

# 宏观

证券研究报告  
2024年04月17日

## 经济数据缘何超预期

一季度 GDP 主要反映三个特征：

第一，温差效应显著，对于微观主体而言，现价可能更接近实际感受。

第二，从结构来看，经济结构正在从债务扩张、规模效应、数量增长驱动转型为发展质量驱动。

第三，口径调整对预期差有一定贡献。

**风险提示：**拉动计算基于一定数据假设或有偏差；经济增速超预期，统计口径变更的影响超预期

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告：宏观-从人口流动看中国经济地理变迁》 2024-04-15
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第3周》 2024-04-14
- 《宏观报告：宏观-数据的温差》 2024-04-14

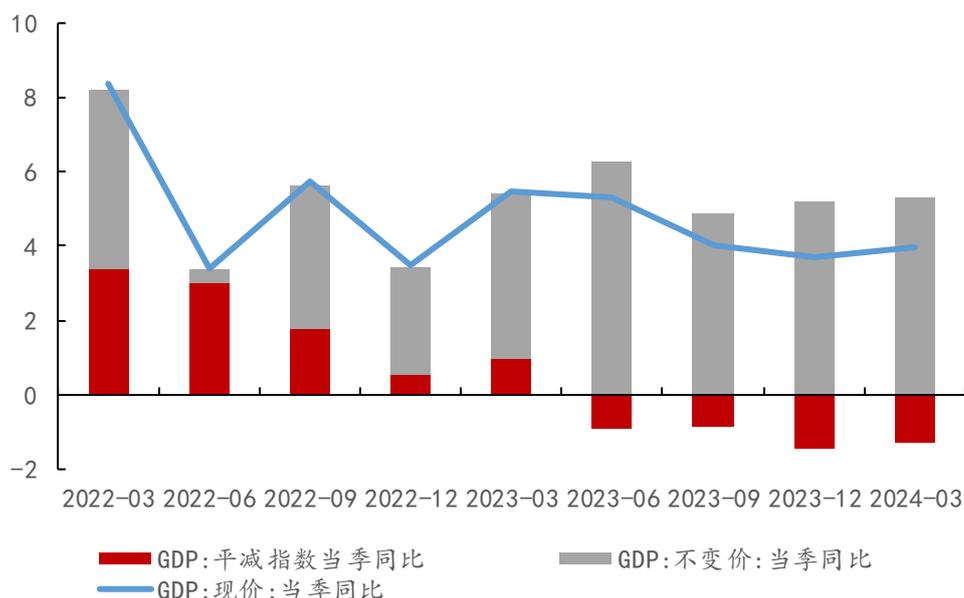
一季度 GDP 增速实现 5.3% 以后，我们预计二季度 GDP 同比增速由于基数走低（2023 年一、二季度两年复合增速分别为 4.7%、3.3%）可能会进一步抬升至 5.5% 以上，“全年 5% 增速目标”大概率能够实现（详见《开门红，完成 5% 还需要多少？》，2024.3.19）。

去年名义的 GDP 增速持续低于实际增速，去年四季度实际 GDP 同比 5.2%，名义 GDP 同比 3.7%，GDP 平减指数 -1.4%。今年一季度名义 GDP 同比 4%，继续低于实际 GDP 同比 5.3%，GDP 平减指数 -1.3%。

实际增速与名义增速的缺口一定程度上解释了微观体感和宏观数据之间的温差效应。因为对于微观经济主体而言，名义口径可能与感受更为接近。一季度实际增速和名义增速的缺口有所收窄，但宏观和微观之间的温差效应依然显著。

例如，企业以价换量、增收不增利，1-2 月工业营收两年复合同比增长 1.6%，利润 -7.8%；1-2 月出口数量指数同比增长 20.1%，价格指数同比 -8.2%；1 季度 PPI 同比 -2.7%（详见《数据的温差》，2024.04.14）。

图 1：现价 GDP 增速从高于不变价增速到低于不变价增速（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所（注：GDP 平减指数参考 wind 数据，为初步核算值下的偏差）

**经济结构上的冷热不均，反映出转型正在进行时——经济结构正在从规模扩张、债务驱动转向存量发展、质量驱动。**

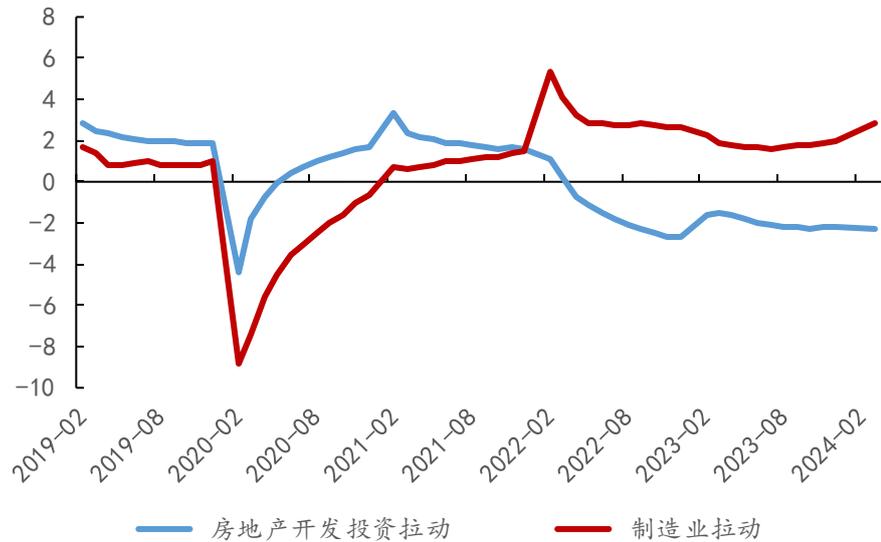
一季度经济的主要支撑之一是制造业投资，一季度同比增长了 9.9%，拉动固定资产投资和现价 GDP 增长 2.8 个和 1.4 个百分点。

一季度房地产投资拖累固定资产投资下滑 2.3 个百分点，（房地产投资-土地购置费）拖累现价 GDP 增速下滑 0.7 个百分点。从趋势上看，随着（房地产投资-土地购置费）占 GDP 比重持续下滑，房地产对 GDP 的拖累正在逐渐放缓。

从经济转型的角度，制造业投资对增长的正向拉动正在逐渐填平房地产投资对增长的负向拖累。

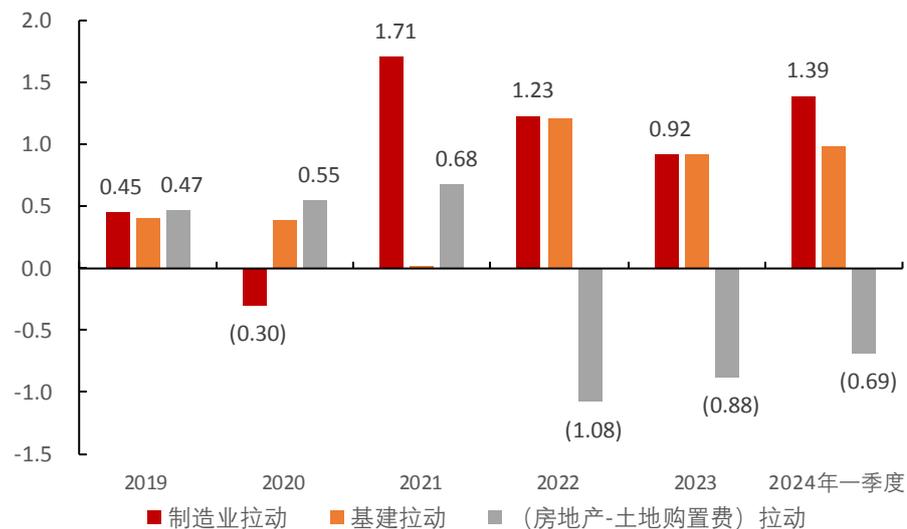
除制造业外，出口对经济的拉动相比于去年末也有所回升。一季度人民币出口累计同比增长 4.9%，拉动现价 GDP 增长 0.9 个百分点，去年全年仅拉动现价 GDP 增长 0.1 个百分点。

图 2：投资从房地产拉动到制造业拉动（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 房地产投资和制造业投资对 GDP 的拉动 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 考虑到 3 月土地购置费数据尚未公布, 房地产对 GDP 的拉动使用 1-2 月数据近似; 考虑到需求法 GDP 没有季度占比数据, 这里使用年度占比近似估算 2024 年一季度分项拉动)

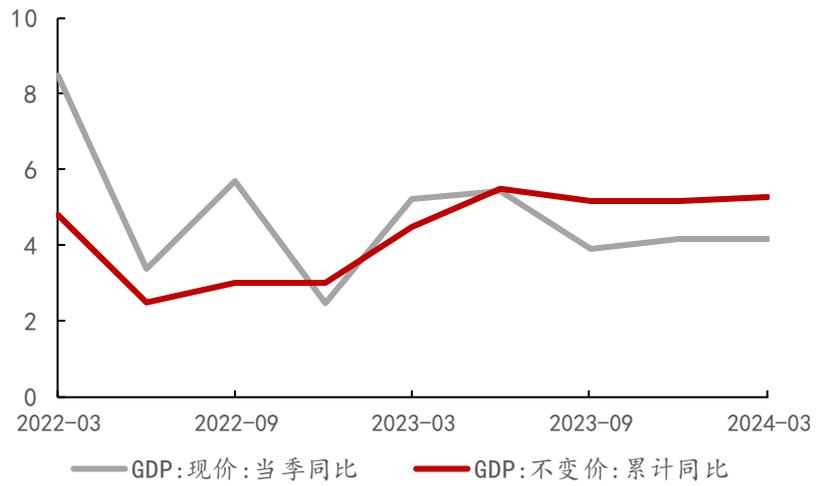
最后, 口径调整也有一些贡献。以固投为例, 统计局表示“受加强在库投资项目、加强统计执法、加强数据质量管理等因素影响, 固定资产投资与上一期已公布数据存在不可比因素<sup>1</sup>”。同时统计局也将单纯一级土地开发等非房地产开发项目剔除出房地产开发统计范围<sup>2</sup>。

因此, 固投同比增速倒算出的固投绝对量与公布的绝对量之间存在偏离。一季度固定资产投资和房地产开发投资的偏离度分别为 11 个和 6 个百分点, 且比 1-2 月有所扩大。这部分对固投及相关分项的增速高于市场预期也有一定贡献。

图 4: 现价 GDP 增速持续低于不变价增速 (单位: %)

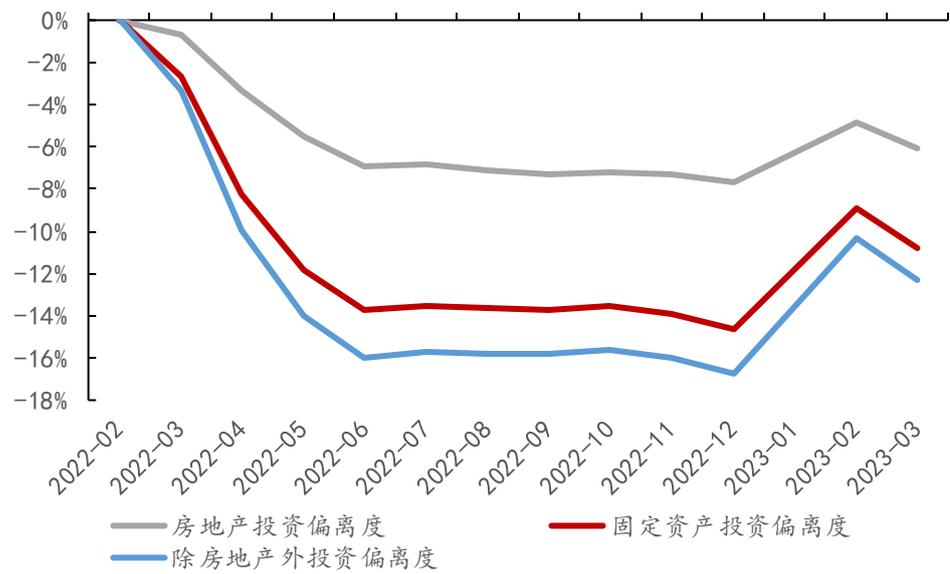
<sup>1</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202404/t20240416\\_1954589.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202404/t20240416_1954589.html)

<sup>2</sup> [https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202404/t20240416\\_1954590.html](https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202404/t20240416_1954590.html)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 口径调整的影响有多大 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com