

名义增长有待回归

——2024年一季度经济数据分析

核心观点：

1 季度经济增长超预期，物价、制造业、服务业推动其上行。（1）1 季度实际 GDP 增长 5.3%，超过市场预期，与名义 GDP（4.2%）差距较大。1 季度的物价平减指数为-1.27%，物价是实际 GDP 超预期的主要原因。（2）GDP 增速与工业生产增速有偏离，我们认为服务业对于 GDP 的贡献上行。1 季度服务业增速走高，春节和清明旅游、电影票房收入表现优秀。（3）制造业的上行并未带动消费上行，在需求侧弱势的情况下，供给侧的强势会加大未来的供给。

实际和名义 GDP 的差距会在下半年闭合。PPI 在下半年的上行是较为确定的，4 季度名义 GDP 可能超过实际 GDP 增速。在制造业和服务业偏高，房地产走低的情况下，名义 GDP 的大幅好转会遇到阻力。政策层需要密切关注房地产行业 and 基建行业走势，超长期特别国债以及央行政策需要快速推出，以抬升名义 GDP。

必需品和服务支撑消费。3 月消费表现弱于预期，居民收入仍然低于居民支出，同时居民支出增速走低。3 月服务消费增速高于商品消费增速，教育文化娱乐增速达到 13.4%，这与假期旅游、电影票房收入增速相符。居民资金主要用于生活消费，食品和衣着消费增速较高，居住消费增速 0.1%，非必需品消费负增长。汽车消费对非必需品影响较大，去年 3 月~5 月的汽车高增长会压制本年度 2 季度的消费增速。

固定资产投资稳定，制造业投资进一步加快。2024 年一季度固定资产投资同比增长 4.5%，较 2 月加快 0.3 个百分点，其中制造业投资增速升至 9.9%，主要由设备制造和有色金属拉动，食品也增速明显，医药受低基数传导一季度增长大幅复苏。基建投资增速小幅回落，结合政府债发行偏缓导致基建有所降速符合预期，二季度开始超长期特别国债可能发行，基建投资增长可预期。

房地产投资继续下降，预期并未扭转，购房意愿进一步下滑。一季度房地产投资降 9.5%，新开工累计降 27.8%，竣工降 20.8%。需求端也并未好转，房价的下行并未止住，二手房价格下行幅度大于新房。房地产到位继续恶化，订金及预付款和个人按揭贷款分别大幅下降 37.57%和 41.13%。目前房价下行和购房需求螺旋下降，房地产市场需要更多政策支撑。

工业的关键问题仍是“有效需求不足、部分行业产能过剩”，目前主要表现为三方面：平减指数持续为负、2024Q1 产能利用率回落、3 月工业增加值环比降速。工业短期降速可能与美国降息预期推迟之后出口增速回落有关。

就业：2024 年一季度城镇调查失业率保持在 5.2% 的低位，但就业下沉现象有所缓解。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：铁伟奥

风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

一、 实际 GDP 和名义 GDP 差距扩大	3
二、 必需品和服务支撑居民消费	3
三、 固定资产投资：制造业投资增速强势	5
（一）固定资产投资	5
（二）制造业投资	6
（三）基础设施投资	6
四、 房地产投资	7
五、 工业的问题表现为三个方面	9
六、 就业下沉现象有所缓解	9

一、实际 GDP 和名义 GDP 差距扩大

国家统计局 4 月 16 日上午公布中国经济一季度数据，其中国内生产总值 296,299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，比上年四季度环比增长 1.6%。第一产业增加值 11538 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 109846 亿元，增长 6.0%；第三产业增加值 174915 亿元，增长 5.0%。

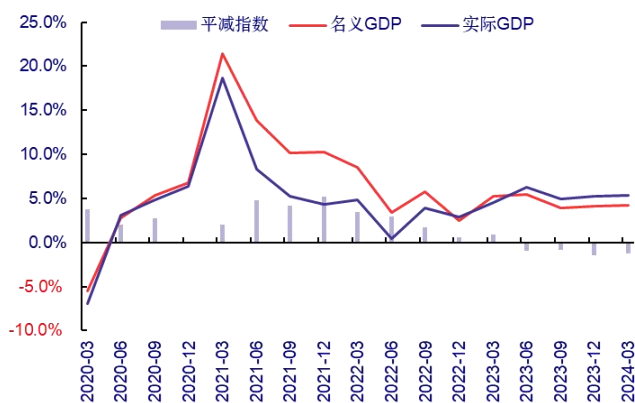
实际 GDP 和名义 GDP 差距仍然较大，名义 GDP 增速偏低。2024 年 1 季度 GDP 增长 5.3%，高于市场预期 4.9%（WIND），比 2023 年 4 季度高 0.1 个百分点。但名义 GDP 增长 4.2%，与 2023 年 4 季度持平。在名义 GDP 较低的情况下，实际 GDP 的上行主要是物价的因素。1 季度的 GDP 平减指数为 -1.27%，高于上个季度 -1.24% 的水平。2024 年 1 季度 CPI 无增长，PPI 仍负增长。预计 2 季度开始 CPI 和 PPI 会持续上行，也就意味着 GDP 平减指数会持续回升，那么名义 GDP 和实际 GDP 的差距会逐步拉近。

