



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《二季度内外需有望协同发力，关注基建的预期修复》 - 2024.04.15

宏观研究

一季度出口表现突出，二季度关注基建投资的接力

● 核心观点

2024年一季度实际GDP同比增长5.3%，超预期修复，好于全年经济增长预期目标，实现了良好开局。供需两端均有平稳增长，供需缺口持续收窄，供需新的均衡点逐步显现，但需求相对生产仍弱的问题依然存在。

在一季度经济增长中需注意两个容易忽视的问题：一是2024年是闰年，一季度天数较2023年多一天，会对生产同比增速产生拉动作用。二是基建投资增速与实物工作量强度存在偏差，或是统计方法带来的增速回升。基建项目建设资金在1-3月可能存在集中支付的情形，提高了1-3月基建投资同比增速水平。

从生产端来看，高基数效应拖累3月生产增速，剔除基数效应影响，工业生产持续改善。从生产拉动动能来看，短期出口或将保持韧性，仍会对生产端产生拉动，但出口拉动的边际效应或将边际减弱，扩内需政策或成为生产持续修复的重要支撑，如大规模设备更新改造政策效果逐渐显现，或将会拉动企业投资扩产。

从需求端来看，（1）因高基数效应影响，3月社零增速有所回落，从两年复合增速来看，消费仍边际改善。从居民收入和边际消费倾向来看，二季度消费持续修复或承压。因2024年是近三年第一个不受外部冲击年份，压抑需求得到较为充分的释放，推动消费修复，一季度居民消费倾向较为明显修复，但连续五个季度居民收入增速小于居民支出增速水平，且从居民可支配收入与工业企业营业收入同比增速关系来看，目前居民收入持续修复的趋势性特征尚不能明确，对居民消费持续修复产生一定制约。此外，3月居民短期贷款弱于季节性，居民存款高于季节性，亦显示居民消费仍偏谨慎，指向居民消费持续修复有待进一步观察。（2）从投资端来看，房地产投资跌幅继续扩

大，需求端仍较为低迷，70大中城市房价同比跌幅有所扩大，短期房地产市场止跌企稳的信号并不明确；受益于稳增长政策持续发力，制造业投资或有望受益内外需协同发力支撑，制造业投资增速有望延续走高；基建投资增速与高频数据存在一定背离，考虑专项债或进入集中发行期，对基建投资仍存支撑，预计基建投资增速或保持相对稳定。

(3) 因低基数原因，出口增速韧性仍在，但或边际放缓，对经济拉动作用或将走弱。

基于此，稳增长政策发力必要性增大，二季度内外需有望协同发力，共同推动经济内生动能持续修复。(1) 预计二季度专项债或将进入集中发行期，为基建投资提供有效支撑，或将对市场流动性产生一定压力，货币政策降准概率走高；(2) 制造业投资增速或将由外需拉动转向稳增长政策与外需共同拉动，如大规模设备更新改造、以旧换新等政策持续推进落实，拉动制造业投资增速；(3) 房地产市场止跌企稳对于稳定经济增长具有重要作用，鉴于一季度房地产销售虽有回暖，但效果并不理想，不排除进一步优化房地产调控政策的可能，旨在托底、维稳房地产市场健康发展；(4) 二季度或启动超长期国债发行工作，为三季度托底基建投资提供资金支撑，三季度逐渐形成实物工作量。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 一季度经济超预期修复，供需缺口持续收窄	5
2 生产：生产增速韧性仍在，外需拉动效应边际减弱.....	7
3 消费：高基数拖累消费增速，短期消费持续修复或承压.....	8
4 投资：地产投资尚未止跌企稳，基建投资增速或保持平稳，制造业投资有望延续增长态势	11
4.1 房地产投资：政策性支持效果逐步显现，投资尚未止跌企稳.....	11
4.2 基建投资：二季度专项债有望集中发行，基建投资韧性仍在.....	14
4.3 制造业投资：内外需有望协同发力，制造业投资有望延续增长.....	15
5 展望：稳基建扩内需，稳增长政策发力必要性增大.....	17
风险提示	18

图表目录

图表 1: 主要经济数据指标 (%)	5
图表 2: 2017 年以来实际 GDP 增速	6
图表 3: 2020-2024 年 GDP 环比增速	6
图表 4: 需求 VS 生产	6
图表 5: 1-3 月工业增加值累计同比	8
图表 6: 1-3 月分行业工业增加值累计同比 (%)	8
图表 7: 社会消费品零售总额同比增速	10
图表 8: 全国居民人均可支配收入增速	10
图表 9: 连续 5 个季度居民支出增速高于居民收入增速	11
图表 10: 工业企业营收增速与城镇居民人均可支配收入增速 (%)	11
图表 11: 1-3 房地产投资增速跌幅扩大 (%)	13
图表 12: 1-3 月房地产销售增速边际回暖 (%)	13
图表 13: 1-3 月房屋新开工面积同比增速	13
图表 14: 1-3 月房屋竣工面积同比增速	13
图表 15: 1-3 月房地产企业资金来源情况	14
图表 16: 1-3 月水泥价格指数低于往年同期	15
图表 17: 1-3 月石油沥青装置开工率	15
图表 18: 1-3 月沥青库存高于 2023 年同期水平	15
图表 19: 1-3 月螺纹钢开工率情况	15
图表 20: 1-3 月制造业投资情况 (%)	16
图表 21: 1-3 月各细分行业投资增速情况 (%)	16

国家统计局公布一季度经济增速和3月经济数据。初步核算，一季度国内生产总值296299亿元，按不变价格计算，同比增长5.3%，比上年四季度环比增长1.6%。分产业看，第一产业增加值11538亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值109846亿元，增长6.0%；第三产业增加值174915亿元，增长5.0%。

