

# 宏观

证券研究报告

## 开门红，完成 5%还需要多少？

2024 年 03 月 19 日

总的来看，年初国内经济开门红。在一季度 GDP 同比增速有望实现 4.7%-5% 时，全年经济也有望完成政策目标。在这样的情况下，存量政策落地才是重点，增量政策或还需进一步等待。

**风险提示：**经济数据表现超预期，高频数据与实际月度数据存在背离，模型误差

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

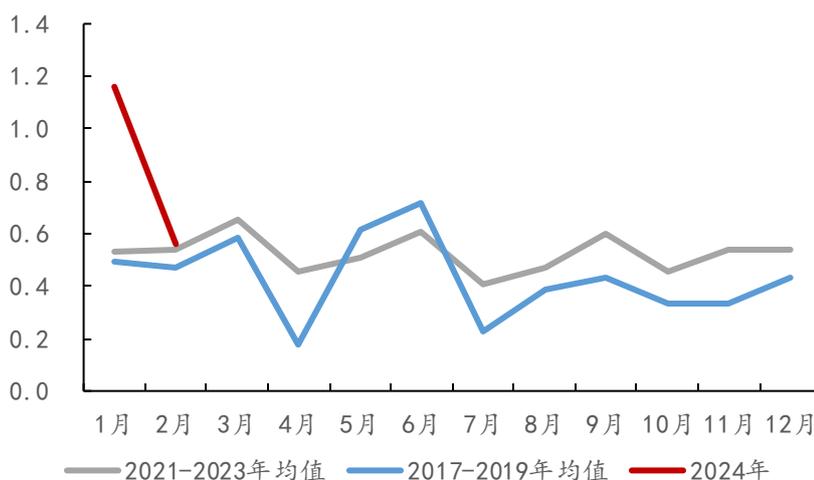
- 《宏观报告：宏观-从出口份额看中国制造竞争力变化》 2024-03-17
- 《宏观报告：宏观-金融数据中的几点信息》 2024-03-17
- 《宏观报告：宏观-价格战对物价水平的影响》 2024-03-13

年初经济数据开门红。

生产端，工业和服务业表现均不弱。1-2月工业增加值同比增长7%，环比增速明显超季节性规律，即使刨除去年低基数，今年1-2月两年复合增速也达到了4.7%，高于去年末。服务业生产指数同比增长5.8%，其中住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业分别同比增长12.1%、10.4%<sup>1</sup>。

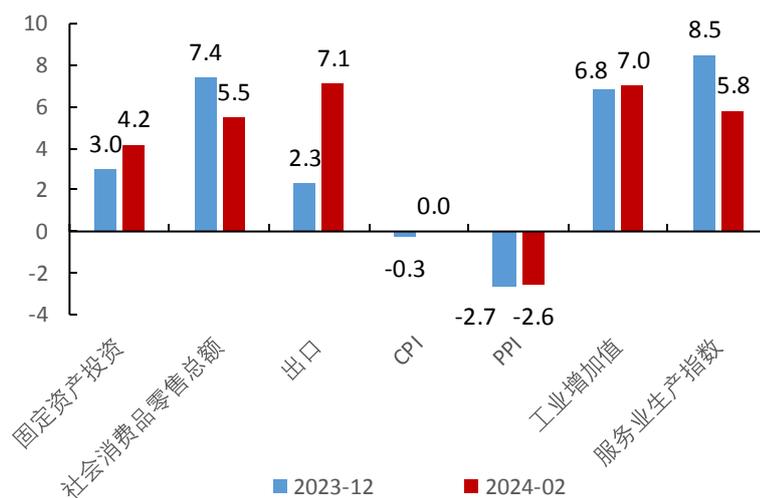
需求端，1-2月服务业零售同比增长12.3%<sup>2</sup>，汽车同比增长8.7%，体育、娱乐用品同比增长11.3%<sup>3</sup>，带动社零同比增速上行至5.5%<sup>4</sup>。1-2月制造业投资同比增长9.4%，对冲了-9%的房地产开发投资下滑压力，带动固定资产投资同比增速4.2%，比去年末增速高1.2个百分点。

图 1：工业增加值环比超季节性（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：年初经济数据一览（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

按照生产法，用工业增加值估算第二产业同比增速，用服务业生产指数估算第三产业同比

<sup>1</sup> 1-2月份国民经济稳中有升 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>2</sup> 1-2月份国民经济稳中有升 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