GDP 增速与工业生产增速有偏离，我们认为是服务业对于 GDP 的贡献上升。1 季度的旅游、票房收入均出现大幅回升，春节和清明旅游和票房收入表现均较为优秀。服务价格虽然在 3 月份是回落的状态，但是 1-2 月份上行的幅度高于历史同期。

名义 GDP 和实际 GDP 的偏离会在下半年缓解，四季度两者可能反转。在制造业和服务业偏高，房地产走低的情况下，名义 GDP 的大幅好转会遇到阻力。政策层需要密切关注房地产行业和基建行业走势，超长期特别国债以及央行政策需要快速推出，以抬升名义 GDP。

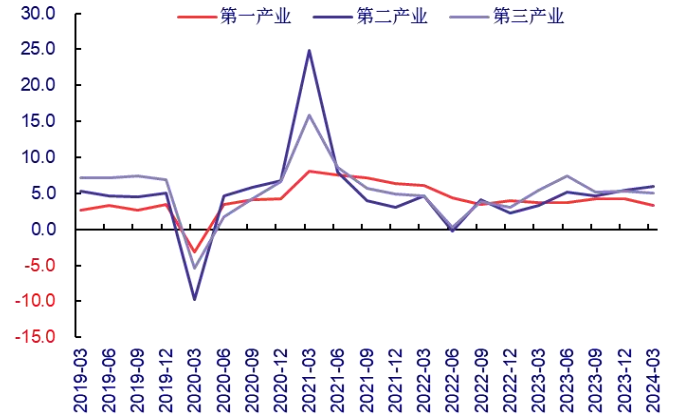
分产业来看，二产主要拉动 GDP，三产保持平稳，第一产业略有下降。第一产业实际 GDP 增长 3.3%，较前值下降 0.9 个百分点。第二产业增长 0.5 个百分点至 6.0%，主要拉动 GDP。第三产业本季度增长 5%（前值 5%），维持平稳。

图 1：实际 GDP 和名义 GDP (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：三大产业实际 GDP (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

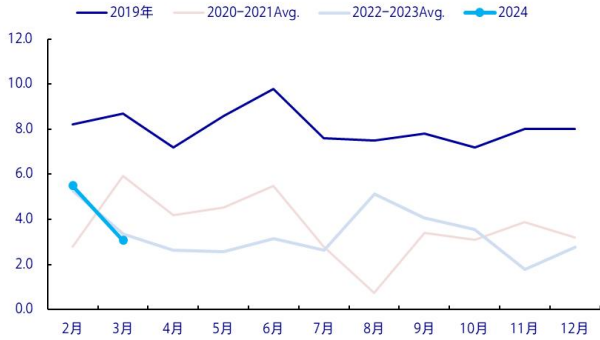
二、必需品和服务支撑居民消费

2024 年 3 月份社会零售总额 39,020 亿元，增长速度为 3.1%，低于市场预期（WIND4.8%）。去除汽车消费总额为 34,968 亿元，增速 3.9%。1-3 月份，我国消费零售总额达到 120,327 亿元，创出历史新高，同比增长 4.7%。

消费在 3 月份再次回落，消费的增长并非一帆风顺。1-2 月份的社会零售消费略

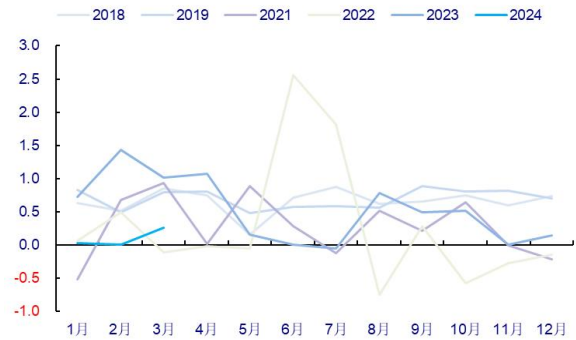
超预期，可能有春节期间的消费爆发，3月份消费重新回落，商品回落的速度超过预期，整体消费市场的恢复仍然偏缓。零售消费的环比增速略有回升，预示着消费恢复的弱势。3月消费环比增速为0.26%，1季度环比水平低于预期。

