

## 4 月经济数据凸显内需仍疲软，政策支持仍需继续

金晓雯, PhD, CFA  
首席宏观分析师  
xiaowen\_jin@spdbi.com  
(852) 2808 6437

2024 年 5 月 17 日

核心观点：正如我们此前预测的，部分因为高基数原因，4 月经济数据表现仍偏弱。除了工业生产总产值和失业率之外均有超预期下滑。其中房价和房产销售的跌幅扩大最令人担忧。此外，美国对新能源汽车等行业提高关税虽然对整体出口影响有限，但中美矛盾在美国大选前增多亦会影响投资者对中国市场的信心。在此背景下，我们相信政策支持将继续，尤其是房地产政策如何加大支持力度扭转行业下行趋势或是重中之重，需要密切留意政府去库存政策进展。

4 月社会消费品零售同比增速再次放缓且低于市场预期。社会消费品零售总额同比增速从 3 月的 3.1% 下滑至 4 月的 2.3%，低于市场预期的 3.7%。高基数或是增速下滑的主要原因，去年 4 月消费品零售总额同比增速高达 18.4% (图表 2)，两年复合平均增速仍上升 3.3%。然而，低于市场预期的读数仍说明消费复苏并不如想象中理想，内需仍较为疲软。按行业分，由于去年疫情防控措施调整后对服务业的提振作用明显，服务相关零售今年 4 月下滑更为明显——服务零售额累计同比增速再下滑 1.6 个百分点到 8.4%，餐饮零售同比增速也下滑 2.5 个百分点到 4.4%。商品零售小幅下滑 0.7 个百分点到 2%。其中服装、化妆品和建筑装饰材料销售下滑最为显著，通讯器材销售改善 6.1 个百分点到 13.3% (图表 1)。

固定资产投资累计同比增速 4 月下跌 0.3 个百分点到 4.2%，低于市场预期 (4.6%)。三大重要组成部分投资增速本月均下滑 (图表 3)。具体地说：

- 1. 房地产开发投资累计同比跌幅在 4 月再扩大 0.3 个百分点到 -9.8%。**该读数亦低于市场预期的 -9.6%。相比投资，我们更为担心的是房地产两大先行指标——房产销售和房价近期的恶化。统计局数据显示不论以销售面积还是销售额计算的商品房累计同比增速 4 月均有小幅下滑 (图表 4)。高频数据显示 5 月至今 30 大中城市房产销售亦无明显改善 (图表 6)。更值得引起重视的是，房价下跌 4 月有所加快，70 大中城市新建商品住宅价格指数环比跌 0.6%，是 3 月的两倍 (图表 5)。一二三线城市跌幅均扩大。不过新开工面积累计同比跌幅略微收窄 (4 月：-24.6%，3 月：-27.8%)。
- 2. 基建投资增速 4 月下滑 0.5 个百分点到 6%。**在去年四季度开始发行的特别国债发行完毕之后，今年地方政府专项债发行工作进度较慢，或开始影响基建投资。不过随着后续专项债发行工作的加快和超长期国债开始发行，基建投资增速有望回升。
- 3. 制造业投资增速亦下滑 0.2 个百分点到 9.7%。**随着大规模设备更新政策的逐步落地，我们相信制造业投资接下来或再度回升。

工业生产总产值同比增速超预期加快。工业生产总产值同比增速显著回升 2.2 个百分点到 6.7%，高于市场预期的 5.5%。其改善或得益于出口增幅超预期转正。然而我们认为还需警惕仍疲弱的内需和持续低迷的 PPI 对工业部门的潜在拖累作用。



扫码关注浦银国际研究

失业率 4 月再下降 0.2 个百分点到 5%，好于市场预期（5.2%）。其中 31 大城市失业率微降 0.1 个百分点到 5%。

4 月实体经济数据显示经济复苏仍较不平衡，内需的疲软仍是中国经济亟需解决的问题所在。以工业生产总值为代表的供给端复苏尚可，然而今天低于市场预期下滑的消费和投资数据，以及此前发布的罕见新增社融负读数证明了疲软的内需并无显著改善。此外，在政策层层加码的情况下，房地产行业仍有继续走弱风险。高于预期的 4 月 CPI 通胀率或略微缓解市场对低迷通胀的担忧，然而在没有大规模刺激的前提下，通胀的恢复或仍较为缓慢。在今日（5 月 17 日）上午实体经济数据发布之后，沪深 300 指数早盘微跌 0.2%。

