



2024年3月经济数据点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhangyunjie@gjzq.com.cn

经济或处于温和复苏初期

事件：

2024年一季度GDP同比5.3%、预期4.9%、前值5.2%。3月，工业增加值当月同比4.5%、预期5.3%、前值7%；社零当月同比3.1%、预期4.8%、前值5.5%；固定资产投资累计同比4.5%、预期4.4%、前值4.2%。

核心观点：经济或处于温和复苏初期，不必过于悲观

2、3月数据各异的原因？“工作日效应”影响较大。2024年的“工作日效应”集中在年初体现，1-2月总天数较去年多1天、工作日较去年多2天；生产时长增加对于宏观数据的支持较为突出，1-2月主要宏观指标全面超预期。3月起生产时长不再形成额外贡献，当月总天数与去年持平、工作日同比减少2天，工业增加值等指标也出现边际回落。

GDP与需求分项略有分化的原因？GDP基于生产法统计，“工作日效应”对于产需两端的影响也不对称。以工业增加值为例，其反映的是一定时期生产物量，受工作日影响较大；而固定资产投资则依据工程形象进度、会计科目或付款凭证填报，受工作日影响较小。3月，工业、服务业生产等回落较多，固定资产投资增速反而出现回升。

“稳增长”政策效果体现不明显的原因？春节前后天气异常、专项债发行进度过慢等。1-3月，基建投资保持较快增长的同时，沥青开工率、挖机开工小时数同比下滑，指向实物工作量落地偏慢。一方面，春节后复工恰逢“冻雨”极端天气，生产节奏遭遇扰动。另一方面，今年1季度新增专项债仅发行全年额度的16.3%，过去几年一般在40%左右。

如何展望下一阶段经济形势？经济或处于温和复苏初期，不必过于悲观。年初“工作日效应”等导致宏观数据阶段性高增、3月再度回落，指向经济尚处在温和复苏的初期。当前“稳增长”政策落地仍保持较强延续性，基建企业订单等微观层面已有一定反馈；前期政策效果有望在二季度迎来集中体现、带动经济动能平稳回升。

常规跟踪：投资需求进一步升温，居民消费意愿明显改善

GDP：一季度GDP超预期，第三产业贡献强化。一季度GDP同比5.3%、高于预期的4.9%。两年复合看，一季度GDP同比4.9%、较2023年四季度回升0.9个百分点；其中，第一产业GDP同比较2023年四季度回落0.6个百分点至3.5%，工业生产和服务业的贡献有所回升，第二、第三产业分别回升0.8、1.1个百分点至4.6%、5.2%。

生产：工业生产小幅回落，服务业生产有所抬升。3月，工业增加值当月同比4.5%、较1-2月回落2.5个百分点，两年复合同比4.2%、较1-2月下滑0.5个百分点。两年复合看，制造业、采矿业、电热燃当月同比分别较1-2月下降0.2、2.9、0.1点至4.6%、0.5%、5%。服务业生产有所抬升，两年复合同比较1-2月提升1.4个百分点至7.1%。

投资：投资延续上涨，制造业支撑增强。3月，固定资产投资当月同比4.7%、较1-2月提升0.5个百分点。其中，基建投资当月同比较1-2月小幅回落0.3个百分点至8.6%；制造业投资当月同比较1-2月上升0.5个百分点至9.9%，金属制品、医药、农副食品等改善幅度较大；地产投资当月同比较1-2月下滑1.1个百分点至-10.1%。

消费：社零边际回升，餐饮消费贡献增多。3月，社零当月同比3.1%、较1-2月回落2.4个百分点。社零低于预期，与去年3月积压需求释放、消费基数较高有关；两年复合看，3月社零同比6.8%、较1-2月回升2.3个百分点，商品零售、餐饮收入增速分别较1-2月上升2.1、5.4个百分点至5.9%、16.2%。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：经济或处于温和复苏初期，不必过于悲观.....	4
2、常规跟踪：投资需求进一步升温，居民消费意愿明显改善.....	6
风险提示.....	10

图表目录

图表 1： 2024 年 1-2 月工作日明显多于往年.....	4
图表 2： 2024 年 3-12 月工作日天数与去年持平.....	4
图表 3： 3 月，工业、服务业生产均有所回落.....	4
图表 4： 相比需求指标，3 月生产指标降幅更大.....	4
图表 5： 基建投资与实物工作量落地仍有偏离.....	5
图表 6： 1-3 月挖机开工小时数同比表现较低迷.....	5
图表 7： 2024 年春节后复工，恰逢全国普遍降温.....	5
图表 8： 2024 年 1-3 月新增专项债发行进度偏慢.....	5
图表 9： 2023 年 11 月以来代表基建企业订单明显放量.....	6
图表 10： 2023 年 11 月以来中国建筑新开工面积加快回升.....	6
图表 11： 2024 年一季度实际 GDP 和三大产业同比.....	6
图表 12： 2024 年四季度实际 GDP 季调环比小幅回升.....	6
图表 13： 3 月，工业生产有所回落.....	7
图表 14： 3 月，两年复合看各行业生产表现.....	7
图表 15： 3 月，服务业生产指数同比回落.....	7
图表 16： 3 月，服务业 PMI 指数上行.....	7
图表 17： 3 月，固定资产投资延续改善.....	7
图表 18： 3 月，电燃水投资显著扩张.....	7
图表 19： 3 月，制造业投资增速小幅回升.....	8
图表 20： 3 月，金属制品投资增长显著加快.....	8
图表 21： 3 月，房地产投资增速边际下滑.....	8
图表 22： 2024 年一季度，新房销售降幅收窄.....	8
图表 23： 3 月，社零边际回升.....	9
图表 24： 3 月，多数可选消费有所回升.....	9
图表 25： 3 月，农村消费好于城镇.....	9
图表 26： 3 月，网上消费增速提升.....	9
图表 27： 一季度城镇居民收入增长边际抬升.....	9