图 3：3月零售消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：零售消费环比走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

居民零售消费的下滑是居民收入缓慢的结果。1季度居民人均可支配收入增速5.3%，比上个季度略有上行，但是仍然低于居民人均支出7.7%的增速。经过补偿性消费后，居民人均支出增速在缓慢下行，1季度比去年四季度下行0.9个百分点。

从1季度消费来看，居民的必需品消费上行，但是非必需品消费快速回落。居民必需品消费增速上行0.74个百分点至3.4%，其中食品消费增长10.6%，衣着消费增长12.4%。非必需品下行3.9个百分点至-0.7%，汽车消费出现负增长，与基数效应相关。

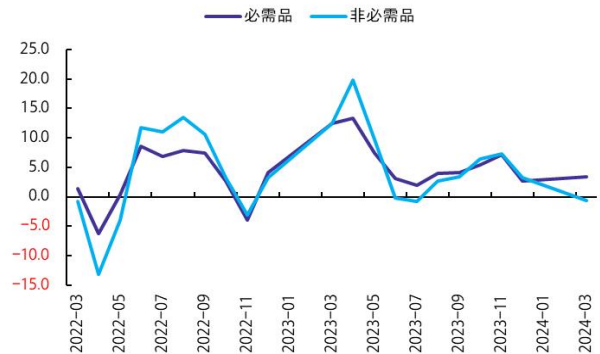
从居民消费类别来看，居民服务类消费在快速上行。1季度教育文化娱乐消费增速13.4%，交通通信增速14.8%，其他用品及服务增速21.7%。

图 5：人均收入和人均支出（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：非必需品再次走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2024年3月份消费情况来看，四条主线消费线索变化并不明显。

首先，居民必需品消费仍然稳健，奢侈品消费趋缓。居民食品消费增长11.0%，继续上行。居民日用品、服装消费持续走高，居民对于自身基础消费的变化并不大。金银珠宝消费仍然增长，但是增长幅度比去年下降。

其次，大宗消费出现波动，有基数影响。汽车消费增长-3.7%，3月份汽车消费额保持平稳，但是2023年3月汽车开启了税收补贴，带来了连续3个月的汽车消费高增长。通讯器材增速7.2%，增速略有回落。石油消费增速保持稳健增长。

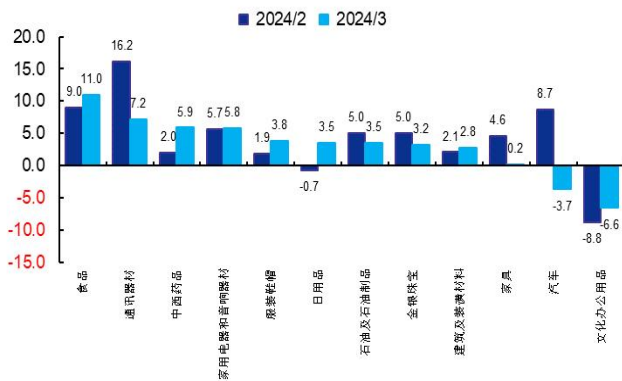
再次，代表政府和企业消费的文化办公用品继续负增长。零售消费中政府的贡献

仍然偏弱，现阶段政府主要工作在于化债，严控地方政府花费。1 季度地方专项债融资远低于去年同期。

最后，房地产相关消费继续分化，表现好于 2023 年。其中家用电器消费增长 5.8%，即将带来的家电以旧换新会对消费有促进作用。建筑装潢材料增长 2.8%。考虑到 2023 年房地产竣工面积上行，建材消费回升。但商品房销售仍然下滑，房地产相关消费的增长更可能是同比基数带来的。

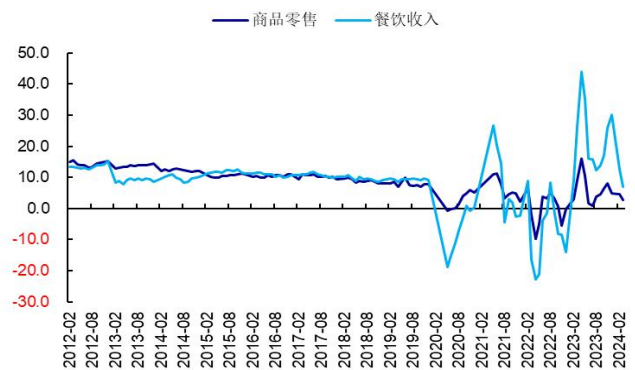
我们认为 2024 年度消费增速可能超过 5.0%。第一，新一轮消费刺激政策酝酿实施，财政会在税收等方面给与优惠，主要是涉及家用电器、汽车等以旧换新。第二，虽然减少了房地产消费，但居民对于自身需求的其他消费并未下降。2023 年夏天开始，旅游消费持续火热，这是居民转变消费方式的一个表现。第三，政府消费虽然推迟，但全年的预算并未弱于 2023 年，政府消费可能在下半年上行。

