

Q1 经济增速超预期，制造业率先修复

——2024年Q1及3月经济数据点评

核心观点

今年 Q1 GDP 不变价同比+5.3%，明显高于市场预期的+4.9%。生产法角度，Q1 第二和第三产业 GDP 分别实现+6.0%和+5.0%的同比增速，第二产业增速明显高于 GDP 同比，同时第二产业中占主体的制造业增速达到+6.4%，是 Q1 经济超预期修复的主要支撑。今年 Q1 GDP 同比较去年 Q4 高 0.1PCTS，考虑到去年 Q4 GDP 增速基于 2022 年四季度的低基数，今年 Q1 经济动能修复的程度实际上要更大。Q1 经济数据的亮点主要在工业生产的率先修复和基建投资的高增速。另一方面，当前经济运行仍然面临着若干隐忧：一是价格指数较弱导致居民“体感”收入增加有限，消费恢复速度略微偏慢；二是房地产行业仍然受到居民购房意愿低迷的打压，存在去库存的同时库存去化周期仍在上升的情况；三是制造业整体产能利用率不高，当前受政策支撑的制造业投资增速是否会出现调整面临考验。总体来看，我国目前经济恢复态势良好，但稳增长压力仍然不小，后续货币政策和财政政策仍需维持力度。

(1) 3月消费不及市场预期，居民“体感”收入增幅低影响较大

2024年3月，社零同比录得+3.1%，较前2月-2.4PCTS，低于市场预期的+4.8%，其中，商品零售和餐饮收入同比分别为+2.7%和+6.9%。3月消费数据低于市场预期，主要原因在于居民收入和消费意愿的修复速度低于市场预期。2024年Q1，全国居民人均可支配收入名义同比为+6.2%，仍然较疫情前有一定差距，同时，Q1人均可支配收入名义同比较去年全年低0.1PCTS。名义收入本身的下降，叠加Q1CPI低位运行，居民“体感”的收入增速相对有限，消费意愿恢复受到影响。后续随着价格指数向上修复，居民“体感”收入的提升，预计将有助于消费的进一步企稳向上。

(2) 固投超市场预期，制造业和基建支撑作用大

2024年3月，固投同比+4.81%，超过前2月的+4.2%，带动Q1固投累计同比录得+4.5%，较前2月抬升，超过市场预期的+4.4%。

2024年3月，制造业投资录得+10.3%的较高增速，明显超市场预期。3月制造业投资增速继续上行与表现较好的企业端中长期贷款数据和持续改善的制造业PMI数据相互印证，体现了内需回升和稳增长政策发力的同步作用。另一方面，当前制造业虽然投资增速处在高位，但产能利用率并不高。2024Q1，制造业产能利用率为73.8%，处在2017年Q4以来的3.8%低分位水平，高投资增速能否持续仍有待观察。总体来看，在内外需修复叠加支持设备更新等强力政策支撑下，预计制造业投资仍能保持韧性。

主要数据

上证指数	3071.3806
沪深300	3565.403
深证成指	9381.7723

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@avicsec.com	

相关研究报告

需求不足仍是主要矛盾—2024-04-14
金融市场分析周报—2024-04-10
美联储降息预期再受打压，国内经济复苏呈现结构性特点—2024-04-07

2024年3月，房地产投资增速为-10.1%，较2月跌幅略微扩大，同时跌幅也超市场预期。今年前2月房地产投资增速较去年12月和去年全年下行幅度已经有所收窄，但3月投资增速的进一步下滑，结合房屋销售、房屋施工和房企融资仍然录得较大跌幅，显示房地产投资当前仍无明显改善。库存角度，根据我们的统计，截止3月，我国商品房库存为23.73亿平方米，经过2021年以来的去库存后，已较2020年年末高位下降了22.4%。但另一方面，截止3月，商品房去化周期已达32.5个月，去化周期较前2月继续上升，较2020年12月上升了37.4%，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购房意愿低位，存在去库存的同时去化周期仍在上升的现象。

今年3月，基建投资同比+8.6%，累计同比+8.8%，明显超市场预期，较前2月增速略降，排在近60个月月度同比增速的第16位（2021年为两年复合增速）。虽然当前我国众多省份仍然面临着化债的问题，基建投资增速受到一定拖累，但考虑到今年稳增长压力仍然较大，同时新专项债发行额度高于去年，显示财政发力力度仍然不低，因此总体上看，在“三大工程”等项目的支撑下，预计全年基建仍将维持较强力度，全年有望实现7.0%以上增速。

(3) 高基数下3月工业增加值同比回落

2024年3月，受到去年同期高基数影响，规模以上工业增加值同比+4.5%，不及市场预期（+5.32%），较1-2月累计同比增速下行2.5PCTS。2024年一季度规模以上工业增加值累计同比增长6.1%，较去年同期上行3.1PCTS，工业生产一季度整体呈现回升向好趋势。国家统计局在4月16日召开的新闻发布会上指出，我国经济回升过程中各个产业存在不平衡性，传统行业受到房地产调整的拖累恢复较慢，但是新兴产业，高技术制造业增加值同比增长表现良好，成为拉动一季度表现的重要动力。非金属矿物制品、黑色金属冶炼等子行业同比的大幅回落一定程度上与我国产业链调整和经济结构转型升级的背景相适应。往后看，工业生产的稳步回升有赖于内外需支撑力度进一步加强。外需方面，3月全球制造业PMI升至50.6，为连续第三个月走高，主要国家与地区均有不同程度抬升，超过半数PMI处于扩张区间。其中，美国制造业PMI自2022年9月后首次回升至扩张区间，中国3月PMI在新出口订单的推动下也升至扩张区间。全球科技需求增长以及制造业景气复苏，或提升外需对工业生产的支撑。内需方面，支持设备更新和消费品以旧换新等稳增长政策持续发力，新质生产力的发展带动产业结构转型升级有望对内需形成进一步支撑。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