图表 28: 一季度消费支出增长快于收入.....	9
图表 29: 一季度, 食品支出增长较快.....	10
图表 30: 一季度, 交通通信、教文娱保持较高增速.....	10
图表 31: 3 月, 城镇调查失业率季节性回落.....	10
图表 32: 3 月, 本地户籍人口失业率有所改善.....	10

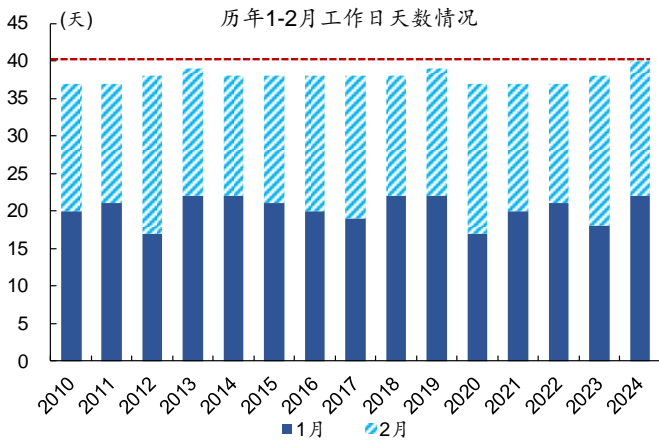


事件：2024 年一季度 GDP 同比 5.3%、预期 4.9%、前值 5.2%。3 月，工业增加值当月同比 4.5%、预期 5.3%、前值 7%；社零当月同比 3.1%、预期 4.8%、前值 5.5%；固定资产投资累计同比 4.5%、预期 4.4%、前值 4.2%。

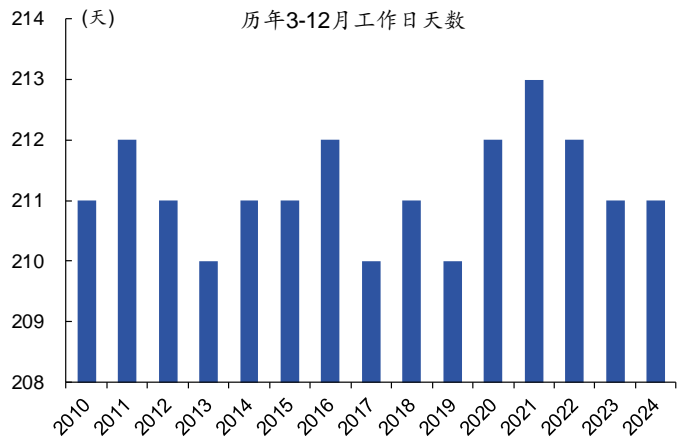
1、核心观点：经济或处于温和复苏初期，不必过于悲观

2、3 月数据各异的原因？“工作日效应”影响较大。2024 年的“工作日效应”集中在年初体现，1-2 月总天数较去年多 1 天、工作日较去年多 2 天；生产时长增加对于宏观数据的支持较为突出，1-2 月主要宏观指标全面超预期。3 月起生产时长不再形成额外贡献，当月总天数与去年持平、工作日同比少 2 天，工业增加值等指标也出现边际回落。受 1-2 月宏观数据高企的带动，一季度 GDP 同比录得 5.3%、高于预期的 4.9%。

图表1：2024 年 1-2 月工作日明显多于往年



图表2：2024 年 3-12 月工作日天数与去年持平

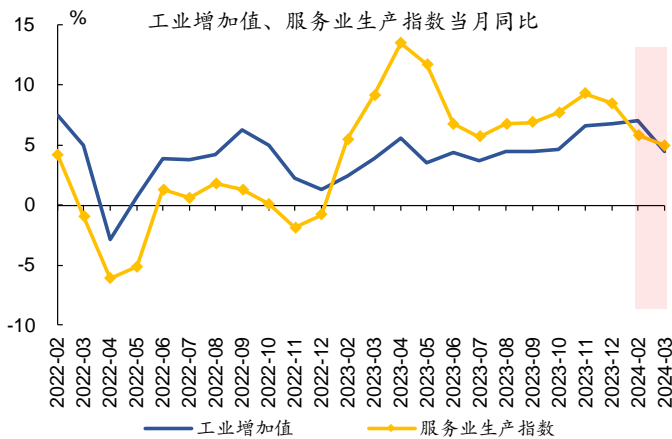


来源：国务院办公厅、国金证券研究所

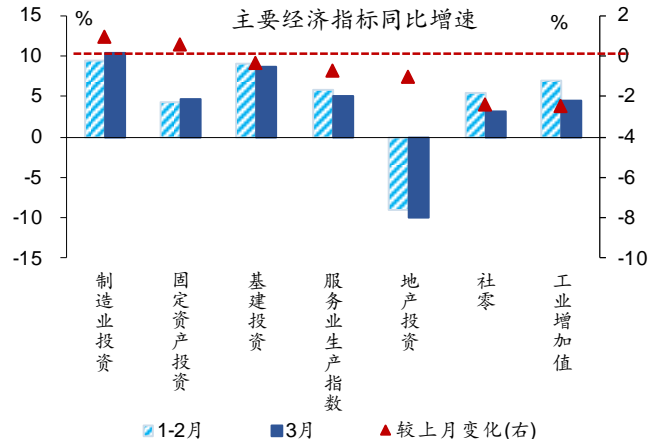
来源：国务院办公厅、国金证券研究所

GDP 与需求分项略有分化的原因？GDP 基于生产法统计，“工作日效应”对于产需两端的影响也不对称。以工业增加值为代表的生产指标，反映的是一定时期生产物量，受生产时长影响较大；3 月“工作日效应”消退，工业增加值、服务业生产指数当月同比分别较 1-2 月回落 2.5、0.5 个百分点至 4.5%、5%。而以固定资产投资为代表的需求指标，是依据工程形象进度、会计科目或付款凭证填报，受工作日影响较小；3 月，固定资产投资当月同比 4.7%、较上月回升 0.5 个百分点。

