



宏观研究

【粤开宏观】如何理解一季度经济数据的总体表现与三重背离

2024年04月16日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】新一轮资本市场制度改革的历史使命与着力方向——新“国九条”学习体会》2024-04-15

《【粤开宏观】财税体制与经济发展：当前制约因素与未来改革方向》2024-04-11

《【粤开宏观】负利率结束，日本能否从“名义复兴”走向“实际复兴”》2024-04-09

《【粤开宏观】我国就业市场全景图谱与三大重点就业人群分析》2024-04-07

《【粤开宏观】分税制改革30年：评述、问题与未来改革方向》2024-03-27

导读

1、观察短期经济形势既要看月度同比，也要看环比数据；既要看宏观指标，也要看财政、金融和微观印证的指标；既要看数据本身，也要看基数效应；既要看内部形势，也要看外部形势对我国的影响；既要看当前，也要看未来趋势。在没有外生冲击的情况下，经济运行总体是连续的。

1-2月经济数据“开门红”，其后3月PMI数据再次超预期，一季度GDP同比增长5.3%，表现较好。但是，3月主要经济指标的同比数据较1-2月有所回落。如何理解3月的回落与一季度超预期？当前经济形势真实情况如何？

同时，一季度的宏观数据呈现出“三重背离”：一是实际增速与名义增速之间的背离，二是宏观数据与微观高频指标之间的背离，三是经济数据与金融数据之间的背离。又该如何理解？总体看，统计指标间能够相互验证，但结构分化引发了表面的背离。

本文将对上述问题重点分析，其中既有基数效应的扰动，也有经济结构性恢复导致的分化和错位。既要看到一季度经济是在去年一季度较高基数上实现的，经济确实在恢复；也要看到恢复是不均衡的，房地产相关链条的企业、就业等仍然受到影响，地方政府仍面临土地财政和付息压力的困扰等问题。既要看到希望，也要看到前方的不确定和不平坦。

2、综合来看，一季度中国经济总体延续恢复向好态势，主要体现为供需改善，PMI数据中的企业经营预期指数向好，反映出微观主体的信心在逐步恢复。从产业结构看，高质量发展稳步推进、新质生产力持续发展，集中体现在高技术产业发展向好，规模以上高技术制造业增加值、高技术产业投资都保持了较快增长，出口“新三样”的竞争力较强。从需求结构看，主要是服务业消费、高端制造投资和基建投资带动。

中国经济回升向好主要源于三个方面：一是作为大国经济具有的非常鲜明的特征，就是韧性强，产业链长、规模经济优势明显；二是传统产业转型升级以及高技术产业如新能源产业等发展较快，出口竞争力强，同时推动了制造业投资保持在较高增速；三是财政和货币政策等持续落地生效，今年财政政策的基调是“提质增效”，这就使得财政政策既是积极的，同时又兼顾了可持续性，1万亿美元的特别国债后续还将继续发挥扩大总需求和优化供给结构的效果。

3、当然，经济仍面临一些隐忧亟待解决：房地产仍处转型调整期、化债之后付息压力仍大以及城投公司转型任重道远、产能利用率下降、物价低迷导致企业利润和财政收入受影响、居民财产性收入增速偏低。要进一步加大财政货币等政策的协同与落实，尤其要防止一季度经济数据“亮眼”后的政策收



缩，继续保持政策的稳定性连续性，稳定房地产形势的政策有必要继续优化和加大力度。

风险提示： 出口回落超预期、房地产市场低迷超预期



目 录

一、如何理解一季度经济数据的总体表现？	4
（一）一季度 GDP 实际上是高基数上的高增长	4
（二）3 月经济数据回落主因基数效应扰动	5
二、如何理解宏观数据中的“三重背离”？	5
（一）实际增速与名义增速的背离：物价为何持续低迷？	6
（二）宏观数据与微观推断的背离：基建投资为何超预期？	7
（三）经济数据与金融数据的背离：信贷社融为何偏弱？	8
三、如何更好促进下阶段经济发展？	9

