

# 一季度经济增速超预期加快，但3月实体经济数据大多弱于预期

金晓雯, PhD, CFA  
首席宏观分析师  
xiaowen\_jin@spdbi.com  
(852) 2808 6437

2024年4月16日

**核心观点：**一季度经济增速超预期加快至 5.3%。即便我们维持二到四季度经济增速预测不变，全年经济增速预测亦因此调高 0.2 个百分点到 4.9%。在此背景下，我们认为即将在 4 月底召开的季度政治局经济会议上提出显著增量政策措施的可能性很低。然而，3 月单月的实体经济数据大多弱于市场预期。除了高基数效应之外，这也体现了在春节效应褪去之后，内需较为疲弱、房地产行业尚未企稳、以及通胀率低位徘徊等问题仍在制约经济复苏。我们相信经济复苏仍需政策支持，不过短期政策重点仍会放在“两会”制定政策的落实上。

**一季度经济增速超预期加快。**即使去年基数较高，一季度中国经济同比增速再次加快至 5.3%（2023 年 4 季度：5.2%），远高于市场预期（4.8%），环比增速亦加快 0.4 个百分点到 1.6%（图表 1）。分行业看，工业部门的优异表现是经济表现超预期的主要原因——第二产业经济同比增速加快 0.5 个百分点到 6%，而第一产业（一季度：3.3%，去年四季度：4.2%）、第三产业（一季度：5%，去年四季度：5.3%）同比增速有所下滑（图表 2）。此外，城镇居民人均可支配收入增速和实际经济增速同步（5.3%）。与此同时，GDP 平减指数继续为负，但跌幅有所收窄（一季度：-1.27%，去年四季度：-1.43%）。

**3 月社会消费品零售同比增速减慢且弱于市场预期。**社会消费品零售总额同比增速从 1-2 月的 5.5% 跌到 3 月的 3.1%，低于市场预期的 4.8%。一方面，正如我们所**预测**的，在疫情防控转段后第一个正常的春节假期的节日效应褪去；另一方面，去年 3 月消费数据基数较高，两年复合平均增速仍上升 2.3 个百分点到 6.8%。按行业分，服务零售额累计同比增速下滑 2.3 个百分点到 10%，餐饮零售同比增速大幅下滑 5.6 个百分点到 6.9%（图表 3）。商品零售也受到了一定的节后效应影响，同比增速下滑 1.9 个百分点到 2.7%，其中通讯器材、汽车和家具等商品的销售下滑最为明显。

**固定资产投资累计同比增速 3 月再加快跃至 4.5%，并超出市场预期（1-2 月：4.2%/市场预期：4%）。**其中制造业和基建投资增速的改善是主要推动力，房地产投资增速的跌幅再次扩大（图表 5）。

**1. 房地产开发投资累计同比跌幅在 2 月罕见收窄后扩大 0.5 个百分点到 -9.5%。**该读数亦低于市场预期的 -9.2%。不过其余房地产相关指标跌幅略微收窄（图表 6），包括新开工面积累计同比增速（3 月：-27.8%，2 月：-29.7%），商品房销售面积累计同比增速（3 月：-19.4%，2 月：-20.5%），商品房销售额累计同比增速（3 月：-27.6%，2 月：-29.3%）以及 70 个大中城市房价环比增速（3 月：-0.3%，2 月：-0.4%，图表 7）。即便如此，房地产行业离企稳依然相距甚远，需要进一步的政策支持。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

一季度经济增速超预期加快，但 3 月实体经济数据大多弱于预期

**2. 基建投资增速再上升 0.2 个百分点到 6.5%。**去年四季度开始发行特别国债的作用继续体现在基建投资数据上。尽管我们相信基建投资在中央政府加杠杆的情况下短期内或继续加快，但中期仍需警惕地方政府去杠杆背景下其余资金支持下降的风险，尤其是城投债。

