

三个视角观察经济开门红的可持续性

事件点评

投资要点

- ◆ **一季度 GDP 呈两大短期特征，后续财政保障尤为关键。**支出法结构显示闰年 2 月消费短暂上冲、广义基建投资高增是一季度经济增长的主要拉动。一季度实际 GDP 同比 5.3%，稍高于市场预期，以支出法贡献结构来看，最主要的拉动因素是最终消费的贡献上冲，达到 3.9 个百分点，较 23Q1 贡献提升 0.8 个百分点，显示出服务消费良好的稳定增长路径和闰年 2 月消费量同比短暂多增的共同影响，后者自 2 季度开始行将有所回落。资本形成贡献仅 0.6 个百分点，较 23Q1 大幅缩减 1.2 个百分点，与 Q1 固定投资较高的实际增速形成背离，若无广义基建投资以及制造业投资增速进一步冲高的拉动作用，一季度资本形成的贡献可能更少。净出口贡献达到 0.8 个百分点，大幅好于 23Q1，主要的推升效果可能来自人民币较美元同比贬值幅度的迅速走阔对本币计价 GDP 的直接拉动。总体上，消费和净出口均呈现出明显的短期特征，投资方面也需财政扩张给予持续且充分有力的保障。
- ◆ **服务消费保持高增区间，商品消费倾向边际下降。**最终消费对经济增长的贡献同比改善但仍低于疫情前水平，服务消费保持高增的同时，商品消费倾向边际下降，后者在更大程度上受到房价下跌引发的财富收缩效应的直接影响。一季度服务性消费同比增长 12.7%，大幅高于商品性消费 5.4% 的同比增速，进一步验证了服务消费由基本的社交需求和休闲娱乐需求所驱动、因而具备较为稳定的增长路径的特征。在服务消费倾向连续恢复的同时，商品消费倾向却连续数个季度边际回落，反映出房地产市场深度调整、房价连续下跌对居民商品消费的拖累作用。展望 2-4 季度，闰年效应消退之后房价恐还需面临一定的下行压力，商品消费内生增长动能仍相对疲乏，耐用消费品以旧换新补贴对稳定商品消费趋势极为关键。
- ◆ **房价和竣工下滑、加速去库存拖累资本形成。**在固定投资高增的背景下，资本形成贡献大幅缩减，主要原因有二，其一是房价连续下跌、竣工增速转负，令房地产开发增值部分拖累加深；其二是加速去库存阶段因库存变动为负，资本形成的贡献小于固定投资。展望 2-4 季度，受人口结构、产业布局、房价收入比等长期因素的影响，房地产市场调整或将持续，而在内需增长动能仍显不足的背景下，补库存阶段启动的时点也可能有所推迟，一季度强劲高增的广义基建投资、制造业投资维持在当前较高的增长区间内就变得尤为重要，而地方债务风险加快化解的背景下，一些地区的传统基建投资增速可能趋势性下行，迫切需要中央政府充分运用包括预算内投资、特别国债、设备更新贴息和专项资金等广义财政扩张工具以有力支撑广义基建和制造业有效投资需求。
- ◆ **人民币同比贬值扩大短暂推升净出口贡献。**净出口贡献由 2023 年四个季度连续为负扭转为正，但主要原因在于人民币同比贬值幅度加深，对人民币计价的贸易顺差产生推升作用。展望 2-4 季度，由于 2023 年 2-4 季度人民币相对美元汇率走弱，而当前人民币已经处于阶段性低位，同比贬值幅度预计将会趋于收窄，从而可能令本币计价的净出口对 GDP 增长的额外支撑作用再度消退。在美国对华先进产业链“脱钩断链”措施力度日益提升的背景下，我国出口前景仍不明朗，年内净出口对经济增长的拉动作用可能较一季度有所下降，宏观经济政策组合协同发力促进有效投资和消费内需仍是今年经济增长的主线。
- ◆ **风险提示：**美元指数高位限制货币宽松力度风险；财政支出力度不及预期风险。

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

- 商品消费弱势如何扭转？——24Q1/3 月经济数据点评 2024.4.16
- 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



内容目录

一、一季度 GDP 呈两大短期特征，后续财政保障尤为关键	3
二、服务消费保持高增区间，商品消费倾向边际下降	3
三、房价和竣工下滑、加速去库存拖累资本形成	4
四、人民币同比贬值扩大短暂推升净出口贡献	5

