



宏观点评

开局良好，结构转型期更应关注质量 效益改善

——2024 年一季度经济数据点评

投资要点：

- **核心观点：2024 年一季度 GDP 实际同比增速为 5.3%，全年实现 5% 经济增长目标的难度不大。**整体来看，今年经济开局良好，内生动能渐进修复，供给端，一季度规模以上工业增加值累计同比+6.1%，新旧政策合力，高新技术对工业增加值形成支撑；需求端，一季度全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.5%，制造业投资超预期。在新旧动能转换的过程中，我们认为新动能可能带来经济波动，不宜对部分结构数据过于悲观，即在此经济结构转型期更应关注质量和效益改善。在政策空间上，我们预计 4 月底即将召开的政治局会议对宏观政策部署做出大幅度调整的可能性较低，建议后续关注三中全会可能带来的政策边际变化。

- **供给端：新旧政策合力+高新技术支撑工业增加值，待需求侧发力：**在新旧政策合力+高新技术产业支撑下，3 月规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%，低于 Wind 一致预期的 5.3%。整体来看，一季度工业增加值增速是新旧政策合力的结果，旧政策（工业稳增长政策、万亿国债）效力渐显，新政策（设备更新改造政策）逐步发力，高新技术产业是核心支撑。随着工业稳增长政策逐步发力见效，2023 年底各地出海抢单订单逐步兑现，工业企业内生动力有望被激发。

- **需求端：制造业投资超预期，高技术产业是主要支撑：**一季度，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.5%，扣除商品物价以后，实际增长 5.9%。分领域看，1-3 月份制造业投资累计同比增速为 9.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 6.5%，房地产开发投资同比增速为-9.5%。一季度固定资产投资呈现三大特点：一是“新变化”：制造业投资增速超预期，主因高新技术产业引领、设备更新和技术改造支撑、先进制造业集群带动；二是“旧支撑”：一季度基建重大项目开工平稳进行；三是“老问题”：地产投资降幅扩大，待关注供需端政策加速落地。后续有两点值得关注，一是关注需求端“三大工程”发力；二是关注地产“白名单”扩城增量加速改善地产供给端，新机制加快落地生效。

- **微观指标与宏观数据存在“温差”的三个典型事实：**

- 1) **工业增加值与用电量指标背离。**2024 年 1-2 月工业用电量累计同比+9.8%，2024 年 1-2 月规模以上工业增加值累计同比+7.0%，二者相差 2.8 个百分点，创 2019 年以来的新高。在产业结构转型、新质生产力逐步形成的过程中可能出现相关产业用电量高增的情况，这是转型中的合理现象，无需过度担忧用电量指标与工业增加值的背离，及其表征工业生产的有效性和合理性。

- 2) **基建投资增速与水泥库存比背离。**2024 年一季度水泥库存比居 2019 年以来较

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

《大规模设备更新对金融数据有何影响——2024 年 3 月金融数据点评》

《如何弥合宏微观的“温差”？——名义 GDP 的重振之路》

《聚焦产业升级，促进高质量发展——2024 年地方两会观察与全国两会前瞻》

《关于我国房地产市场的一些思考》

高分位数，水泥需求表现疲软，但是 2024 年一季度基建重大项目开工平稳进行韧性较强，一季度基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.5%，增速环比提升 0.2 个百分点。我们尝试从统计方法和财政发力两个维度解释这一背离现象。一是受统计方法影响，投资额填报时点与实物工作量进度可能存在时间差。二是国家增量资金的下达以及化债省份基建的推迟（财联社报道）对实物工作量的拉动和掣肘作用难以完全抵消。

3) 社零增速与居民消费支出指标背离。1-3 月社会消费品零售总额同比+4.7%，3 月当月社会消费品零售总额同比+3.1%，较 1-2 月回落 2.4 个百分点，弱于 Wind 一致预期，但是一季度城镇居民人均可支配收入同比+5.3%，人均消费支出同比+7.7%，社零弱、人均可支配收入以及人均消费支出强、物流指数走强，这三者存在矛盾。社零增速和居民消费支出指标背离可能是由于居民消费倾向较弱以及“消费左移”（追求高性价比的商品）导致。消费者对于汽车等耐用品的购买欲望和倾向可能有所降低，而对粮油等非耐用品的消费倾向提高，这一部分消费的增加也可能拉升物流指数。

- **风险提示：**（1）政策推进力度及效果不及预期或出现政策转向；（2）地产下行风险超预期；（3）地产增量政策出台不及预期

内容目录

1. 一季度多项经济指标超 5%.....	6
1.1 GDP：开局良好，全年实现 5%压力不大.....	6
1.2 供给端：新旧政策合力+高新技术支撑工业增加值，待需求侧发力.....	7
1.3 需求端：制造业投资超预期，高技术产业是主要支撑.....	12
1.3.1. 新变化：高新技术产业引领制造业投资加速增长.....	12
1.3.2. 旧支撑：2024 年一季度基建重大项目开工平稳进行.....	14
1.3.3. 老问题：地产投资降幅扩大，关注供需端政策加速落地.....	15
2. 微观指标与宏观数据存在“温差”的三个典型事实.....	18
2.1 工业增加值与用电量指标背离.....	18
2.2 基建投资增速与实物工作量背离.....	19
2.3 社零增速和居民消费支出指标背离.....	21
3. 风险提示.....	24

图表目录

图 1: 经济分项表现数据	6
图 2: 一季度规模以上工业增加值同比+6.1%.....	9
图 3: 工业增加值定基指数农历季节性变动	9
图 4: 资金到位率情况.....	9
图 5: 资金到位率环比改善情况: 房建相对较弱	9
图 6: 工业增加值分行业累计同比: 中游有色金属冶炼领先, 下游计算机、通信、铁路和船舶累计同比领先	10
图 7: 1-3 月主要产品中粗钢同比降幅收窄	10
图 8: 1-3 月汽车半钢胎开工率、汽车全钢胎开工率均值分别为 67.5%、53.0%, 同比变动 6.4、-2.4 个百分点.....	10
图 9: 1-3 月 PTA 开工率、纯碱开工率环比上升 6.1%、3.2%.....	11
图 10: 1-3 月粗钢、生铁和钢材日产量同比+6.4%、1.3%和-0.9%.....	11
图 11: 1-3 月电影票房收入环比+73.4%、同比-1.2%.....	11
图 12: 1-3 月电观影人数环比 57.6%、同比+3.9%	11
图 13: 固定资产投资完成额分产业: 制造业累计同比较高	13
图 14: 固定资产投资完成额分行业: 第二产业累计同比较高	13
图 15: 高新技术产业引领制造业投资加速增长: 2024 年 1-3 月高技术制造业累计同比 +10.8%.....	13
图 16: 2024 年 1-3 月项目开工投资额弱于 2023 年同期水平	15
图 17: 3 月开工项目投资额前五名省份	15
图 18: 土地市场热度较低.....	16
图 19: 房地产开发资金来源: 1-3 月国内贷款和自筹资金累计同比降幅扩大, 分别为 -9.1%和-14.6%.....	16
图 20: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数	17
图 21: 70 个大中城市二手住宅价格指数.....	17
图 22: 2023 年 11 月至 2024 年 3 月房地产开发资金来源变化	17
图 23: 1-2 月工业用电量累计同比与规模以上工业增加值累计同比差值为 2.8 个百分点, 创 2019 年以来新高	18
图 24: 三大产业用电量增速: 2023 年 8 月以来第三产业用电量增速明显提升	18
图 25: 2019 年、2021 年和 2023 年三大产业对用电量的拉动: 二产和三产对用电量的拉动率自 2019 至 2023 年均呈现先下后上.....	19

