

宏观

需求平稳，生产有所调整

——2024年3月经济数据点评

2024年4月16日

宏观研究/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

电话：0351-8686977

邮箱：guorui@sxzq.com

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

投资要点：

- 继去年四季度经济回摆后，2024年一季度国内经济在政策驱动下企稳，但结构分化，名义增速偏弱。一季度GDP增速的主要驱动是工业回升、服务业向好。受终端需求复苏力度不足、工业库存偏高、生产较需求偏快的影响，平减指数当季同比为-1.3%（前值为-1.4%）。
- 3月社零读数受高基数影响走低，两年平均增速较1-2月回升。其中服务消费保持平稳，商品消费边际也有所改善，其中，日常类消费较为稳定；部分出行类、升级类消费增速较好；耐用类消费较1-2月略有改善，但增速整体不高；地产链相关消费表现分化。
- 固定资产投资略超预期，主要受制造业和基建支撑。3月固定资产投资增速为4.5%（前值4.2%），两年平均增速4.8%（前值4.8%），高于近四年中枢水平4.0%。房地产相关指标仍在持续调整，投资和资金来源跌幅扩大，销售和新开工跌幅趋缓。基建投资增速边际稳定。制造业投资步伐平稳。2024年一季度工业产销率和产能利用率有所回落。随着二季度需求端继续复苏，制造业产能利用率有望企稳，支撑制造业投资增速，但预计在高基数上持续向上的空间有限。
- 3月工业生产端开始调整。生产端的调整或与政府工作报告中提出的“单位国内生产总值能耗降低2.5%左右”目标有关。统计局新闻发言人指出，一季度，单位GDP能耗同比下降0.1%。
- 市场启示：二季度经济有望延续改善，政策驱动领域是亮点。第一，政策对终端需求的支撑体现。财政资金到位加快二季度基建实物总量形成；制造业投资方面，设备更新、高技术投资的积极影响继续体现；消费方面是以旧换新对家电、家具等耐用消费品的支撑。第二，美国库存周期低位，出口改善的持续性可以期待。第三，国内供需关系改善，维持通胀筑底企稳的判断。从2005年以来PMI指数（MA12）看，产成品库存高点基本对应PPI底部区域，而生产-新订单开始回落则和价格的回升更为同步。若二季度生产端延续调整，则有利于PPI中枢抬升。目前除需求端的一些政策刺激外，统计局还指出，未来加大供给侧结构性改革的力度、加大转型升级的力度，一部分传统产业的出清对市场的供求关系会带来积极变化。
- 风险提示：全球制造业回温和美国制造业补库存超预期；地缘政治风险。



继去年四季度经济回摆后，2024年一季度国内经济在政策驱动下企稳，但结构分化，名义增速偏弱。2024年一季度不变价GDP同比增速为5.3%，两年平均增速为4.9%（2023年四季度为4.0%）。一季度GDP环比为1.6%，低于2016-2019年同期均值0.1个百分点，但明显好于2020-2023年同期的-1.7%。一季度GDP增速回升的主要驱动依然是工业回升、服务业向好。一季度名义GDP同比增速为4.0%，受终端需求复苏力度不足、工业库存偏高、生产较需求偏快的影响，平减指数当季同比为-1.3%（前值为-1.4%）。

3月社零读数受高基数影响走低，两年平均增速较1-2月回升。其中服务消费加快回升，商品消费边际也有所改善。2024年3月社零同比3.1%，万得一致预期为4.8%。考虑到去年同期基数较高，用两年平均增速平滑后的增速为6.8%，整体高于2020-2023年同期的平均水平。

服务消费潜力加快释放。3月服务零售额累计同比增长10.0%。服务生产指数当月同比为5.0%，两年平均增速为7.1%（前值5.7%）。3月餐饮收入同比6.9%，两年平均增速为16.2%。在去年服务业高基数增长的基础上，今年服务业继续稳定增长，生产稳中有升。

