

短期因素对经济复苏构成扰动

——4 月经济数据及地产最新政策的点评

作者
分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002
邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

5 月 17 日，国家统计局公布 4 月经济数据，央行发布一系列地产政策，全国切实做好保交房工作视频会议召开。4 月部分经济数据的疲软可能与今年“假日错月”、财政支出力度不足、天气原因影响施工等偶发性因素有关。我们维持中国经济的新周期可能推动经济复苏的判断。近日一系列地产政策的推出也有望起到化解地产企业风险、为经济复苏保驾护航的作用。

4 月需求受到财政支出偏弱、假日错月等因素的影响，表现相对偏弱。季节性调整后，4 月社零环比下降 0.3%，继续较上月边际回落（前值：-1.3%），其中餐饮消费的放缓较为明显（环比：-0.7%）；固定资产投资的规模整体略有下滑（环比：-0.8%），其中，基建投资或受财政支出影响有所放缓，而地产投资继续下行，只有制造业表现较强（三者环比分别为-0.7%、-0.9%、+0.1%）。值得关注的是，商品房与住宅销售面积都出现了一些企稳的迹象。

④ 生产端：工业增加值与发电量稍有回落

与需求端偏弱的表现相一致，4 月生产端整体也有所走弱。季节性调整后，4 月工业增加值环比回落 0.3%（前值：-2.4%），较上月稍有回落；发电量环比下降 0.1%（前值：-1.0%），也较上月略有下滑；而工业企业出口交货值则进一步上行（环比：+2.9%），与 4 月出口规模保持温和的环比正增长（+0.7%）相一致。

④ 阶段性因素导致 4 月经济偏弱

4 月部分经济数据的疲软可能与今年“假日错月”、财政支出力度暂时不足、天气原因影响施工等偶发性因素有关。随着假日因素的扰动过去，以及政治局会议提到的超长期国债与专项债发行加速，4 月有所放缓的消费与基

建投资都有望环比修复，工业生产也有望随之回升。展望未来，我们维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。

④ 最新地产政策为经济复苏保驾护航

今年以来随着宏观基本面的企稳，季调后地产销售面积的下滑已有所放缓，但地产库存仍然高企，意味着地产公司现金流仍面临较大压力。早期针对地产行业的救助主要着眼于解决流动性问题，目前政策已开始通过广义财政支出，逐步为地产部门的清偿问题提供帮助。我们认为，近日一系列地产政策的推出，有利于改善地产企业现金流，有助于降低相关风险，有望对经济复苏起到保驾护航的作用。未来不能排除更大力度政策出台的可能。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地产出现超预期的信用风险事件，海外地缘政治事件超预期。

相关报告

- 1、《通胀降温，降息预期回升：——美国4月CPI数据点评》2024.05.16
- 2、《物价与金融数据无须过度担忧：——4月金融物价数据点评》2024.05.13

正文目录

1. 需求端：投资消费边际回落，地产销售下滑放缓	3
1.1 消费继续边际回落	3
1.2 地产销售出现企稳的迹象	6
1.3 投资规模稍有回落	6
2. 生产端：工业增加值与发电量稍有回落	8
2.1 工业增加值稍有回落	8
2.2 发电量略有下滑，出口交货值继续回升	9
3. 4月就业形势有所改善	10
3.1 城镇调查失业率降低	10
3.2 大中城市调查失业率下降	10
4. 未来经济与政策展望	11
4.1 阶段性因素导致4月经济偏弱	11
4.2 经济新周期的正循环可能正在启动	11
5. 最新地产政策为经济复苏保驾护航	12
5.1 今年来的地产基本面表现	12
5.2 中国地产对宏观的影响可能发生重要变化	14
5.3 从流动性救助到清偿救助	14
5.4 近期地产政策的影响和未来展望	15
6. 风险提示	16