此外，关税纷争再起，需警惕其对外需的影响。继对中国的造船行业开启 301 调查之后，5 月 10 日美国总统拜登宣布大幅提高对中国的电动汽车、太阳能电池以及半导体等商品的关税。我们认为这是拜登在总统大选前通过抗衡中国赢取民众支持的手段之一。白宫估算受影响的商品在 2023 年的进口额为 180 亿美元，相当于中国出口到美国商品总额的 4.2%，中国 2023 年总出口额的 0.53%。可以说，加征关税或对中国相关产业会造成一定影响，但对整体出口增速影响或有限。不过中美矛盾在大选前增多亦会影响投资者对中国市场的信心。此外，还需要警惕中美贸易纷争进一步升级的风险，尤其如果特朗普当选美国总统，关税或迎来更为全面的加征。

在这样的背景下，我们相信政策支持仍需继续发力以稳固经济复苏。在政治局会议的引领下“两会”制定政策的落实将加快，房地产政策如何加大支持力度、扭转行业下行趋势或是重中之重。具体来看：

- 房地产方面，政治局会议提出的去库存政策如何实现将成为重点关注事项。4 月政治局会议对房地产政策的表述是一大亮点，尤其是提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。此前尽管需求端购房政策优化一直升级，但是房屋销售依然低迷。政府出面去库存或是破局房地产下行周期的关键。根据此前的经验来看，会议提出研究政策到政策落实或有半到一年的时滞，但此次政策推进或有所加快：彭博社报道今日上午中国政府将召开会议商议收储存量房和保交房。国新办也预告今天下午 4 点将举行政策例行吹风会，介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况。目前和去库存相关的地区性试点模式包括郑州和上海的“以旧换新”、广州等城市的在城中村改造中加入“房票安置”，以及央行提供贷款支持 8 大试点城市购买商品住房用作长租房等。

此外，需求端政策在政治局会议精神下迎来了再一次显著松绑。正如我们所预测的，西安、成都和杭州等二线城市全面取消限购。一线城市中深圳和北京放开了部分非核心区域的限购政策。目前全国仍保留住房限购的省份或城市，除了北京、上海、广州、深圳四个一线城市，仅剩海南省、天津市仍处于部分放开限购的状态。我们相信最终二线城市有望全部取消限购，一线城市限购政策亦将继续放宽，尽管步调仍慢。此外，合肥发布关于进一步调整优化房地产政策措施的通知，新一轮住房贷款利率下调或拉开序幕。

在公共投资端，我们不仅没看到再度重启抵押补充贷款，反而在4月迎来了高达3431亿元的净回笼。尽管如此，我们并不认为政府会减少对“三大工程”的资金支持，或仅是考虑改变融资途径。

- **稳投资和促消费仍是财政政策两大抓手。** 稳投资方面，5月13日财政部公布了2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排。一万亿元的超长期特别国债从5月24日首次发行，发行跨度近半年——最后一次发行时间为11月15日。此外，4月底召开的政治局会议呼吁“加快专项债发行使用进度”。在4月信贷数据异常低迷（图表7）之后，我们相信政府债券发行将加快以帮助稳投资和抬高社融总量。促消费方面，4月26日《汽车以旧换新补贴实施细则》发布，补贴幅度和中央政府补贴比例均高于此前市场预期，利好汽车销售。
- **货币政策方面，我们认为谨慎的货币宽松政策或继续。** 4月社融和货币供应量增速远低于预期，新增社融更是出现从2005年10月以来的首次收缩，减少1990亿元。我们并不认为这意味着货币政策已从宽松切换至收紧。央行在一季度货币政策报告中指出，相比供给，信贷需求的疲软才是导致信贷增速下行的主要原因。此外，远低于去年同期的政府债券发行也是导致4月新增社融出现负读数的另一主要原因。不过基于央行在货币政策报告中关于信贷增长和高质量发展的关系一栏所述，信贷增速此后或难再现双位数高增长。总而言之，我们仍维持此前的判断——宽松的货币政策或变得更为谨慎，视乎经济恢复和目标实现情况而定，但并不会在短期内切换到收紧。考虑到接下来还有大量的地方政府专项债和超长期国债的发行，我们预计今年接下来还有一次降准，在25-50个基点之间。但是降低政策利率（以1年期MLF利率为参照）的可能性仍低。