图 7：消费各行业增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：商品和餐饮消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、固定资产投资：制造业投资增速强势

（一）固定资产投资

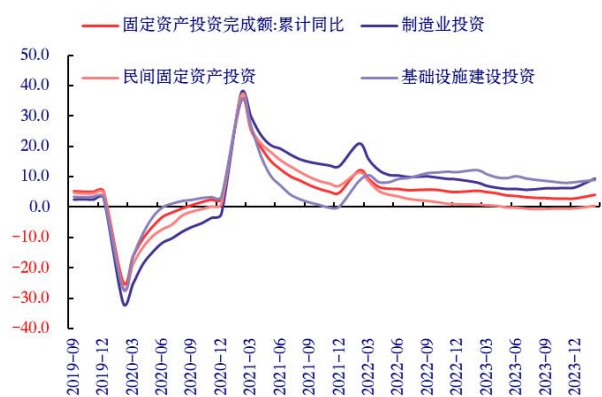
固定资产投资稳定，制造业投资进一步加快。2024 年一季度，全国固定资产投资（不含农户）100,042 亿元，同比增长 4.5%（按可比口径计算），增速比 1—2 月份加快 0.3 个百分点。其中，制造业投资增长 9.9%，增速加快 0.5 个百分点；基础设施投资（不含电力）增长 8.75%，增速放缓 0.2 个百分点。民间固定资产投资同比增长 0.5%，较上月增长 0.1 个百分点。

图 9：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：三大行业单月投资增速（%）

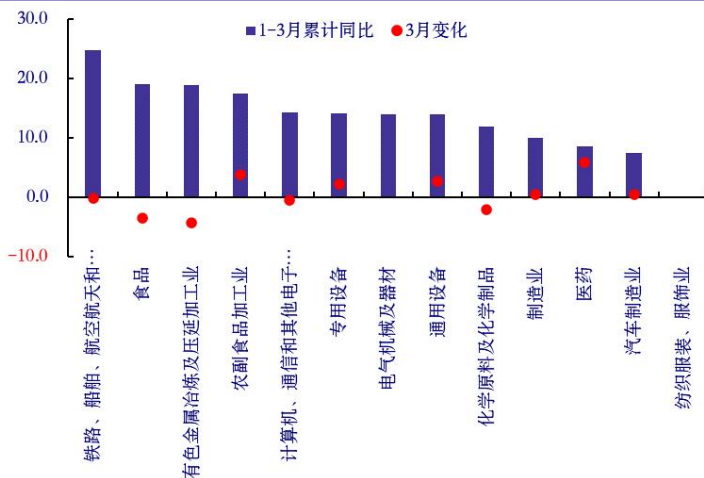


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）制造业投资

设备制造和有色金属拉动。一月份制造业投资增速 9.9%（前值 9.4%），好于预期。设备制造业和有色金属为拉动主力，食品项也维持较高增长。分行业来看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业增幅最快，增长录得 24.8%（前值 25%）；有色金属加工录得 18.8%（前值 23.2%）。电子设备，专用设备和通用设备分别增长了 14.3%，14.1%和 13.9%。设备制造业投资的上涨对铜等重要原材料需求也增加，LME 铜 2 月以来行情火热。电器机械及器材虽然保持 13.9% 的增长，但较前值下降 10.2pct（前值 24.1%），基数影响较大，去年同期增长为 43.1%。汽车制造投资为 7.4%（前值 7%），增速小幅提升。食品类制造业增速也明显，食品和农副食品加工分别为 19% 和 17.4% 前值（22.5% 和 13.6%）。医药投资收低基数影响本月复苏明显，录得 8.5%（前值 2.7%，去年同期 -1.9%）。

图 11：制造业各行业累计投资增速（%）



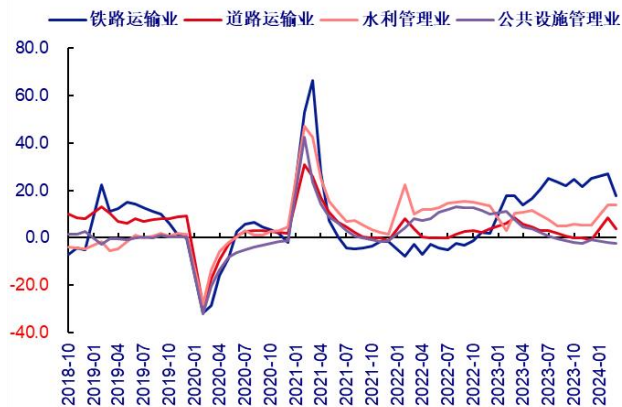
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）基础设施投资