图表目录

图表 1： 3 月主要经济数据明显回落且低于市场预期	4
图表 2： 一季度 GDP 环比增速较去年四季度加快	4
图表 3： 3 月社零消费同比增速回落，但环比增速加快	5
图表 4： CPI 同比主要受消费品价格低迷拖累	6
图表 5： PPI 同比主要受房地产链条拖累	7
图表 6： 基建投资中，电力投资高增，公共设施投资低增	8
图表 7： 3 月社融存量同比增速处于低位	9



一、如何理解一季度经济数据的总体表现？

一季度的经济数据表现需要解答几个疑问：一方面，一季度 GDP 同比增长 5.3%，高于市场预期的 4.9% 和去年四季度的 5.2%，显示经济加快恢复，实现“开门红”；另一方面，3 月工业生产、消费、出口等数据不仅较 1-2 月大幅回落，分别从 7%、5.5% 和 7.1% 降至 4.5%、3.1% 和 -7.5%，而且显著低于市场预期的 5.3%、4.8% 和 -2.1%。

图表1：3 月主要经济数据明显回落且低于市场预期

经济指标	1-2 月	3 月	3 月市场预期
规模以上工业增加值同比	7%	4.5%	5.3%
社会消费品零售总额同比	5.5%	3.1%	4.8%
出口（美元计价）同比	7.1%	-7.5%	-2.1%
M2 同比	8.7%	8.3%	8.4%
PPI 同比	-2.6%	-2.8%	-2.7%

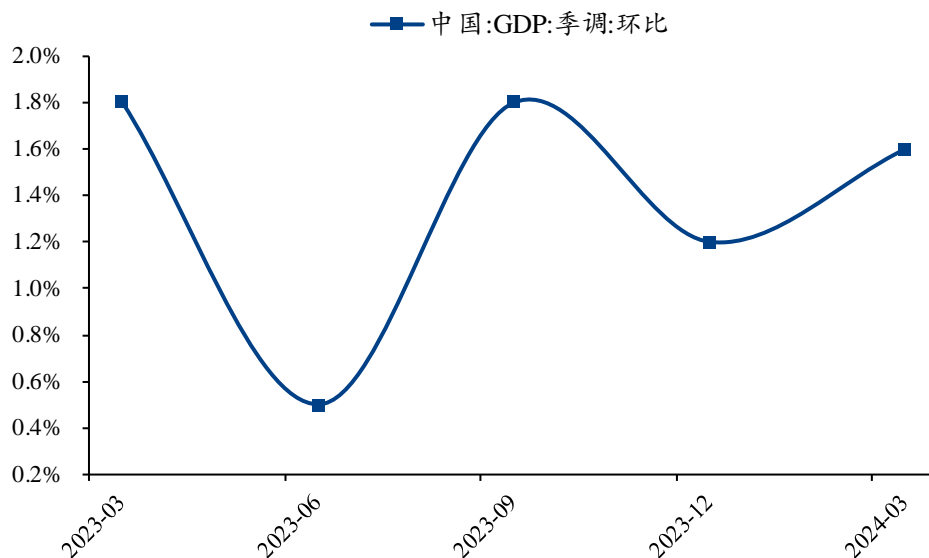
资料来源：Wind、粤开证券研究院

（一）一季度 GDP 实际上是高基数上的高增长

或许有人会将一季度 GDP 高增归因于去年同期的低基数，2023 年各季度 GDP 同比分别为 4.5%、6.3%、4.9% 和 5.2%。然而实际上去年一季度恰恰是个高基数，2023 年各季度 GDP 较 2019 年同期分别增长 21.0%、19.2%、20.2% 和 20.1%。今年一季度 GDP 季调环比增长 1.6%，较去年四季度的 1.2% 明显加快，延续回升向好态势。