图表3：3 月，工业、服务业生产均有所回落



图表4：相比需求指标，3 月生产指标降幅更大



来源：国务院办公厅、国金证券研究所

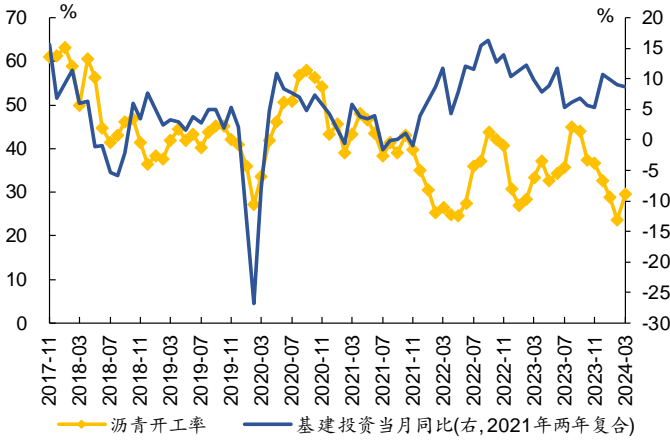
来源：Wind、国金证券研究所

“稳增长”政策效果体现不明显的原因？春节前后天气异常、专项债发行进度过慢等。1-3 月，基建投资保持较快增长的同时，沥青开工率降至历史低位、挖机开工小时数同比下降 9.2%。实物工作量落地偏慢，一方面与春节后复工恰逢“冻雨”极端天气、生产节奏遭遇

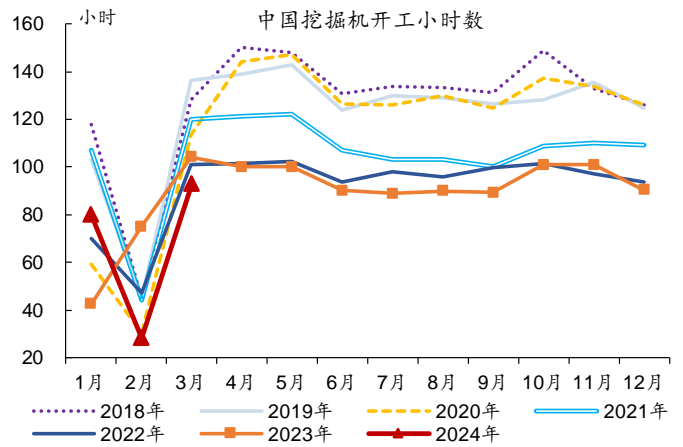


扰动有关。另一方面，专项债发行进度过慢可能也是重要因素，今年1季度新增专项债仅发行全年额度的16.3%，过去几年一般在40%左右。

图表5: 基建投资与实物工作量落地仍有偏离



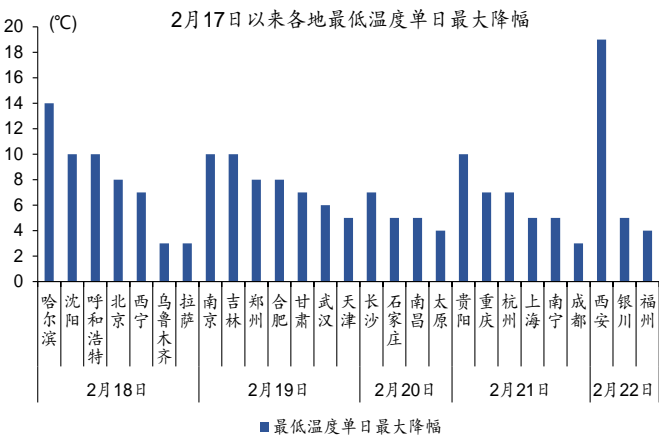
图表6: 1-3月挖机开工小时数同比表现较低迷



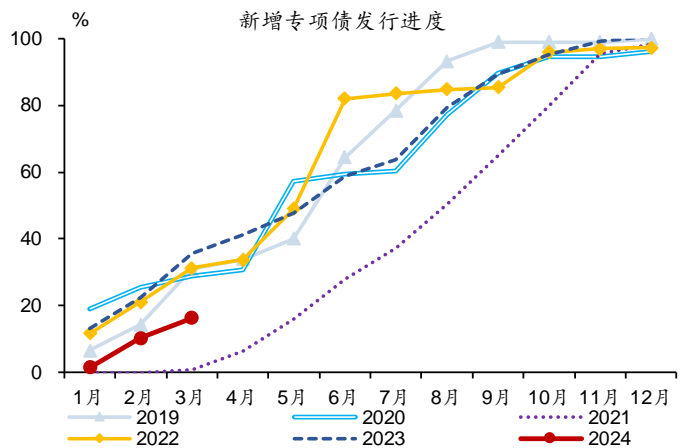
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 2024年春节后复工, 恰逢全国普遍降温



图表8: 2024年1-3月新增专项债发行进度偏慢



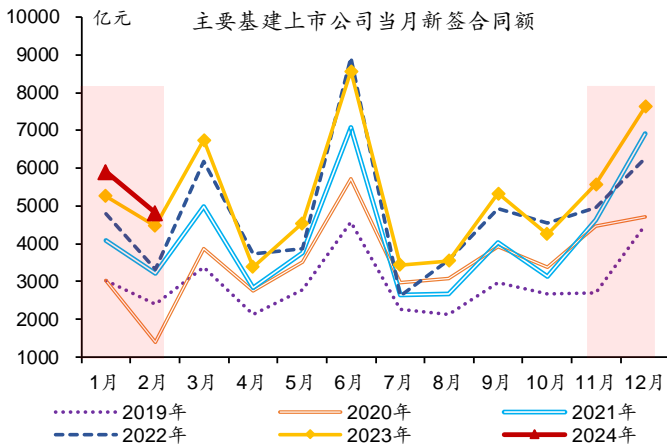
来源: 中国天气网、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

