

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号

大厦B座

邮编：100031

需求收缩的五大群体都有哪些？

2024年8月24日

- 今年以来，国内有效需求不足是经济运行中的一个突出问题。我们研究发现，外资企业投资、中小企业新建项目投资、房地产投资、社会集团消费以及城镇居民消费等群体行为，呈现出较为明显的需求收缩特征。
- **外资企业投资收缩**：2024年以来，外资企业的固定资产投资大幅负增长，1-7月累计下降15.2%，是拖累固定资产投资的重要因素。此前，外资企业投资最大降幅发生在奥密克戎病毒笼罩下的2022年，但今年以来降幅已超过2022年。
- **新建项目投资低迷**：2024年以来，固定资产投资中，扩建项目投资高增，新建项目投资较为低迷，1-7月扩建项目投资累计增长39.3%，新建项目投资累计下降1.2%。这表明当前投资增长主要依赖存量项目扩建，而缺少新建项目。
- **房地产投资延续负增长**：2024年以来，房地产投资延续负增长，截至7月，房地产投资在全部投资中比重降至21.2%，较历史高点（30.9%）累计下降9.8个百分点。连带影响下，第二产业投资比重持续上升，第三产业投资比重持续下降。
- **社会集团消费萎缩**：全部消费可以分解为居民消费和社会集团消费，其中居民消费约占六成，社会集团消费（即政府机关、部队、企事业单位、村集体等各类机构消费）约占四成。2024年以来，社会集团消费已连续2个季度负增长。
- **城镇居民消费谨慎**：一线城市社零负增长可能是全国的一个缩影，2024年以来，全国范围内城镇消费增长明显落后于乡村消费。一个重要原因是，城镇居民受降薪裁员等因素影响更大，收入增长落后于农村居民。
- **政策和投资含义**：政策方面，我们认为进一步扩大内需或仍有必要。但政策落地节奏仍难把握，不宜对快速落地期待过高。投资方面，建议在需求扩张的领域中寻找结构性机会。
- **风险因素**：需求收缩影响蔓延，政策落地不及预期等。

目录

一、外资企业投资收缩.....	3
二、新建项目投资低迷.....	4
三、房地产投资延续负增长.....	5
四、社会集团消费萎缩.....	6
五、城镇居民消费谨慎.....	7
六、政策和投资含义.....	9
风险因素.....	10

图目录

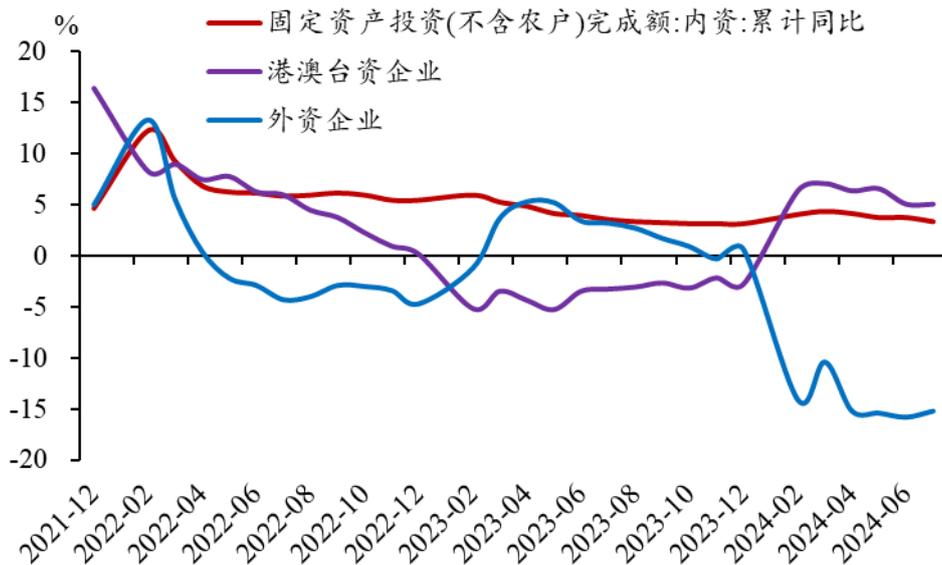
图 1: 2024 年以来, 外资企业的固定资产投资大幅负增长.....	3
图 2: 外资企业投资正在创下有数据以来最大降幅.....	4
图 3: 2024 年以来, 扩建项目投资高增, 而新建项目投资低迷.....	4
图 4: 1992 年有数据以来, 新建项目投资首次负增长.....	5
图 5: 2024 年以来, 房地产投资在全部投资中比重持续下降.....	6
图 6: 近几年第二产业投资比重持续上升, 第三产业投资比重持续下降.....	6
图 7: 2024 年以来, 社会集团消费已连续 2 个季度负增长.....	7
图 8: 2024 年以来, 城镇消费增速明显落后于乡村消费.....	8
图 9: 2024 年以来, 城镇居民消费增长落后于农村居民.....	8
图 10: 2024 年以来, 城镇居民收入增长也落后于农村居民.....	9

