

一季度经济的良好开局受何驱动？

——3月经济数据点评

报告日期：2024年4月17日

证券分析师：徐超

电话：18311057693

E-MALL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521050001

研究助理：万琦

电话：18702133638

E-MALL: wanq@tpyzq.com

一般证券业务登记编码：S1190122070011

Contents

1

制造业及服务业支撑GDP超预期增长

2

出口映射下，工业生产存韧性

3

高基数及节后消费降温，服务、商品同比双双走弱

4

制造业投资贡献明显，地产弱势未见缓和

5

就业形势边际好转，青年就业承压

- 中国一季度GDP同比增长5.3%，市场预期4.7%，去年四季度5.2%。
- 中国3月规模以上工业增加值同比增4.5%，预期5.4%，1-2月同比增7.0%。
- 中国3月社会消费品零售总额同比增3.1%，预期5.1%，1-2月同比增5.5%。
- 中国1-3月固定资产投资同比增4.5%，预期3.9%，1-2月同比增4.2%。
- 中国3月份全国城镇调查失业率为5.2%，2月为5.3%。

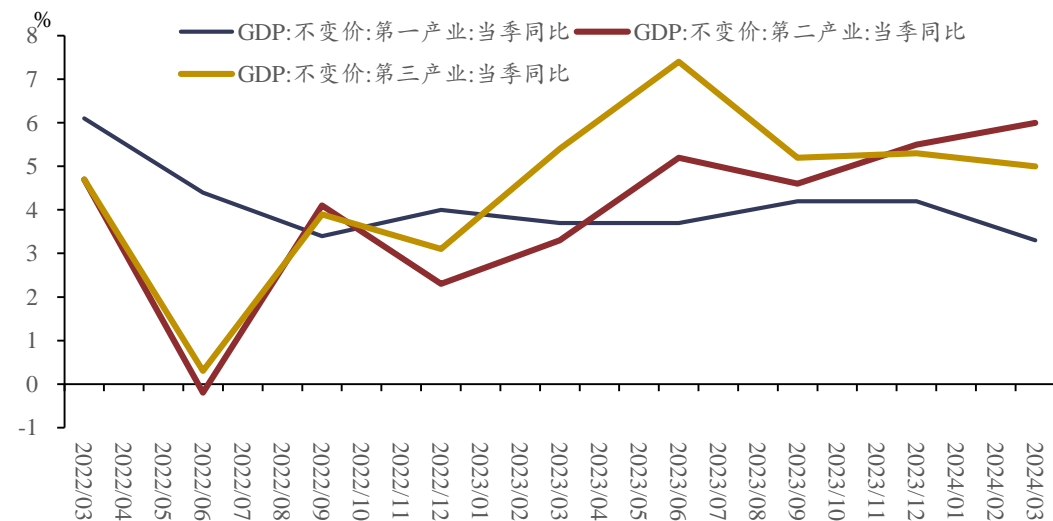
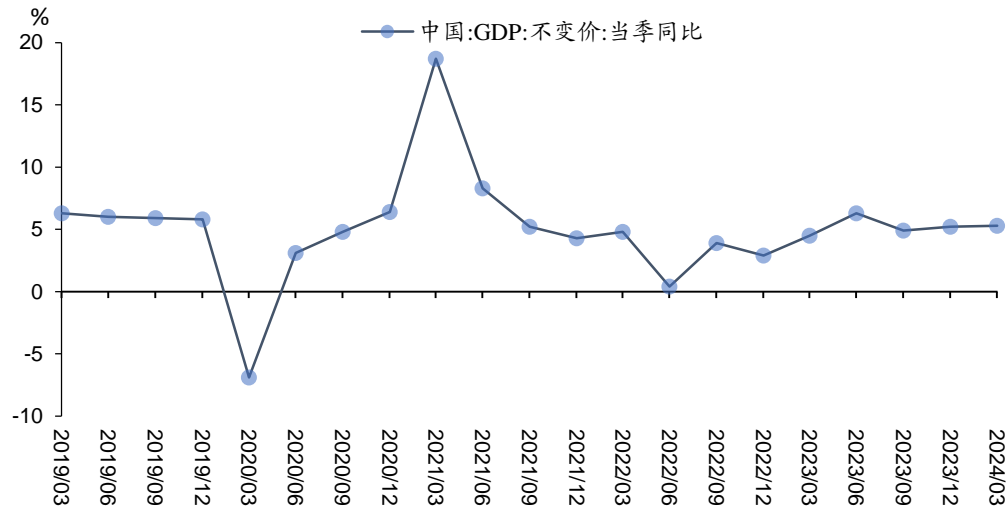
单位：%		2024/3	2024/2	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2023/8	2023/7	2023/6	2023/5	2023/4	2023/3
规模以上工业增加值		4.5	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9
	采矿业	0.2	2.3	4.7	3.9	2.9	1.5	2.3	1.3	1.5	-1.2	0.0	0.9
	制造业	5.1	7.7	7.1	6.7	5.1	5.0	5.4	3.9	4.8	4.1	6.5	4.2
	电热水	4.9	7.9	5.8	9.2	0.9	4.6	0.2	4.6	5.4	5.2	5.5	5.3
社会消费品零售总额		3.1	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
	商品消费	2.7	4.6	4.8	8.0	6.5	4.6	3.7	1.0	1.7	10.5	15.9	9.1
	餐饮业消费	6.9	12.5	30.0	25.8	17.1	13.8	12.4	15.8	16.1	35.1	43.8	26.3
固投(累计)		4.5	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1
	房地产业	-9.5	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8
	基建 (不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)	6.5	6.3	5.9	5.8	5.9	6.2	6.4	6.8	7.2	7.5	8.5	8.8
	制造业	9.9	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0
失业率	总	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3
	外来户籍人口	5.1	4.8	4.7	4.7	4.9	4.9	4.8	5.2	5.3	5.4	5.4	5.6