如何展望下一阶段经济形势? 经济或处于温和复苏初期, 不必过于悲观。年初“工作日效应”等导致宏观数据阶段性高增、3月再度回落, 指向经济尚处在温和复苏的初期。当前“稳增长”政策落地仍保持较强延续性, 1-2月主要基建上市公司新签订单额、中国建筑新开工面积分别同比增长10.1%、16.8%, 宏观政策效果正不断向微观传导。随着扰动因素消退, 前期政策效果有望在二季度迎来集中体现、带动经济动能平稳回升。

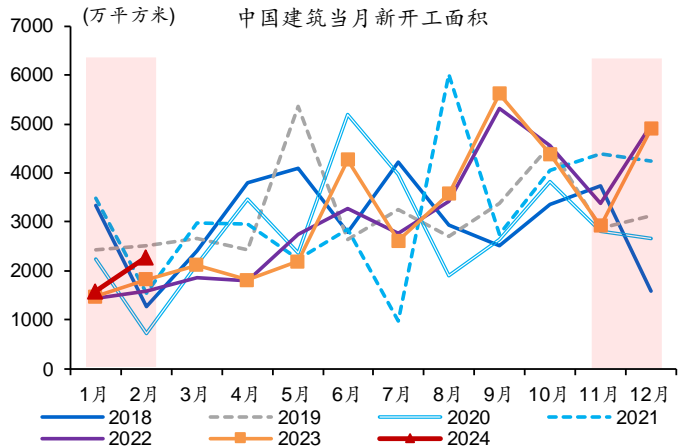


图表9: 2023年11月以来代表基建企业订单明显放量¹



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 2023年11月以来中国建筑新开工面积加快回升

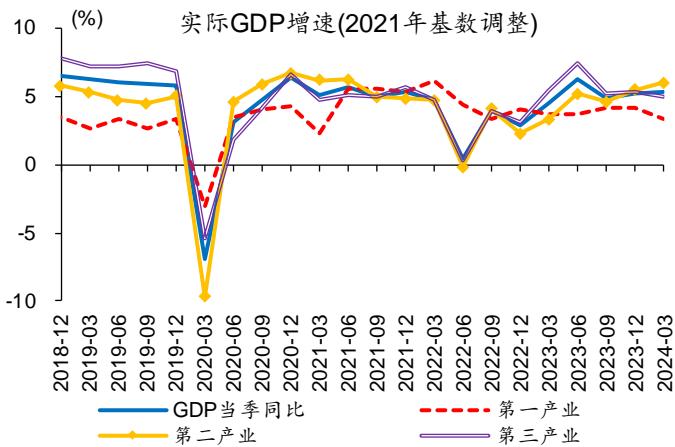


来源: Wind、国金证券研究所

2、常规跟踪：投资需求进一步升温，居民消费意愿明显改善

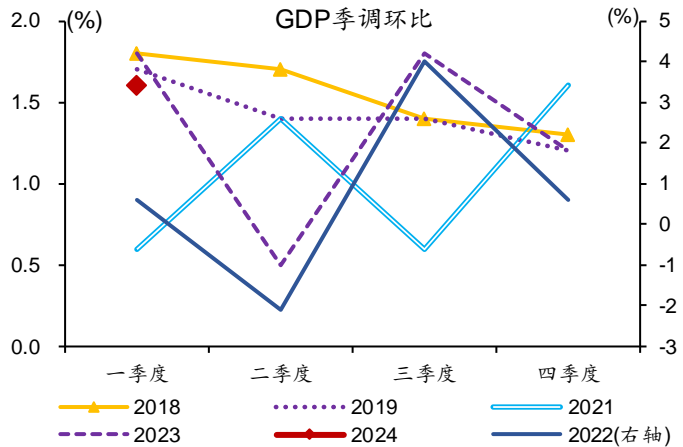
GDP：“工作日效应”影响下，一季度 GDP 超预期。2024 年的“工作日”效应集中在年初体现，带动一季度 GDP 同比 5.3%、高于预期的 4.9%，季调环比 1.6%，较 2023 年四季度回升 0.4 个百分点。两年复合看，一季度 GDP 同比 4.9%、较 2023 年四季度回升 0.9 个百分点；其中，第一产业 GDP 同比较 2023 年四季度回落 0.6 个百分点至 3.5%，工业生产和服务业的贡献有所回升，第二、第三产业分别回升 0.8、1.1 个百分点至 4.6%、5.2%。

图表11: 2024 年一季度实际 GDP 和三大产业同比



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 2024 年四季度实际 GDP 季调环比小幅回升



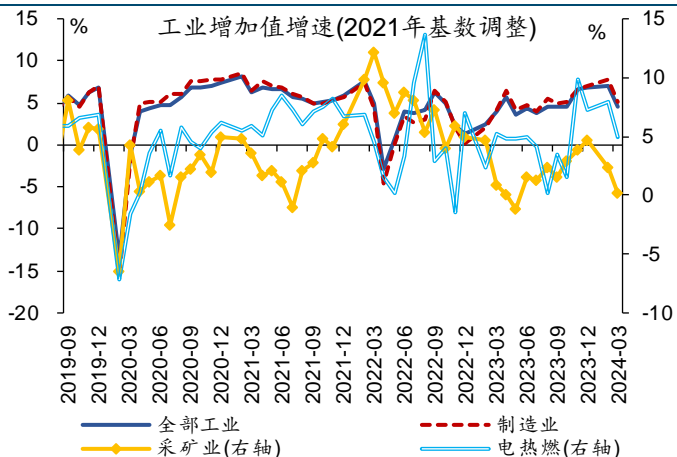
来源: Wind、国金证券研究所

生产：“工作日效应”对生产端数据的影响更加显著，3月工业、服务业生产均有所回落。工业增加值等生产指标，反映的是一定时期的生产物量，受生产时长影响较大。伴随“工作日效应”消退，3月，工业增加值当月同比 4.5%、较 1-2 月回落 2.5 个百分点。其中电热燃、制造业、采矿业当月同比分别较 1-2 月下降 3、2.6、2.1 点至 4.9%、5.1%、0.2%。细分行业中，橡胶塑料、非金属矿物、金属制品等装备制造业边际回落幅度较大，医药、农副产品等行业生产边际有所改善。服务业生产指数当月同比边际也有下滑、较 1-2 月回落 0.8 个百分点至 5%。

