

扩内需重在稳地产，政策加码多管齐下

—— 4月份经济数据及517地产政策解读

核心观点

- **消费内生动能依然偏弱。**社零增速超预期回落，这既受假期错位的阶段性影响，更是消费动能不足的表现，虽然5月份消费增速或在前者影响下走高，但我们依然坚持今年消费弱修复的观点，消费动能在居民现金流量表和资产负债表修补之后，恢复基础或更为坚实。
- **投资需求扩张放缓。**固投增速低于市场预期，季调环比为去年7月份以后首度下滑，投资需求扩张出现减速，其中稳基建亟需财政发力；制造业投资延续较高热度，部分传统行业在政策支持和出口提振下增速提升；房地产施工面积和自筹资金有所改善，但无论是持续低迷的楼市销售、延续下行的购地面积，还是落实难度较大的房地产项目融资“白名单”制度，均表明若仅靠市场自发出清，地产深度调整或仍将演绎。
- **出口改善和假期错位支撑生产。**工业增加值同比大幅提升，在当月消费、投资需求增长均呈不同程度放缓的背景中，我们认为外需的改善是支撑国内生产的关键因素，此外假期错位也是供给端好于需求端的一个阶段性因素。其中中游装备制造业生产更旺，而传统高耗能行业在地产、基建等需求端约束下生产较弱。
- **地产组合拳有望实现更大政策效果。**517地产政策是4月政治局会议对地产表述的具体落实。当前无论是从行业层面助力走出困局，还是宏观层面打通内需堵点和防范风险蔓延，加码地产纾困政策均具有重要意义。尽管政策执行和效果仍存有一定不确定性，但我国房地产行业快速回落的进程或已过去，而本次地产政策多管齐下、力度十足，我们认为本轮地产政策有望实现更大政策效果。
- **总结来看，**4月份国内经济恢复不尽如人意，尽管存在假期错位等阶段性影响，但消费动能疲弱、项目资金发行使用节奏偏慢、房地产仍在寻底等问题依然突出，内需不足的症结仍待缓解，国内经济恢复依然高度依赖出口。与此同时，面对当前经济修复的“拦路虎”房地产，政府从促购房、保交

大同证券研究中心

分析师：杨楠

执业证书编号：S0770524040002

邮箱：yangn@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

相关研究

《紧抓政策落实，巩固回升态势 - 4月份政治局会议点评》

《5.3%增速背后的喜和忧 - 一季度&3月份经济数据解读》



楼和去库存多维度出击，志在助力房地产走出当前供需双弱的局面，我们认为本轮政策有望实现更大的政策效果。往前看，随着前期出台政策的落实和增量政策的推出显效，我们依然看好国内经济的恢复前景，新一轮库存周期或即将开启。

- 风险提示：经济走势不及预期、政策效果不及预期、地缘政治风险超预期加剧。

数据：

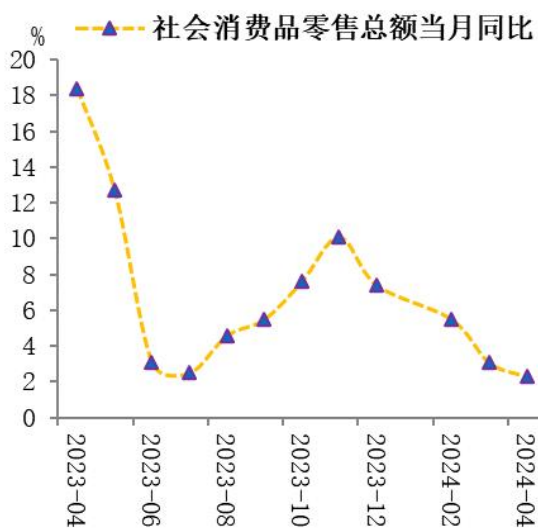
2024年1-4月全国固定资产投资（不含农户）增长4.2%，其中房地产开发投资同比下降9.8%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.0%，制造业投资同比增长9.7%。4月份，社会消费品零售总额同比增长2.3%，规模以上工业增加值同比增长6.7%。