图 26: 2024 年一季度水泥库容比上行 (水泥需求降低、生产放缓) 但基建投资韧性仍强20

图 27: 2024 年 3 月水泥库容比处于历史较高分位数: 库存攀升20

图 28: 1-3 月社会消费品零售总额同比+4.7%21

图 29: 3 月餐饮收入当月同比 6.9%, 高于网上商品和服务零售额当月同比增速22

图 30: 3 月建材类零售额当月同比较前值上行, 汽车和金银珠宝零售额当月同比较前值下行22

图 31: 3 月公共物流园吞吐量指数: 物流园(7DMA)均值为 91.0422

图 32: 3 月主要快递企业分拨中心吞吐量指数: 快递分拨中心(7DMA)为 87.6922

图 33: 汽车和文化办公用品是 2024 年 3 月社零的主要掣肘项23

图 34: 2024 年 3 月仅汽车和文化办公用品对社零负拉动, 2,21 至 2023 年对社零产生负拉动率作用的科目较多23

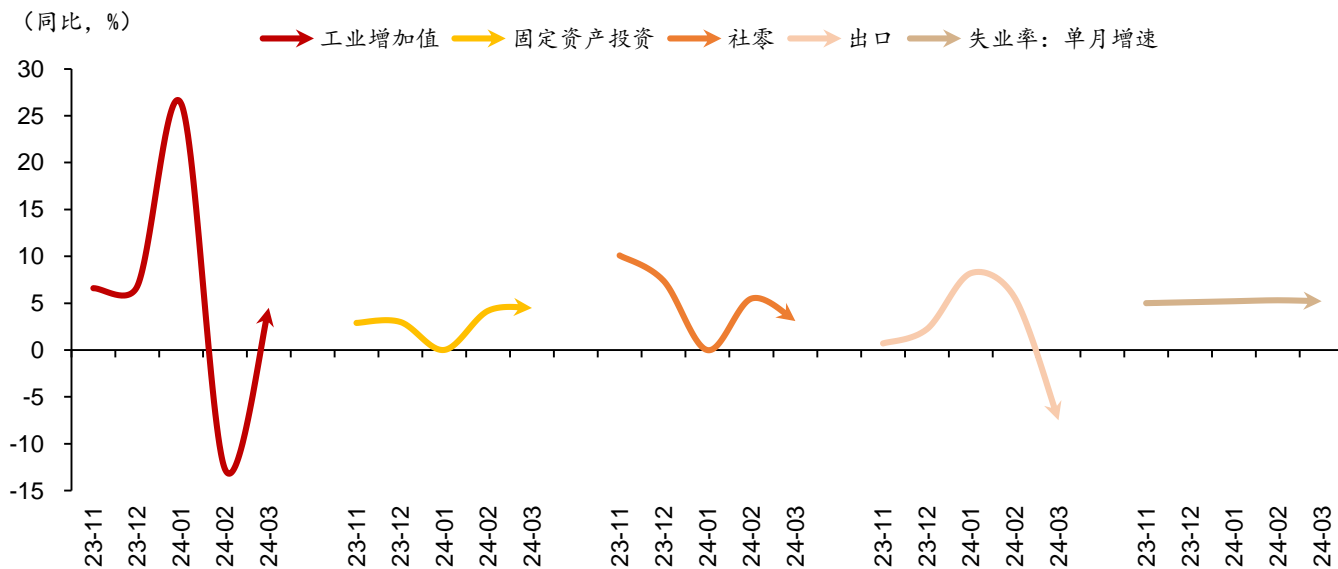
1. 一季度多项经济指标超 5%

1.1 GDP：开局良好，全年实现 5% 压力不大

2024 年一季度 GDP 实际同比增速为 5.3%，全年经济实现 5% 的目标增速难度不大。2024 年经济开局良好，经济内生动能渐进修复，供给端系新旧政策合力+高新技术支撑，一季度规模以上工业增加值累计同比+6.1%；需求端制造业投资超预期，一季度，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.5%，高技术产业是主要支撑。在此经济形势下，我们预计 4 月底即将召开的政治局会议对宏观政策部署做出大幅度调整的可能性较低，建议后续关注三中全会召开可能带来的政策边际变化。

在结构上，根据国家统计局初步核算，2024 年一季度 GDP 实际同比增速为 5.3%。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%。

图 1：经济分项表现数据



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2 供给端：新旧政策合力+高新技术支撑工业增加值，待需求侧发力

在新旧政策合力+高新技术产业支撑下，一季度规模以上工业增加值累计同比+6.1%。3月规模以上工业增加值同比实际增长4.5%，低于Wind一致预期的5.3%。整体来看，一季度工业增加值增速是新旧政策合力的结果，旧政策（工业稳增长政策、万亿国债）效力渐显，新政策（设备更新改造政策）逐步发力，高新技术产业是核心支撑。随着工业稳增长政策逐步发力见效，2023年底各地出海抢单订单逐步兑现，工业企业内生动力有望被激发。

受万亿国债+水利黄金季支撑，一季度“水利+”项目稳步推进。分项数据来看，1-3月电力、热力、燃气及水生产和供应业增长6.9%增速领先，采矿业同比上升1.6%，制造业同比增长6.7%。细分行业中，中游行业恢复延续1-2月强于下游态势。中游有色金属冶炼、橡胶和塑料制品及压延加工业以及化学原料及化学制品制造业是主要拉动，分别累计同比+12.0%、9.9%和9.6%。下游计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业以及汽车制造业是主要拉动，分别累计同比+13.0%、10.0%和9.7%。2023年四季度增发1万亿元国债，主要用于支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力。2024年3月1日，国务院新闻办举行推进灾后水利基础设施建设进展情况新闻发布会。水利部副部长陈敏表示，目前已实施国债水利项目1488个，完成投资293.1亿元，总体进展顺利，叠加水利黄金季度支撑，“水利+”项目加速推进。截至3月31日，山东省“水利+”加速推进，已完成水利建设投资158.12亿元，较去年同期增加16.78亿元，同比增长11.9%。山东省预计年内实施11条骨干河道、500公里以上中小河流治理，建成省级美丽幸福河湖48条（段）以上，有望托底内需。细分产品中，新能源汽车和太阳能电池增长较快。1-3月新能源汽车（33.5%）和十种有色金属（7.1%）涨幅靠前，发电量（2.8%）、原油加工（1.3%）和钢材（0.1%）均实现正增长。新动能态势也稳步向好，在新动能主要观测产品中，太阳能电池、移动通信手持机产品产量同比分别增长20.1%和13.6%。

大规模设备更新改造和消费品以旧换新政策增强企业信心，提前排产支撑一季度整体工业增加值。一季度规模以上高技术制造业增加值增长7.5%，比规模以上工业增速高1.4个百分点。据国家统计局测算，高技术制造业拉动规模以上工业增加值增长1.1个百分点。2024年3月7日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，预计后续政策加速落地部署，有望激活技术改造，加速支撑制造业投资。“换新”政策+新动能+新产业推升工业增加值增长，以旧换新政策有助于激发生产企业、平台企业、回收企业和拆解企业的积极性，加速新政策落地。2024年3月，制造业PMI上调至50.8%，3月非制造业商务活动指数上调至53.0，新出口订单指数调升至51.3。货运物流方面，1-3月整车货运流量指数均值为94.4，较去年同期下降1.17%，较上期环比下滑17.8%，

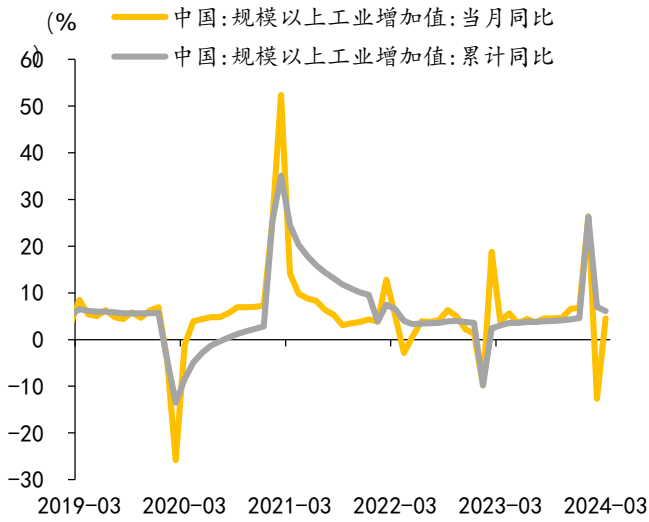
体现供应链修复放缓。

3月份，工地“旺季不旺”、资金到位不及预期、受雨水天气影响开复工普遍较晚。据百年建筑调研，截至4月2日，样本建筑工地资金到位率为59.67%，周环比增加3.21个百分点。其中，非房建项目资金到位率为62.37%，周环比增加3.35个百分点；房建项目资金到位率为43.59%，周环比增加2.36个百分点。整体来看，今年各区域开复工进度较去年普遍较晚，资金到位率偏低，建筑材料进场量有限，由此导致今年新开工项目偏少，加之年前回款较少，因此存量项目开工普遍不及预期。

十大行业工业稳增长政策亟需需求侧发力与之匹配。3月PPI同比-2.8%，前值-2.7%；环比-0.1%，前值-0.2%，工业品需求恢复相对缓慢，建筑链原材料行业价格下跌。从挖掘机开工小时数来看，生产端环比改善，但是从高频数据来看，工业生产景气度结构存在分化。小松官网公布了2024年3月小松挖掘机开工小时数数据。数据显示，2024年3月，中国地区小松挖掘机开工小时数为93小时，同比下降10.8%，环比提高228.6%，生产端环比存在边际改善。高频数据方面，1-3月汽车半钢胎开工率环比-6.6%，PTA开工率、纯碱开工率环上升4.8和2.7个百分点；3月当月汽车半钢胎开工率环比+46.4%，PTA开工率、纯碱开工率环比下降1.7、上升0.4个百分点。1-3月，国内重点企业日均粗钢产量、日均生铁产量和日均钢材产量分别环比变动+6.4%、+1.3%和-0.9%；3月当月国内重点企业日均粗钢产量、日均生铁产量和日均钢材产量分别环比变动-1.2%、-1.6%和0.8%，整体来看工业生产景气度结构分化严重。

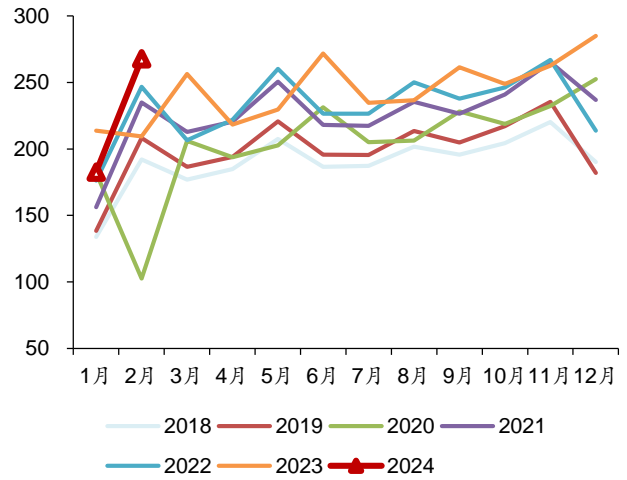
总的来看，工业增加值增速是新旧政策合力的结果，旧政策（工业稳增长政策、万亿国债）效力渐显，新政策（设备更新改造政策）逐步发力，高新技术产业是核心支撑。展望未来，工业生产积极态势的延续有两大支撑：一是需求侧政策积极落地发力，中央工作会议指出“以进促稳，先立后破”，十大行业工业稳增长亟需需求侧政策与之匹配，加速恢复工业企业信心；二是外需高企叠加我国产业转型升级带来的出口超预期，出海订单增多有望拉动工业生产加速修复。