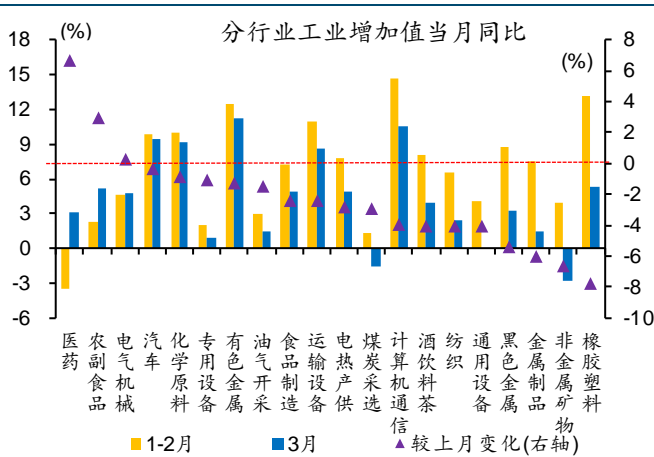
¹ 说明：“主要基建上市公司”共包括中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶共 4 家公司。



图表13: 3月, 工业生产有所回落



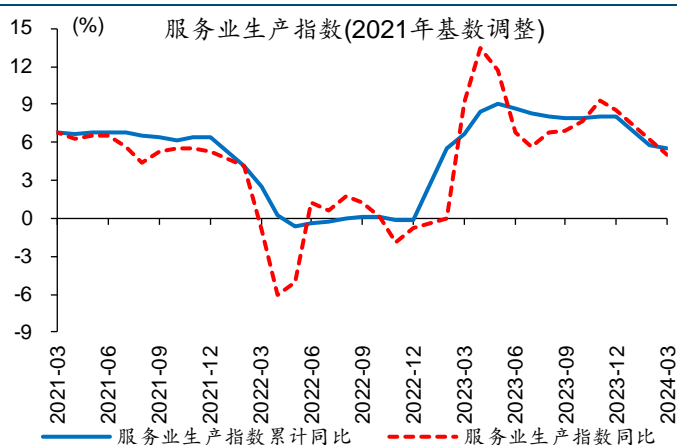
图表14: 3月, 两年复合看各行业生产表现



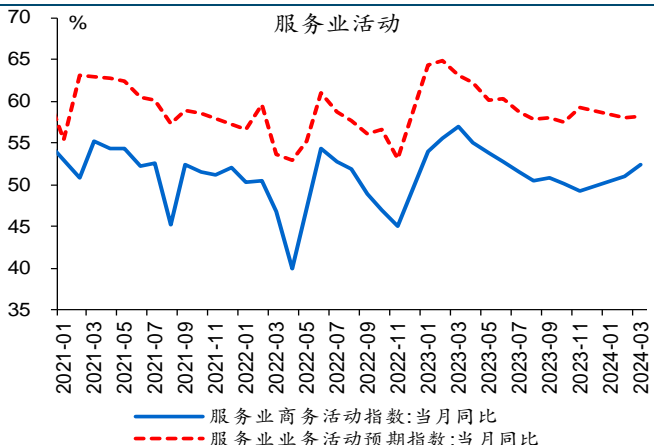
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 3月, 服务业生产指数同比回落



图表16: 3月, 服务业PMI指数上行

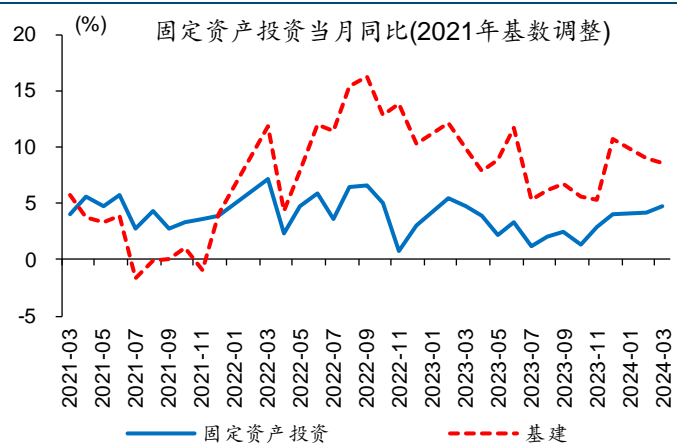


来源: Wind、国金证券研究所

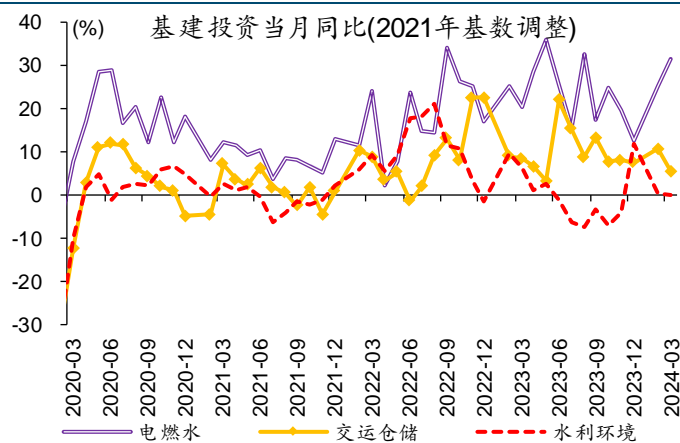
来源: Wind、国金证券研究所

投资: 投资整体延续上涨, 但基建投资小幅回落。3月, 固定资产投资当月同比4.7%、较1-2月提升0.5个百分点, 季调环比增长0.1%。其中, 基建投资当月同比较1-2月小幅回落0.3个百分点至8.6%, 行业中电燃水投资增速大幅回升、当月同比较1-2月大幅上升6.2个百分点至31.5%; 水利、交运仓储投资有不同程度回落, 当月同比分别较1-2月下月滑0.2、5.2个百分点至0.2%、5.7%

