

## GDP 增速预期差和库存周期 ——2024 年一季度经济数据点评

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

### 投资要点

- 2024 年一季度，GDP 同比增长 5.3%，明显高于 Wind 统计的市场预期值 4.9%，也和微观主体的感受出现温差。
- 我们认为，企业补库是导致一季度 GDP 增速高于预期的主要原因。季度 GDP 采用生产法核算，而市场跟踪经济主要看需求，库存是生产和需求的连接。三大产业中，一季度 GDP 增速最高的是第二产业，GDP 同比达到了 6.0%，这明显强于终端需求的增速。结合 2 月工业企业产成品库存同比和 3 月官方制造业 PMI 产成品库存指数看，一季度工业企业大概率在补库。
- 补库对生产法核算的季度 GDP 有正向推升，易导致市场低估 GDP 增速。和今年一季度相似的是 2023 年三季度，当时也处于补库阶段，市场预期 GDP 同比增长 4.5%，实际增长 4.9%。而在去库存阶段，比如 2023 年二季度，库存周期会拖累 GDP 增速，当时市场预期 GDP 同比 6.8%，实际增长 6.3%。
- 基于库存周期和 GDP 同比的关系，有下面三个判断：
  - 第一，考虑到补库影响后，一季度终端需求恢复斜率，以及微观个体的经济感受，可能没有 GDP 增速显示的这么积极；
  - 第二，受需求偏弱、预期不明朗等影响，最近几年工业企业的库存周期紊乱，补库和去库的切换较快，库存周期可能再度拖累 GDP 同比读数；
  - 第三，适度加大逆周期调节仍有必要，包括二季度加快专项债和超长期特别国债的发行，以及推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策落地实施等。如果二季度工业企业转向去库存，进而拖累 GDP 同比的话，7 月政治局会议在稳增长方面或有增量部署。
- 再来看 2024 年 3 月的经济数据，总的特征是生产强于需求，需求中投资强于消费。
- 生产方面，工业增加值同比从前两个月的 7.0%，下降到 3 月的 4.5%，和春节错位影响下的高基数有关。采矿业、制造业和公用事业的增加值同比，均出现回落，其中 3 月采矿业增加值同比从 2.3% 下降到 0.2%，可能和煤炭等降价后企业减产有关。一季度工业企业产能利用率为 73.6%，处于历史偏低水平，产能充裕或不利于国内物价指标回升。
- 高基数下，服务业生产指数同比从前两个月的 5.8% 下滑到 5.0%。2023 年服务业 GDP 同比增长 5.8%，是实现全年增长目标的主要支撑。低基数消退后，2024 年服务业 GDP 同比，预计难以维持如此高的增速，这意味着有必要稳定工业品需求。
- 在制造业支撑下，固定资产投资同比，从前两个月的 4.2% 回升到 4.7%。其中，制造业投资同比，从 9.4% 提高到 10.3%，3 月单月增速靠前的子行业有铁路、船舶、航空航天等运输设备制造业（24.6%），以及金属制品业（21.8%）和农副食品加工业（20.2%）。设备工器具购置费用同比，从前两个月的 17.0% 大幅回升到 18.1%，可能侧面反映制造业企业的设备更新有所加快。
- 全口径基建投资同比，从前两个月的 9.0% 下降到 8.6%，主要受交通运输、

### 相关报告

仓储和邮政业的拖累（同比从 10.9% 下滑至 5.7%）。电力、热力、燃气及水的生产和供应业的投资增速高位回升，从前两个月的 25.3% 提高到 31.5%。水利、环境和公共设施管理业的投资同比，从 0.4% 微降至 0.2%，其中万亿特别国债重点支持的水利管理业，投资增速从前两个月的 13.7% 回升到 14.0%。

- **房地产主要指标走势分化，衡量行业景气度的国房景气指数，从 92.12 下滑到 92.07，房地产业仍在寻底。**房地产开发资金来源同比，从前两个月的 -24.1%，下滑到 3 月的 -29.0%。其中，国内贷款和自筹资金的同比，分别从前两个月的 -8.8% 和 -14.6%，下滑到 -9.9% 和 -15.3%，房企的外源性融资改善不明显。
- 在“以价换量”策略下，商品房销售跌幅有所收窄，销售金额和面积的同比，分别从前两个月的 -29.3% 和 -20.5%，回升到 -25.9% 和 -18.3%。投资端的数据，除新开工面积同比从 -29.7% 低位回升到 -25.4% 外，竣工面积、施工面积（存量）和投资完成额的同比，分别从前两个月的 -20.2%、-11.0% 和 -9.0%，下滑到 -21.8%、-11.1% 和 -10.0%。
- **社会消费品零售总额同比，从前两个月的 5.5% 下降到 3.1%。**汽车是主要拖累，除汽车以外的消费品零售额同比，从前两个月的 5.2% 下滑到 3.9%。
- 拆分来看，商品零售额同比从前两个月的 4.6%，下降到 2.7%。限额以上商品零售中，3 月体育、娱乐用品类增速最高（19.3%），可能和它的销售规模在限额以上各门类中最小，因而波动较大有关。高基数下，汽车类零售额同比从 8.7% 下降到 -3.7%。今年一季度，限额以上的建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类的零售额分别同比增长 2.4%、3.0% 和 5.8%，较 2023 年全年增速都有回升，可能源于前期保交楼，向地产后周期消费传导。
- 餐饮收入当月同比 6.9%，逐步向合理区间回归。服务零售额累计同比，和餐饮收入累计同比的走势较为同步，前者从 12.3% 下降到 10.0%。考虑到基数原因，以及积压服务需求的逐步释放，服务零售额增速大概率延续回落趋势。
- 2024 年一季度，全国居民人均可支配收入 11539 元，人均消费支出 7299 元。以消费支出/可支配收入衡量的边际消费倾向为 63.3%，这是 2020 年以来的同期新高，但和疫情前相比仍有较大差距（2015 年-2019 年这几年一季度最低的为 65.2%）。居民消费还有恢复空间，不过恢复速度可能偏慢。
- **总的来说，一季度 GDP 增速超预期，和工业企业补库有关。**制造业、基建投资增速高，可能和财务支出法统计有关，从高频指标看，实物工作量形成相对偏慢。当前房地产还在探底过程中，受制于终端需求不足，工业企业或难持续补库，甚至可能再度去库拖累 GDP 同比。预计二季度重在落实现有政策，三季度逆周期调节政策可能适度加码。
- 
- **风险提示：政策变动，地缘冲突升级。**

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。