图表目录

图表 1：社会消费品零售规模（季调）	3
图表 2：社会消费品零售同比增速	4
图表 3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）	4
图表 4：汽车与地产后周期消费（季调）	5
图表 5：其他板块的商品消费（季调）	5
图表 6：商品房及住宅销售面积（季调）	6
图表 7：固定资产投资（季调）	6
图表 8：基建与制造业投资（季调）	7
图表 9：房地产开发投资（季调）	8
图表 10：工业增加值（季调）	8
图表 11：发电量（季调）	9

图表 12: 出口交货值 (季调)	9
图表 13: 调查失业率 (季调)	10
图表 14: 调查失业率 (季调)	11
图表 15: TOP100 房企单月销售面积季调规模	13
图表 16: 近期现房销售占比大幅上行	13
图表 17: 中国住房库存规模 (季调)	14

1. 需求端：投资消费边际回落，地产销售下滑放缓

4月需求受到财政支出偏弱、假日错月等因素的影响，表现相对偏弱。季节性调整后，4月消费继续边际回落，其中餐饮消费的放缓较为明显；固定资产投资的规模整体略有下滑，基建投资或受财政支出影响有所放缓，而地产投资继续下行，只有制造业表现较强。值得关注的是，商品房与住宅销售面积都出现了一些企稳的迹象。

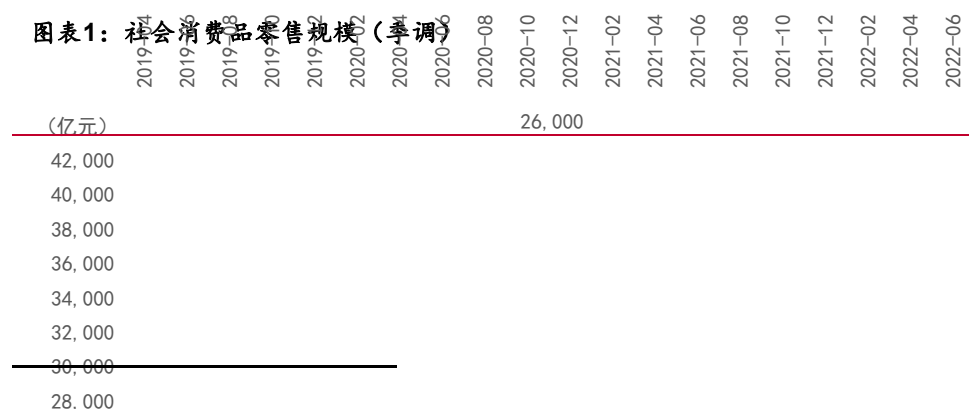
1.1 消费继续边际回落

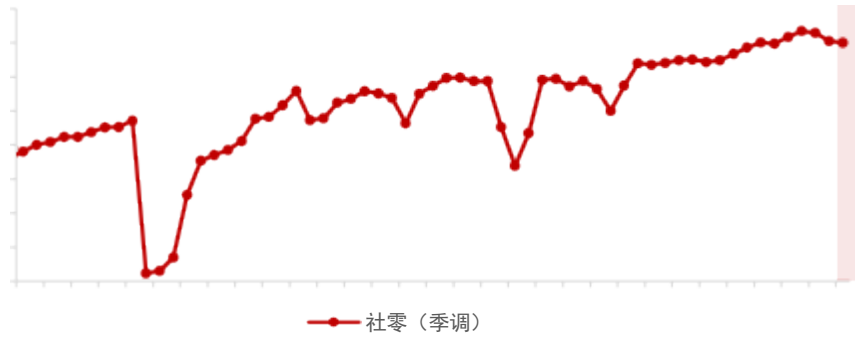
首先，4月消费继续边际回落，其中餐饮消费的放缓较为明显。季节性调整后，4月社零环比下降0.3%（3月社零较1-2月平均规模环比（以下简称“前值”）:-1.3%）。

4月社零指标的边际放缓，可能部分是受到假日错月的影响。在过去的三年间，有两年的“五一”假期都部分安排在4月份，但今年全部落在5月份。由于季节性调整会着重参考过去三年，今年4月没有“五一”假期的部分，可能会导致假期相关指标的季节性调整结果偏低。假日错月的因素对旅游出行、住宿餐饮、文化体育等行业都有较大影响。据统计局测算¹，扣除假日错月因素之后，4月服务业运行总体稳定并延续恢复态势，这说明4月餐饮消费的放缓，假日错月可能是重要原因。