解读：

一、消费内生动能依然偏弱

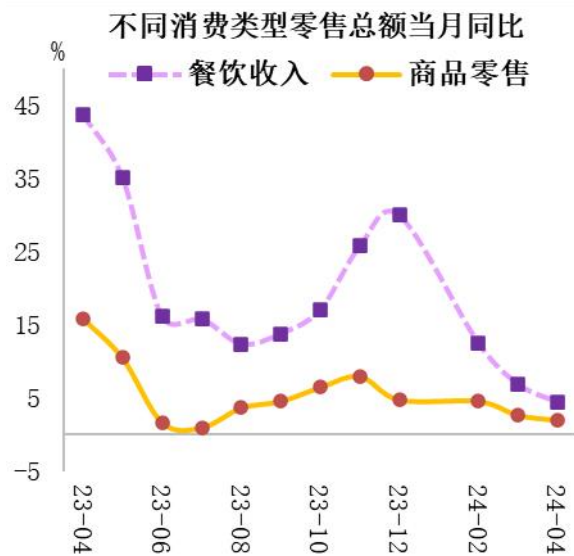
4月份社会消费品零售总额同比增速较前值回落0.8个百分点至2.3%，这一增速为防疫转段后的最低值，也大幅低于我们的预期。

图表 1：4月份社零同比增长 2.3%



数据来源：Wind，大同证券

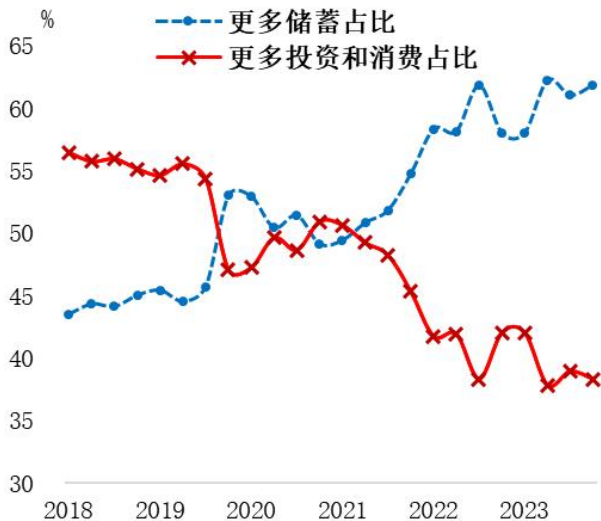
图表 2：不同类型消费同比增速



数据来源：Wind，大同证券

假期错位是消费增长低于预期的外部扰动。五一假期通常是居民消费需求集中释放的窗口，根据假期安排，今年五一假期落在五月前五日，而去年则有两日落在四月底，假期在不同月份间的分布差异导致了消费需求释放的错配，这是造成我们高估当月社零增长的重要原因，但下月社零或因为同比多两天的假期而实现更高的增长。过往2019年与今年相似，彼时五一假期在4月份的天数较前一年少2天，造成当月社零增速分别较3月和5月份低1.5和1.4个百分点。

但外部因素只是“落井下石”，消费内生动能偏弱是社零低增长的本质原因。从未季调环比来看，4月份社零环比下降8.5%，为除2022年上海疫情外同期最大降幅，这种明显超出季节性水平的降幅指向当前消费动能羸弱，即居民意愿和能力明显不足。央行二季度城镇储户问卷调查显示，更多储蓄占比处于历史高位的61.8%，更多消费和投资的占比不到四成，反映出居民消费支出和资产配置倾向较为保守；但与此形成鲜明对比的是，自去年四季度以来持续同比少增或多减的居民户存款，似乎又指向居民并没有“实力”大幅积累账户内余额，或表明消费偏弱同样客观上受到居民消费能力不足的制约，佐证了我们今年消费增长偏弱的观点。