一、Q1 经济增速超预期，制造业率先复苏是主要支撑

GDP 增速方面，今年 Q1 GDP 不变价同比+5.3%，明显高于市场预期的+4.9%。生产法角度，Q1 第二和第三产业 GDP 分别实现+6.0%和+5.0%的同比增速，第二产业增速明显高于 GDP 同比，同时第二产业中占主体的制造业增速达到+6.4%，是 Q1 经济超预期修复的主要支撑。今年 Q1 GDP 同比较去年 Q4 高 0.1PCTS，考虑到去年 Q4 GDP 增速基于 2022 年四季度的低基数，今年 Q1 经济动能修复的程度实际上要更大。

值得注意的是，虽然从 GDP 增速角度看，一季度 GDP 同比为+5.3%，但从支出法角度，Q1 社零同比+4.7%，固投同比+4.5%，以人民币计贸易差额同比为+4.84%，支出法 GDP 分项的三个替代数据增速均低于 GDP 不变价同比。这种现象主要是因为这三个量均为使用名义值计算得到，并未剔除价格因素。引入一季度 GDP 平减指数进行调整后，Q1 社零、固投和贸易差额实际同比分别为+6.27%、+6.01%和+6.46%。支出法角度，Q1 社零、固投和贸易均对 GDP 增速起到正向带动作用。

综合来看，2024 年 Q1 我国经济动能恢复良好，虽然依然受到房地产投资未有明显改善的拖累，但工业生产的率先复苏和消费的恢复，依然确立了经济整体向上态势。但在实际经济增速恢复良好的同时，由于价格因素，我国 GDP 名义增速依然低于实际增速，对经济主体和居民的影响主要在于“体感”的增长低于“实际增长”。Q2 之后，随着 CPI 和 PPI 的修复，这种“体感”和实际间的差异有望逐步修复。

图1 2020 年 Q1 以来 GDP 生产法计各项目各季度实际增速(%)

	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12	2020-09	2020-06	2020-03
GDP	5.30	5.20	4.90	6.30	4.50	2.90	3.90	0.40	4.30	4.30	5.20	8.30	13.70	6.30	4.30	3.10	-6.90
第一产业	3.30	4.20	4.20	3.70	3.70	4.00	3.40	4.40	6.10	6.40	7.10	7.60	8.10	4.30	4.10	3.50	-3.10
第二产业	6.00	5.50	4.50	5.20	3.30	2.30	4.10	-0.20	4.70	3.00	4.00	7.90	24.90	6.70	5.90	4.50	-4.70
工业	6.00	5.20	4.20	4.50	2.90	1.80	3.80	-0.40	5.50	4.50	5.60	9.60	25.20	6.80	5.50	4.10	-5.50
制造业	6.40	5.30	4.50	4.90	2.30	1.10	2.30	-1.50	4.30	4.50	6.10	10.60	28.40	7.40	6.30	4.50	-10.10
建筑业	5.30	6.70	6.50	8.20	6.70	4.50	5.30	1.10	-1.20	-3.20	-2.30	0.70	21.70	5.30	7.30	7.00	13.20
第三产业	5.00	5.30	5.20	7.40	5.40	3.10	3.90	0.30	4.70	4.90	5.70	8.60	15.90	6.50	4.20	1.80	-5.40
批发和零售业	6.00	6.50	5.10	7.50	5.50	1.90	3.20	-0.20	5.50	5.70	7.30	9.30	26.30	6.30	3.50	1.50	-7.50
交通运输、仓储和邮政业	7.30	9.40	8.50	8.80	4.30	-2.50	4.10	-2.10	3.50	6.50	8.90	15.50	36.10	8.00	4.30	2.00	-1.60
住宿和餐饮业	7.30	14.30	12.70	17.50	13.60	-4.40	2.20	-5.30	-0.80	5.30	6.30	18.30	45.10	-0.80	-5.70	2.70	-39.50
金融业	5.20	6.30	6.40	7.70	6.90	3.40	3.30	3.40	2.50	4.70	3.20	3.30	4.50	5.90	6.30	6.00	4.90
房地产业	-1.40	-2.70	-2.70	-1.20	1.30	-3.90	-3.00	-5.30	-0.70	-4.50	-3.10	5.40	19.50	4.90	4.50	2.40	-7.60
信息传输、软件和信息技术服务业	13.70	11.20	10.30	14.60	11.20	13.00	11.00	10.60	13.90	11.70	16.80	19.80	21.40	21.00	20.10	17.30	14.60
租赁和商务服务业	10.30	8.40	8.50	14.70	6.00	6.40	6.20	-2.50	6.00	10.40	10.70	10.30	13.10	4.30	-4.20	-5.30	-6.70
其他行业	3.30	2.70	3.90	6.20	4.00	6.50	5.20	0.60	5.70	5.50	5.30	6.30	9.40	4.40	2.10	-1.10	-2.00

