

2024年一季度增长数据点评

经济“温差”的三点理解

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

2024年4月16日，国家统计局公布2024年一季度增长数据。我们重点分析以下三个要点：

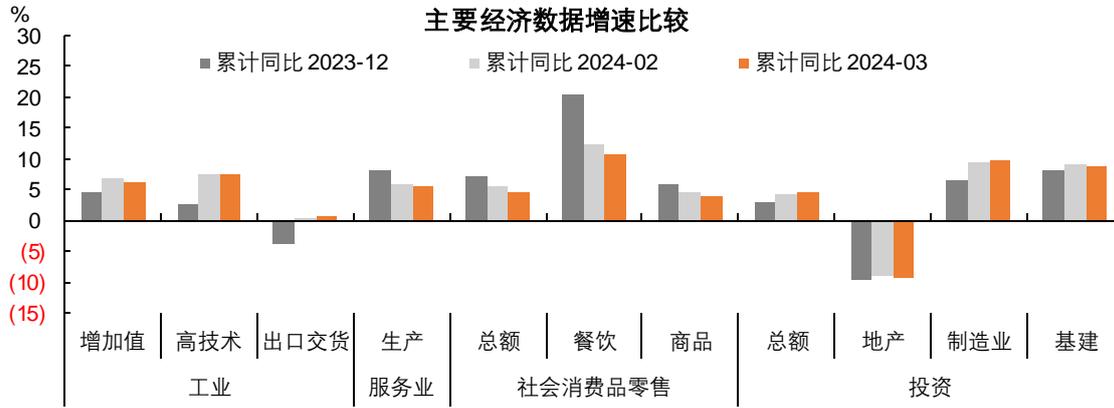
- 经济开局良好。**2024年一季度中国实际GDP录得5.3%的较高增速，环比增速为2015年以来最高值，为全年实现5%左右的增速提供有力支撑。考虑到去年二季度GDP环比的低基数，2024年上半年中国实际GDP增速能够达到5.3%以上，即便下半年GDP增速回落至4.7%左右，也可实现全年增长5%的目标。经济平稳运行背景下，短期内增量政策出台的必要性不足。财政政策方面，据政府工作报告安排，2024年中国可动用的两本账广义赤字较去年多1.28万亿，财政增量规模可观。我们预计，2024年二三季度特别国债和地方政府专项债将集中发行和落地使用，现有政策能够对经济增长形成持续支撑。货币政策方面，海外美联储降息时点的不确定性增强，人民币汇率仍是政策宽松的重要考量。
- 市场体感偏冷。**1) 价格低迷影响市场“体感”。2024年一季度，中国名义GDP同比增长4.0%，而GDP平减指数仅-1.3%。企业的营收、利润和政府财政收入均与名义GDP挂钩，低物价意味着企业“增收不增利”，不利于工业库存周期的启动，也会加剧地方政府的财政收入压力。从GDP平减指数看，2023年二季度至今已连续四个季度负增长。2) 房地产投资虽有好转，各项面积指标却趋回落。从中指2024年3月的调查数据看，居民购房信心仍不足，或使“销售-拿地-新开工”的房地产投资内生链条难以明显恢复。
- 产能过剩待解。**当前工业和制造业呈现两点特征。一是生产快于需求，一季度工业增加值较快增长，产销率却回落至2000年以来（除1月）的最低点。二是投资快于生产，一季度制造业投资累计同比增长9.9%，高于生产的6.7%，或得益于新一轮设备更新政策支持。然而，2021年起制造业投资的快速扩张已三年有余，新增产能不断投放，逐步拉低企业产能利用水平。

2024年一季度，工业企业产能利用率回落至73.6%，为2016年四季度以来的历史次低点（仅高于2020年一季度）。过低的产能利用水平体现产能过剩的潜在风险，现有闲置产能会抑制新增投资，往往伴随价格中枢回落、行业预期回报率下降、债务及金融风险抬头、涉外贸易争端增多等一系列问题。从统计局公布的分行业产能利用率看，装备和高技术制造业明显存在产能利用不足问题，这恰是2021年以来受政策支持力度较大、投资较快增长的制造业行业。适度的产能冗余有助于平衡“效率”和“安全”的关系，却也会影响产能去化的步伐，推迟市场出清的时点。

- 风险提示：**稳增长政策落地效果不及预期，产能周期下行幅度和时间超预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

