

消费投资同步转弱，政府债券加速发行迫在眉睫

事件点评

经济数据点评（2024.4）

投资要点

- ◆ **商品和服务消费的分化趋势再度凸显，商品零售增长动能不足，汽车成最大拖累。**4月社会消费品零售总额同比下行0.8个百分点至2.3%。呈现以下三点特征：1)商品零售同比增速再度下行0.7个百分点至2.0%，年初以来房价有再度加速下跌的趋势，显著拖累居民商品消费特别是可选消费意愿。2)餐饮零售同比增速在高基数背景下仅小幅回落2.5个百分点至4.4%，降温幅度远小于商品，年初以来商品和服务消费加速分化的趋势再度得到确认。3)向耐用可选品集中的限额以上商品零售增长动能更为薄弱，4月同比大幅下跌1.6个百分点至仅0.9%，其中，汽车类同比跌幅扩大1.9个百分点至-5.6%，为14个月以来最低水平。
- ◆ **固定资产投资增速放缓，融资缓滞基建投资大幅下滑，房地产投资低位徘徊。**4月固定资产投资同比增速下行1.3个百分点至3.5%，三大类投资增速同步放缓，基建投资受融资缓滞的约束和企业内生动能降温的影响下滑程度最深。房地产开发投资跌幅再度扩大0.5个百分点至-10.5%。制造业投资同比增速小幅下行1.2个百分点至9.2%，但增速仍高于2023年全年，实际增速维持高增。广义基建投资增速大幅下行4.3个百分点至7.7%，除高基数作用外也与年初以来政府债券发行速度较慢、中西部部分省份基建项目停建缓建，以及电力能源、信息传输业等企业借贷内生投资动能降温密切相关。4月底政治局会议要求加快专项债发行和使用进度，首批超长期特别国债也已启动发行，有望对下半年基建投资增速形成一定支撑。
- ◆ **住宅销售面积同比随基数走高跌幅再度扩大至2023年以来新低，新开工和竣工面积同比跌幅单月收窄。**4月住宅新开工面积和竣工面积同比跌幅分别收窄11.0和8.5个百分点至-15.3%和-16.9%，更具长期趋势性的销售面积同比跌幅却在基数达到峰值的背景下再度扩大3.2个百分点至-25.1%。4月底5月初以来，多个城市在提升住房公积金额度、放松限购等方面实施了新一轮的政策集中放松，但从高频交易数据来看房地产市场却并未呈现明显的改善迹象。当前我国的房地产市场可能已经进入“存量均衡”阶段，长期维度上的人口和产业布局问题才是最重要的影响因素，短期内的政策放松难以形成立竿见影的刺激效果。
- ◆ **加速去库存阶段进入尾声，工业增加值同比温和反弹，后续能否维持仍取决于工业品需求回升进度和强度。**4月工业增加值同比较3月反弹2.2个百分点至6.7%，采矿业、制造业、公用事业同比分别上行1.8、2.4和0.9个百分点至2%、7.5%和5.8%。在美国对华“脱钩断链”政策愈演愈烈、进一步蔓延至新能源汽车行业的背景下，加快建设新质生产力、加大对先进行业的投资力度，并通过耐用消费品以旧换新实施较大力度的补贴以促进内需，是我国先进产业链的立身之本。
- ◆ **消费投资内需同步转弱，中央财政加大扩张力度并加快落地实施是政策关键。**当前我国经济在内需方面呈现三大结构性特征：一是房地产市场受人口结构、产业布局倾斜导致房价收入比分化极大等长期因素共同作用而难以短期见到供需调整的均衡底部，不仅拖累投资，而且房价的持续下跌和居民加速去杠杆对居民可选商品消费意愿形成抑制。二是地方债务风险加速化解，加之电力能源、信息传输业等企业内生投资需求在高增超一年后自然放缓，基建投资亟需超长期特别国债、2023年增发国债加快落地形成实物工作量以支撑相对高增。三是居民服务消费需求韧性和增长黏性较好，预计增长相对稳健，与商品消费趋势持续分化。在此背景下，中央财政加大扩张力度、加快形成有效政策刺激是今年经济高质量发展的政策关键。专项债发行和使用、超长期特别国债落地、大规模设备更新和消费品以旧换新支出等相关财政政策均已在五月份加速推进，有望对基建投资和居民耐用可选商品消费形成重要的促进作用。6月欧央行开启降息后美元指数有再度飙升并对人民银行货币宽松操作形成较大外部掣肘的风险，年内货币政策预计将以积极配合财政扩张而非激进刺激投资为主要导向，维持9月降准50BP、全年1Y LPR/MLF利率下调30BP、5Y LPR不再下调的预测不变。
- ◆ **风险提示：**政府债券发行速度不及预期风险；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