资料来源：wind，中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2024-03	2024前2月	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
社零(当月同比)	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%
社零:商品零售(当月同比)	2.7%	4.6%	4.8%	8.0%	6.5%	4.6%	3.7%	1.0%	1.7%	10.5%	15.9%	9.1%
社零:餐饮(当月同比)	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(累计同比)	4.5%	4.2%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.2%	3.4%	3.8%	4.0%	4.7%	5.1%
制造业投资(累计同比)	9.9%	9.4%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%	5.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.4%	7.0%
基建投资(累计同比)	8.8%	9.0%	8.2%	8.0%	8.3%	8.6%	9.0%	9.4%	10.7%	9.9%	9.8%	10.8%
房地产开发投资(累计同比)	-9.5%	-9.0%	-9.6%	-9.4%	-9.3%	-9.1%	-8.8%	-8.5%	-7.9%	-7.2%	-6.2%	-5.8%
固投(当月同比)	4.8%	4.2%	4.1%	2.9%	1.2%	2.4%	1.8%	1.2%	3.1%	1.6%	3.7%	4.7%
制造业投资(当月同比)	10.3%	9.4%	8.2%	7.1%	6.2%	7.9%	7.1%	4.3%	6.0%	5.1%	5.3%	6.2%
基建投资(当月同比)	8.6%	9.0%	10.7%	5.4%	5.6%	6.8%	6.2%	5.3%	12.3%	10.3%	7.9%	9.9%
房地产开发投资(当月同比)	-10.1%	-9.0%	-12.5%	-10.6%	-11.3%	-11.3%	-11.0%	-12.2%	-10.3%	-10.5%	-7.3%	-5.9%
出口金额(美元,当月同比)	-7.5%	7.1%	2.3%	0.5%	6.4%	6.2%	8.8%	14.5%	12.4%	7.5%	8.5%	14.8%
进口金额(美元,当月同比)	-1.9%	3.5%	0.2%	-0.6%	3.0%	6.3%	7.3%	12.4%	6.8%	4.5%	7.9%	1.4%
工业增加值(当月同比)	4.5%	7.0%	6.8%	6.6%	4.6%	4.5%	4.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.6%	3.9%
服务业生产指数(当月同比)	5.0%	5.8%	8.5%	9.3%	7.7%	5.9%	6.8%	5.7%	6.8%	11.7%	13.5%	9.2%
制造业PMI(%)	50.8	1月49.2, 2月49.1	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9
非制造业PMI(%)	53.0	1月50.7, 2月51.4	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0	51.5	53.2	54.5	56.4	58.2
建筑业PMI(%)	56.2	1月53.9, 2月53.5	56.9	55.0	53.5	56.2	53.8	51.2	55.7	58.2	63.9	65.6
服务业PMI(%)	52.4	1月50.1, 2月51.9	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9

资料来源: wind, 中航证券研究所

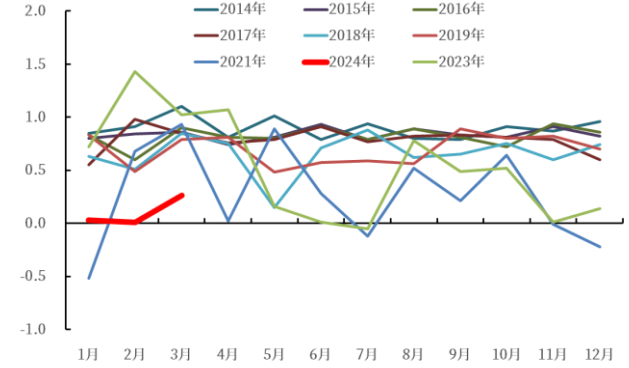
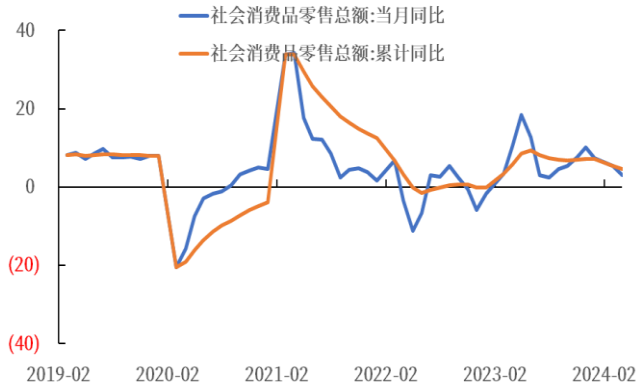
二、3月消费不及市场预期,居民“体感”收入增幅低影响较大

2024年3月,社零同比录得+3.1%,较前2月-2.4PCTS,低于市场预期的+4.8%,其中,商品零售和餐饮收入同比分别为+2.7%和+6.9%。

从限额以上具体商品类别零售额两年复合增速角度,2024年3月,各类别商品增速出现分化,在15类商品中,有7类商品增速较前2月抬升,但同时有8类商品增速较前2月下滑。在增速上升的商品中,日用品类和中西药品类商品销售额增速抬升最明显,3月同比增速分别录得+3.5%和+5.9%,分别较前2月+4.2PCTS和+3.9PCTS。在增速下滑的商品中,汽车类和通讯器材类商品销售额增速下滑最明显,3月同比增速分别为-3.7%和-7.2%,分别较前2月-12.4PCTS和-9.0PCTS,此外,石油及制品类消费3月增速+3.5%,较前2月-1.5PCTS。

3月消费数据低于市场预期,从直接原因看,是因为各商品类别销售增速的分化,尤其是在消费额中占比较高的汽车和石油及制品消费增速低于前2月,对3月消费增速起到了压制作用。从深层原因看,3月消费数据低于预期,实际代表的是居民收入和消费意愿的修复速度低于市场预期。2024年Q1,全国居民人均可支配收入名义同比为+6.2%,仍然较疫情前有一定差距,同时,Q1人均可支配收入名义同比较去年全年低0.1PCTS,名义收入本身的下降,叠加Q1CPI低位运行,居民“体感”的收入增速相对有限,消费意愿恢复受到影响。后续随着价格指数向上修复,居民“体感”收入的提升,预计将有助于消费的进一步企稳向上。

