



2024年4月17日

2024年3月宏观数据分析和展望

研究员：万亮

邮箱：wl@swfutures.com

期货从业证书号：F03116714

交易咨询证书号：Z0019298

摘要/观点：

中国经济一季度“成绩单”重磅出炉，一季度 GDP 同比增长 5.3%。我们梳理了 4 月以来公布的国内重要的宏观经济数据，以增加对当前宏观经济运行节奏的理解。3 月制造业 PMI、制造业和基建投资增速进一步回升，高基数下出口增速回落，物价指数季节性回落，消费复苏偏弱，新增社融和信贷结构较差，房地产销售和投资低迷。这或许反映出国内经济结构的分化。制造业显现出积极信号，但消费复苏乏力，房地产市场持续下行，对宏观经济形成重大拖累。因此，3 月数据显示，整体上宏观经济运行平稳，但复苏动能仍待加强，需要宏观政策加大支持力度，扩大有效需求和稳定市场信心。

4 月 15 日，中国经济一季度“成绩单”重磅出炉。国家统计局公布数据显示，一季度国内生产总值 296299 亿元，同比增长 5.3%，环比增长 1.6%。我们梳理了 4 月以来公布的国内重要的宏观经济数据，以增加对当前宏观经济运行节奏的理解。

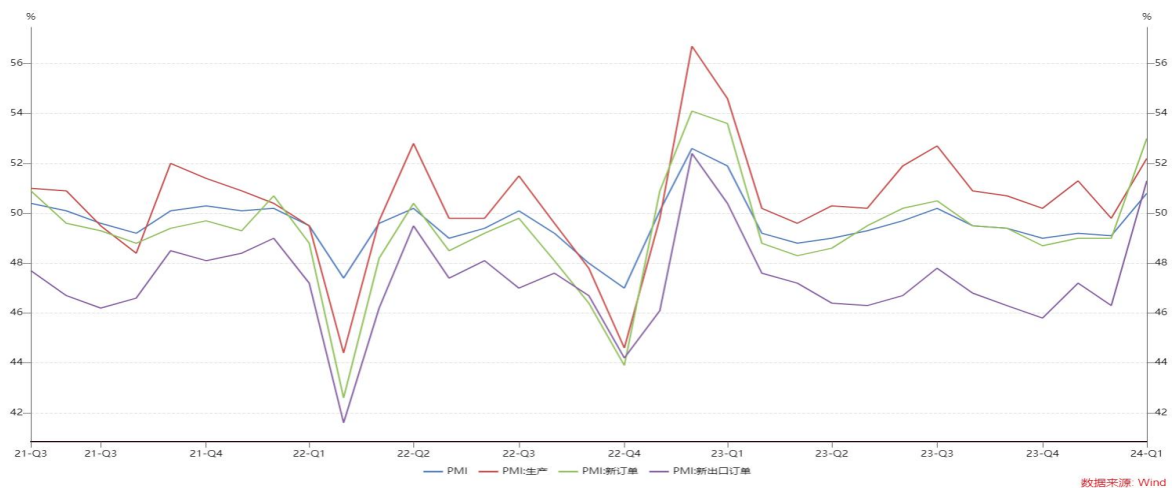
一、制造业 PMI 大幅回升，新订单和新出口订单显著改善

3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.8%，比上月上升 1.7 个百分点，高于临界点，制造业景气回升。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 51.1%、50.6%和 50.3%，比上月上升 0.7、1.5 和 3.9 个百分点，均高于临界点。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界

点。生产指数为 52.2%，比上月上升 2.4 个百分点，表明制造业企业生产活动加快。新订单指数为 53.0%，比上月上升 4.0 个百分点，表明制造业市场需求景气水平回升。