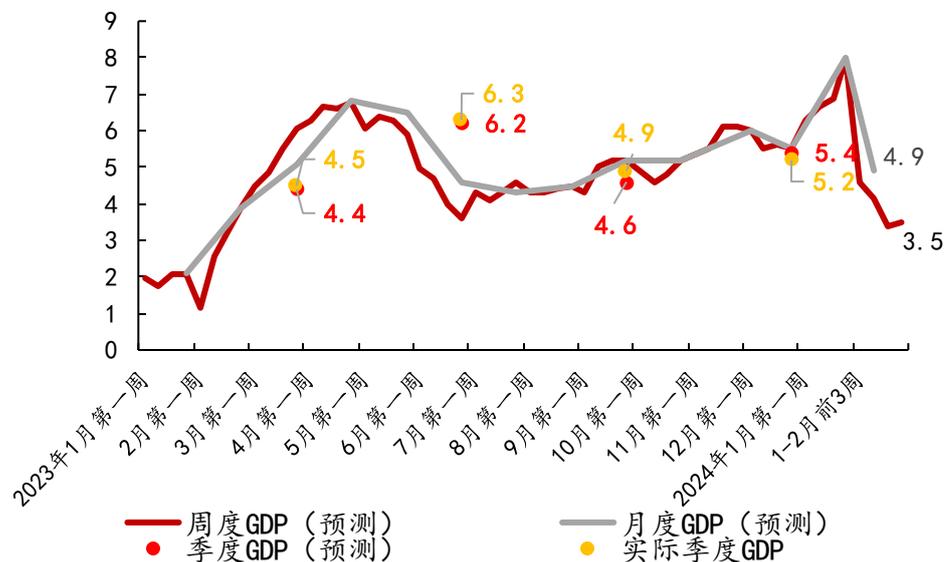
<sup>3</sup> 2024年1—2月份社会消费品零售总额增长5.5% - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>4</sup> 1-2月份国民经济稳中有升 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

增速，我们预计 1-2 月 GDP 同比增速在 4.9%-5.3%左右。

3 月开始随着基数有所走高，地产销售、复产复工等高频数据显示部分行业景气度有所走弱。基于高频数据，我们估算一季度 GDP 同比增速在 4.7%-5%左右，达到全年增长目标所需水平。

图 3：从生产法估算的 GDP 同比增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**要实现全年 5% 的 GDP 增长目标，需要三驾马车各实现多少增速呢？**

首先，GDP 平减指数有望转正。

CPI 方面，受到猪肉供给稳定、以汽车为代表的部分商品价格年内明显回落等因素影响，我们预计年内 CPI 同比增速或在 0.5%左右。

PPI 方面，考虑到 M1 同比增速对 PPI 的领先性以及参考 EIA 的原油预测值，我们预计年内 PPI 同比增速或在 -0.8%左右。

基于以上推算，我们预计今年 GDP 平减指数或在 0.5%左右，意味着支出法 GDP 名义同比增速需要在 5.5%左右，才能够实现 5%的增速目标。

图 4：基于 CPI 与 PPI 估算的 GDP 平减指数（单位：%）



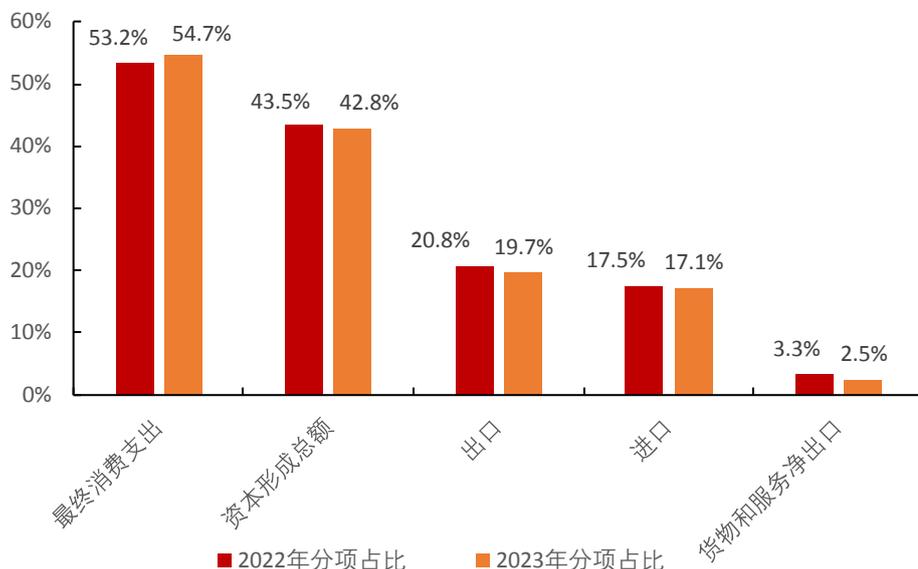
资料来源：wind，天风证券研究所

再来看三驾马车对支出法 GDP 的拉动情况。

基于官方公布的 2023 年分项拉动率，可以估算出最终消费、资本形成总额、净出口占 GDP 的比重分别为 54.7%、42.8%和 2.5%（出口和进口的占比各为 19.7%和 17.1%）<sup>5</sup>。