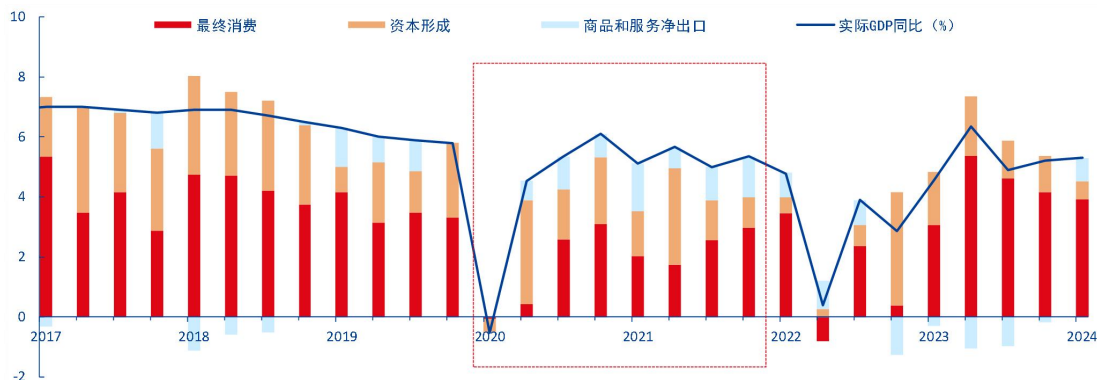
图表目录

图 1：实际 GDP 同比及支出法贡献结构（%）	3
图 2：人均可支配收入、消费支出同比及平均消费倾向	4
图 3：商品性、服务性消费同比增速	4
图 4：商品、服务消费倾向	4
图 5：实际 GDP 同比及生产法贡献结构（%）	5
图 6：人民币贬值幅度扩大时，对本币计价的贸易顺差有一定的推升作用	5

一、一季度 GDP 呈两大短期特征，后续财政保障尤为关键

支出法结构显示闰年 2 月消费短暂上冲、广义基建投资高增是一季度经济增长的主要拉动。一季度实际 GDP 同比 5.3%，稍高于市场预期，以支出法贡献结构来看，最主要的拉动因素是最终消费的贡献上冲，达到 3.9 个百分点，较 23Q1 贡献提升 0.8 个百分点，显示出服务消费良好的稳定增长路径和闰年 2 月消费量同比短暂多增的共同影响，后者自 2 季度开始行将有所回落。资本形成贡献仅 0.6 个百分点，较 23Q1 大幅缩减 1.2 个百分点，与 Q1 固定投资较高的实际增速形成背离，有两方面原因，一是加速去库存阶段资本形成的贡献会小于固定投资，二是房价连跌和竣工转弱共同导致房地产业增加值对资本形成的拖累加深；若无广义基建投资以及制造业投资增速进一步冲高的拉动作用，一季度资本形成的贡献可能更少。净出口贡献达到 0.8 个百分点，大幅好于 23Q1，主要的推升效果可能来自人民币较美元同比贬值幅度的迅速走阔对本币计价 GDP 的直接拉动。总体上，消费和净出口均呈现出明显的短期特征，投资方面也需财政扩张给予持续且充分有力的保障。

图 1：实际 GDP 同比及支出法贡献结构（%）



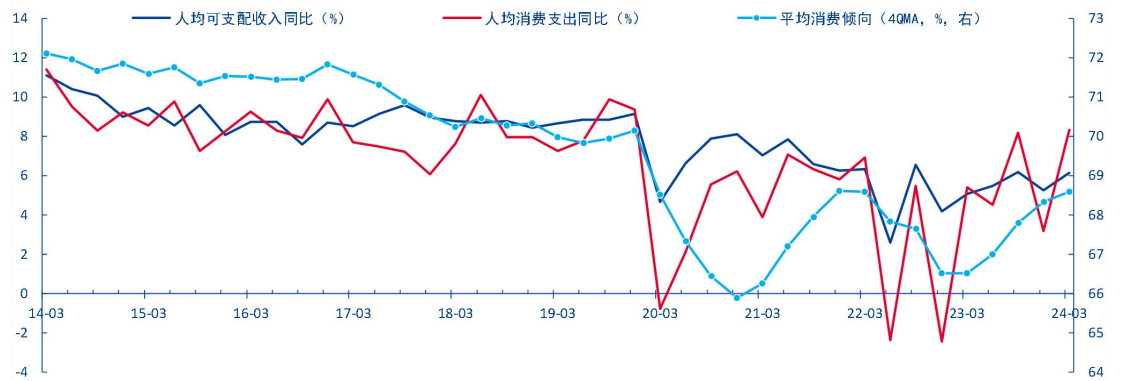
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均