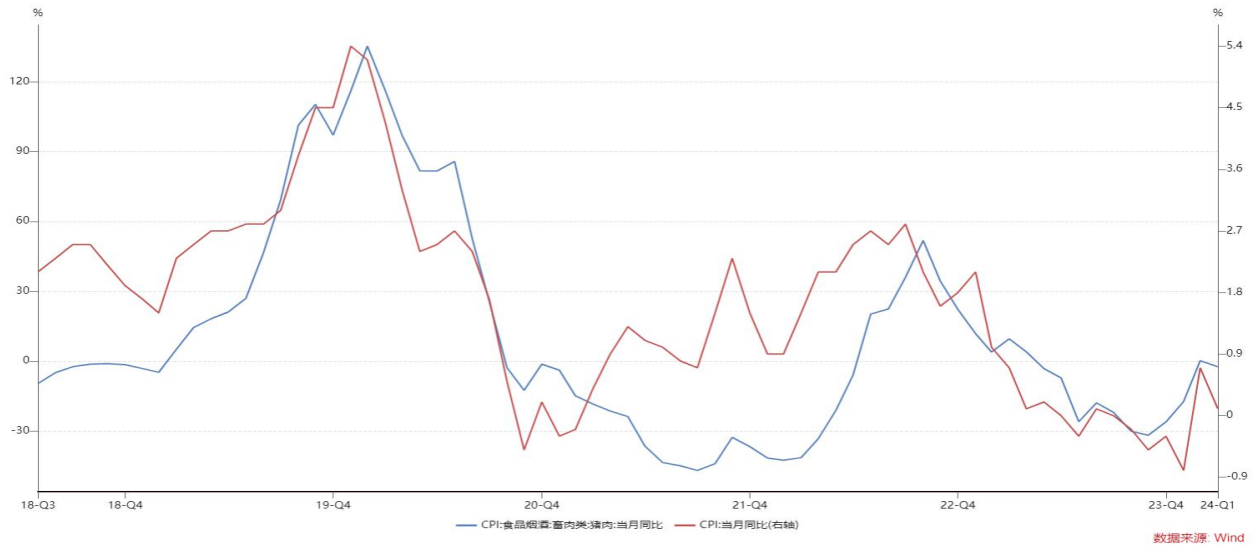
当春节在 2 月时，3 月制造业 PMI 指数往往环比回升。但 2024 年 3 月制造业 PMI 大幅回升，大幅超出市场预期。其中，新出口订单 51.3，环比回升 5.0 个百分点。表明我国内需和外需订单都有明显改善，制造业景气程度显著回升，宏观经济有所改善。