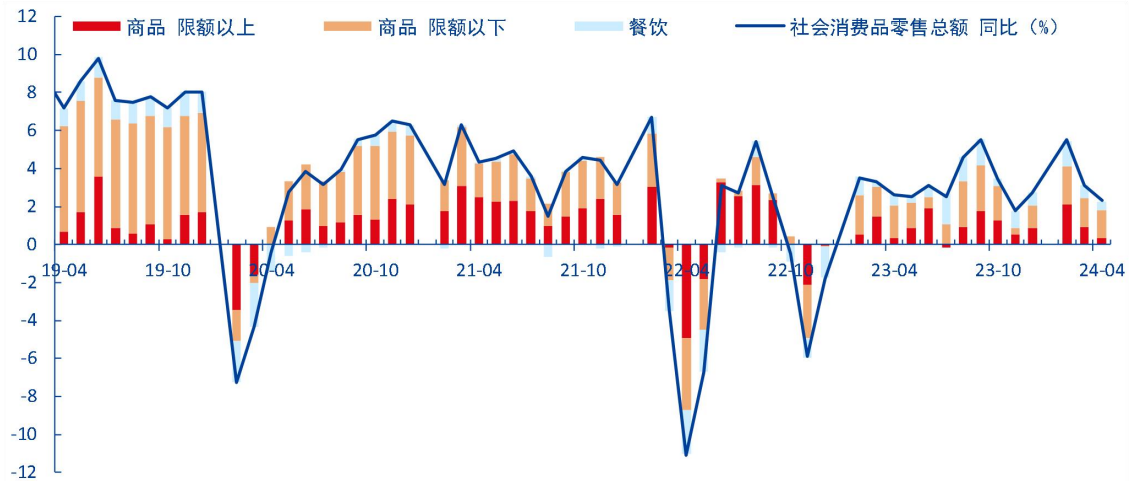
- 美国“二次通胀”风险是否已经解除？——美国CPI点评（2024.4） 2024.5.16
- 社融创纪录负增长，会否常态化？ 2024.5.11
- 消费品补贴落地，核心CPI温和回升——CPI、PPI点评（2024.4） 2024.5.11
- 货币政策开始向中性收敛——货币政策执行报告（24Q1）点评 2024.5.10
- 限购放松，争夺人才，成效几何？——华金宏观·双循环周报（第57期） 2024.5.10