**3. 制造业投资增速继续加速，3 月加快 0.5 个百分点到 9.9%。**随着设备更新和消费品以旧换新政策的逐步落地，我们相信今年的制造业投资将继续帮助支撑整体投资。

**工业生产总值同比增速超预期回落。**工业生产总值同比增速显著下滑 2.5 个百分点到 4.5%，远低于市场预期的 6%。除了出口增速 3 月的显著下滑之外，仍疲软的内需、持续低迷的 PPI 以及高基数效应均拖累了工业部门的表现。

**失业率 3 月微降，符合市场预期。**全国调查失业率 3 月降低 0.1 个百分点到 5.2%，扭转了连续三个月上升态势。其中 31 大城市失业率维持不变，在 5.1%。

**虽然一季度经济增速超预期加快，但是 3 月实体经济数据显示经济复苏基础或仍不稳固。**由于远超预期的一季度经济增速，即便我们维持二到四季度经济增速预测不变，全年经济增速预测亦从此前的 4.7% 升到 4.9%，更接近政府工作报告提出的 5% 左右经济增速目标。然而，3 月单月的实体经济数据大多弱于市场预期。除了高基数效应之外，这也体现了在春节效应褪去之后，内需较为疲弱、房地产行业尚未企稳、以及通胀率低位徘徊等问题仍在制约经济复苏。此外，从 3 月出口数据来看，外需改善的可持续性也存在不确定性，更别提美国总统选举候选人特朗普 60% 的关税威胁或引发新一轮中美贸易战的担忧。沪深两市指数今天（4 月 16 日）上午均有小幅下跌。

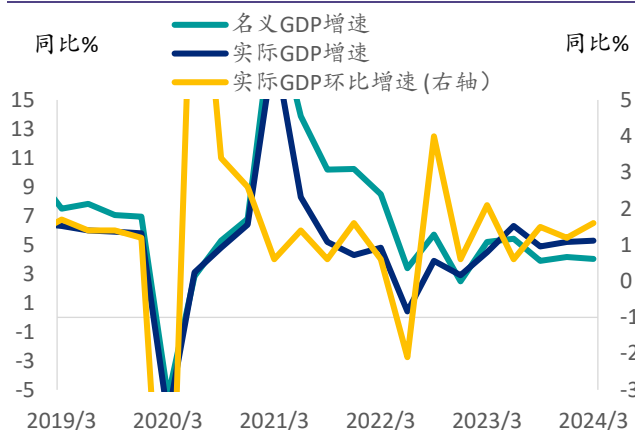
**我们相信经济复苏仍需政策支持，不过短期政策重点仍会放在“两会”制定政策的落实上。**虽然 3 月实体经济数据大多弱于市场预期，但是一季度 5.3% 的经济增速在 5% 的政策目标之上，我们认为即将在 4 月底召开的季度政治局经济会议上提出显著增量政策措施的可能性很低。不过政府仍然会加紧落实“两会”制定的政策刺激以帮助稳固经济复苏：

- **财政政策**或将聚焦促消费和稳投资两方面以帮助扩大内需。**促消费**方面，4 月 7 日中国人民银行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，作为原有科技创新和设备更新改造再贷款的政策接续。初始额度设在 5000 亿元。商务部 4 月 12 日联合 14 部门印发《[推动消费品以旧换新行动方案](#)》，敲定新一轮大规模设备更新和以旧换新的细节。我们此前[估算](#)该政策至少可以拉动 0.6 个百分点的固定资产投资和 0.6 个百分点的社会零售额同比增速，政策的执行情况以及成效或是接下来几个月的一大重点观察事项。**稳投资**方面，年初至今地方政府专项债的发放节奏偏慢（图表 8），或受到去年转移到今年上半年的 5000 亿元特别国债发行的影响。专项债发行的节奏有望从二季度开始加快。