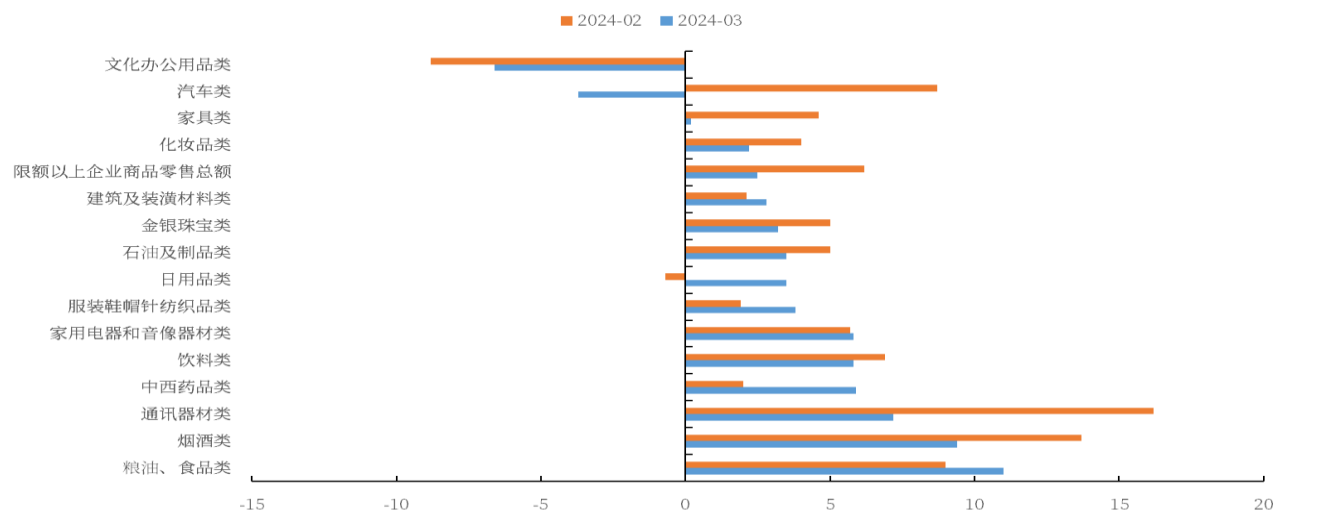
图3 社零同比走势(%)
图4 历年各月社零环比(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

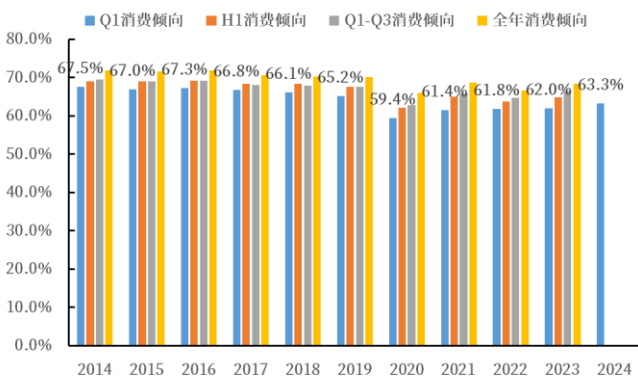
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 各商品类别零售额当月同比增速 (%)



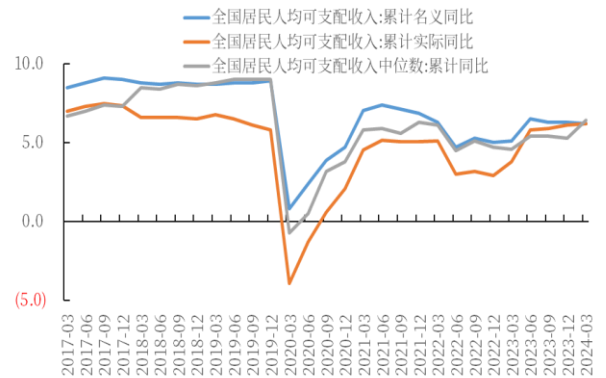
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2月为前2月数据)

图6 历年各季度消费倾向



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 消费倾向=人均支出/人均收入)

图7 收入增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

三、固投超市场预期，制造业和基建支撑作用大

2024年3月，固投同比+4.81%，超过前2月的+4.2%，带动Q1固投累计同比录得+4.5%，较前2月抬升，超过市场预期的+4.4%。其中：制造业投资+10.3%，超过前2月的+9.4%，带动Q1制造业投资录得+9.9%，较前2月+0.5PCTS；基建投资+8.6%，低于前2月的9.0%，带动Q1基建投资录得+8.8%，较前2月-0.2PCTS；房地产投资-10.1%，低于前2月的-9.0%，带动Q1房地产投资录得-9.5%，较前2月-0.5PCTS。

(1) 制造业投资增速超市场预期

2024年3月，制造业投资录得+10.3%的较高增速，明显超市场预期。从具体的行业看，已公布投资数据的大部分制造业子行业Q1累计投资增速均为正，其中6个行业增速较前2月抬升，7个制造业子行业增速较前2月下滑。其中，金属制品业、医药制造业、农副食品加工业为3个3月同比增速较前2月抬升幅度最大的行业。

3月制造业投资增速继续上行与表现较好的企业端中长期贷款数据和持续改善的制造业PMI数据相互印证，体现了内需回升和稳增长政策发力的同步作用。另一方面，当前制造业虽然投资增速处在高位，但产能利用率并不高。2024Q1，制造业产能利用率为73.8%，处在2017年Q4以来的3.8%低分位水平。从各子行业产能利用率看，如食品制造业等行业产能利用率相对较低，高投资增速能否持续仍有待观察。

总体来看，在内外需修复叠加支持设备更新等强力政策支撑下，预计制造业投资仍能保持韧性。外需方面，3月全球制造业PMI升至50.6，为连续第三个月走高，主要国家与地区均有不同程度抬升，超过半数PMI处于扩张区间。内需方面，中国3月PMI在新出口订单的推动下也升至扩张区间。此外，支持设备更新和消费品以旧换新等稳增长政策持续发力，新质生产力的发展带动产业结构转型升级有望对内需形成进一步支撑。

(2) 3月房地产投资改善有限

2024年3月，房地产投资增速为-10.1%，较2月跌幅略微扩大，同时跌幅也超市场预期。3月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-11.4%、+3.8%和-14.6%，办公楼止跌回升，但占比最大的住宅投资跌幅加深。

房屋销售方面，今年前3月商品房销售额和销售面积同比分别为-25.9%和-18.3%，分别较前2月+3.4PCTS和+2.2PCTS。房地产施工方面，3月房屋施工面积同比-16.5%（较前2月-5.5PCTS），其中新开工面积同比-25.4%（较前2月+4.3PCTS）、竣工面积同比-21.7%（较前2月-1.5PCTS）。