一季度 GDP 高增也可由其他数据验证。1) 生产法来看，出口好转及国内一系列稳增长政策带动需求回暖，一季度规模以上工业增加值增长 6.1%；居民服务消费热情高涨，一季度服务业生产指数增长 5.5%。国家统计局新闻发布会表示：“工业和服务业两个方面对 GDP 增长的贡献超过 90%。” 2) 支出法来看，一季度固定资产投资同比名义增长 4.5%，实际增长 5.9%；商品零售额和服务零售额合计增长 4.7%，人民币计价的出口增长 5%，与总体经济增速大致匹配。

图表2：一季度 GDP 环比增速较去年四季度加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院



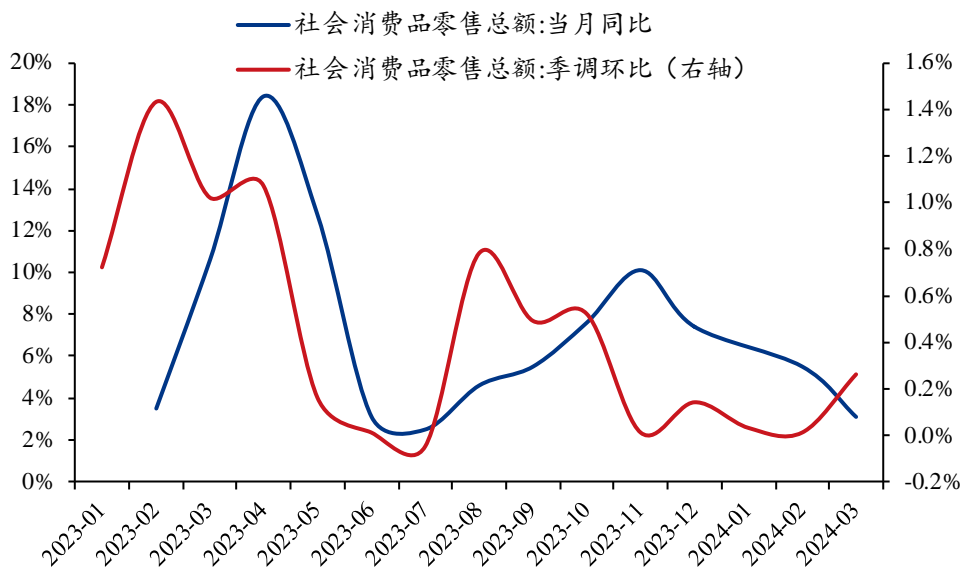
（二）3 月经济数据回落主因基数效应扰动

2023 年 1-2 月经济恢复受国内奥密克戎变异毒株大规模感染拖累，基数偏低；3 月则受益于前期积压需求的集中释放，形成较高基数；然而积攒动能快速释放后，短期内经济增长后劲不足，4 月基数又重新回落。

关于基数效应的扰动，出口数据最为典型。2023 年 1-2 月出口的两年平均增速为 2.7%，3 月飙升至 12.1%，4 月又回落至 4.7%。相应地，今年 1-2 月出口增长 7.1%，3 月大幅回落至 -7.5%，预计 4 月将再度回升。或许是 3 月制造业 PMI 新出口订单指数由前值的 46.3% 大幅升至 51.3%，导致市场对于 3 月出口的预期过高，继而形成心理落差。实际上 3 月出口并不差，两年平均增速 1.3% 高于 1-2 月的 -0.9%；而且 PMI 是环比数据、出口增速是同比数据，且订单到出口交货也需要传导过程，因此数据之间并不矛盾。

环比来看，3 月经济延续回升向好态势。1-3 月社会消费品零售总额环比增速分别为 0.03%、0.01% 和 0.26%，3 月明显加快。国家统计局新闻发布会表示：“为保持去年和今年的环比、同比可比，规模以上工业增加值，据测算，折算成每个工作日所创造增加值 3 月份比 1-2 月份高 6.3%。”