商品零售边际也有所改善，但仍不及疫后四年的平均增速。3月商品零售同比2.7%，两年平均增速5.9%，较1-2月的3.8%明显改善，但低于2020-2023年同期的平均增速8.9%。分项看：**第一，日常类消费较为稳定。**如粮油食品类同比11.0%（两年平均增速为7.7%，2020-2023年同期四年平均增速为11.0%）、日用品类同比3.5%（两年平均增速为5.6%，2020-2023年同期四年平均增速为8.8%）；**第二，部分出行类、升级类消费增速较好。**如化妆品类同比2.2%（两年平均增速为5.8%，2020-2023年同期四年平均增速为6.7%）、服装鞋帽针纺织品类同比3.8%（两年平均增速为10.5%，2020-2023年同期四年平均增速为3.2%）、金银珠宝类同比3.2%（两年平均增速为19.1%，2020-2023年同期四年平均增速为9.6%）、体育、娱乐用品类同比19.3%（两年平均增速为17.6%，2020-2023年同期四年平均增速为9.1%）。**第三，耐用类消费较1-2月略有改善，但增速整体不高。**汽车类零售同比-3.7%（两年平均增速为3.6%，2020-2023年同期四年平均增速为5.9%）、通讯器材类同比7.2%（两年平均增速4.5%，2020-2023年同期四年平均增速为8.4%）。**第四，地产链相关消费表现分化。**家电在促消费政策下边际延续1-2月的改善，而家具类、建筑及装潢材料类维持弱勢。

固定资产投资略超预期，主要受制造业和基建支撑。3月固定资产投资增速为4.5%（前值4.2%），两年平均增速4.8%（前值4.8%），高于近四年中枢水平4.0%。

房地产相关指标仍在持续调整。3月全国房地产开发投资完成额同比-9.5%（前值-9.0%）。3月房地产资金来源合计累计同比跌幅由1-2月的-24.1%扩大至-26.0%。国内贷款和自筹资金

部分跌幅有所收窄，个人按揭贷款部分跌幅扩大至-41.0%（前值-36.6%）。销售和新开工跌幅趋缓。3月商品房销售面积累计同比-19.4%（1-2月为-20.5%），商品房新开工面积累计同比-27.8%（前值-29.7%），房屋施工面积累计同比-11.1%（前值-11.0%）。

基建投资增速边际稳定。3月狭义基建投资增速6.5%（前值6.3%），两年平均增速是7.6%（前值7.6%）。随着地方专项债加快发行、特别国债启动，二季度基建增速有望保持平稳。

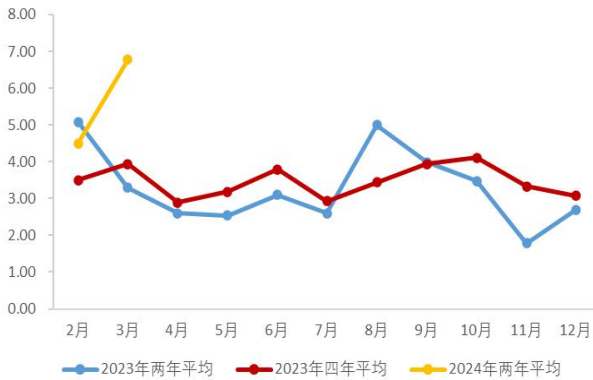
制造业投资步伐平稳。3月制造业投资累计增速9.9%（前值9.4%，两年平均增速8.4%），和1-2月相比较为稳定，和2023年全年6.5%相比偏高。2024年一季度工业产销率和产能利用率有所回落。随着二季度需求端继续复苏，制造业产能利用率有望进一步企稳，支撑制造业投资增速。但也要看到，由于疫情期间制造业投资增速整体高于2019年，叠加今年一季度政策支持下主要制造业普遍出现了投资加速的现象，行业产能总体过剩，需求和价格持续回升预期不足。在内生动能带来经济“二次回升”之前，制造业投资在高基数上持续向上的空间有限。

3月工业生产端开始调整。3月规模以上工增边际回落至4.5%，较1-2月回落2.5个百分点。生产端的调整或和政府工作报告提出的“单位国内生产总值能耗降低2.5%左右”目标有关。统计局新闻发言人指出，一季度，单位GDP能耗同比下降0.1%。分行业看，采矿业、消费品工增多数放缓；受益于出口、制造业投资的设备制造业工增多数加快回升；工业品工增多数放缓，但金属制品业受有色金属价格上涨而保持平稳；黑色金属冶炼及压延加工业工增放缓，而有色金属冶炼及压延加工业工增保持平稳。

市场启示：二季度经济有望延续改善，政策驱动领域是亮点。第一，今年政策组合是“积极财政政策+稳健货币政策+促消费政策+地产政策优化+结构性改革”。对应到基建，今年2月发改委已经下达完毕2023年的1万亿增发国债项目清单，1万亿超长期特别国债也在积极谋划项目。财政资金到位将加快二季度基建实物总量形成。制造业投资方面，设备更新、高技术投资的积极影响继续体现。消费方面是以旧换新对家电、家具等耐用消费品的支撑。第二，美国库存周期低位，出口改善的持续性可以期待。第三，国内供需关系改善，通胀大概率筑底企稳。从2005年以来PMI指数（MA12）看，产成品库存高点基本对应PPI底部区域，而生产-新订单开始回落则和价格的回升更为同步。若二季度生产端延续调整，则有利于PPI中枢抬升。目前除了需求端的一些政策刺激外，统计局指出，未来加大供给侧结构性改革的力度、加大转型升级的力度，一部分传统产业的出清对市场的供求关系会带来积极变化。