图表17: 3月, 固定资产投资延续改善



图表18: 3月, 电燃水投资显著扩张



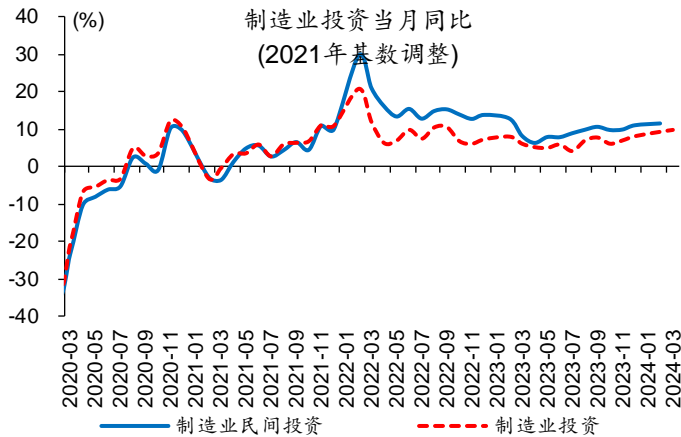


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

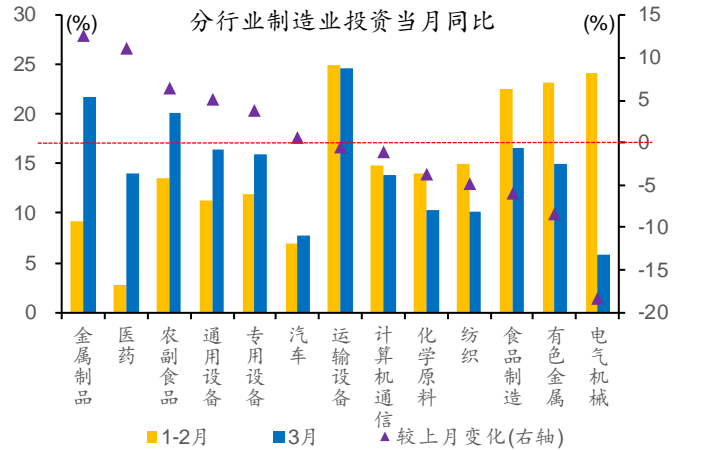
金属制品投资增长显著加快,装备制造业投资增长分化。3月,制造业投资当月同比较1-2月上升0.5个百分点至9.9%。分行业看,金属制品、医药、农副食品改善幅度较大,分别较1-2月上升12.6、11.2、6.6个百分点至21.8%、13.9%、20.2%。通用设备、专用设备等装备制造业投资维持较高增速、且也有明显改善,分别较1-2月上升5.1、3.9个百分点至16.4%、15.9%;相较之下,电气机械业投资边际回落幅度较大,下滑18.3个百分点至5.8%。

图表19: 3月,制造业投资增速小幅回升



来源: Wind、国金证券研究所

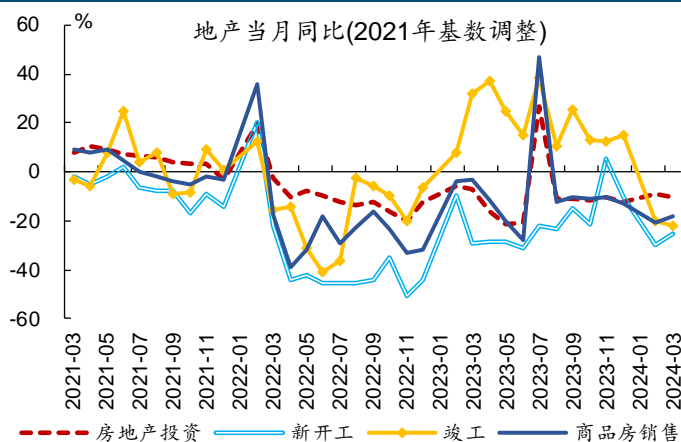
图表20: 3月,金属制品投资增长显著加快



来源: Wind、国金证券研究所

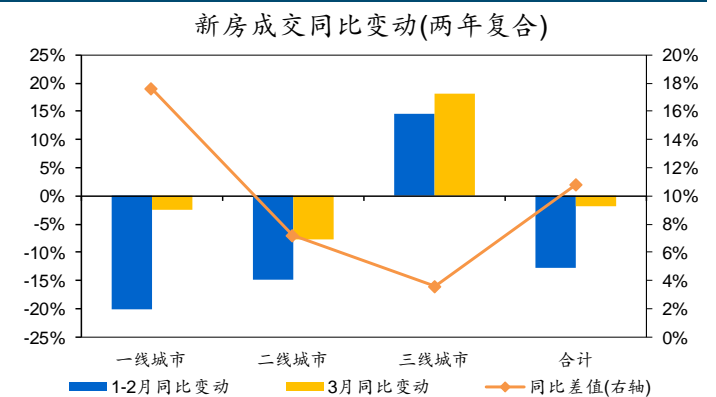
房地产投资降幅有所增大,但销售端边际修复。3月,房地产投资当月同比-10.1%、较1-2月回落1.1个百分点,两年复合同比-8.7%、较1-2月回落1.3个百分点。两年复合看,新开工降幅扩大7个百分点至-27.2%,竣工端明显回暖,当月同比上行8.8个百分点至1.6%,商品房销售降幅小幅收窄1.3个百分点至-11.2%。2024年以来,高频数据显示,3月新房销售同比降幅较1-2月收窄10.9个百分点,其中一线城市边际改善幅度较大、同比降幅较1-2月收窄17.6个百分点。

图表21: 3月,房地产投资增速边际下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 2024年一季度,新房销售降幅收窄

