

一季度经济数据点评

——数据短期亮眼，复苏波折犹存

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450523010002)²

2024 年 04 月 17 日

内容提要

一季度经济数据的改善，或许与供应的扩张、外需的恢复有关，但内需仍然处于偏冷的状态，地产对经济的拖累延续。

从 3 月的数据来看，房地产、基建投资、以及居民消费均出现走弱，制造业投资维持高位。而出口活动的改善难以完全对冲其他领域的减速，总需求出现收缩的迹象。

在一季度经济数据亮眼的背景下，未来需求刺激政策的力度或将温和，经济的运行更多依赖于市场化力量。考虑到房地产行业在供需层面的压力、以及地方政府收支的削减，预计二季度经济环比增长存在走弱的可能。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

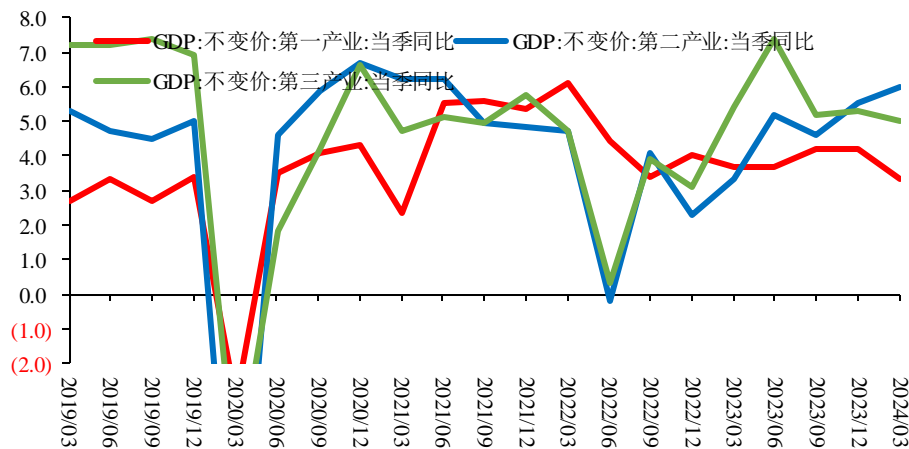
一、经济小幅回暖，地产仍是隐忧

2024 年一季度国内 GDP 实际同比为 5.3%，较去年四季度上升 0.1 个百分点；两年复合同比为 4.9%，较去年四季度上升 0.9 个百分点；季调后环比为 1.6%，较去年四季度上升 0.4 个百分点，经济出现明显回暖。

从两年复合同比来看，第二产业增速为 4.6%，较去年四季度提升 0.8 个百分点；第三产业增速为 5.1%，较去年四季度提升 1 个百分点，经济的回暖较为普遍。

相比于经济数据的改善，体感可能存在差异。这可能与名义增长低于实际增长有关，CPI 和 PPI 这类价格指标均没有明显改善。总体而言，一季度经济数据的改善，或许与供应的扩张、外需的改善有关，但内需仍然处于偏冷的状态。

图 1：第一、二、三产业实际同比增速，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

1、国内需求仍然偏弱

一季度规模以上企业工业增加值当季同比为 6.1%，较去年四季度回升 0.1 个百分点；两年复合同比为 4.5%，较去年四季度小幅提升 0.1 个百分点。

月度层面，3 月工业增加值当月同比为 4.5%，较 1-2 月下降 2.5 个百分点。

两年复合同比为 5.1%，较 1-2 月回落 0.4 个百分点。

与 1-2 月相比，已公布的行业数据中医药制造业、农副食品加工业、电气机械及器材制造业等下游行业表现较好。而黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、橡胶和塑料制品业等上游行业表现偏弱。

物量数据的表现类似，铁矿石、原煤、钢材、粗钢产量出现广泛回落，发电量也出现回落。

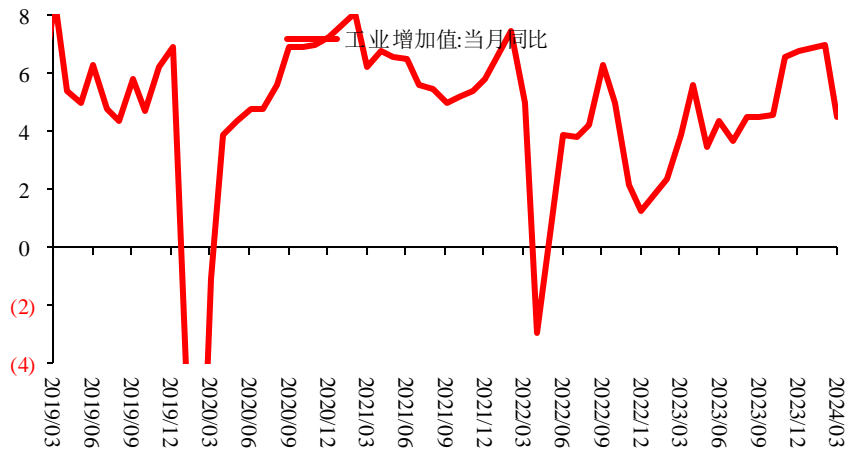
价格层面，3 月 PPI 环比为-0.1%，较上月小幅回升 0.1 个百分点，仍处于偏低水平。同期南华工业品指数总体震荡，水泥价格表现明显弱于季节性。