二、服务消费保持高增区间，商品消费倾向边际下降

最终消费对经济增长的贡献同比改善但仍低于疫情前水平，服务消费保持高增的同时，商品消费倾向边际下降，后者在更大程度上受到房价下跌引发的财富收缩效应的直接影响。1) 最终消费对一季度实际 GDP 同比增速的贡献为 3.9 个百分点，同比改善较多，但与疫情前的 2019 年一季度、以及 2015-2019 年一季度均值相比仍分别低 0.3、0.9 个百分点，并且其中包括了闰年 2 月的走高影响。四个季度滚动平均的平均消费倾向在 24Q1 回升至 68.6%，连续第四个季度改善，但仍显著低于 19Q4 的 70.1%，居民整体消费意愿尚待进一步恢复。2) 一季度服务性消费同比增长 12.7%，大幅高于商品性消费 5.4% 的同比增速，延续了 23Q2 以来的两位数以上高增趋势，考虑到基数较上个季度明显走高，增长趋势实际上有所加速，一方面与今年春节假期较长、旅游市场表现强劲相匹配，另一方面也进一步验证了服务消费由基本的社交需求和休闲娱乐需求所驱动、因而具备较为稳定的增长路径的特征。3) 在服务消费倾向连续恢复的同时，商品消费倾向却连续数个季度边际回落，反映出房地产市场深度调整、房价连续下跌对居民商品消费

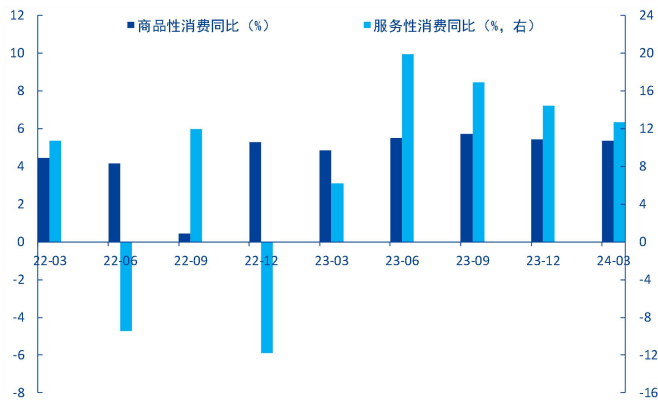
的拖累作用。展望 2-4 季度，闰年效应消退之后房价恐还需面临一定的下行压力，商品消费内生增长动能仍相对疲乏，耐用消费品以旧换新补贴对稳定商品消费趋势极为关键。

图 2：人均可支配收入、消费支出同比及平均消费倾向



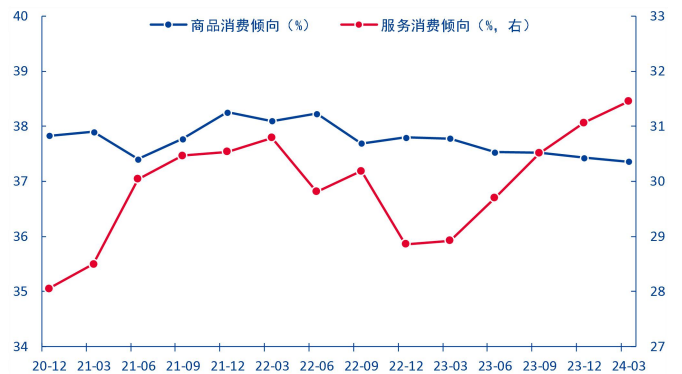
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021、2023 年 2-4 季度为两年平均增速

图 3：商品性、服务性消费同比增速



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：商品、服务消费倾向



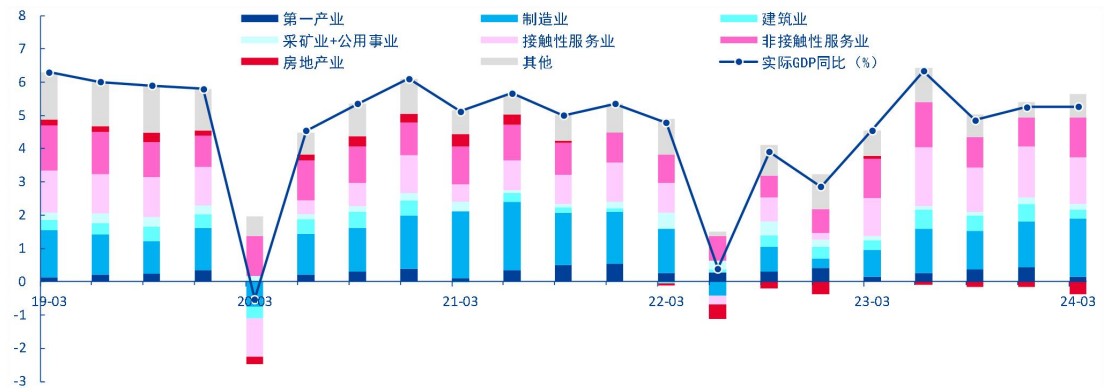
资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、房价和竣工下滑、加速去库存拖累资本形成