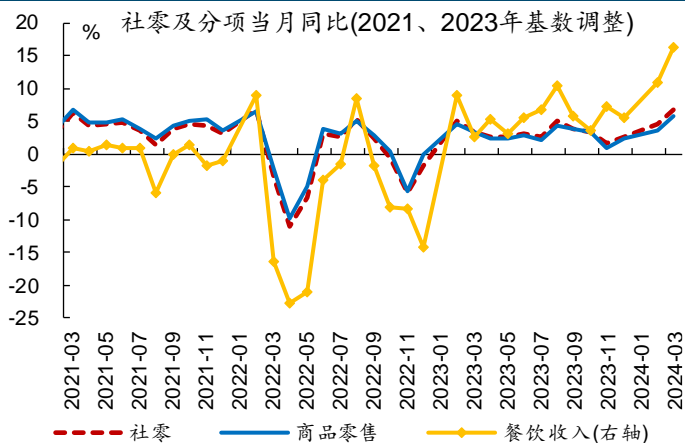


来源: Wind、国金证券研究所

消费:社零边际回升,餐饮消费贡献增多。3月,社零当月同比3.1%、较1-2月回落2.4个百分点。社零低于预期,与去年3月积压需求释放、消费基数较高有关;两年复合看,3月社零当月同比6.8%、较1-2月回升2.3个百分点,商品零售、餐饮收入增速分别较1-2月上升2.1、5.4个百分点至5.9%、16.2%。分品类看,可选消费整体回暖,金银珠宝、体育娱乐、服装鞋帽等提升幅度较大,分别较1-2月上升13.6、11.5、6.9个百分点至19.1%、17.5%、10.5%。饮料、家具等品类,边际降幅较大。

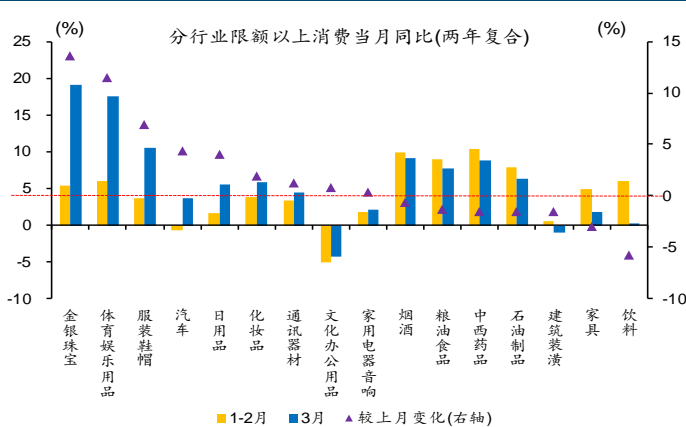


图表23: 3月, 社零边际回升



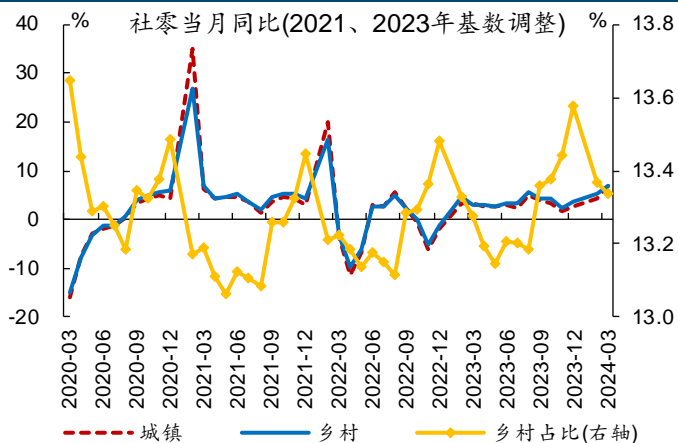
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 3月, 多数可选消费有所回升



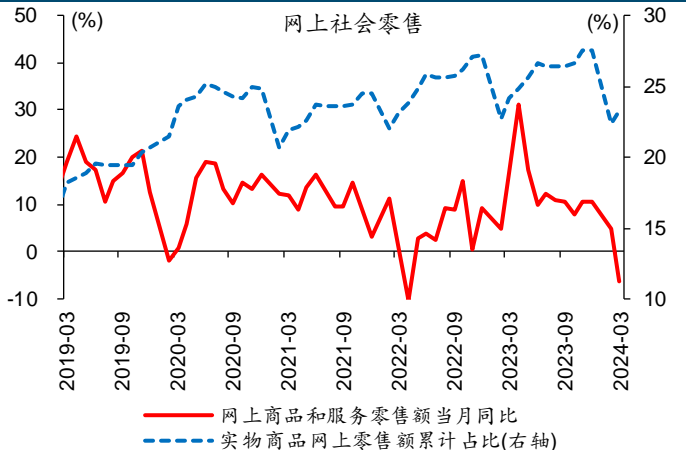
来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 3月, 农村消费好于城镇