图表 3：储户更多储蓄占比处于高位


数据来源：Wind，大同证券

图表 4：居民存款持续同比少增或多减


数据来源：Wind，大同证券

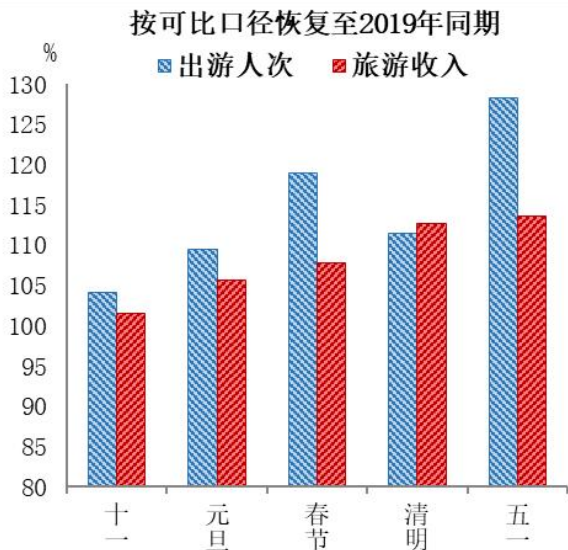
注：数据剔除1、2月份由春节错位导致的异常值。

分类型看，服务消费热度有望回升，通讯器材增速亮眼。4月份餐饮收入同比增速回落2.5个百分点至4.4%，同样是去年以来的最低增速。我们认为以餐饮业为代表的接触型密集型服务消费受前述假期错位的影响更大，因而短期增速略低，而根据文旅部数据，今年“五一”假期全国国内旅游出游人次和收入按可比口径分别较2019年同期增长28.2%和13.5%，均为去年来假期最高，出行消费热度火爆，5月份餐饮收入增速有望回升。

商品零售增速回落至2.0%，具体商品中，通讯器材类零售增速较前月提升

6.1个百分点至13.3%，前四个月累计同比增长13.2%，是今年来表现最亮眼的商品之一，这或与我国部分本土手机品牌的回归以及新一轮行业上行期有关，我们依然看好相关商品零售今年的表现。

图表 5: 五一假期出行消费热度高



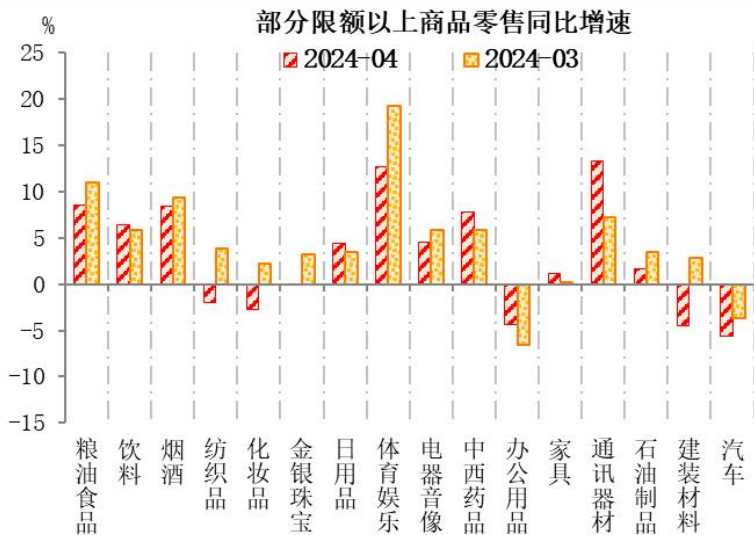
数据来源: Wind, 大同证券

图表 6: 通讯器材零售增速上行与行业周期相关



数据来源: Wind, 大同证券

图表 7: 部分商品零售增速对比



数据来源: Wind, 大同证券

整体来看，4月份社零增长明显偏弱，这既受假期错位的阶段性影响，更是消费动能不足的表现，虽然5月份消费增速或在前者影响下走高，但我们依然坚持今年消费弱修复的观点，消费动能在居民现金流量表和资产负债表修补之后，