2024年4月16日，国家统计局公布2024年一季度增长数据。2024年一季度中国实际GDP增长5.3%。在生产端，工业增加值、服务业生产指数分别录得6.1%和5.5%的增速，为实现5.3%的实际GDP增长奠定基础。在需求端，一季度固定资产投资增速4.5%，较2023年全年的3%明显提速；出口交货值增长0.8%，而2023年全年为-3.9%，外需恢复为经济增长注入动能；而社会消费品零售总额增速回落至4.7%，受基数抬升的影响。我们重点分析以下三个要点：

图表1 主要经济增长数据一览



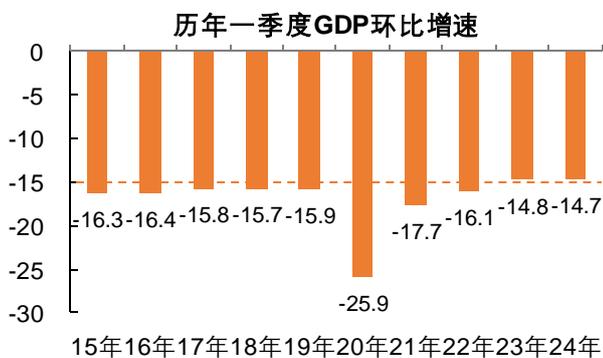
资料来源: Wind, 平安证券研究所

一、经济开局良好

2024年一季度，中国经济开局良好，为全年实现5%左右增速目标提供较强支撑。2024年一季度中国实际GDP录得5.3%的较高增速，环比增速也达到为2015年以来最高值，略强于2023年一季度疫情防控优化初期。考虑到去年二季度经济环比偏弱，低基数或将推升2024年二季度GDP进一步提速，意味着2024年上半年中国实际GDP增速能够达到5.3%以上，即便下半年GDP增速回落至4.7%左右，也可实现全年增长5%的目标。

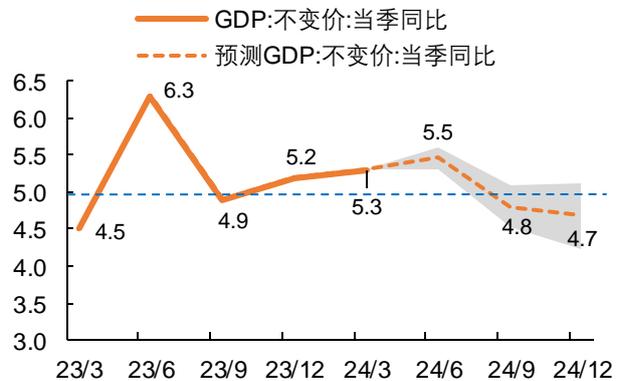
经济平稳运行背景下，短期内增量政策出台的必要性不足。财政政策方面，从政府工作报告看，2024年中国可动用的两本账广义赤字约9.46万亿，较2023年全年可动用规模提高1.28万亿，财政增量规模可观。我们预计，2024年二三季度特别国债和地方政府专项债将集中发行和落地使用，现有政策能够对经济增长形成持续支撑。货币政策方面，海外美联储降息时点的不确定性增强，人民币汇率仍是政策宽松的重要考量。

图表2 24年一季度实际GDP环比增速为15年以来最高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 预计全年能够实现5%左右的实际GDP增长目标



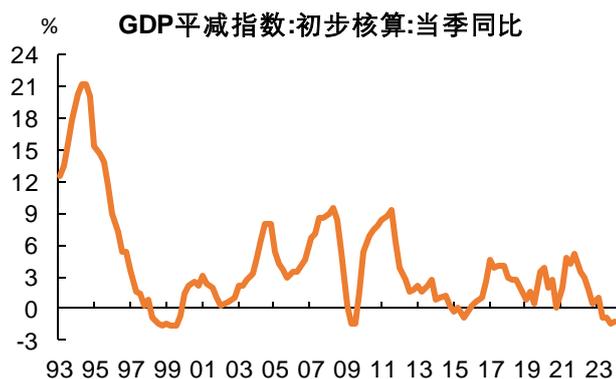
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 阴影部分为预测上下限

二、市场体感偏冷

价格低迷影响市场“体感”。企业的营收、利润和政府财政收入均与名义 GDP 挂钩，实际 GDP 与名义 GDP 增速的差距意味着企业“增收不增利”，也会加剧地方政府的财政收入压力。同时，作为领先指标的 PPI 低位震荡，不利于工业库存周期的启动。2024 年一季度，中国名义 GDP 同比增长 4.0%，较实际 GDP 增速低 1.3 个百分点，因 GDP 平减指数增长-1.3%，主要受物价低迷的拖累。从 GDP 平减指数看，2023 年二季度至今已连续四个季度负增长。政府工作报告对财政赤字率与新增赤字规模安排，暗含了对名义 GDP 增速目标的假设。我们测算，2024 年名义 GDP 增速目标的“隐含下限”在 5.6% 附近，剔除 5% 的实际 GDP 增速目标，对应 GDP 平减指数的目标下限应在 0.6% 附近。以一季度物价数据线性外推，实现物价温和回升的目标仍需努力。