来源: Wind、国金证券研究所

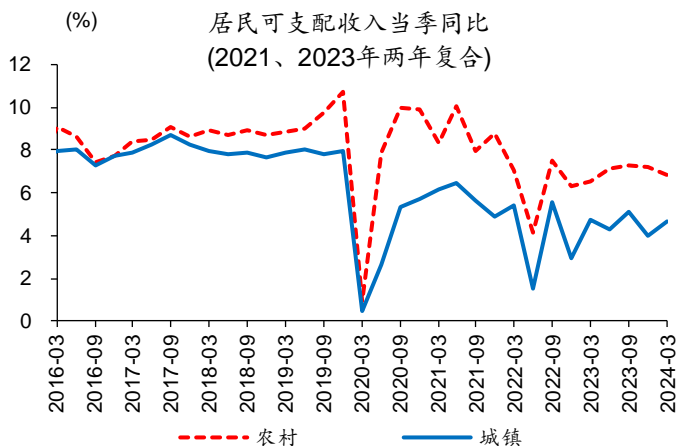
图表26: 3月, 网上消费增速提升



来源: Wind、国金证券研究所

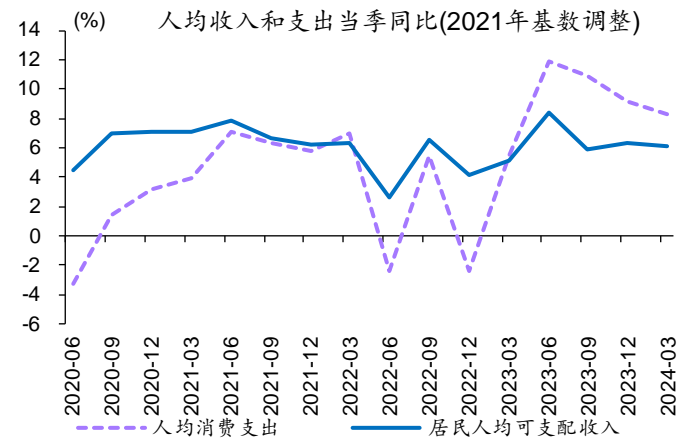
住户调查: 居民收入增速有所抬升, 消费意愿显著改善。2024 年一季度, 居民人均可支配收入同比 6.2%, 两年复合同比 5.6%、较 2023 年四季度回升 0.4 个百分点。两年复合看, 城镇居民收入同比 4.7%、边际回升 0.7 个百分点, 农村居民收入同比 6.8%、边际回落 0.4 个百分点。人均消费支出增速同比 8.3%, 两年复合同比 6.9%、较 2023 年四季度大幅回升 3.7 个百分点。教文娱、交通通信等服务业消费支出依旧保持较快增速。

图表27: 一季度城镇居民收入增长边际抬升



来源: Wind、国金证券研究所

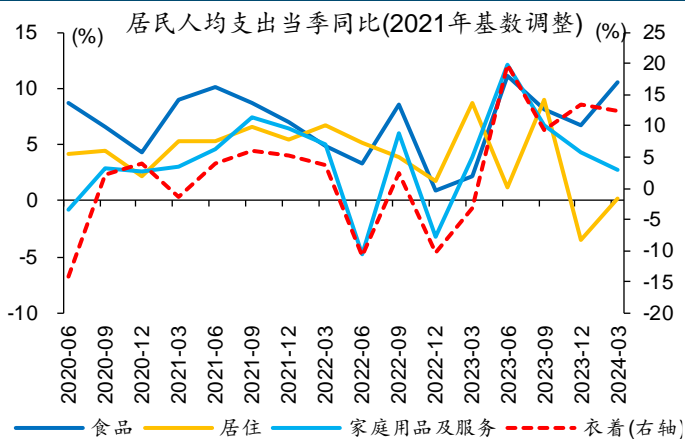
图表28: 一季度消费支出增长快于收入



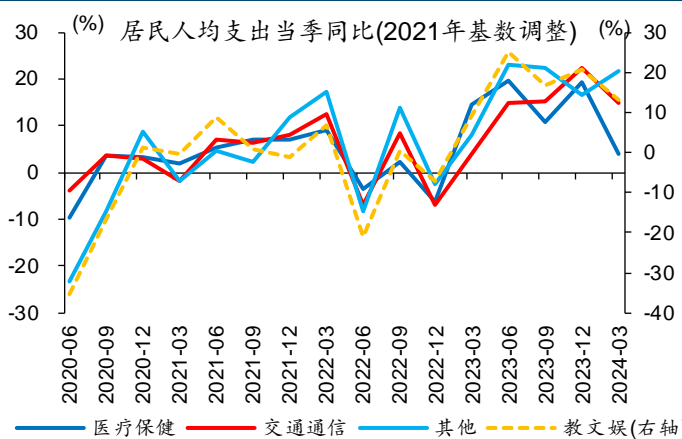
来源: Wind、国金证券研究所



图表29：一季度，食品支出增长较快



图表30：一季度，交通通信、教文娱保持较高增速

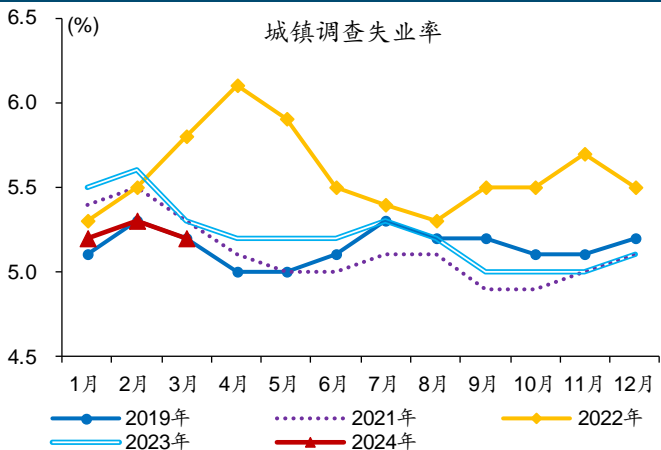


来源：Wind、国金证券研究所

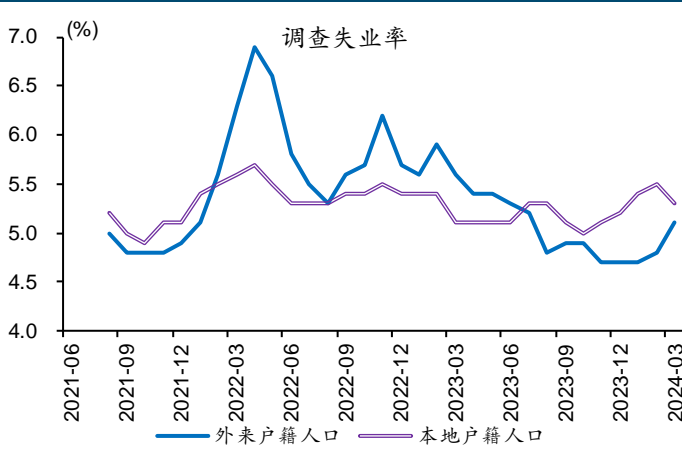
来源：Wind、国金证券研究所

就业：城镇调查失业率整体季节性回落。3月，城镇调查失业率季节性回落0.1个百分点至5.2%。其中本地户籍人口就业有所改善，失业率较上月回落0.2个百分点至5.3%。外来户籍人口失业率上行0.3个百分点至5.1%。

图表31：3月，城镇调查失业率季节性回落



图表32：3月，本地户籍人口失业率有所改善



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究