数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

01

制造业及服务业共同支撑GDP超预期增长

- 中国一季度国内生产总值296299亿元，（不变价格下）同比增长5.3%，高于去年四季度以及去年全年的5.2%，也超出了市场预期。实际GDP5.3%的增速属于偏高水平，尤其是在去年同期已有4.5%增速的背景下，这表明国内经济正处于修复的趋势之中，一季度实现了一个良好开局。同时这一超预期的增速与3月单月经济、社融等宏观数据及微观体感似乎有所背离，我们理解可能与物价低迷、基数扰动等因素有关。一方面，5.3%的增速是剔除了价格因素的影响，考虑平减指数后，一季度名义增速则与去年四季度持平；另一方面，由于去年一季度的基数扰动较强，3月部分单月同比数据回落明显，客观上也加大了数据强波动、不够稳定的体感。
- 主要拉动来自制造业及服务业。**分产业看，第一产业增加值同比增长3.3%，第二产业增加值增长6.0%，第三产业增加值增长5.0%。根据统计局的初步测算，一季度工业增长对GDP增长的贡献率为37.3%，拉动了将近2个点的GDP增长，其中制造业又是贡献相对积极的分项。对比一季度及去年同期的社零、固定资产投资及出口同比，制造业投资以及出口的同比增速均较去年一季度有不同程度的上行。此外一季度服务零售额增长10%，对经济增长贡献率为55.7%，为另一驱动因素。



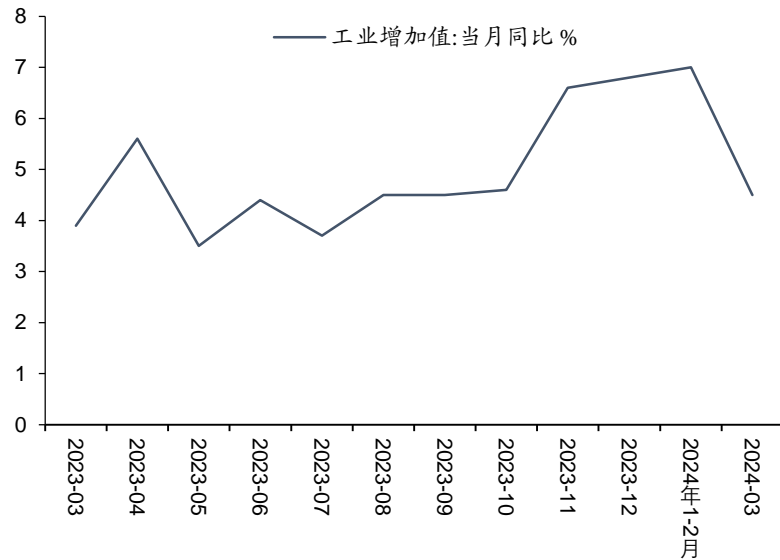
数据来源: iFinD, 太平洋证券研究院

02

出口映射下，工业生产存韧性

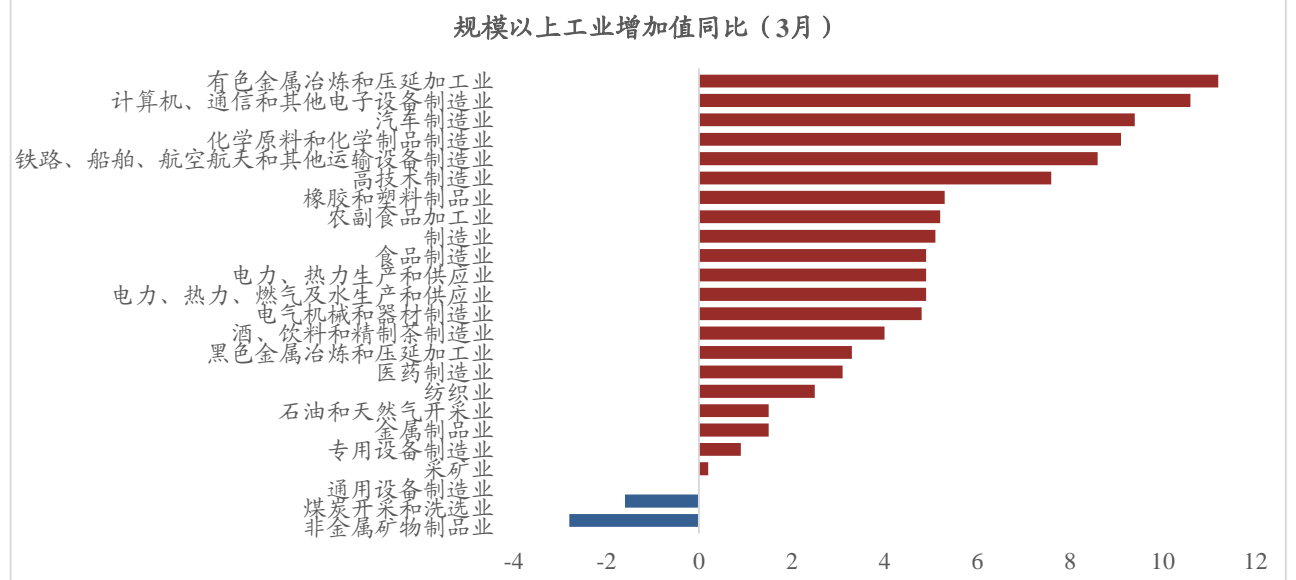
- **工业生产有所降速。**中国3月规模以上工业增加值同比增长4.5%，相比1-2月下行2.5个百分点，低于市场一致预期，环比看则比上月下降0.08%，或因1-2月基数较高的影响。三大门类中采矿业增加值同比增长0.2%，制造业增长5.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.9%，同比增速与1-2月相比均出现不同程度的下滑。
- **内需类工业生产下滑更为明显，出口高关联产业具韧性。**比较不同细分行业3月与1-2月同比，黑色金属及非金属矿物类向下调整的幅度较大，有色、专用设备制造、汽车制造、电气机械等则仅仅小幅回落或加快增长，这背后可能是内外需求对工业生产的支撑存在差异。在海外去库近尾声及消费韧性的逻辑下，一季度出口对于国内经济的增长是一大贡献因素，这相应也支持了外贸优势工业的生产、投资。从产量维度看，高技术行业产量增势也偏强，验证国内中高端制造具备韧性。新能源汽车、光伏电池及集成电路同比增速都在30个百分点左右。不过也需要关注上述行业供求不平衡、产能过剩的问题。