- **货币政策**方面，3月的信贷数据喜忧参半——新增人民币贷款不及市场预期但是新增社会融资规模得益于表外融资的改善略高于市场预期。虽然一季度整体的新增贷款和社融规模亦不及去年同期，但是我们认为这并不意味着货币政策已经开始退出宽松。除了反映信贷需求仍较弱之外，略低的信贷数据亦受到了央行呼吁适度平滑信贷波动的影响。我们预计接下来今年或还有1-2次降准，每次调降25-50个基点。而短期内降息的可能性进一步下降。从内部看，在4月初发布的[央行1季度例会新闻稿](#)中提到在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。这说明近期国债收益率的下跌已经引起央行的注意，而降息或进一步加剧国债收益率的下跌。从外部看，美联储降息预期延迟后美元指数和美国国债收益率的走高或对人民币汇率造成一定压力，制约央行降息空间。
- 此外，抵押补充贷款额度有望再次加码以帮助支持“三大工程”建设以及给房企“输血”。房屋销售虽然自3月10日后环比改善，但是同比看仍疲软（图表9），政府的政策和资金支持仍是房地产行业走出低谷的关键所在。

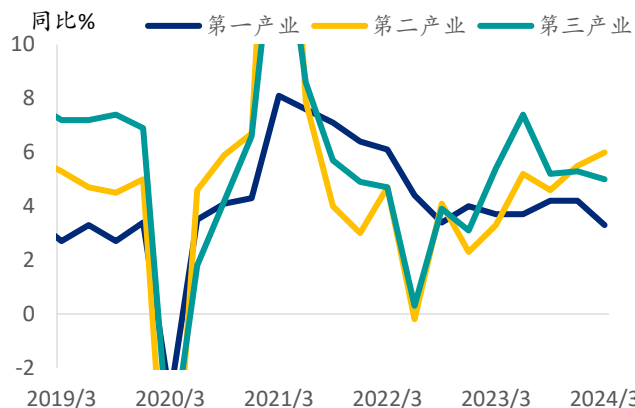
**投资风险：**政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、消费复苏动能转弱、外需突然减弱、地缘政治风险。

图表 1: 一季度经济增速环比超预期上升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 分行业看, 第二产业的良好表现是主要推动力



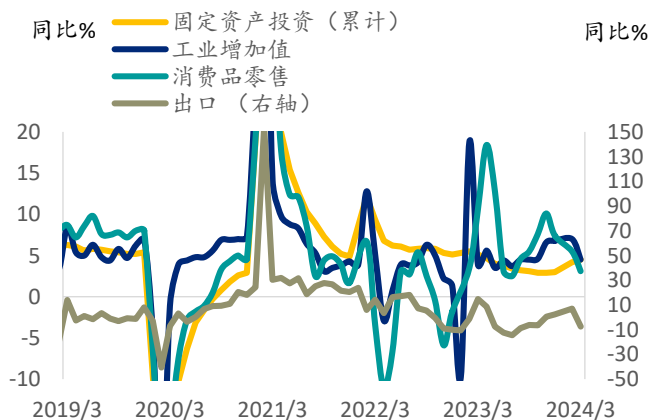
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 消费品零售总额增速下滑, 尤其是服务零售表现下滑明显

	3月同比增速 (%)	上月同比增速 (%)	19年同期 (%)	24年/ 19年同期 (%)
社会消费品零售总额	3.1	5.5	8.7	35.6
服务零售 (累计)	10.0	12.3		
餐饮	6.9	12.5	9.5	72.6
商品零售	2.7	4.6	8.6	31.4
必需品				
日用品类	3.5	-0.7	16.6	21.1
能源类	3.5	5.0	7.1	49.3
自选消费				
服装鞋帽针纺织品类	3.8	1.9	6.6	57.6
化妆品类	2.2	4	14.4	15.3
金银珠宝类	3.2	5.0	-1.2	-266.7
通讯器材类	7.2	16.2	13.8	52.2
汽车类	-3.7	8.7	-4.4	84.1
住房相关				
家用电器和音像器材类	5.8	5.7	15.2	38.2
家具类	0.2	4.6	12.8	1.6
建筑及装潢材料类	2.8	2.1	10.8	25.9

