

# 2024年4月宏观经济：基本面回稳向好，供给强于需求

## ——2024年4月宏观经济解读

### 核心观点

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

我们认为，2024年4月基本面延续修复态势，供给端修复较快，4月份规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，核心在于工业稳增长政策效果凸显，尤其是十大重点行业生产端扩张态势明显，同时4月全国服务业生产指数同比增长3.5%，也处于持续恢复性增长区间。在市场内生动能企稳以及稳增长政策发力的情况下，经济总体处于向潜在增长中枢回归的过程，制造业PMI连续2个月保持在扩张区间，经济回升的持续性较好。

大类资产方面，围绕统筹发展与安全的主线，我们建议关注资本市场三大主线：一是资产荒背景下的高股息红利类资产，二是上游资源品有望形成量价齐升的行情，三是安全与发展融合的相关领域，特别是成长股方面，建议关注下半年市场风险偏好的提振对其形成向上牵引力，以及海外流动性预期明朗化后对其估值改善的贡献。固定收益方面，预计10年期国债收益率总体呈现震荡后逐渐向下的走势，下半年10年期国债到期收益率的低点可能触达2.2%左右。银行间市场积累的超额储蓄较难大幅流入股市、楼市和消费，资产荒背景下仍然需要配置债券，利率较难出现超预期上行。

#### □ 工业生产强劲，仍待需求发力

4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.7%，比上月加快2.2个百分点；环比增长0.97%，好于市场及我们预期。我们认为，除基数影响外，工业稳增长前置发力对工业高增长继续形成强力支撑。4月份全国服务业生产指数同比为3.5%，较前值5.0%回落较多，生产性服务业接力生活性服务业。生产性服务业景气较高受益于工业生产较高景气带动。展望未来，若需求侧政策积极发力形成实物工作量落地，则有助于进一步提振工业企业信心，工业生产有望积极。

#### □ 社零同比增速回落，呈现结构性分化

4月社会消费品零售总额同比+2.3%（前值+3.1%），三年复合增速为+2.5%（前值+3.2%）。主因受到假期天数比上年同月减少2天、同期基数比较高等因素影响，社零读数回落。结构上，一方面，缘于消费品以旧换新政策和消费习惯变化，通讯器材和文体用品表现较好。但另一方面，高社交属性消费、汽车和地产后周期消费回落，拖累社零数据修复：其一，4月出行类、聚集类等高社交属性消费走弱，餐饮、纺织鞋帽、金银珠宝同比增速均回落；其二，受降价影响汽车零售额疲软，价格竞争导致消费者对汽车购买持有观望态度，4月乘用车销量同比和环比双降；其三，4月地产后周期消费仍然承压，整体保持低位运行。

#### □ 固定资产投资增速相对平稳，制造业资本开支保持较强韧性

2024年1-4月全国固定资产投资（不含农户）增速为4.2%，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.9%。分领域看，制造业投资增长9.7%，基础设施投资（统计局口径）增长6.0%，房地产开发投资下降9.8%。根据我们测算，4月当月固定资产投资（不含农户）增速为3.5%，其中制造业投资增长9.3%，基础设施投资（统计局口径）增长5.1%，房地产开发投资下降10.5%。值得关注的是，设备工器具购置延续涨势，是资本开支的重要支撑。据我们测算，4月设备工器具购置

同比增速为16.5%。考虑铁路船舶航空航天运输设备投资需求涨势较好，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对汽车制造业的带动作用也在继续释放，我们认为技术改造投资将成为投资需求的增量弹性来源。

#### □ 农民工就业改善带动失业率下行

4月全国城镇调查失业率为5.0%，前值5.2%，好于我们预测，随着经济生产的恢复，失业率向2017-2019年的中枢水平回归，符合季节性规律。在农民工行业分



**分析师：林成炜**

执业证书号： S1230522080006  
linchengwei@stocke.com.cn

**分析师：廖博**

执业证书号： S1230523070004  
liaobo@stocke.com.cn

**分析师：张浩**

执业证书号： S1230521050001  
zhanghao1@stocke.com.cn

**分析师：潘高远**

执业证书号： S1230523070002  
pangaoyuan@stocke.com.cn

**相关报告**

- 1 《江苏省：高端制造及外贸强省，向新而行》 2024.05.17
- 2 《发展为矛，安全为盾》 2024.05.16
- 3 《金融数据回落既有短期也有长期视角》 2024.05.11