铁路继续拉动基建投资。一季度基础设施投资同比增长 8.75%（前值 8.96%）。当前财政资金处于高位，政府融资速度并不是很快，今年一季度专项债仅发行了 6341 亿元，二季度计划发行应在 8500-11000 亿元左右，对应 38%-46% 的半年完成进度显著低于过去五年均值（约 57%），后续基建投资空间大，**广义基建投资增速上行是整体投资上行的保障。**

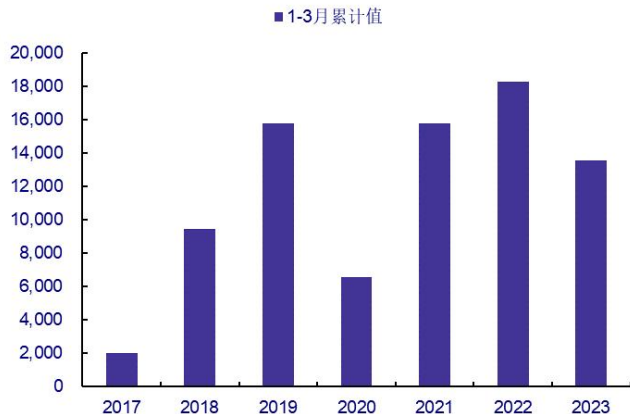
分行业看，基建施工现阶段依然是铁路拉动，但本月增速大幅下降，水利项目小幅增长，道路项目增速再次下降，地方政府主导的公共设施业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目，一季度铁路运输投资增速录得 17.6%（前值 27%），水利项目增长 13.9%（前值 13.7%），小幅上涨。道路运输上月转正至 8.3% 后本月下降至 3.6%。公共设施管理增速降幅扩大至 -2.4%（前值 1.9%）。总体上有所下滑，结合政府债发行偏缓导致基建有所降速符合预期，二季度开始超长期特别国债可能发行，基建投资增长可预期。

图 12: 基础设施投资各行业增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 政府债融资规模 (亿元)

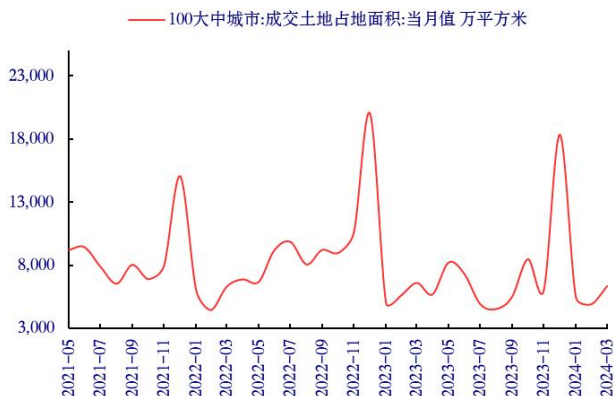


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、 房地产投资

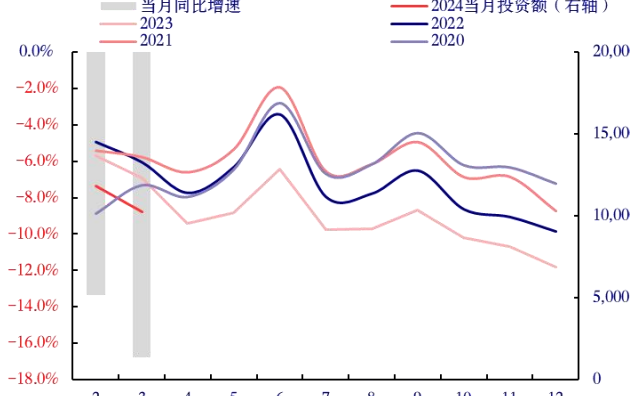
房地产投资继续下降，预期并未扭转，购房意愿进一步下滑。一季度全国房地产开发投资 22,082 亿元，同比下降 9.5%（前值降 9.0%）；其中，住宅投资 16585 亿元，下降 10.5%（前值降 9.7%）。按当月计算，3 月房地产开发投资额为 10240.27 亿元，同比下降 16.78%。房屋新开工-27.8%（前值-29.7%），施工面积-11.1%（前值-11%），竣工面积-20.7%（前值-20.2%）。

图 14: 100 大中城市土地成交面积



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 1-3 月份房地产投资额 (亿元)