此外，在汽车等大宗商品“以旧换新”政策推出之际，消费者因等待具体措施落地而推迟购买，也导致了4月部分商品消费的下滑。

图表1：社会消费品零售规模（季调）

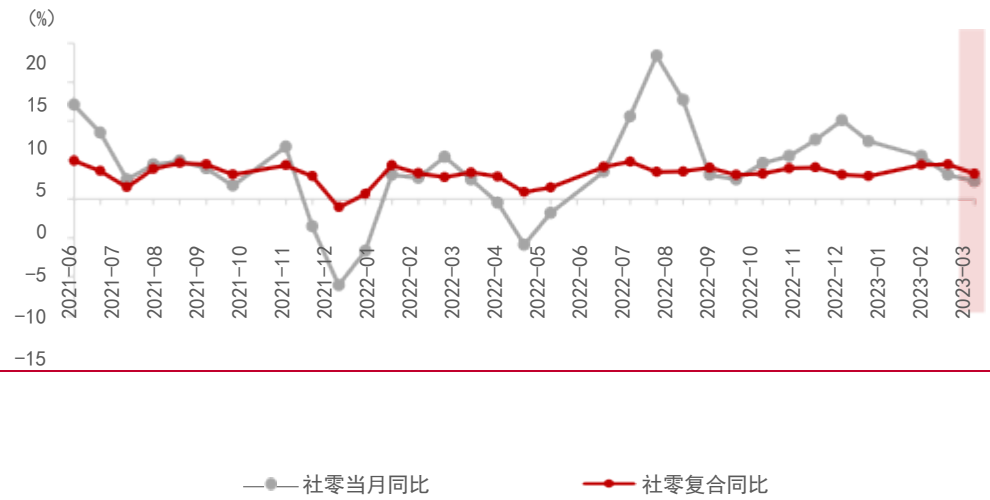




资料来源：Wind，国联证券研究所

¹ https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202405/t20240517_1955790.html

图表2：社会消费品零售同比增速

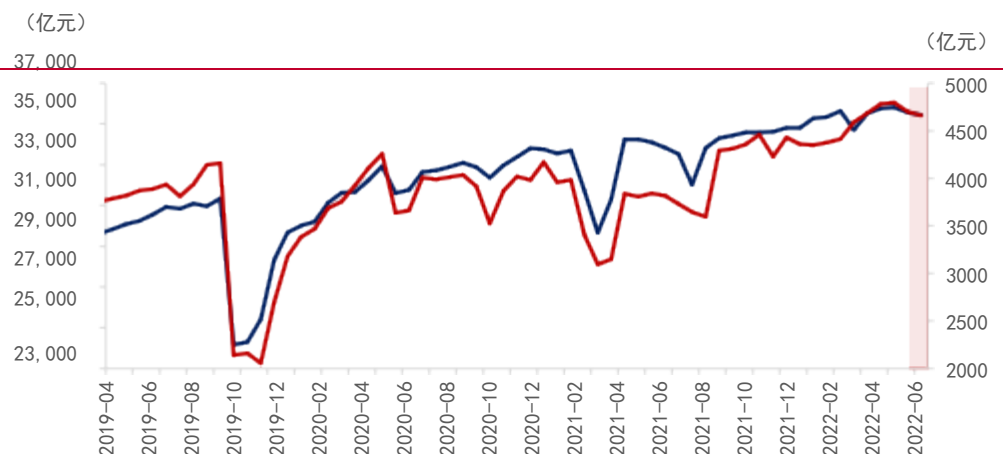


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比增速以2019年为基期

分消费类别而言，4月餐饮消费的回落较为明显。

季节性调整后，商品、餐饮消费在4月都有一定回落。具体而言，4月商品消费环比回落0.3%（前值：-0.6%），餐饮消费环比下降0.7%（前值：-1.9%）。

图表3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



— 商品社零 (季调)