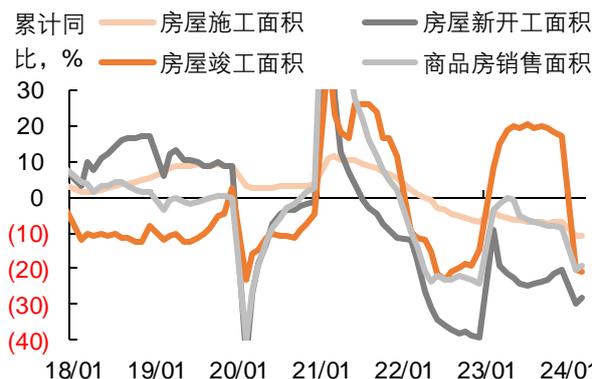
房地产投资虽有好转，各项面积指标却趋于回落。2024 年一季度房地产投资增速为-9.5%，相比 2023 年跌幅略有收窄。然而，一季度房地产施工面积(-11.1%)、房屋新开工面积(-27.8%)和商品房销售面积(-19.4%)同比跌幅分别较 2023 年末扩大 3.9、7.4 和 10.9 个百分点；房屋竣工面积累计同比增速则从 2023 年的 17%，转为 2024 年一季度的-20.7%。从中指调查数据看，2024 年 3 月选择“购房意愿强于上月”的人数占比约 17%，环比 2 月回落 2.2 个百分点，创近一年新低；半年内计划购房的居民占比约 18.2%，远低于 2023 年末的 24.3%。足见居民购房信心不足，或使“销售-拿地-新开工”的房地产投资内生链条难以明显恢复。

图表4 2024 年一季度，GDP 平减指数增长-1.3%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2024 年一季度房地产各项面积指标弱于 23 年



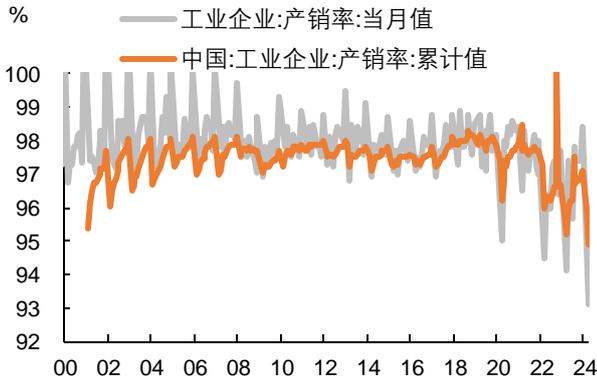
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、产能过剩待解

当前工业和制造业运行有两点特征。一是生产快于需求。2024 年一季度，工业增加值的累计同比增长 6.1%，其中制造业增长 6.7%；工业产销率却回落至 94.9%，达到 2000 年以来（不含 1 月）的最低点。二是投资快于生产。2024 年一季度，制造业投资累计同比增长 9.9%，增速高于制造业生产的 6.7%，或得益于新一轮设备更新政策支持。然而，2021 年起制造业投资的快速扩张已三年有余，新增产能不断投放，逐步拉低企业产能利用水平。

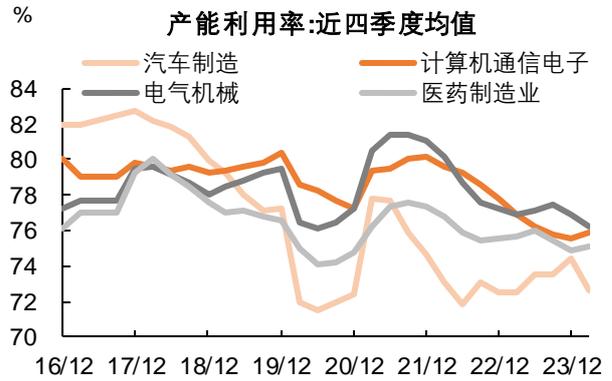
产能利用水平不足。2024 年一季度，工业企业产能利用率回落至 73.6%，为 2016 年四季度以来的历史次低点（仅高于 2020 年一季度）。过低的产能利用水平体现产能过剩的潜在风险，现有闲置产能会抑制新增投资，往往伴随价格中枢回落、行业预期回报率下降、债务及金融风险抬头、涉外贸易争端增多等一系列问题。以近四季度均值剔除季节性观察，与新能源相关的电气机械和器材制造业，计算机通信电子制造业，汽车制造业以及医药制造业产能利用率均低于 2016 年四季度以来的中枢，可见装备和高技术制造业明显存在产能利用不足的问题，这恰是 2021 年以来受政策支持力度较大、投资较快速增长的制造业行业（可参考前期报告《详解产能过剩：历史对话现实》）。适度的产能冗余有助于平衡“效率”和“安全”的关系，却也会影响产能去化的步伐，推迟市场出清的时点。