也就是说，最终消费、资本形成总额、净出口每增长 1 个百分点，对应名义 GDP 增长为 0.547、0.428、0.025 个百分点。

图 5：GDP 的分项结构（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：2023 年占比数据通过拉动率估算得到）

图 6：当年同比与占比与拉动

$$GDP_{t-1} = 消费_{t-1} + 投资_{t-1} + 出口_{t-1} - 进口_{t-1}$$

$$GDP_t = 消费_t + 投资_t + 出口_t - 进口_t$$

$$\begin{aligned} \frac{GDP_t}{GDP_{t-1}} - 1 &= \frac{消费_t}{GDP_{t-1}} + \frac{投资_t}{GDP_{t-1}} + \frac{出口_t}{GDP_{t-1}} - \frac{进口_t}{GDP_{t-1}} \\ &= \frac{消费_t}{消费_{t-1}} \frac{消费_{t-1}}{GDP_{t-1}} + \frac{投资_t}{投资_{t-1}} \frac{投资_{t-1}}{GDP_{t-1}} + \frac{出口_t}{出口_{t-1}} \frac{出口_{t-1}}{GDP_{t-1}} - \frac{进口_t}{进口_{t-1}} \frac{进口_{t-1}}{GDP_{t-1}} - 1 \\ &= 消费同比 * \frac{消费_{t-1}}{GDP_{t-1}} + 投资同比 * \frac{投资_{t-1}}{GDP_{t-1}} + 出口同比 * \frac{出口_{t-1}}{GDP_{t-1}} - 进口同比 * \frac{进口_{t-1}}{GDP_{t-1}} \end{aligned}$$

资料来源：天风证券研究所

我们简单假设消费和出口增速，重点分析经济对投资提出了多少的增速要求。

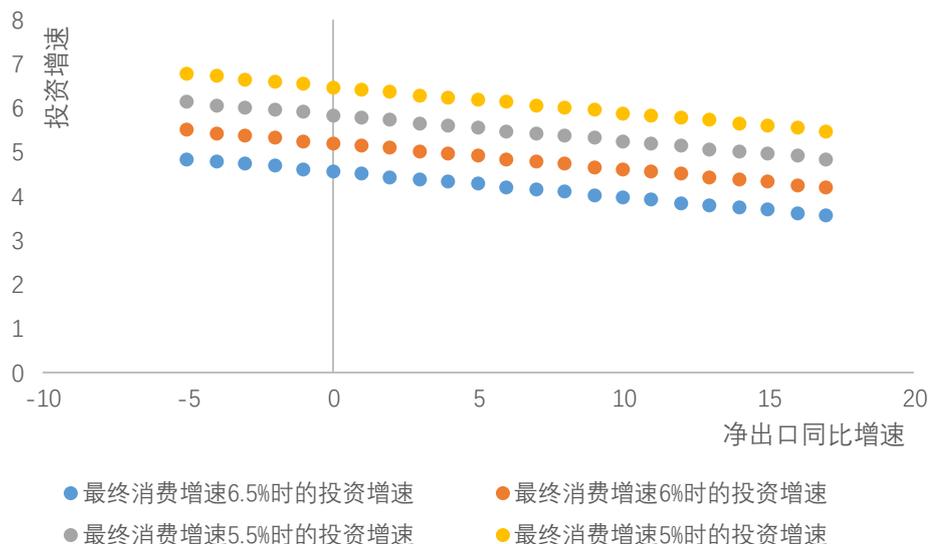
今年美国逐渐进入补库存阶段，经济补库存以及中国出口份额依然维持韧性，预计 2024 年出口同比增速在 3-5%左右。

今年汽车消费和服务消费表现不弱，考虑到 2023 年最终消费增速高于 GDP 增速，我们假设如果实现 5.5%的增速水平，则今年最终消费增速或在 5.5-6.5%左右。