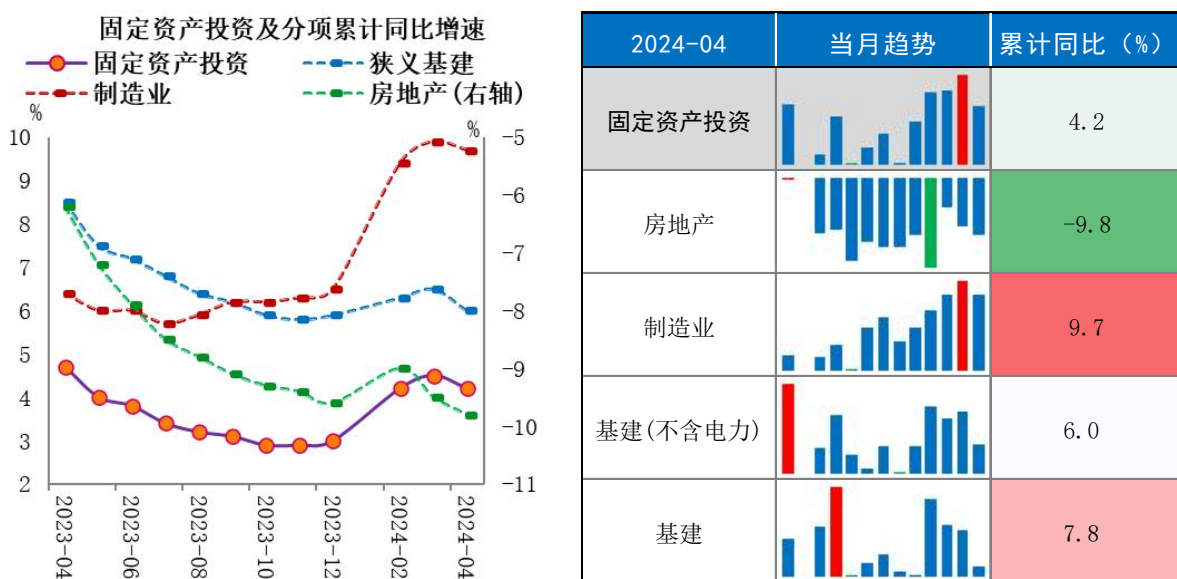


恢复基础或更为坚实。

二、投资需求扩张放缓

1-4 月份固定资产投资完成额累计同比增长 4.2%，增速较前值下降 0.3 个百分点，增速同样低于市场预期，我们测算投资当月增长约 3.5%，较上月回落 1.3 个百分点；季调环比下降 0.03%，为去年 7 月份以后首度下滑（除 1、2 月份），投资需求扩张出现减速。

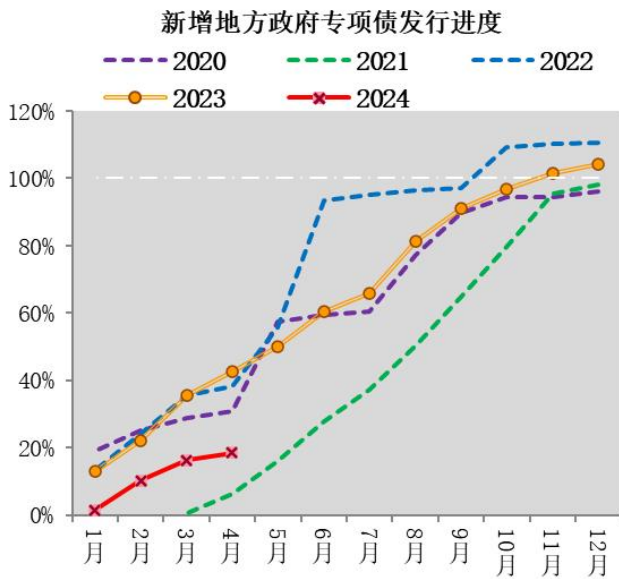
图表 8：固定资产投资累计同比增速及当月同比趋势



数据来源：Wind，大同证券

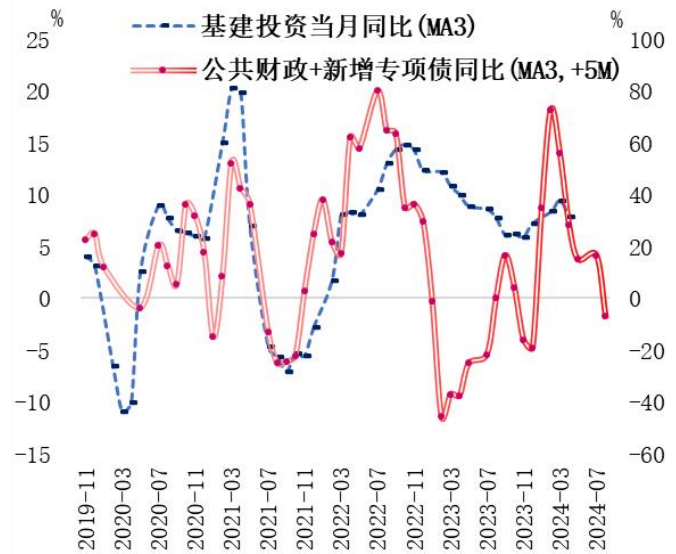
稳基建亟需财政发力。4 月份狭义基建投资累计同比增速回落 0.5 个百分点至 6.0%，我们测算单月增速降至约 5.1%。无论是增速节奏，还是宏微观数据背离上，今年的基建投资和 2022 年颇为相似，而彼时基建项目实物工作量的形成正是在政策性金融性工具出台后才得以加速。截至 3 月份，公共财政基建类支出和新增地方专项债额较去年同期持续下降，Wind 数据显示 4 月份新增地方专项债仅发行 883.5 亿，发行进度进一步放缓。过去年份中，两者增速通常领先基建投资 4-6 个月，财政支持力度的减弱会通过资金限制项目的推进，稳基建亟需财政发力。