房地产开发资金方面，3月房企开发到位资金同比-29.0%（较前2月-4.9PCTS），其中国内贷款同比-6.4%（较前2月+3.5PCTS）、自筹资金同比-13.6%（较前2月+1.6PCTS）、定金及预收款同比-41.5%（较前2月-6.6PCTS）、个人按揭贷款同比-46.9%（较前2月-10.3%）。

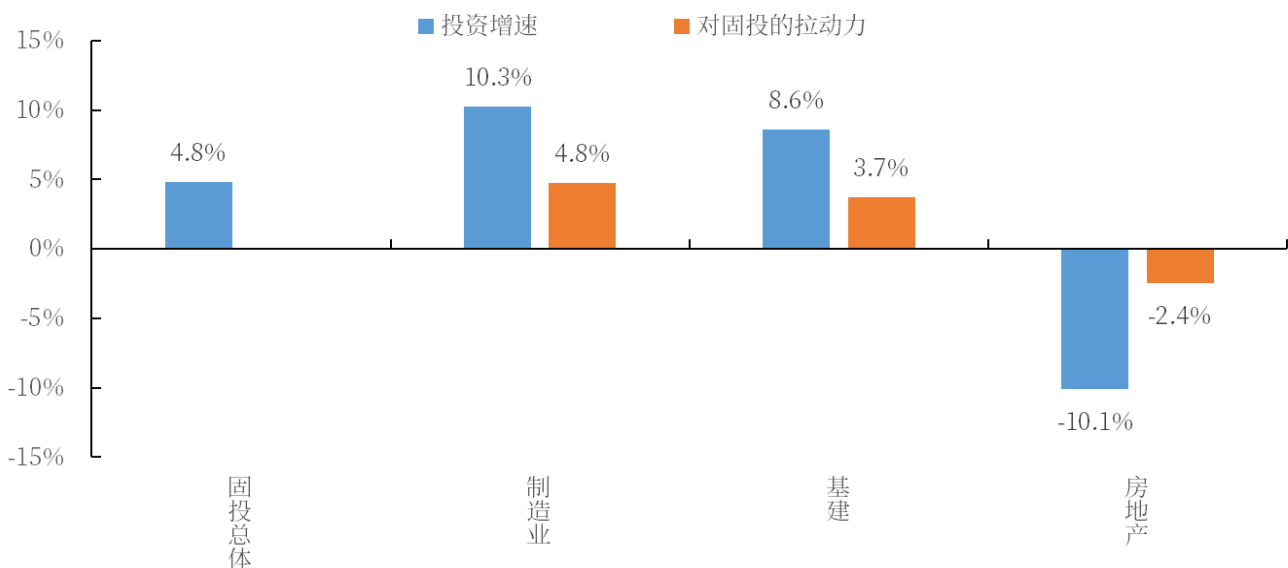
今年前 2 月房地产投资增速较去年 12 月和去年全年下行幅度已经有所缩窄，但 3 月投资增速的进一步下滑，结合房屋销售、房屋施工和房企融资仍然录得较大跌幅，显示房地产投资当前仍无明显改善。库存角度，根据我们的统计，截止 3 月，我国商品房库存为 23.73 亿平方米，经过 2021 年以来的去库存后，已较 2020 年年末高位下降了 22.4%。但另一方面，截止 3 月，商品房去化周期已达 32.5 个月，去化周期较前 2 月继续上升，较 2020 年 12 月上升了 37.4%，显示整个房地产行业目前仍受困于居民购房意愿低位，存在去库存的同时去化周期仍在上升的现象。

(3) 3 月基建投资增速保持韧性

今年 3 月，基建投资同比+8.6%，累计同比+8.8%，明显超市场预期，较前 2 月增速略降，排在近 60 个月月度同比增速的第 16 位（2021 年为两年复合增速）。分三大基建类别看，Q1 电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+29.1%，较前 2 月+3.8PCTS，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+7.9%，较去前 2 月-3PCTS，水利环境和公共设施管理投资同比录得+0.3%，较前 2 月-0.1PCTS。

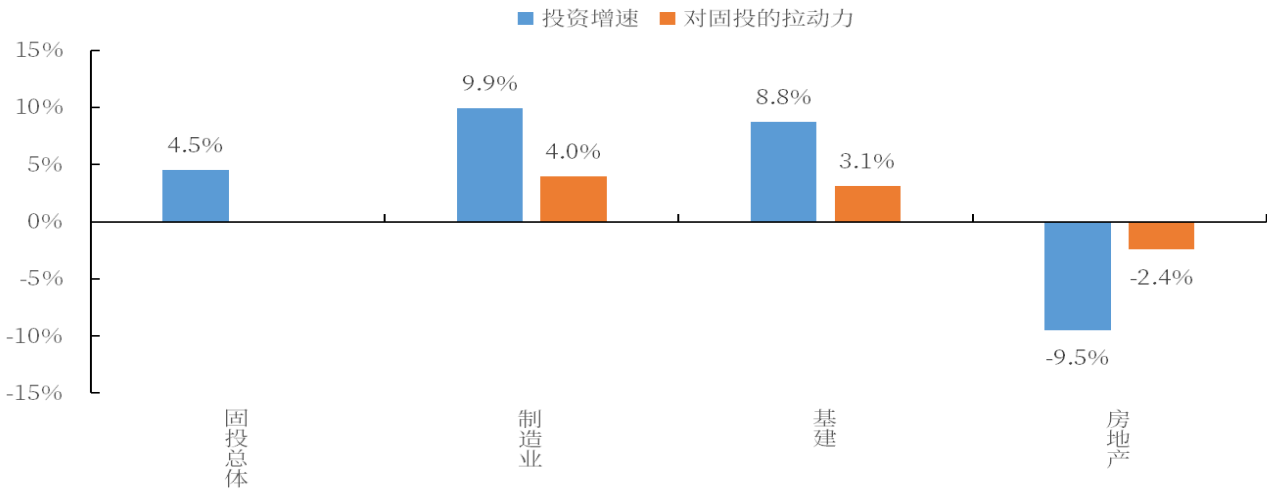
虽然当前我国众多省份仍然面临着化债的问题，基建投资增速受到一定拖累，但考虑到今年稳增长压力仍然较大，同时新专项债发行额度高于去年，显示财政发力力度仍然不低，因此总体上看，在“三大工程”等项目的支撑下，预计全年基建仍将维持较强力度，全年有望实现 7.0% 以上增速。