规模以上工业增加值当月同比



数据来源：iFinD，太平洋证券研究院

规模以上工业增加值3月同比-分行业

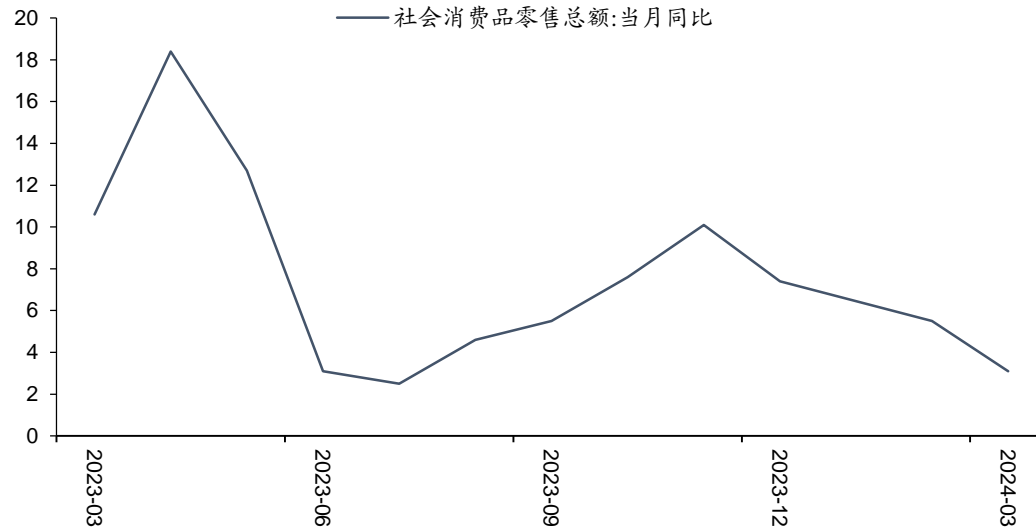


03

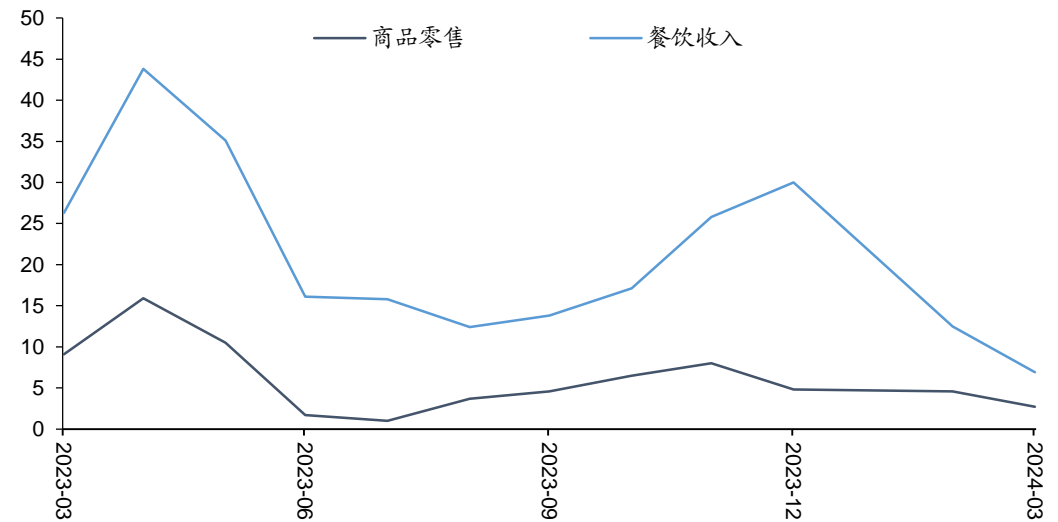
高基数及节后消费降温，服务、商品同比双双走弱

- **春节假期刺激效应减弱，服务与商品消费热度下降。**3月社会消费品零售总额同比增长3.1%，低于市场预期且相比1-2月回落2.4个百分点。其中商品与服务消费同比增速双双回落，服务业的边际变化更为明显。商品零售同比增长2.7%，前值4.6%；餐饮收入增长6.9%，前值12.5%。
- 本月社零低于预期的原因主要有两点：一是节后消费热度边际下行。目前居民部门消费信心以及消费意愿还处于修复进程之中，在春节假期的刺激效应退潮后，社交属性较强的消费热度也有所回落，带动社零同比回归至更为平缓的节奏。这也可在3月部分出行链行业的PMI指数以及CPI数据中得到侧面验证。二是高基数。基于疫情影响逐渐减弱的背景，去年3月社零数据是明显超出了市场预期，高社交属性的商品对整体社零的拉动尤为明显，这也部分限制了本月消费同比上行的空间。