图表 9：地方专项债发行依然偏慢



数据来源：Wind，大同证券

图表 10：财政支出领先基建投资 5 个月左右



数据来源：Wind，大同证券

4月底政治局会议明确要求“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，当前来看，截至5月17日地方专项债发行1851.9亿元，超长期特别国债顺利首发，叠加项目审批的完成，以及6月底前特别国债项目全面开工的要求，我们认为上半年基建投资增速有望回升，成为创造有效需求的重要引擎。

部分传统制造业投资继续提速。4月份制造业投资累计增速较上月小幅下降0.2个百分点至9.7%，整体延续较高热度，正如我们在上月数据点评中所述，这是政策效力显现的结果。

具体行业中，农副食品、食品制造、纺织、有色冶炼等传统制造业投资累计增速分别较上月提升1.8、8.8、3.9和1.2个百分点至19.2%、27.8%、16.3%和20.0%，增速大幅领先整体并进一步提升，政策面对设备更新和技术改造的支持，以及出口对相关行业的提振，均是传统行业旺盛投资需求的支撑因素，我们预计相关行业投资未来或延续高增；而前些年产能快速扩张的电机器材和汽车制造业投资增速持续下滑，两者分别较上月增速下降3.8和1.7个百分点至10.1%和5.7%，也分别较去年高点回落约15和30个百分点。

房地产施工面积和自筹资金有所改善，但持续性仍待观察。4月份房地产开

发投资延续回落趋势，降幅较上月走阔 0.3 个百分点至-9.8%，整体趋势符合我们年初判断，这一方面受去年以来购置土地面积收缩的滞后传导，另一方面也或受统计方法等技术性因素的影响。

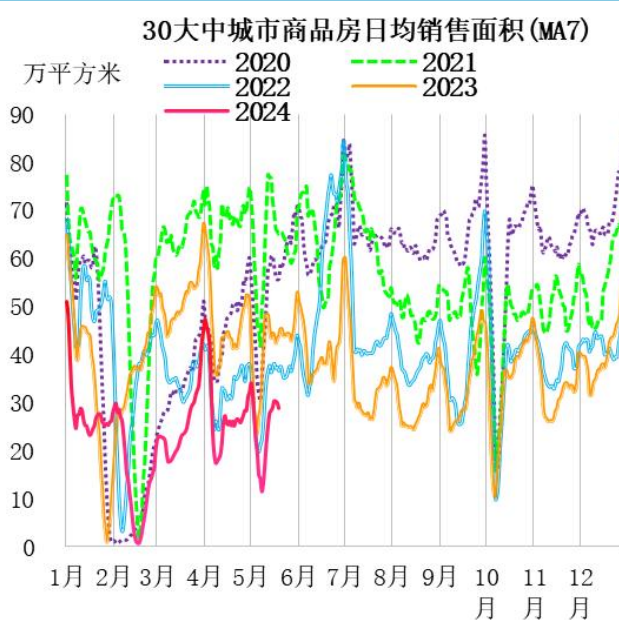
分项数据中，房地产施工面积当月同比增速上升 54.2 个百分点至 35.1%，是近 5 年来的最高单月增速，但这是建立在去年同期基数极低的基础之上，绝对面积值依然较低；而与施工面积增速回升对应的是，当月自筹资金同比上升 23.0 个百分点至 9.4%，自 2021 年底来首度转正。但我们认为这或非地产触底企稳的信号，当前无论是持续低迷的楼市销售、延续下行的购地面积，还是落实难度较大的房地产项目融资“白名单”制度，均表明若仅靠市场自发出清，地产深度调整或仍将演绎，这也是“逼出”5.17 地产政策组合的根本原因。

图表 11：房地产投资分项数据

2024-04	当月趋势	累计同比 (%)
施工面积		-10.8
新开工面积		-24.6
竣工面积		-20.4
销售面积		-20.2
地产资金来源		-24.9
国内贷款		-10.1
利用外资		-46.7
自筹资金		-10.1
定金预收		-37.2
按揭贷		-39.7

