

商品消费弱势如何扭转？——24Q1/3 月经济数据点评

事件点评

投资要点

- ◆ 闰年效应推动一季度 GDP 增长 5.3%，基建制造业投资支撑为主，地产拖累商品消费动能不足亟待政策刺激。
- ◆ 零售增长再度转弱，主因闰年效应消退后房地产市场拖累可选商品消费凸显，春节后餐饮增速也出现下滑。3 月社会消费品零售总额同比 3.1%，居民消费未能延续春节期间的改善，在房地产市场深度调整导致的财富缩水效应影响下，商品消费内需动能仍然偏弱。三点结构性特征：1) 闰年 2 月过后商品零售增速回落，3 月商品零售同比 2.7%，商品消费动能总体不足。2) 受房地产市场持续深度调整导致的财富缩水效应拖累，可选商品消费增长乏力，而必需品增长韧性较强，限额以上商品零售同比大幅下行 3.7 个百分点至 2.5%，其中汽车零售大幅降温，由 1-2 月拉动限额以上商品零售同比增长转为拖累 1.1 个百分点。3) 餐饮服务春节前后表现强劲之后有所降温，但仍高于商品消费，服务消费呈现稳定增长路径。
- ◆ 固定资产投资增速稳定，制造业、基建进一步上冲对冲房地产下行压力。3 月固定资产投资同比增速上行 0.6 个百分点至 4.8%，房地产开发投资同比跌幅扩大 1.1 个百分点至 -10.1%。支撑 3 月广义基建高增的主要因素仍是电力能源以及信息传输业，延续了去年以来的结构；交通运输业的贡献大幅减少 2.7 个百分点，与中西部部分省份基建停建缓建、今年专项债和特别国债项目向投资效率较高的区域和“新型基建”倾斜、预算内基建投资力度增加但主要预计将体现在水利工程等领域的新政策导向相一致。维持广义基建投资有望达到 10% 的全年增速预测不变。此外在大规模设备更新的各类政策保障之下，预计制造业投资也可保持相对较高的全年增长。
- ◆ 住宅销售、新开工、竣工增速均在基数走高导致的“二次探底”区域徘徊。3 月住宅竣工面积跌幅扩大 5.2 个百分点至 -25.4%，新开工面积和住宅销售面积同比跌幅也徘徊于二次探底区间，反映出 2023 年初因疫情大幅缓和而带来的房地产需求和开发热潮推升的高基数效应，也同时意味着房地产供需两侧延续低迷的增长趋势。近期多地进一步推出以公积金贷款额度放宽为代表的新一轮政策放松，但由于人口结构、产业布局倾斜、房价收入比过高长期结构性失衡问题尚未完全扭转，居民对房地产市场的信心在本轮持续调整中深度受损，至今尚未见到明显效果。
- ◆ 加速去库存仍在进行，工业增加值增速如期回落。闰年 2 月结束加之基数走强背景下，3 月工业增加值同比如我们预期大幅下行 2.5 个百分点至 4.5%，采矿业、制造业和公用事业增加值同比分别下跌 2.1、2.6 和 3.0 个百分点至 0.2%、5.1%、4.9%。主要制造业行业中，汽车制造业增加值同比再度小幅下行 0.4 个百分点。
- ◆ 一季度经济数据总体呈现“投资强消费弱”的格局；消费呈现“服务稳商品弱”结构，后者受房地产调整财富缩水拖累较为明显，投资则呈现结构分化，基建制造上冲填补房地产低迷的特征。展望全年，中长期结构性因素持续修正过程中，预计房地产市场维持“缩量下跌”格局，跌幅或较去年有所收窄，中等收入群体的财富缩水预期短期内难以逆转，与之密切挂钩的大宗可选商品消费亟待政策更大力度的刺激才能得到有效提振。财政政策将是贯穿今年全年的主线，近期，商务部、财政部等部门已经开始密集出台政策推进大规模设备更新和消费品以旧换新的落地实施，预计将额外拉动零售增速 0.8 个百分点左右的增长；预算内基建投资和制造业投资也将在大规模设备更新的保障下维持高增，中央财政也将在很大程度上替代地方财政承担促进有效投资增长的主要角色，以便地方债务风险有序加快化解。下半年有一定可能出台类似 2023 年的增发万亿国债措施。预计货币政策全年以配合性宽松为主，维持 9 月降准 50BP、全年 1Y LPR/MLF 利率下调 30BP 的预测不变。
- ◆ 风险提示：财政扩张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