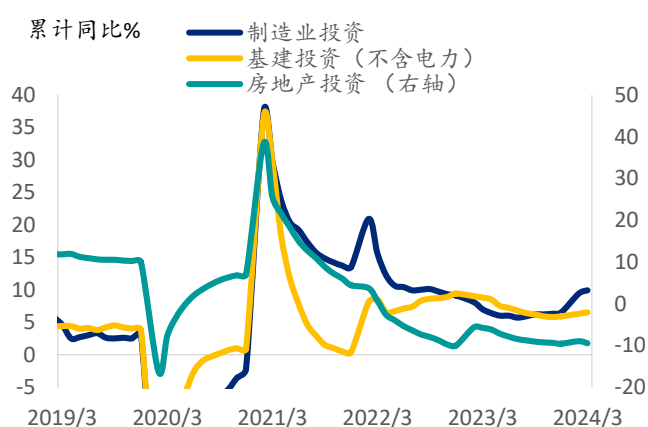
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 实体经济数据 3 月大多弱于预期, 部分受高基数拖累



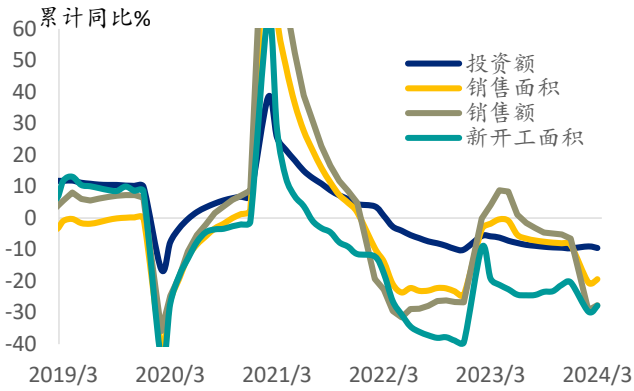
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 制造业和基建投资 3 月改善, 帮助推高整体固定资产投资



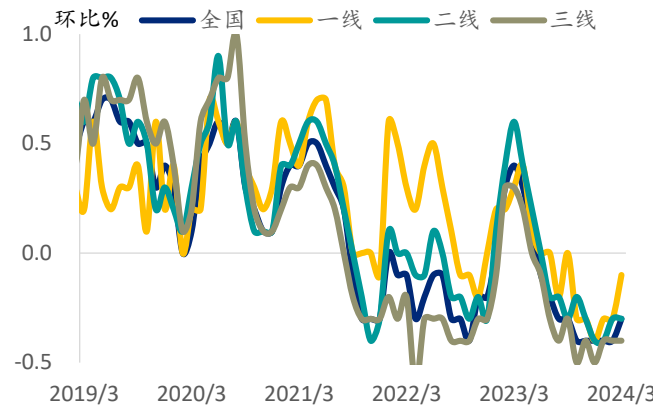
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 除投资外, 其余房地产相关数据跌幅均略微收窄



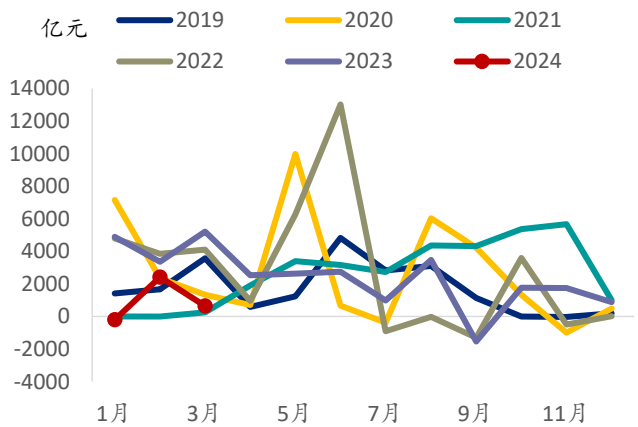
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 70 大中城市新建商品房价格环比跌幅略微收窄