社零总额同比



社零总额同比-分项

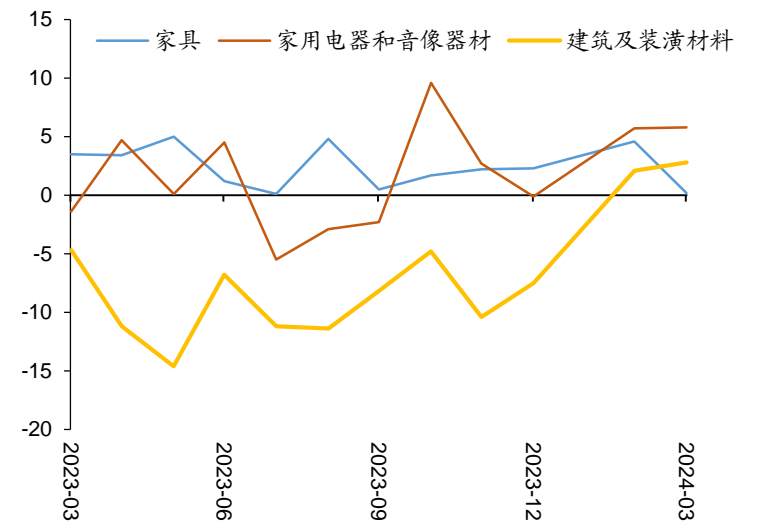
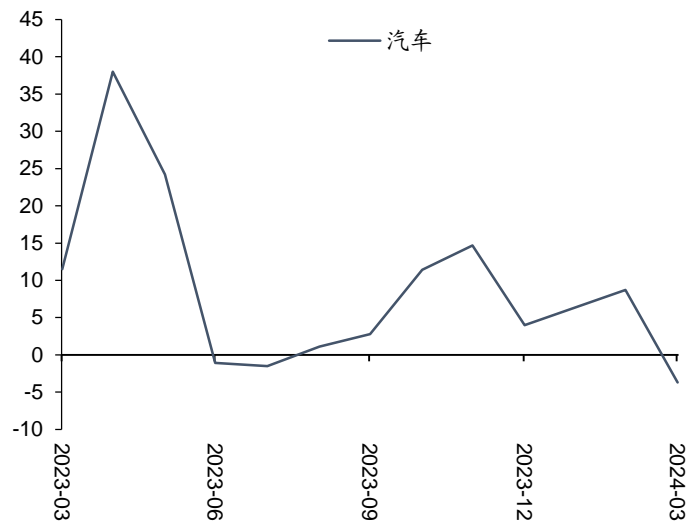
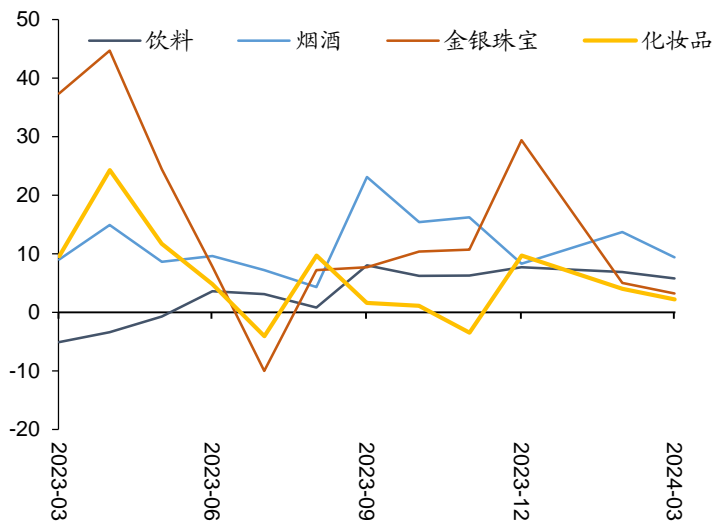


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

03

高基数及节后消费降温，服务、商品同比双双走弱

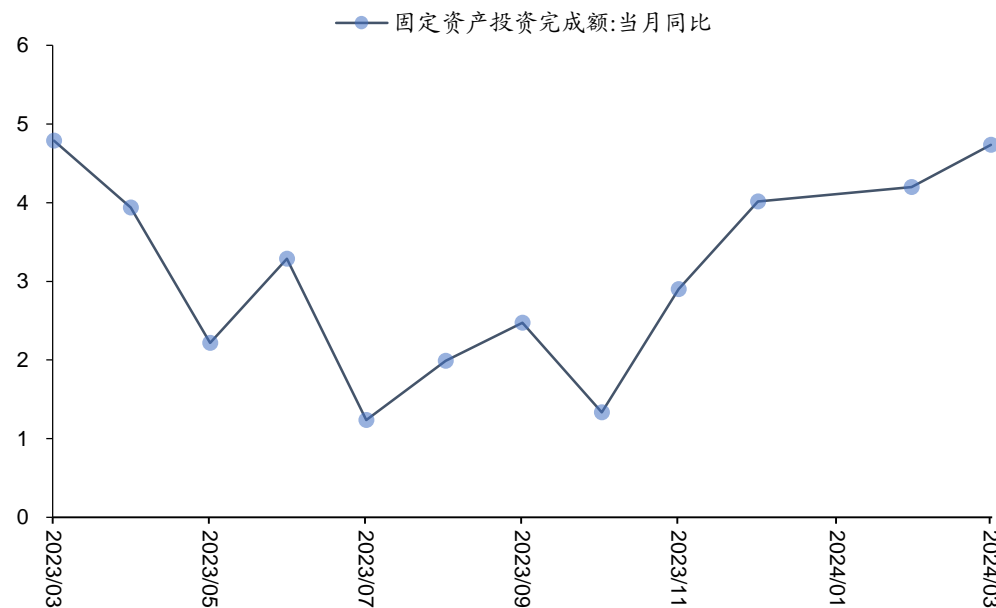
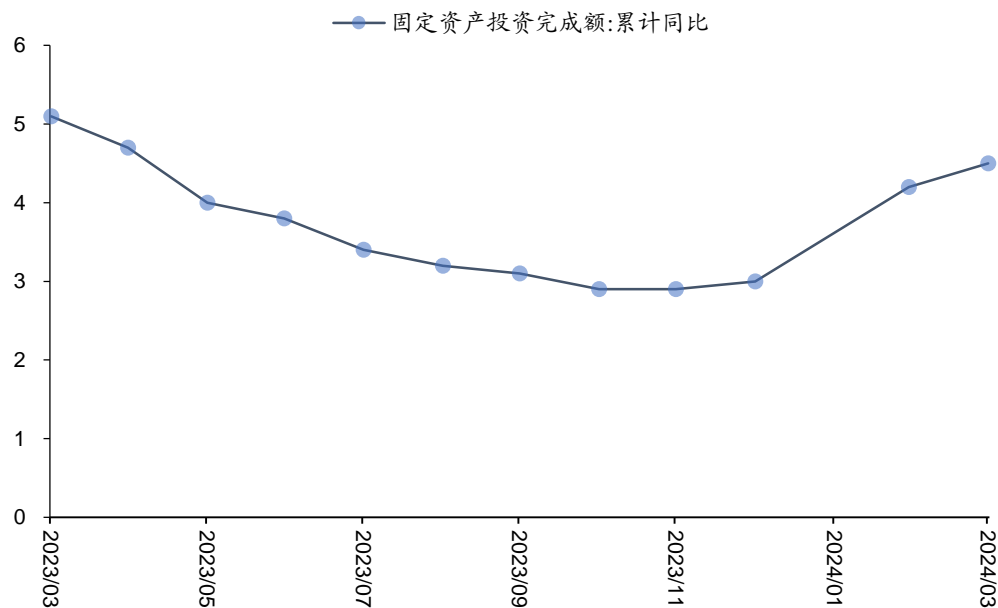
➤ 具体商品来看，一方面3月可选消费拉动减弱，医疗、烟酒、金银珠宝及化妆品消费同比增速相比1-2月有所放缓，去年同期高基数下汽车消费转为负增长，结合乘联会公布的3月销量数据来看（3月份国内狭义乘用车市场零售销量达169.0万辆，同比增长6.2%），车企“以价换量”策略对于总量的拉动效应可能有所弱化。另一方面，地产后周期消费支撑也有所下行。家具消费的同比增速降至0%左右，家用电器和音像器材、建筑及装潢材料同比较上月仅略有加快。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04 制造业投资贡献明显，地产弱势未见缓和