今年以来，国内有效需求不足是经济运行中的一个突出问题。我们研究发现，外资企业投资、中小企业新建项目投资、房地产投资、社会集团消费以及城镇居民消费等群体行为，呈现出较为明显的需求收缩特征。

一、外资企业投资收缩

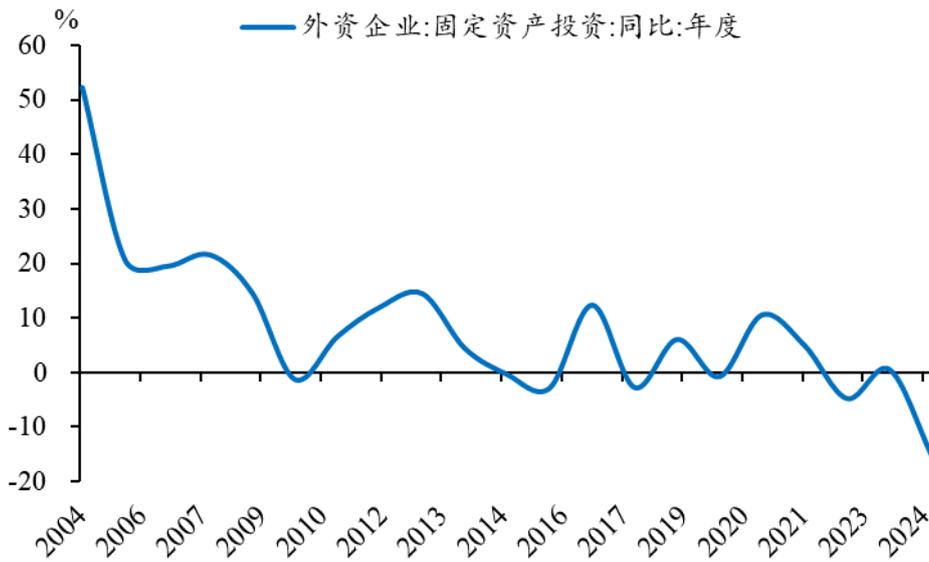
2024年以来，外资企业的固定资产投资大幅负增长。1-7月，全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长3.6%。按登记注册类型划分，固定资产投资主体包括内资企业、港澳台资企业、外资企业等。其中，港澳台资企业的固定资产投资增速最高，1-7月累计增速达到5.1%；内资企业的投资增速次之，1-7月累计增速为3.4%；外资企业的投资增速最低，1-7月累计下降15.2%，与内资企业和港澳台资企业形成较大反差。由此可见，外资企业投资大幅负增长，是拖累固定资产投资的重要因素（图1）。