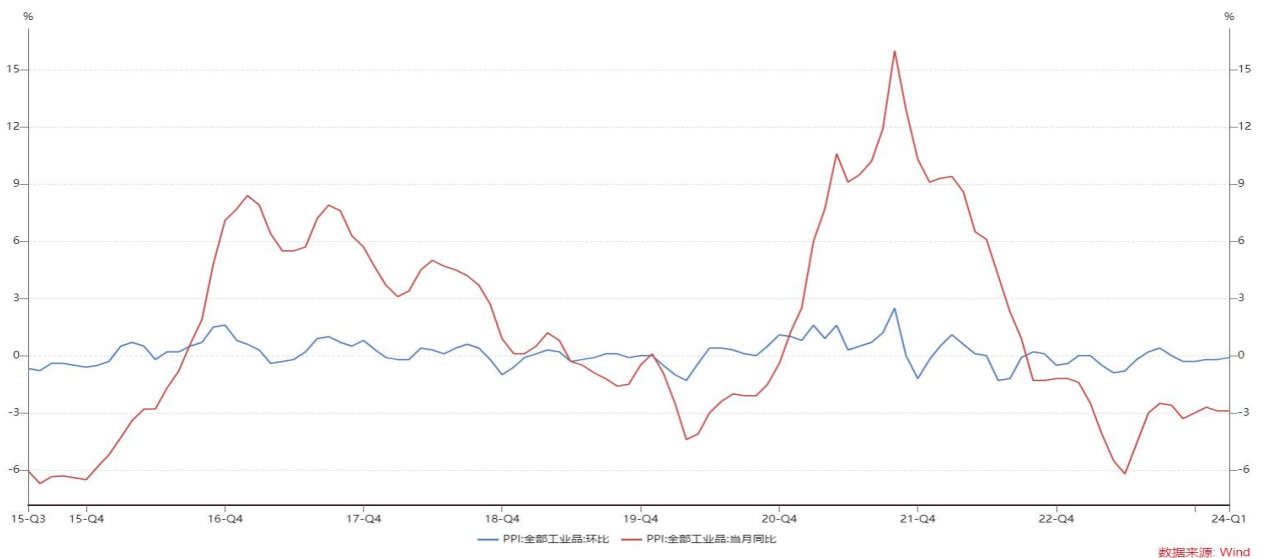
二、3 月物价指数季节性回落

中国 3 月份 CPI 同比上涨 0.1%，环比下降 1.0%；PPI 同比下降 2.8%，环比下降 0.1%。国家统计局表示，3 月份，受节后消费需求季节性回落、市场供应总体充足等因素影响，全国 CPI 环比季节性下降，同比涨幅有所回落。

春节后，物价指数将季节性回落，因此 3 月 CPI 同比增速有所回落，但当前猪肉价格处在低位，未来 CPI 大概率延续温和回升趋势。这会为名义 GDP 和资产价格提供弹性。



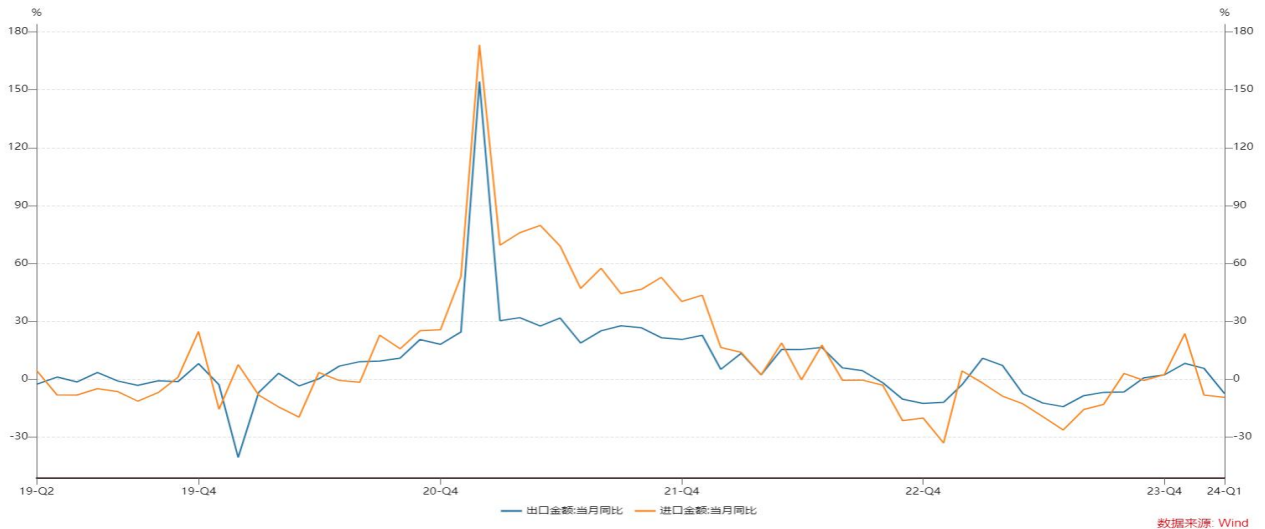
与此同时，随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，全国PPI环比下降0.1%，降幅比2月收窄；同比下降2.8%，降幅略有扩大。



3月PPI再次回落，但内部结构分化。全球定价的原油和有色商品价格环比上涨，但与国内地产和基建相关的黑色金属、建材、煤炭价格明显回落，拖累PPI增速。PPI的分化，反应了国内与国外经济景气度，地产与制造业景气度的分化。随着基数的下降和全球大宗商品价格强势运行（背后在于全球需求保持强劲），未来PPI大概率进一步回升。

三、高基数下，3月出口增速回落

据海关统计，一季度我国货物贸易进出口总值 10.17 万亿元人民币，同比增长 5%。其中，出口 5.74 万亿元，增长 4.9%；进口 4.43 万亿元，增长 5%。以人民币计，中国 3 月出口同比下降 3.8%，进口增长 2.0%，贸易顺差 4158.6 亿元。以美元计，中国 3 月出口同比下降 7.5%，进口下降 1.9%，贸易顺差 585.5 亿美元。