3月，工业增加值累计同比4.5%，前值7%，预期值5.3%；社零当月同比3.1%，前值5.5%，预期值4.8%；固定资产投资累计同比4.5%，前值4.2%，预期值4.4%，其中：房地产投资累计同比-9.5%，前值-9%；基建投资（不含电力）累计同比6.5%，前值6.3%；制造业投资累计同比9.9%，前值9.4%。

图表1：主要经济数据指标（%）

主要指标	主要经济指标	频率	2023年												2024年		
			1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	增速环比变动	
生产	GDP增速	当季		4.5			6.2			4.5			5.2		5.3	0.1	
	工业增加值	当月	2.4	3.9	5.3	3.5	4.3	3.7	4.5	4.5	4.5	6.2	6.2	4.5	4.5	-0.5	
	服务业生产指数	当月	5.5	9.2	13.5	11.7	6.2	5.7	6.2	6.2	7.2	9.2	8.5	5.5	5.5	-0.8	
内需	社会增速	当月	3.5	10.8	18.4	12.7	3.1	2.5	4.5	5.5	7.2	10.1	7.2	5.5	3.1	-2.4	
	固定资产投资	累计	5.2	5.2	4.7	7.1	3.3	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.1	4.2	4.5	0.3	
	制造业	累计	8.2	7.1	6.2	5.1	6.1	5.7	5.2	6.2	6.2	6.2	6.2	9.2	9.2	0.5	
	房地产	累计	-15.7	-15.8	-15.2	-15.2	-17.9	-15.5	-15.8	-15.1	-15.3	-15.4	-15.6	-15.9	-15.5	-15.4	-0.5
	基建（不含电力）	累计	9.2	8.2	8.5	7.5	7.2	6.2	6.2	6.2	5.2	5.2	5.2	6.2	6.2	0.2	
外需	出口（美元）	当月	-0.8	10.2	7.2	-7.6	-12.4	-14.2	-15.5	-15.8	-15.6	0.7	2.2	10.2	7.5	-17.8	
	进口（美元）	当月	-10.0	-2.0	-8.8	-5.2	-7.0	-12.1	-7.2	-6.3	3.1	-0.7	0.1	3.1	-1.9	-5.4	
就业	城镇调查失业率	当月	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	-0.1	

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1 一季度经济超预期修复，供需缺口持续收窄

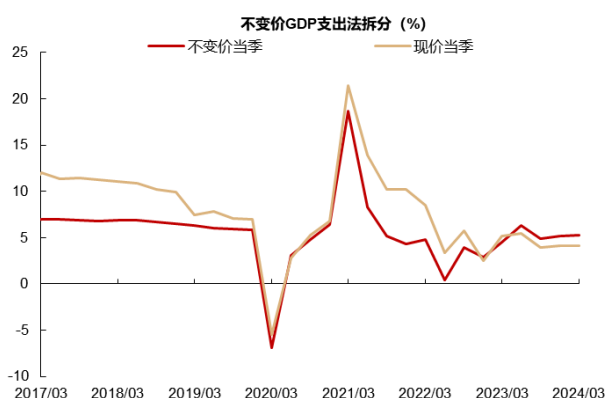
一季度经济增长超预期修复，好于全年经济增长预期目标。2024年一季度实际GDP同比增长5.3%，较wind一致预期4.9%高0.4pct，较全年经济增长预期目标5%高0.3pct，较2023年四季度回升0.1pct；从两年复合增速来看，一季度不变价GDP同比两年复合增速为5.05%，亦高于全年经济增长预期目标水平，指向剔除基数效应影响，一季度经济实现了稳健修复。

在一季度经济增长中需注意两个容易忽视的问题：一是2024年是闰年，一季度天数较2023年多一天，会对生产同比增速产生拉动作用。二是基建投资增速与实物工作量强度存在偏差，或是在财务支出法下，基建项目建设资金在1-3月可能存在集中支付的情形，提高了1-3月基建投资同比增速水平。

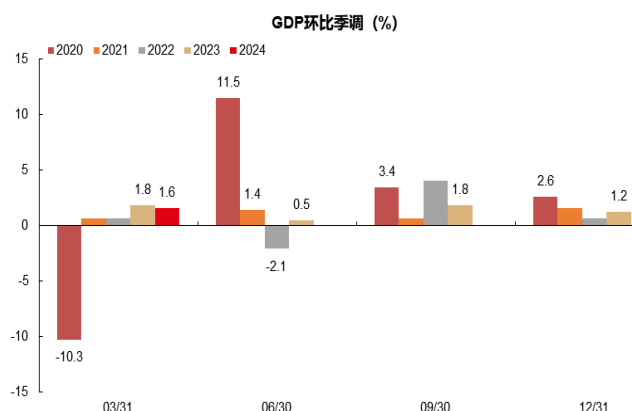
从生产和需求来看，需求相对生产仍弱，但供需缺口持续收窄。利用工业企业出口交货值、社会消费品零售总额、固定资产投资总额指标加权计算

得出加权需求同比增速，代表需求端同比变化情况；利用工业增加值和服务业生产指数累计同比指标加权计算加权生产同比增速，代表生产端同比变化情况。通过两个加权指标对比分析，1-2月和3月加权需求指标同比增速分别为4.36%和3.54%，其中1-2月社零是重要支撑，3月社零有所回落，固定资产投资和外贸是重要支撑。受社零增速回落影响，需求呈现边际回落态势，3月加权需求指标同比增速较2月回落1.45pct。1-2月和3月加权生产指标同比增速为6.2%和4.8%，亦呈现边际回落态势，3月加权生产指标同比增速较2月回落1.4pct。从供需缺口（加权生产增速-加权需求增速）来看，需求相对生产仍弱，但供需缺口边际收窄。3月供需缺口为1.27pct，从2023年年末的3.32pct，持续收窄至1.27pct。