数据来源：Wind，大同证券

图表 12：楼市销售持续遇冷

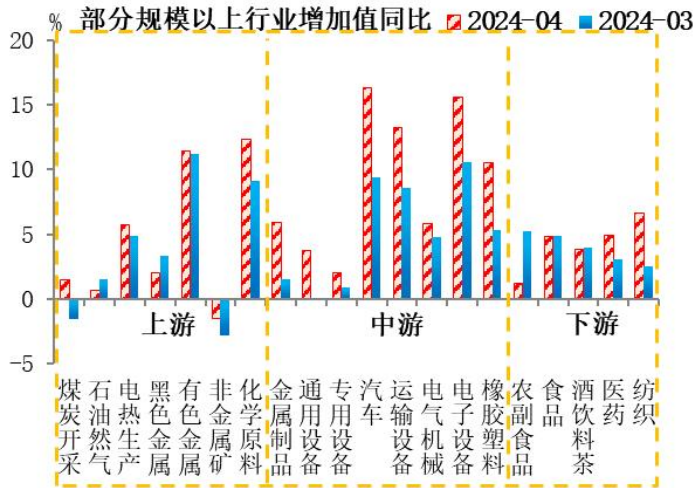
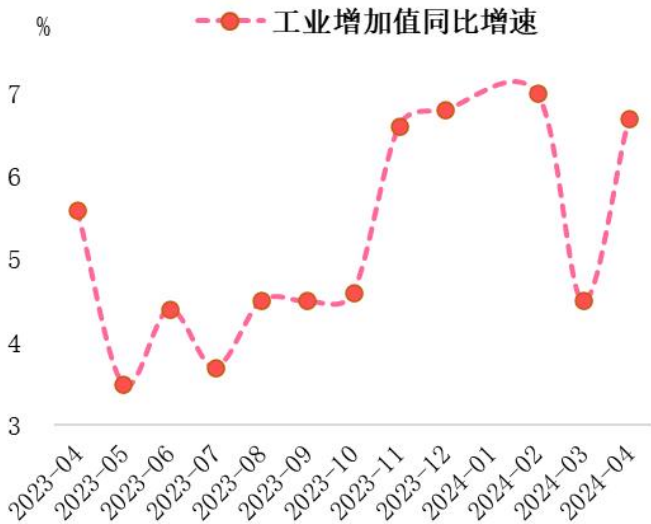


数据来源：Wind，大同证券

三、出口改善和假期错位支撑生产

4 月份规模以上工业增加值同比增长 6.7%，较前值提升 2.2 个百分点，季调环比增长 0.97%，为 2020 年 9 月之后的最大环比增长，工业生产较为强劲。在当月消费、投资需求增长均呈不同程度放缓的背景中，我们认为外需的改善是支

撑国内生产的关键因素，4月份出口和工业出口交货值增速分别较前月提升9.0和5.9个百分点至1.5%和7.3%；此外，假期错位意味着今年4月份较去年同期多两个工作日，这也是供给端好于需求端的一个阶段性因素。

图表 13：3 月份工业增加值同比增长 6.7%
图表 14：部分规模以上行业增加值同比增速


数据来源：Wind, 大同证券

数据来源：Wind, 大同证券

从具体行业来看，中游装备制造业生产更旺。当前不同行业生产分化更加突出，中游装备制造8个行业增加值均回升，其中汽车、运输设备、电子设备制造业增加值分别较上月提升6.9、4.6和5.0个百分点至16.3%、13.2%和15.6%，明显受到出口高增的带动，重点产品中集成电路、工业机器人等产品同比分别增长31.9%和25.9%，生产活跃度较高；而传统高耗能行业在地产、基建等需求端约束下生产较弱，钢铁、建材增加值分别较前月下降和上升1.3个百分点至2.0%和-1.5%，水泥、生钢、粗钢等产品产量同比分别下降10.3%、4.3%和3.0%，与电炉开工率、磨机运转率等高频指标低位运行指向一致。

四、地产组合拳有望实现更大政策效果

5月17日城乡建设部和自然资源部、央行、金融监管总局发布多项地产支持政策，包括继续推进“保交楼”、支持国企收购存量商品房“去库存”、允许回收已售土地等，此外央行推出包括降低首付和房贷利率、下调公积金贷款利率等一揽子需求端刺激政策。我们认为上述政策是4月底政治局会议上“切实做好



