季度回升后再度低迷，同比下降 4.5%，可能受到房地产市场持续不振影响，居民“弱消费”特征未得到明显调整，未来地产周期对消费的拖累仍将持续；家用电器消费同比增长 4.5%，较上月回落 1.3 个百分点，(4) 社会经济板块汽车行业延续下行，同比下降 5.6%，反映当前汽车市场价格下降对销售的促进作用有限。各分项数据显示 4 月消费数据下降的主要原因为受居民消费预期影响，必选消费及可选消费部分项目增速回落，以及建筑装饰及汽车消费出现较大下降。考虑到 5 月节假日对餐饮等消费有所提振，因此预计 5 月餐饮消费或有回升，而商品零售维持下降。

图表12：4月社会零售总额同比变动（%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表13：4月限额以上消费分行业增速情况（%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

2.4 展望：地产政策持续发力，债市或维持震荡局面

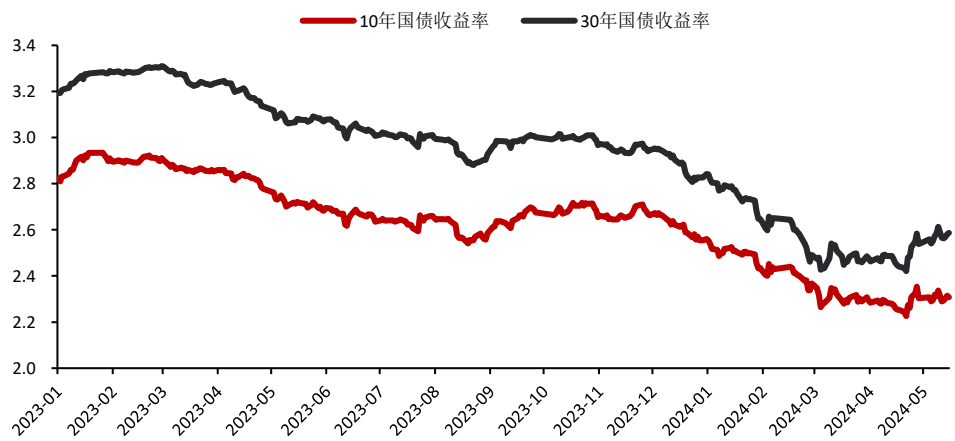
整体来看，我国经济仍处于弱修复进程。4月制造业PMI指数受季节性因素影响回落，CPI同比回升，外需回暖下出口同比大幅回升，社融与信贷数据偏弱且结构有待改善，实体经济融资需求偏弱。5月17日公布的4月经济数据呈现出生产快于需求、外需强于内需的特征。具体来看，外需拉动下，工业增速有所回升；消费同比增速持续下滑，固定资产投资同比增速放缓，其中，基建、制造业和房地产开发投资增速均有所放缓。当下国内需求仍显不足，海外库存周期带动下，制造业投资增加值有望进一步改善。

政策端来看，积极财政政策和稳健货币政策一同发力。4月央行多次提及长端利率过低与经济走势不匹配，特别国债发行节奏慢于预期。地产利好政策密集落地，中

央统筹消化存量房产和优化增量住房，地方逐步放宽或取消住房限购、优化公积金贷款政策、推动“以旧换新”交易等。5月17日央行公布下调首套个人住房贷款最低首付款比例至15%，二套最低首付款比例至25%，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。三重利好政策公布后，中长端品种快速上行0.75-1bp。展望下一阶段，特别国债平滑供给下，资金面冲击压力或有缓解，降准降息的可能性有所下降，但货币政策仍将保持宽松、助力实体经济修复。

经济数据公布后，主要利率债收益率纷纷下行0.25-1bp。禁止高息揽储后，资金分层现象有所缓解，跨月至今资金维持均衡宽松。4月央行量平价续作MLF，呵护流动性态度明确，预计资金面将保持平稳。当前地产政策刺激下，市场对基本面预期受到影响，但我们认为政策传导仍需要一定时间，地产销售的量价变化才是强有力的定价指标。因此，策略上我们建议：债券供给放量及地产政策冲击下，债市或将维持震荡局面。其中，央行关注下，长端调整空间或有限，建议优先考虑配置中短端品种，把握波段机会，保持持仓债券的流动性。此外，我们认为2.6%或是30年国债收益率高点，建议等待长端回调后再进行配置。

图表14：当前国债收益率走势（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 风险提示

警惕稳增长政策释放不及预期，警惕海外经济金融风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