图表2：2017年以来实际GDP增速



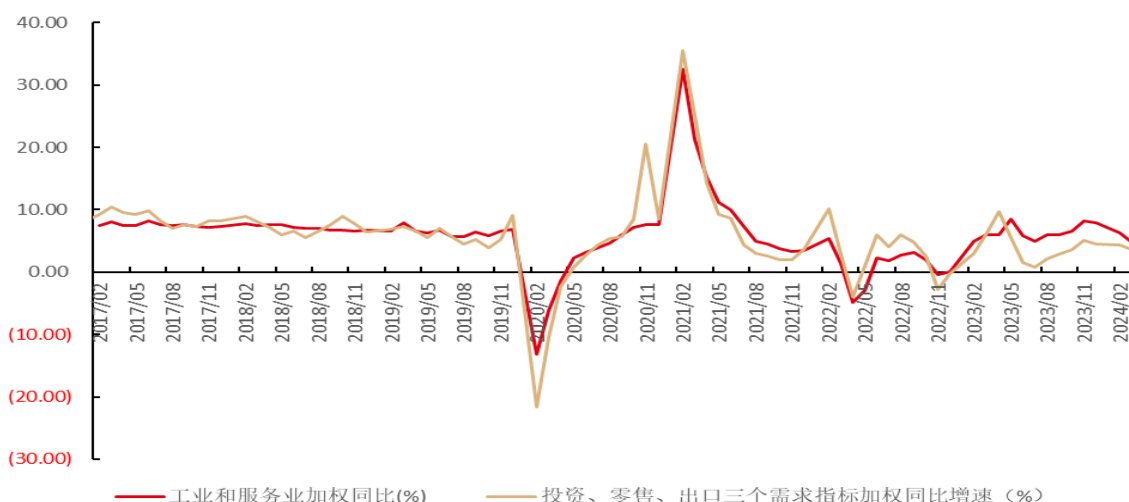
图表3：2020-2024年GDP环比增速



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：需求 VS 生产



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 生产：生产增速韧性仍在，外需拉动效应边际减弱

高基数效应拖累生产增速，剔除基数效应影响，工业生产持续改善。1-3月，工业增加值累计同比增长6.1%，较前值回落0.9pct，弱于预期，较wind一致预期5.3%低0.8pct，弱于季节性，较2016-2019年同期均值水平6.48%低0.38pct。从两年复合增速来看，1-3月工业增加值累计同比两年复合增速9.28%，较1-2月两年复合增速4.67%高4.61pct，指向存在高基数效应影响，实际生产恢复并不弱。

从三大产业来看，1-3月采矿业累计同比增速1.6%，较1-2月累计同比增速回落0.7pct；制造业累计同比增速6.7%，较1-2月累计同比增速回落1pct；电力、燃气及水的生产和供应累计同比增速6.9%，较1-2月累计同比增速回落1pct；高技术产业累计同比7.5%，持平1-2月累计同比增速水平，符合当前我国经济结构调整的背景，大力发展新质生产力，完善现代产业体系。

从分行业增加值来看，3月医药制造业、农副食品加工业、电气机械及器材制造业增速边际回升，其他主要行业增速呈现边际放缓态势，其中，医药行业绝对增速仍是负增长，景气度仍有待进一步回升。

从增速绝对值看，电子信息制造业（13%）、有色金属冶炼及压延工业（12%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（10%）、橡胶和塑料制品业（9.9%）和汽车制造业（9.7%）增加值累计同比排名前五，保持了较高的韧性，其中，电子信息制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、橡胶和塑料制品业、汽车制造业或是外需拉动；有色金属冶炼及压延工业或是近期有色金属价格走高拉动。通用设备制造业（2.4%）、专用设备制造业（1.6%）、非金属矿物质（1.1%）、煤炭开采和洗选业（0.3%）、医药制造业（-1%）累计同比增速处于相对较低水平，处于最后五位。

从累计同比增速边际变化来看，医药制造业（2.5pct）、农副食品加工业（3.3pct）、电气机械及器材制造业（0.2pct）累计同比增速改善相对明显。通用设备制造业（-1.7pct）、黑色金属冶炼及压延加工业（-2.1pct）、

金属制品业 (-2.4pct)、非金属矿物制品 (-2.8pct)、橡胶和塑料制品业 (-3.2pct) 累计同比增速边际放缓。

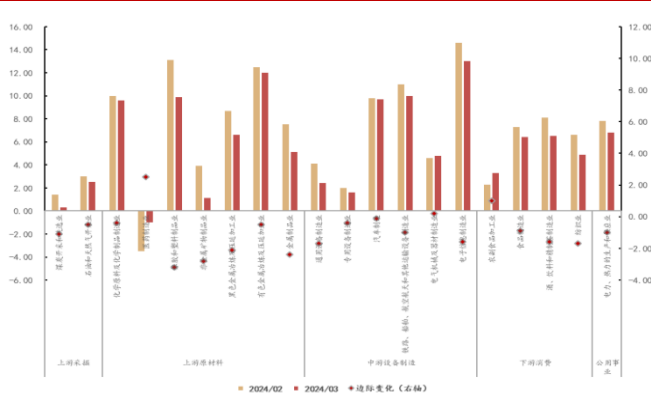
往后看，二季度内外需或将协同发力，生产增速将保持韧性，但外需拉动效应或边际放缓。一是短期出口仍将保持韧性，但出口拉动的边际效应或减弱，如美联储坚持不降息导致的投资下行风险，以及汽车行业为应对海外打压突击出口导致的自然回落。二是扩内需政策或将成为生产持续修复的重要支撑，如大规模设备更新改造政策效果逐渐显现，将会拉动企业投资扩产。1-3 月通用设备和专用设备累计同比增速分别为 2.4%和 1.6%，较 1-2 月增速回落 1.7pct 和 0.4pct，但存在一定高基数效应影响，从两年复合增速来看，1-3 月通用设备和专用设备累计同比两年复合增速为 1.75%和 3.35%，较 1-2 月两年复合增速高 0.38pct 和 0.59pct，指向政策效应逐步显现。