图8 2024 年 3 月固投及主要分项投资增速及拉动力



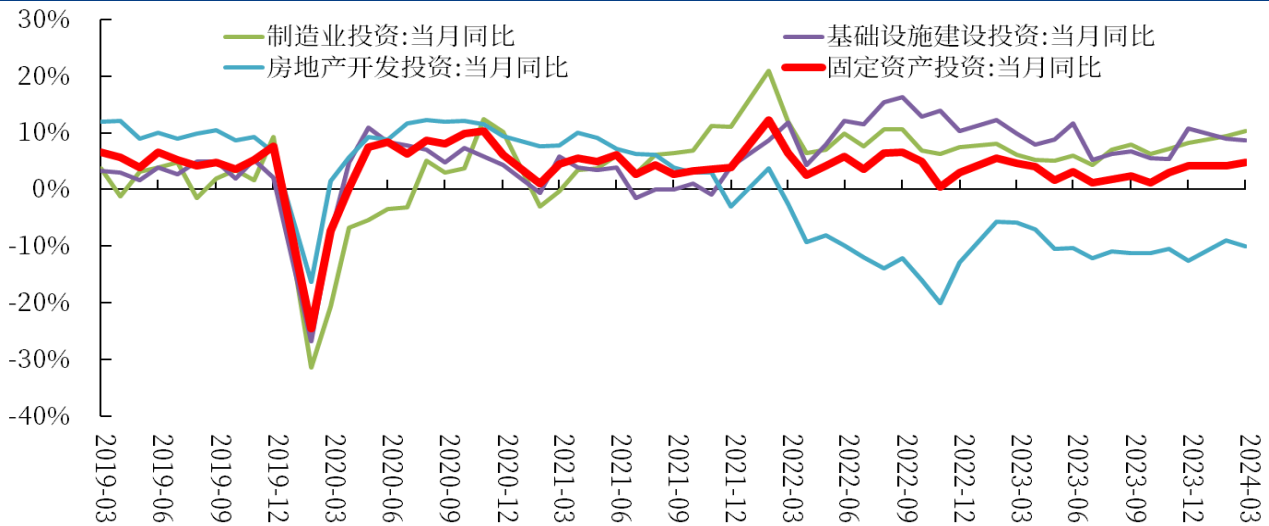
资料来源：wind，中航证券研究所

图9 2024年Q1固投及主要分项投资增速及拉动力



资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 固投及主要分项当月同比走势



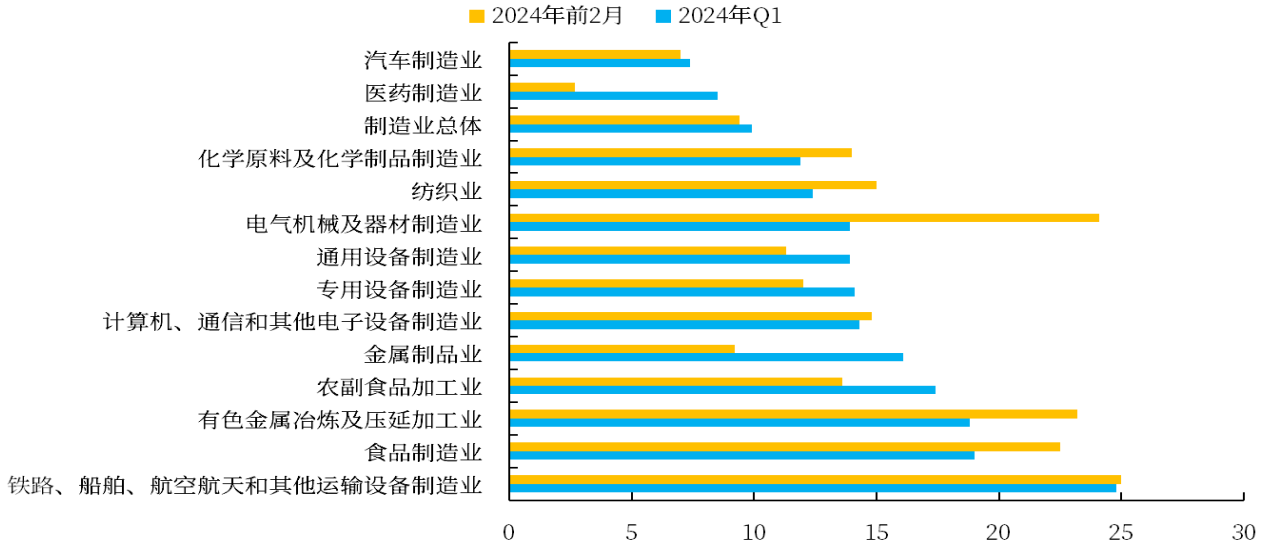
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图11 制造业产能利用率 (%)

	2017年Q4以来分位数	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03
制造业	3.8%	73.76	76.00	75.80	74.80	74.50	75.80	75.90	75.40	75.90
食品制造业	7.7%	69.07	71.25	71.10	68.10	70.70	71.90	72.00	71.30	71.60
纺织业	53.8%	78.01	76.15	76.90	76.90	75.50	76.20	76.70	77.80	78.20
化学原料及化学制品制造业	61.5%	76.40	76.68	74.60	74.30	75.50	76.00	75.30	77.70	77.90
医药制造业	38.5%	75.97	75.36	72.70	76.20	75.20	77.60	74.80	75.10	74.60
化学纤维制造业	88.5%	85.64	85.69	85.10	84.10	82.10	79.20	82.00	83.80	84.20
非金属矿物制品业	3.8%	61.97	64.68	65.00	65.10	63.90	67.20	68.20	66.70	65.80
黑色金属冶炼及压延加工业	34.6%	77.33	76.41	79.10	79.00	78.10	73.50	74.90	79.20	77.00
有色金属冶炼及压延加工业	15.4%	78.21	79.64	80.20	80.30	77.80	79.40	79.60	79.00	79.00
通用设备制造业	26.9%	78.16	79.24	78.70	79.70	79.10	79.30	79.70	78.50	79.20
专用设备制造业	7.7%	77.01	77.52	77.50	78.10	77.00	77.50	77.60	77.50	77.80
汽车制造业	3.8%	64.87	76.90	75.60	73.30	72.00	73.20	75.70	69.10	72.10
电气机械和器材制造业	3.8%	72.74	77.12	77.80	77.10	75.80	79.00	76.70	76.00	77.30
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.5%	74.72	77.63	76.50	74.60	73.70	78.50	78.10	77.50	77.00