- 1-3月，全国固定资产投资（不含农户）同比增长4.5%，比1-2月份加快0.3个百分点。其中三大分项分化程度加重，制造业投资拉动较强，基建投资表现偏中性，房地产开发投资则依旧为拖累。1-3月制造业投资增长9.9%，增速加快0.5个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.5%，增速加快0.2个百分点；房地产开发投资降幅扩大0.5个百分点。
- 单月来看，投资方面呈现出的特征也与累计口径所表现出的类似，3月整体固定资产投资同比较前值上行0.5个百分点，制造投资上行0.9个百分点，贡献较为明显。



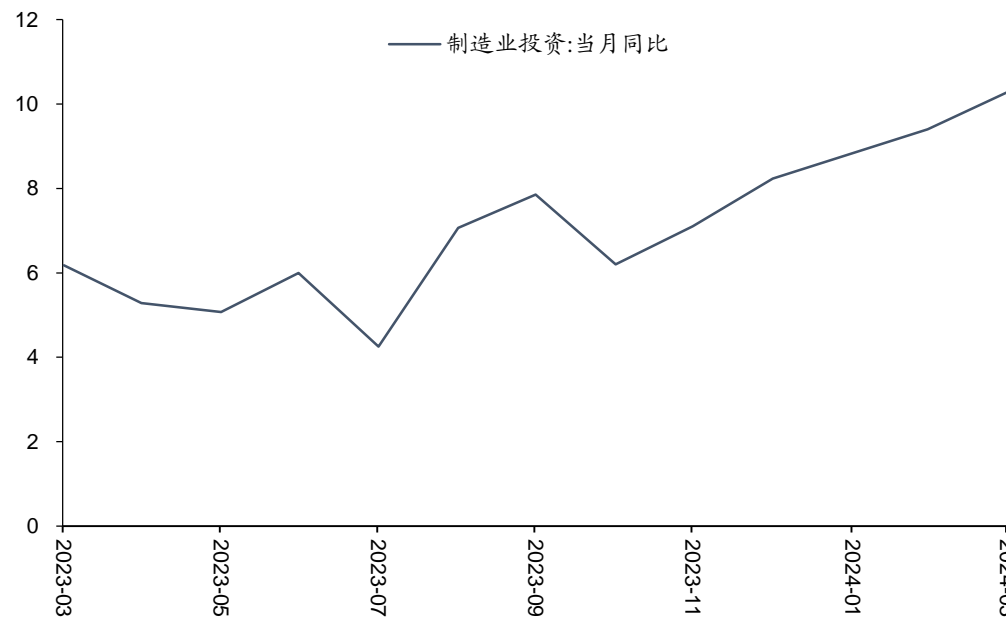
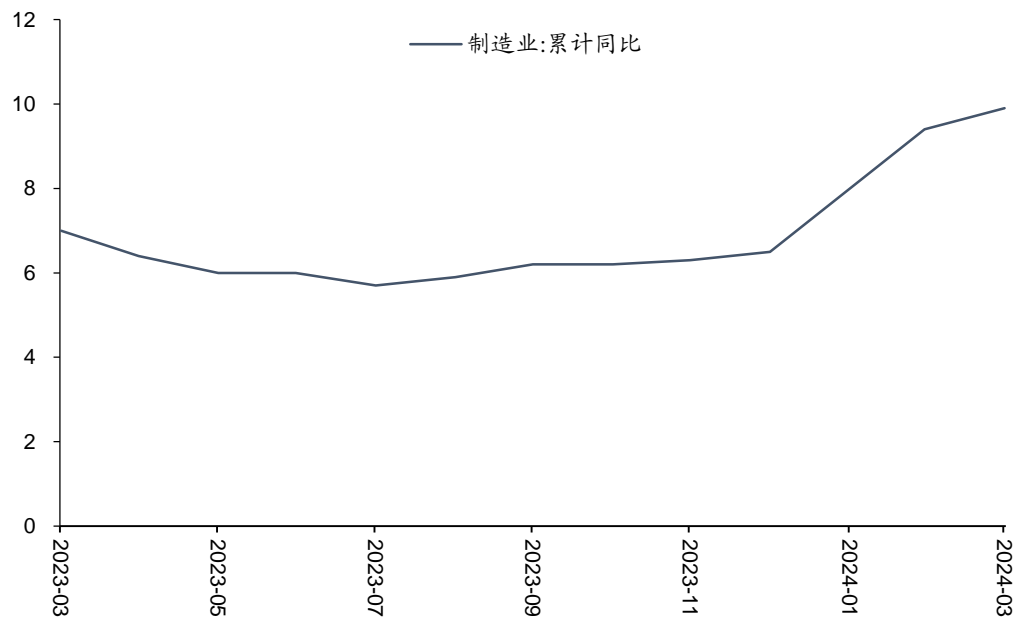
数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04

制造业投资贡献明显，地产弱势未见缓和

制造业投资方面，

- 3月制造业投资同比增速进一步上行，持续改善。大规模设备更新等政策的保障效果延续，外需也对国内相关制造业的投资形成了拉动。边际而言，同比增速有所改善的主要集中于医药制造、通用设备制造、专用设备制造及汽车制造业等出口、高技术密切关联的行业。与规模以上工业增加值共同反映出口及产业转型升级政策的驱动。