— 餐饮社零 (季调, rhs)

资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，4月多数商品板块消费有所回落，只有地产后周期消费有所回升。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费有所回落，可能与餐饮消费类似，受到假日错月因素的影响。季节性调整后，外出相关消费在4月环比回落1.6%（前值：-0.6%）。

☞ 日常商品消费也出现明显回落。由于日常商品中包含体育文娱用品，其回落可能也与假日错月因素有关。季节性调整后，4月日常商品消费规模环比回落3.4%（前值：0.0%）。

☞ 汽车消费也有所下滑。季节性调整后，4月汽车消费环比下降1.7%（前值：-1.8%）。

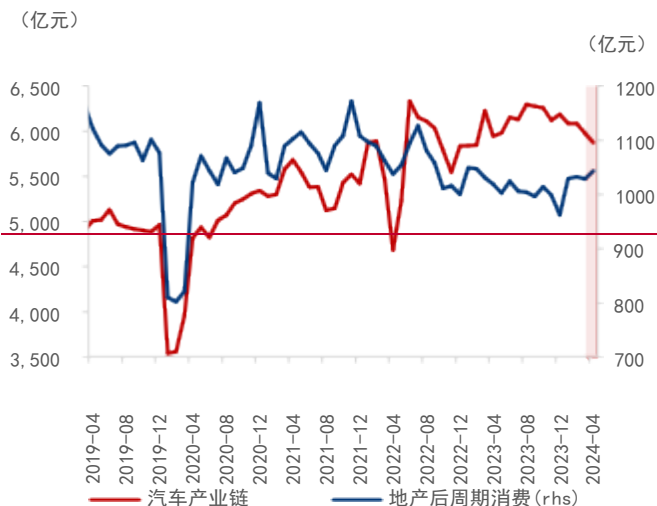
4月汽车消费表现偏弱，可能与消费者等待汽车“以旧换新”补贴措施出台，而推迟购买汽车有关。继2月底中央财经委第四次会议部署推动消费品以旧换新以来，汽车“以旧换新”补贴备受期待，部分消费者可能因此推迟购车等待补贴。

4月底，《汽车以旧换新补贴实施细则》²下发，宣布将于2024年4月24日至12月31日期间，对个人消费者以旧换新购买乘用车给予7000或10000元的一次性定额补贴，我们认为，这有望提振后续汽车消费。

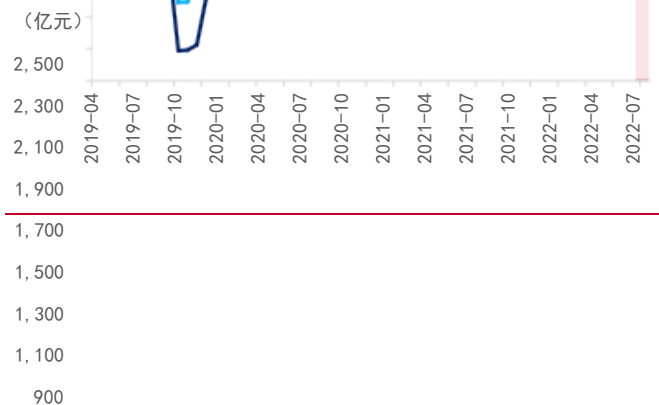
☞ 家具家电等地产后周期商品消费出现反弹。季节性调整后，地产后周期商品消费在4月环比回升1.5%（前值：-0.2%）。