图 1：2024 年以来，外资企业的固定资产投资大幅负增长



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

放在历史的视野下，可以进一步看到，外资企业投资正在创下有数据以来最大降幅。最早能够追溯的数据是2004年，2008年金融危机之前是外资企业在华投资的黄金时代，2004-2008年均保持两位数以上增速。金融危机发生后，外资企业在华投资增速总体放缓，但多数年份仍保持正增长。2022年，在新冠奥密克戎病毒传播影响下，外资企业投资录得4.7%的降幅，为此前历史最大降幅。而今年以来，在贸易摩擦、脱钩断链、地缘政治风险等因素持续影响下，外资企业投资降幅已远超2022年（图2）。

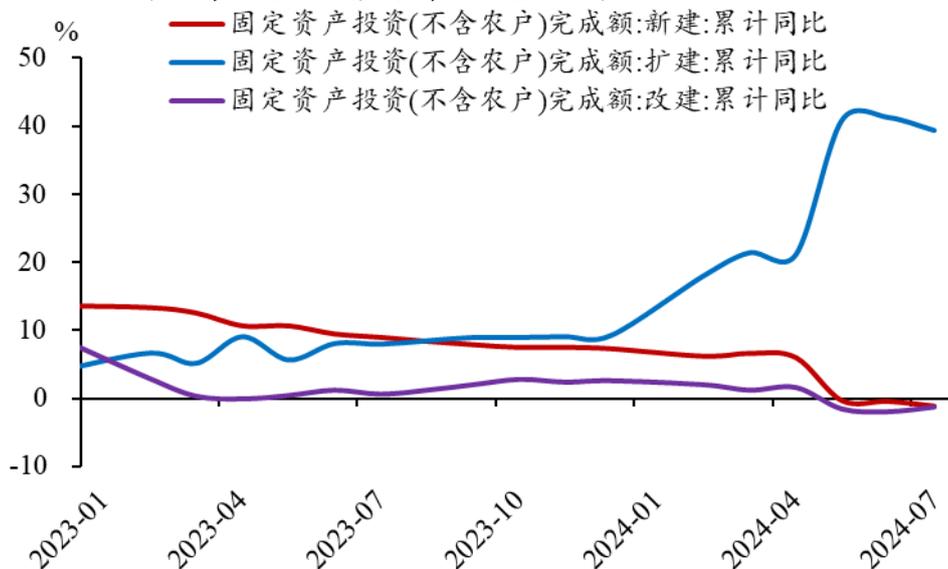
图 2：外资企业投资正在创下有数据以来最大降幅


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

注: 2024 年为 1-7 月累计同比数据

二、新建项目投资低迷

2024 年以来，固定资产投资增长主要依赖于扩建项目，新建项目投资较为低迷。按建设性质划分，固定资产投资包括新建项目投资、扩建项目投资和改建项目投资等。今年以来的一个重要特征是，不同建设性质的投资增速出现很大分化，扩建项目投资高增，1-7 月累计增速为 39.3%，较上年底回升 30 个百分点；而新建项目和改建项目投资低迷，1-7 月累计增速分别为-1.2%和-1.3%，较上年底分别回落 8.5 个百分点和 3.9 个百分点。新建项目投资低迷尤其值得关注，这表明当前投资增长主要依赖存量项目扩建，而缺少新建项目（图 3）。

图 3：2024 年以来，扩建项目投资高增，而新建项目投资低迷


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

这也是1992年有数据以来，新建项目投资首次负增长。此前，新建项目投资增速的两个低点，分别是1999年和2020年。1999年，在亚洲金融危机、国企调整、低端产能过剩等因素影响下，当年新建项目投资增速仅为0.3%。2020年，新冠疫情影响下，当年新建项目投资增速仅为1.8%。即，此前两个低点，都没有陷入负增长，今年以来是首次负增长。统计局另外一项数据显示，1-7月，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长7.6%，拉动全部投资增长4.1个百分点，共同指向中小项目和新建项目低迷（图4）。