布结构上近年来发生调整，制造业占比稳中有升，建筑业占比有所回落，批发零售、住宿餐饮等服务业占比提升较大。基于结构转型的变化，我们认为，农民工就业能否积极向好的关键主要在于，制造业和批发零售、住宿餐饮等服务业保持向好趋势的持续性，以此抵补地产投资偏弱运行带来的建筑业压力。

#### □ 风险提示

- 1) 美国大选背景下，中美博弈或加剧
- 2) 巴以冲突外溢，或导致中东局势持续紧张
- 3) 朝韩冲突升级存在隐忧

## 正文目录

1 宏观经济维持良好恢复态势 .....	5
2 工业生产强劲，仍待需求发力 .....	6
3 社零同比增速回落，呈现结构性分化 .....	6
4 投资需求增速相对稳定，制造业继续挑大梁 .....	8
4.1 制造业投资是投资需求的主要支撑 .....	9
4.2 后续关注财政发力，基建有望平稳增长 .....	13
4.3 地产投资趋弱，关注“以旧换新” .....	14
5 农民工就业改善带动失业率下行 .....	15
6 风险提示 .....	17

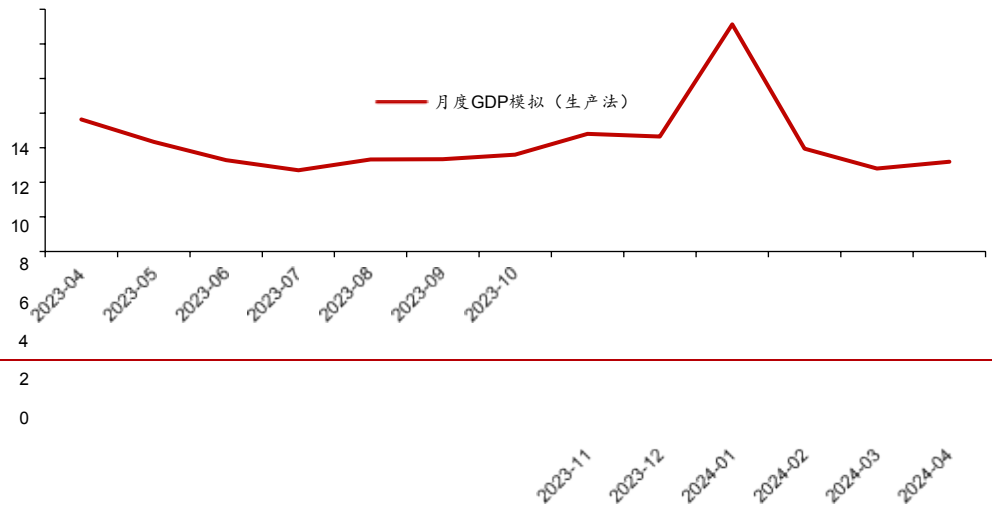
## 图表目录

图 1: 4 月经济延续回升态势 (单位: %)	5
图 2: 工业增加值主要门类: 4 月同比	6
图 3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比	6
图 4: 4 月社会消费品零售总额同比+2.3%	7
图 5: 4 月 30 大中城市商品房销售面积低于历史同期	7
图 6: 4 月 12 城地铁客运量回落	8
图 7: 4 月民航班机执飞量回落	8
图 8: 4 月固定资产投资动能处于改善通道	8
图 9: 4 月固定资产投资的动能呈现 K 型分化	8
图 10: 4 月设备工器具购置增速较快	9
图 11: 大规模设备更新有望驱动设备工器具购置占比进一步提升	9
图 12: 4 月民间投资继续维持正增长	9
图 13: 2024 年以来制造业投资当月同比增速均强于历史均值	10
图 14: 4 月制造业投资环比增速仍处于改善区间	10
图 15: 高技术制造业是制造业投资的重要支撑	13
图 16: 2024 年地产投资并未呈现开年跳点 (%)	15
图 17: 商品房销售增速未有明显起色 (%)	15
图 18: 4 月全国城镇调查失业率为 5.0%, 3 月为 5.2%	16
图 19: 4 月外来农业户籍人口调查失业率改善明显	16
图 20: 农民工分布从建筑业向批零、住宿餐饮等服务业转移	16
表 1: 制造业各子行业固定资产投资当月增速 (单位: %)	11
表 2: 制造业各子行业固定资产投资占比 (根据月度累计投资值测算, 单位: %)	12

## 1 宏观经济维持良好恢复态势

我们认为，2024年4月基本面延续修复态势，从复苏节奏上相较3月边际放缓，但供给端涨势好于市场预期，4月份规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，核心在于工业稳增长政策效果凸显，尤其是十大重点行业生产端扩张态势明显，同时4月全国服务业生产指数同比增长3.5%，也处于持续恢复性增长区间。据我们测算，4月当月GDP同比增速（扣除价格因素）或在5%以上，我们前瞻研判，二季度GDP增速可能保持在5%左右（具体参见2024年5月16日报告《发展为矛，安全为盾——2024年宏观半年度策略报告》）。