图 2：一季度规模以上工业增加值同比+6.1%



资料来源：Wind，德邦研究所

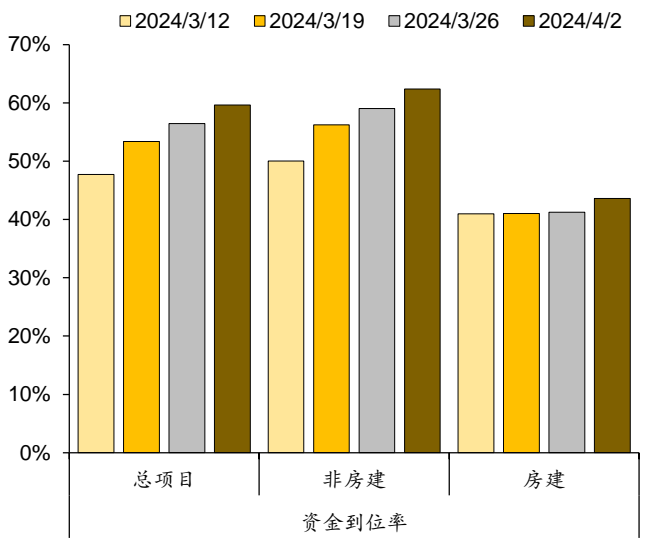
图 3：工业增加值定基指数农历季节性变动



资料来源：Wind，德邦研究所

注：2018年=100, 2024年4月数据暂未公布，将每年春节所在月份记为农历1月，其余月份依次记为2、3等月份

图 4：资金到位率情况

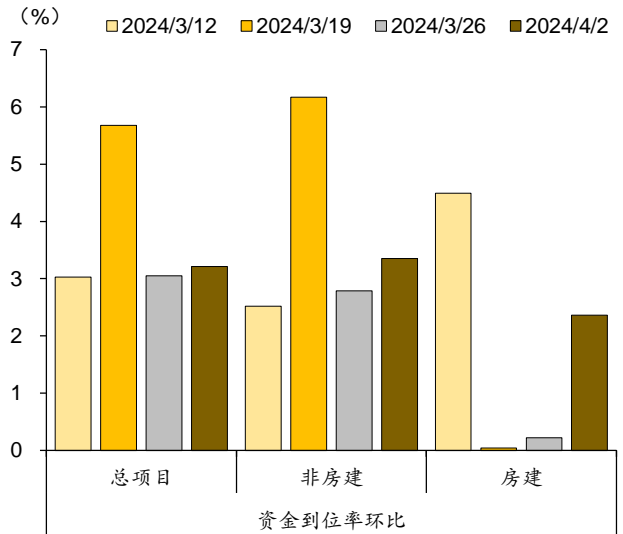


资料来源：百年建筑网，德邦研究所

注 1：样本说明：调研样本覆盖 187 家建筑施工头部企业，共 10094 个工地，工地总数同比下降 17%。其中，房地产类项目占比 27%，非房地产类项目占比 73%，分区域看，华东占比 50%，华南 18%，西北 11%，华北 10%，华中 7%，西南 3%，东北 1%

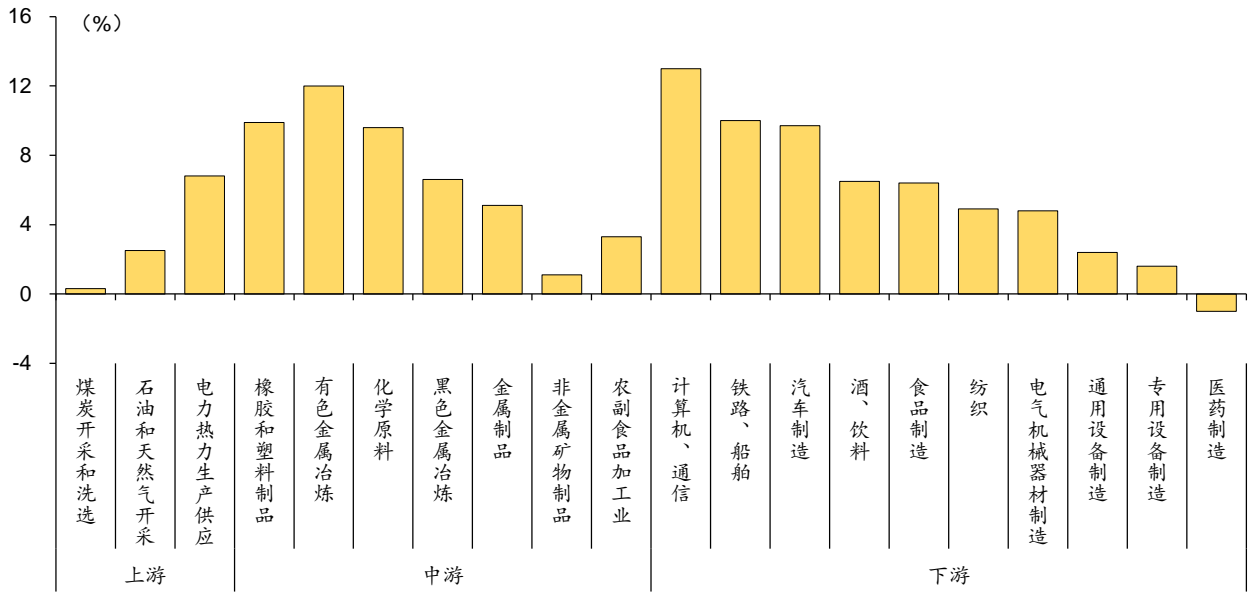
注 2：资金到位率=某施工单位所辖全部工程项目所需工程款的准备金额/所需总金额

图 5：资金到位率环比改善情况：房建相对较弱



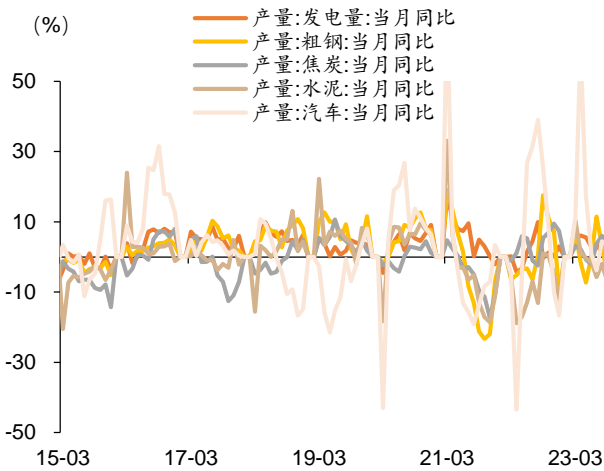
资料来源：百年建筑网，德邦研究所

图 6：工业增加值分行业累计同比：中游有色金属冶炼领先，下游计算机、通信、铁路和船舶累计同比领先



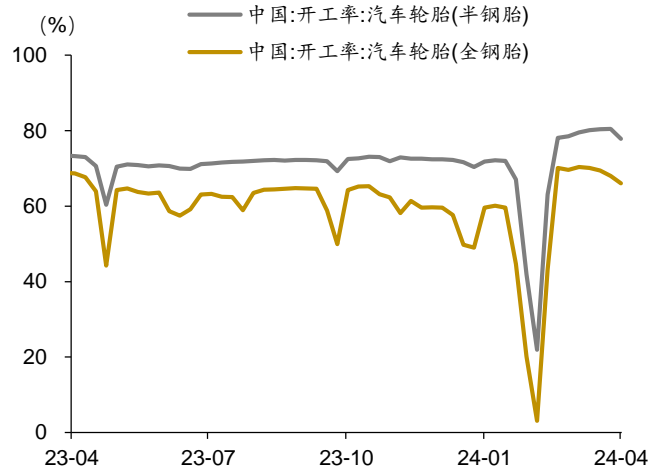
资料来源：Wind，德邦研究所
注：由于图表空间限制，部分行业名称简写

图 7：1-3 月主要产品中粗钢同比降幅收窄



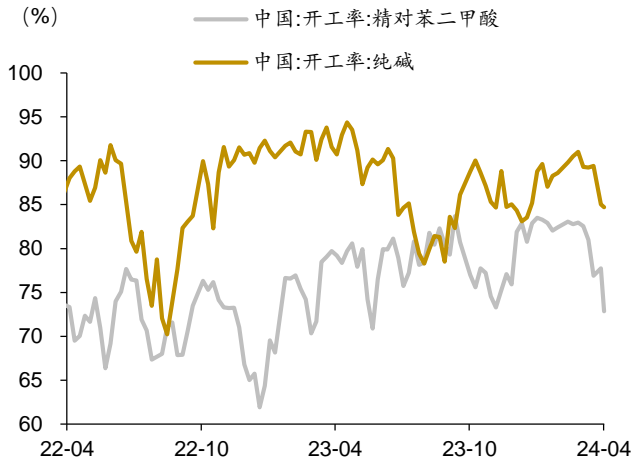
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：1-3 月汽车半钢胎开工率、汽车全钢胎开工率均值分别为 67.5%、53.0%，同比变动 6.4、-2.4 个百分点