一、商品和服务消费的分化趋势再度凸显，商品零售增长动能不足，汽车成最大拖累。

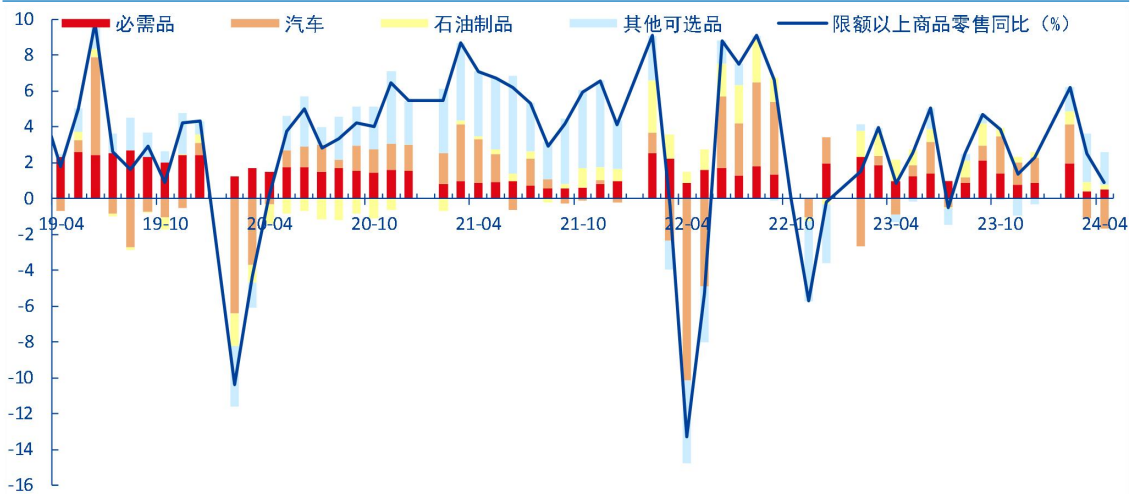
4月社会消费品零售总额同比连续第二个月大幅下滑，较3月下行0.8个百分点至2.3%。具体来看，呈现以下三点特征：1) 4月商品零售同比增速再度下行0.7个百分点至2.0%，对总零售增速的贡献也大幅下滑0.6个百分点，年初以来房地产市场尚未随着各地政策加码放松而呈现明显企稳向好迹象，房价有再度加速下跌的趋势，显著拖累居民商品消费特别是可选品消费意愿。2) 以餐饮为代表的服务消费延续稳定增长路径，餐饮零售同比增速在高基数背景下仅小幅回落2.5个百分点至4.4%，降温幅度远小于商品，增速贡献小幅回落0.2个百分点，加之清明假期的旅行出游消费表现较好，年初以来商品和服务消费加速分化的趋势再度得到确认。3) 向耐用可选品集中的限额以上商品零售增长动能更为薄弱，4月同比大幅下跌1.6个百分点至仅0.9%，其中，汽车类同比跌幅扩大1.9个百分点至-5.6%，为14个月以来最低水平，对限额以上零售同比的拖累也较3月再度加深0.6个百分点。