图1：4月经济延续回升态势（单位：%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从供给侧看，工业稳增长政策对基本面有积极支撑。4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.7%，比上月加快2.2个百分点；环比增长0.97%。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%。装备制造业增加值增长9.9%，比上月加快3.9个百分点；高技术制造业增加值增长11.3%，加快3.7个百分点。分产品看，3D打印设备、新能源汽车、集成电路产品产量同比分别增长55.0%、39.2%、31.9%。

从需求侧看，由于3月份市场需求释放集中，4月份需求增速有所回调。4月份，社会消费品零售总额同比增长2.3%，环比增长0.03%。按消费类型分，商品零售增长2.0%，餐饮收入增长4.4%。投资端固定资产投资稳中有升，1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.9%。分领域看，基础设施投资同比增长6.0%，制造业投资增长9.7%，房地产开发投资下降9.8%。值得持续关注的是，产业政策引领高技术制造业扩大资本开支，1-4月份航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长49.6%、10.2%。

大类资产方面，围绕统筹发展与安全的主线，我们建议关注资本市场三大主线：一是资产荒背景下的高股息红利类资产，二是上游资源品有望形成量价齐升的行情，三是安全与发展融合的相关领域，特别是成长股方面，建议关注下半年市场风险偏好的提振对其形成向上牵引力，以及海外流动性预期明朗化后对其估值改善的贡献。固定收益方面，预计 10 年期国债收益率总体呈现震荡后逐渐向下的走势，下半年 10 年期国债到期收益率的低点可能触达 2.2% 左右。银行间市场积累的超额储蓄较难大幅流入股市、楼市和消费，资产荒背景下仍然需要配置债券，利率较难出现超预期上行。



## 2 工业生产强劲，仍待需求发力

4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，比上月加快 2.2 个百分点；环比增长 0.97%，好于市场及我们预期。我们认为，除基数影响外，工业稳增长前置发力对工业高速增长继续形成强力支撑。

当前供给侧工业稳增长政策先行发力，若设备更新、汽车家电以旧换新等需求侧政策落地与供给侧匹配，则有望进一步激发工业企业内生动力，提升工业生产积极向好的持续性。从内需来看，需求侧政策仍待发力落地与供给侧稳增长相匹配，当前关键在于设备更新和汽车家电以旧换新的落地，其次是基建和地产“三大工程”在未来形成实物工作量。从外需来看，出口性价比红利有望保持支撑。

从高频数据上看，4 月工业生产景气总体向好，但行业有所分化。其中汽车半钢胎开工率环比微增、同比高增；焦炉开工率环比、同比负增长，山东炼油厂开工率、全国高炉开工率、全国螺纹钢产量环比有所回升，钢铁生产链条呈现筑底特征；PTA 产量较上月小幅下降。