图表3：3 月社零消费同比增速回落，但环比增速加快



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、如何理解宏观数据中的“三重背离”？

尽管一季度经济持续回升、开局良好，但也要清楚地看到，当前经济属于结构性恢复，分化显著，部分行业和群体在经受着结构转型的阵痛。相应地，宏观数据上呈现“三重背离”：一是实际增速与名义增速之间的背离，二是宏观数据与微观推断之间的背离，三是经济数据与金融数据之间的背离。



（一）实际增速与名义增速的背离：物价为何持续低迷？

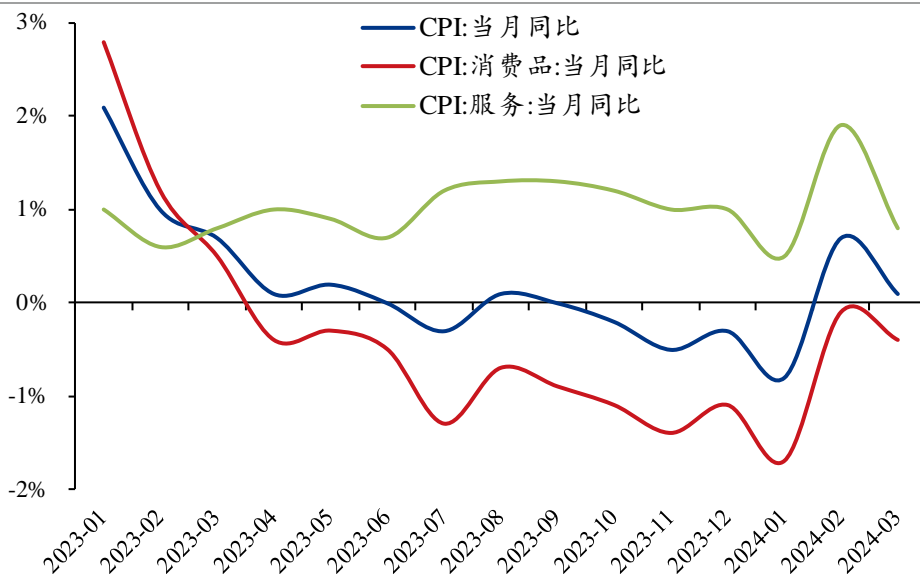
一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，但名义 GDP 同比仅增长 4.2%，名义增速显著低于实际增速。不仅如此，一季度 GDP 实际增速较去年四季度加快 0.1 个百分点，但名义增速仅仅持平。经济名义增速表现不及实际增速，是微观感受弱于宏观数据、微观主体信心仍有待提振的重要原因。

名义增速低于实际增速，主要受物价低迷拖累。一季度 GDP 平减指数为-1.1%，CPI 和 PPI 同比分别为 0% 和-2.7%。经济持续恢复与物价持续低迷并存，源于经济结构性恢复。

国内需求来看，经济恢复主要依靠服务消费、高端制造业投资和基建投资拉动，房地产投资是主要拖累，商品消费仍有待提振，从而导致物价的分化。1) CPI 中，3 月服务和消费品价格同比分别为 0.8% 和-0.4%，旅游、通信工具和交通工具价格同比分别为 6%、-2.4% 和-4.6%。服务消费旺盛对物价的拉动难以完全对冲商品消费不振导致的物价低迷。2) PPI 中，随着国内出行需求增加，人工智能、新能源汽车等行业快速发展，3 月油气开采和有色金属冶炼价格同比分别为 6.3% 和 0.6%；但受房地产链条低迷拖累，3 月煤炭开采、非金属矿物制品和黑色金属冶炼价格同比分别为-15%、-8.1% 和-7.2%，从而压低了总体 PPI。