3 月服务业生产同比增速为 5%，较 1-2 月大幅落 0.8 个百分点，核心 CPI 同比 0.6%，同样处于历史低位。

结合月度的量价数据以及支出端数据来看，3 月出口活动的恢复难以完全对冲房地产、基建以及消费领域的减速，总需求仍然处于偏弱的水平。

往后看，二季度乃至全年经济的关键仍然是房地产，市场参与者对房地产企业流动性压力的担忧能否缓和、房地产行业问题是否存在扩散到金融业的风险、房价是否会触底进而使得信心改善，这些均需要进一步观察。不过考虑到实体部门信心和预期仍然偏弱、房地产行业减速的趋势尚未扭转、以及地方政府财政收支总体偏紧，经济复苏的进程存在波折。

图2：工业增加值当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

2、制造业投资向上，地产下滑延续

一季度固定资产投资当季同比为 4.5%，较去年四季度上升 1.8 个百分点。3 月固定资产投资当月同比增速为 4.8%，较 1-2 月回升 0.6 个百分点。投资活动的改善主要集中在制造业领域。

3 月基建投资（含电力）当月同比增速为 8.6%，较 1-2 月下降 0.4 个百分点，这与同期螺纹钢等商品价格回落表现一致。从微观的反馈来看，部分地区符合专项债要求的项目相对匮乏，这也一定程度上拖累了专项债发行和使用的进度。此外化债对部分省市基建活动的开展也形成了制约。未来基建活动或许处于中枢下行的过程中。

3 月制造业投资当月同比为 10.3%，较 1-2 月小幅上升 0.9 个百分点，绝对水平处于近两年高位。制造业投资的持续高增长可能与政策的扶持有关，这也与此前银行中长期贷款投放积极的指向一致。

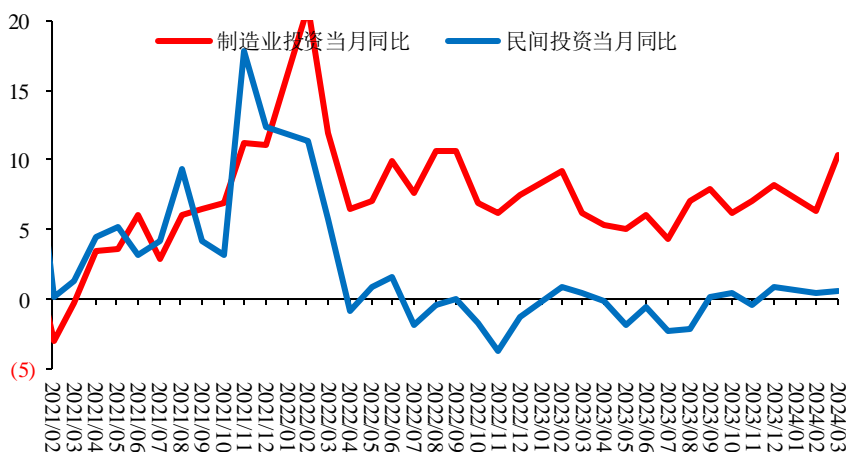
根据已经公布的数据，3 月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，金属制品业，农副食品加工业投资回升幅度最高；化学原料及化学制品制造业、汽

车制造业、电气机械及器材制造业投资回落幅度较大。新能源产业链产能过剩的消除仍在延续。

与此同时，民间投资当月同比增速为 0.6%，较上月抬升 0.2 个百分点。民间投资和制造业投资裂口进一步扩大，主要来自于民营房地产企业的拖累。

往后看，3 月企业中长期贷款连续同比出现少增，房地产主体违约的压力也在对金融体系形成不利影响，同时部分领域持续面临产能过剩的影响，这或许意味着未来制造业投资增速难以进一步抬升。

图3：制造业投资和民间投资当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

3 月房地产投资当月同比增速为-10.1%，较 2 月小幅回落 1.1 个百分点。与此同时，新开工面积增速当月同比-25.4%，较上月小幅上升 4.3 个百分点，两年复合同比较上月大幅回落 7.1 个百分点。考虑到房企流动性环境没有根本性改善，新房销售反弹力度有限，房地产新开工未来可能进一步承压。