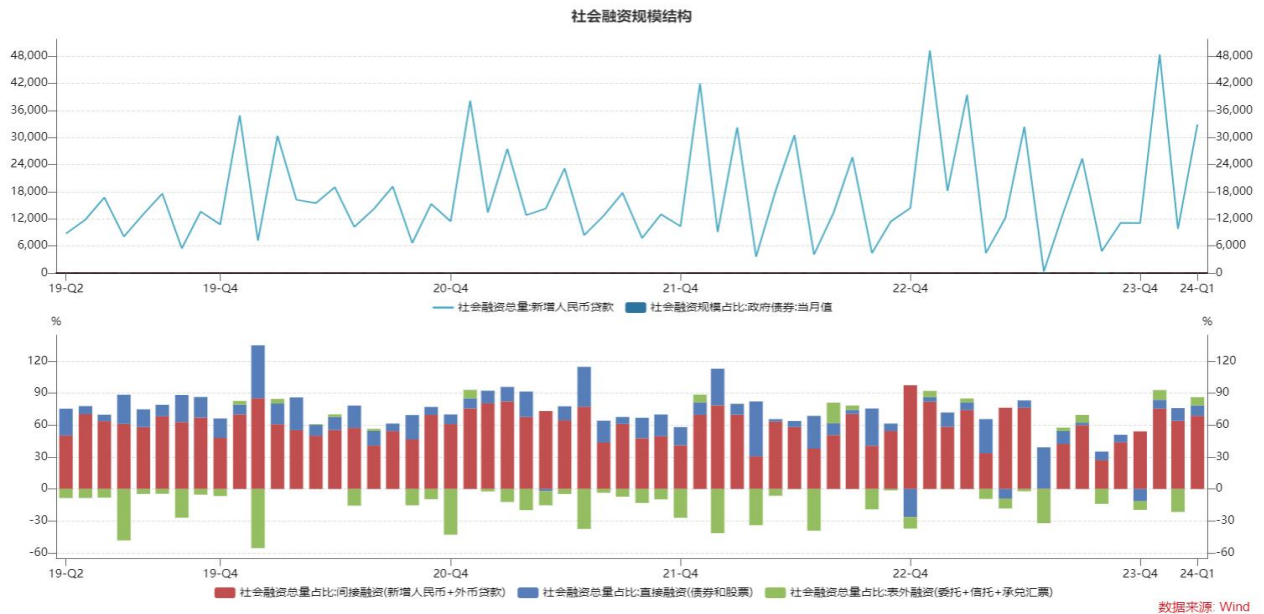


中国 3 月出口增速显著回落，但这主要与 2023 年高基数有关。2023 年中国出口当月同比 10.86%，大幅高于全年数据。而其他数据验证出口整体情况乐观，一是 3 月制造业 PMI 中新出口订单指数大幅回升，二是越南、韩国 3 月出口保持高增速。3 月韩国出口同比增长 3.1%，越南出口累计同比增长 17.0%。三是 3 月工业企业出口交货值同比增长 1.4%，增速明显回升。因此，2024 年出口大概率保持较高增速。

