

## 宏观点评 20240416

### 5.3% VS 4.5%: 多出的 0.8 在哪里?

2024 年 04 月 16 日

■ **第一季度经济增长 5.3% 的“含金量”有多高?** 从经济增速本身看, 这个成果不容易, 尤其是考虑到 2023 年同期基数不低的情况下 (2023Q1 同比增长 4.5%), 同时也强于去年全年 5.2% 的增速。

**结构上也比较“新质”,** 工业生产 (出口映射) 和制造业投资是最主要的动力, 同比增速相较去年同期分别上涨 3.1 和 2.9 个百分点。我们认为今年第一季度的结构基本上勾勒出今年经济的两大抓手: **出口和制造业投资**。

当然, 美中不足的是**通胀尚待复苏**。第一季度名义 GDP 增速约为 4%, 主要受 PPI 的影响, 整体以价换量下, 企业利润率依旧存在压力。而**制造业投资的逆势上涨, 也带来一定产能闲置的担忧——第一季度工业产能利用率进一步下滑, 仅高于 2020 年 3 月疫情时期**。

**第二季度经济有支撑, 但通胀问题仍需政策发力来缓解。** 好消息是去年第二季度经济的基数比较低, 而政策端也在“有力度”地推进设备更新改造计划。但经济和政策的重要问题在于如何调节需求和不断扩大、提效的供给之间的平衡, 这个可能是政策缓解通胀的关键问题。3 月具体分项数据方面:

■ **工业: “科技”主线贯穿整个季度。** 虽然 3 月工业增加值同比增速有小幅下降 (从 1-2 月的 7.0% 降至 3 月的 4.5%), 但放眼整个一季度来看, 2024 年的工业生产表现是强于 2023 年的。**如何解释 2024 年一季度工业生产的“开门红”? “科技”是挥之不去的主题——2024 年以来高技术产业的工业增加值同比增速就在持续走高, 即便是 3 月工业产量呈现出边际放缓态势, 高技术产业的生产依旧“逆势向前”。除了科技以外, 出口也是一季度工业生产的有力支撑项。** 2024 年一季度工业企业出口交货情况就步入了回暖通道, 这也为工业企业生产注入动能。

**又该如何解释 3 月工业生产的边际放缓? 或许产能利用率偏低是问题所在。** 2024 年一季度产能利用率从 2023 年四季度的 76.9% 降至 73.6%, 背后原因可能在于生产设备并未达到其最大生产能力程度, 生产效率的下降会扰动工业生产的进度。或许这也是推动新一轮大规模设备更新改造的“题中之义”。

■ **制造业: 打开 5.3% 经济增速的“金钥匙”。** 正是在“新质生产力”的政策主线之下, **制造业投资走势与高技术产业工增走势变得愈发趋同。** 3 月制造业投资并未随整体工增同比增速“向下走”, 而是选择跟随高技术产业工增同比增速的步伐——制造业投资同比增速从 1-2 月的 9.4% 升高至 10.3%。**科技创新政策的支持给制造业投资“开了绿灯”, 使得制造业投资增速从 2023 年四季度起就一路向上。不过需要警惕的是, 若制造业投资一味求上, 会继续对产能利用率形成制约。**

**与科技相关性更高的下游行业, 大多处于“加速通道”中。** 相较于 1-2 月, 3 月制造业投资提速的行业也大多与科技相关, 包括但不限于医药、通用设备、专用设备、汽车制造等行业。我们预计在科技创新政策的持续刺激作用下, 这些行业的景气度将继续维持在不错的水平。

■ **基建: 早有铺垫的“降温”。** 2024 年 3 月广义基建投资同比增速为 8.6% (1-2 月为 8.9%), 再次延续了之前的放缓态势。其中, 公用事业板块仍为广义基建的主要支撑项, 其同比增速从 1-2 月的 4.7% 跃至 3 月的 6.5%, 对比之下交通仓储以及水利、环境和公共设施两大板块“热度”不够。

**稳基建的诉求确实不及 2023 年, 但后续基建放缓的幅度并不会过大。** 早在 2023 年下半年起, 领先于基建投资 6-9 个月的发改委审批固投资项目金额就开始明显不及上年同期, 说明发改委推进项目建设的意向正在“降温”。结合目前水泥价格不断下探、基建类开工率偏缓、以及地方债发行较慢等现象来看, 可以推断出 2024 年一季度经济“开门红”靠

证券分析师 陶川  
执业证书: S0600520050002  
taoch@dwzq.com.cn  
证券分析师 邵翔  
执业证书: S0600523010001  
shaox@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《3 月金融数据背后的经济温差》  
2024-04-13  
《3 月出口: 开年出口为何“上蹿下跳”? 》  
2024-04-12

