

# 剔除闰年商品消费偏弱，“奋力一跳”关键在于财政

## 事件点评

### 经济数据点评（2024.1-2）

#### 投资要点

- ◆ **餐饮强劲增长拉动零售改善，汽车家电稳中向好其他商品一般。**1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，较去年12月两年平均增速改善2.8个百分点，其中餐饮服务改善幅度最大，同比增长12.5%，显示春节前后居民服务消费持续向好。商品零售和限额以上商品零售同比分别增长4.6%和4.0%，主要由闰年效应驱动。汽车、家电音像零售同比分别增长6.8%、5.7%，必需品等其他商品消费需求相对一般。
- ◆ **电力能源强势反弹，房地产暂时跌幅收窄，固定资产投资整体稳定。**1-2月固定资产投资同比增长4.2%，考虑闰年2月因素之后稍好于我们预期，主要原因有二，其一是供给侧的兜底性放松政策对房企融资环境起到了一定的支持性改善作用，在此背景下，1-2月房地产开发投资在口径有所调整的情况下同比跌幅收窄3.5个百分点；其二是电力能源公用事业投资大幅反弹，同比增速上行达13.4个百分点至25.3%，推动广义基建投资增速上行1.8个百分点至9.9%，但这一幅度整体与闰年暂时推升效应基本一致，也凸显窄口径传统基建等增速偏低，显示2023年增发国债对应的水利工程等项目展开进度是逐步的，中西部部分省份基建缓建停建的影响也已经开始显现。制造业投资同比9.4%，考虑闰年因素整体增长平稳。
- ◆ **房地产市场不仅未迎来“小阳春”，反而再度开启加速下滑，住宅销售、竣工同步跌至去年以来新低。**1-2月住宅销售面积同比跌幅再度扩大8.7个百分点至-24.8%；新开工和竣工面积受春节假期影响，同比分别下跌至-30.6%和-20.2%。房地产市场需求拐点的出现仍需等待，预计一线城市将推出不同程度的放松政策，加之加快保障房建设的要求，预计将推动二三线城市房地产市场的需求企稳。
- ◆ **闰年效应影响下，工业生产增速小幅上行，制造业增加值升至新高。**1-2月工业增加值同比小幅上行0.2个百分点至7.0%，采矿业增加值同比大幅下行2.4个百分点至2.3%，而制造业和公用事业增加值同比均上行0.6个百分点至7.7%和7.9%。总体上工业生产增长趋势较为稳定，但闰年过后3月增速或将有所回落。1月、2月城镇调查失业率分别为5.2%、5.3%，其中，外来农业户籍2月调查失业率大幅上行至4.8%，主要因为春节假期期间基建和房地产项目施工季节性放缓。
- ◆ **考虑闰年春节效应，1-2月消费商品弱服务强，投资领域广义基建支撑、地产跌幅暂时收窄，制造业平稳增长。**展望3月经济数据，一方面需关注闰年和春节延迟共同叠加对消费、出口、投资普遍造成的“二月强三月弱”效应可能导致的市场预期短期变化；另一方面也应充分重视地产、商品消费、中西部地区传统基建等领域内需的潜在下滑和美国大选年出口外部环境潜在的新增压力。两会已经确定了一个颇具雄心的财政政策扩张方案，我们对公共预算内和政府性基金预算支出对广义基建投资加大力度的支持、以稳定地方债务风险加速化解背景下的基建投资增长展望相对积极，同时对于财政经常性支出以直接鼓励大规模设备更新、消费品以旧换新等有望短期见效的政策也建议保持高度关注。另一方面，房地产需求仍持续探底，宏观经济和地产周期对广义财政收入可能形成更大拖累，二至四季度关注财政增量扩张的必要性和可能性。货币政策全年预计维持配合性宽松，维持9月降准50BP、全年1Y LPR/MLF利率下调30BP的预测不变，考虑到海外外溢性货币紧缩性压力向汇率的传导、以及国内金融风险化解对银行净息差的要求，央行担忧的信用收缩“灰犀牛”正在加速靠近，不建议对货币政策宽松操作的力度抱有过度期待，财政政策是经济增长目标“奋力一跳”的主要政策潜力之所在。
- ◆ **风险提示：**促进消费内需等政策效果不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

#### 相关报告

- PPI走强推升美元，一线二手房再度领跌——华金宏观·双循环周报（第49期）  
 2024.3.16  
 央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正加速靠近——金融数据速评（2024.2） 2024.3.15  
 薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟——美国CPI点评（2024.2） 2024.3.12  
 CPI改善能否持续？欧美谁将率先降息？——华金宏观·双循环周报（第48期）  
 2024.3.9  
 剔除闰年春节效应，出口难言强劲——进出口数据点评（2024.1-2） 2024.3.7