4 月份全国服务业生产指数同比为 3.5%，较前值 5.0% 回落较多，生产性服务业接力生活性服务业。生产性服务业景气较高受益于工业生产较高景气带动。4 月信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业生产指数同比分别增长 10.8%、6.1%、5.4%、4.3%，快于服务业生产指数。

从分项数据上看，4 月份采矿业同比上升 2.0%，制造业同比增长 7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%，制造业增速保持积极态势。我们主要关注的工业产品产量中，4 月份汽车（15.4%）、十种有色金属（7.0%）和发电量（3.1%）均实现正增长，水泥（-8.6%）、钢材（-1.6%）和原煤（-2.9%）负增长。新动能态势向好，3D 打印设备、新能源汽车、集成电路产品产量同比分别增长 55.0%、39.2%、31.9%。

展望未来，若需求侧政策积极发力形成实物工作量落地，则有助于进一步提振工业企业信心，工业生产有望积极。

图2：工业增加值主要门类：4 月同比

资料来源：Wind，浙商证券研究所

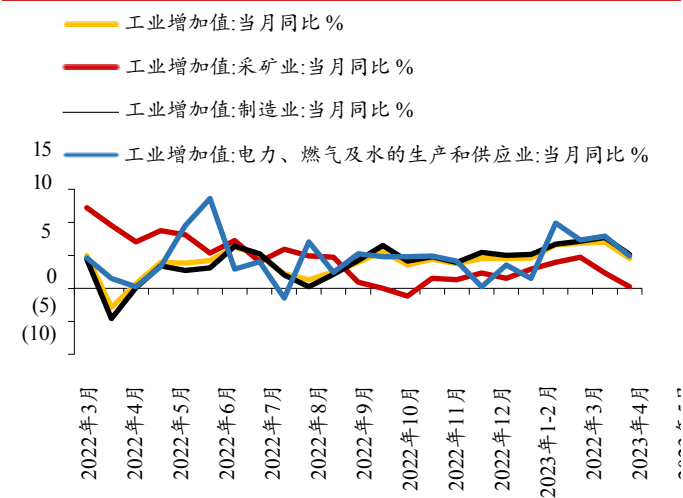
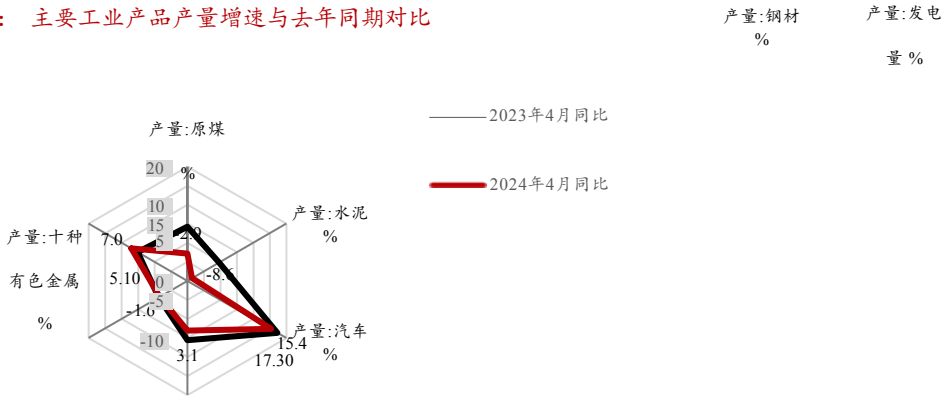