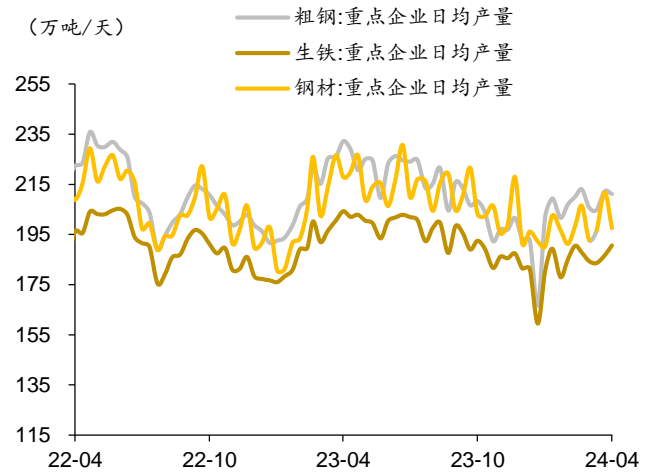
资料来源：Wind，德邦研究所
注：数据更新至 4 月 11 日

图 9：1-3 月 PTA 开工率、纯碱开工率环比上升 6.1%、3.2%



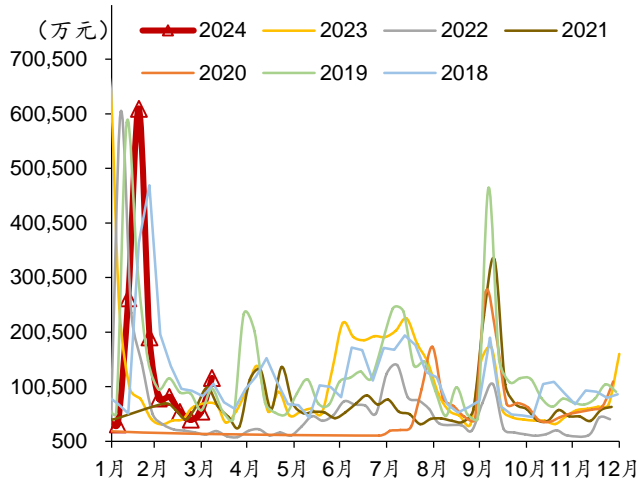
资料来源：Wind，德邦研究所
注：数据更新至 4 月 11 日

图 10：1-3 月粗钢、生铁和钢材日产量同比+6.4%、1.3%和-0.9%



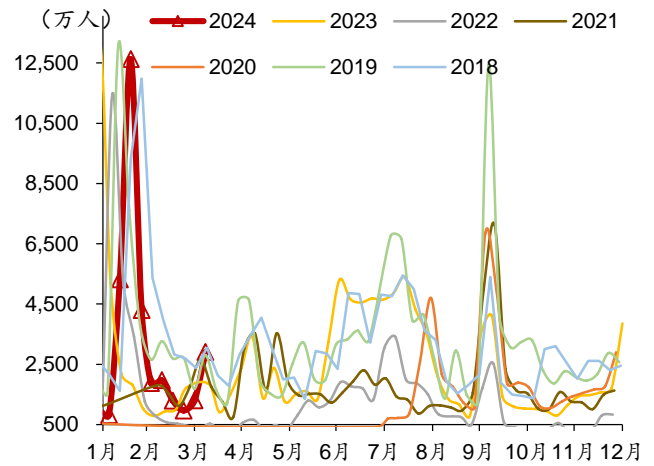
资料来源：Wind，德邦研究所
注：数据更新至 4 月 10 日

图 11：1-3 月电影票房收入环比+73.4%、同比-1.2%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：1-3 月电观影人数环比 57.6%、同比+3.9%



资料来源：Wind，德邦研究所

1.3 需求端：制造业投资超预期，高技术产业是主要支撑

一季度，全国固定资产投资（不含农户）累计增速为 4.5%，扣除商品物价以后，实际增长 5.9%。分领域看，1-3 月份制造业投资累计同比增速为 9.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增速为 6.5%，房地产开发投资同比增速为-9.5%。一季度固定资产投资呈现三大特点：一是“新变化”：制造业投资增速超预期，主因高新技术产业引领、设备更新和技术改造支撑、先进制造业集群带动；二是“旧支撑”：一季度基建重大项目开工平稳进行；三是“老问题”：地产投资降幅扩大，待关注供需端政策加速落地。后续有两点值得关注，一是关注需求端“三大工程”发力；二是关注地产“白名单”扩城增量加速改善地产供给端，新机制加快落地生效。

1.3.1. 新变化：高新技术产业引领制造业投资加速增长

一季度制造业投资累计增速为 9.9%。3 月制造业 PMI 为 50.8%，较上月上升 1.7 个百分点，重回扩张区间且强于季节性，其中 3 月生产指数为 52.2%，较前月回升 2.4 个百分点，制造业产需景气水平明显回升；3 月新订单指数为 53.0%，较前月回升 4.0 个百分点，表明制造业市场需求有所增加。生产和需求均从收缩区间转为扩张区间，产需景气度均有改善，在此带动下，制造业企业采购活动明显增加，对制造业投资形成支撑。

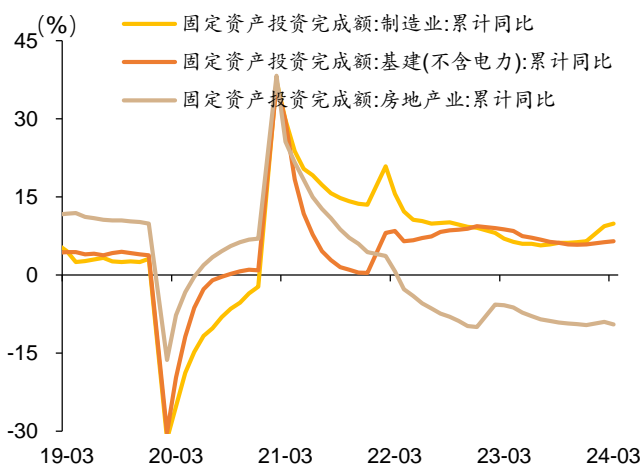
一是高新技术产业引领制造业投资加速增长。在结构上，一季度高技术产业投资同比增长 11.4%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 10.8%、12.7%。高技术制造业中，航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长 42.7%、11.8%；高技术服务业中，电子商务服务业、信息服务业投资分别增长 24.6%、16.9%。3 月份，固定资产投资（不含农户）环比增长 0.14%。春节复工人员流向支撑高新技术产业发展。根据中青在线统计，2024 年春节后复工过程中，全国 2116 个工业园区复工复产人员流向出现向高新技术制造业倾斜的新趋势，计算机、通信和电子设备制造业、电气机械和器材制造业、汽车制造业成为人员流向最多的领域，知识、技术密集型产业的到岗率超出平均到岗率 5 个百分点，技术人才是推动制造业产业升级的关键力量。

二是设备更新和技术改造有望加速支撑制造业投资。2024 年 2 月 23 日，中央财经委员会第四次会议强调：推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展，有效降低全社会物流成本。2024 年 3 月 7 日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，预计后续政策加速落地部署，有望激活技术改造，加速支撑制造业投资。

三是先进制造业集群是地方发展现代化产业体系重要抓手。2023 年 2 月 6 日，中共中央、国务院印发了《质量强国建设纲要》，强调提升产业集群质量引领

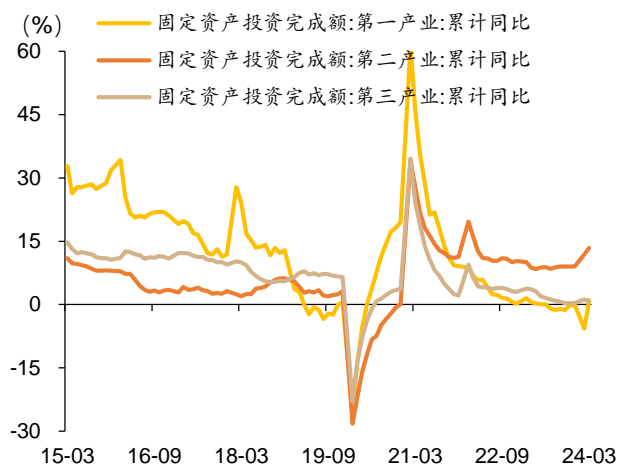
力。支持先导性、支柱性产业集群加强先进技术应用、质量创新、质量基础设施升级，培育形成一批技术质量优势突出、产业链融通发展的产业集群。截至 2023 年 7 月 13 日，工信部已在全国范围内认定了 100 个中小企业特色产业集群，2022 年产值超过 2.5 万亿元，出口贸易额平均增长率达 30%，已成为区域经济发展的关键引擎。先进制造业集群是现代化产业体系的重要载体和主要抓手，有望通过提升产业链韧性，促进传统制造业提质升级。

图 13：固定资产投资完成额分产业：制造业累计同比较高



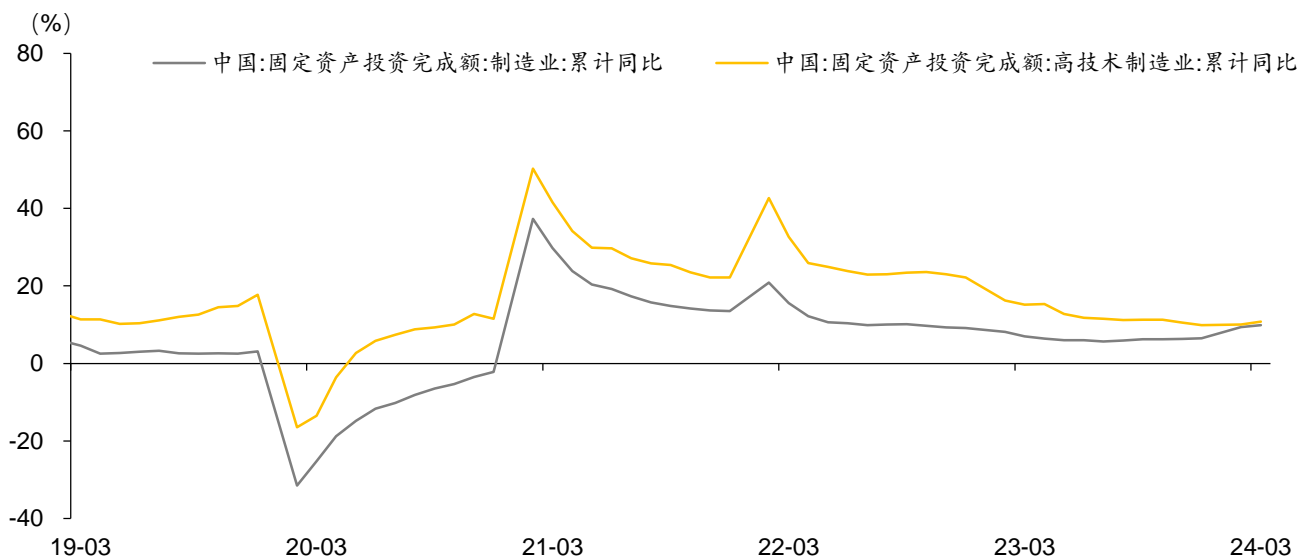
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：固定资产投资完成额分行业：第二产业累计同比较高