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

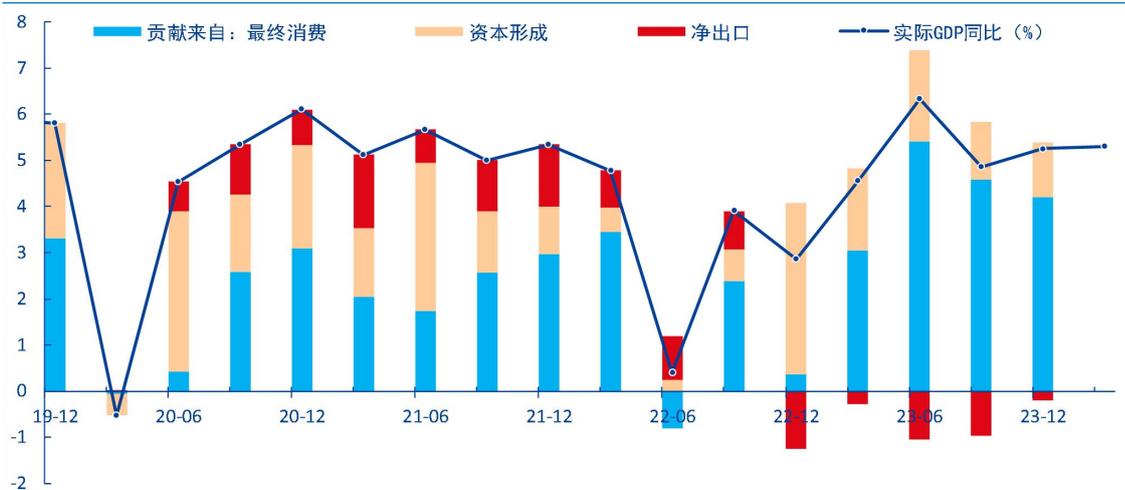
- 欧央行 6 月首降只差“落锤”，美元指数或将“坐上火箭”——华金宏观·双循环周报（第 53 期） 2024.4.12
- “灰犀牛”近身，企业借贷意愿亦开始降温——金融数据速评（2024.3） 2024.4.12
- 新“国九条”的四点理解 2024.4.12
- 出口仍需枕戈待旦——国际贸易数据点评（2024.3） 2024.4.12
- 核心 CPI 节后回落，幅度合理么？——CPI、PPI 点评（2024.3） 2024.4.11



一、闰年效应推动一季度 GDP 增长 5.3%，基建制造业投资支撑为主，地产拖累商品消费动能不足亟待政策刺激。

一季度实际 GDP 同比 5.3%，一定程度受到闰年 2 月的短暂拉动作用，二季度之后即将消退。从生产端来看，第二、三产业增加值同比分别增长 6.0%、5.0%，分别较 23Q4 小幅上行 0.5 个百分点和小幅下行 0.3 个百分点，但考虑到 23Q1 第三产业随疫后服务消费迅速恢复而大幅走强的高基数情况，第二产业的增长趋势实际上较第三产业更为温和。结合 3 月投资稳定增长而商品消费在闰年 2 月过后迅速回落的边际变化，一季度实际 GDP 短暂高增之后，房地产市场持续拖累下居民商品消费意愿不强现象仍然突出，亟待政策刺激。

图 1：实际 GDP 同比增速及贡献结构（%）



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

二、零售增长再度转弱，主因闰年效应消退后房地产市场拖累可选商品消费凸显，春节后餐饮增速也出现下滑。

3 月社会消费品零售总额同比 3.1%，较 1-2 月大幅下行 2.4 个百分点，居民消费未能延续春节期间的改善，在房地产市场深度调整导致的财富缩水效应影响下，商品消费内需动能仍然偏弱。具体来看有三点结构性特征：1) 闰年 2 月过后商品零售增速自然回落，3 月商品零售同比 2.7%，较 1-2 月回落 1.9 个百分点，商品消费动能总体不足。2) 受房地产市场持续深度调整导致的财富缩水效应拖累，可选商品消费增长乏力，而必需品增长韧性较强，向可选品倾斜的限额以上商品零售同比大幅下行 3.7 个百分点至 2.5%，其中汽车零售大幅降温，同比增速大幅下行了 12.4 个百分点至 -3.7%，由 1-2 月拉动限额以上商品零售同比增长转为拖累 1.1 个百分点；更多为必需品的限额以下商品零售同比仅下滑 0.8 个百分点至 2.8%。3) 餐饮服务春节前后表现强劲之后有所降温，同比增速从 1-2 月的 12.5% 降至 3 月的 6.9%，但仍高于商品消费，服务消费呈现稳定增长路径。