☞ 粮油、食饮及药品等必选消费基本保持平稳。季节性调整后，其4月环比增速为-0.4%（前值：+0.7%）。

图表4：汽车与地产后周期消费（季调）



图表5：其他板块的商品消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

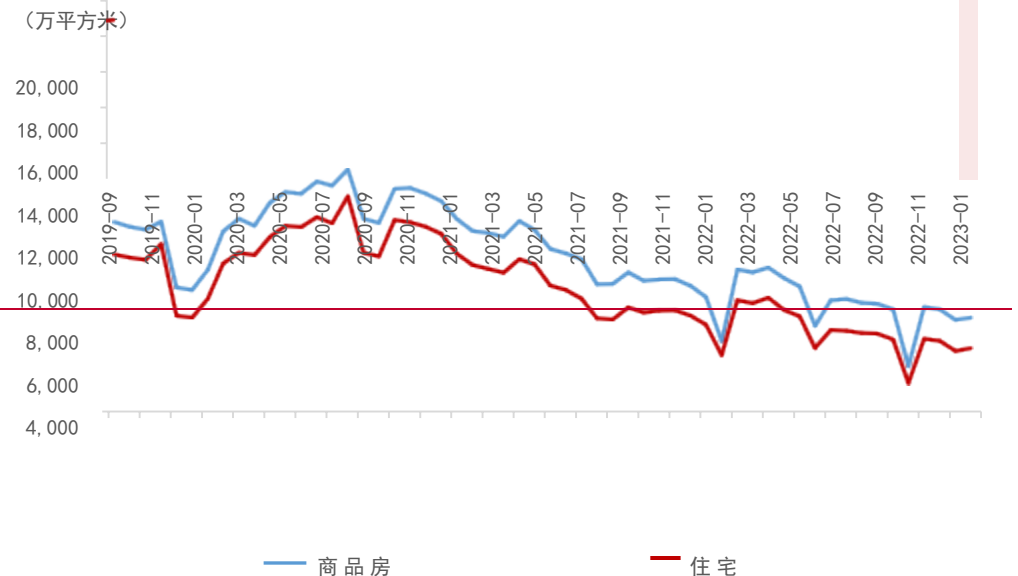
资料来源：Wind，国联证券研究所

² https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/202404/content_6947864.htm

1.2 地产销售出现企稳的迹象

4月地产销售规模环比出现正增长。从经过季节性调整的数据来看，4月商品房销售规模环比增长1.3%（前值-6.5%），其中住宅销售面积环比增长2.2%（前值-7.7%）。

图表6：商品房及住宅销售面积（季调）



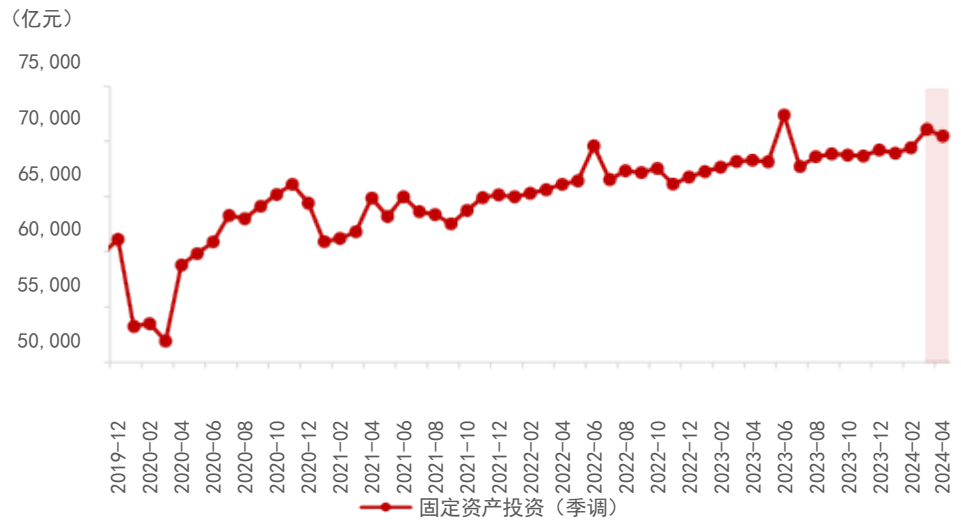
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 投资规模稍有回落