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：高新技术产业引领制造业投资加速增长：2024 年 1-3 月高技术制造业累计同比+10.8%



资料来源：Wind，德邦研究所

我们判断，强链补链和产业基础再造是长支撑逻辑，内需变化是扰动项。强链补链对应制造业中上游补短板，驱动技术改造投资保持较高增速，而产业基础再造的重点在于制造业向新能源化、智能化转型，带动厂房、机器、设备等资本开支。预计后续随着设备更新和技术改造等政策措施进入加速落地期，有望对制造业投资韧性形成更为有力的支撑，建议关注区域产业协同。

1.3.2. 旧支撑：2024 年一季度基建重大项目开工平稳进行

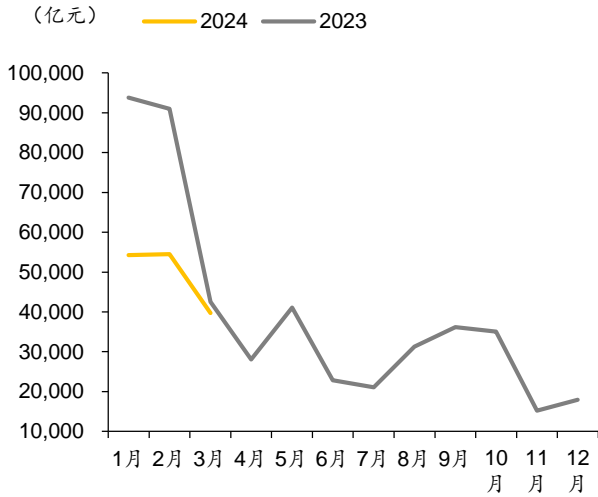
一季度基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.5%，增速环比提升 0.2 个百分点。其中，铁路运输业投资同比增长 17.6%，航空运输业投资增长 35.4%，水利管理业投资增长 13.9%。

全国各省份重大项目开工潮是基建投资的重要抓手。据 Mysteel 不完全统计，2024 年 3 月，全国各地共开工 7884 个项目，环比下降 2.67%；总投资额约 39749.56 亿元，环比下降 27.03%；前 3 月合计总投资约 14.85 万亿元。上海、青岛、重庆和沈阳等地年后加速推进重大项目建设。2 月 24 日，上海徐汇区 2024 年重大工程、重点项目集中开工建设。此次开工项目主要涉及产业发展、民生保障和基础设施等领域，具有投资规模大、涉及领域广、项目动能足等特点。2 月 26 日，山东省青岛市举行春季高质量发展重大项目建设现场推进会，集中开工 195 个项目。

2024 年中央政府加杠杆，准财政工具协同发力有望带动基建加速增长。2023 年 10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元作为特别国债管理，按此测算，2023 年全国财政赤字由 3.88 万亿元增加到 4.88 万亿元，中央财政赤字由 3.16 万亿元增加到 4.16 万亿元，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。主要用于 8 个方向，包括：灾后恢复重建，支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力，促进灾区基本生产生活条件和经济发展恢复到灾前的水平；以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程；自然灾害应急能力提升工程；其他重点防洪工程；灌区建设改造和重点水土流失治理工程；城市排水防涝能力提升行动；重点自然灾害综合防治体系建设工程；东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。2024 年政府工作报告明确：为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。2023 年的万亿国债和 2024 年政府工作报告中提出的超长期特别国债有望在 PSL、专项建设基金、PPP 等“准财政”工具配合发力的基础上，进一步带动基建增长。

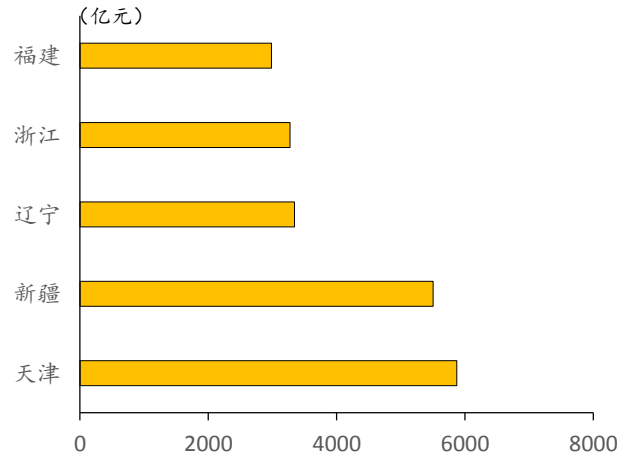
我们认为，2024 年财政政策重点在于中央适度加杠杆的同时提高资金效益和政策效果，财政发力效果受制于地方政府财力。预计地产拖累下，仍将进一步制约地方政府性基金预算支出。如果按照 2023 年土地出让收入下滑 13% 的幅度估算，2024 年土地出让收入将进一步下行至 50340 亿元。按照 2012-2023 年土地出让占政府性基金收入 89% 的这一比例估算，预计 2024 年地方本级政府性基金收入约为 56862 亿元，较今年减少约 9425 亿元，这是制约地方财政发力的重要因素。我们在《聚焦产业升级，促进高质量发展》报告中提示：若 2024 年能够借鉴复制 1998-2008 年，发行长期建设国债，由中央“加杠杆”，也能够一定程度上为腾挪地方财力发挥积极的作用。

图 16: 2024 年 1-3 月项目开工投资额弱于 2023 年同期水平



资料来源: Mysteel, 德邦研究所

图 17: 3 月开工项目投资额前五名省份



资料来源: Mysteel, 德邦研究所

1.3.3. 老问题: 地产投资降幅扩大, 关注供需端政策加速落地

2024 年 1-3 月地产投资累计增速-9.5%。房屋新开工、住宅施工、住宅竣工面积持续下行, 后续投资改善关注需求端“三大工程”发力。2024 年 1-3 月, 房地产开发投资累计同比-9.5%, 其中房屋新开工、住宅施工、住宅竣工累计同比-27.8%、-11.7%、-21.9%, 房屋新开工、住宅施工、住宅竣工分项均在持续下行, 后续投资改善仍需保障房、城中村和棚改两用“三大工程”共同发力。2024 年 1-3 月新建商品房销售面积和销售额累计同比分别为-19.4%和-27.6%, 2023 年 1-12 月累计同比为-8.5%和-6.5%, 商品房库存仍处于高位, 居民购房需求存在一定释放空间。1-3 月房地产开发到位资金累计同比-26.0%, 2024 年 1-2 月累计同比为-24.1%, 从分项来看, 其中 1-3 月国内信贷、自筹、定金与预收款和个人按揭贷款累计同比为-9.1%、-14.6%、-37.5%和-41.0%, 2024 年 1-2 月累计同比为-10.3%、-15.2%、-34.8%、-36.6%, 定金预收款与个人按揭贷款累计同比降幅延续扩大趋势主因 3 月地产销售下滑。

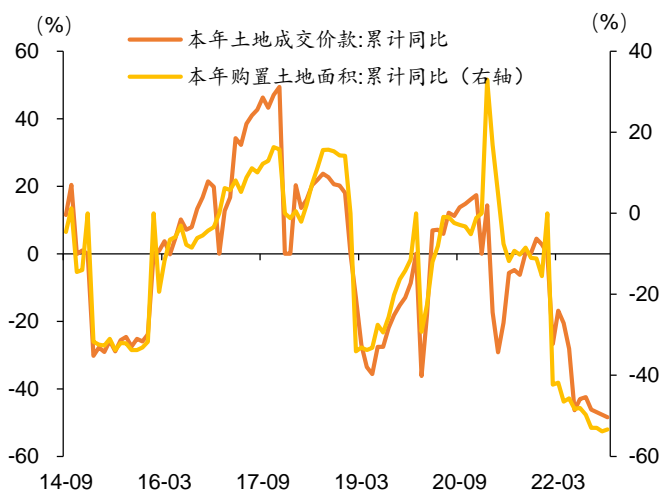
地产“白名单”扩城增量加速改善地产供给端, 新机制正在加快落地生效。2023 年地产政策以 7 月“地产市场供求关系发生重大变化”为分界, 可以分为稳妥化解风险和加速政策工具落地两个阶段。2023 年初, 央行和银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》, 标志着阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限, 2023 年 4 月中央政治局会议再次强调“房住不炒, 因城施策, 支持刚性和改善性住房需求做好保交楼、保民生、保稳定工作”。2023 年 7 月中央政治局会议强调“地产市场供求关系发生重大变化”, 地产进入政策工具加速落地期, 主要包括认房不认贷、存量房贷利率调整、LPR 下调、延长金融 16 条到期时间、提出三大工程等。2024 年 2 月经济参考报统计, 全国 29 个省份 214 个城市已建立房地产融资协调机制, 分批提出的房地产项目“白名单”项目涉 5349 个; 57 个城市 162 个项目已获得银行融资共

294.3 亿元，多项数据表明自 2024 年 1 月住房城乡建设部、金融监管总局联合印发《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》以及相关工作部署以来，地产新机制正在加快落地生效。

全国多地加速地产政策松绑，地产销售恢复空间仍存，关注“以旧换新”地产新政。地产销售恢复空间仍存，根据中指研究院统计，一季度，全国新房市场销售表现偏弱，在上年同期高基数下，重点 100 城住宅销售面积同比下降约四成，核心城市政策效果渐显，春节后新房市场活跃度温和回升，二手房市场表现仍好于新房，重点 11 城二手房成交量连续 5 周环比增长。从需求特征来看，一季度重点城市改善性需求持续释放，70 个大中城市二手住宅价格指数继续下行，且一线城市的下行斜率较低能级城市的下行斜率更陡峭。**全国多地加速地产政策松绑，地产“以旧换新”加速出台**，3 月 14 日，杭州宣布全面取消二手房限购，在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格。同时明确优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为 2 年。此前已有苏州取消限购政策，2024 年开年以来，广州、上海、北京、深圳等特大城市因城施策对地产政策松绑。但从数据来看成交并未随着回暖，4 月 1 日，郑州房管局等部门联合发布《郑州市促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作方案（试行）》，提出 2024 年全市计划完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”10000 套。我们在 3 月报告《关于我国房地产市场的一些思考》中提示“‘以旧换新’地产政策有望拉动改善型需求增加至 60%置换需求，其余 40%为城镇化率持续提升背景下人口迁移带来的购房需求。”

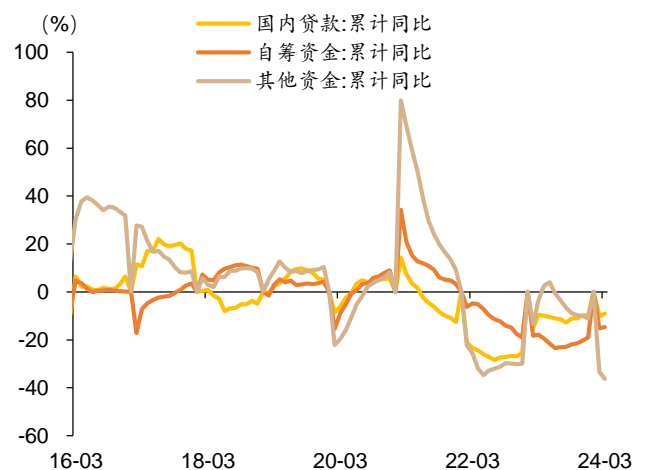
我们认为，房地产供求关系模式正在逐步改善，政策落地仍需时间。未来供给端关注房地产融资协调机制和各地地产政策（如“以旧换新”）的进一步放松，需求端关注三大工程的逐步落地推进。

图 18：2020 年至 2022 年土地市场热度较低



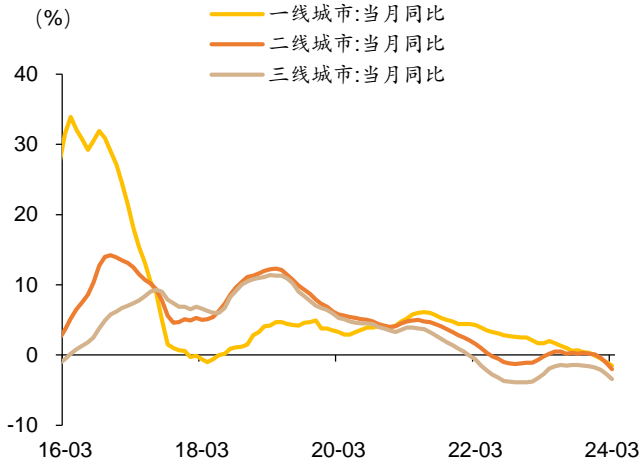
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：房地产开发资金来源：1-3 月国内贷款和自筹资金累计同比降幅扩大，分别为-9.1%和-14.6%



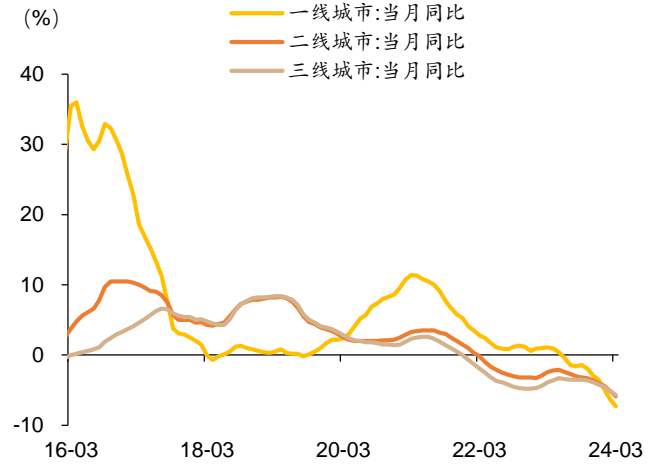
资料来源：Wind，德邦研究所

图 20: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数



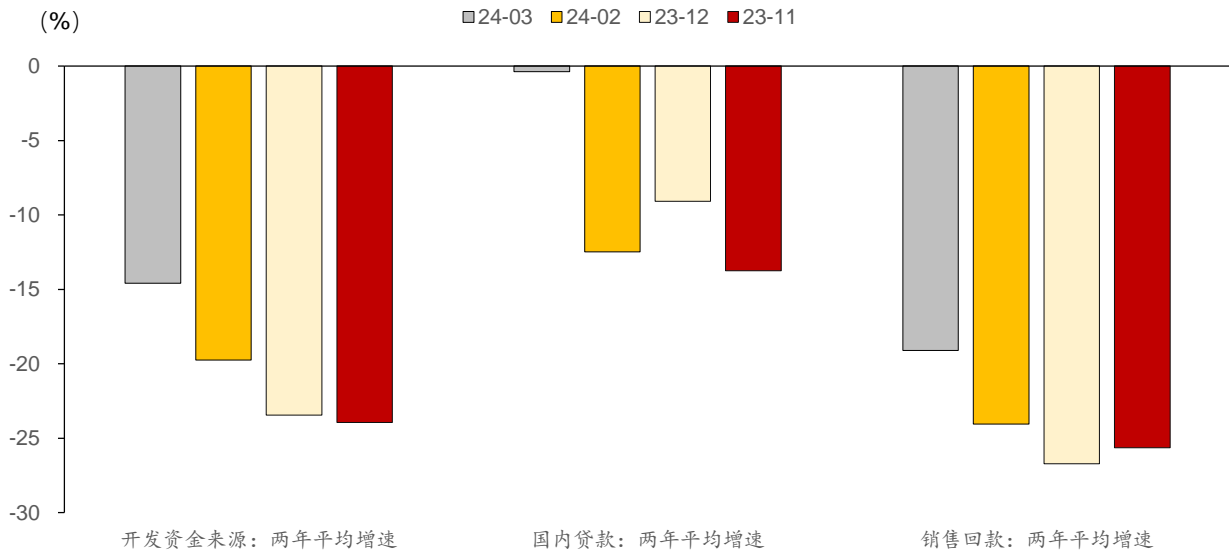
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 70 个大中城市二手住宅价格指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 22: 2023 年 11 月至 2024 年 3 月房地产开发资金来源变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

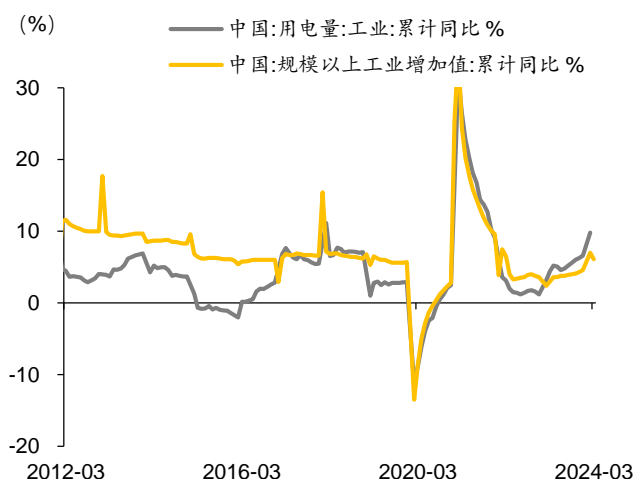
2. 微观指标与宏观数据存在“温差”的三个典型事实

从一季度高频跟踪的实物工作量来看，实物工作量涨跌互现，部分实物量指标的增长情况与 GDP 增长相匹配，但也有一些实物量指标的增速与 GDP 的增长相背离。我们在前期报告《如何弥合宏微观的“温差”？——名义 GDP 的重振之路》中也强调“与 15 年那一轮低通胀相比，本轮低通胀对民企微观感受的影响可能更强，这也是催生较强‘温差’的重要原因”。在此次点评中，我们试图通过列举一季度微观指标与宏观数据之间的三个背离，来更好解释“温差”。

2.1 工业增加值与用电量指标背离

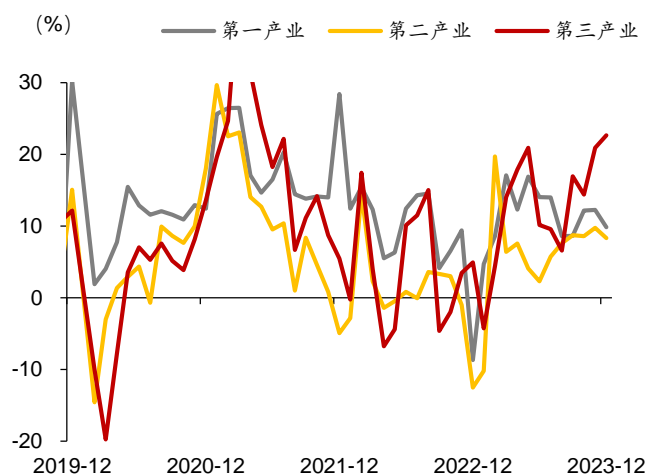
2024 年 1-2 月工业用电量累计同比+9.8%，2024 年 1-2 月规模以上工业增加值累计同比+7.0%，二者相差 2.8 个百分点，创 2019 年以来的新高。通过对比三大产业用电量，可以发现，2021 年之前第一产业用电量增速常大于第二、三产业，2021 年之后第三产业用电量同比出现较大涨幅，2023 年 12 月至今，第三产业用电量同比超 20%，第一、二产业用电量增速仍在 10% 左右且维持下行趋势，用电量的增速可以反映工业生产的能耗，三大产业用电量增速可以反映工业生产的结构性变化，为了更好比较疫情以来三大产业对用电量的拉动变化，我们分别计算了 2019、2021 年和 2023 年三大产业对用电量的拉动率，二产和三产对用电量的拉动率自 2019 至 2023 年均呈现先下后上，且第二产业自 2021 年以来拉动率提升近 10 个百分点，第三产业一直维持正向较大幅度拉动，三大产业用电量增速以及对用电量的拉动率变化一定程度上可能表明经济结构正在逐步调整。根据南方电网的统计数据，2024 年 1-2 月，广东、广西、云南、贵州、海南五省制造业用电量同比增长 12.2%，对五省区用电量增长贡献率近五成，也可以验证我们的猜想，即在产业结构转型、新质生产力逐步形成的过程中可能出现相关产业用电量高增的情况，这是转型中的合理想象，无需过度担忧用电量指标表征工业生产的有效性和合理性。

图 23：1-2 月工业用电量累计同比与规模以上工业增加值累计同比差值为 2.8 个百分点，创 2019 年以来新高



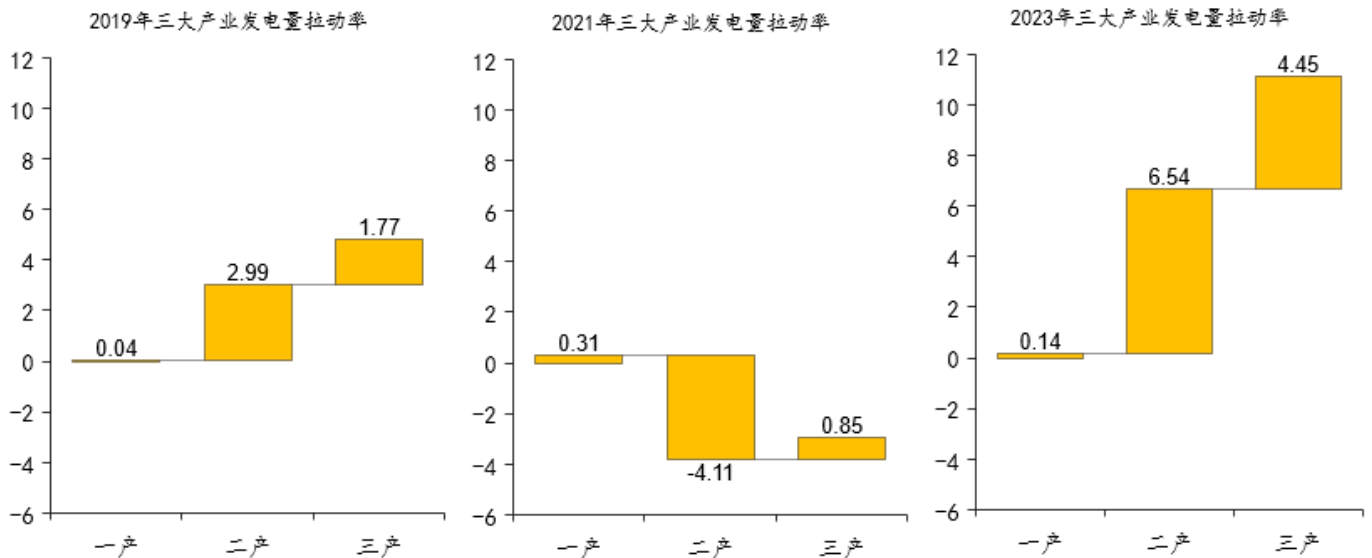
资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：三大产业用电量增速：2023 年 8 月以来第三产业用电量增速明显提升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 25：2019 年-2023 年三大产业对用电量的拉动：二产和三产对用电量的拉动率自 2019 至 2023 年均呈现先下后上



资料来源：Wind，德邦研究所
注：2019、2021 和 2023 年为 12 月数据，单位：%

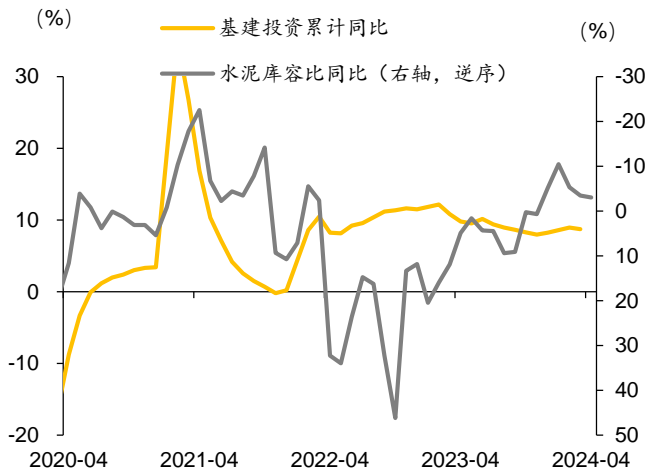
2.2 基建投资增速与实物工作量背离

由于水泥不耐存储，其产销比接近 100%，因此其与基建投资实际工作量落地的时滞相对其他基建材料较短。2024 年一季度水泥库容比居 2019 年以来较高分位数，水泥需求表现疲软，但是 2024 年一季度基建重大项目开工平稳进行韧性较强，一季度基建投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 6.5%，增速环比提升 0.2 个百分点。我们尝试从统计方法和财政发力两个维度解释这一背离现象。

一是受统计方法影响，投资额填报时点与实物工作量进度可能存在时间差。国家统计局在 2023 年曾披露“投资额应依据凭证规范填报，按照凭证取得时点作为计量时点。投资额有三种填报方式，时间节点存在差异，以工程结算单或进度单为依据的，按照工程三方（建设、施工、监理）签字认定中最后一方签章时间为计量时点；以会计科目为计量依据的，按照入账时间为计量时点；以支付凭证为依据的，按照开票日期为计量时点”。

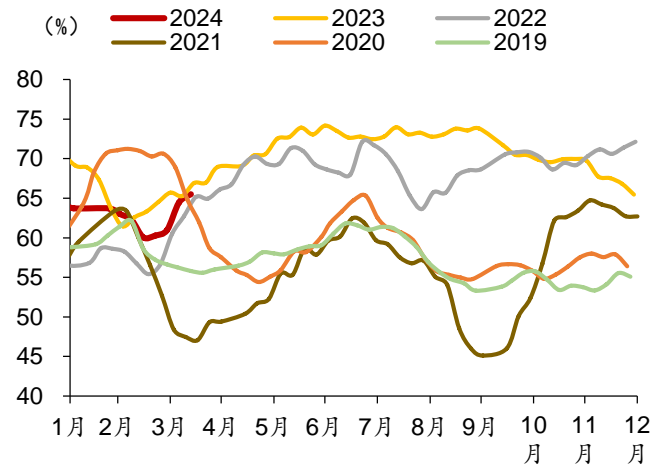
二是国家增量资金的下达以及化债省份基建的推迟对实物工作量的拉动和掣肘作用难以完全抵消。受地方政府化解隐性债务计划影响，财联社报道 12 个债务状况严重地区的地方政府推迟或暂停一些由国家资助的基础设施项目，以控制债务风险，由此也可能导致实物工作量的形成受到牵制。此外清明节期间雨水较多，不利于水泥的运输，可能会降低水泥出库量，造成其与基建投资的背离，后续待资金逐步下达，有望加速实物工作量的形成。

图 26：2024 年一季度水泥库存比上行（水泥需求降低、生产放缓）但基建投资韧性仍强



资料来源：Wind，德邦研究所

图 27：2024 年 3 月水泥库存比处于历史较高分位数：库存攀升



资料来源：Wind，德邦研究所

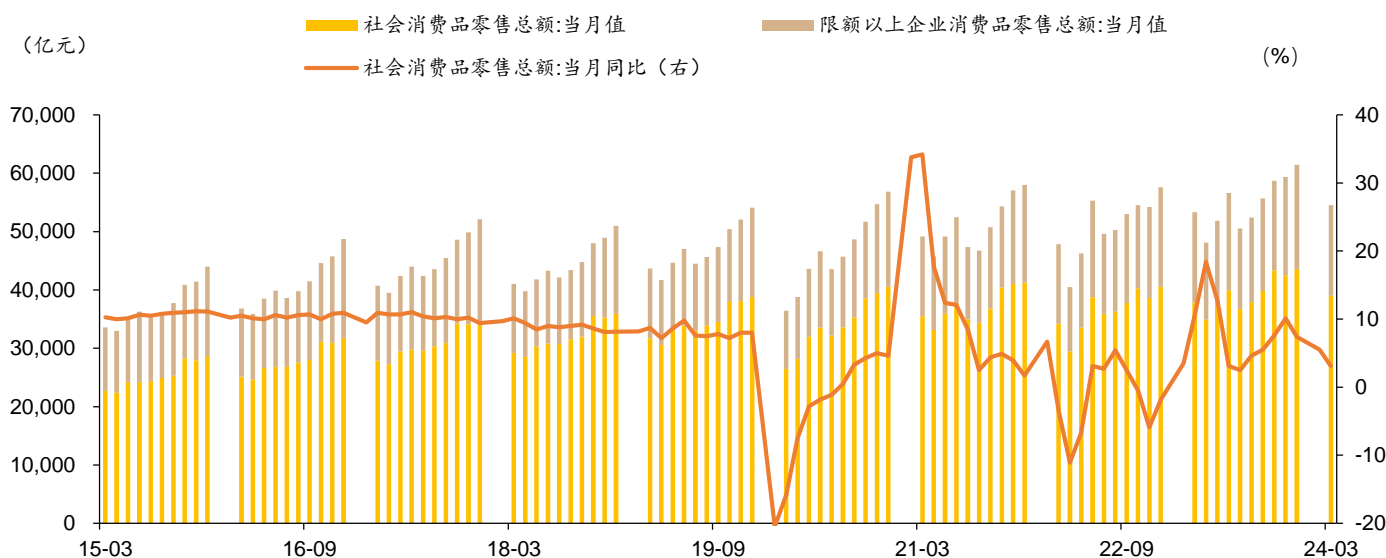
2.3 社零增速和居民消费支出指标背离

1-3 月社会消费品零售总额同比+4.7%，3 月当月社会消费品零售总额同比+3.1%，较 1-2 月回落 2.4 个百分点，弱于 Wind 一致预期，但是一季度城镇居民人均可支配收入同比+5.3%，人均消费支出同比+7.7%，社零弱、人均可支配收入以及人均消费支出强、物流指数走强，这三者存在矛盾。

社零增速和居民消费支出指标背离可能是由于居民消费倾向较弱以及消费左移（追求高性价比的商品）导致。分结构来看，一季度社零分项中，粮油食品、石油及制品和服装鞋帽正向拉动作用最强，拉动率分别为 1.23%、0.52%和 0.31%；仅有汽车和文化办公用品两个分项对社零起到负向拉动作用，拉动率分别为-1.10%和-0.16%。这表明消费者对于汽车等耐用品的购买欲望和倾向可能有所降低，而对粮油等非耐用品的消费倾向提高，这一部分消费的增加也可能拉升物流指数。

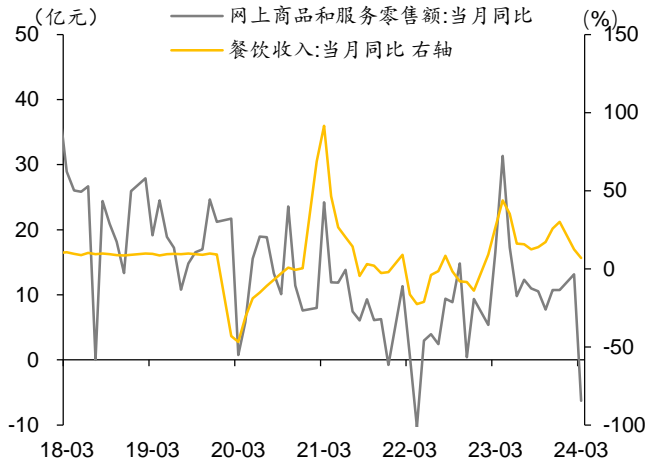
“消费左移”或可以解释社零增速和居民消费支出指标背离。消费左移是指以价格作为横坐标，品质作为纵坐标的坐标轴上，消费者更倾向于选择性价比高的低价产品。一是从清明节消费者行为可以验证这一观点，根据同程旅行发布的《2024 清明小长假旅行消费报告》显示，清明小长假，赏花踏青游成为消费热点，户外登山热度持续上涨。二是从供给端来看，商家因消费者偏好变动，采取价格战“以价换量”，例如以小米汽车为代表的车企再度掀起价格战，在不改变汽车配置的前提下，降低汽车售价。

图 28：1-3 月社会消费品零售总额同比+4.7%



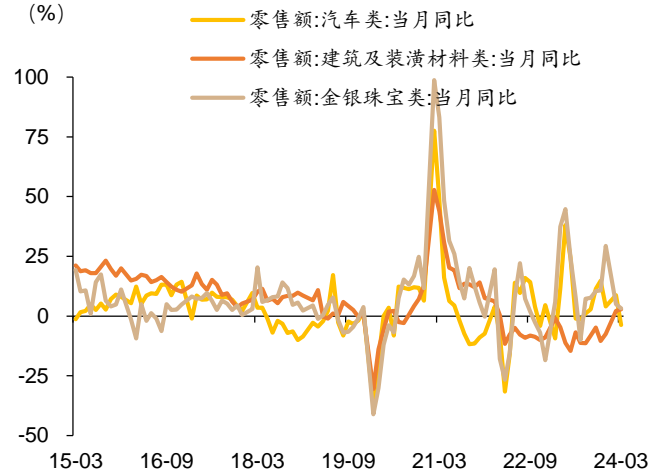
资料来源：Wind，德邦研究所

图 29: 3 月餐饮收入当月同比 6.9%，高于网上商品和服务零售额当月同比增速



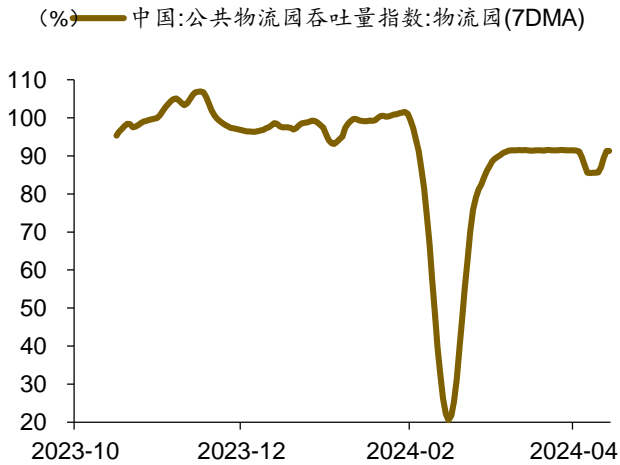
资料来源：Wind，德邦研究所

图 30: 3 月建材类零售额当月同比较前值上行，汽车和金银珠宝零售额当月同比较前值下行



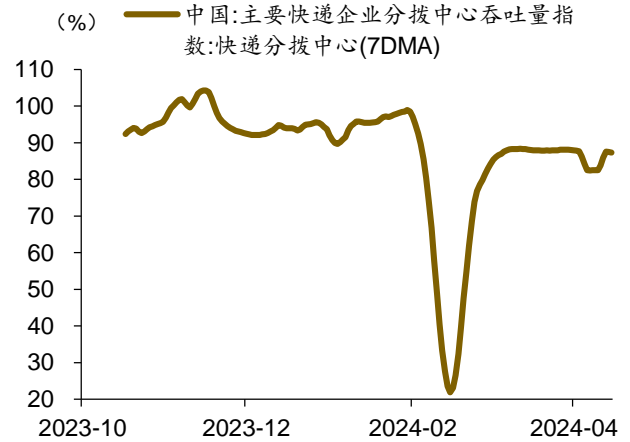
资料来源：Wind，德邦研究所

图 31: 3 月公共物流园吞吐量指数:物流园(7DMA)均值为 91.04



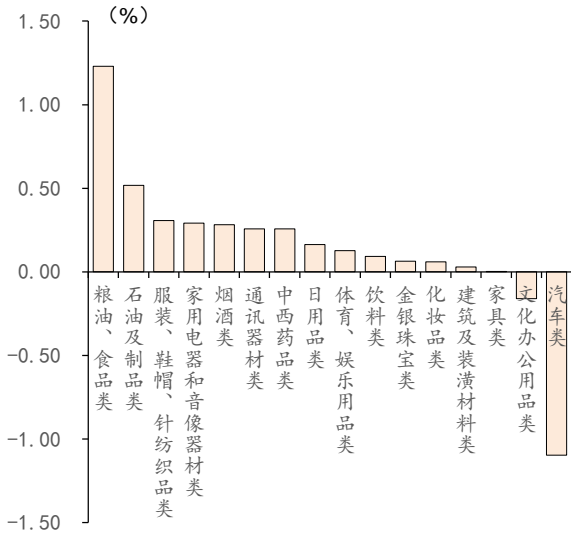
资料来源：Wind，德邦研究所

图 32: 3 月主要快递企业分拨中心吞吐量指数:快递分拨中心(7DMA)均值为 87.69



资料来源：Wind，德邦研究所

图 33：汽车和文化办公用品是 2024 年 3 月社零的主要掣肘项



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 34：2021、2022 和 2023 年 3 月对社零产生负拉动作用的科目较多，2024 年 3 月仅汽车和文化办公用品两项对社零负拉动

社零分项	2021	2022	2023	2024
粮油、食品类	1.07	1.27	0.50	1.23
饮料类	0.54	0.21	-0.09	0.09
烟酒类	1.19	0.19	0.27	0.28
服装、鞋帽、针纺织品类	4.96	-1.11	1.32	0.31
化妆品类	1.10	-0.18	0.26	0.06
金银珠宝类	1.27	-0.36	0.59	0.06
日用品类	1.49	-0.04	0.36	0.16
体育、娱乐用品类	0.00	0.00	0.00	0.13
家用电器和音像器材类	2.31	-0.26	-0.08	0.29
中西药品类	0.54	0.46	0.50	0.26
文化办公用品类	0.61	0.24	-0.05	-0.16
家具类	0.47	-0.09	0.03	0.00
通讯器材类	0.96	0.11	0.07	0.26
石油及制品类	3.81	1.42	1.38	0.52
汽车类	13.24	-2.29	3.27	-1.10
建筑及装潢材料类	0.57	0.01	-0.06	0.03

资料来源：国家统计局，德邦研究所

注：红色表示拉动率较高，绿色表示拉动率较低；表格中采用 2020-2024 年每年的 3 月数据进行计算；2021 和 2022 年 3 月统计局披露的限额以上社零分项中没有体育、娱乐用品类，所以该项对 2021 年和 2022 年拉动为 0，单位：%。

3. 风险提示

- (1) 政策推进力度及效果不及预期或出现政策转向；
- (2) 地产下行风险超预期；
- (3) 地产增量政策出台不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。