图表6 2024年3月工业产销率降至历史低点



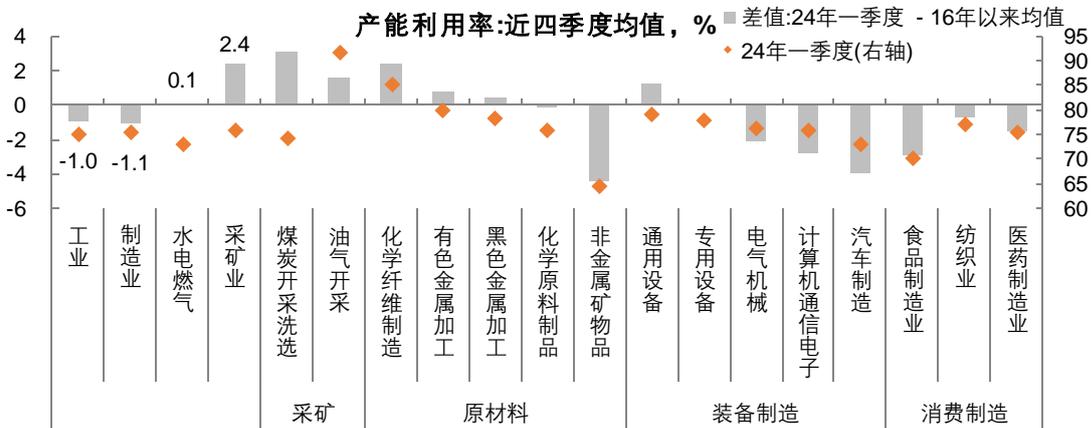
资料来源: wind, 平安证券研究所; 注: 剔除波动较大的1月数据

图表7 2024年一季度装备和高技术制造产能利用率偏低



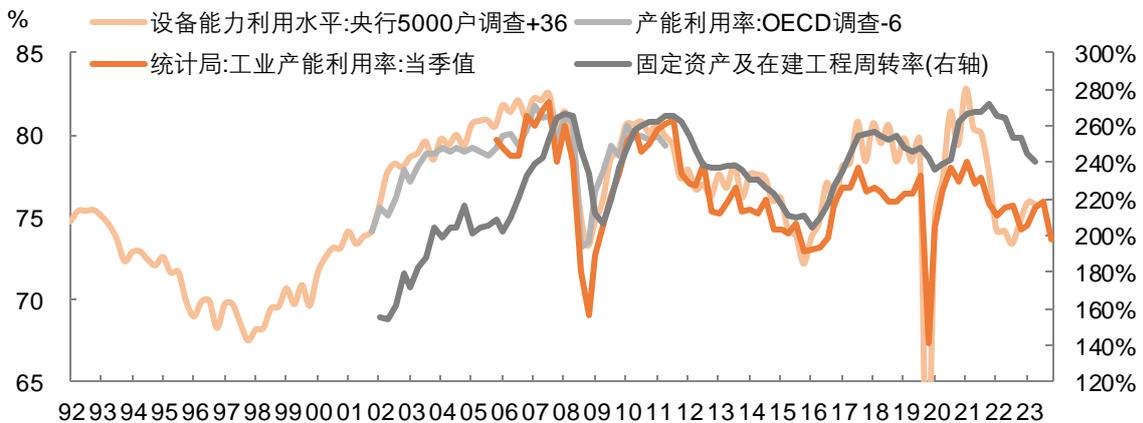
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2024年一季度, 中下游行业产能利用率大多低于2016年以来均值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2024年一季度, 工业企业产能利用率回落至2016年四季度以来的历史次低点



资料来源: 国家统计局, Wind, iFind, OECD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层