## 一、餐饮强劲增长拉动零售改善，汽车家电稳中向好其他商品一般。

1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，较2023年12月两年平均增速（因2022年末疫情影响基数走低而改用两年平均增速作为比较基准）改善2.8个百分点，其中餐饮服务改善幅度最大，同比增长12.5%，较2023年12月两年平均增速上行达6.8个百分点，显示春节前后居民服务消费持续向好，与春节假期旅游数据的相对强劲表现一致。商品零售和限额以上商品零售同比分别增长4.6%和4.0%，分别较2023年12月两年平均增速上行2.3、1.7个百分点，主要由闰年效应驱动。限额以上主要商品类别中，汽车、家电音像零售同比分别增长6.8%、5.7%，较2023年12月有比较明显的改善，必需品等其他商品类别消费需求相对一般。

图1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-12月为两年平均增速

图2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



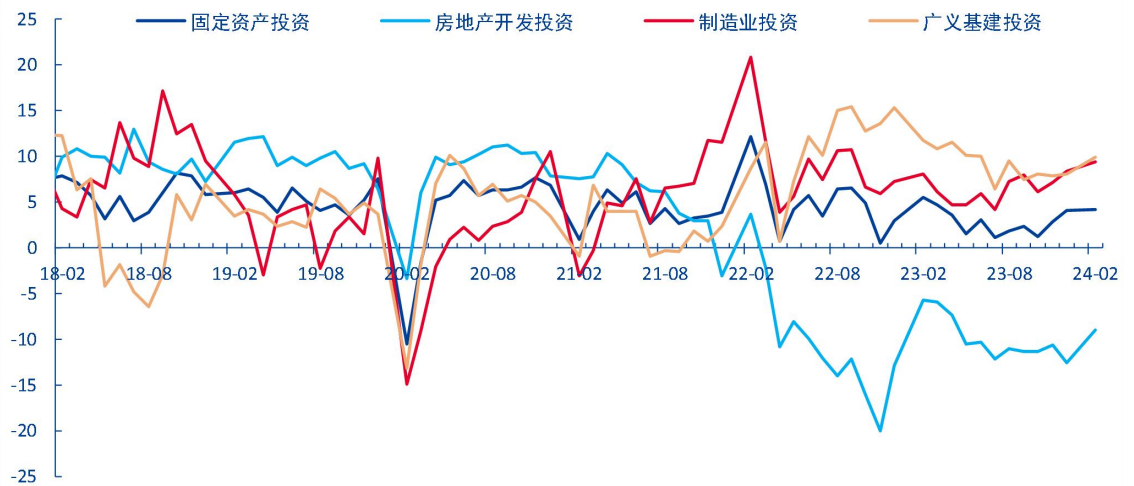
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-12月为两年平均增速

## 二、电力能源强势反弹，房地产暂时跌幅收窄，固定投资整体稳定。

1-2月固定资产投资同比增长4.2%，较2023年12月小幅改善0.1个百分点，考虑闰年2月因素之后稍好于我们预期，主要原因有二，其一是年初地产投资跌幅收窄，1月下旬以来，“白名单”机制加速落地、PSL小幅增量投放、城中村改造项目贷款加速落地等一系列供给侧的兜底