图表5：1-3 月工业增加值累计同比



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表6：1-3 月分行业工业增加值累计同比 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 消费：高基数拖累消费增速，短期消费持续修复或承压

3 月消费持续修复，因高基数效应，3 月社零同比增速回落，两年复合增速边际改善。3月当月社零增速 3.1%，较 1-2 月社零增速 5.5%回落 2.4pct，弱于预期，较 wind 一致预期 4.8%低 1.7pct，好于季节性，较春节位于 2 月的 2022 年、2021 年(使用两年复合增速水平)和 2019 年同期均值水平 1.74%高 1.36pct。考虑基数效应，从两年复合增速来看，3 月当月社零两年复合增速为 6.76%，较 1-2 月社零两年复合增速 4.5%高 2.26pct，显示消费边际

仍有改善。其中，汽车累计同比增速-3.7%，较1-2月增速回落11.5pct，成为主要拖累。1-3月社零累计同比增速4.7%，较1-2月累计增速回落0.8pct。

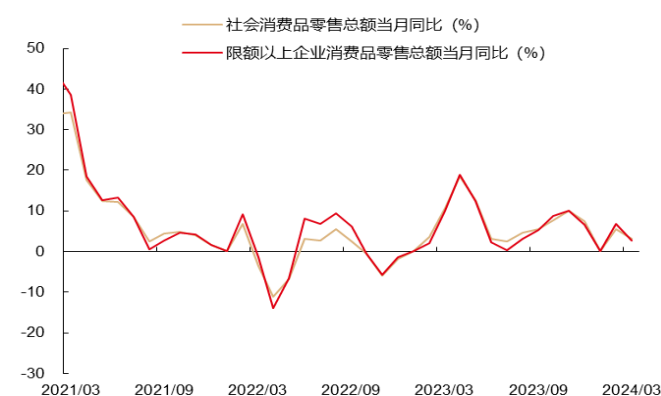
从结构分析，3月餐饮消费好于商品消费，因高基数原因，3月餐饮消费和商品消费增速边际回落，从两年复合增速来看，餐饮消费和商品消费均呈现边际改善。3月餐饮收入当月同比增速6.9%，较1-2月增速回落5.6pct，弱于季节性，较2016-2019年同期均值水平10.65%低3.75pct。从两年复合增速来看，3月当月餐饮收入两年复合增速为16.21%，较1-2月两年复合增速10.84%高5.37pct，呈现边际改善态势；商品零售总额当月同比增速为2.7%，较1-2月增速回落1.9pct，弱于季节性，较2016-2019年同期均值水平9.98%低7.28pct。从两年复合增速来看，3月当月商品零售总额两年复合增速为5.83%，较1-2月两年复合增速3.75%高2.09pct。

从限额以上批发和零售业来看，（1）生活必需品的粮油、食品类（11%）和日用品类（3.5%）维持相对较高增速，且增速环比较为明显改善，较1-2月增速回升2pct、4.2pct。（2）体育、娱乐用品类（19.3%）保持较高增速，且边际持续改善，较1-2月增速回升8pct，或是在促消费背景下，积极打造文旅旅游等，全国营业性演出增加。（3）地产后周期相关的家用电器和音响器材类（5.8%）、家具类（0.2%）、建筑及装潢材料类（2.8%）仍维持正增长，但前两者增速边际回落，应与当前房地产市场景气度尚未明显转暖有关，后者增速边际回升，或是国内房地产融资协调机制持续推进下，存量项目施工加快带动。（4）外需拉动劳动密集型产品增速保持韧性，服装鞋帽针纺织品类同比增速3.8%，较1-2月增速回升1.9pct。此外，汽车类和文化办公用品类当月同比增速均为负增长，分别为-3.7%和-6.6%，较1-2月增速变动分别为-12.4pct和2.2pct，汽车增速边际明显放缓，文化办公用品随着经济回暖有所回升，但增速仍处于负增长区间。

从收入和消费倾向来看，居民消费倾向较为明显修复，居民收入稳健增长，共同推升消费修复。一季度全国居民人均可支配收入累计名义同比增速为6.2%，居民边际消费倾向63.26%（居民人均消费支出/人均可支配收入），较2023年同期回升1.27pct，共同推动居民消费修复。

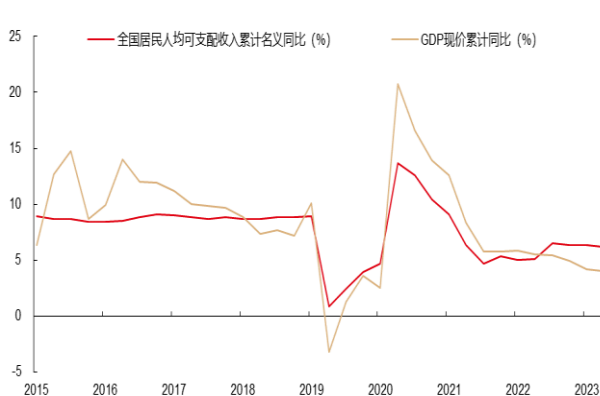
往后看，从居民收入和边际消费倾向来看，居民收入弱于季节性水平，持续修复的趋势性特征有待进一步观察，同时从近期数据观察，居民消费仍偏谨慎，居民消费倾向持续改善亦存在不确定性，二季度居民消费持续修复存在一定压力。一季度全国居民人均可支配收入累计名义同比增速6.2%，较2023年四季度增速低0.1pct，亦弱于季节性，较2016-2019年均值水平8.68%低2.48pct，且自2023年3月以来连续5个季度，居民收入增速小于支出增速，全国居民人均可支配收入当季同比增速与全国居民人均消费支出当季同比增速之差分别为-0.3%、-3.5%、-5.1%、-2.7%和-2.2%。若居民人均可支配收入增速不能持续稳健修复，则会制约消费的持续修复。从工业企业营收增速与城镇居民人均可支配收入增速来看，目前工业企业营收增速波动性修复，尚未呈现明显筑底信号，城镇居民人均可支配收入增速稳健回升趋势亦不能明确。考虑外部冲击扰动，以2019年为基期，从2021年1月-2024年3月工业企业营业收入复合增长率来看，2023年7月工业企业营收复合增长率创阶段性新低5.29%，之后逐步回升，但自2023年11月以来，工业企业营业收入复合增长率再次小幅回落。与此同时，3月物价回落、居民短期贷款弱于季节性、居民存款高于季节性水平，仍指向居民消费相对偏谨慎，但近期以旧换新、降低汽车首付比例等促消费政策持续落地，同时有效降低全社会物流成本，或在一定程度上改善居民边际消费倾向，因此，居民边际消费倾向持续改善亦有待进一步确认。