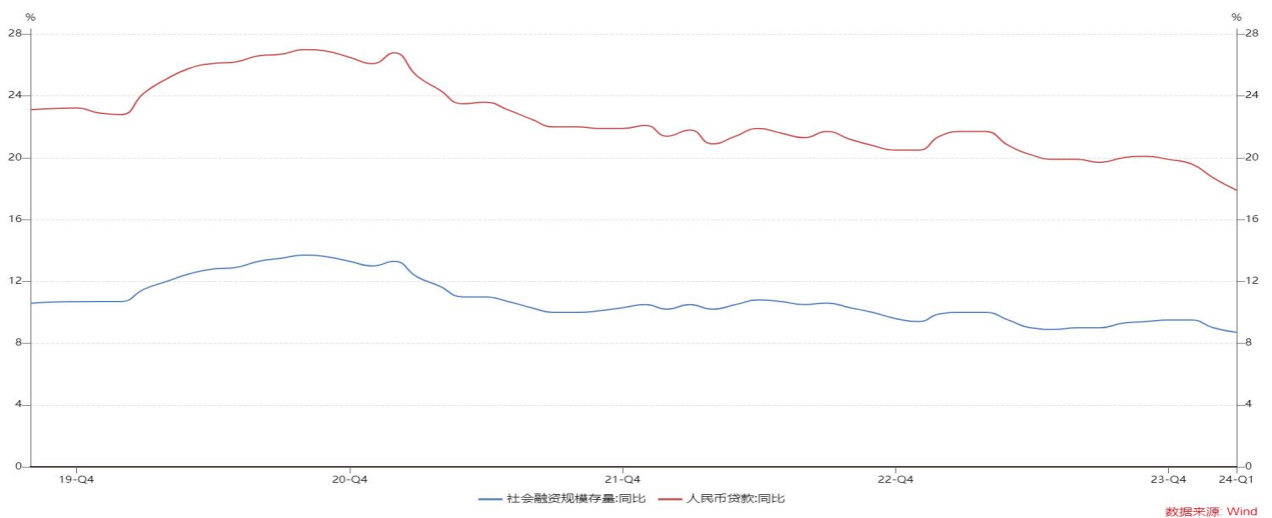
四、金融数据表现偏弱，居民和企业信贷仍待改善

2024 年一季度中国社会融资规模增量累计为 12.93 万亿元，比上年同期少 1.61 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 9.11 万亿元，同比少增

1.59 万亿元。政府债券净融资 1.36 万亿元，同比少 4708 亿元；非金融企业境内股票融资 763 亿元，同比少 1386 亿元。这反应出，一是经济内生的融资需求依然不足，二是政府债券发行节奏偏慢，可能会影响到后续基建开工和财政发力节奏。



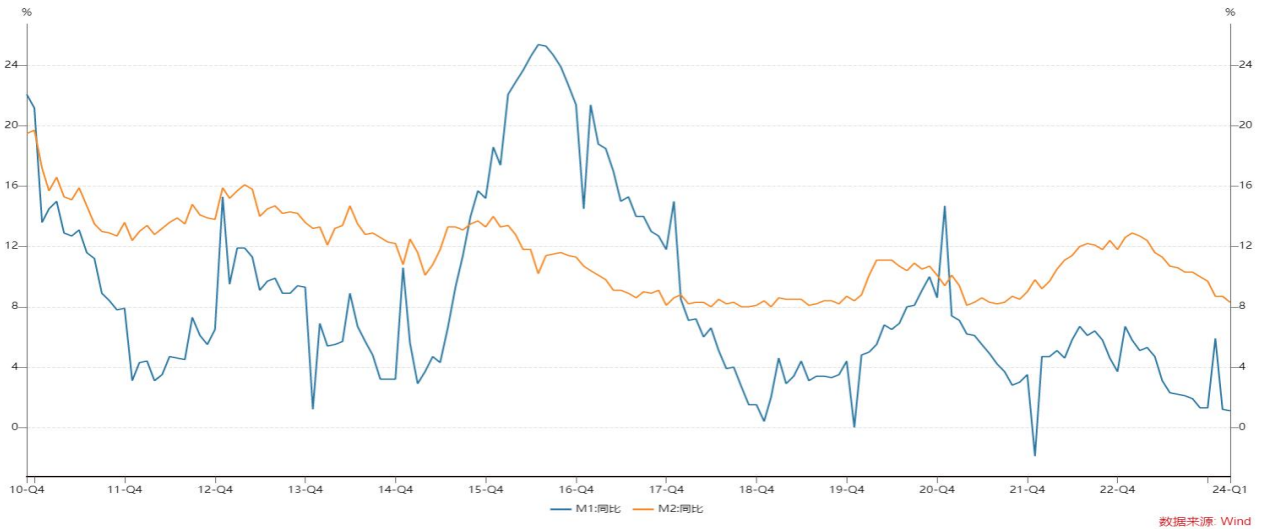
居民信贷结构上，3 月居民人民币贷款增加 9406 亿，同比少增 3041 亿，其中短期贷款同比少增 1186 亿，对应了消费信心不足；中长期贷款同比少增 1832 亿，侧面验证了房地产市场调整下房地产销售数据的低迷。



