

2024年04月17日

转型期产需不平衡问题值得关注

事件点评

3月经济数据点评

- ◆ 2024年一季度国内生产总值(GDP)同比**5.3%**,前值**5.2%**,超市场预期**0.4pct**,环比**1.6%**,前值**1.2%**。分产业来看,一、二、三产业分别增长**3.3%、6.0%、5.0%**(2023年四季度分别为**4.2%、5.5%、5.3%**),第二产业增长较快,与生产和投资端表现比较好的情况一致。此外,今年1季度产能利用率为**73.6%**,是近7年除2020年1季度以外的新低,结合一季度GDP平减指数同比为**-1.1%**,转型期产需不平衡问题值得关注。
- ◆ 一、生产端:高基数下多数行业增速回落;出口交货值增速偏强
- ◆ 3月工业增加值仍增速为**4.5%**,1至2月为**7.0%**,环比季调增速**-0.08%**,基本环比持平,但是为2023年5月以来首次低于0;3月服务业生产指数增长**5.0%**,较1至2月下降**0.8pct**;3月出口交货值增长**1.4%**,较1至2月提升**1.0pct**。
- ◆ 分门类看,高技术产业领先,部分由于出口带动。3月采矿业、电热燃水、制造业、高技术产业分别较1至2月增速波动**-2.1pct、-3.0pct、-2.6pct、0.1pct**至**0.2%、4.9%、5.1%、7.6%**。分产品看,3月除新能源汽车和风电外,各类产品增速均较1-2月不同程度下降。
- ◆ 二、消费:消费环比增速走弱;汽车社零增速环比大幅回落;服务零售维持高增速
- ◆ 3月社会消费品零售总额同比增长**3.1%**,增速较1至2月下降**2.4pct**,环比季调增速为**0.26%**,前值**0.03%**。其中,除汽车以外的消费品零售额增长**3.9%**,增速较1至2月下降**1.3pct**。
- ◆ 具体来看,1)乡村市场销售增速持续大于城镇。2)餐饮收入增速为**6.9%**,较1至2月下降**5.6pct**。3)3月汽车零售增速环比大幅回落**12.4pct**至**-3.7%**。4)1-3月,服务零售额累计同比增速为**10.0%**,明显快于商品零售额增速(**2.7%**)和社会消费品零售总额增速(**3.1%**),但环比回落**2.3pct**。
- ◆ 三、固定资产投资:制造业为主要支撑;民间固投增速底部继续回升;地产仍处于深度调整过程中
- ◆ 继2023年12月固定资产投资累计增速逆转2023年以来持续下降的趋势后,今年持续提升,1至3月继续提升**0.3pct**至**4.5%**。1至3月固定资产投资总额的绝对值同比减少**0.72**万亿,与增速数据的差异主要由于口径调整。
- ◆ 制造业投资保持高增速,尤其高技术产业。3月制造业投资累计增速继续提升**0.5pct**至**9.9%**,其中机械、医药行业固投边际提升;电气机械及器材制造业增速大幅回调;高技术产业增速提升**2pct**至**11.4%**。
- ◆ 3月狭义基建投资累计增速继续提升**0.2pct**至**6.5%**。预计交通、工业、建筑等领域大规模设备更新需求对基建投资形成持续性支撑。
- ◆ 3月地产投资累计增速降幅扩大**0.5pct**至**-9.5pct**,各环节均面临较大压力。销售端,3月商品房销售面积及销售额同比增速分别回升**1.1pct、1.7pct**至**-19.4%、-27.6%**,待售面积增速边际小幅下降**0.3pct**至**15.6%**,显示房地产销售及定价均存在较大压力。从实物量来看,新开工、施工、竣工两年平均增速分别变动**1.9pct、-0.1pct、-0.5pct**至**-27.8%、-11.1%、-20.7%**。反映行业景气度的国房景气指数持续下行,2月为**92.07%**,为2016年2月有数据以来的新低。

分析师

罗云峰

 SAC 执业证书编号: S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC 执业证书编号: S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