图 2：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 3：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

三、固定投资增速稳定，制造业、基建进一步上冲对冲房地产下行压力。

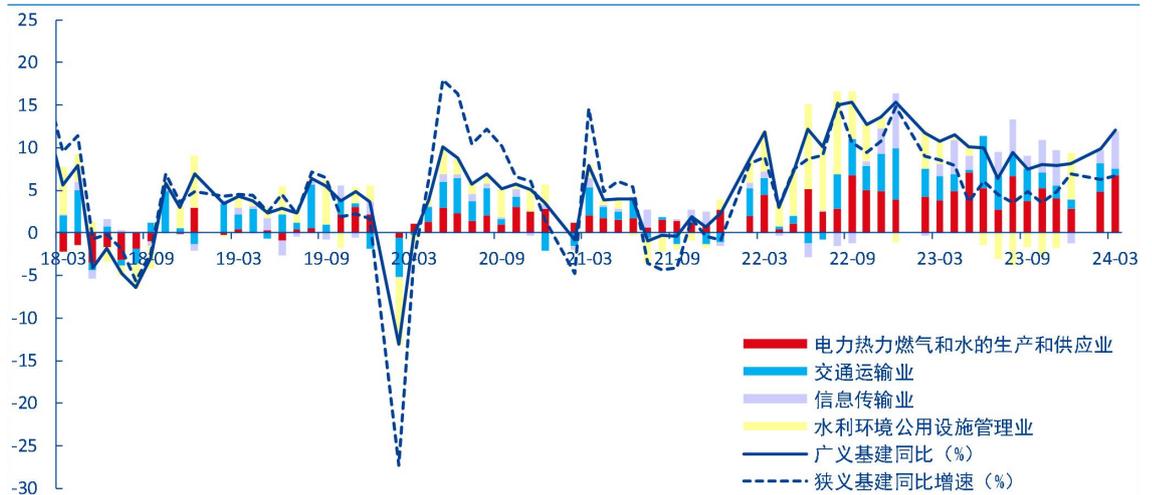
3 月固定资产投资同比增速上行 0.6 个百分点至 4.8%，三大投资冷热分化加大，广义基建和制造业投资同比高位分别进一步大幅上行 2.1 和 1.0 个百分点至 12.0%和 10.4%，均已达到去年以来新高；而房地产开发投资在高基数和仍显低迷的需求趋势的共同作用下，同比跌幅在经历了 1-2 月的短暂收窄之后再度扩大 1.1 个百分点至-10.1%。在广义基建的主要行业中，支撑 3 月高增的主要因素仍是电力能源以及信息传输业，延续了去年以来的结构，二者贡献分别较 1-2 月再度大幅提升 1.9 和 2.9 个百分点；而交通运输业的贡献则大幅减少 2.7 个百分点，与中西部部分省份基建停建缓建、今年专项债和特别国债项目向投资效率较高的区域和“新型基建”倾斜、预算内基建投资力度增加但主要预计将体现在水利工程等领域的新政策导向相一致。考虑到电力能源、信息传输两大领域主要以企业投资为主，随基数走高后续可能内生增速有所回落，维持在中央财政债务融资连续两年更大力度的保障之下，今年广义基建投资有望达到 10%的全年增速预测不变。此外在大规模设备更新的各类政策保障之下，预计制造业投资也可保持相对较高的全年增长。