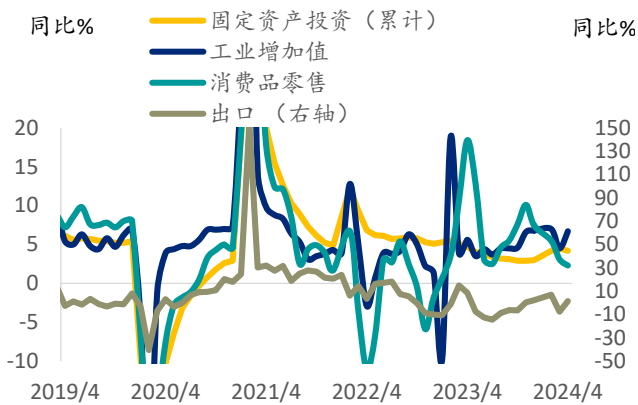
**投资风险：**政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、消费复苏动能转弱、中美贸易冲突再升级、地缘政治风险。

图表 1: 消费品零售总额增速下滑, 尤其是服务和餐饮零售表现下滑明显

	4月同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	上月同比增速 (%)	19年同期 (%)	24年/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	2.3	10.1	3.1	7.2	31.9
服务零售 (累计)	8.4		10.0		
餐饮	4.4	22.5	6.9	8.5	51.8
商品零售	2.0	8.7	2.7	7.0	28.6
必需品					
日用品类	4.4	7.2	3.5	12.6	34.9
能源类	1.6	7.4	3.5	0.1	1600.0
自选消费					
服装鞋帽针纺织品类	-2.0	13.9	3.8	-1.1	181.8
化妆品类	-2.7	10.0	2.2	6.7	-40.3
金银珠宝类	-0.1	20.2	3.2	0.4	-25.0
通讯器材类	13.3	13.9	7.2	2.1	633.3
汽车类	-5.6	14.1	-3.7	-2.1	266.7
住房相关					
家用电器和音像器材类	4.5	4.6	5.8	3.2	140.6
家具类	1.2	2.3	0.2	4.2	28.6
建筑及装潢材料类	-4.5	-7.9	2.8	-0.3	1500.0

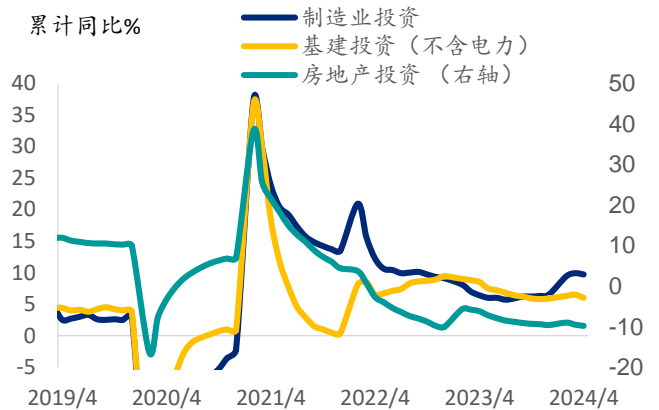
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 工业增加值 4 月改善, 但投资和消费有所下滑



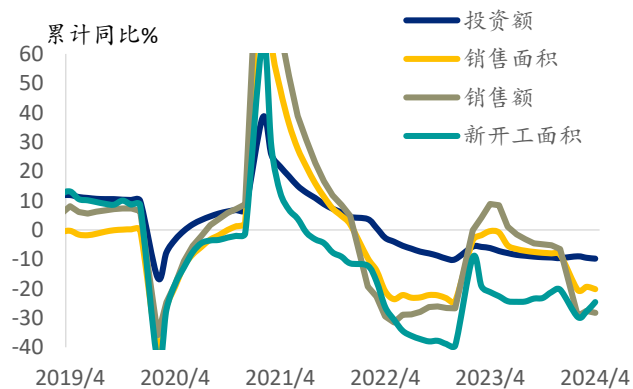
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 固定资产投资各分项均有下滑



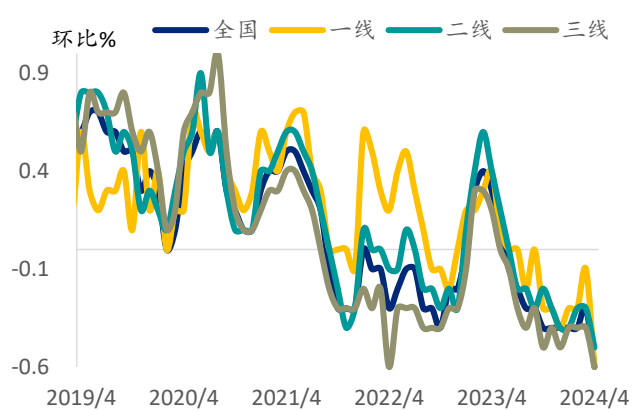
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 除投资外, 房产销售跌幅亦扩大, 新开工面积跌幅收窄