证券公司债券投资分析 2024.4.16

地方债发行计划半月报-2024年二季度地方债发行计划已披露 22091 亿元 2024.4.15

ESG 市场跟踪双周报(2024.4.1-2024.4.14) -《上市公司可持续发展报告指引》正式发布 2024.4.15

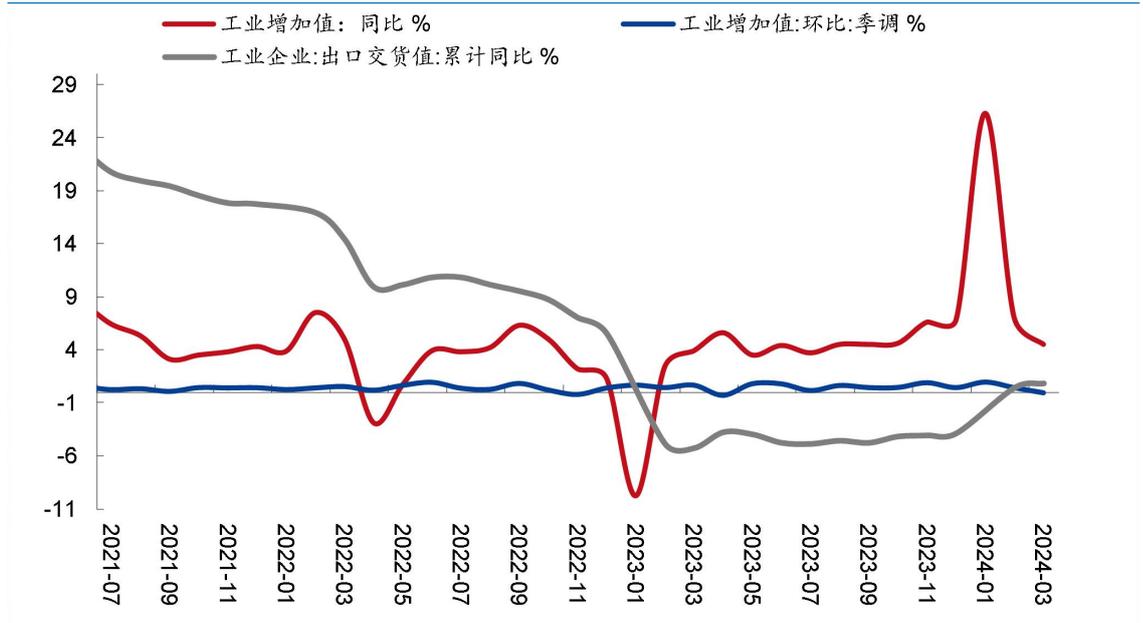
资产配置周报(2024-4-13) -3月实体部门负债增速继续下行 2024.4.14

2024年3月进出口数据点评 2024.4.12



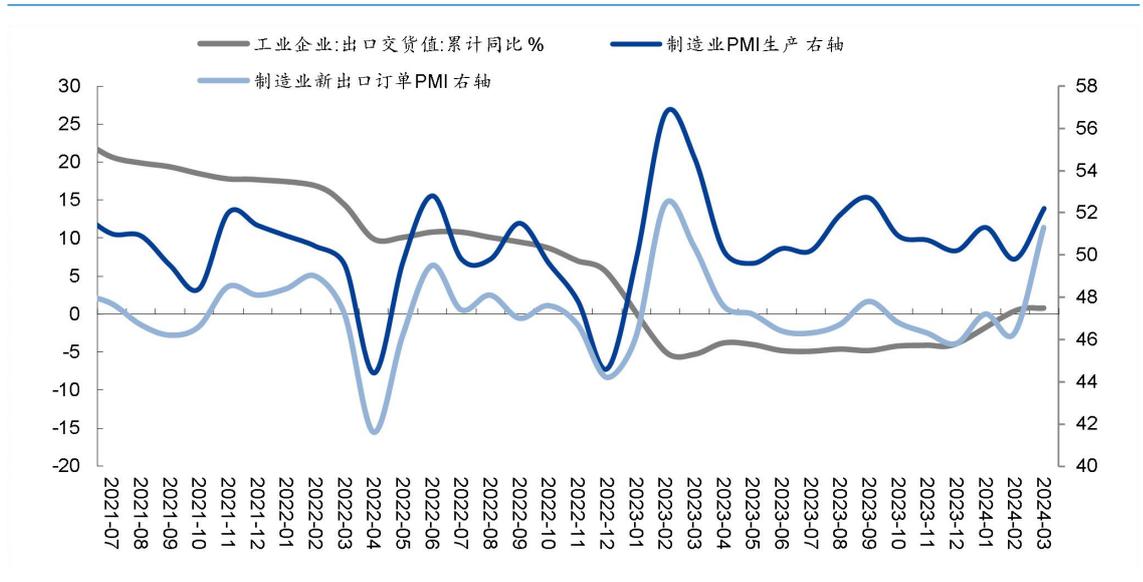
- ◆ **民间固投增速底部继续回升。**包括地产投资的民间固投资累计增速自 2022 年 5 月转为负增长，2023 年全年为-0.4%，今年 1 至 2 月转正，为 0.4%，1 至 3 月继续回升至 0.5%。民间固定资产投资占比再度回落，2023 年 1 至 2 月为历史最低位 50.4%，今年 1 至 2 月反弹至 52.6%，1 至 3 月回落至 51.6%。
- ◆ **四、资产配置观点**
- ◆ **整体而言，3 月各经济指标以环比走弱为主，经济恢复存在明显的不平衡性，如需求的恢复不如生产，中小微企业的恢复不如大企业。当前中国仍处于结构调整转型升级的阶段，由于传统产业调整、新动能培育，阶段性波动为正常表现。**
- ◆ **3 月实体部门负债增速继续下行。3 月实体部门负债增速录得 10.0%，前值 10.2%，两会公布的政策目标以及最近公布的金融数据，均验证了我们此前对于中国国家资产负债表边际收缩的判断，因此我们基本维持原有的判断。目前市场来到一个比较尴尬的位置，各期限利率均处于我们预测的区间下沿附近，向上的概率大于向下，而在缩表周期下，股债性价比偏向权益的幅度有限，风格上近期有所摆动，但中期价值重回相对占优的概率更高。**
- ◆ **风险提示：经济增速波动超预期,政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。**