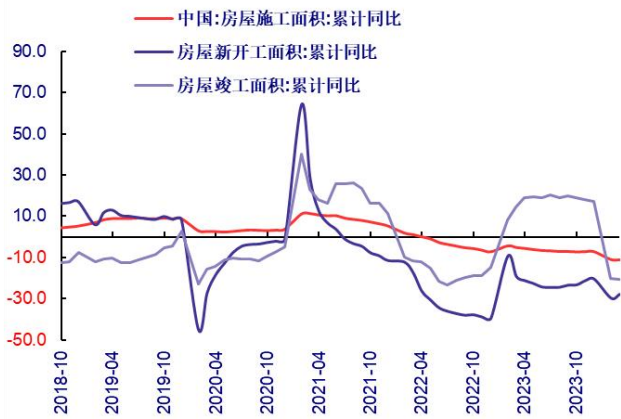


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

生产端，新开工施工竣工全面下降，保交楼支撑的竣工增长已结束，3 月土地成交 6334.33 万平米，环比上升 29%，但同比-4%。3 月份，新增房地产新开工面积 7854.06 万平方米，同比下降-26%；施工面积下降 19%，录得 678,501 万平方米。竣工面积 15259 万平方米，下降 22%。

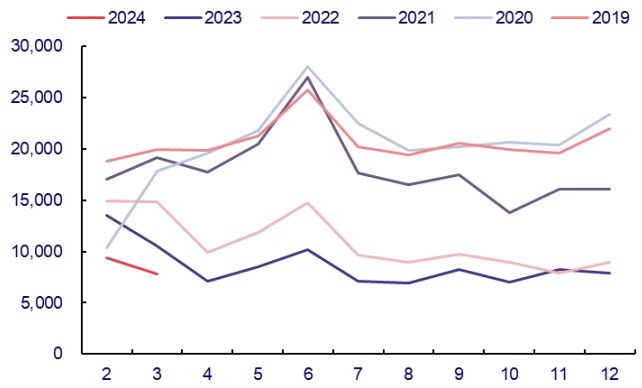
从销售端来看，量价依旧低迷，降幅扩大。1-3 月份商品房销售面积累计-23.40%（前值-24.8%）；1-3 月商品房销售额增速累计-30.7%（前值-32.7%），销售额和销售面积均大幅下滑，且销售额降幅大于销售面积。价格上，70 城新房价格指数下降 2.7%，但二手房住宅价格指数 3 月同比-5.9%，一线城市-7.3%，二手房更加低迷，也凸显了二级市场的情绪依然不高。高频数据上，30 城成交面积也显示商品房销售低迷。

图 16: 房屋开工和施工回升 (%)



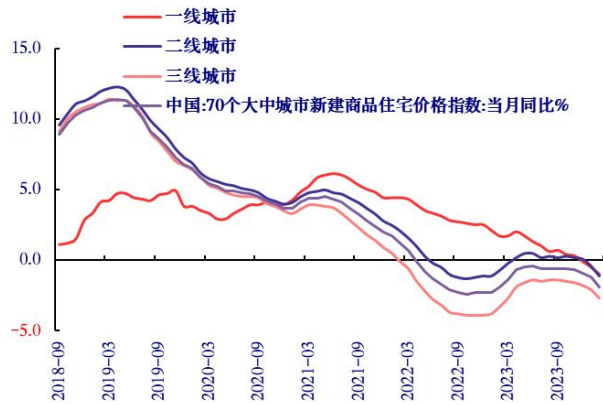
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 新开工面积当月值 (万平方米)



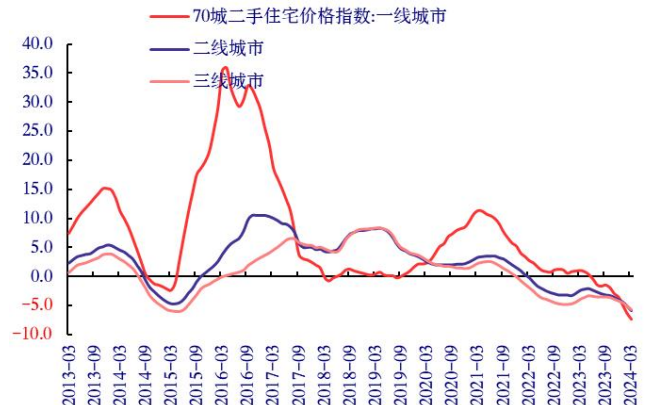
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