图4：1992年有数据以来，新建项目投资首次负增长



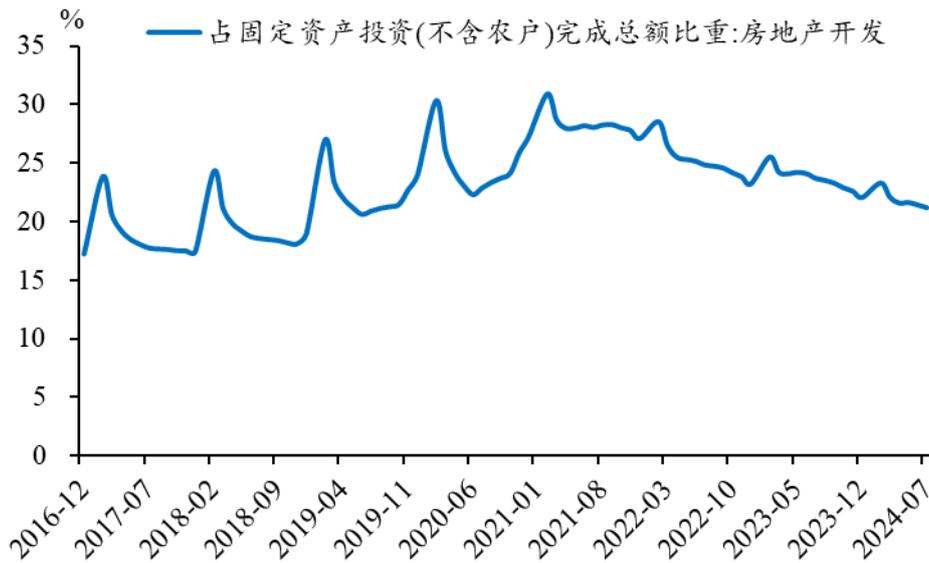
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

注: 2024年为1-7月累计同比数据

三、房地产投资延续负增长

2024年以来，房地产投资延续负增长，在全部投资中比重持续下降。房地产市场调整尚未结束，房地产投资仍在负增长，1-7月，房地产投资累计降幅为10.2%。受此影响，房地产投资在全部投资中比重持续下降，截至7月，该比重为21.2%，较2021年初的历史高点（30.9%）累计下降9.8个百分点。另外，历史上房地产投资在全部投资中比重具有明显的季节性，呈现年初高、年末低的特征，2021年以来这一特征也明显缓解，整体呈持续下降趋势（图5）。