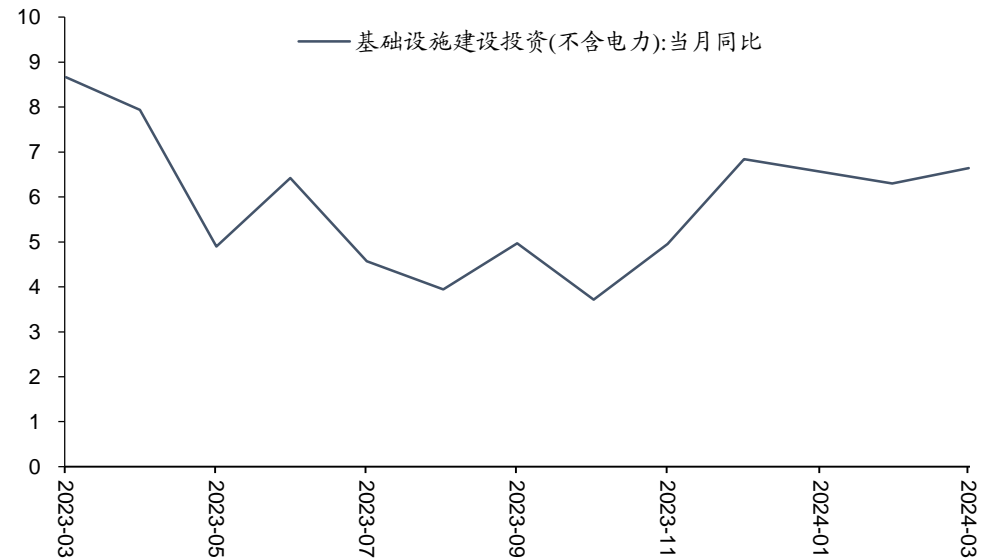
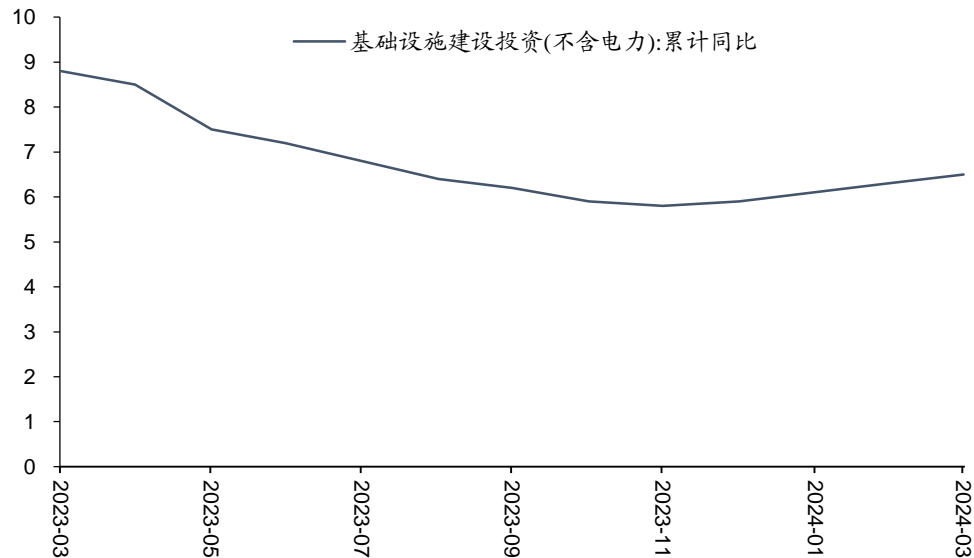


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04 制造业投资贡献明显，地产弱势未见缓和

基建投资方面，

➤ 3月新口径下的基建投资（即不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）相比前值加快0.3个百分点，广义基建投资增速则小幅回落，从构成上来看，支撑比较强的分项还是电力、热力、燃气及水生产和供应业这一公用事业分项。整体来说，今年一季度基建投资的拉动并不算强劲，这在项目申报、开工等高频数据中也可得到印证，化债压力之下基建投资也难有冲高支持，后续随特别国债发行、专项债提速，或能在资金角度推动基建投资的同比增长。

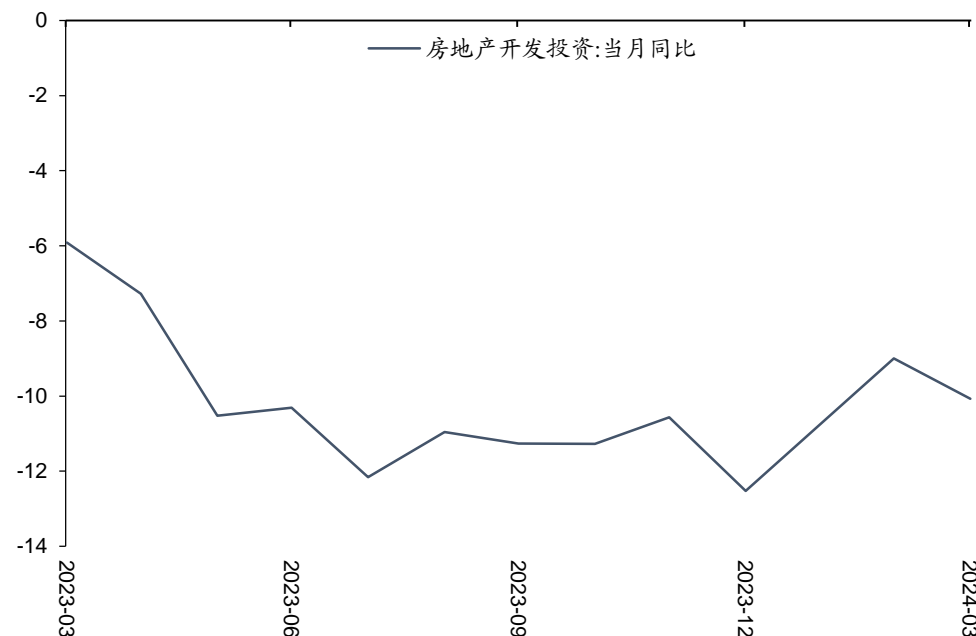
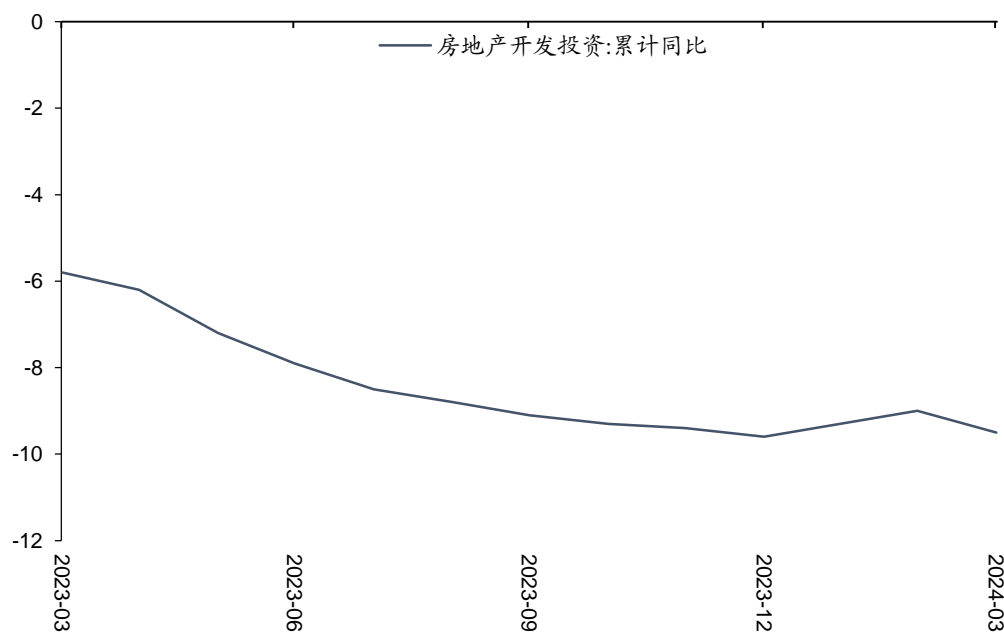