企业信贷结构上，3 月非金融公司新增人民币贷款 2.34 万亿，其中短期贷款

9800 亿，中长期贷款 16000 亿，票据融资减少 2500 亿。3 月企业信贷回落，新增中长期贷款和短期贷款分别同比减少 4700 亿和 1015 亿。这反应了实体企业的盈利状况不佳，投融资信心不足。

3 月末，广义货币（M2）余额 304.8 万亿元，同比增长 8.3%；狭义货币（M1）余额 68.58 万亿元，增长 1.1%。M2 增速环比回落 0.4 个百分点，M1 增速环比回落 0.1 个百分点。M1 和 M2 增速回落体现了经济复苏乏力，宽信用存在堵点，但参考历史经验，M1 增速处于底部区间。

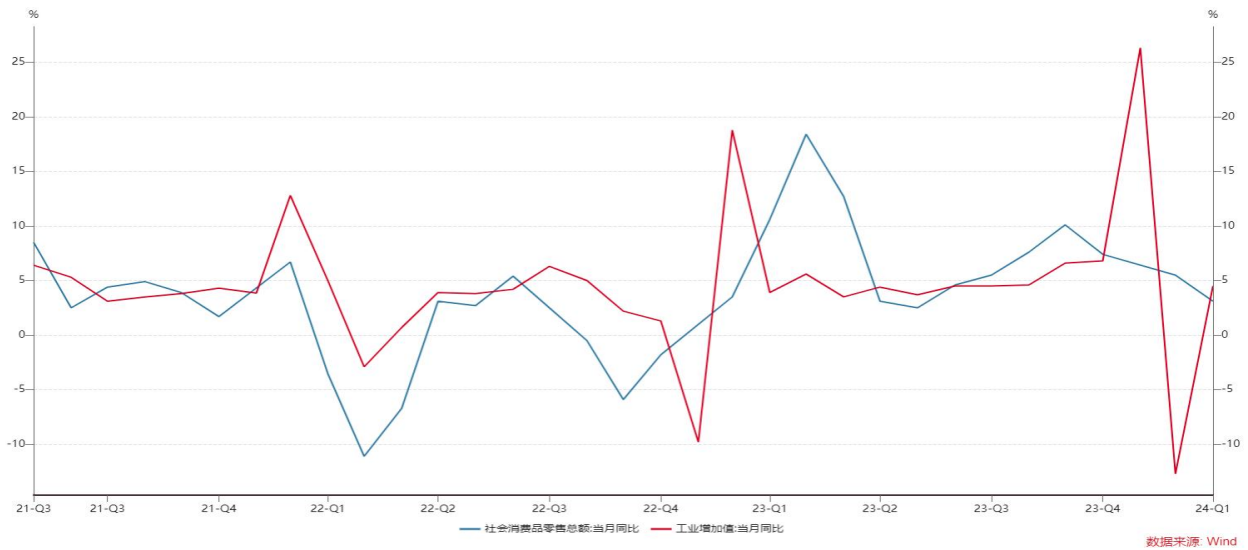


五、制造业和基建投资保持高增速，消费复苏偏慢

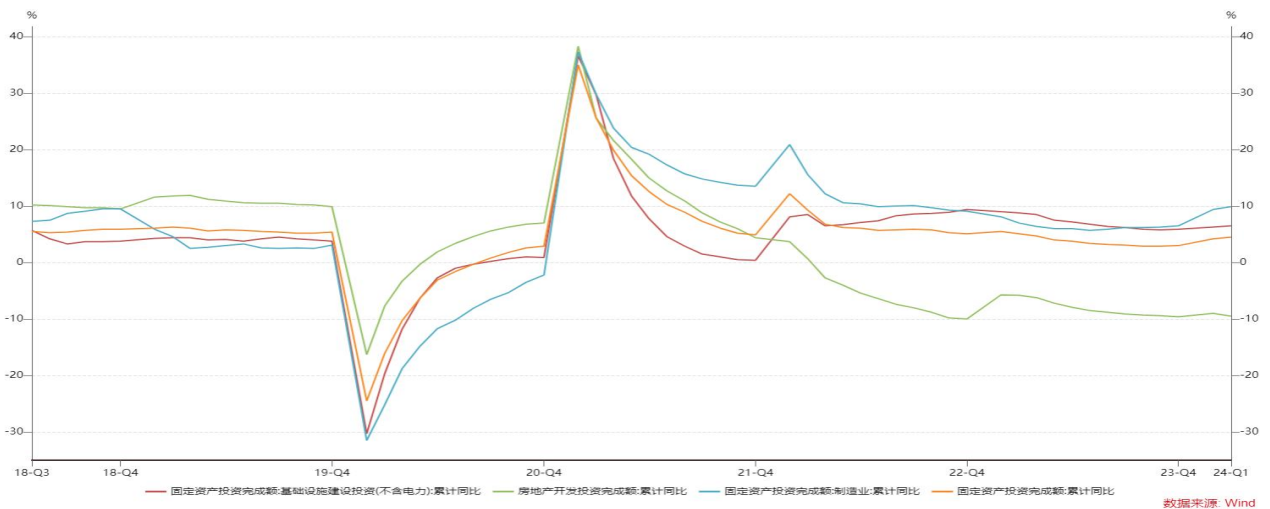
3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.08%。工业生产仍保持平稳。