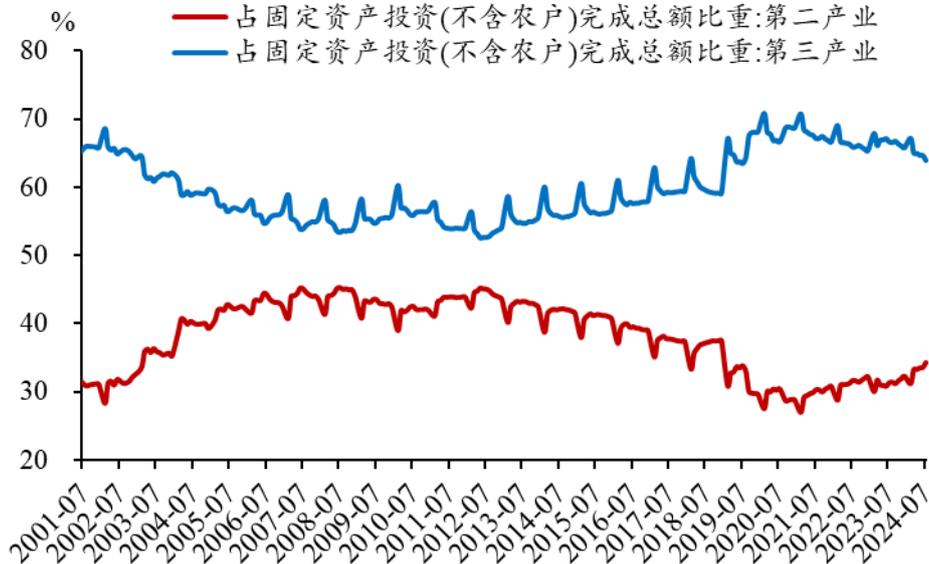
图 5：2024 年以来，房地产投资在全部投资中比重持续下降



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第二产业投资比重上升，第三产业投资比重下降。近几年，在房地产投资持续负增长的同时，制造业投资保持了较高增长，体现了高质量发展和转型升级的要求，对房地产投资收缩也起到了部分对冲作用。从第二产业投资和第三产业投资在全部投资中比重看，二者往往呈互补关系：2001-2008 年，受益于加入 WTO 的红利，第二产业投资比重持续上升，第三产业比重持续下降；2009-2020 年，金融危机发生后二者趋势逆转，第二产业比重下降，第三产业比重上升；2021 年至今，房地产市场调整和经济高质量发展之下，二者趋势再次逆转（图 6）。

图 6：近几年第二产业投资比重持续上升，第三产业投资比重持续下降



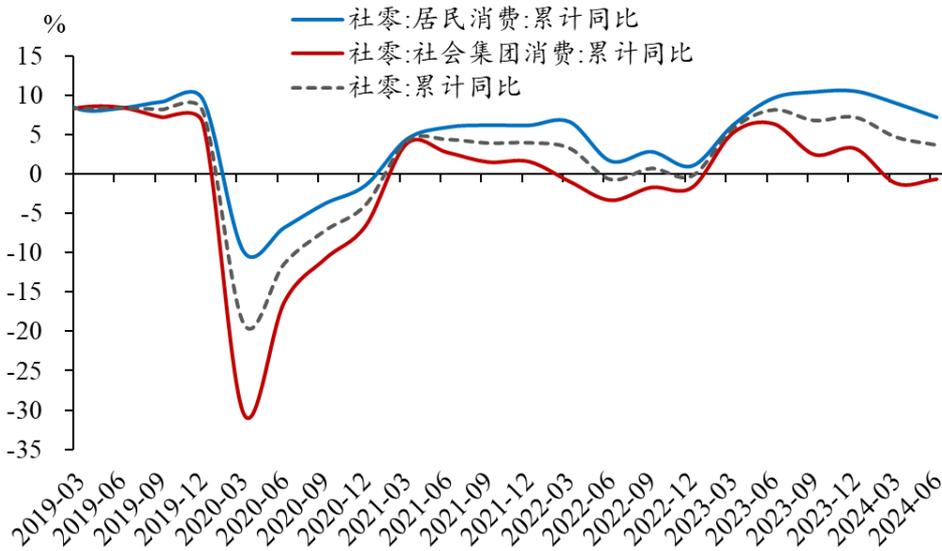
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

四、社会集团消费萎缩

全部消费可以分解为居民消费和社会集团消费。市场观察消费最常用的指标是社会消费品零售总额（社零），社零既包括居民消费部分，也包括社会集团消费部分（非居民部分）。我们测算，目前社零中居民消费约占六成，社会集团消费（即政府机关、部队、企事业单位、村集体等各类机构消费）约占四成（测算方法详见《看懂消费的三个重要视角-20221012》或《社会集团消费：消费复苏缓慢的最大拖累-20210929》）。

2024 年以来，社会集团消费已连续 2 个季度负增长。当前政府机关尤其是地方政府面临财政压力，部分企业面临经营压力，均会对其消费构成抑制。我们测算，2024 年一季度，在地方卖地收入下降、财政压力凸显、过紧日子基调等因素影响下，社会集团消费录得 1.2% 的降幅，2024 年上半年，社会集团消费录得 0.7% 的降幅，连续 2 个季度负增长，持续对整体消费构成较大拖累（图 7）。