国内供给来看，部分行业面临短期的供需失衡问题。1) 以生猪为代表的食品供应较为充足，3 月 CPI 食品分项同比为-2.7%。2) 部分新兴产业进入快速扩张期，产能增加超过了市场拓展，例如新能源汽车密集降价以争夺市场份额；3) 疫情期间海外需求大幅扩张以及供应链瓶颈导致的订单转移，消化了国内相当部分的产能，但随着海外需求回落和“供给替代红利”的消退，国内需求没能有效接续。简而言之，生产好于需求，产量增加但价格下降。

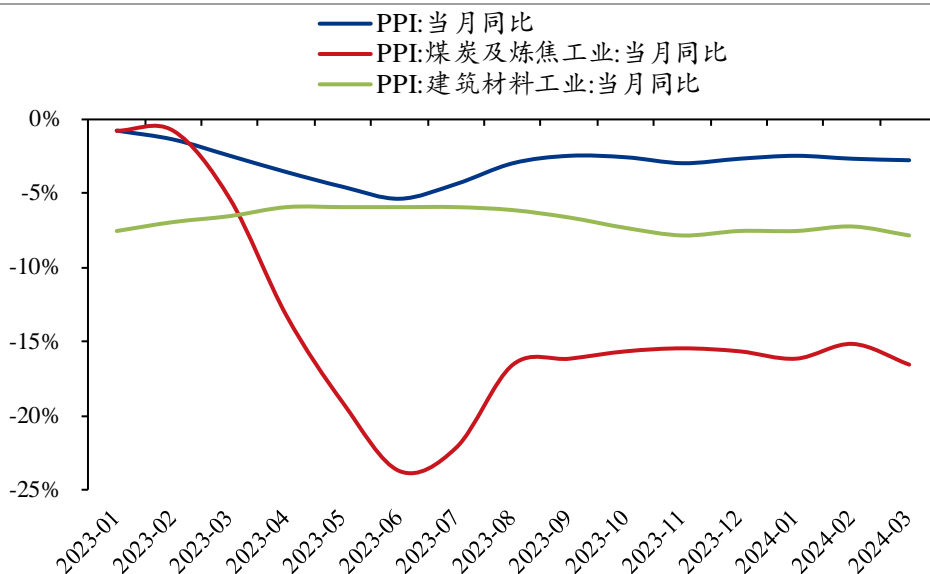
图表4：CPI 同比主要受消费品价格低迷拖累



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5: PPI 同比主要受房地产链条拖累



资料来源: Wind、粤开证券研究院

(二) 宏观数据与微观推断的背离: 基建投资为何超预期?

宏观是微观的有机加总, 从微观角度研判宏观形势是常用的分析方法, 但在今年一季度基建投资的应用中出现了偏差。

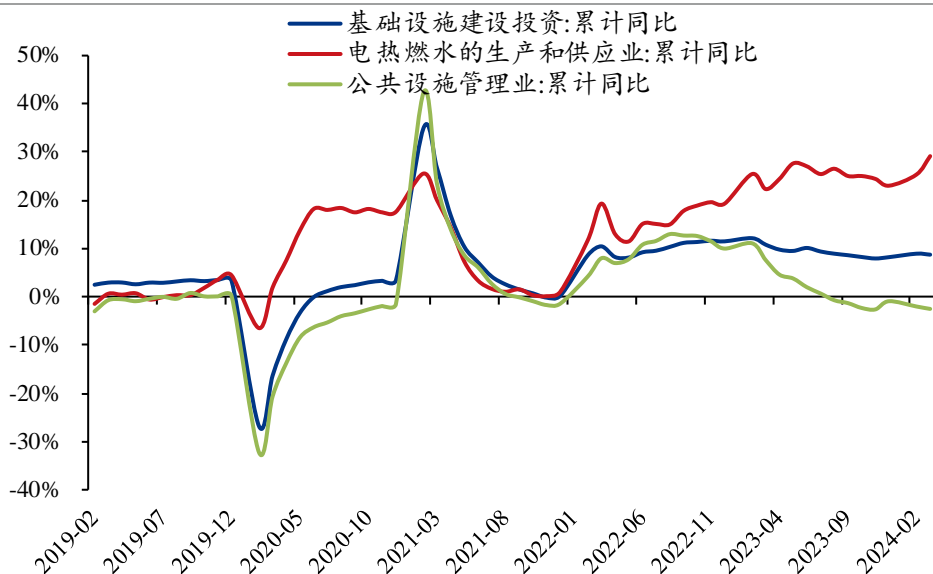
此前部分机构对一季度基建投资预期较低, 依据有二: 一是地方政府受到化债和财政紧平衡的约束, 部分债务风险偏高的省份的基建投资受限, 土地出让收入受房地产市场低迷而大幅下滑; 二是一季度专项债发行进度偏慢、城投债净融资负增长, 同时与基建投资相关的沥青装置开工率、沥青价格处于历史同期低位。