图 4：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 5：广义基建投资同比及贡献结构（%）

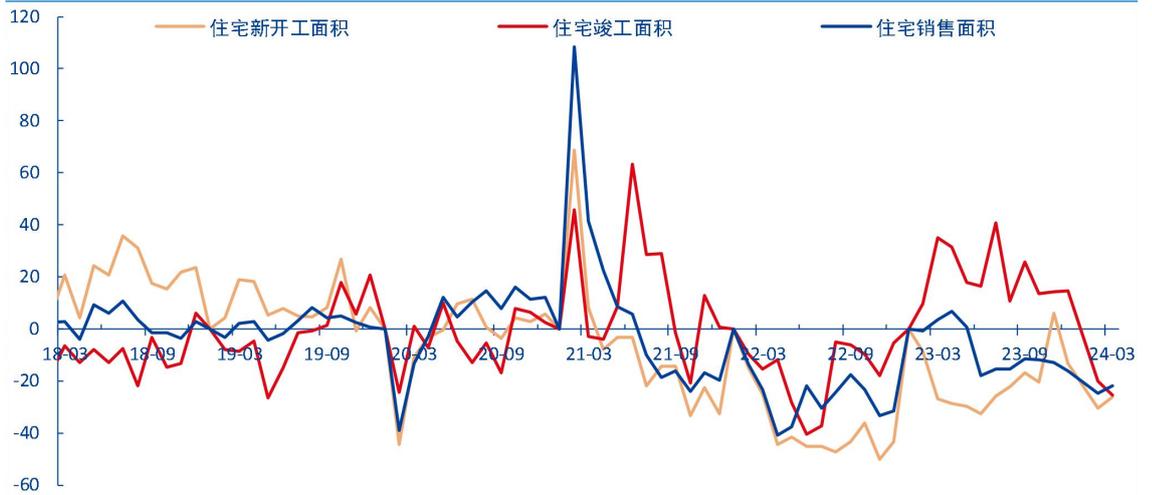


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

四、住宅销售、新开工、竣工增速均在基数走高导致的“二次探底”区域徘徊。

3月住宅竣工面积跌幅再度扩大5.2个百分点至-25.4%的近20个月以来新低水平，新开工面积和住宅销售面积同比跌幅虽然分别小幅收窄4.3和2.9个百分点至-26.3%和-21.9%，但也均徘徊于二次探底区间，后者仍处于去年以来次低水平，反映出2023年初因疫情大幅缓和而一度带来的房地产需求和开发热潮推升的高基数效应，也同时意味着房地产供需两侧延续低迷的增长趋势。近期多地进一步推出以公积金贷款额度放宽为代表的新一轮政策放松，但由于人口结构、产业布局倾斜、房价收入比过高等长期结构性失衡问题尚未完全扭转，居民对房地产市场的信心在本轮持续调整中深度受损，至今尚未见到明显效果。我们认为，短期内难以见到房地产市场需求内生拐点的出现，更大的可能会在未来一段时间内延续当前缩量下跌的“新常态”，直至保障房建设加快落地推动房地产市场进入新一轮双轨供需均衡。