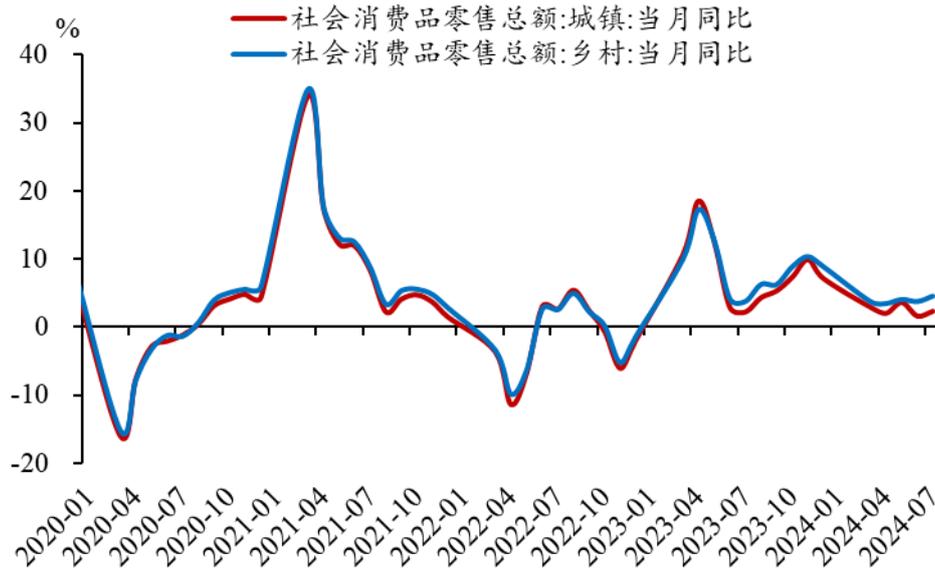
图 7：2024 年以来，社会集团消费已连续 2 个季度负增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

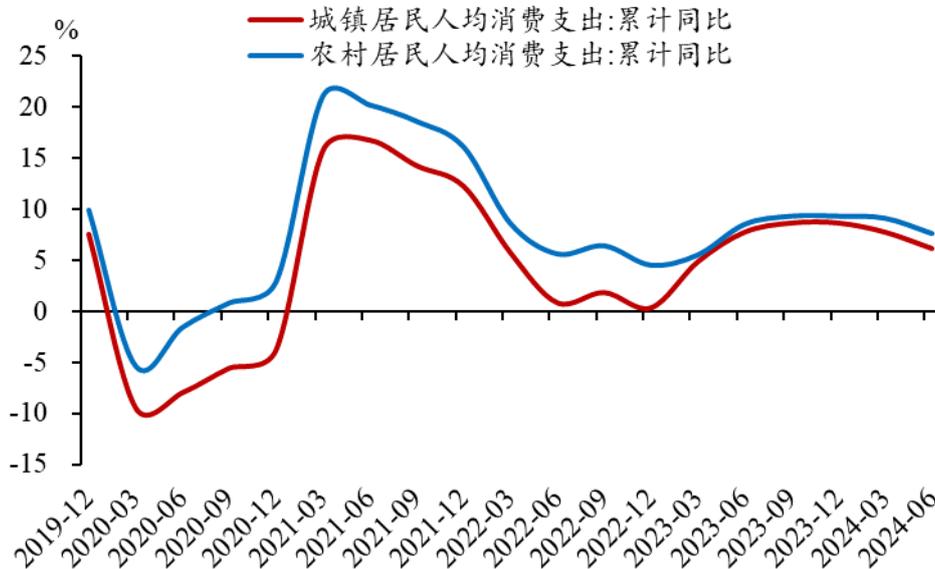
五、城镇居民消费谨慎

2024 年以来，城镇消费增长明显落后于乡村消费。2024 年 6 月，北京、上海、深圳、广州等一线城市社零均录得负增长，这可能是全国城乡消费的一个缩影，从全国来看，城镇消费增长也是不及乡村的。历史上，社零中城镇消费和乡村消费的增速差多为 1 个百分点左右，但 2024 年 7 月，城镇消费增速仅为 2.4%，乡村消费增速为 4.6%，城镇消费已落后于乡村消费 2.2 个百分点。实际上，至少从 2023 年下半年开始，城镇消费增速与乡村消费增速的差距就在逐渐拉大（图 8）。