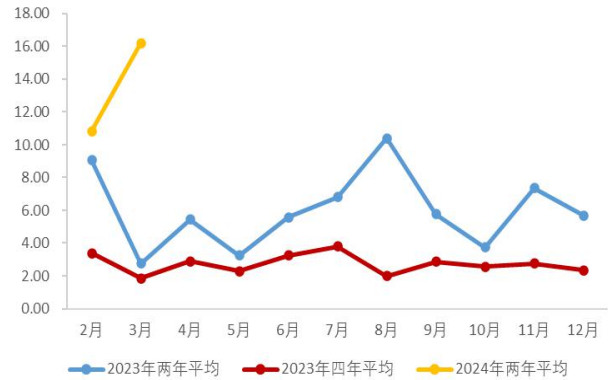
风险提示：全球制造业回暖和美国制造业补库存超预期；地缘政治风险。

图 1：社零同比增速（%）



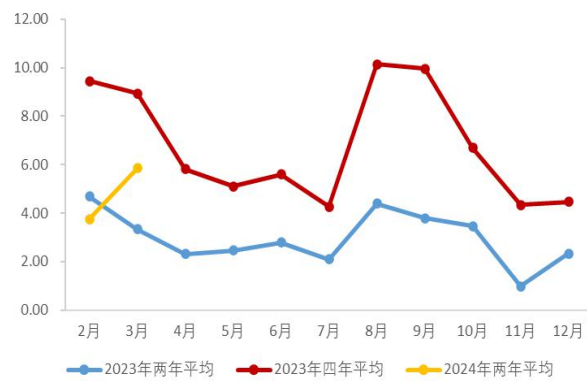
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：餐饮收入同比增速（%）



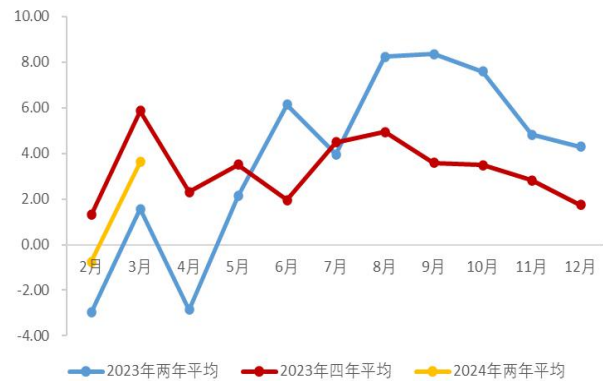
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：商品零售同比增速（%）



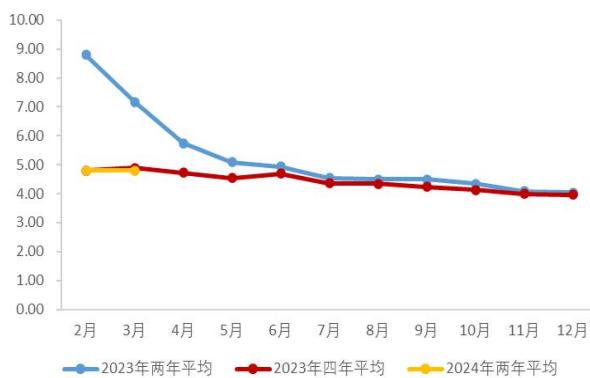
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 4：汽车类零售同比增速（%）



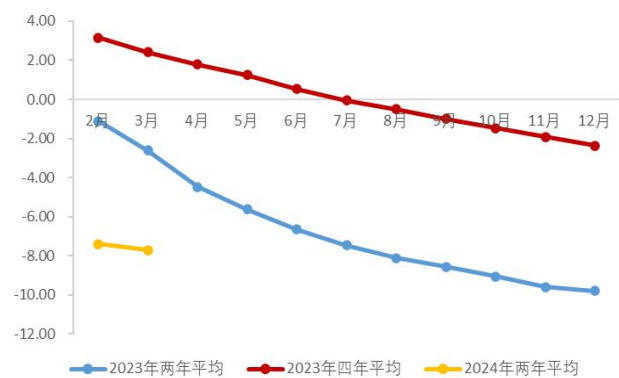
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 5：固定资产投资同比增速（%）