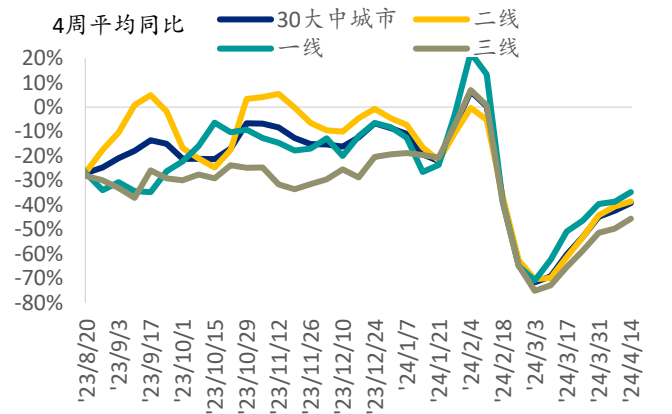
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 8: 年初至今地方政府专项债的发放节奏偏慢



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 9: 房屋销售虽然自 3 月 10 日后环比改善, 但是同比看仍疲软



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10：近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024 年 3 月 20 日	<a href="#">月度宏观洞察：经济目标和政策清晰，推动中国经济继续复苏</a>
2024 年 3 月 18 日	<a href="#">1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续</a>
2024 年 3 月 14 日	<a href="#">大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布，影响几何？</a>
2024 年 2 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：政策或是决定经济走势的关键所在</a>
2024 年 1 月 24 日	<a href="#">央行宣布降准 50 个基点，预示货币政策将继续维持宽松</a>
2024 年 1 月 17 日	<a href="#">四季度经济增速略弱于预期，但 12 月数据初显政策成效</a>
2024 年 1 月 5 日	<a href="#">月度宏观洞察：静候佳音</a>
2023 年 12 月 15 日	<a href="#">11 月实体经济数据点评：需求疲软导致复苏动能减弱</a>
2023 年 12 月 13 日	<a href="#">中央经济工作会议解读：高质量发展背景下的适度政策刺激</a>
2023 年 12 月 1 日	<a href="#">2024 年宏观经济展望：中美经济周期错位进入下半场</a>
2023 年 11 月 15 日	<a href="#">10 月实体经济数据点评：不均衡复苏继续，但动能略微下滑</a>
2023 年 11 月 7 日	<a href="#">月度宏观洞察：渐入佳境</a>
2023 年 10 月 6 日	<a href="#">国庆黄金周数据点评：旅游业表现继续推动消费复苏</a>
2023 年 9 月 26 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国政策成效初显，美国降息预期大减</a>
2023 年 9 月 15 日	<a href="#">央行再次降准，实体经济数据大多好于预期，政策接下来怎么走？</a>
2023 年 9 月 13 日	<a href="#">城中村改造对经济的影响有多大？</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国期待政策继续发力，美国加息周期未完待续</a>
2023 年 9 月 1 日	<a href="#">央行三箭齐发稳地产，影响几何？</a>
2023 年 8 月 9 日	<a href="#">7 月通胀数据点评：细节好于整体读数，政策仍需继续发力</a>
2023 年 8 月 2 日	<a href="#">央行工作会议解读：下半年货币政策怎么走？</a>
2023 年 7 月 31 日	<a href="#">月度宏观洞察：政治局会议后看下半年经济形势，美国向软着陆继续迈进</a>
2023 年 7 月 25 日	<a href="#">7 月政治局会议解读：将防范化解风险放在更重要位置</a>
2023 年 7 月 20 日	<a href="#">解读中央促进民营经济发展重磅文件</a>
2023 年 7 月 19 日	<a href="#">促家居消费政策细节发布，扩大内需仍需更多政策支持</a>
2023 年 7 月 11 日	<a href="#">中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号？</a>
2023 年 7 月 7 日	<a href="#">汇率因素推动外汇储备上升，人民币中期或升值</a>
2023 年 6 月 28 日	<a href="#">月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩</a>
2023 年 6 月 5 日	<a href="#">2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起</a>

资料来源：浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