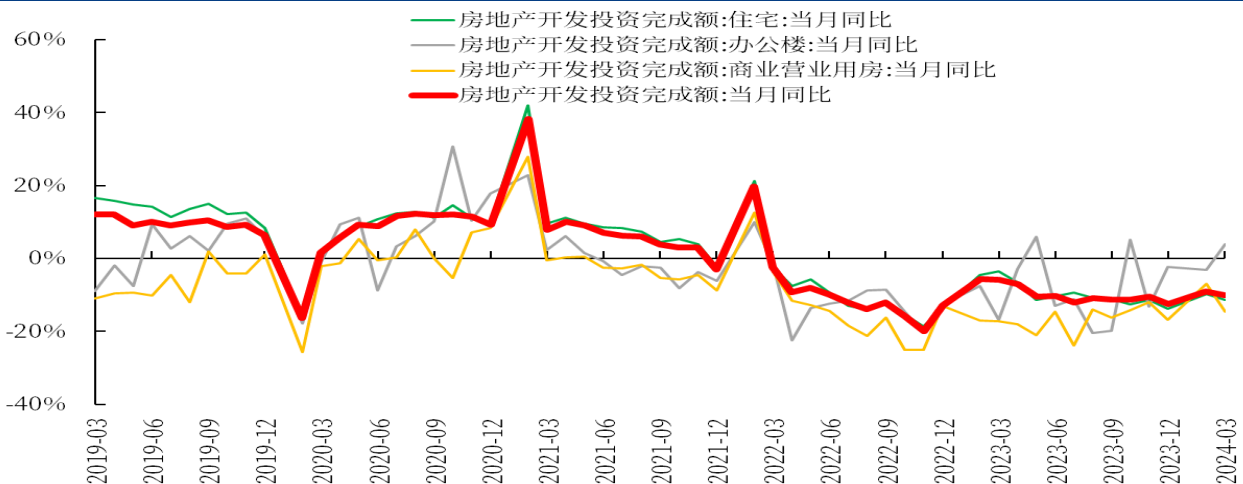
资料来源: wind, 中航证券研究所

图12 制造业分行业累计投资增速 (%)



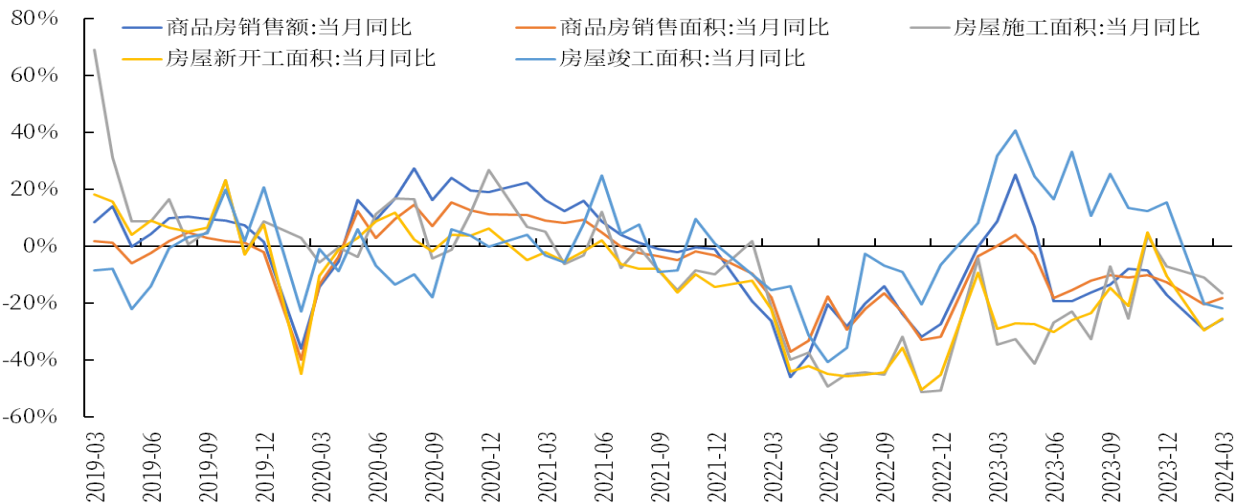
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势