4月固定资产投资在季节性调整后整体略有下滑。其中，制造业投资表现较强，基建投资有所放缓，地产投资继续下滑。

从经过季节性调整后的数据来看，4月固定资产投资规模环比回落0.8%（前值：+2.8%），说明4月固定资产投资规模整体稍有回落。

图表7：固定资产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

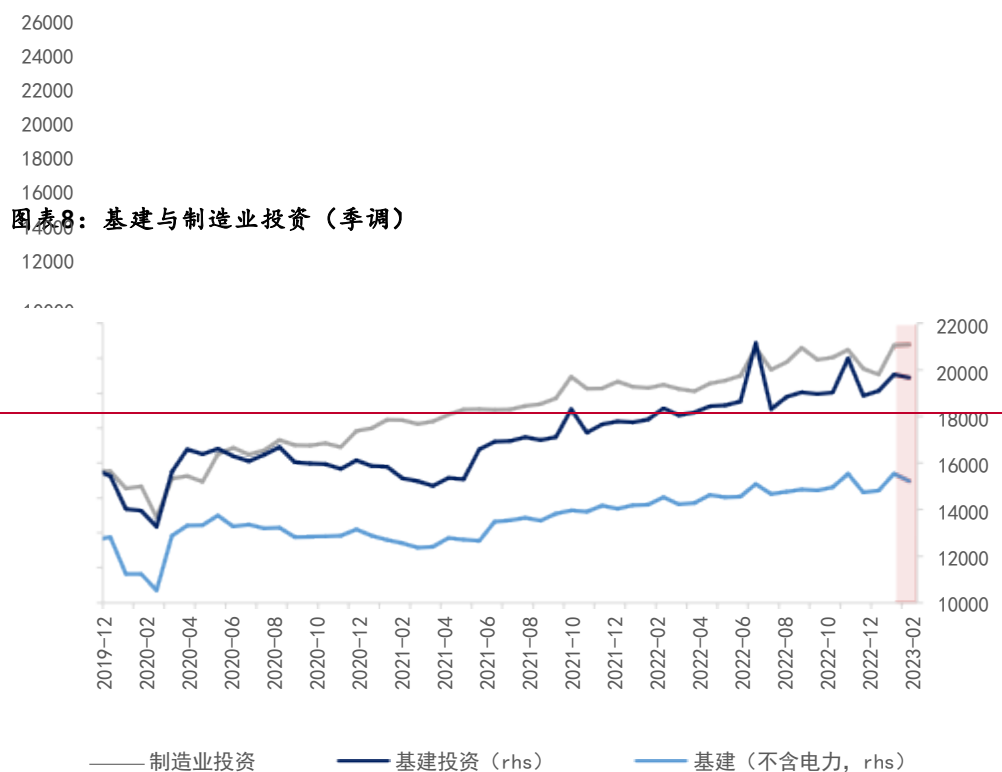
从结构上来看：

制造业投资继续回升。季节性调整后，4月制造业规模在上月的明显回升后继续略有增长，其环比增速为+0.1%（前值：+6.5%）。

基建投资稍有放缓。季节性调整后，4月广义的基建投资（包含电力）环比回落0.7%（前值：+4.2%）。其中，不包含电力的狭义基建投资环比增速为-2.1%（前值：+5.2%），这意味着电力以外其他领域的基建投资可能放缓更为明显。

基建投资在4月的放缓可能与财政发力节奏偏慢有关，4月对社融的一个重要拖累是政府债券净发行为负。但四月政治局会议³提出，“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”。我们认为，这可能意味着，后续超长期特别国债与专项债发行使用节奏都将有所加快，或有望对基建投资构成支撑。

（此外，南方部分地区4月份雨涝灾害可能也一定程度上影响了施工进度⁴）



资料来源：Wind，国联证券研究所

地产投资继续环比回落。季节性调整后，4月地产投资规模环比回落0.9%（前值：-8.8%）。尽管4月地产销售面积出现了一些企稳的迹象，但是考虑到居民部门以及地产企业仍具有较高地产库存，我们认为未来一段时间的地产投资可能仍有下行压力。

³ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6948449.htm

⁴ https://www.stats.gov.cn/sj/sjid/202405/t20240517_1955790.html

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/578066054141006071>