图 8：2024 年以来，城镇消费增速明显落后于乡村消费


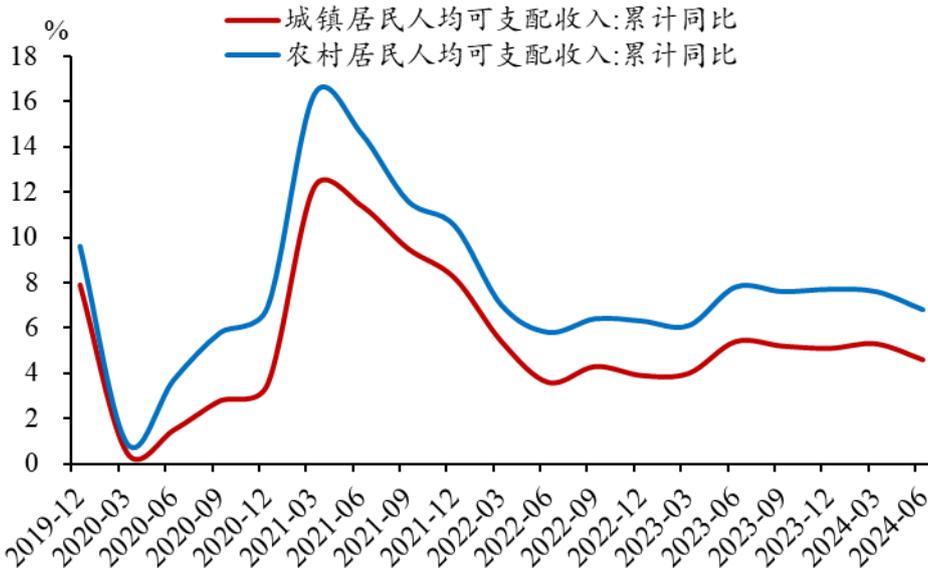
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

本轮城镇消费增长落后于乡村，既与社会集团消费萎缩有关，也与城镇居民消费趋于谨慎有关。逻辑上，城镇消费既包括城镇社会集团消费和城镇居民消费，前文已对社会集团消费萎缩做了探讨，考虑到社会集团更多分布在城镇，对城镇消费的拖累或应大于乡村。除此以外，城镇居民消费趋于谨慎也是重要原因，截至 2024 年二季度，城镇居民人均消费支出累计增速为 6.1%，落后于农村居民 1.5 个百分点，与上年同期相比，增速差同样呈拉大趋势（图 9）。继续探究原因，又与城镇居民受降薪裁员等因素影响更大，收入增长落后于农村居民有关，截至 2024 年二季度，城镇居民人均可支配收入累计增速为 4.6%，落后于农村居民 2.2 个百分点（图 10）。

图 9：2024 年以来，城镇居民消费增长落后于农村居民


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 10：2024 年以来，城镇居民收入增长也落后于农村居民



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

六、政策和投资含义

政策方面，我们认为进一步扩大内需或仍有必要。若能有效扩大内需，弥补上述五大群体需求收缩造成的缺口，中国经济有望迎来企稳回升的光明前景。这或有赖于逆周期政策的加码，财政政策的可用工具包括提高赤字、增发国债、扩大专项债投向领域等。美联储降息有望开启，货币政策宽松空间有望打开，可用工具包括降准、降息、推出新的结构性工具等。**但也需要注意，政策落地节奏仍难把握，不宜对快速落地期待过高。**

投资方面，建议在需求扩张的领域中寻找结构性机会。前文重点分析了需求收缩的五大群体及其行为，相关领域难有较好投资表现。实际上，经济中也存在一些需求扩张的群体和领域，如重大项目和存量项目扩建投资高增、第二产业投资比重持续上升、乡村消费保持较强韧性等，其中可能蕴藏结构性投资机会。

风险因素

需求收缩影响蔓延，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。