资料来源: Wind, 浦银国际

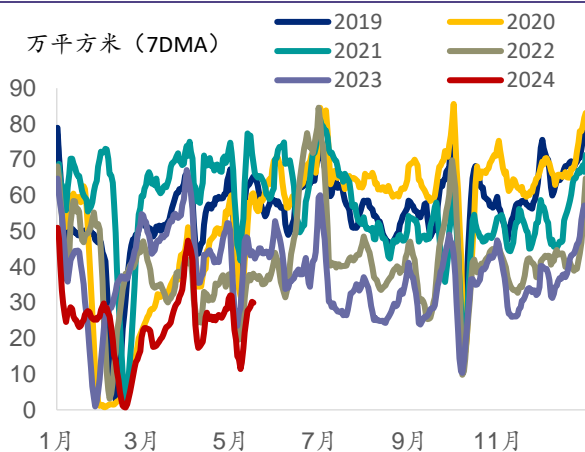
图表 5: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅显著扩大令人担忧



资料来源: Wind, 浦银国际

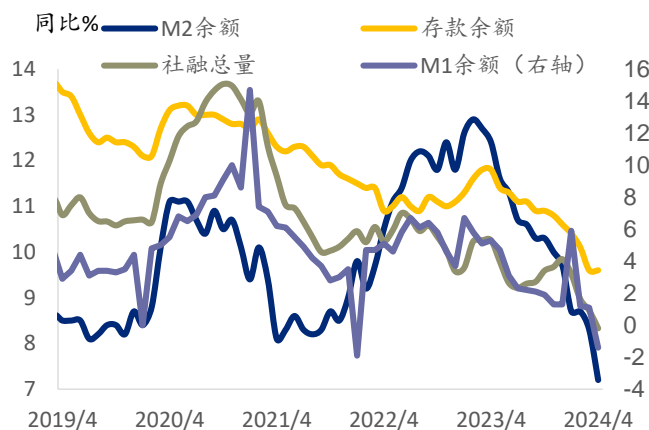


图表 6: 5 月迄今为止 30 大中城市房产销售仍弱



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 加速下行的信贷增速体现信贷需求的疲软



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 4 月 30 日	<a href="#">一季度政治局会议解读: 对房地产行业的支持或再升级</a>
2024 年 4 月 22 日	<a href="#">月度宏观洞察: 中国经济增速好于预期, 降低推出显著刺激可能性</a>
2024 年 3 月 20 日	<a href="#">月度宏观洞察: 经济目标和政策清晰, 推动中国经济继续复苏</a>
2024 年 3 月 18 日	<a href="#">1-2 月实体经济数据点评: “双轨式”经济复苏继续</a>
2024 年 3 月 14 日	<a href="#">大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布, 影响几何?</a>
2024 年 2 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察: 政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024 年 1 月 24 日	<a href="#">央行宣布降准 50 个基点, 预示货币政策将继续维持宽松</a>
2024 年 1 月 17 日	<a href="#">四季度经济增速略弱于预期, 但 12 月数据初显政策成效</a>
2024 年 1 月 5 日	<a href="#">月度宏观洞察: 静候佳音</a>
2023 年 12 月 15 日	<a href="#">11 月实体经济数据点评: 需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">中央经济工作会议解读: 高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望: 中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 15 日	<a href="#">10 月实体经济数据点评: 不均衡复苏继续, 但动能略微下滑</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察: 渐入佳境</a>
2023 年 10 月 6 日	<a href="#">国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 15 日	<a href="#">央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?</a>
2023 年 9 月 13 日	<a href="#">城中村改造对经济的影响有多大?</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">央行三箭齐发稳地产, 影响几何?</a>
2023 年 8 月 9 日	<a href="#">7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力</a>
2023 年 8 月 2 日	<a href="#">央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进</a>
2023 年 7 月 25 日	<a href="#">7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置</a>
2023 年 7 月 20 日	<a href="#">解读中央促进民营经济发展重磅文件</a>
2023 年 7 月 19 日	<a href="#">促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持</a>
2023 年 7 月 11 日	<a href="#">中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?</a>
2023 年 7 月 7 日	<a href="#">汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起</a>

资料来源: 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