图 6：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）

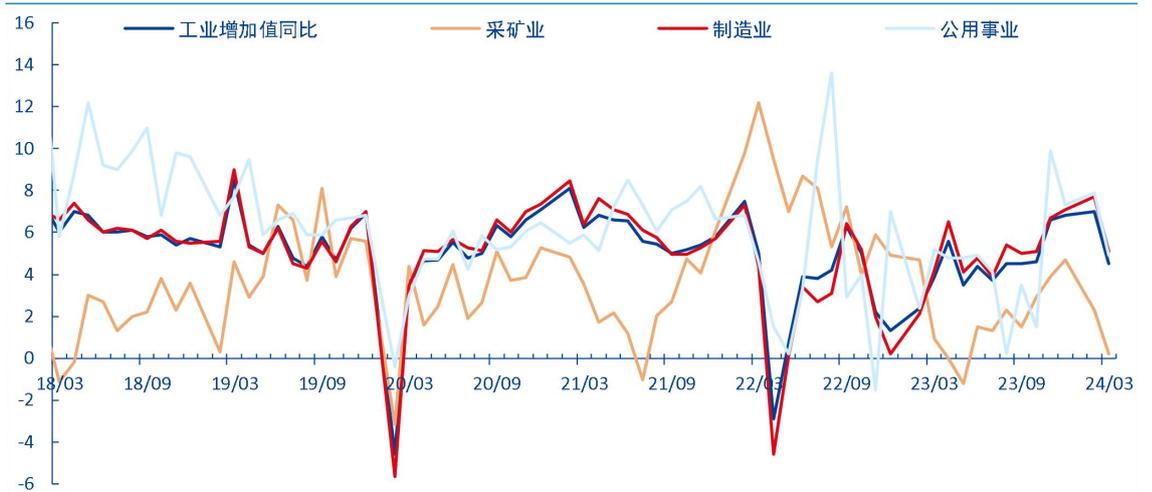


资料来源：CEIC，华金证券研究所

五、加速去库存仍在进行，工业增加值增速如期回落。

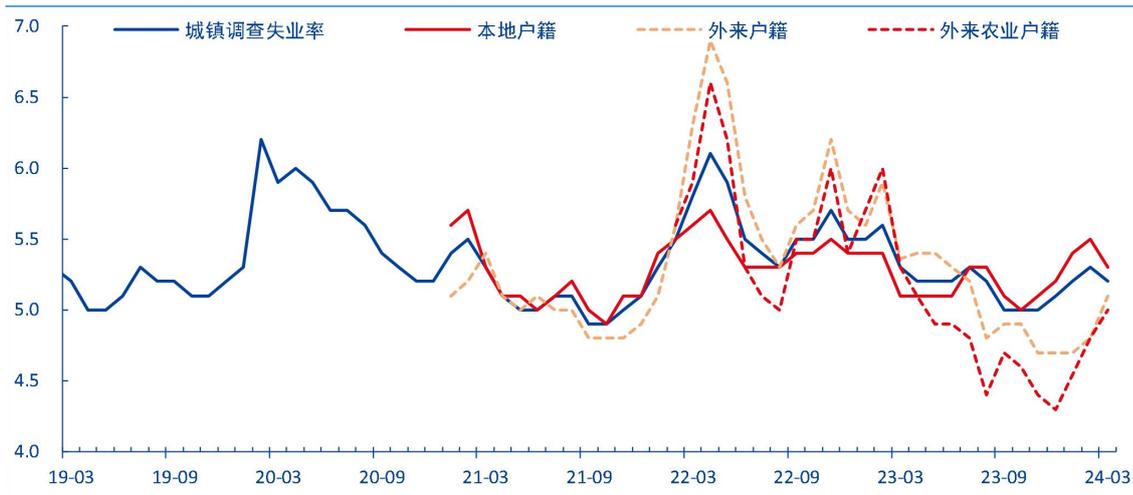
闰年 2 月结束加之基数走强背景下，3 月工业增加值同比如我们预期大幅下行 2.5 个百分点至 4.5%，采矿业、制造业和公用事业增加值同比分别下跌 2.1、2.6 和 3.0 个百分点至 0.2%、5.1%、4.9%。主要制造业行业中，受去库存再度加速以及工业品需求不足的额外压制作用影响，非金属矿物制品和黑色金属冶炼压延工业增加值同比分别大幅下行 6.7 和 5.4 个百分点至 -2.8% 和 3.3%；此外，受内需波动和出口增速较 2023 年有所下行的影响，汽车制造业增加值同比再度小幅下行 0.4 个百分点。3 月城镇调查失业率小幅下行 0.1 个百分点至 5.2%，但外来农业户籍失业率再度上行 0.2 个百分点至近 11 个月以来新高，当前阶段仍需加大基建投资力度以对中低收入群体的收入和就业形成持续保障，两会宣布的财政预算方案已经将此纳入考虑范围之内，预计今年预算内基建投资将保持较高增速。

图 7：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、2023 年 3-5 月、10-12 月为两年平均增速

图 8：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

六、一季度经济数据总体呈现“投资强消费弱”的格局；扣除闰年影响消费呈现“服务稳商品弱”结构，后者受房地产调整财富缩水拖累较为明显，投资则呈现结构分化，基建制造上冲填补房地产低迷的特征。展望全年，中长期结构性因素持续修正过程中，预计房地产市场可能维持“缩量下跌”格局，跌幅或较去年有所收窄，而中等收入群体的财富缩水预期短期内难以逆转，在此背景下，与之密切挂钩的大宗可选商品消费亟待政策更大力度的刺激才能得到有效提振。财政政策将是贯穿今年全年的主线，近期，商务部、财政部等部门已经开始密集出台政策推进大规模设备更新和消费品以旧换新的落地实施，预计主要针对汽车、家装、家电消费的补贴类政策将额外拉动零售增速 0.8 个百分点左右的增长；此外，从既有方案来看，预算内基建投资和制造业投资也将在大规模设备更新的保障下维持高增，中央财政也将在很大程度上替代地方财政承担促进有效投资增长的主要角色，以便地方债务风险有序加快化解。下半年有一定可能出台类似 2023 年的增发万亿国债措施。考虑到当前美元指数的强势上行给人民银行操作带来了较大的外部掣肘，以及对商业银行净息差进行一定呵护的迫切性，预计货币政策全年以配合性宽松为主，维持 9 月降准 50BP、全年 1Y LPR/MLF 利率下调 30BP 的预测不变。

风险提示：财政扩张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