图表7：社会消费品零售总额同比增速



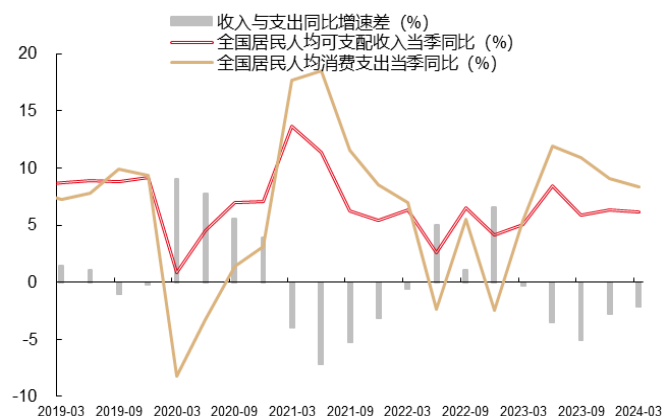
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：全国居民人均可支配收入增速



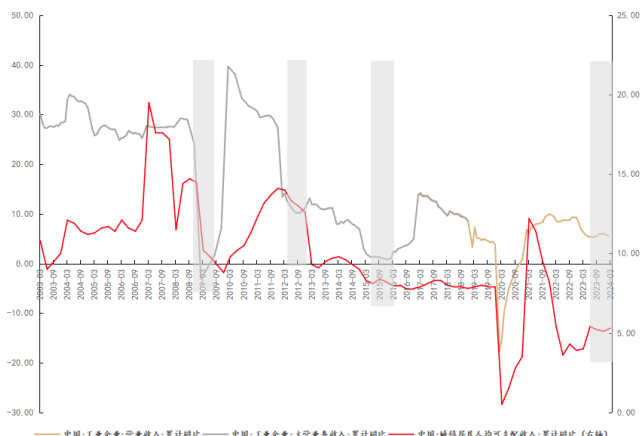
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：连续5个季度居民支出增速高于居民收入增速



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：工业企业营收增速与城镇居民人均可支配收入增速 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 投资：地产投资尚未止跌企稳，基建投资增速或保持平稳，制造业投资有望延续增长态势

3月固定资产投资累计同比增长4.5%，较前值回升0.3pct，好于预期，较wind一致预期4.4%高0.1pct，弱于季节性，较2016-2019年均值水平8.43%低3.93pct；从两年复合增速来看，3月固定资产投资累计同比两年复合增速为6.87%，较1-2月复合增速回升2.03pct。其中，房地产投资累计同比增长-9.5%，较1-2月回落0.5pct；制造业投资和基建投资是主要支撑，制造业投资累计同比增长9.9%，较1-2月增速回升0.5pct，基建投资（不包括电力）累计同比增长6.5%，较1-2月增速回升0.2pct。

4.1 房地产投资：政策性支持效果逐步显现，投资尚未止跌企稳

1-3月房地产投资累计同比增速-9.5%，较1-2月回落0.5pct，跌幅进一步扩大；从两年复合增速来看，1-3月房地产投资累计同比两年复合增速为-7.67%，较1-2月两年复合增速回落0.31pct。

销售端呈现边际回暖迹象，但房地产市场需求仍较为低迷，70大中城市房价同比增速跌幅扩大，或会压制房企拿地和开发意愿，房屋施工面积和竣工面积同比增速仍弱，或受益于房地产融资协调机制，房屋新开工面积同比增速边际回升。

从销售端看，房地产销售景气度有所回暖，但景气度仍相对较低。1-3月商品房销售额累计同比增速-27.6%，较1-2月增速收窄2.7pct，跌幅有所收窄；从两年复合增速来看，1-3月商品房销售额累计同比两年复合增速-13.19%，较1-2月复合增速回升2.77pct，整体显示3月房地产销售有所回暖，或缘于前期房地产调控政策优化、降低房贷利率等政策效果显现，但增速仍处于负增长区间，景气度仍相对较低，这与居民对房价预期转变、就业和收入预期不稳定有关，居民购房意愿相对仍不高，3月居民中长期贷款弱于季节性水平，亦有所体现。

从投资端看，政策稳开发，新开工面积增速边际回升，施工和竣工增速仍弱。1-3月房屋施工面积累计同比增速为-11.1%，较1-2月同比增速回落0.1pct；新开工面积累计同比增速-27.80%，较1-2月增速回升1.9pct，这与近期房地产融资协调机制持续推进有关，截至3月31日，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元，这可以更加精准支持房地产开发企业合理项目融资需求，有序推进房地产项目正常开发建设，新开工增速有所回升；1-3月竣工面积累计同比增速为-20.7%，较1-2月增速回落-0.5pct。在前期保交楼政策指导下，2023年竣工面积增速显著提升，而在拿地、开工放缓的背景下2024年竣工面积边际回落，但随着新开工面积增速回升，会带动后续竣工面积增速边际回升。