保教楼工作”、“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”的落实。

为何要加码地产纾困政策？从行业层面看，正如我们前边对地产行业的分析，当前房地产行业仍未走出供需双弱的负向循环，若无政策的进一步支持，市场自发出清的过程将格外痛苦，因此本次无论是从需求侧通过降低首付、房贷利率等进一步激励居民购房需求的释放，还是供给侧打通项目融资的堵点、确保在建项目完工交付，均有助于助力行业走出困局，进而更好步入新发展阶段；

从宏观层面看，当前在出口提振下国内供给端优于需求端的局面仍存，换个角度看，在内需疲弱的背景下，国内经济的恢复发展仍依赖于外需。而当前海外对我国反倾销的调查更加频繁，借助外需消化产能的路径存在较大不确定性，提振内需才是加强经济内生动能的关键，而当下无论是投资需求的放缓，还是居民消费意愿的羸弱，均能看到地产下行作祟的痕迹；且随着资金流的持续收紧，高杠杆的房地产行业风险有进一步扩散的可能，因此稳地产是稳经济、防风险的当务之急。

本轮地产政策组合拳会带来什么效果？从三个维度来看，“保交房”方面，将通过摸清底数、分类处置、司法支持和建立长效机制四方面打好保交房攻坚战，同时对于暂不符合条件和标准的项目，要督促有关各方加大整改力度，使其符合“白名单”的项目条件和标准，这有助于更精准的打通房企项目融资的堵点，后续开发资金来源降幅可能逐步收窄；

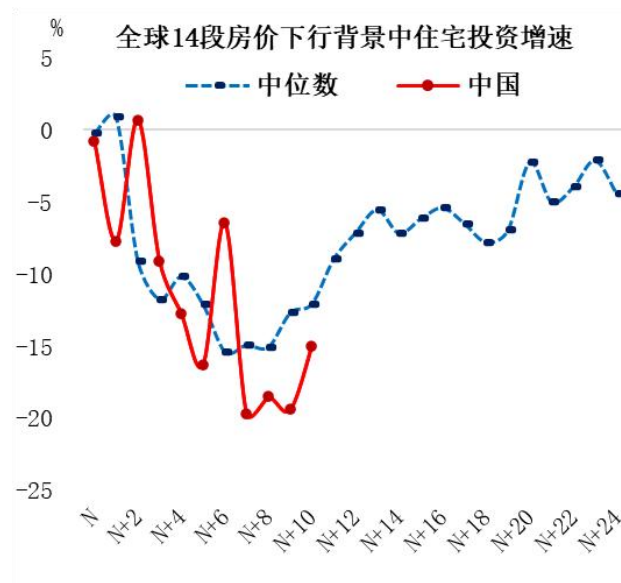
需求侧，调降首付比例、取消利率政策下限等将提升居民购房实力，增加潜在购房者的数量，进而刺激刚需和改善性住房需求的释放，有助于购房市场的筑底回升；

“去库存”方面，要求地方政府坚持“以需定购”，并出台3000亿保障性住房再贷款支持政府收储。存量房的收购一方面有助于减少商品房库存，活化房企现金流，另一方面也是构建“市场+保障”住房体系的重要途径。但现实中收购资金来源、房屋合理估价、项目成本收益等问题均需要进一步研究。



尽管政策执行和效果仍存有一定不确定性，但从全球多国房地产下行周期历史来看，在经历了两年多深度调整后，我国房地产行业快速回落的进程或已过去，而本次地产政策从促购房、保交楼和去库存维度多管齐下、力度十足，在政策合力下地产行业有条件逐步企稳，或者说，本轮地产政策有望实现更大政策效果。

图表 15：我国地产下行最快阶段或过去



数据来源：Wind，大同证券

注：N为各国房价见顶季度。

总结来看，4月份国内经济恢复不尽如人意，尽管存在假期错位等阶段性影响，但消费动能疲弱、项目资金发行使用节奏偏慢、房地产仍在寻底等矛盾依然突出，内需不足的症结仍待缓解，国内经济恢复依然高度依赖出口。与此同时，面对当前经济修复的“拦路虎”房地产，政府从促购房、保交楼和去库存多维度出击，志在助力房地产走出当前供需双弱的局面，我们认为本轮政策有望实现更大的政策效果。往前看，随着前期出台政策的落实和增量政策的推出显效，我们依然看好国内经济的恢复前景，新一轮库存周期或即将开启。

风险提示：经济走势不及预期、政策效果不及预期、地缘政治风险超预期加剧。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准		

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

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。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。