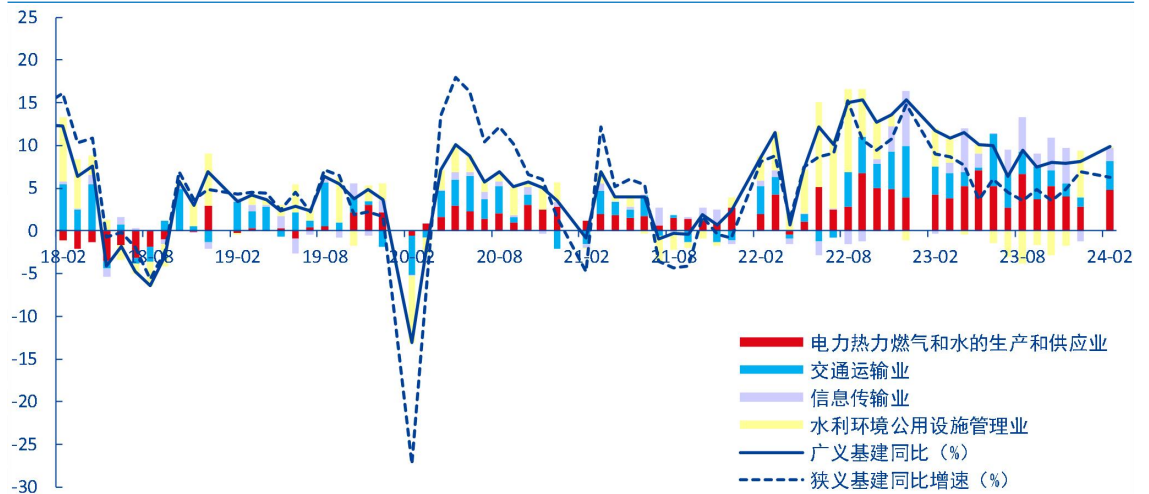
性放松政策对房企融资环境起到了一定的支持性改善作用，在此背景下，1-2月房地产开发投资在口径有所调整的情况下同比跌幅较2023年12月收窄3.5个百分点，但地产销售下滑加深，两者差距进一步拉大，预计不可持续；其二是电力能源公用事业投资大幅反弹，同比增速上行达13.4个百分点至25.3%，推动广义基建投资增速上行1.8个百分点至9.9%，但这一幅度整体与闰年暂时推升效应基本一致，也凸显窄口径传统基建等增速偏低（同比6.3%，较2023年12月下滑0.6个百分点），显示2023年增发国债对应的水利工程等项目展开进度是逐步的，中西部部分省份基建缓建停建的影响也已经开始显现。制造业投资同比9.4%，较2023年12月改善1个百分点，考虑闰年因素整体增长平稳。近期5Y LPR调降25BP大幅降低了制造业企业和基建项目融资成本，加之今年财政政策扩张力度较大，公共预算和政府性基金预算内基建投资增速有望得到一定支撑；此外，考虑到大规模设备更新将额外撬动增量投资，我们维持2024年全年制造业和广义基建投资增速均可达到10%左右的预测不变。

图3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

图4：广义基建投资同比及贡献结构（%）

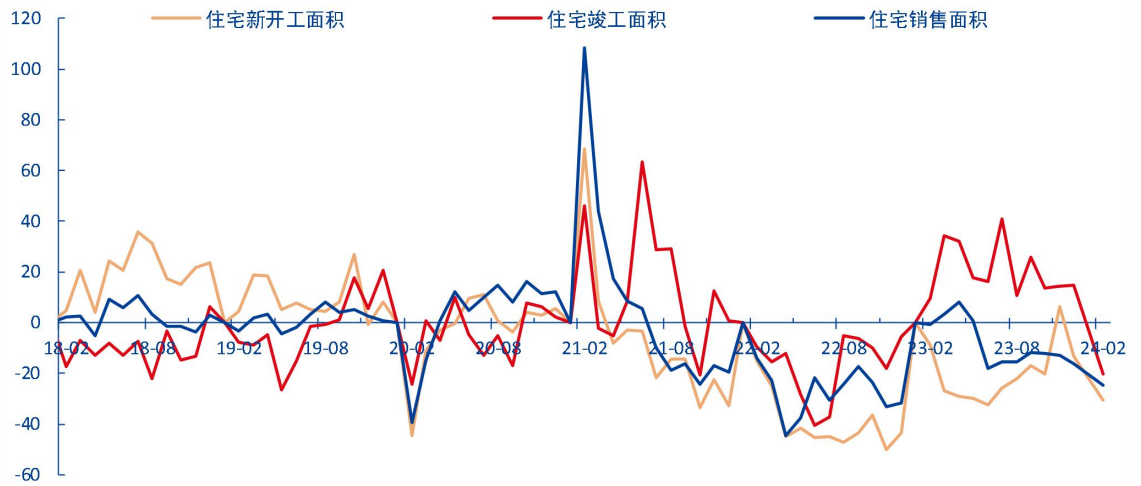


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

三、房地产市场不仅未迎来“小阳春”，反而再度开启加速下滑，住宅销售、竣工同步跌至去年以来新低。

1-2月住宅销售面积同比跌幅再度扩大8.7个百分点至-24.8%，下滑至去年以来最低水平；新开工和竣工面积受春节假期影响，同比分别下跌至-30.6%和-20.2%，分别为去年以来次低和最低水平。虽然1月以来各地陆续在需求侧推出不同程度的结构性限购放松政策，但以一线城市为主的房地产市场不仅未现“小阳春”，反而在量、价两端再度开启了新一轮加速下滑的过程。当前，房地产市场可能难以在短期内企稳见底，需求拐点的出现仍需等待，预计一线城市今年仍会推出不同程度的限购措施放松政策，加之两会已经明确提出要加快保障房建设，预计将对二三线城市房地产市场的需求企稳起到一定的推动作用。