图3: 主要工业产品产量增速与去年同期对比

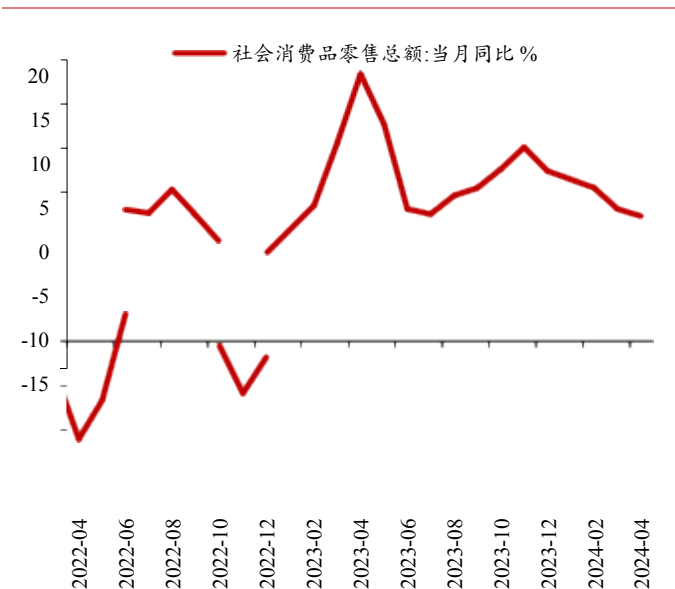


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 3 社零同比增速回落，呈现结构性分化

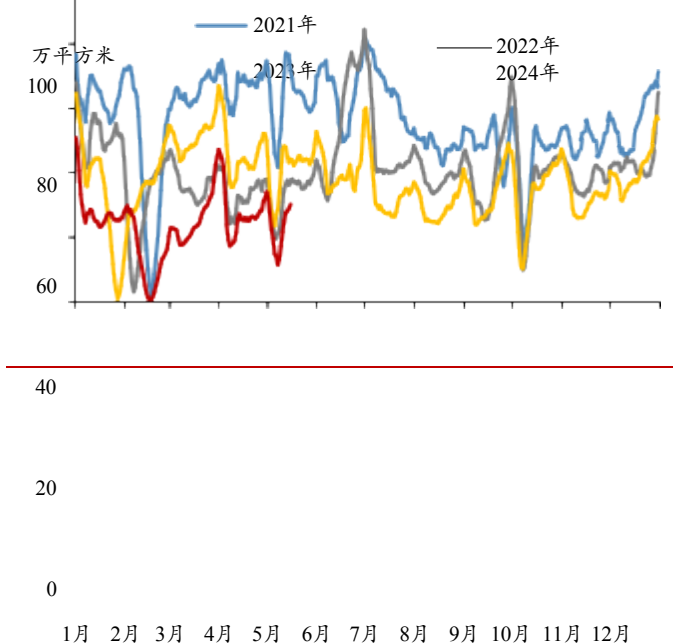
4月社会消费品零售总额同比+2.3%（前值+3.1%），三年复合增速为+2.5%（前值+3.2%）。主因受到假期天数比上年同月减少2天、同期基数比较高等因素影响，社零读数回落。结构上，一方面，缘于消费品以旧换新政策和消费习惯变化，通讯器材和体娱用品表现较好。但另一方面，高社交属性消费、汽车和地产后周期消费回落，拖累社零数据修复：其一，4月出行类、聚集类等高社交属性消费走弱，餐饮、纺织鞋帽、金银珠宝同比增速均回落；其二，受降价影响汽车零售额疲软，价格竞争导致消费者对汽车购买持有观望态度，4月乘用车销量同比和环比双降；其三，4月地产后周期消费仍然承压，整体保持低位运行。

图4：4月社会消费品零售总额同比+2.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5：4月30大中城市商品房销售面积低于历史同期



资料来源：Wind，浙商证券研究所

结构上，一方面，消费品以旧换新政策和消费习惯变化，使得通讯器材和体娱用品表现较好。4月通讯器材同比增速+13.3%（前值+7.2%），体娱用品12.7%（前值19.3%）。我们认为3月国务院出台的大规模设备更新和消费品以旧换新的相关政策短期内对小额消费带动更强，有效提振手机等通讯设备换购需求，支撑通讯器材类增速走强。此外，体娱用品类零售额同比增速年初以来均保持两位数的高增速，反映出2023年以来消费者对运动健康类消费需求的提升，且伴随2024年巴黎奥运会临近，体育消费热潮有望进一步延续。

