

## 减碳也是增长：2024年3月经济数据印象

### 投资要点：

● **2024Q1 GDP** 出现了偏快的加速，在基数明显上抬的环境下，能收到一个比去年 Q4 更快的增长速度，实属不易，从结构看，加速的根由应该是第二产业，这个趋势是与更高频的工业增加值数据相互匹配的。

● 第二产业的超预期背后主要是基础需求，此中，制造业投资起到了至关重要的作用，基建投资也起到了一些辅助作用，但另一层面看，库存反而出现了一些放缓，这应该不代表着这轮补库周期的结束，只可理解为前期补库过快的纠偏。

● 值得琢磨的是制造业资本开支加速背后的原委：

1) 纯从周期来讲，这一轮制造业投资加速的动力并不充分，经验上，制造业资本开支的出发点是产能紧张问题，但目前的产能利用率已经跌到 2016 年以来除疫情刚爆发时的新低 (73.6%)；

2) 另外一个可能是，大规模设备更新行动也许起到了部分作用，从一季度数据看，通用设备、饮料制造、计算机通信制造、金属制品对制造业投资的拉动靠前，这些产业也同时有着偏高的数控化及减碳需求；

3) 如果减碳是驱动制造业投资的重要力量的话，那这个过程也许还没有完，如果不靠结构优化，今年单位能耗 2.5 个百分点的下降目标相当艰巨，况且设备更新这个过程本身也使得三产的占比在一个季度内就骤降 5 个百分点。

● **财政不是今年的一个重点观察点：**

1) 从偏克制的地方专项债及赤字率目标看，今年的政策还是在推动政府信用的稳定，而非用政府信用再去换取一些经济增长的空间；

2) 如果制造业投资今年得到充分发挥的话，按照逆周期原则，财政也没有太多发力的必要性。

● 消费的表现中规中矩，抛掉可能性的基数影响后，消费大数的表现偏平稳，但略弱于 1-2 月，除了油价推动的石油消费对消费起到了显著支撑外，消费在结构上明显在回归刚需 (日用品、衣裳鞋帽、粮油食品)。

● 在减碳压力之下，设备更新可能会给经济带来持续支撑，加之库存在复位后，可能会重新向上，从实体来看，其增长趋势可能会表现平稳，但一个需要额外关注的点是，虽然经济在中游出现了显著扩张，但企业尚未积极扩张信用，这或许与实体部门的预期有关，因此，经济未来的变数也需要密切观察。

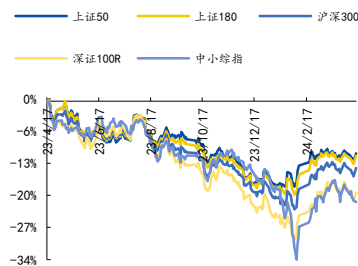
● 在资产配置上，当前风格的核心问题并非由实体决定的，而是由流动性问题所决定的，因此，实体层面的超预期，未必会扭转当前债券占优的资产状态，后续看，实体层面和流动性层面的分歧如何达成共振，是资产风格的一个可能性的变盘悬念。

**风险提示：**国内宏观政策落地不及预期等

### 主要数据：

上证综指：	3057.38
深圳成指：	9369.70
沪深 300：	3549.08
中小盘指：	3476.29
创业板指：	1795.52

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《宏观与大类资产周报：交易未来》2024.04.14

《宏观与大类资产周报：繁荣背后》2024.04.07

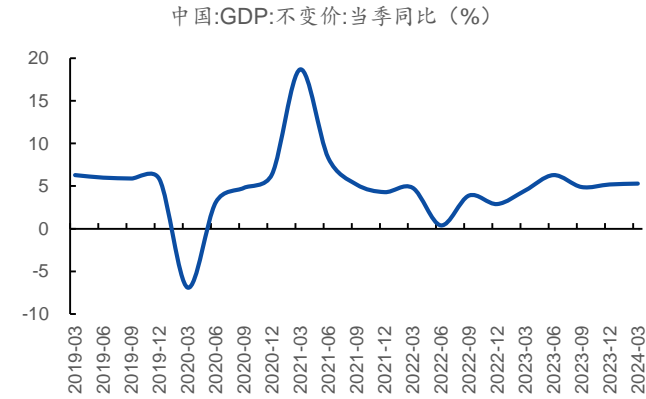
### 报告作者

分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

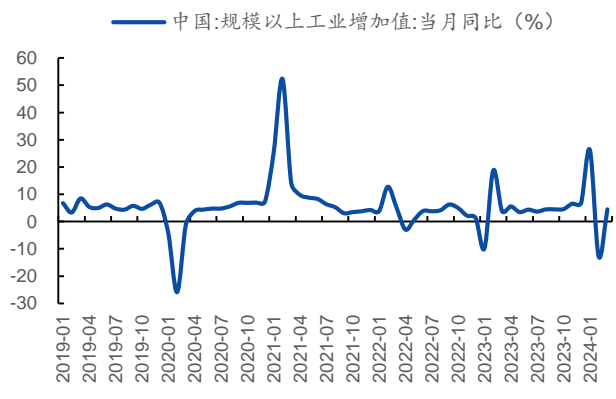
2024Q1 GDP 出现了偏快的加速，在基数明显上抬的环境下，能收到一个比去年 Q4 更快的增长速度，实属不易，从结构看，加速的根由应该是第二产业，这个趋势是与更高频的工业增加值数据相互匹配的。