从资金来源看，政策支持效果开始显现，但销售走弱的拖累效应仍十分明显。1-3月房地产开发资金累计同比-26%，较1-2月增速回落1.9pct，其中，国内贷款累计同比增速-9.1%，较1-2月回升1.2pct，应是房地产融资协调机制效果显现；其他资金累计同比增速-36.28%，较1-2月增速回落3pct，个人按揭贷款累计同比增速-41%，再创新低，较1-2月增速回落4.4pct，定金及预收款累计同比-37.5%，较1-2月增速回落2.7pct，主因应是房地产销售尚未明显回暖。

往后看，短期房地产投资增速或仍会承压，但在政策支持下，年内房地产市场止跌企稳信号或逐步显现。一是短期房地产投资增速或仍将承压。尽管3月房地产销售有所回暖，商品房销售额增速边际回升，但70个大中城

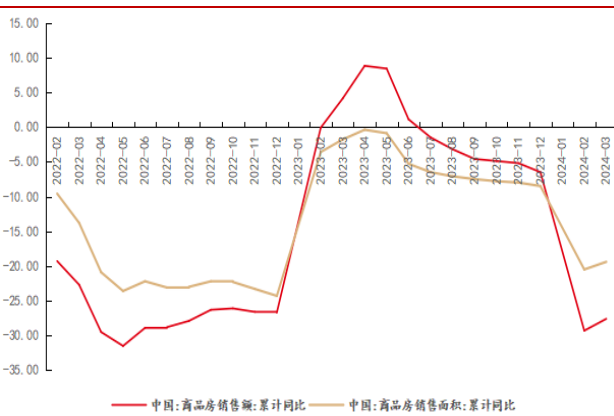
市新建商品住宅和二手住宅价格同比降幅扩大，指向当前市场需求仍较为低迷。3月，一线城市新建商品住宅销售价格同比下降1.5%，降幅比上月扩大0.5个百分点；二、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别下降2.0%和3.4%，降幅比上月分别扩大0.9和0.7个百分点。一线城市二手住宅销售价格同比下降7.3%，降幅比上月扩大1.0个百分点；二、三线城市二手住宅销售价格同比分别下降5.9%和5.7%，降幅比上月分别扩大0.8和0.6个百分点。房地产市场需求相对低迷，直接制约了房企拿地意愿、销售回款速度等，房地产市场风险尚未完全化解，短期房地产投资增速或仍将承压。二是年内政策支持持续推进，房地产融资协调机制持续推进，对不同所有制房地产企业的合理融资需求一视同仁提供资金支持，保障房地产市场平稳健康发展，同时加快保障性住房建设和供给，以及新型城镇化建设推进，将会对房地产投资产生支撑作用。

图表11：1-3 房地产投资增速跌幅扩大 (%)



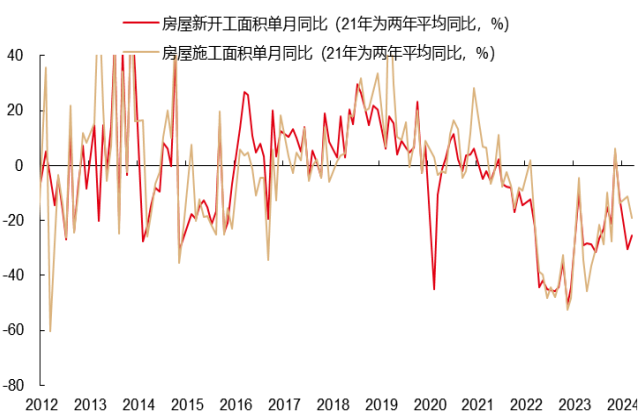
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表12：1-3 月房地产销售增速边际回暖 (%)



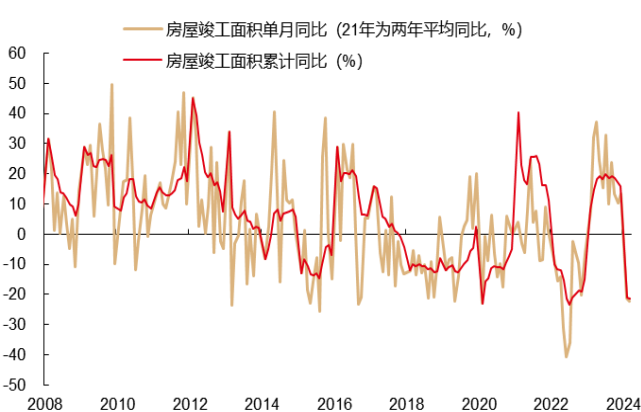
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表13：1-3 月房屋新开工面积同比增速



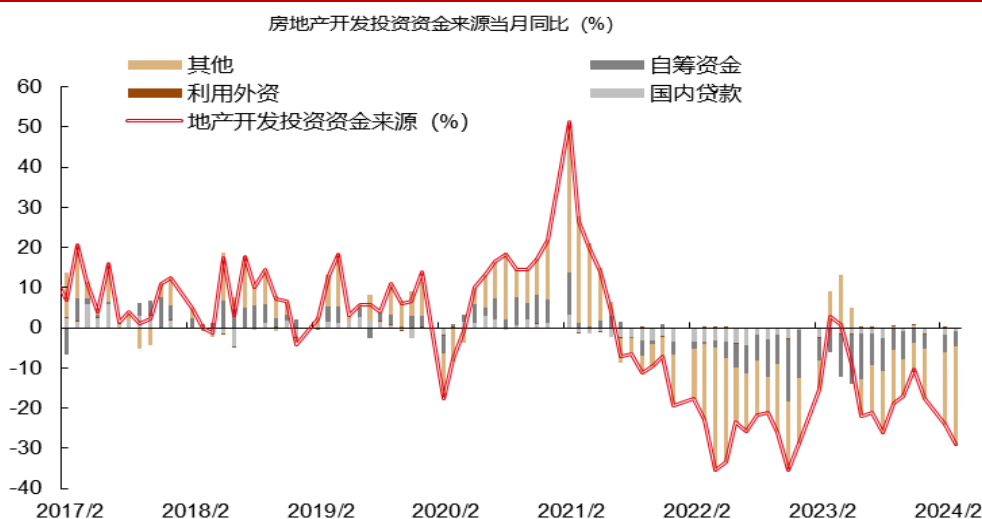
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表14：1-3 月房屋竣工面积同比增速