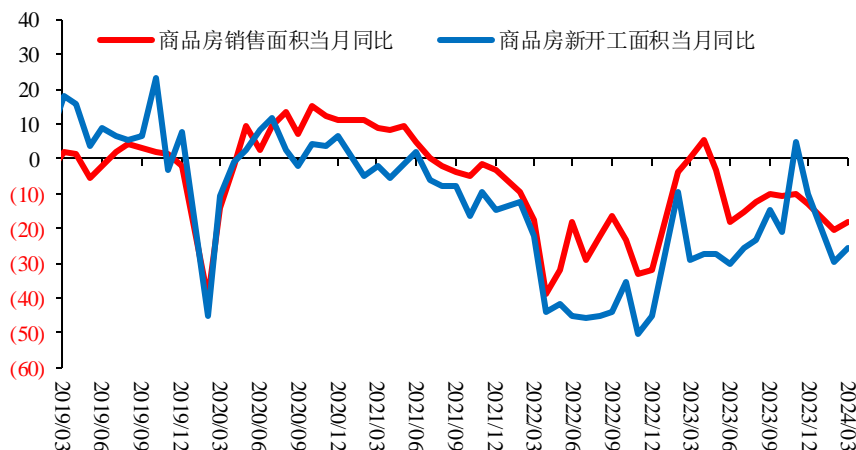
3 月商品房销售面积当月同比增速为-18.3%，较 1-2 月小幅提升 2.2 个百分点。

总体而言，此前房地产需求端政策放松的效果相对有限，销售活动轻微改善。

由于行业融资可得性没有显著改善，从期房销售制度向现房的转换可能对企业各

方面都提出新的要求。房地产企业开工、拿地、投资活动的企稳或许仍然需要较长时间。

图4：商品房销售与新开工同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021 年为两年复合同比

3、疤痕效应仍存

一季度社会消费品零售名义增速 4.7%，较去年四季度下降 3.7 个百分点；两年复合增速为 5.2%，较去年四季度提升 2.6 个百分点。社零数据的改善主要与居民部门消费倾向的温和抬升有关。

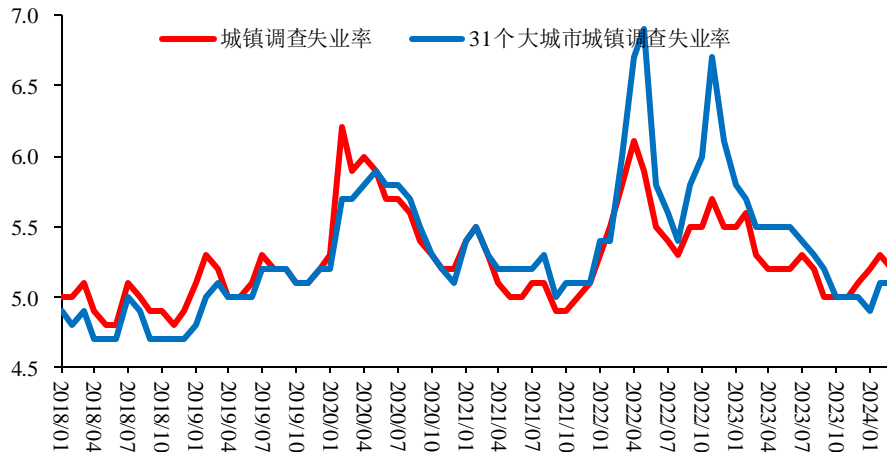
3 月社会消费品零售当月同比增速 3.1%，较上月下降 2.4 个百分点；季调后环比为 0.26%，较上月回升 0.25 个百分点，但显著弱于疫情前同期 0.73% 的均值。

根据已公布的行业数据，体育、娱乐用品类，日用品类，中西药品类出现改善，家具、通讯器材、汽车等耐用消费品出现回落。

从清明旅游数据来看，消费活动边际修复。但耐用消费品偏弱使得消费总体的复苏可能较为温和。

3 月全国城镇失业率为 5.2%，较上月下降 0.1 个百分点。此外，大城市失业率先开始连续低于全国水平，这和疫情前的模式可能较为接近，大城市的疤痕是否好转，人流是否恢复，有待进一步观察确认。

图5：城镇调查失业率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

总体而言，从支出端来看，一季度经济数据的改善主要来自于出口和消费活动，同时制造业投资和基建投资也有小幅改善，但房地产仍然存在较大减速压力。

从 3 月的数据来看，消费、房地产、基建投资均出现边际走弱，制造业投资增长的可持续性有待观察。经济的另外一个亮点或许在于出口，不过出口活动的改善难以完全对冲地产减速的影响，今年二季度经济环比增速可能趋于走弱，全年经济的恢复存在波折。

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入国投证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入国投证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

国投证券宏观定期报告