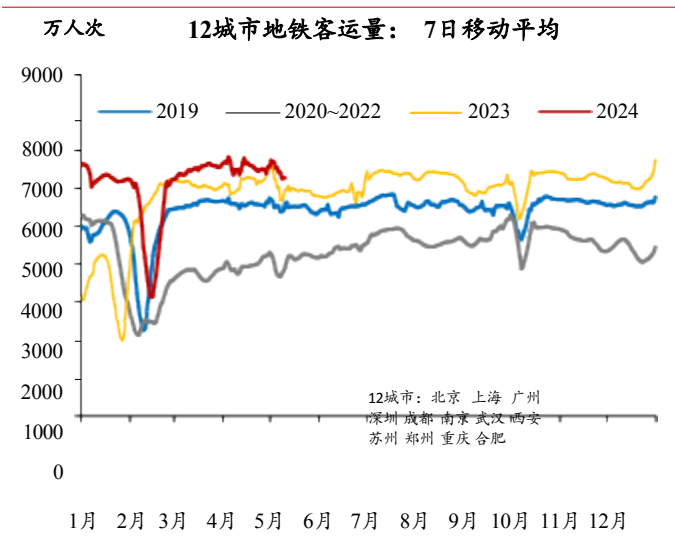
但另一方面，高社交属性消费、汽车和地产后周期消费，拖累社零数据修复。其一，4月出行类、聚集类等高社交属性消费走弱。出行类、聚集类等高社交属性消费回落，餐饮收入同比+4.4%（前值+6.9），纺织鞋帽收入同比-2%（前值+3.8%），金银珠宝收入同比-0.1%（前值3.2%）。

其二，受降价影响汽车零售额疲软，价格战导致消费者对汽车购买持有观望态度，4月乘用车销量同比和环比双降。从乘用车数据来看，量的方面，4月全国乘用车市场零售153.2

万辆， 同比-5.7%， 环比-9.4%； 价格方面， 据乘联会数据显示， 2024 年 1 季度降价规模已经 超过 2023 年全年的 6 成， 相当于 2022 年的降价总规模， 汽车行业利润率 4.6%， 仍低于整 个工业企业利润率 4.9%的平均水平。持续价格竞争带来部分消费者对汽车购买持有观望态 度， 进一步抑制了销量提升的空间。

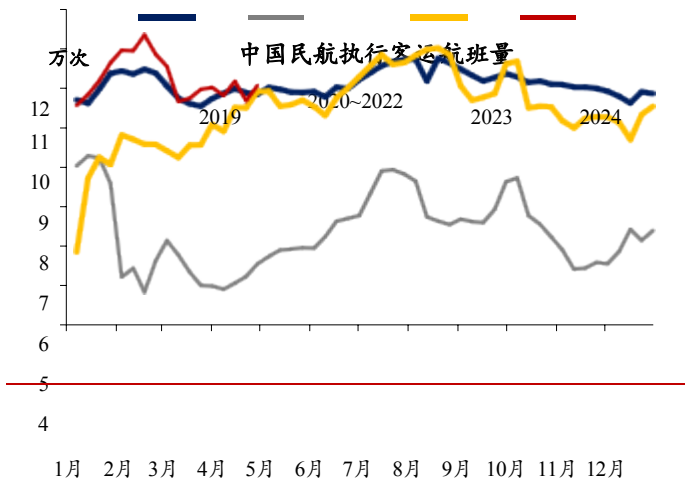
**其三， 4 月地产后周期消费仍然承压， 整体保持低位运行。**4 月家具、 家电、 建筑装潢销售额同比分别为+1.2%、 +4.5%、 -4.5%（前值+0.2%、 +5.8%、 +2.8%）， 地产后周期消费短期内依然承压。今年以来尽管政策面持续优化， 行业还预期有待修复。往后看， 消费品和房地产以旧换新政策或对家具和家电等消费品形成提振， 地产后周期消费有望回暖上行。