然而一季度广义基建投资同比达 8.8%, 较去年全年的 8.2% 加快 0.6 个百分点, 主要受电力、铁路和水利投资拉动。受人工智能、新能源汽车等高用电产业发展以及能源行业自身绿色化转型带动, 一季度电热燃水生产与供应业投资同比增长 29.1%; 交通运输部在 1 月 9 日召开的 2024 年国铁集团工作会议上称, 2024 年要适度超前开展铁路基础设施投资, 一季度铁路运输业同比增长 17.6%; 水利建设是去年四季度增发的 1 万亿国债的重点投向领域, 一季度水利管理业投资同比增长 13.9%。上述投资更多依靠中央财政资金, 相较之下, 主要依赖地方财政资金的公共设施管理业投资确实较为低迷, 一季度同比为-2.4%。

后续来看, 随着地方专项债加快发行和使用、1 万亿超长期特别国债发行并使用、“十四五”规划重大工程项目加快实施等, 基建投资或将进一步加快, 推动经济回升向好。



图表6：基建投资中，电力投资高增，公共设施投资低增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（三）经济数据与金融数据的背离：信贷社融为何偏弱？

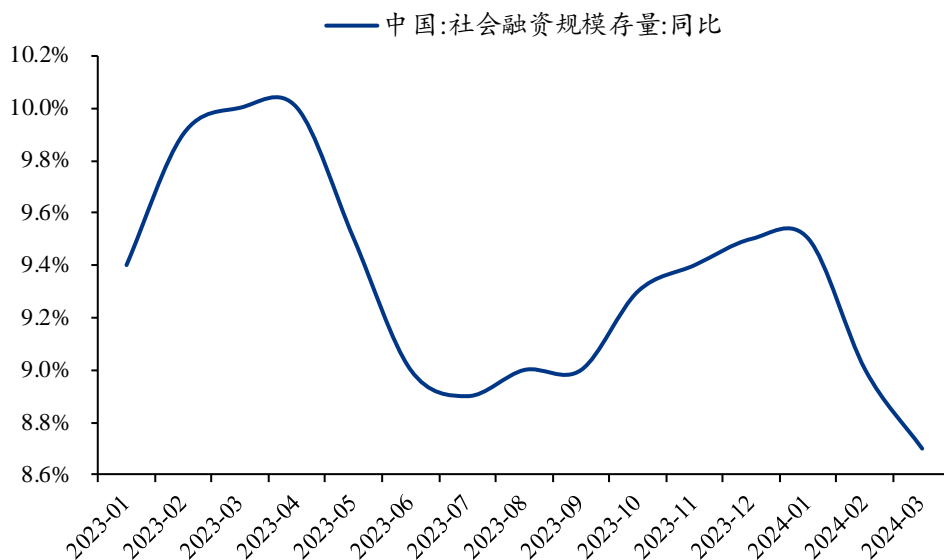
金融是实体经济的血脉，兵马未动，粮草先行。然而3月社会融资规模存量和人民币贷款同比分别为8.7%和9.2%，较2023年底的9.5%和10.4%明显回落；一季度新增社融同比少增1.6万亿，新增人民币贷款同比少增1.1万亿。