3 月份，社会消费品零售总额 39020 亿元，同比增长 3.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 34968 亿元，增长 3.9%。本轮周期消费表现一直偏弱，考虑到去年 10.6%的基数，3 月消费两年复合增速 6.8%，较 2023 年四季度的 4%以下显著改善。其中，地产相关的家具类、建筑材料类增速疲软；1-2 月汽车高销量透

支需求，3月汽车销量回落，地产、汽车两大类商品消费疲弱拖累了社零整体增速。



2024年1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）100042亿元，同比增长4.5%，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、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.5%，增速加快0.2个百分点。从环比看，3月份固定资产投资（不含农户）增长0.14%。2024年1-3月份，民间固定资产投资51597亿元，同比增长0.5%。1-3月份，全国房地产开发投资22082亿元，同比下降9.5%；其中，住宅投资16585亿元，下降10.5%。

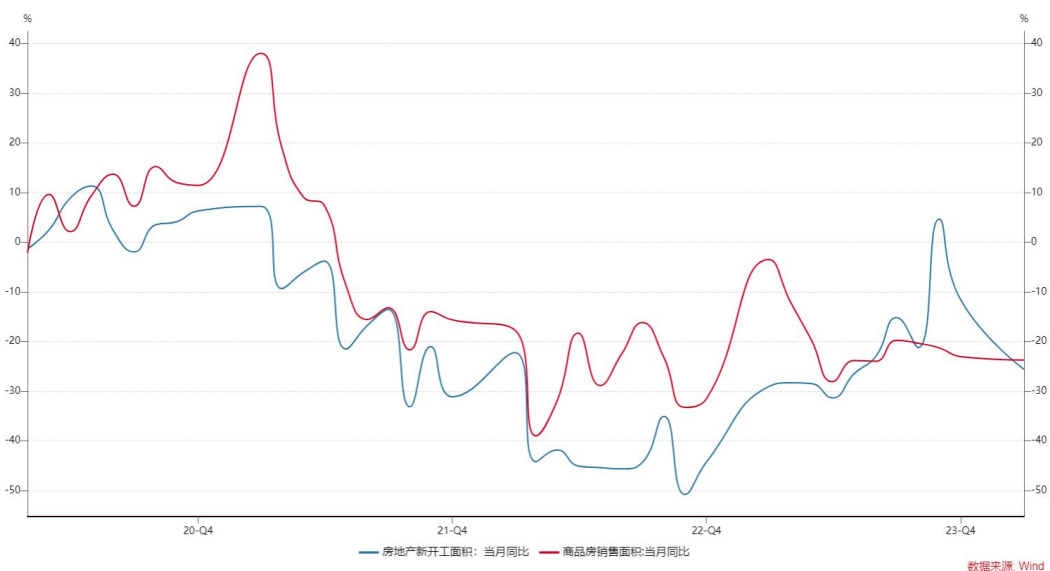


基建投资、制造业投资投资增速回升，对固定资产投资形成支撑，但政府债券发行偏慢，可能影响基建投资的持续性。房地产投资仍然是重大拖累。考虑到房地产销售和新开工的低迷，房地产开发投资仍然存在回落的压力。