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（%）

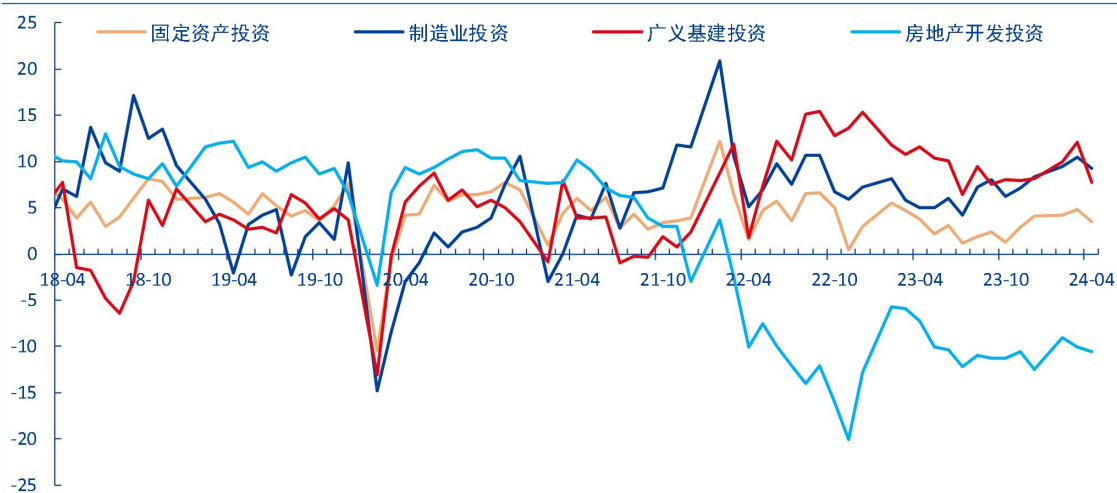


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2023年3-6月，10-12月为两年平均增速

二、固定资产投资增速放缓，融资缓滞基建投资大幅下滑，房地产投资低位徘徊。

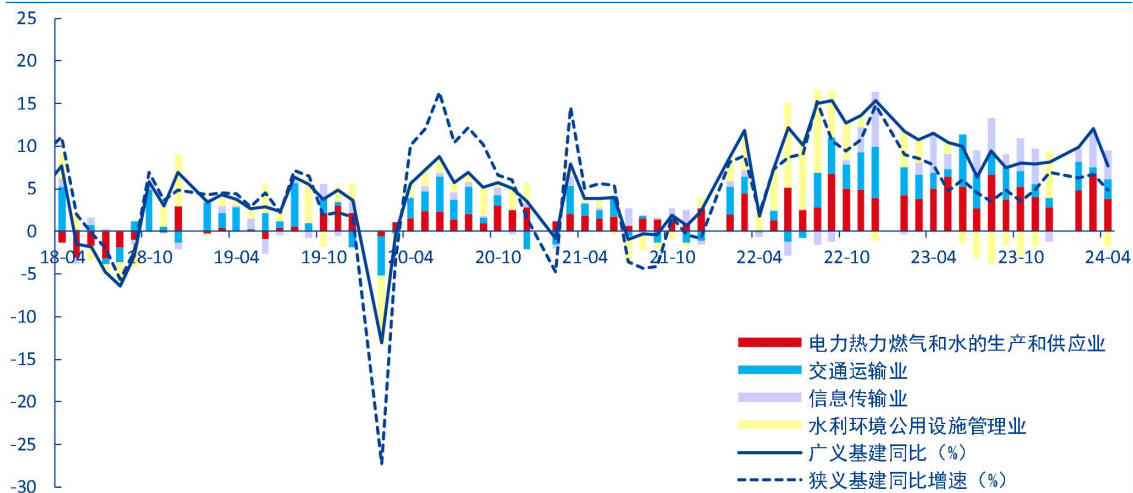
4月固定资产投资同比增速下行1.3个百分点至3.5%，三大类投资增速同步放缓，基建投资受融资缓滞的约束和企业内生动能降温的影响，下滑程度最深。房地产开发投资在基数走高和房地产市场供需两侧信心尚未恢复的背景下跌幅再度扩大0.5个百分点至-10.5%。制造业投资同比增速虽小幅下行1.2个百分点至9.2%，但增速仍高于2023年全年，扣除价格因素后实际增速维持高增态势。广义基建投资增速大幅下行4.3个百分点至7.7%，其中，公用事业投资降温幅度最大，电力热力燃气和水的生产和供应业同比贡献较3月大幅下跌3.9个百分点，水利环境公用设施管理业同比贡献下滑幅度紧随其后，也达到1.9个百分点，信息传输业也有所降温，交通运输业逆势增长，同比增速上行4.5个百分点至7.1%，拉动广义基建投资增长2.3个百分点；基建投资增速的显著下滑，除去年同期高基数作用以外，也与年初以来政府债券发行速度较慢、中西部部分省份基建项目停建缓建，以及电力能源、信息传输业等企业借贷内生投资动能降温密切相关。4月底政治局会议要求加快专项债发行和使用进度，首批超长期特别国债也已经启动发行，预计有望对下半年基建投资增速形成一定支撑，加之财政支出对大规模设备更新的保障，我们维持全年广义基建投资增速有望达到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（%）