图 1：2024Q1 GDP 出现了偏快的加速

图 2：工业增加值走势图

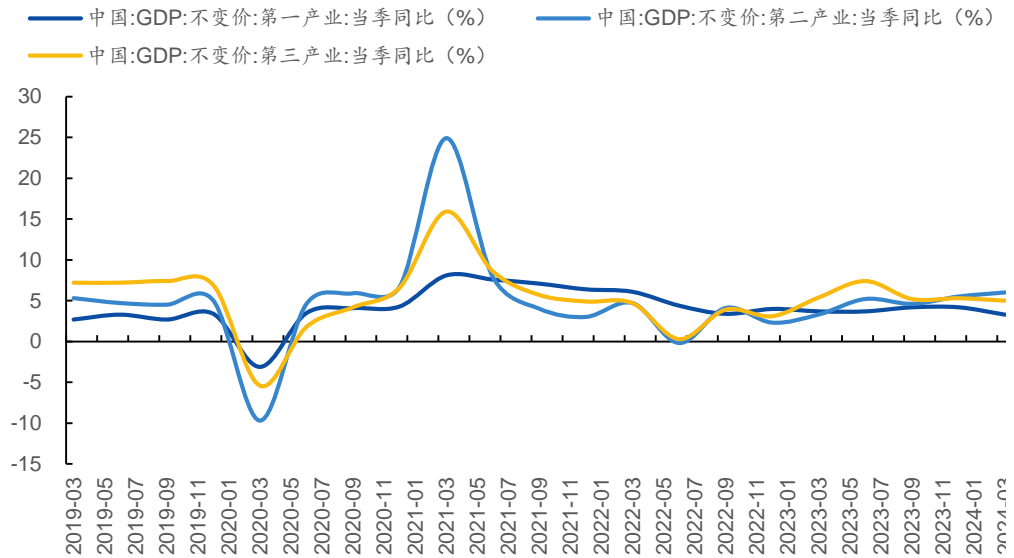


资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

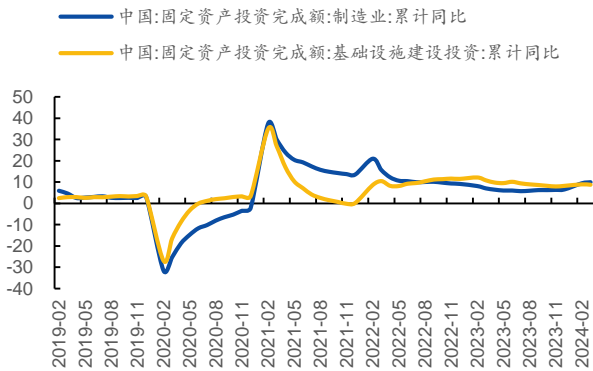
图 3：GDP 加速的根由应该是第二产业



资料来源：Wind，国元证券研究所

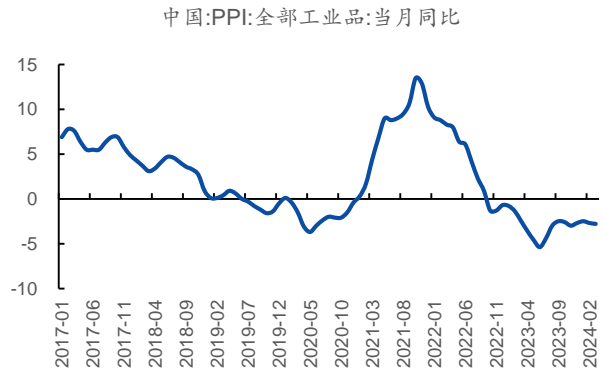
第二产业的超预期背后主要是基础需求，此中，制造业投资起到了至关重要的作用，基建投资也起到了一些辅助作用，但另一层面看，库存反而出现了一些放缓，这应该不代表着这轮补库周期的结束，只可理解为前期补库过快的纠偏。

图 4：制造业投资和基建投资表现 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：近期 PPI 低位震荡 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