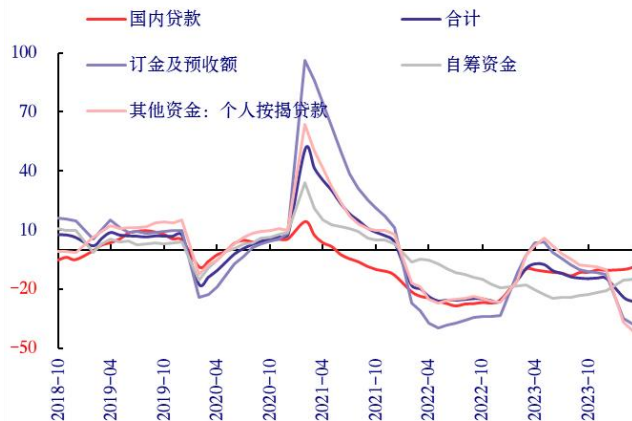
图 19: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

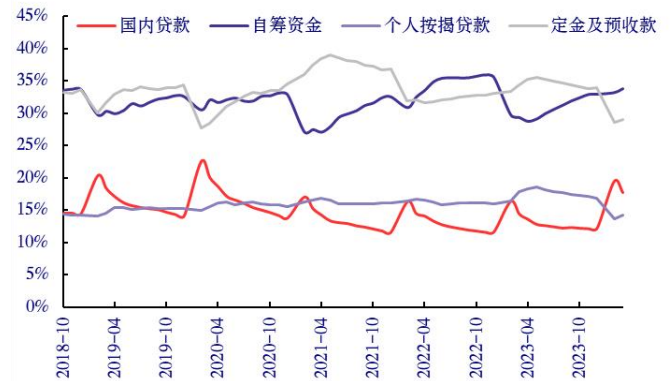
购房意愿进一步下滑。一季度房地产开发资金来源同比-25.98%（前值-24.09%）。其中来自国内贷款-8.82%（前值-9.89%）；企业自筹资金下滑趋势连续收窄但幅度依然大，本月录得-14.65%（前值-15.26%）。订金及预收款和个人按揭贷款继续维持大降幅，分别录得-37.57%和-41.13%（前值-34.90%和-36.66%），预示需求端依旧改善不明显，购房意愿进一步下降，政策上需进行进一步支持。

图 20: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 房地产资金来源占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、工业的问题表现为三个方面

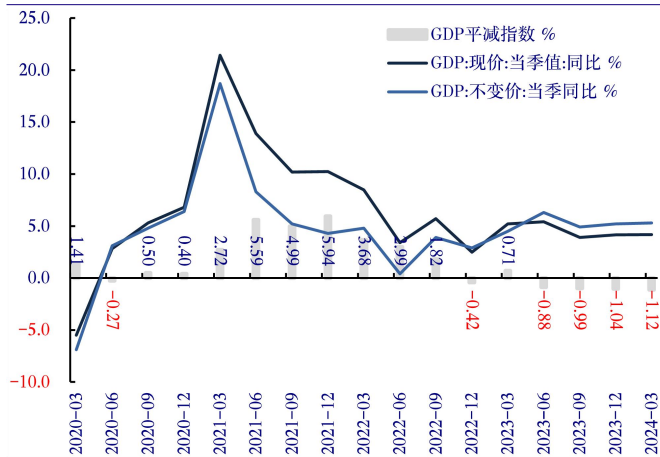
工业的关键问题仍是“有效需求不足、部分行业产能过剩”，目前主要表现为三方面：

1.从价格指数来看：2024年一季度名义GDP增长4.2%，实际GDP增长5.3%，GDP平减指数为-1.1%，仍运行在负值区间。

2.从产能利用率来看：2024Q1制造业产能利用率降至73.76%（2023Q4为76.0%），其中汽车制造业产能利用率降至64.9%（2023Q4为76.9%），电器机械与器材制造业产能利用率降至72.7%（2023Q4为77.1%），计算机、通讯与电子设备制造业产能利用率降至74.7%（2023Q4为77.6%）。

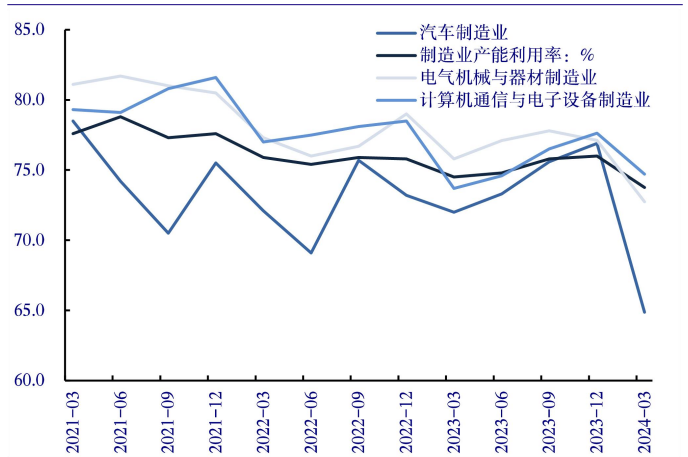
3.从工业增加值来看：2024年3月工业增加值环比-0.08%，这可能与美联储降息预期推迟之后出口受到影响有关。数据显示，1-3月累计同比+6.1%（1-2月累计同比+7.0%），3月当月同比+4.5%。3月工业三大门类增加值全部降速：2024年1-3月采矿业增加值累计同比+1.6%（3月当月同比+0.2%），1-3月制造业累计同比+6.7%（3月当月同比+5.1%），1-3月电力热力燃气与供水行业累计同比+6.9%（3月当月同比+4.9%）。