图 1：工业生产增速环比回落



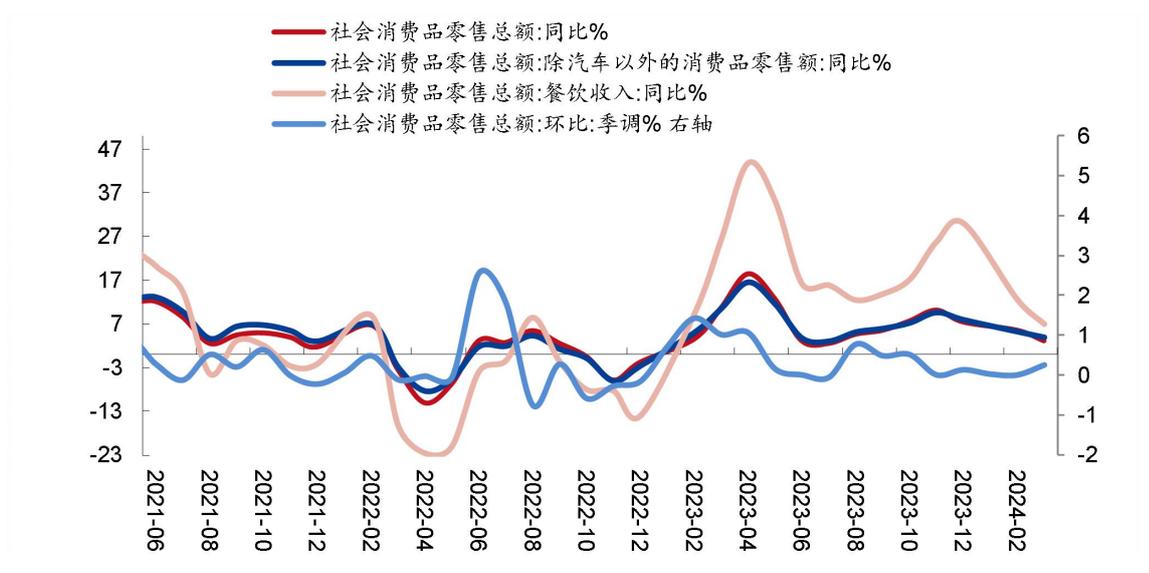
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2：出口边际显著改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：消费动能边际修复偏弱