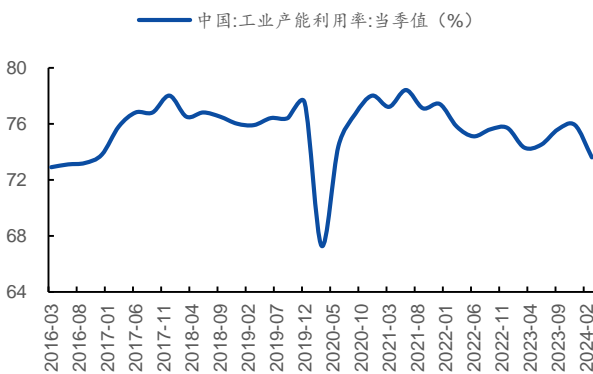
值得琢磨的是制造业资本开支加速背后的原委：

1) 纯从周期来讲，这一轮制造业投资加速的动力并不充分，经验上，制造业资本开支的出发点是产能紧张问题，但目前的产能利用率已经跌到 2016 年以来除疫情刚爆发时的新低 (73.6%)；

2) 另外一个可能是，大规模设备更新行动也许也起到了部分作用，从一季度数据看，通用设备、饮料制造、计算机通信制造、金属制品对制造业投资的拉动靠前，这些产业也同时有着偏高的数控化及减碳需求；

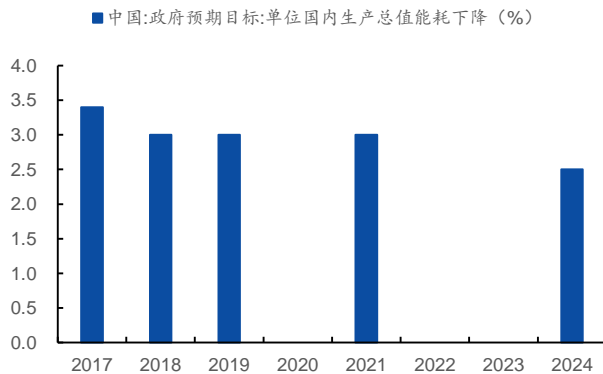
3) 如果减碳是驱动制造业投资的重要力量的话，那这个过程也许还没有完，如果不靠结构优化，今年单位能耗 2.5 个百分点的下降目标相当艰巨，况且设备更新这个过程本身也使得三产的占比在一个季度内就骤降 5 个百分点。

图 6：我国产能利用率走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：政府单位 GDP 能耗下降目标



资料来源：Wind，国元证券研究所

财政不是今年的一个重点观察点：

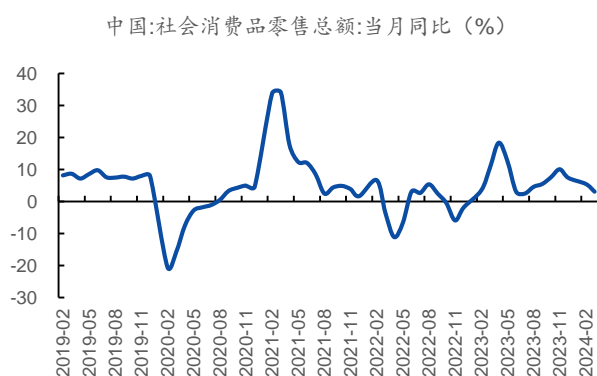
1) 从偏克制的地方专项债及赤字率目标看，今年的政策还是在推动政府信用的稳定，而非用政府信用再去换取一些经济增长的空间；

2) 如果制造业投资今年得到充分发挥的话，按照逆周期原则，财政也没有太多发力的必要性。

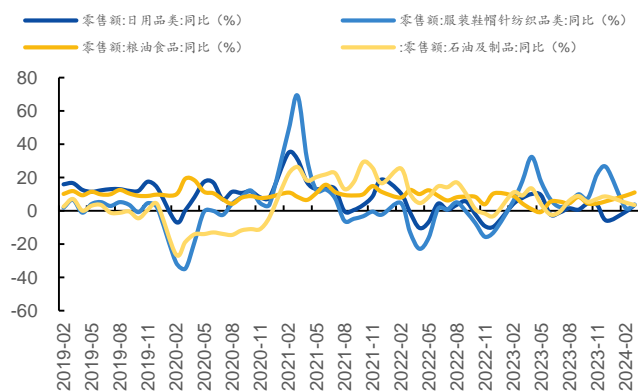
消费的表现中规中矩，抛掉可能性的基数影响后，消费大数的表现偏平稳，但略弱于1-2月，除了油价推动的石油消费对消费起到了显著支撑外，消费在结构上明显在回归刚需（日用品、服装鞋帽、粮油食品）。

图 8：消费的表现中规中矩

图 9：部分消费分项表现情况



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

在减碳压力之下，设备更新可能会给经济带来持续支撑，加之库存在复位后，可能会重新向上，从实体来看，其增长趋势可能会表现平稳，但一个需要额外关注的点是，虽然经济在中游出现了显著扩张，但企业尚未积极扩张信用，这或许与实体部门的预期有关，因此，经济未来的变数也需要密切观察。

在资产配置上，当前风格的核心问题并非由实体决定的，而是由流动性问题所决定的，因此，实体层面的超预期，未必会扭转当前债券占优的资产状态，后续看，实体层面和流动性层面的分歧如何达成共振，是资产风格的一个可能性的变盘悬念。



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188