数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04 制造业投资贡献明显，地产弱势未见缓和

房地产开发投资方面，

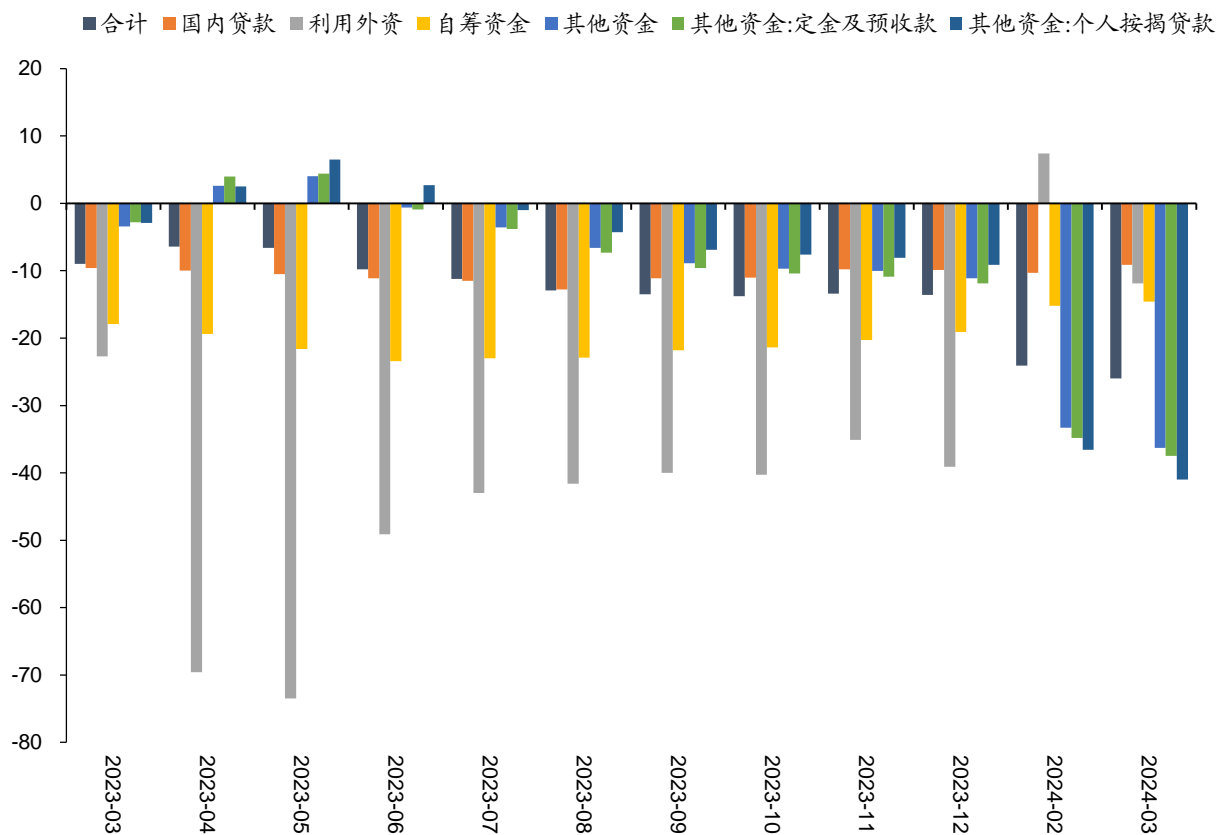
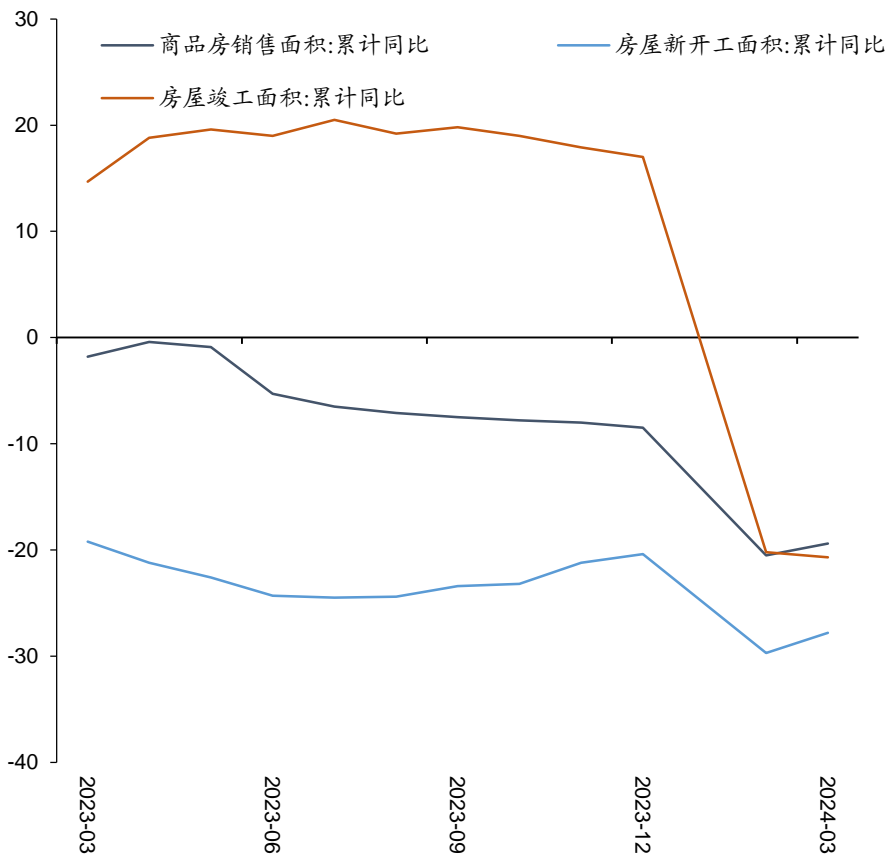
➤ 3月房地产开发投资进一步下降。销售层面，3月商品房销售面积及销售额单月同比降幅小幅收窄，仍在偏低水平运行；新开工面积同比徘徊在低位，竣工面积降幅进一步扩大；房企资金来源方面，到位资金单月同比持续下探，其中销售回款拖累明显，不过源自国内贷款的资金同比降幅收窄，或因系列优化地产融资政策的带动。地产投资的拖累短时间或仍持续，需关注后续“三大工程”及房企融资相关政策的落地情况。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