在固定投资高增的背景下，资本形成贡献大幅缩减，主要原因有二，其一是房价连续下跌、竣工增速转负，令房地产开发增值部分拖累加深；其二是加速去库存阶段因库存变动为负，资本形成的贡献小于固定投资。1) 房地产开发投资数据仅核算了房地产开发活动的成本。事实上，房地产开发活动完成时，开发商的项目利润也会被计入 GDP 口径中的资本形成。2024 年初，全国范围内房价普遍连续下跌，竣工面积由同比高增转为深度下滑，房地产业增加值对实际 GDP 的贡献大幅下降，对资本形成的拖累加深。2) 资本形成中除固定资本形成外还包括库存变动，2023 年初去库存刚刚开始，库存同比增速仍然较高，当前处于加速去库存阶段，库存增速接近底部，对资本形成的贡献作用也有所下降。展望 2-4 季度，受人口结构、产业布局、房价收入比等长期因素的影响，房地产市场调整或将持续，而在内需增长动能仍显不足的背景下，补库存阶段启动的时点也可能有所推迟，一季度强劲高增的广义基建投资、制造业投资维持在当前较高的增长区间内就变得尤为重要，而地方债务风险加快化解的背景下，一些地区的传统基建投

资增速可能趋势性下行，迫切需要中央政府充分运用包括预算内投资、特别国债、设备更新贴息和专项资金等广义财政扩张工具以有力支撑广义基建和制造业有效投资需求。

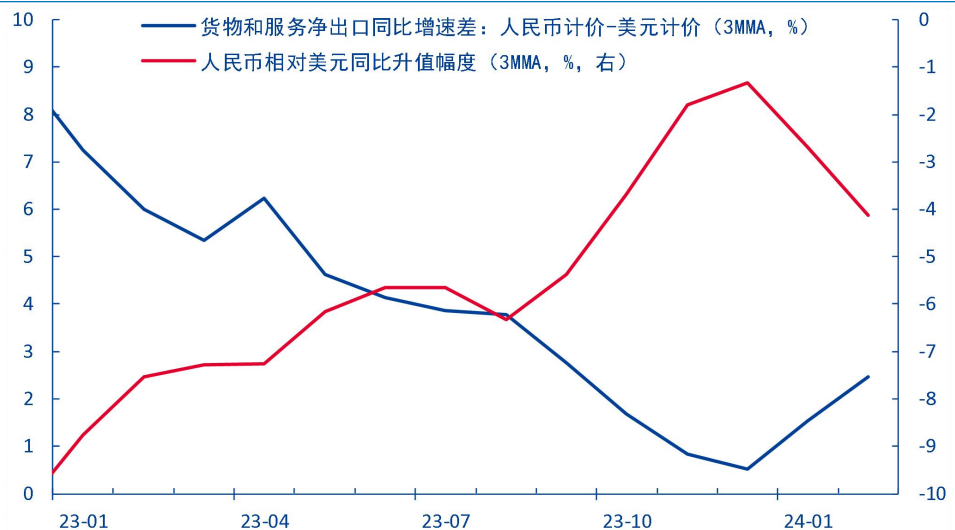
图 5：实际 GDP 同比及生产法贡献结构（%）



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

四、人民币同比贬值扩大短暂推升净出口贡献

图 6：人民币贬值幅度扩大时，对本币计价的贸易顺差有一定的推升作用



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

净出口贡献由 2023 年四个季度连续为负扭转为正，但主要原因在于人民币同比贬值幅度加深，对人民币计价的贸易顺差产生推升作用。当出口商品和服务主要为美元定价，并且本国为顺差国时，本币贬值幅度扩大会令本币计价的顺差较美元计价的顺差有更大的涨幅。2023 年一季度人民币汇率一度因疫情大幅缓和、工业生产迅速恢复而明显走高，而 2024 年初因美联储市场预期不断推迟首次降息时点、美元指数大幅飙升而导致人民币汇率走弱，对比之下年初人民币相对美元的同比贬值幅度加深，令本币计价的贸易顺差跌幅额外收窄，从而推动净出口对 GDP 增长的贡献转正。展望 2-4 季度，由于 2023 年 2-4 季度人民币相对美元汇率走弱，而当前人民币已经处于阶段性低位，同比贬值幅度预计将会趋于收窄，从而可能令本币计价的净出口对 GDP 增长的额外支撑作用再度消退。在美国对华先进产业链“脱钩断链”措施力度日益提升的背景

下，我国出口前景仍不明朗，年内净出口对经济增长的拉动作用可能较一季度有所下降，宏观经济政策组合协同发力促进有效投资和消费内需仍是今年经济增长的主线。

风险提示：美元指数高位限制货币宽松力度风险；财政支出力度不及预期风险。

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