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表15：1-3月房地产企业资金来源情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4.2 基建投资：二季度专项债有望集中发行，基建投资韧性仍在

1-3月基建投资(不含电力)累计同比增长6.5%，较1-2月回升0.2pct；从两年复合增速来看，1-3月基建投资(不含电力)同比两年复合增速为7.6%，持平1-2月两年复合增速水平。

从资金来源看，今年专项债发行节奏相对靠后。1-3月政府专项债发行6341.24亿元，占当年专项债额度的16.26%，低于2023年和2022年水平，仅高于2021年水平，2021年财政亦后置发力。

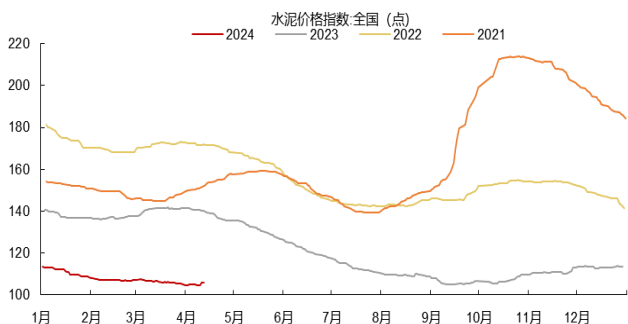
从基建产业相关产业链来看，水泥需求、石油沥青装置开工率、螺纹钢产量均处于较低水平，较低的开工率或不足以支撑基建投资实现较高速增长。1-3月沥青开工率基本低于2023年同期水平，但沥青库存水平仍高于2023年同期水平，显示当前需求相对较为低迷；水泥价格亦较为明显低于2023年同期水平，显示需求并不旺盛；螺纹钢开工率亦低于2023年同期水平。

基于以上分析，1-3月基建投资(不含电力)累计同比增速保持韧性，并边际回升，或是统计方法带来的增速回升。在财务支出法下，基建项目建设资金在1-3月可能存在集中支付的情形，提高了1-3月基建投资同比增速水平。

往后看，基建投资仍有支撑，年内将保持韧性。2024年化债延续2023年基调和节奏，2024年广义财政资金虽较2023年有所收窄，但考虑结转2023

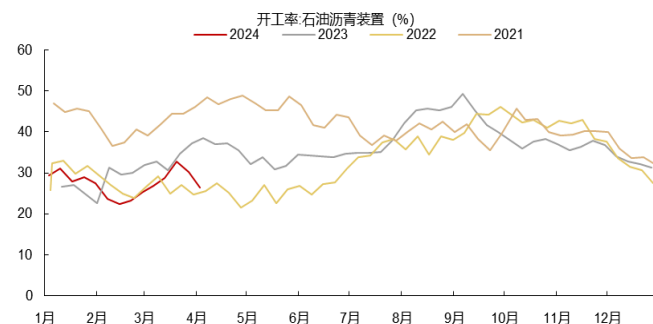
年特别国债和 PSL 资金，同时年内仍将发行 1 万亿超长期特别国债，叠加扩大专项债使用范围，这会对基建投资仍将形成有效支撑。预计二季度或将进入专项债集中发行期，或对基建投资形成有效支撑，基建投资增速保持较好韧性。

图表16: 1-3 月水泥价格指数低于往年同期



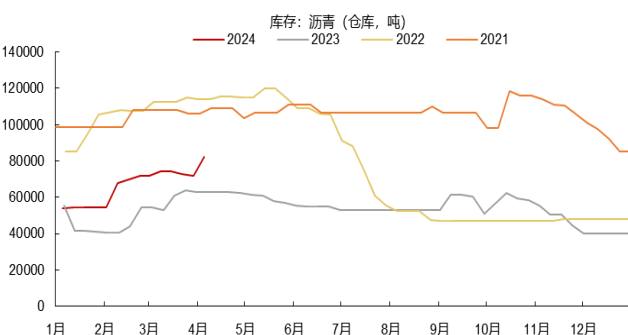
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表17: 1-3 月石油沥青装置开工率



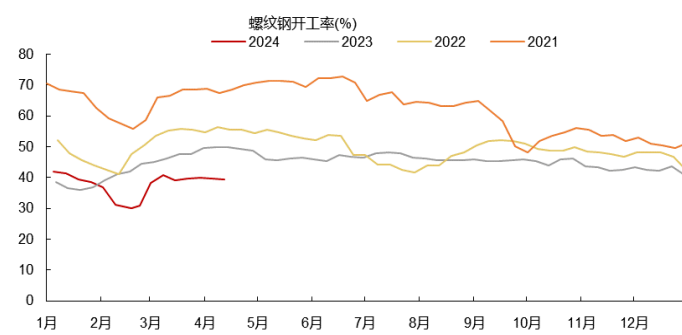
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表18: 1-3 月沥青库存高于 2023 年同期水平



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表19: 1-3 月螺纹钢开工率情况



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

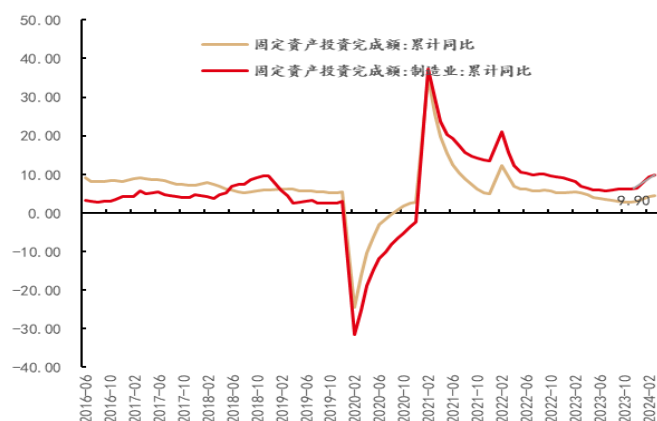
4.3 制造业投资: 内外需有望协同发力, 制造业投资有望延续增长

1-3 月制造业投资累计同比增速 9.9%，较 1-2 月增速回升 0.5pct，对固定资产投资增速形成了较好支撑。从两年复合增速来看，1-3 月制造业投资累计同比两年复合增速为 8.44%，较 1-2 月两年复合增速 8.75% 小幅回落 0.31pct，指向存在低基数效应影响。