图 22：GDP 平减指数延续 2022 年四季度以来的负值状态



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：制造业产能利用率出现下降，其中汽车行业最为明显

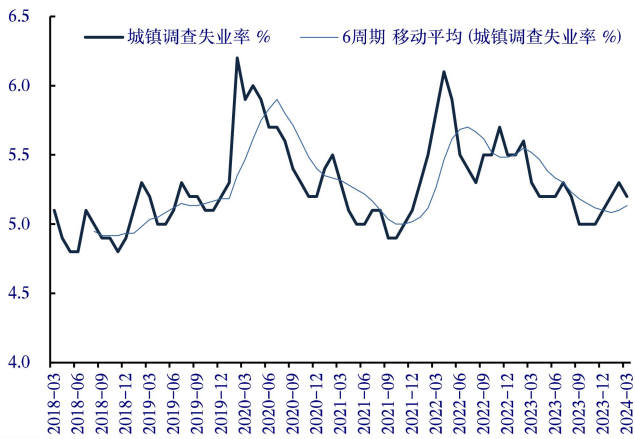


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、就业下沉现象有所缓解

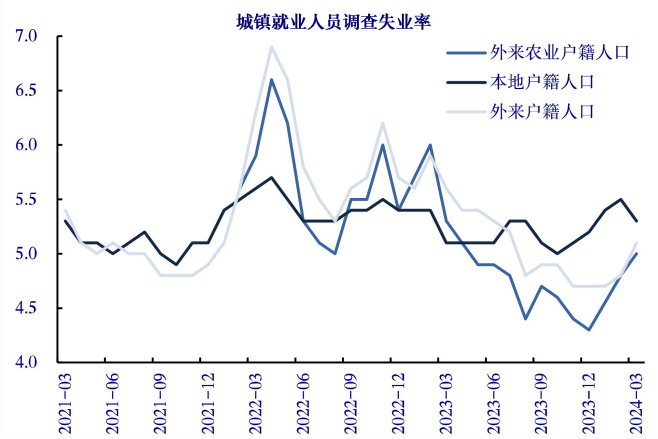
2024年一季度城镇调查失业率保持在5.2%左右的低位（图24），但就业下沉现象有所缓解。分户籍来看（图25），2023年下半年以来，本地户籍人口失业率上升，外来户籍人口失业率保持低位。原因主要是经济结构演变对固定就业更多（平均收入相对更高）的本地户籍人口影响更明显，而临时就业更多的外来户籍人口受益于消费下沉与就业下沉之后的临时性就业增长。2024Q1就业下沉的现象有所缓解。

图 24：城镇调查失业率运行在 5.2% 的低位区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25：本地户籍调查失业率回落，外来户籍调查失业率反弹 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 实际 GDP 和名义 GDP (%)	3
图 2: 三大产业实际 GDP (%)	3
图 3: 3 月零售消费增速 (%)	4
图 4: 零售消费环比走低 (%)	4
图 5: 人均收入和人均支出 (%)	4
图 6: 非必需品再次走低 (%)	4
图 7: 消费各行业增速 (%)	5
图 8: 商品和餐饮消费增速 (%)	5
图 9: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%)	5
图 10: 三大行业单月投资增速 (%)	5
图 11: 制造业各行业累计投资增速 (%)	6
图 12: 基础设施投资各行业增速 (%)	7
图 13: 政府债融资规模 (亿元)	7
图 14: 100 大中城市土地成交面积	7
图 15: 1-3 月份房地产投资额 (亿元)	7
图 16: 房屋开工和施工回升 (%)	8
图 17: 新开工面积当月值 (万平米)	8
图 18: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%)	8
图 19: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%)	8
图 20: 房地产到位资金增速 (%)	8
图 21: 房地产资金来源占比	8
图 22: GDP 平减指数延续 2022 年四季度以来的负值状态	9
图 23: 制造业产能利用率出现下降, 其中汽车行业最为明显	9
图 24: 城镇调查失业率运行在 5.2% 的低位区间	10
图 25: 本地户籍调查失业率回落, 外来户籍调查失业率反弹 (%)	10

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

高明: 宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石: 宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系
中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn