



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
分析师:崔超
SAC 登记编号:S1340523120001
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《钢铁生产企稳,焦煤、螺纹钢涨价
——高频数据跟踪 20240414》 -
2024.04.15

固收点评

复苏初期,指标分化

——3月经济数据解读 20240417

● 主要数据

一季度 GDP 同比增长 5.3%, 前值 5.2%, 预期 4.9%; 3 月规模以上工业增加值同比增长 4.5%, 前值 7.0%, 预期 5.3%; 社会消费品零售总额同比增长 3.1%, 前值 5.5%, 预期 4.8%; 固定资产投资累计同比增长 4.5%, 前值 4.2%, 预期 4.4%; 城镇调查失业率为 5.2%。

● 核心观点

整体看,一季度 GDP 增速超预期,国民经济取得良好开局,经济整体与结构存在分化,经济回升初期特征较明显。主要亮点包括,一是投资高增长,对经济拉动较大;二是出口改善,对经济贡献由负转正;三是制造业投资增速高位上行,高科技投资高增长,新动能加速演绎。短期看,国内需求整体恢复仍然偏缓,物价偏弱,房地产延续下行,对经济内循环形成制约。二季度政策脉冲效果继续释放,投资持续发力,物价企稳回升或带动名义 GDP 向上修复,持续关注物价企稳回升动能,以及房地产周期出清进度。

● GDP 增速超预期,经济实现良好开局

一季度经济延续复苏趋势,增速有所加快,整体与结构存在分化,经济复苏初期特征明显。GDP 平减指数为-1.1%,物价水平偏低制约名义经济增速修复;出口稳步复苏,后续或是主要的支撑因素。

● 生产:增速超预期回落,四月或迎改善

3 月工业增加值增速超预期回落,工业产能利用率偏低,主要因素或源于偏缓的基建与偏弱的房地产对上下游生产的影响。3 月制造业 PMI 重回扩张区间,基建进度加速推动钢铁、建材产业链企稳回升,叠加 4 月基数走低影响,国内生产短期或回归上行趋势。

● 消费:必选消费稳定,可选消费回落,地产消费边际改善

3 月社会消费品零售总额当月同比增速不及预期,环比弱于季节性。餐饮收入好于商品零售,商品消费意愿不足是内需复苏的主要制约之一。汽车消费同比下降。

● 投资:制造业投资加速,固投增速超预期

一季度固定资产投资超预期增长,制造业投资累计同比增长 9.9%,是投资增速超预期的主要动力。基建投资增速提升 0.2pct。高技术产业投资维持高增长。

● 房地产:投资降幅扩大,仍是总需求的拖累因素

3 月房地产投资、房企到位资金降幅扩大,国房景气指数延续下行,行业仍未触底。短期仍是投资、经济复苏的主要拖累。

● 就业:失业率稳中有降

3 月全国城镇调查失业率为 5.2%,较上月下降 0.1 pct。

● 风险提示:

流动性超预期收紧,国内政策效果不及预期。

目录

1 GDP 增速超预期，经济实现良好开局.....	4
2 生产：增速超预期回落，四月或迎改善	5
3 消费：必选消费稳定，可选消费回落，地产消费边际改善.....	7
4 投资：制造业投资加速，固投增速超预期	9
5 房地产：投资降幅扩大，仍是总需求的拖累因素	10
6 就业：失业率稳中有降.....	11
7 风险提示.....	12

图表目录

图表 1: GDP 两年复合增速回升	5
图表 2: 第二产业增速上行	5
图表 3: 3 月工业增加值同比增速超预期回落	6
图表 4: 3 月工业增加值环比走势弱于季节性	6
图表 5: 3 月各行业工业增加值两年复合增速整体回落, 汽车、医药、电气机械增速提升	7
图表 6: 餐饮收入恢复好于商品零售	8
图表 7: 社零总额 3 月环比增速弱于季节性	8
图表 8: 社交消费增速提升, 地产消费边际改善, 汽车消费降幅较大	8
图表 9: 固投整体加速 (累计同比)	9
图表 10: 第二产业投资增速高位上行 (累计同比)	9
图表 11: 销售端降幅收窄, 行业景气度延续下行	11
图表 12: 房企信贷、销售端来源资金降幅仍较大	11
图表 13: 失业率整体处于低位	12
图表 14: 全国城镇调查失业率季节性回落	12

1 GDP 增速超预期，经济实现良好开局

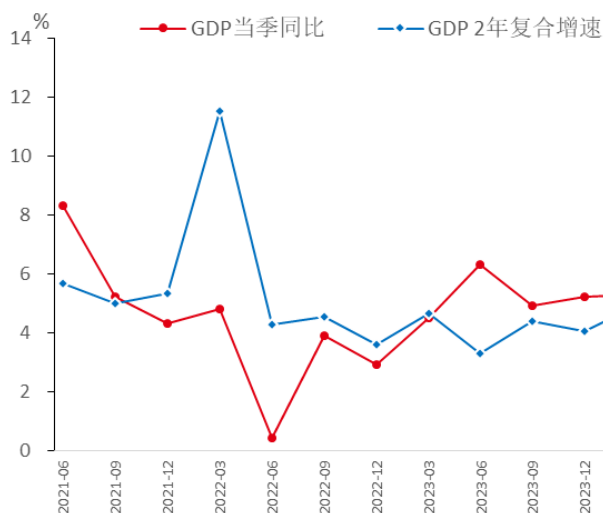
一季度经济延续复苏趋势，增速有所加快。一季度国内生产总值 29.63 万亿元，同比增长 5.3%，高于去年四季度和全年的 5.2%，也高于预期的 4.9%；去除基数影响，一季度两年复合增速为 4.9%，高于去年四季度的 4.0%。分产业看，第一产业当季同比增长 3.3%，较去年四季度下降 0.9 pct；第二产业当季同比增长 6.0%，较去年四季度提升 0.5 pct；第三产业当季同比增长 5.0%，较去年四季度下降 0.3 pct。两年复合增速，第一、二、三产业当季同比分别增长 3.5%、4.6%、5.2%，分别较四季度-0.6 pct、+0.7 pct、+1.0 pct，工业、服务业产值增速加快，分别对应一季度出口、内需恢复。

名义增速偏低，物价仍待回升。一季度名义 GDP 同比增长 4.2%，与去年四季度持平；对应 GDP 平减指数为-1.1%，较去年四季度下降约 0.1 pct。3 月物价边际走弱，但整体回升趋势不变，上行动能主要源于海外输入性涨价因素、国内基建推进对建材和原料价格的支撑、内生性动能的恢复等。

出口稳步复苏，后续或是主要的支撑因素。从三大需求上看，投资、消费、进出口整体稳定，固定资产投资同比增长 4.5%，去年全年增长 3%，提升 1.5 pct；社会消费品零售总额增长 4.7%，服务零售额增长 10%；进出口增长 5%，创 6 个季度以来新高。值得关注的是出口，去年全年货物和服务净出口对经济拉动-0.6 pct，对经济增长贡献-11.4%；四季度拉动经济-0.2 pct，对经济增长贡献率-3.1%。今年一季度出口快速恢复，对经济由拖累转为正向拉动，或成为推动实现全年经济增长目标的主要支撑力量。

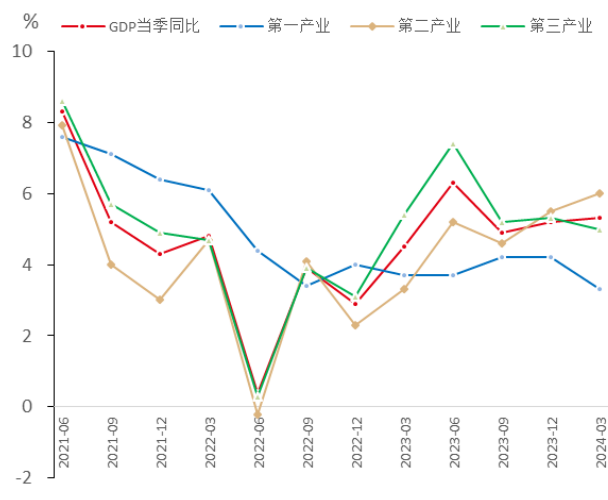
一季度经济整体与结构存在分化，GDP 增速超预期，投资高增长，出口大幅改善，生产和消费有待进一步复苏。经济回升初期特征较明显，各项经济指标走势分化，整体维持偏缓复苏的态势。向前看，前期出台的一系列稳增长政策效果仍未完全显现，政策发力态势大概率维持，二季度政策脉冲效果继续释放，投资持续发力，持续关注物价企稳回升动能，以及房地产周期出清进度。

图表1: GDP 两年复合增速回升



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

图表2: 第二产业增速上行



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

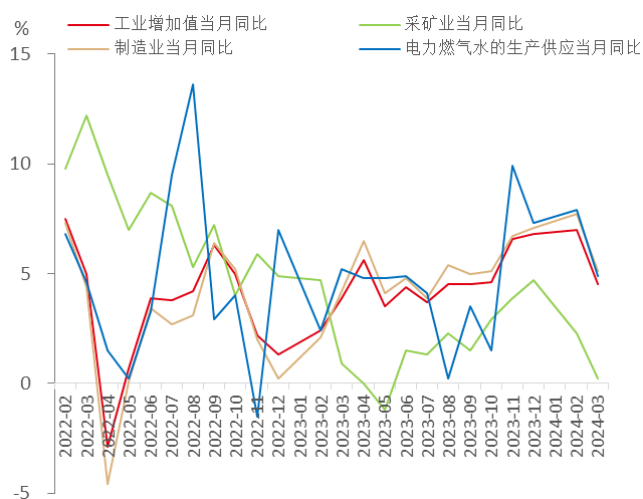
2 生产: 增速超预期回落, 四月或迎改善

3月工业增加值增速超预期回落, 工业产能利用率偏低。3月全国规模以上工业增加值同比增长4.5%, 较前两个月下降2.5 pct, 低于预期的5.3%; 去除基数影响, 两年复合增速为4.2%, 较前两个月的4.7%下降0.5 pct, 生产增速有所放缓。环比看增速偏弱, 3月环比增速-0.08%, 2011年2月有数据以来同期首次负增长, 2018-2023年五年(不含2020年)均值为0.59%。与工业增加值增速下行相对应的, 工业产能利用率在一季度环比下降2.3 pct至73.6%, 录得2016年4季度以来第二低, 仅高于2020年1季度。

生产增速回落的主要因素或源于偏缓的基建与偏弱的房地产对上下游生产的影响。3月基建施工项目进度偏缓, 房地产投资、销售、新开工面积增速下行, 钢铁、水泥、煤炭需求不足, 上游采掘、原料制造、装备制造相关行业开工率季节性偏弱。相关数据, 如3月钢材产量同比增长0.1%, 水泥产量大幅下降22.0%, 焦炉开工率持续下行, 高炉开工率回升偏慢, 均对此形成印证。对生产负向影响的其他因素, 一是出口增速回落, 对生产拉动较前两个月转弱; 二是节后首月下游居民消费回落, 相关制造业生产放缓。**向前看, 3月制造业PMI重回扩张区间, 基建进度加速推动钢铁、建材产业链企稳回升, 叠加4月基数走低影响, 国内生产短期或回归上行趋势。**

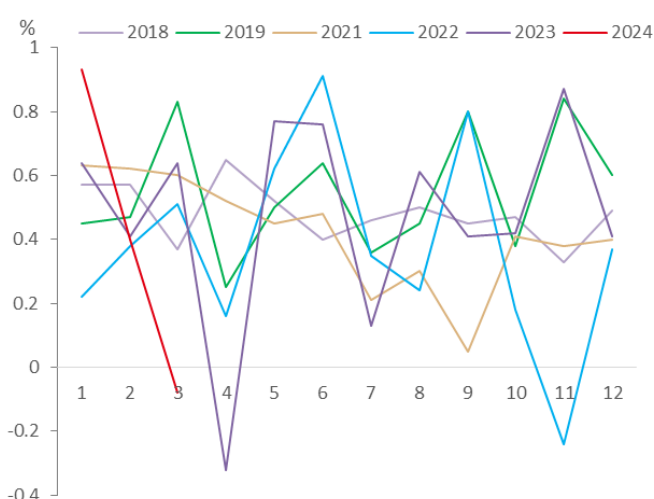
三大产业生产增速回落，采矿业降幅较大。分三大门类看，采矿业、制造业、电热气水的生产和供应业增加值分别同比增长 0.2%、5.1%、4.9%，分别较前两个月下降 2.1 pct、2.6 pct、2.0 pct，整体生产有所放缓。从两年复合增速上看，采矿业、制造业、电热气水的生产和供应业增加值分别同比增长 0.5%、4.6%、5.0%，分别较前两个月下降 3.0 pct、0.3 pct、0.1 pct，采矿业增速回落较多。

图表3：3月工业增加值同比增速超预期回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

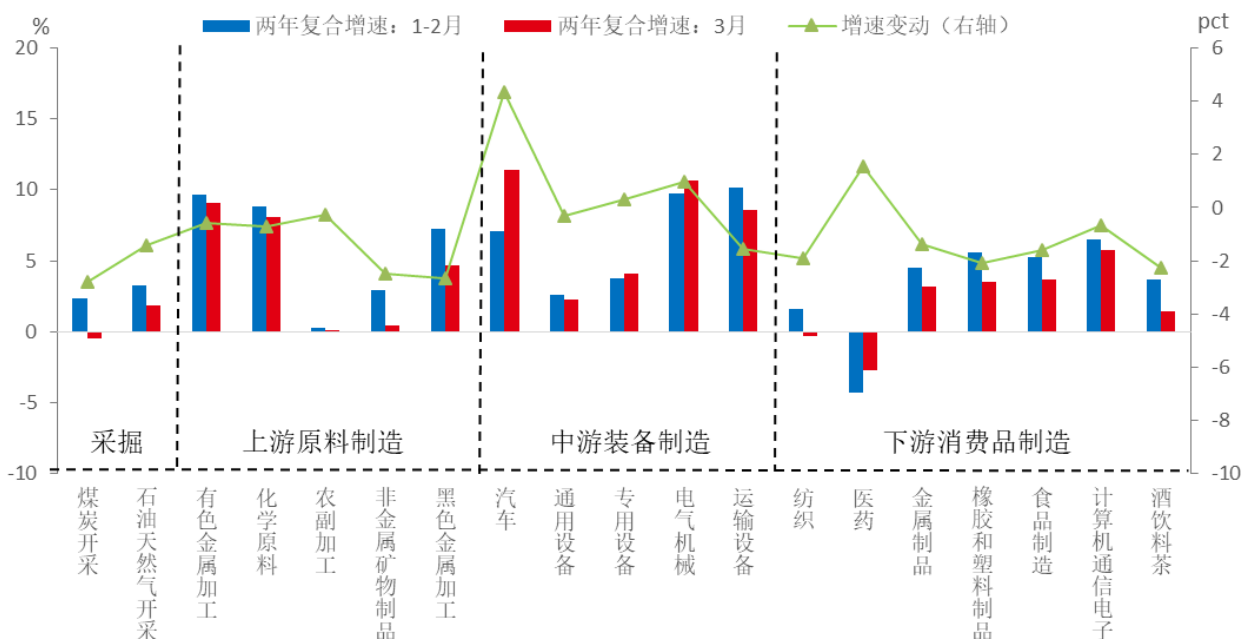
图表4：3月工业增加值环比走势弱于季节性



资料来源：iFind，中邮证券研究所

分行业看，采掘、上游原料制造、下游消费品制造增速回落，中游装备制造业增速上行。从两年复合增速上看，中游装备制造业生产稳中有升，同比增速维持较高水平且整体上行，其中汽车生产延续高增长，3月两年复合增速 11.4%，较前两个月提升 4.4 pct，是增速最高和增速变动最高的行业；电气机械、运输设备、专用机械同比增速分别为 10.7%、8.6%、4.1%，分别较前两个月+1.0 pct、-1.5 pct、+0.3 pct。采掘行业增速回落，煤炭开采、石油天然气开采同比增速分别为-0.5%和 1.8%，分别较前两个月回落 2.8 pct 和 1.4 pct。上游原料制造行业生产增速均回落，幅度较大的黑色金属加工、非金属矿物制品分别较前两个月下降 2.6 pct 和 2.5 pct。下游消费品制造业，除医药制造业外，其他行业生产增速均不同程度下降，其中酒饮料茶、橡胶和塑料制品、纺织分别下降 2.2 pct、2.1 pct、1.9 pct。

图表5：3月各行业工业增加值两年复合增速整体回落，汽车、医药、电气机械增速提升



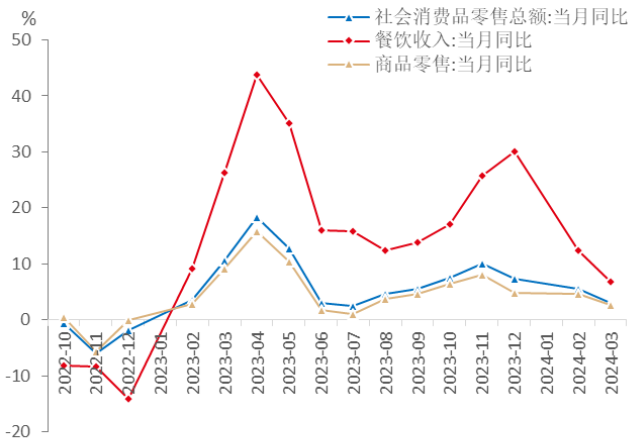
资料来源：iFind，中邮证券研究所

3 消费：必选消费稳定，可选消费回落，地产消费边际改善

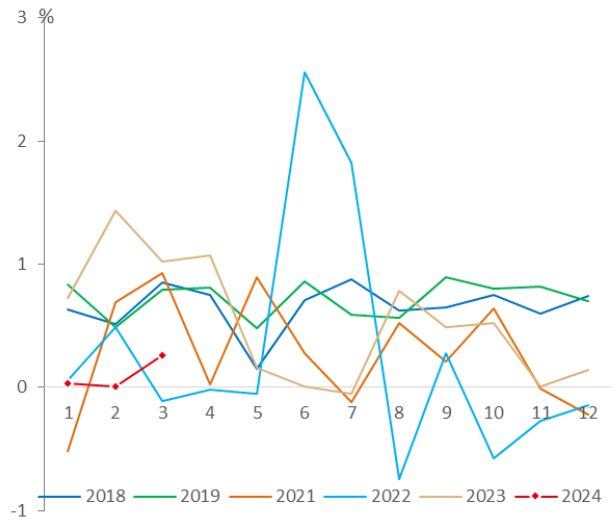
社会消费品零售总额当月同比增速不及预期，环比弱于季节性。3月社会消费品零售总额同比增长3.1%，较前两个月下降2.4 pct，低于预期的4.8%；除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9%。环比看，与今年春节日期相近的2018年、2019年、2021年3月环比增速分别为0.85%、0.79%、0.93%，均值0.86%，均高于今年3月的0.26%，环比走势弱于季节性，映射内需恢复依然偏缓。此外，高基数对3月数据也产生较大影响。去年1-4月，社会消费品零售总额环比增速分别为0.72%、1.43%、1.02%、1.07%，连续四个月环比增速较高，高基数影响或将持续至四月。

餐饮收入好于商品零售，居民服务消费热度高。餐饮收入3月和1季度同比增速分别为6.9%和10.8%，高于商品零售的2.7%和4.0%，同时也高于整体社会消费品零售总额的3.1%和4.7%。这也与春节、清明假期居民外出就餐、出行旅游、休闲娱乐的高热度相一致。居民商品消费意愿不足是内需复苏的主要制约之一。

图表6: 餐饮收入恢复好于商品零售



图表7: 社零总额3月环比增速弱于季节性

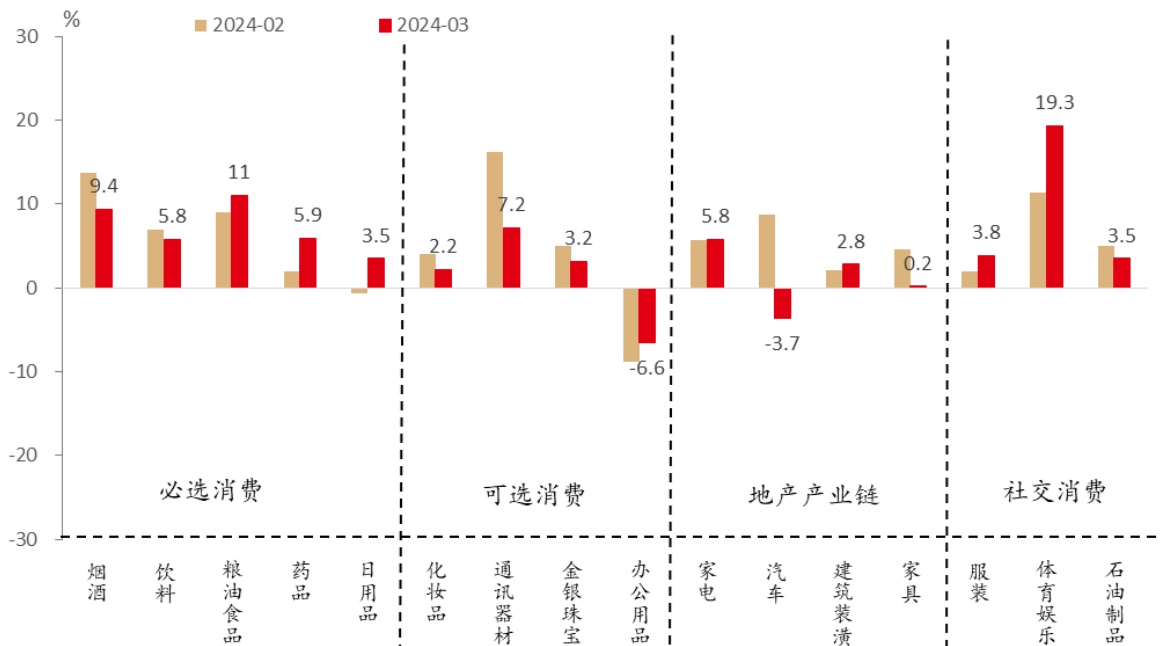


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

商品零售增速较前两个月回落, 汽车消费同比降幅较大。社交消费增速整体提高, 体育娱乐同比大幅增长 19.3%, 较上月提升 8 pct; 服装消费同比增长 3.8%, 较上月提升 1.9 pct。地产消费边际改善, 家电、建筑装潢同比增速分别较上月提升 0.1 pct 和 0.7 pct, 家电、建筑装潢、家具同比均实现正增长。汽车消费同比下降 3.7%, 较上月下降 12.4 pct, 对社会消费品零售总额整体增速拖累较大。必选消费保持韧性, 可选消费增速回落。

图表8: 社交消费增速提升, 地产消费边际改善, 汽车消费降幅较大

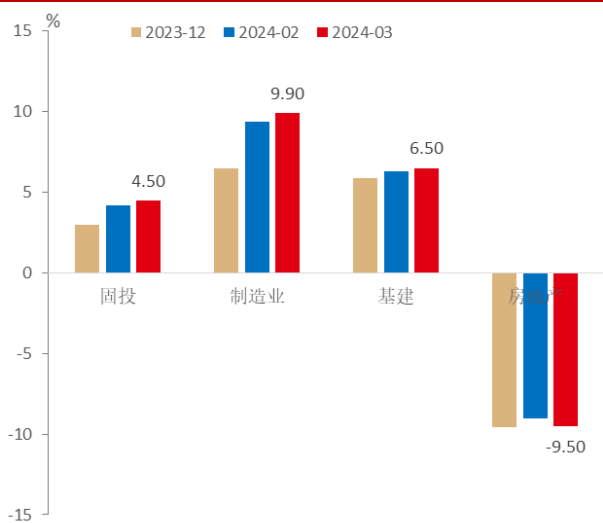


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

4 投资：制造业投资加速，固投增速超预期

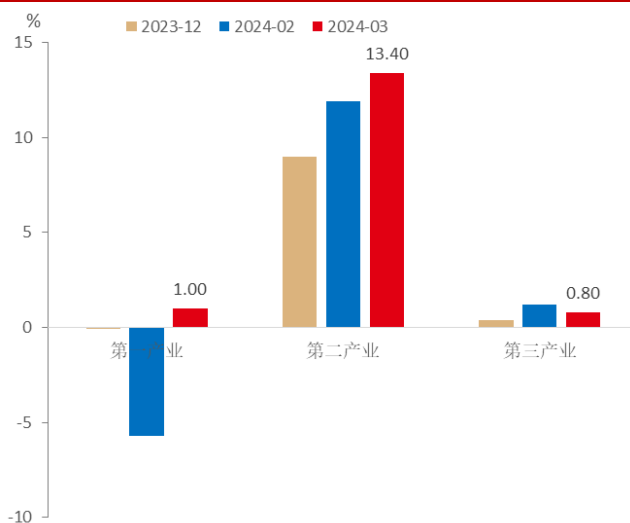
固定资产投资超预期增长，制造业投资增速高位上行。3月全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长4.5%，高于预期的4.4%，较上月提升0.3 pct，较去年全年提升1.5 pct。分领域看，制造业投资累计同比增长9.9%，较上月提升0.5 pct，较去年全年提升3.4 pct；基础建设投资（不含电力等）累计同比增长6.5%，较上月提升0.2 pct，较去年全年提升0.6 pct；房地产开发投资累计同比下降9.5%，降幅较上月扩大0.5 pct，较去年全年收窄0.1 pct。房地产仍是固定资产投资的主要拖累，扣除房地产投资，一季度全国固定资产投资累计同比增长9.3%。环比看，固定资产投资环比增长0.14%，增速较上月下降0.48 pct。分三大产业看，一、二、三产业投资同比增速分别为+1.0%、+13.4%和+0.8%，分别较上月+6.7 pct、+1.5 pct和-0.4 pct。