04

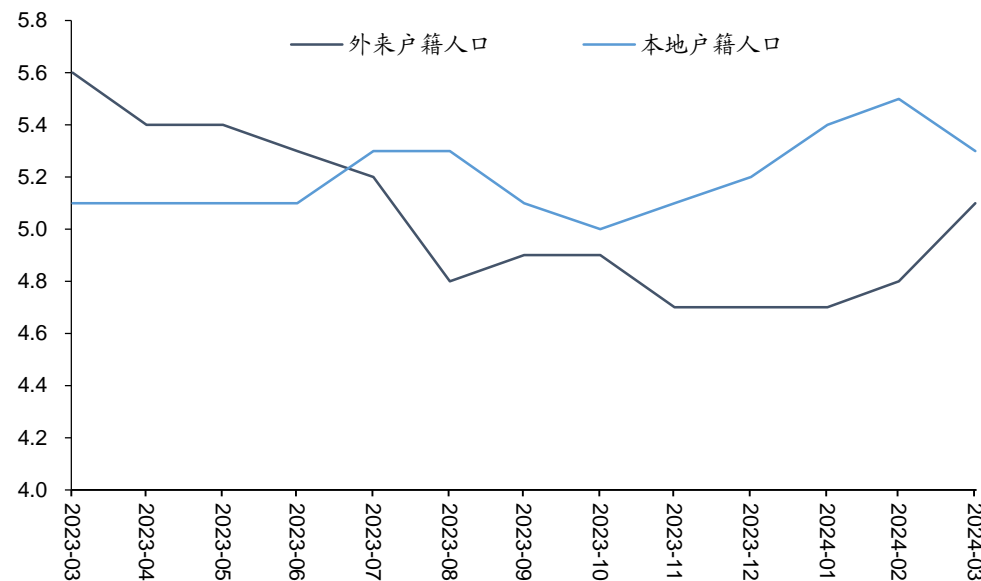
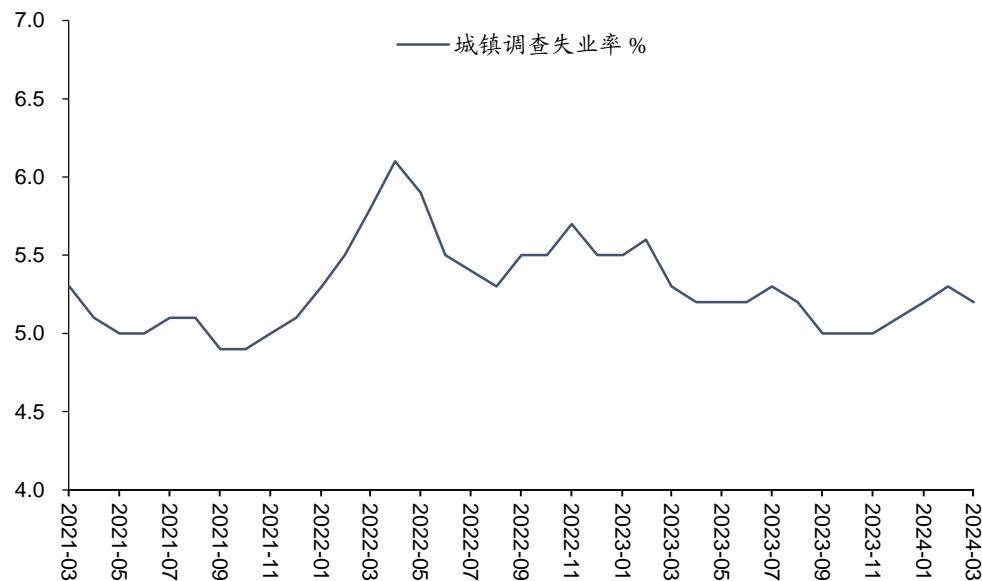
制造业投资贡献明显，地产弱势未见缓和



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

05 就业形势边际好转, 青年就业承压

- ▶ **就业有所改善。**3月份全国城镇调查失业率为5.2%，较2月份小幅下降0.1个百分点，属于节后的季节性调整，假期过后生产生活秩序逐渐恢复至正常节奏，前期摩擦性失业的情况边际上有所好转。与去年同期相比，全国城镇失业率亦有微降，降幅在0.1个百分点，其中外来户籍人口就业情况同比改善更为明显，去年3月为5.6%，今年3月则下降0.5个百分点至5.1%。
- ▶ **青年就业存在压力。**一季度整体来看，全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比上年同期下降0.3个百分点，但根据统计局表述，青年失业率略有上升，表明目前就业存在一定结构性压力，如何缓解年轻劳动力供求不均衡的问题或需未来政策关注。



数据来源: Wind, 太平洋证券研究院

风险提示：

- 稳增长政策不及预期。
- 外需不确定性。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证和证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。