图 5：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

#### 四、闰年效应影响下，工业生产增速小幅上行，制造业增加值升至新高。

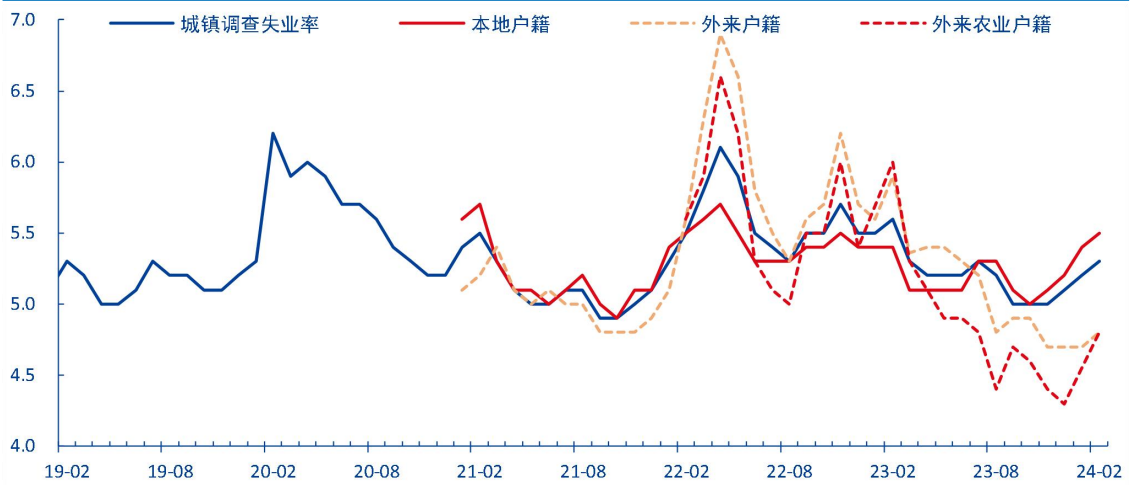
1-2月工业增加值同比小幅上行0.2个百分点至7.0%，其中，受煤炭价格持续下跌影响，采矿业增加值同比大幅下行2.4个百分点至2.3%，而制造业和公用事业增加值同比均上行0.6个百分点至7.7%和7.9%，前者已升至自2022年以来新高。主要制造业行业中，黑色金属冶炼和压延工业以及计算机、通信和其他电子设备制造业分别大幅上行6.6、5.0个百分点至8.7%和14.6%，汽车制造业同比则大幅降低10.2个百分点至9.8%，总体上不同行业的增速波动主要与2022年底至2023年初基数变化、以及闰年2月暂时走强效应相关。总体上在加快去库存阶段工业生产增长趋势较为稳定，但闰年过后3月增速或将有所回落。1月、2月城镇调查失业率分别为5.2%、5.3%，其中，外来农业户籍2月调查失业率大幅上行至4.8%，主要因为春节假期期间基建和房地产项目施工季节性放缓。两会宣布将实施积极扩张的财政政策，我们预计今年公共财政预算和政府性基金预算内基建投资仍将对工业生产形成重要稳定拉动作用。

图 6：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 7：城镇调查失业率与不同户籍人群表现（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

五、考虑闰年春节效应，1-2月消费商品弱服务强，投资领域广义基建支撑、地产跌幅暂时收窄，制造业平稳增长。展望3月经济数据，一方面需关注闰年和春节延迟共同叠加对消费、出口、投资普遍造成的“二月强三月弱”效应可能导致的市场预期短期变化；另一方面也应充分重视地产、商品消费、中西部地区传统基建等领域内需的潜在下滑和美国大选年出口外部环境潜在的新增压力。两会已经确定了一个颇具雄心的财政政策扩张方案，我们对公共预算内和政府性基金预算支出对广义基建投资加大力度的支持、以稳定地方债务风险加速化解背景下的基建投资增长展望相对积极，同时对于财政经常性支出以直接鼓励大规模设备更新、消费品以旧换新等有望短期见效的政策也建议保持高度关注。另一方面，房地产需求仍持续探底，宏观经济和地产周期对广义财政收入可能形成更大拖累，二至四季度关注财政增量扩张的必要性和可能性。货币政策全年预计维持配合性宽松，维持9月降准50BP、全年1Y LPR/MLF利率下调30BP的预测不变，考虑到海外外溢性货币紧缩性压力向汇率的传导、以及国内金融风险化解对银行净息差的要求，央行担忧的信用收缩“灰犀牛”正在加速靠近，不建议对货币政策宽松操作的力度抱有过度期待，财政政策是经济增长目标“奋力一跳”的主要政策潜力之所在。

风险提示：促进消费内需等政策效果不及预期风险。

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)