图表9：固投整体加速（累计同比）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：第二产业投资增速高位上行（累计同比）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

项目持续落地，基建投资增速提升。年初增发国债项目落地实施，支持灾后重建资金陆续下达，基础设施建设投资增速回升。1-3月，不含电热水生产供应的基础设施建设投资累计同比增长6.5%，较上月提升0.2 pct；包含电热水生产供应的基础设施建设投资累计同比增长8.75%，较上月下降0.2 pct。同比增长幅度较大的领域为电热水的生产和供应业（29.1%）、铁路运输（+17.6%）、水利管理（+13.9%）。电热水的生产和供应业投资累计同比增速较上月提升3.8

pct, 提升幅度较大; 交通运输和仓储物流投资增速较上月下降 3.0 pct, 降幅较大。

制造业投资加速。1-3 月制造业投资累计同比增长 9.9%, 较上月提升 0.5 pct, 较去年全年提升 3.4 pct, 是投资增速超预期的主要动力。制造业中投资增速较高的行业有铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(+24.8%)、食品制造业(+19.0%)、有色金属冶炼和压延加工业(+18.8%)、农副食品加工业(+17.4%)。

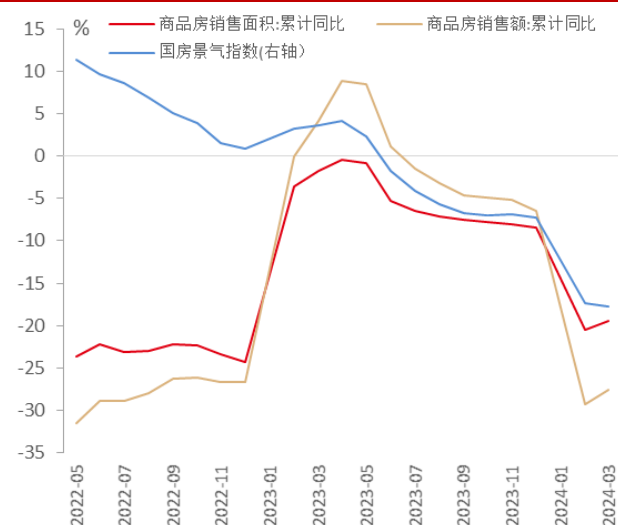
高技术产业投资维持高增长。作为经济增长新动能的高技术产业投资延续高增长, 1-3 月同比增长 11.4%, 其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 10.8%、12.7%。高技术制造业中, 航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 42.7%、11.8%; 高技术服务业中, 电子商务服务业、信息服务业投资分别增长 24.6%、16.9%。

5 房地产：投资降幅扩大，仍是总需求的拖累因素

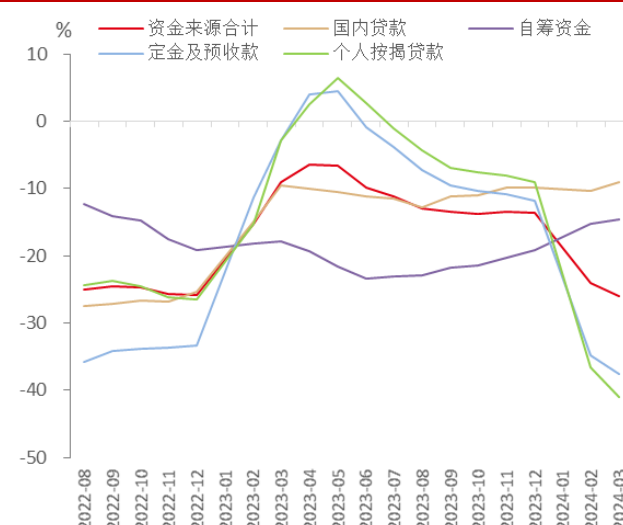
房地产投资降幅扩大，国房景气指数延续下行。1-3 月，全国房地产开发投资 22082 亿元，同比下降 9.5%，降幅较上月扩大 0.5 pct，较去年全年收窄 0.1 pct；其中，住宅投资 16585 亿元，下降 10.5%。3 月国房景气指数录得 92.07，较 2 月下降 0.05，自去年 4 月以来延续下行趋势，下行斜率放缓。

商品房销售降幅收窄，房企到位资金降幅扩大，现金流仍偏紧。销售端，1-3 月份新建商品房销售面积同比下降 19.4%，降幅较上月收窄 1.1pct，其中住宅面积同比下降 23.4%；新建商品房销售额同比下降 27.6%，降幅较上月收窄 2.7pct，其中住宅销售额同比下降 30.7%。房企 1-3 月份到位资金同比下降 26.0%，降幅较上月扩大 1.9 pct；其中国内贷款下降 9.1%，降幅收窄 1.2pct；个人按揭贷款下降 41.0%，降幅扩大 4.4 pct。

3 月房地产投资、房企到位资金降幅扩大，国房景气指数延续下行，基数因素外，行业仍未触底。扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 9.3%，高于整体投资的 4.5%，房地产短期仍是总需求的主要制约因素。

图表11：销售端降幅收窄，行业景气度延续下行


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表12：房企信贷、销售端来源资金降幅仍较大


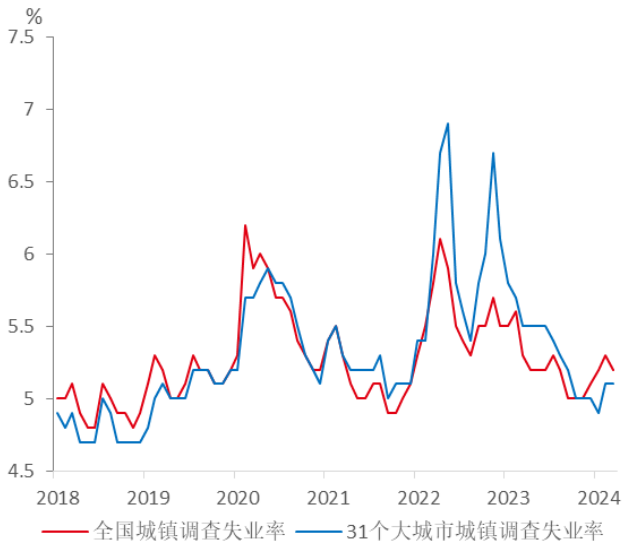
资料来源：iFind，中邮证券研究所

6 就业：失业率稳中有降

3月全国城镇调查失业率为5.2%，较上月下降0.1pct，较上年同期下降0.3pct，处于近年同期低位，环比走势符合季节性规律。3月31个大城市城镇失业率为5.1%，与前值持平。

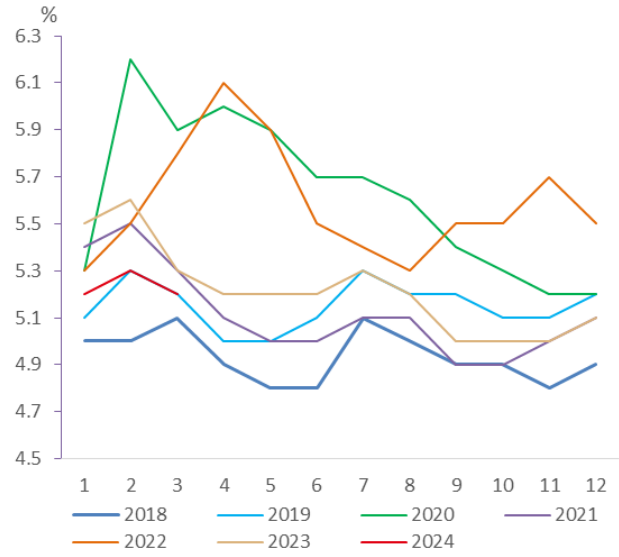
整体看，一季度GDP增速超预期，国民经济取得良好开局，经济整体与结构存在分化，经济回升初期特征较明显。主要亮点包括，一是投资高增长，对经济拉动较大；二是出口改善，对经济贡献由负转正；三是制造业投资增速高位上行，高科技投资高增长，新动能加速演绎。短期看，国内需求整体恢复仍然偏缓，物价偏弱，房地产延续下行，对经济内循环形成制约。二季度政策脉冲效果继续释放，投资持续发力，物价企稳回升或带动名义GDP向上修复，持续关注物价企稳回升动能，以及房地产周期出清进度。

图表13：失业率整体处于低位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表14：全国城镇调查失业率季节性回落



资料来源：iFind，中邮证券研究所

7 风险提示

流动性超预期收紧，国内政策效果不及预期。

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