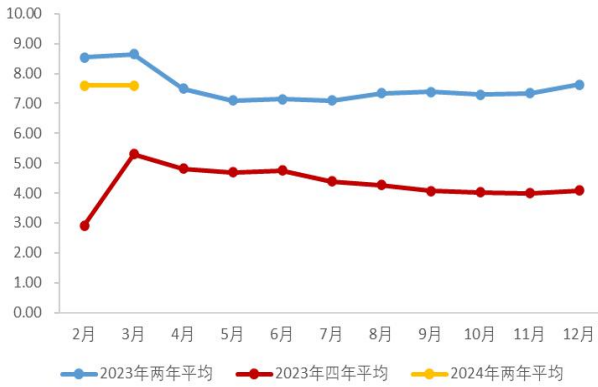
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 6：房地产投资同比增速（%）



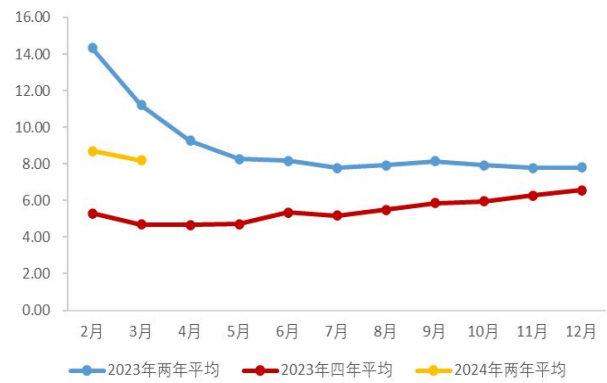
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 7：基建同比增速（%）



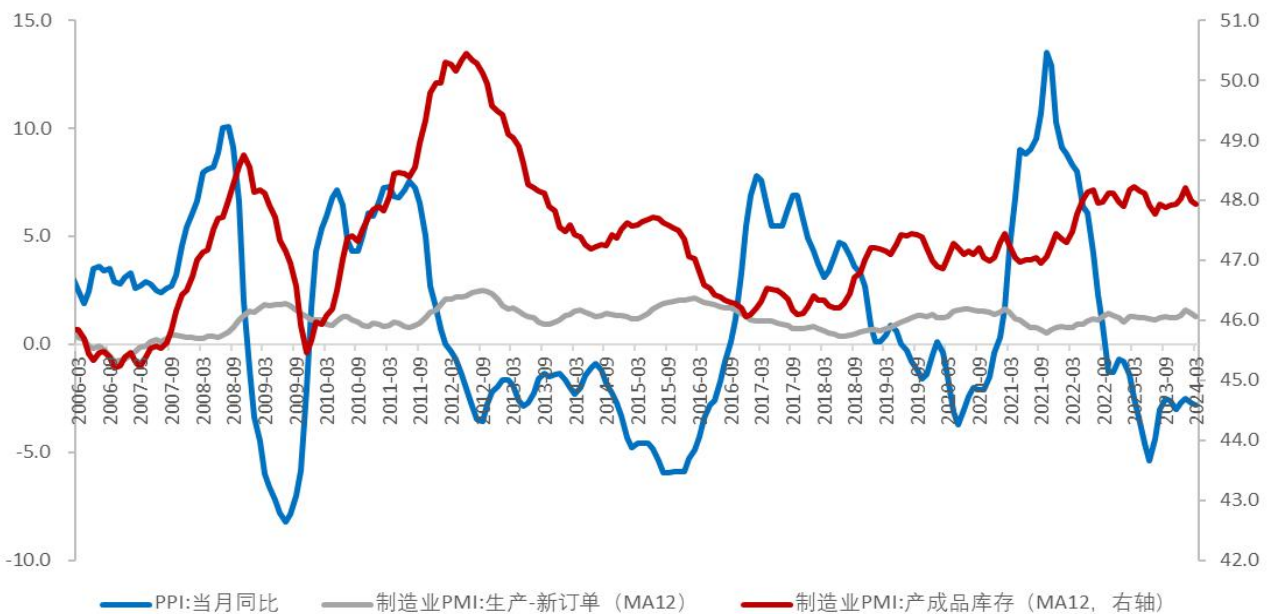
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 8：制造业投资同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 9：产成品库存高点基本对应 PPI 底部区域，而生产-新订单开始回落则和价格的回升更为同步（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：



上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层