的并非基建。不过往后看，预计二季度开始放量发行的超长期特别国债、以及三季度新增专项债发行加快重新“提上日程”，这将在一定程度上对冲基建投资增速的放缓。

- **地产：竣工“支点”缺席下的弱企稳。**3月地产投资各项数据继续维持低位，受开复工节奏偏缓影响投资额下降约10%，新开工与施工面积继续维持两成以上的同比收缩趋势，值得注意的是往期为数不多的“亮眼项”地产竣工同比下降22%，一是可能受2022-2023年新开工面积下滑影响，二是地方地产项目“白名单”的政策效力还未完全显现。

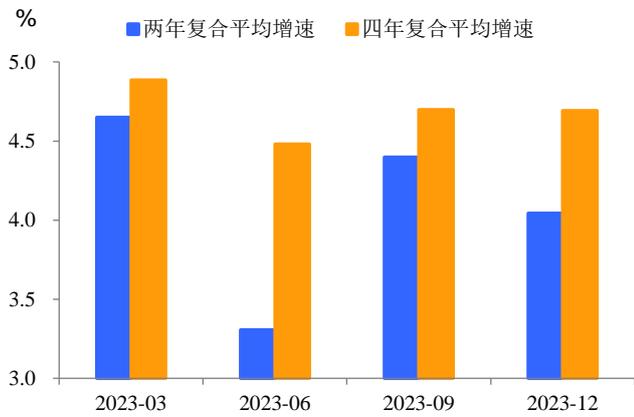
后续地产供需两端均面临一定程度的逆风。4月政治局会议前政策可能处于“真空期”，且去年二季度初地产销售的高基数对今年增速并不有利，我们认为二季度初地产可能维持弱企稳状态，后续需要关注地产融资协调机制的资金落地与保障房的开工进度。

- **消费：假期与节后冷热不均。**进入2024年后消费依然呈现分化趋势——复苏集中在出行、且消费集中在假期，因此节后3月消费的“淡季效应”明显，社零同比回落至3.1%。不过好消息是居民消费倾向的继续好转，2024Q1较去年同期回升1.3pct。

分项来看，3月社零同比读数回落主要受出行类的回撤影响。其中汽车销售“内卷”显现依然明显，3月零售额同比转负至-3.7%，显著低于3月乘联会公布的6.2%的零售销量。值得关注的是家电项对社零拉动居前，可能是受“以旧换新”政策的支撑。

- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 2023年各季度经济增速: 一季度的基数比较高



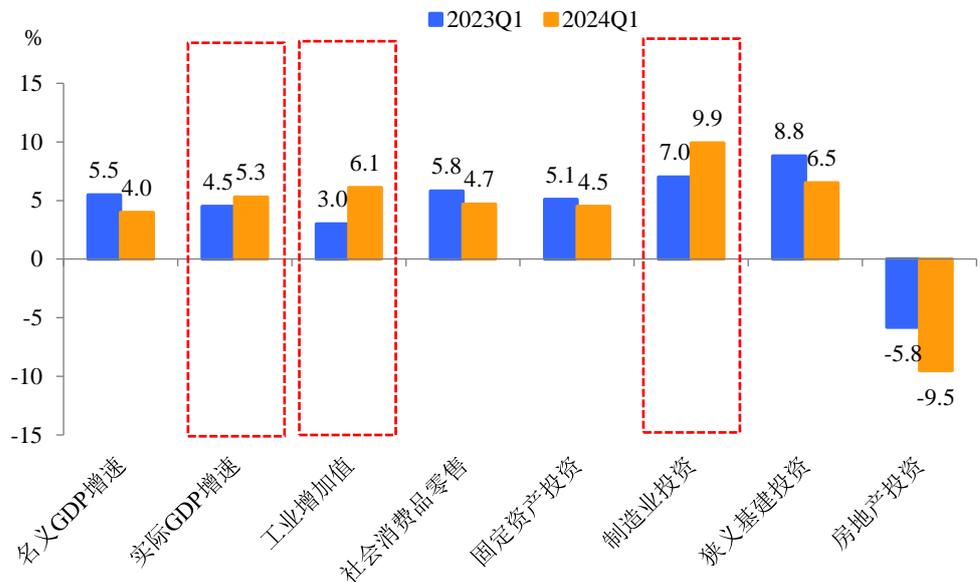
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 工业产能利用率进一步下滑



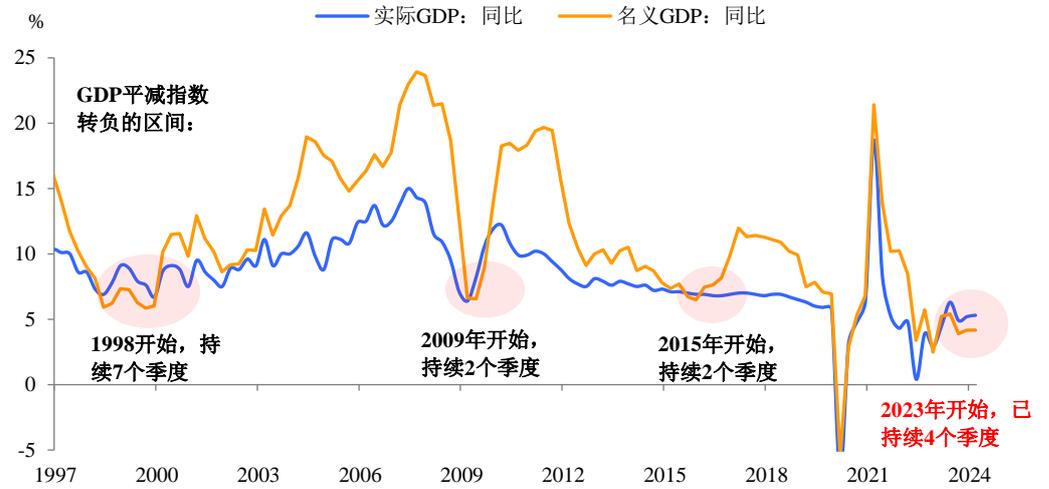
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 第一季度经济和主要分项增速对比: 2024年 VS 2023年



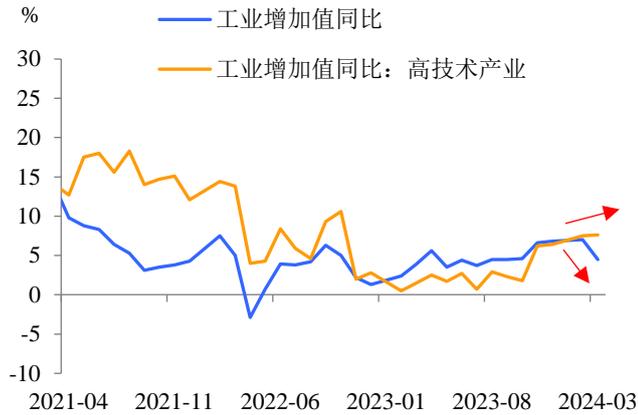
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：一季度经济美中不足的是通胀尚待复苏



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2023年高技术产业的工增同比与整体产生背离



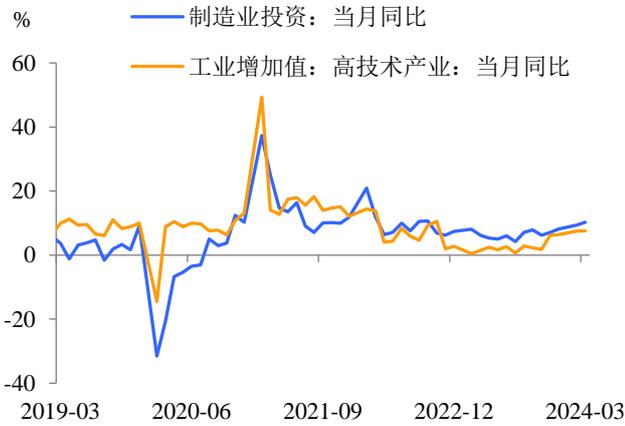
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：工业企业出口交货情况正发生好转



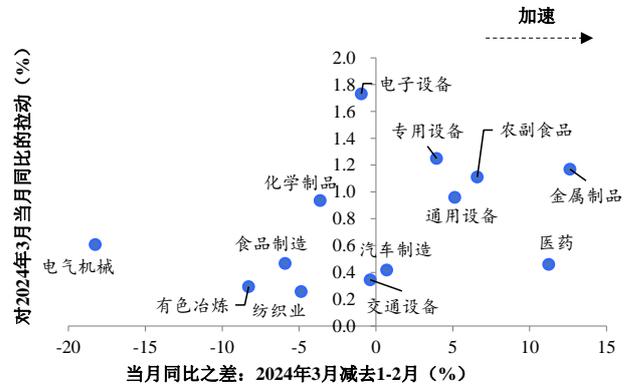
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 制造业投资增速与高技术产业工增增速愈发趋同



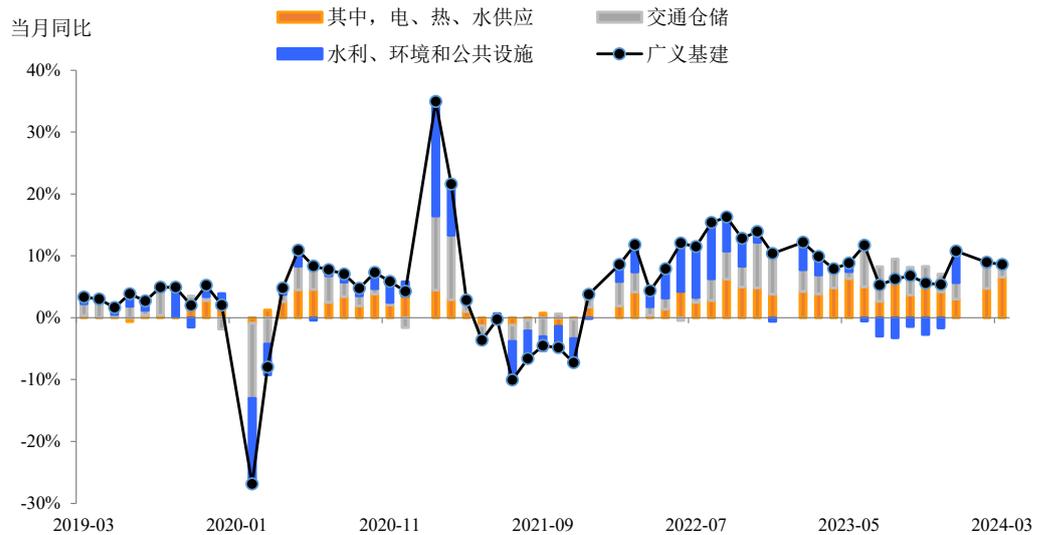
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 与科技相关的下游行业更多处于加速通道



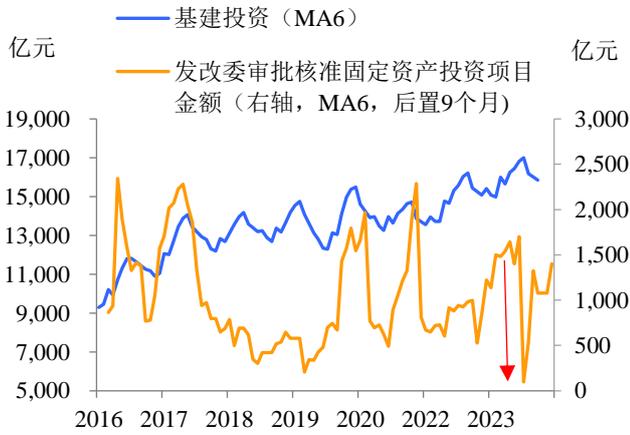
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2024年3月广义基建投资同比增速再次小幅下降



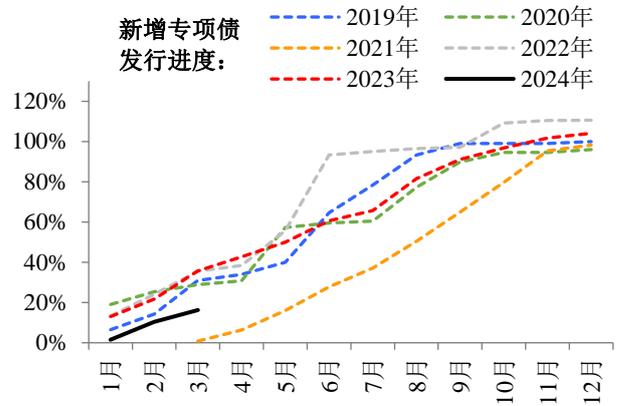
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 从 2023 年下半年起, 发改委推进项目建设的意向就在“降温”



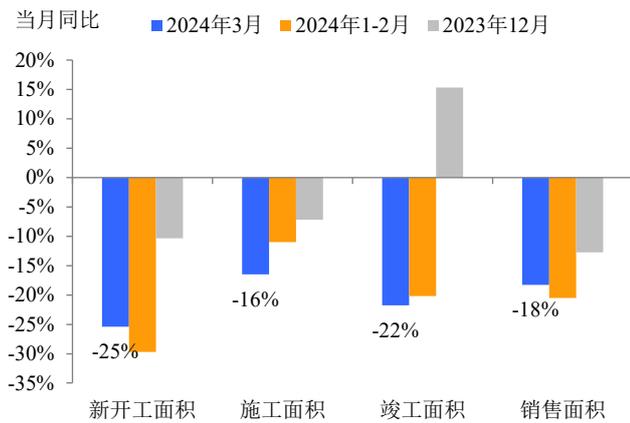
数据来源: 发改委, CEIC, 东吴证券研究所

图11: 目前发行偏缓的新增专项债也是为之后的发行提速“作铺垫”



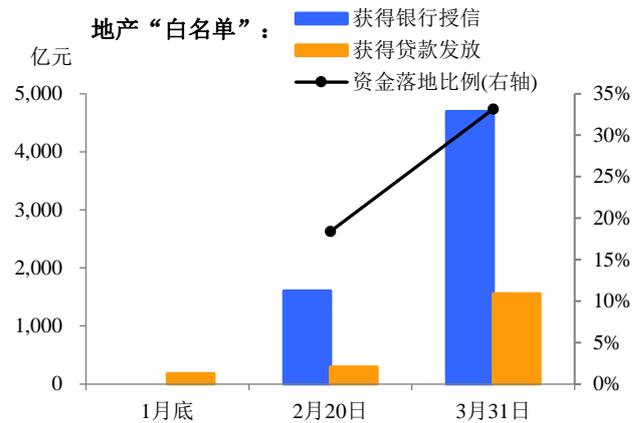
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 地产开发面积仍低迷



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 地产“白名单”资金落地进度加快



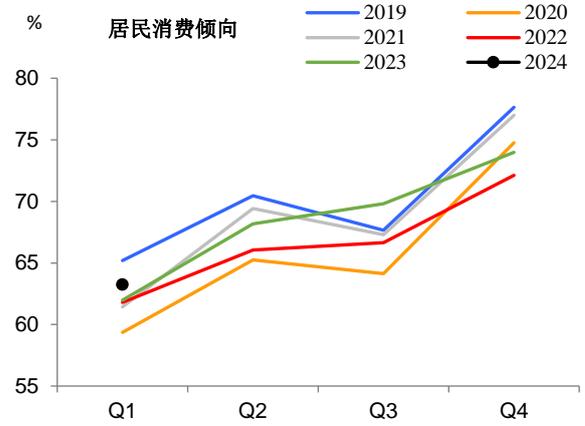
数据来源: 住建部, 东吴证券研究所

图14: 3月社零增速回落



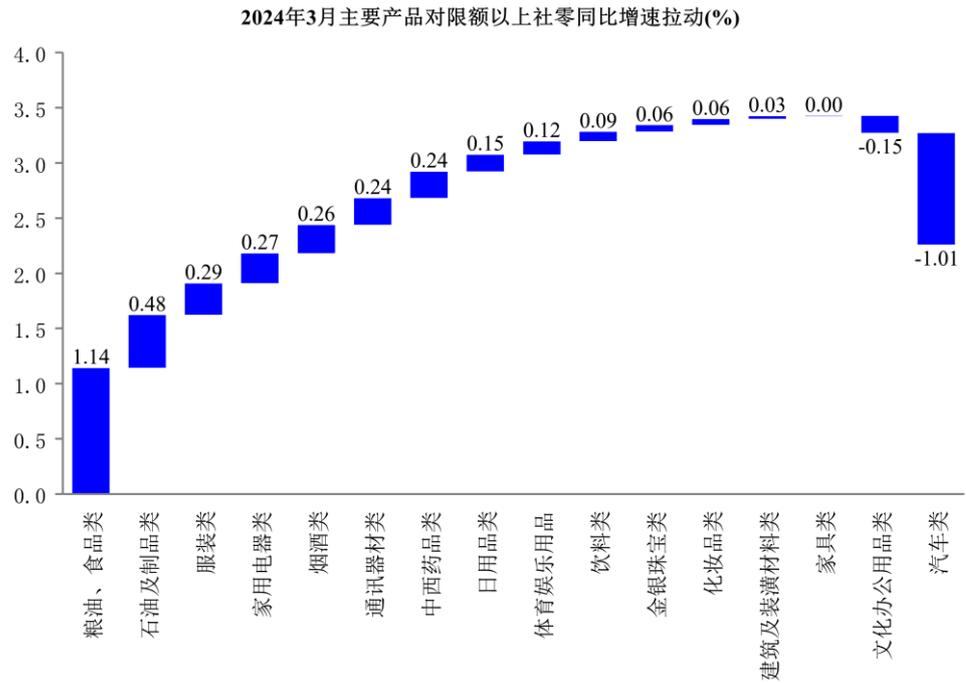
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2024年Q1居民消费倾向较去年同期好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 3月社零分项拉动: 汽车转负



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>