简单假设消费和出口增速之后，要实现 5.5%左右的名义 GDP 增速，需要资本形成总额的同比增速有 3.8%到 5.2%左右。

图 7：名义 GDP 同比增长 5.5%时，三驾马车的增长组合（单位：%）

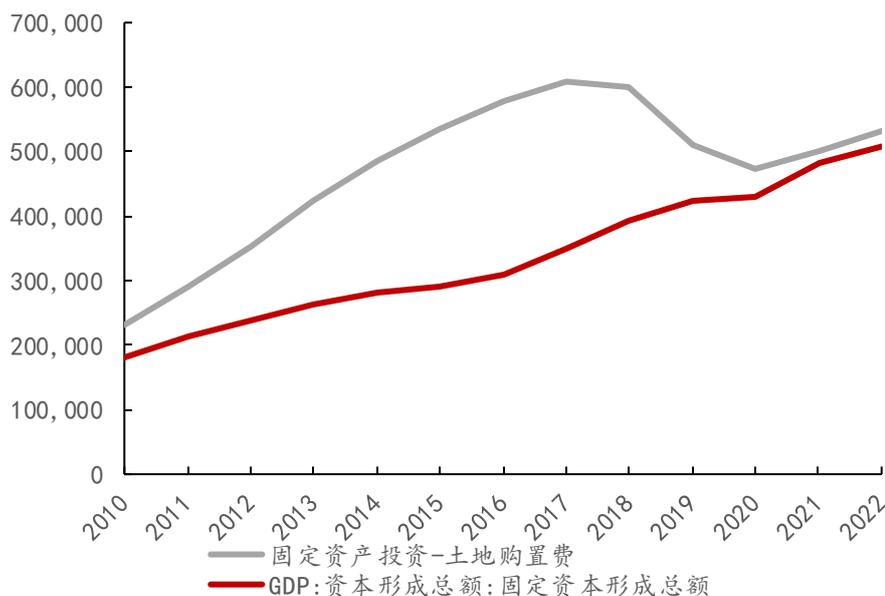
<sup>5</sup> 估算值和最终统计局估算值或有偏差



资料来源：wind，天风证券研究所

自 2018 年后，固定资产投资扣除掉土地购置费后与固定资本形成总额十分接近，今年土地购置费大概率延续去年的负增长，这意味着今年固定资产投资增速只需要 3.1%-4.4% 左右就能够满足 3.8% 到 5.2% 左右的增速要求。1 月固定资产投资 4% 的增速也处于这一增速区间。

图 8：固定资产投资与资本形成总额（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

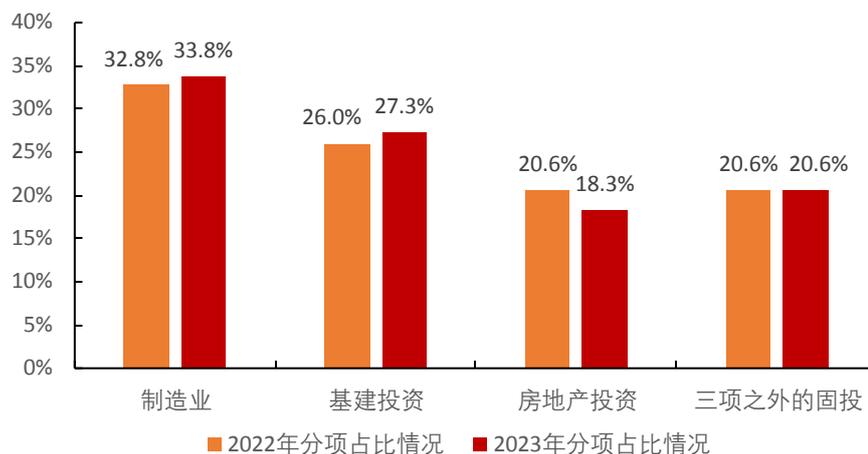
2017 年后，统计局不再公布基建、制造业等细分行业的投资规模，对此我们可以基于统计局公布的 2017 年之后的同比数据来做一个近似估算。

按照近似估算值，我们预计 2023 年固定资产投资中，制造业、基建、房地产业<sup>6</sup>、其他的占比分别为 33.8%、27.3%、18.3%、20.6%。换句话说，制造业、基建、房地产投资每波动 1 个百分点，能够影响固定资产投资 0.34、0.27、0.18 个百分点。

其中，制造业近年来占固定资产投资的比重在稳步提高，但房地产占固定资产投资的比重则在明显回落。

图 9：固定资产投资分项结构（单位：%）

<sup>6</sup> 注：房地产业包括了房地产开发经营、物业管理、房地产中介服务、房地产租赁经营和其他房地产业等 5 个子行业，而只有房地产开发经营业的固定资产投资才和房地产开发投资直接相关。



资料来源：wind，天风证券研究所（注：2017年之后统计局不在公布制造业、基建的投资绝对额，这里占比我们使用同比增速近似推算）

在房地产投资同比-10%时，制造业和基建同比增速或需要在8%、5.5%以上，才能够满足固投的要求增速。如果房地产投资同比-9%，制造业和基建同比增速或需要在7.5%、5%以上，才能够达到固投的要求增速。

考虑到制造业投资同比增速随着基本面改善、设备更新支持政策的落地以及去年基数的下滑，制造业投资有望维持韧性。这意味着即使房地产投资年内承压，固投也有较大概率能满足目标增速。

总的来看，年初国内经济开门红。在一季度GDP同比增速有望实现4.7%-5%时，全年目标有望顺利实现。在这样的情况下，存量政策落地才是重点，增量政策或还需进一步等待。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com