六、房地产销售低迷，行业仍处在深度调整期

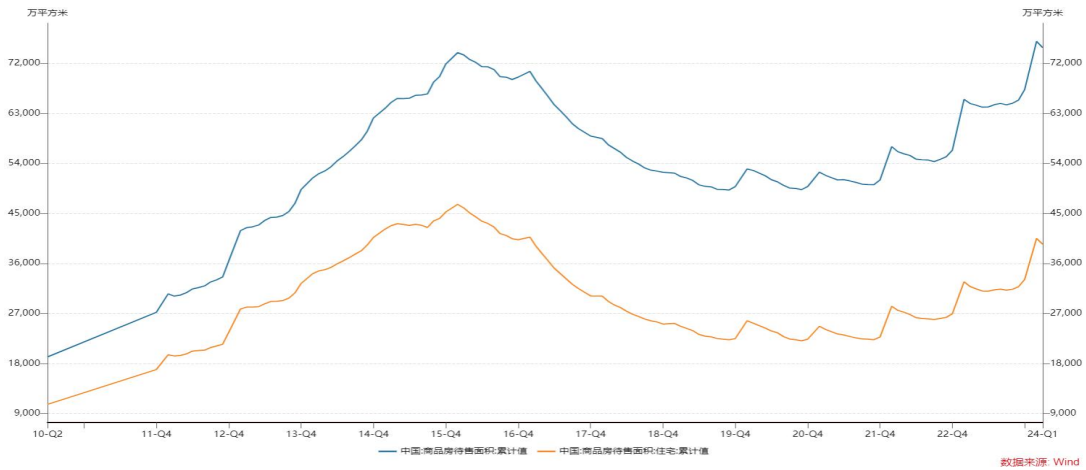
1-3 月份，新建商品房销售面积 22668 万平方米，同比下降 19.4%，其中住宅销售面积下降 23.4%。新建商品房销售额 21355 亿元，下降 27.6%，其中住宅销售额下降 30.7%。

房地产销售的低迷也传导至施工面积和新开工面积。1-3 月份，房地产开发企业房屋施工面积 678501 万平方米，同比下降 11.1%。其中，住宅施工面积 474580 万平方米，下降 11.7%。房屋新开工面积 17283 万平方米，下降 27.8%。其中，住宅新开工面积 12534 万平方米，下降 28.7%。房屋竣工面积 15259 万平方米，下降 20.7%。其中，住宅竣工面积 11148 万平方米，下降 21.9%。



去化困难下，房地产库存也存在高位。3 月末，商品房待售面积 74833 万平方米，同比增长 15.6%。其中，住宅待售面积增长 23.9%。数据显示房地产市场

仍处在深度调整期，房地产价格、销售和投资均面临很大的压力。但考虑到去年一季度基数偏高，如果后续房地产政策进一步放松，“三大工程”等进一步落地，房地产市场的同比降幅可能收窄，对经济的拖累也将减小。



总得来说，3月宏观数据多空交织，制造业PMI、制造业和基建投资增速进一步回升，高基数下出口增速回落，物价指数季节性回落，消费复苏偏弱，新增社融和信贷结构较差，房地产销售和投资低迷，房地产市场仍处在深度调整期。

因此，这或许反映出国内经济结构的分化。制造业显现出积极信号，但消费复苏乏力，房地产市场持续下行，对宏观经济形成重大拖累。整体上宏观经济运行平稳，但复苏动能仍待加强，需要宏观政策加大支持力度，扩大有效需求和稳定市场信心。

免责声明

西南期货有限公司具有期货交易咨询业务资格和经营期货业务资格（许可证号：91500000202897127J）。本报告仅供西南期货有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告中的信息来源于公开的资料或实地调研，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，本公司没有义务和责任去及时更新本报告并通知客户。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，不作为客户的直接投资依据，本公司不因客户使用本报告而产生的损失承担任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西南期货”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进行交易。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。



地址：上海市浦东新区向城路 288 号 1101A

电话：021-61101856

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号 23 层（不含 2310、2311 室）

电话：023-67071029

邮箱：xnqhyf@swfutures.com