图6：4月12城地铁客运量回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：4月民航航班执飞量回落



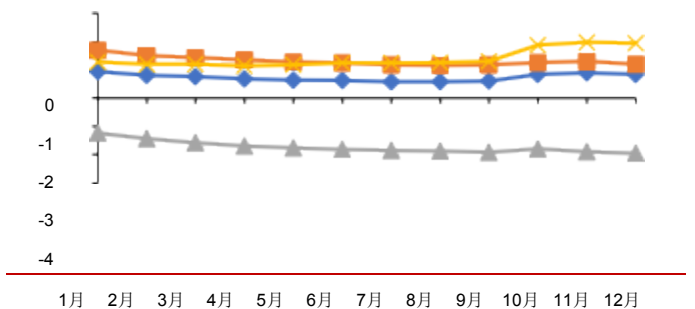
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4 投资需求增速相对稳定，制造业继续挑大梁

2024年1-4月全国固定资产投资（不含农户）增速为4.2%，扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.9%。分领域看，制造业投资增长9.7%，基础设施投资（统计局口径）增长6.0%，房地产开发投资下降9.8%。根据我们测算，4月当月固定资产投资（不含农户）增速为3.5%，其中制造业投资增长9.3%，基础设施投资（统计局口径）增长5.1%，房地产开发投资下降10.5%。值得关注的是，设备工器具购置延续涨势，是资本开支的重要支撑。据我们测算，4月当月设备工器具购置同比增速为16.5%。

考虑铁路船舶航空航天运输设备投资需求涨势较好，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对汽车制造业的带动作用也在继续释放，我们认为技术改造投资将成为投资需求的增量弹性来源。展望全年，我们预计固定资产投资增速有望实现4.2%左右（具体参见2024年5月16日报告《发展为矛，安全为盾——2024年宏观半年度策略报告》）。

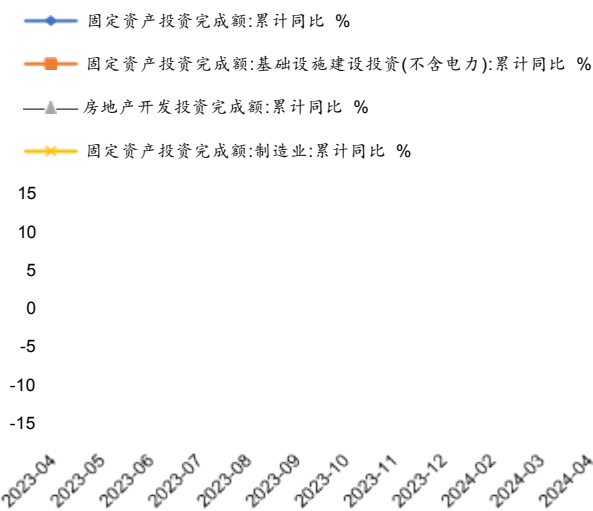
图8：4月固定资产投资动能处于改善通道



2  
1

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：4月固定资产投资的动能呈现K型分化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：4月设备工器具购置增速较快