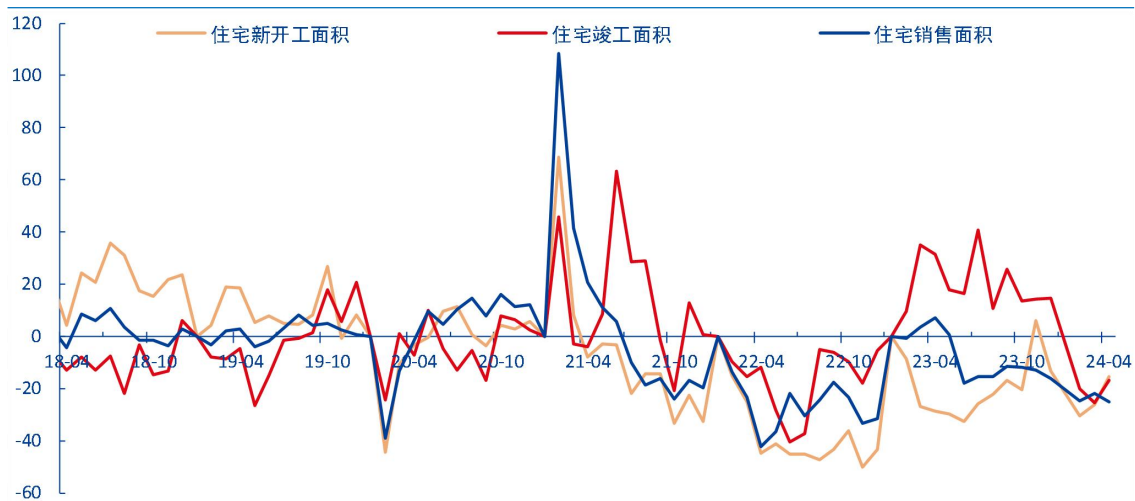


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年为两年平均增速

三、住宅销售面积同比随基数走高跌幅再度扩大至 2023 年以来新低，新开工和竣工面积同比跌幅单月收窄。

4 月住宅新开工面积和竣工面积同比跌幅分别收窄 11.0 和 8.5 个百分点至 -15.3% 和 -16.9%，更具长期趋势性的销售面积同比跌幅却在基数达到峰值的背景下再度扩大 3.2 个百分点至 -25.1%，创 2023 年以来新低。4 月底 5 月初以来，多个城市在提升住房公积金额度、放松限购等方面实施了新一轮的政策集中放松，但从高频交易数据来看房地产市场却并未呈现明显的改善迹象。当前我国的房地产市场可能已经进入“存量均衡”阶段，长期维度上的人口和产业布局问题才是最重要的影响因素，短期内的政策放松难以形成立竿见影的刺激效果，住房的商品和投资属性会进一步弱化。近日，杭州临安区决定收购一批商品住房用作公共租赁住房的消息引起广泛关注，这也符合我们前期有关“在商品房价格基本达到合理区间后对房地产市场实行‘一轨拆两轨’”的预期，当下我们仍然维持这一判断。

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、加速去库存阶段进入尾声，工业增加值同比温和反弹，后续能否维持仍取决于工业品需求回升进度和强度。