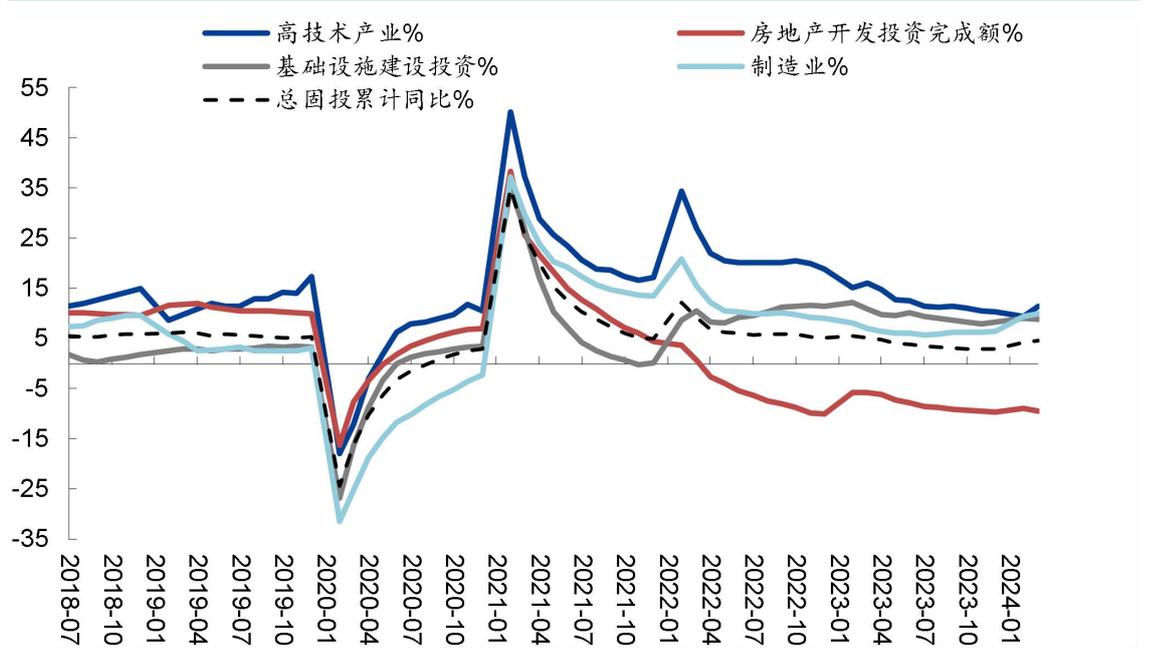
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：失业率回落



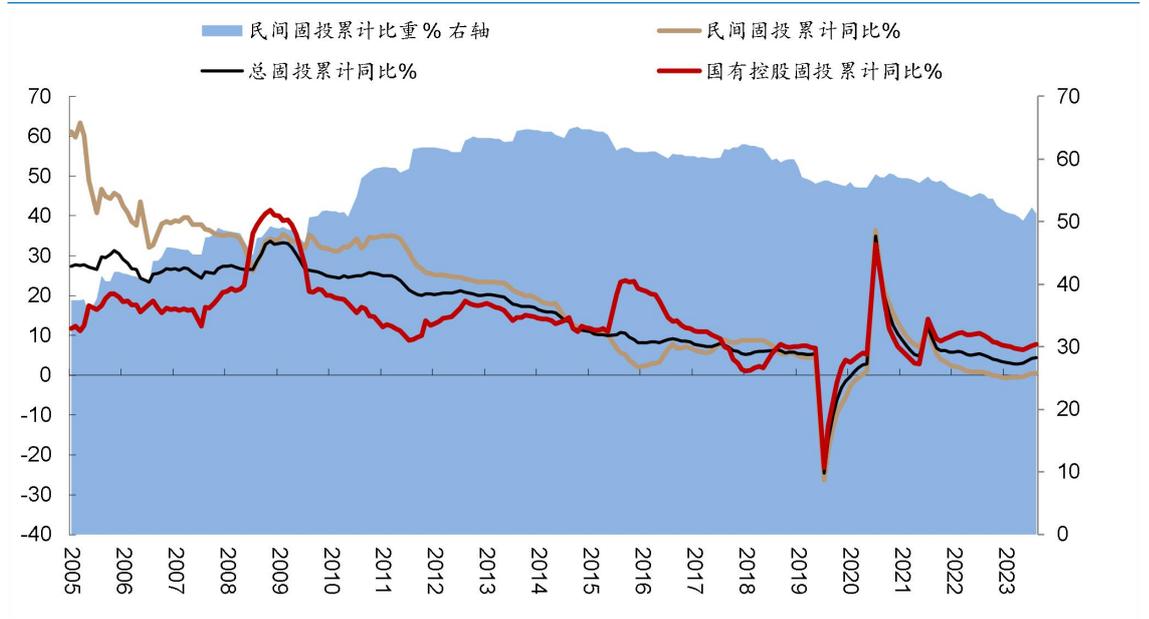
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 各产业固定资产投资增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 民间固投增速底部继续回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

五、风险提示

经济增速波动超预期，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn