

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

如何看待3月经济回踩

2024年4月17日

摘要：

- **工业生产增速回落，内部结构分化。**3月工业增加值同比增速为4.5%，2024年1-2月增速为7.0%。分行业来看，拖累主要来自于中上游行业。受到地产施工低迷，以及基建项目复工偏慢等因素的影响，3月中上游行业生产增速偏缓。在政策的鼓励下，科技创新相关行业、新质生产力不断发展壮大。出口对于工业生产的拉动作用逐月提高。
- **基建、制造业投资表现亮眼，地产保持低迷。**基建投资保持较高增速。去年四季度增发万亿国债，基建投资资金较为充裕。其中公用事业、水利管理投资增速较上期有所提升，这两项与增发国债的规定用途相符。制造业投资再提速。高技术制造业投资增速较快，医药制造、通用设备、专用设备的投资增速均较上期提升。一是政策对制造业投资的支持力度较大；二是1-2月工业企业利润增速转正，企业投资内生动能增强。地产方面，受益于地产政策放松叠加新房供应加大，1—3月新建商品房销售面积同比降幅收窄。但房地产投资3月降幅扩大。
- **商品消费偏弱，服务消费火热。**汽车类消费是3月商品消费的主要拖累项。春节后的价格战迅速升温，随之形成明显消费观望现象，加之对部分新车的关注以及对以旧换新政策的预期，导致3月车市呈现慢热型启动。必选消费较为稳健。粮油食品、日用品、中西药品消费增速较前期改善。服务业在去年高基数基础上继续回升，尤其是接触性服务业增长比较快。
- **2024年第二季度的经济是否会重现2023年的状态？**一季度GDP同比增速录得5.3%，好于预期，但3月经济边际转弱。回顾2023年的经济走势，一季度迎来良好开局，市场调高了后续的经济预期。然而4月份开始经济动能明显走弱，市场情绪因此受到打击。那么今年是否会出现类似的情况？
- **我们认为，2024年二季度经济明显走弱的可能性较小。**(1) 今年以来全球制造业正处于回升阶段。在全球制造业回暖的背景下，我国制造业产品的需求有望得到提振。而去年全球制造业低迷，我国出口负增长。可见今年我国面临的外部宏观环境是优于去年的。(2) 居民的消费倾向正在回归常态。2024年一季度居民消费倾向较去年同期上升1.3个百分点。居民消费倾向的回升可以从多个角度观察，一是2024年清明节假期人均消费超过了2019年；二是存款增速回落。(3) 存量政策仍待发力。推动大规模设备更新和5000亿元科技创新和技术改造再贷款有望支持制造业投资保持同比较高增速。二季度地产专项债与1万亿元超长期特别国债或将加快发行，为基建投资提供资金。

风险因素：政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、工业生产增速回落，内部结构分化.....	3
二、基建、制造业投资表现亮眼，地产保持低迷.....	4
三、商品消费偏弱，服务消费火热.....	5
四、如何看待3月经济回踩.....	6
风险因素.....	8

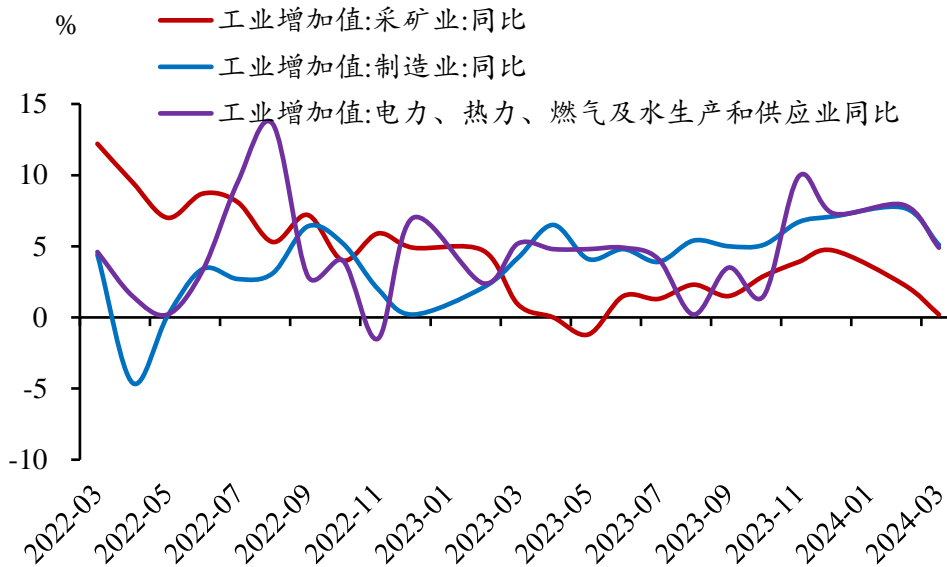
图目录

图 1：工业增加值同比增速.....	3
图 2：分行业工业增加值同比增速.....	4
图 3：工业产销率.....	4
图 4：各行业制造业投资.....	5
图 5：各类消费增速.....	6
图 6：2023 年二季度经济动能减弱.....	7
图 7：各国 PMI.....	7
图 8：居民消费倾向.....	8

一、工业生产增速回落，内部结构分化

工业增加值同比增速较上期回落。2024年3月工业增加值同比增速为4.5%，2024年1-2月增速为7.0%。采矿业增加值同比增速为0.2%，1-2月为2.3%；制造业增加值同比上升5.1%，较上期回落2.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.9%，增速较上期回落3.0个百分点。

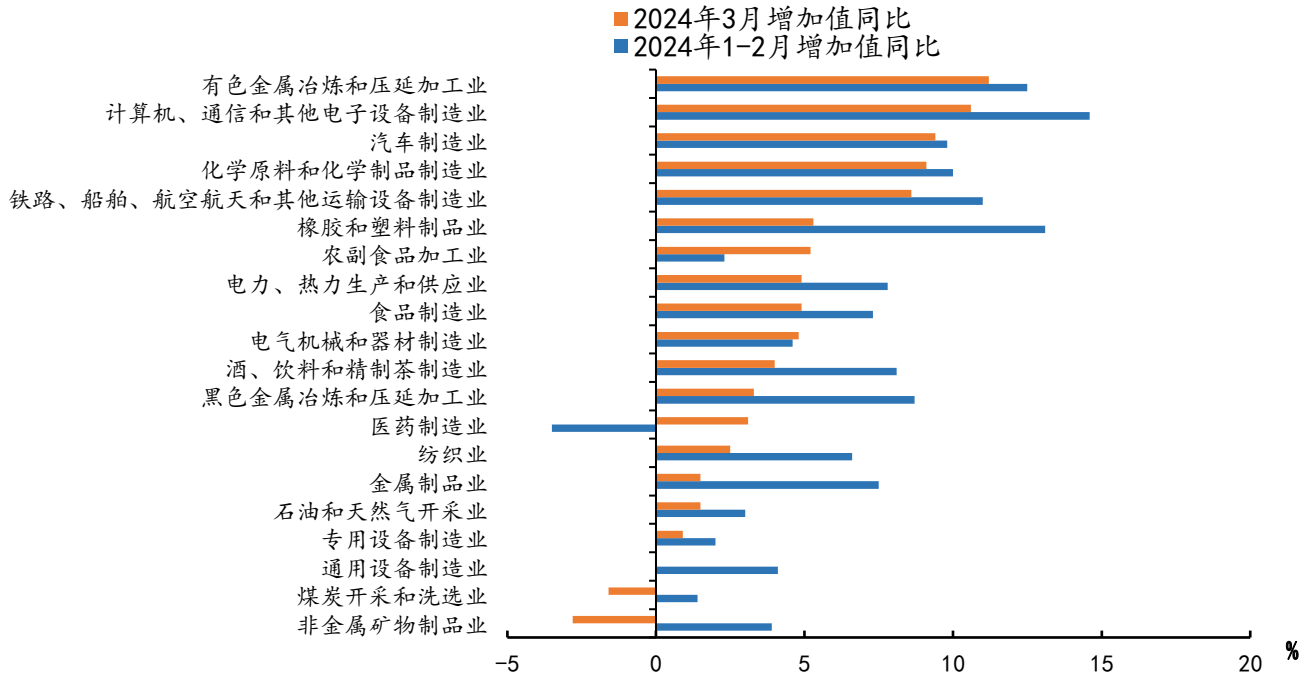
图 1：工业增加值同比增速



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

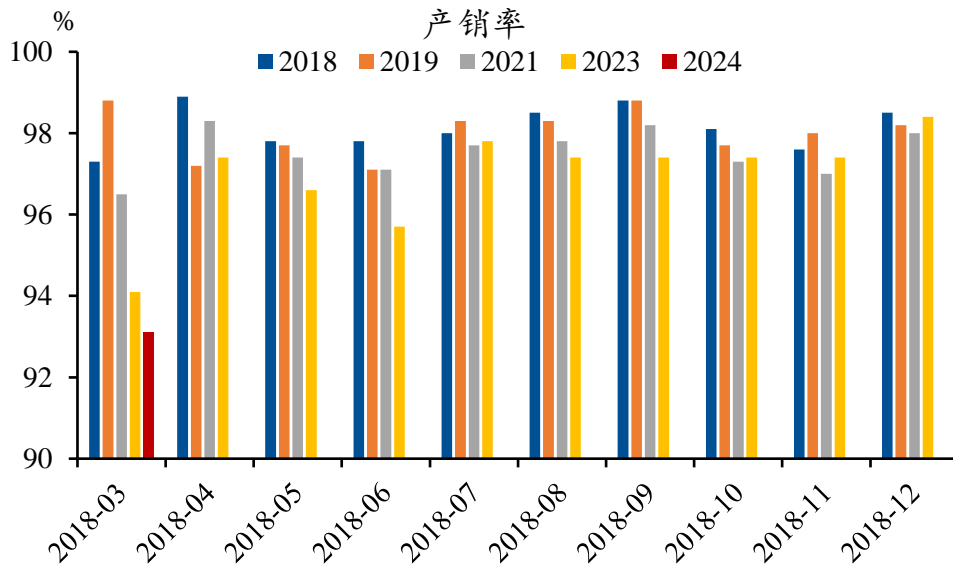
分行业来看，拖累主要来自于中上游行业。受到地产施工低迷，以及基建项目复工偏慢等因素的影响，3月中上游行业生产增速偏缓，非金属矿物制品业增加值同比下降2.8%，1-2月累计增长3.9%；黑色金属冶炼同比增长3.3%，1-2月累计增长8.7%。另一方面，有色金属冶炼增加值增速维持在较高水平，我们认为与3月份以来铜铝等贵金属价格上涨迅猛有关。

高技术制造业、出口链生产较为活跃。在政策的鼓励下，科技创新相关行业、新质生产力不断发展壮大。3月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长7.6%，比1-2月加快0.1个百分点，连续4个月加快增长。一季度太阳能电池生产增长20.1%；与光伏相关的多晶硅、单晶硅增速仍高达50%以上；服务机器人增长26.7%，将近30%；半导体、3D打印均保持两位数以上的高位增长。出口对于工业生产的拉动作用逐月提高，3月工业出口交货值同比增长1.4%，增速高于1-2月的0.4%。

图 2：分行业工业增加值同比增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

需要注意的是，供大于求的问题依然存在。3月工业企业产销率录得93.1%，较去年同期下降1.0个百分点，且明显低于历史同期水平。企业产销率偏低反映企业生产大于需求，对于微观主体，投入的成本可能无法转变为收入和盈利。

图 3：工业产销率


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、基建、制造业投资表现亮眼，地产保持低迷

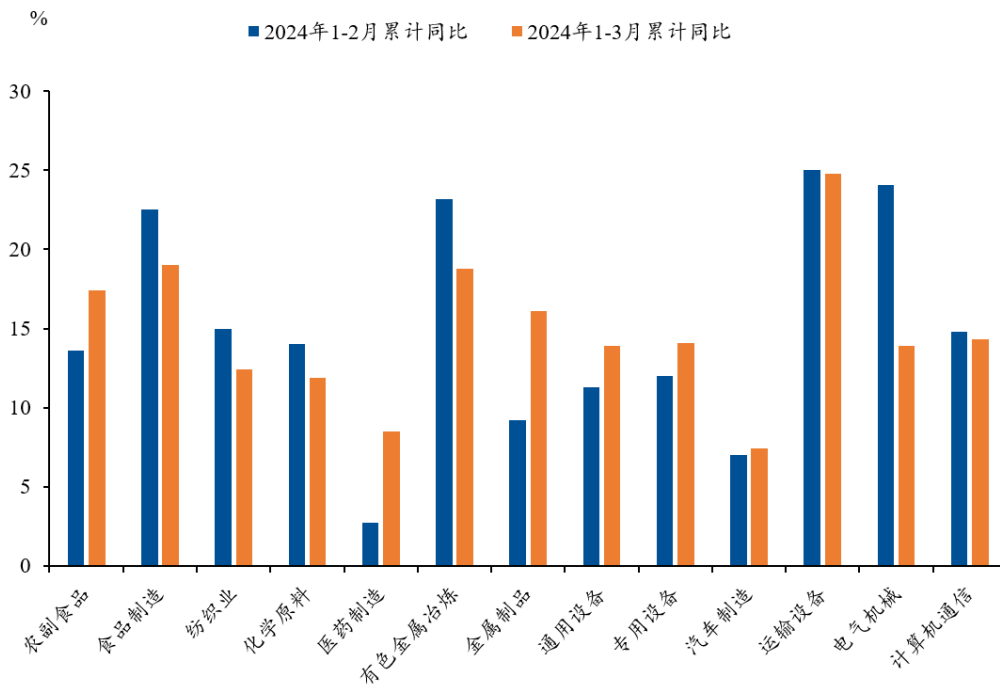
1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）100042亿元，同比增长4.5%，比1-2月加快0.3个百分点；扣除房

地产开发投资，全国固定资产投资增长 9.3%。

基建投资保持较高增速。2024 年 1-3 月广义基建投资增长 8.8%，2024 年 1-2 月为 9.0%。去年四季度增发万亿国债，基建投资资金较为充裕。其中公用事业、水利管理投资增速较上期有所提升，这两项与增发国债的规定用途相符。而公共设施管理、道路运输投资增速下滑。另外，新基建，包括 5G 基站、东数西算、光纤通信等正在加快落地，也对基建投资形成贡献。后续，我们预计 1 万亿超长期特别国债将在二季度集中发行，基建投资的高增有望延续。

制造业投资再提速。1-3 月制造业投资累计同比增长 9.9%，1-2 月份同比增速为 9.4%，连续两个月提速。高技术制造业投资增长 10.8%，其中，航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 42.7%、11.8%。另外，医药制造、通用设备、专用设备的投资增速均较上期提升。一是政策对制造业投资的支持力度较大；二是 1-2 月工业企业利润增速转正，企业投资内生动能增强。

图 4：各行业制造业投资

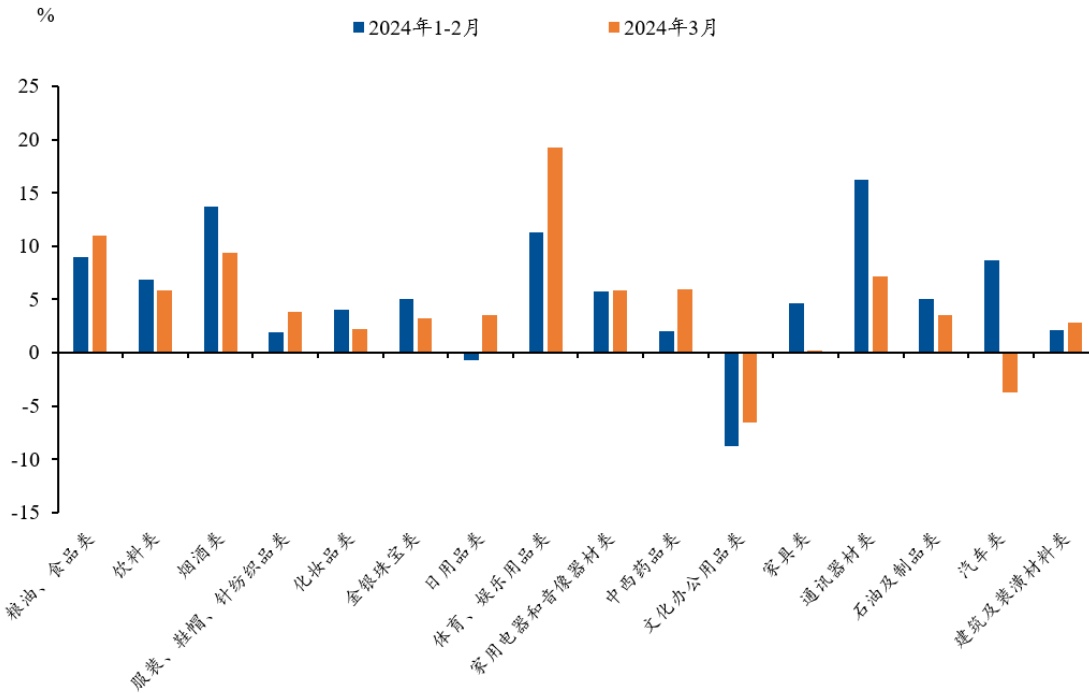


资料来源：万得，信达证券研发中心

地产销售小幅回暖，投资端仍较为低迷。受益于地产政策放松叠加新房供应加大，1—3 月份，新建商品房销售面积同比分别下降 19.4，降幅较 1-2 月收窄 1.1 个百分点。但需要注意的是 3 月份房价仍处于下降通道。1—2 月全国房地产开发投资降幅较去年全年有所收窄，而 3 月降幅较 1-2 月扩大 0.5 个百分点至-9.5%。新开工面积同比降幅较 1-2 月收窄 1.9 个百分点至 27.8%，与 2023 年全年降幅相比仍高出 7.4 个百分点。竣工面积在去年同期高基数的影响下增速下滑，一季度竣工面积累计同比增速-20.7%，较 1-2 月降幅扩大 0.5 个百分点。

三、商品消费偏弱，服务消费火热

3 月社零增速下滑。3 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.1%，低于 1-2 月的 5.5%。

图 5：各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

汽车类消费是 3 月商品消费的主要拖累项。3 月汽车消费同比增长-3.7%，对商品消费形成拖累。乘用车市场零售 168.7 万辆，同比增长 6.0%，说明汽车消费主要受到“价”的影响。根据乘联会的消息，春节后的价格战迅速升温，随之形成明显消费观望现象，加之对部分新车的关注以及对以旧换新政策的预期，导致 3 月车市呈现慢热型启动。

必选消费较为稳健。粮油食品、日用品、中西药品消费增速较前期改善。另外，娱乐方面的消费表现亮眼，3 月体育娱乐用品类消费同比增长 19.3%。

居民服务消费需求旺盛。服务业在去年高基数基础上继续回升，尤其是接触性服务业增长比较快。一季度，服务零售额增长 10%，比商品零售快 6 个百分点。

四、如何看待 3 月经济回踩

一季度 GDP 好于预期，但 3 月经济边际转弱。一季度 GDP 同比增长 5.3%，高于万得一致预期的 5.0% 左右。一季度环比增速为 1.6%，较去年四季度提高 0.4 个百分点。整体来看，经济实现了“开门红”，为全年实现 5% 的目标打下了基础。但值得注意的是 3 月经济出现转弱的迹象，主要体现在工业增加值、社零均低于 iFind 一致预期，地产投资降幅扩大。

2024 年二季度的经济是否会重现 2023 年的状态？回顾 2023 年的经济走势，一季度迎来良好开局，市场调高了后续的经济预期。然而 4 月份开始经济动能明显走弱，市场情绪因此受到打击。那么今年是否会出现类似的情况？我们认为，其发生的可能性较小。

图 6：2023 年二季度经济动能减弱


资料来源:万得, 信达证券研发中心

第一，今年的外部环境优于去年，全球制造业正处于回升阶段。全球制造业 PMI 于 2021 年 6 月达到了高点 (56.0%) 后震荡回落，2022 年 9 月跌至荣枯线以下。时隔 16 个月，全球制造业 PMI 在 2024 年 1 月重新站上荣枯线，并在 2 月、3 月连续两个月上升至 50.6%。我们认为，在全球制造业回暖的背景下，我国制造业产品的需求有望得到提振。而去年全球制造业低迷，我国出口负增长。可见今年我国面临的外部宏观环境与去年是有显著差异的。

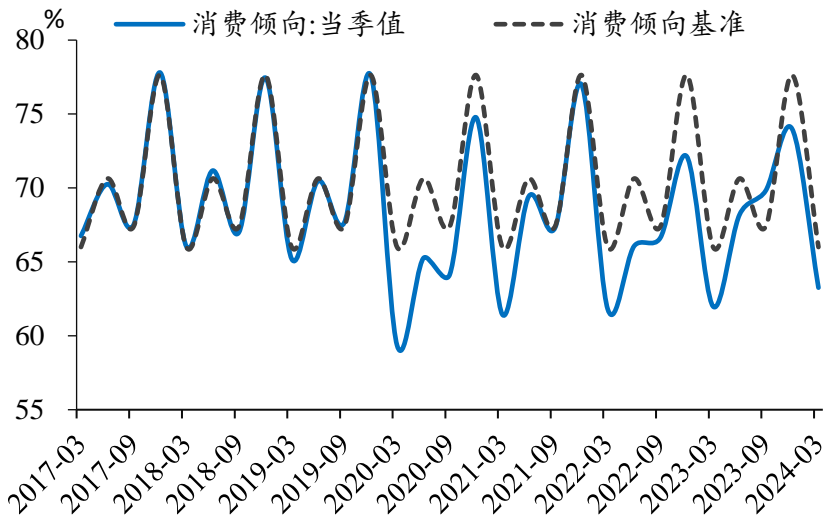
图 7：各国 PMI

	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03
全球	48.70	48.60	49.00	49.20	48.80	49.30	49.00	50.00	50.30	50.60
发达国家										
美国	46.30	49.00	47.00	48.90	50.00	49.40	48.20	50.30	51.50	52.50
德国	41.00	38.80	39.10	39.80	40.70	42.30	43.10	45.40	42.30	41.60
英国	46.50	45.30	43.00	44.30	44.80	47.20	46.20	47.00	47.50	50.30
法国	46.00	45.10	46.00	44.20	42.80	42.90	42.10	43.10	47.10	46.20
西班牙	48.00	47.80	46.50	47.70	45.10	46.30	46.20	49.20	51.50	51.40
意大利	43.80	44.50	45.40	46.80	44.90	44.40	45.30	48.50	48.70	50.40
日本	49.80	49.60	49.60	48.50	48.70	48.30	47.90	48.00	47.20	48.20
韩国	47.80	49.40	48.90	49.90	49.80	50.00	49.90	51.20	50.70	49.80
发展中国家										
中国	49.00	49.30	49.70	50.20	49.50	49.40	49.00	49.20	49.10	50.80
印度	57.80	57.70	58.60	57.50	55.50	56.00	54.90	56.50	56.90	59.10
越南	46.20	48.70	50.50	49.70	49.60	47.30	48.90	50.30	50.40	49.90
巴西	46.60	47.80	50.10	49.00	48.60	49.40	48.40	52.80	54.10	53.60
泰国	53.20	50.70	48.90	47.80	47.50	47.60	45.10	46.70	45.30	49.10
墨西哥	50.90	53.20	51.20	49.80	52.10	52.50	52.00	50.20	52.30	52.20
俄罗斯	52.60	52.10	55.90	54.50	53.80	53.80	54.60	52.40	54.70	55.70

资料来源:iFind, 信达证券研发中心

第二，居民的消费倾向正在回归常态。2024 年一季度居民消费倾向较去年同期上升 1.3 个百分点，与基准值的差距也要小于去年四季度。居民消费倾向的回升可以从多个角度观察，一是 2024 年清明节假期人均消费超过了 2019 年；二是截至 2024 年 3 月，存款增速已降至 7.9%，向下跌破疫情前均值水平，我们认为，存款增速下降显示居民的预防性储蓄开始逐步转化为消费。另外，4 月 16 日商务部等 14 部门近日印发《推动消费品以旧换新行动方案》，在开展汽车以旧换新、推动家电以旧换新、推动家装厨卫“焕新”等方面提出 22 条举措，有助于提振消费意愿。

图 8：居民消费倾向



资料来源：万得，信达证券研发中心

第三，存量政策仍待发力。推动大规模设备更新和 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款有望支持制造业投资保持同比较高增速。二季度地产专项债与 1 万亿元超长期特别国债或将加快发行，为基建投资提供资金。二季度稳增长政策效果有望更好地体现，进一步夯实经济动能。

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。