信贷数据回落与经济数据回升之间的错位，主因融资主体的结构变化。当前经济恢复主要受服务业和新兴制造业拉动，其对于信贷的融资需求和便利度，要明显弱于房地产企业和地方政府及融资平台，而后者当前受到了市场低迷和化债政策的制约。此外，地方专项债发行进度偏慢也会拖累社融，一季度新增政府债券同比少增4709亿元。

金融监管对社融数据也有影响。一是盘活存量资金，提高资金使用效率；二是加强贷款均衡投放，适度平滑信贷波动；三是加强监测和防范资金空转，都会影响信贷社融的净增长。央行在《2023年三季度货币政策执行报告》中提示：“衡量信贷支持实体经济的成效，不宜过于关注新增贷款情况，要避免对单月增量等高频数据的过度解读。”



图表7：3月社融存量同比增速处于低位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、如何更好促进下阶段经济发展？

当前经济仍面临一些隐忧亟待解决，要进一步加大财政货币等政策的协同与落实，尤其要防止一季度经济数据“亮眼”后的政策收缩，继续保持政策的稳定性连续性。财政政策要继续落实结构性减税降费，在二季度加快发债节奏，同时根据形势变化及时调整决定是否追加预算以应对不确定的外部冲击；货币政策仍有降准空间。

第一，房地产依然是拖累当前经济形势的主要力量，剔除房地产投资的固定资产投资、民间投资增速远高于总体，意味着房地产投资的负向效应非常明显。当前房地产市场总体仍处调整转型期，供需形势逆转、部分房企出险、房价下行压力、部分城市的限制性举措仍存等导致需求低迷，影响到行业正常回款和现金流。要通过保供给、促需求、稳房价等措施进一步稳定房地产形势。

其一，满足房地产融资合理需求，对于行业问题引发的房企现金流问题可以予以适当救助支持，防止引发系统性风险，对于不合规以及自身冒进经营导致的问题根据市场化法治化原则处理，尽量减少房地产企业出险对需求的冲击；适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆。**其二**，放松乃至逐步取消一线城市非核心区在过热时期出台的房地产限制政策，以区为单位更加精准调控，以释放潜在需求。**其三**，根据社保缴纳年限等释放部分购房资格指标，提振需求。**其四**，降低各环节购房成本，例如提高房贷利息抵扣个税幅度、降低交易环节税费等。**其五**，在一线城市核心地段推出高品质商品房。

第二，一揽子化债取得了积极成效，但是部分地区面临融资收紧环境下付息压力较大、城投转型缺乏地方政府及资源禀赋支撑、政府投资后续可能回落的问题。一方面可由省级政府统筹付息问题，支持区县政府继续盘活资产资源，另一方面严控新增政府投资项目可从以省为单位调整为以市为单位，激发有投资效益和潜力的部分地市的积极性。

第三，出口总体超预期，但是全球大选年以及地缘政治因素引发的不确定性因素依然存在，要进一步稳外贸稳外资。



第四，产能利用率有所下降，部分行业产能过剩和需求不足引发物价持续低迷，不利于企业增收增利。一季度工业产能利用率已降至 2016 年三季度水平（除 2020 年一季度疫情集中爆发期外），主要是汽车制造业、电气机械和器材制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼加工业下降较多，较去年同期分别下降 7.1、3.1、1.9 和 0.8 个百分点。要统筹扩大有效需求和供给侧结构性改革，淘汰落后过剩产能，提高先进产能占比，促进供求平衡。

第五，从居民收入结构看，主要是工资性收入、经营性收入在贡献，财产性收入和转移性收入增速偏低，要进一步稳定资本市场和房地产市场，增加居民财产性收入。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com