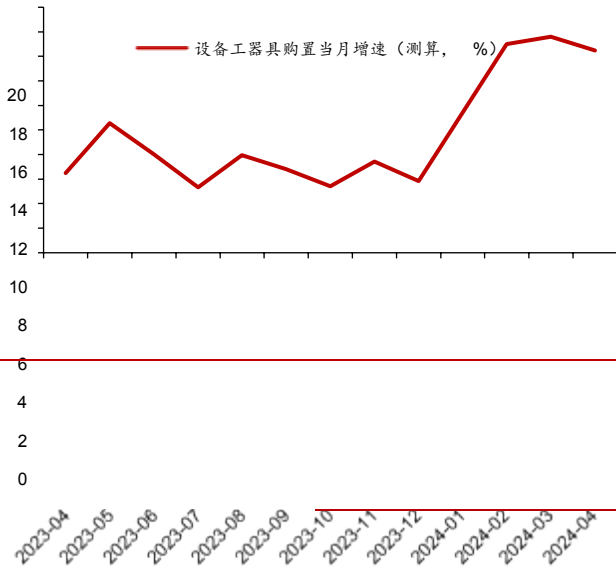
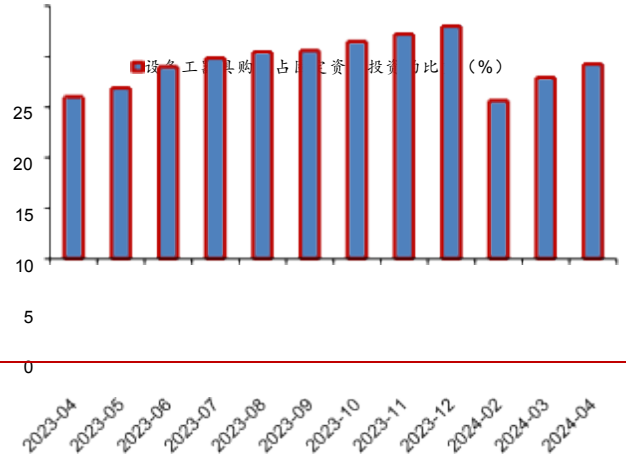


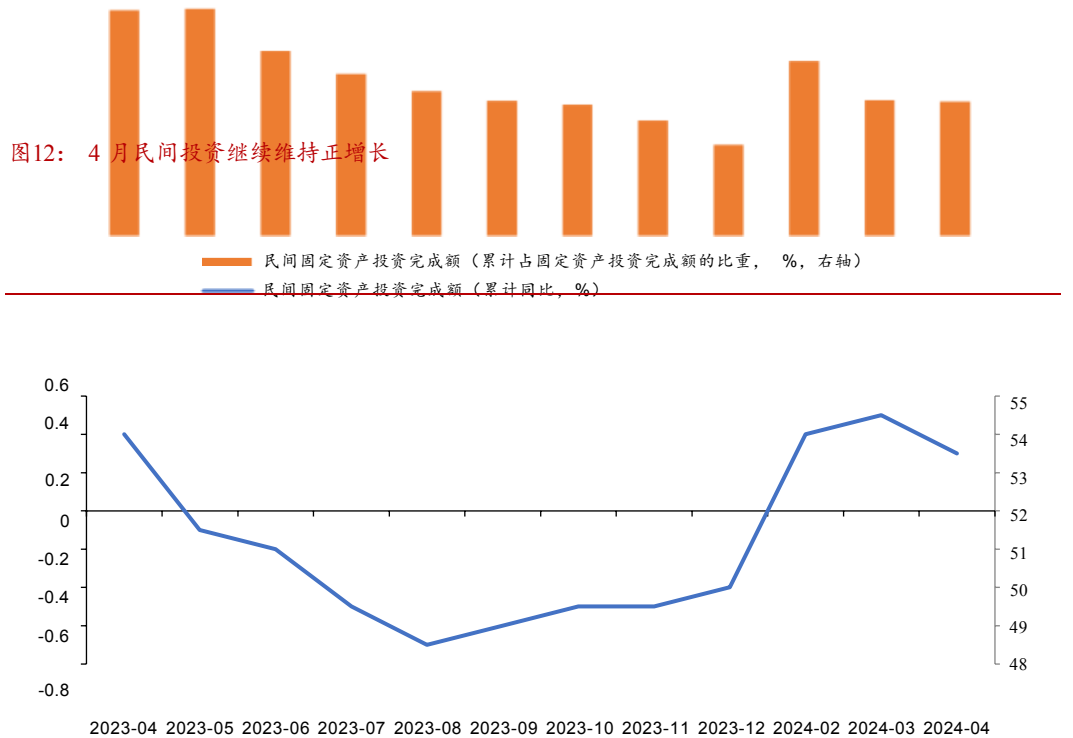
图11：大规模设备更新有望驱动设备工器具购置占比进一步提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：4月民间投资继续维持正增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所



#### 4.1 制造业投资是投资需求的主要支撑

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/868066136141006071>