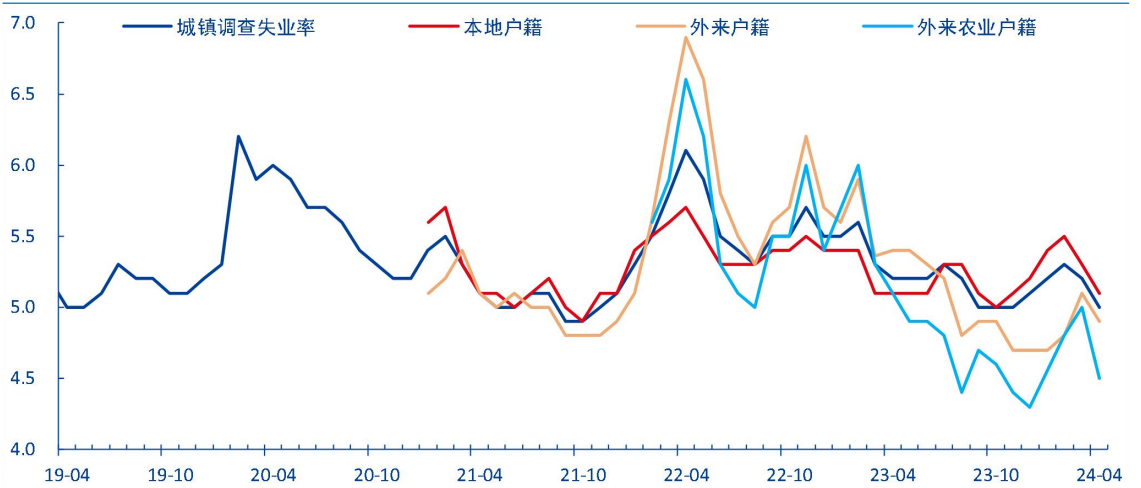
4 月工业增加值同比较 3 月反弹 2.2 个百分点至 6.7%，采矿业、制造业、公用事业同比分别上行 1.8、2.4 和 0.9 个百分点至 2%、7.5% 和 5.8%。受上游工业品需求不足拖累，黑色金属同比再度下行 1.3 个百分点至 2%，创 2022 年 9 月以来新低，是当月增加值同比唯一下行的主要制造业行业。其余主要行业中，汽车和计算机、通信和其他电子设备增加值同比分别上行 6.9 和 5.0 个百分点至 16.3% 和 15.6%，涨幅居前，其中汽车制造业在内外需同步降温、基数极高的背景下仍然实现了大幅增长。在美国对华“脱钩断链”政策愈演愈烈、进一步蔓延至新能源汽车行业的背景下，加快建设新质生产力、加大对先进行业的投资力度，并通过耐用消费品以旧换新实施较大力度的补贴以促进内需，是我国先进产业链的立身之本。4 月城镇调查失业率下行 0.2 个百分点至 5.0%，其中，外来农业户籍失业率大幅下行 0.5 个百分点至 4.5%，预计后续在政府债券对基建投资的支持下，中低收入群体的收入和就业将继续得到保障。

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、2023 年 3-5 月、10-12 月为两年平均增速

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、消费投资内需同步转弱，中央财政加大扩张力度并加快落地实施是政策关键。当前我国经济在内需方面呈现三大结构性特征：一是房地产市场受人口结构、产业布局倾斜导致房价收入比分化极大等长期因素共同作用而难以短期见到供需调整的均衡底部，不仅拖累投资，而且房价的持续下跌和居民加速去杠杆对居民可选商品消费意愿形成抑制。二是地方债务风险加速化解，加之电力能源、信息传输业等企业内生投资需求在高增超一年后自然放缓，基建投资亟需超长期特别国债、2023 年增发国债加快落地形成实物工作量以支撑相对高增。三是居民服务消费需求韧性和增长黏性较好，预计增长相对稳健，与商品消费趋势持续分化。在此背景下，中央财政加大扩张力度、加快形成有效政策刺激是今年经济高质量发展的政策关键。专项债发行和使用、超长期特别国债落地、大规模设备更新和消费品以旧换新支出等相关财政政策均已在五月份加速推进，有望对基建投资和居民耐用可选商品消费形成重要的促进作用。6 月欧央行开启降息后美元指数有再度飙升并对人民银行货币宽松操作形成较大外部掣肘的风险，年内货币政策预计将以积极配合财政扩张而非激进刺激投资为主要导向，维持 9 月降准 50BP、全年 1Y LPR/MLF 利率下调 30BP、5Y LPR 不再下调的预测不变。

风险提示：政府债券发行速度不及预期风险；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