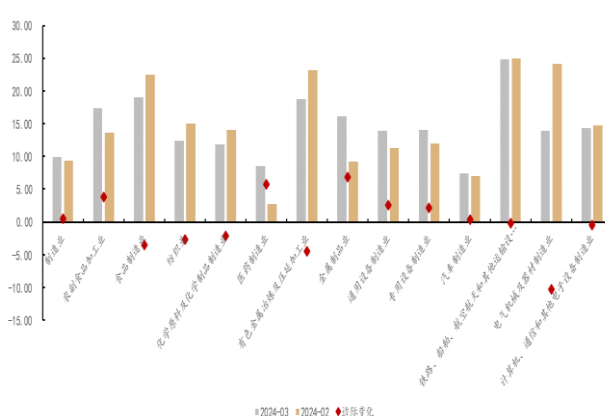
从细分行业来看，(1) 外需拉动型制造业增速保持一定韧性，但呈现边际放缓态势。1-3 月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 (24.8%)、计算机、通信和其他电子设备制造业 (14.3%)、电气机械及器材制造业

(13.9%)、纺织业(12.4%)保持了较高韧性,主要是由外需拉动,但累计同比增速边际放缓,较1-2月变动分别为-0.2pct、-0.5pct、-10.2pct、-2.6pct。(2)必需品行业增速保持了较高增速。1-3月农副食品加工业、食品制造业累计同比增速17.4%和19%,远高于制造业整体累计同比增速水平,较1-2月累计同比增速变动3.8pct和-3.5pct。(3)黄金和有色金属价格上涨,或推升相关行业投资增速走高。1-3月有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业累计投资增速分别为18.8%和16.1%,较前值变动分别为-4.4pct和6.9pct。(4)以旧换新、设备更新改造等稳增长政策推升通用设备和专用设备制造业投资增速回升。1-3月通用设备制造业和专用设备制造业累计投资增速分别为13.9%和14.1%,较1-2月回升2.6pct和2.1pct,指向稳增长政策逐步发力。

往后看,外需拉动作用或边际放缓,设备更新改造或将成为重要支撑,维持年内制造业投资有望创造阶段性高点的判断。一季度需求较为明显改善,其中外需发挥较为明显拉动作用。但目前外需拉动的制造业投资增速呈现边际放缓态势,未来制造业投资的支撑将着眼于内需拉动。短期来看,外需仍将保持一定韧性,出口拉动型投资增速有望维持韧性,但或边际回落,同时,大规模设备更新改造支撑制造业投资增速回升,考虑由于政策存在一定滞后性,大规模设备更新改造等稳增长政策效果有望逐步显现,二季度有望呈现内外需协同发力,共同拉动制造业投资增速回升的局面。

图表20: 1-3月制造业投资情况 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表21: 1-3月各细分行业投资增速情况 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

5 展望：稳基建扩内需，稳增长政策发力必要性增大

从一季度经济数据来看，我国经济延续去年以来持续向好的态势，供给和需求两端均有平稳增长，供需缺口持续收窄，供需新的均衡点逐步显现，实现了良好的开局。

向后看，二季度，因低基数原因，出口增速韧性仍在，但或边际放缓，外需对经济的拉动作用或有所走弱，消费需求持续修复亦或承压，投资增速将成为经济持续修复的关键。（1）**二季度消费持续修复或承压。**因2024年是近三年第一个不受外部冲击的年份，压抑的需求得到较为充分的释放，居民边际消费倾向得到较为明显修复，推动消费修复。但连续五个季度，居民收入增速小于居民支出增速水平，且从居民可支配收入与工业企业营业收入同比增速关系来看，目前居民收入持续修复的趋势性特征尚不能明确，或对居民消费持续修复产生一定制约。此外，3月居民短期贷款弱于季节性、居民存款高于季节性，亦显示居民消费仍偏谨慎，指向居民消费持续修复有待进一步观察。（2）**从投资端来看，二季度制造业投资和基建投资或将成为关键支撑，房地产投资止跌企稳迹象尚不明确。**房地产投资跌幅继续扩大，需求端仍较为低迷，短期房地产市场止跌企稳信号并不明确；二季度制造业投资或有望受益于内外需协同发力，制造业投资增速有望延续走高；基建投资增速与高频数据存在一定背离，考虑专项债与特别国债或进入集中发行期，对基建投资仍存支撑，预计基建投资增速或保持相对稳定。（3）**二季度外需因低基数原因，出口增速韧性仍在，但或边际放缓，对经济拉动作用或将边际走弱。**

基于此，（1）预计二季度专项债或将进入集中发行期，为基建投资提供有效支撑，或将对市场流动性产生一定压力，货币政策降准概率走高；（2）制造业投资增速或将由外需拉动转向稳增长政策与外需共同拉动，如大规模设备更新改造、以旧换新等政策持续推进落实，拉动制造业投资增速回升；（3）房地产投资止跌企稳对于稳定经济增长具有重要作用，鉴于一季度房地产销售虽有回暖，但效果并不理想，不排除进一步优化房地产调控政策的可能，旨在托底、维稳房地产市场健康发展；（4）二季度或启动超长期国债发行工作，为三季度托底基建投资提供资金支撑，三季度逐渐形成实物工作量。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048