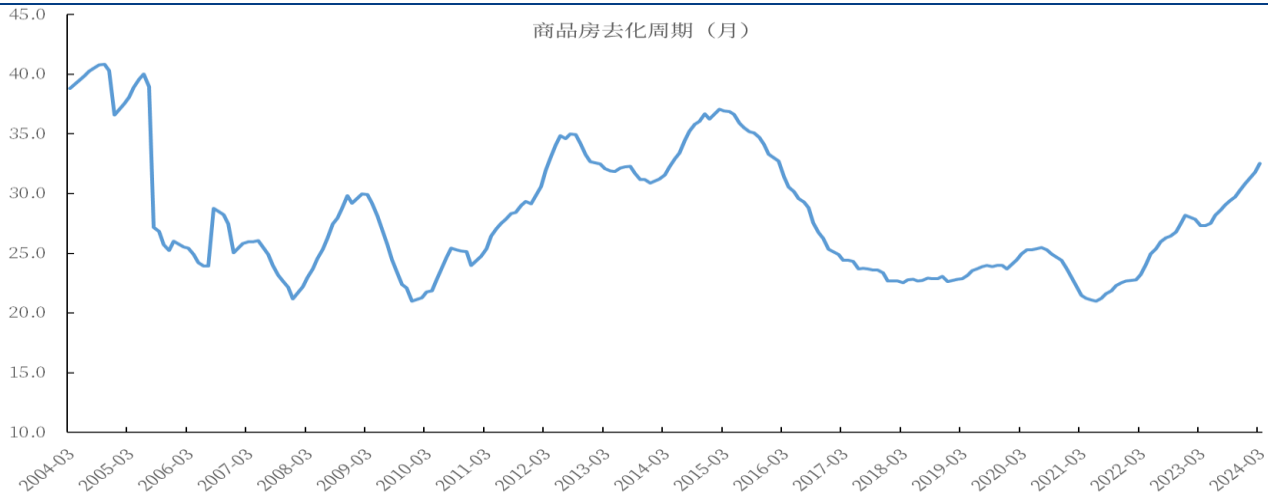


资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图14 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图15 商品房去化周期走势


资料来源：wind，中航证券研究所（注：去化周期=当前商品房库存面积/过去12个月月均商品房销售面积，其中，当前商品房库存包括已建成和在建的商品房）

四、高基数下3月工业增加值同比回落

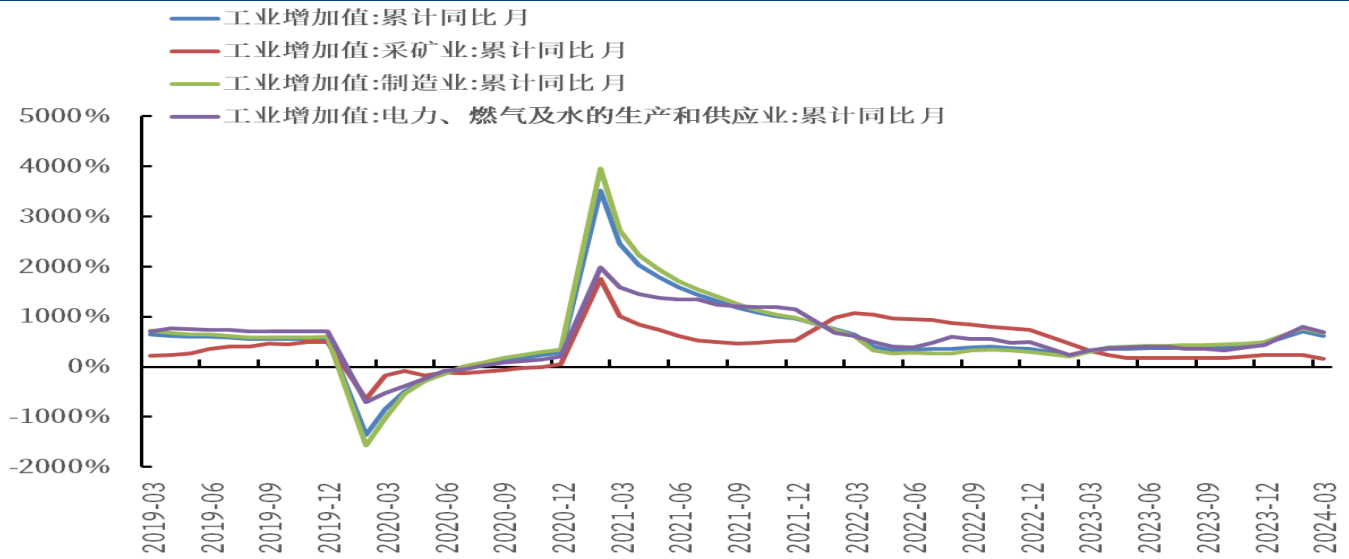
2024年3月，受到去年同期高基数影响，规模以上工业增加值同比+4.5%，不及市场预期（+5.32%），较1-2月累计同比增速下行2.5PCTS。2024年一季度规模以上工业增加值累计同比增长6.1%，较去年同期上行3.1PCTS，工业生产一季度整体呈现回升向好趋势。分三大门类看，当月来看采矿业增加值同比+0.2%（1-2月累计值+2.3%），制造业+5.1%（1-2月累计值+7.7%），公用事业同比+4.9%（1-2月累计值+7.9%），3月工业生产修复斜率较1-2月有所回落。

从子行业来看，已公布当月增加值增速的17个子行业中，与1-2月相比，有14个子行业同比增速回落，仅有医药制造业（+6.6PCTS）、农副食品加工业（+2.9PCTS）和电气机械及器材制造业（+0.2PCTS）同比增速呈现改善。14个同比增速回落的子行业中，回落幅度较大的包括橡胶和塑料制品业（-7.8PCTS）、非金属矿物制品业（-6.7PCTS）、金属矿物制品业（-6.0PCTS）、黑色金属冶炼及压延加工业（-5.4PCTS）等。国家统计局在4月16日召开的新闻发布会上指出，我国经济回升过程中各个产业存在不平衡性，传统行业受到房地产调整的拖累恢复较慢，但是新兴产业，高技术制造业增加值同比增长表现良好，成为拉动一季度表现的重要动力。非金属矿物制品、黑色金属冶炼等子行业同比的大幅回落一定程度上同与我国产业链调整和经济结构转型升级的背景相适应。

往后看，工业生产的稳步回升有赖于内外需支撑力度进一步加强。外需方面，3月全球制造业PMI升至50.6，为连续第三个月走高，主要国家与地区均有不同程度抬升，超过半数PMI处于扩张区间。其中，美国制造业PMI自2022年9月后首次回升至扩张区间，中国3月PMI在新出口订单的推动下也升至扩张区间。全球科技需求增长以及制造业景气复苏，或提升外需对工业生产的支撑。内需方面，支持设备更新和消费品以旧换新等稳增长政策持续发力，新质生产力的发展带动产业结构转型升级有望对内需

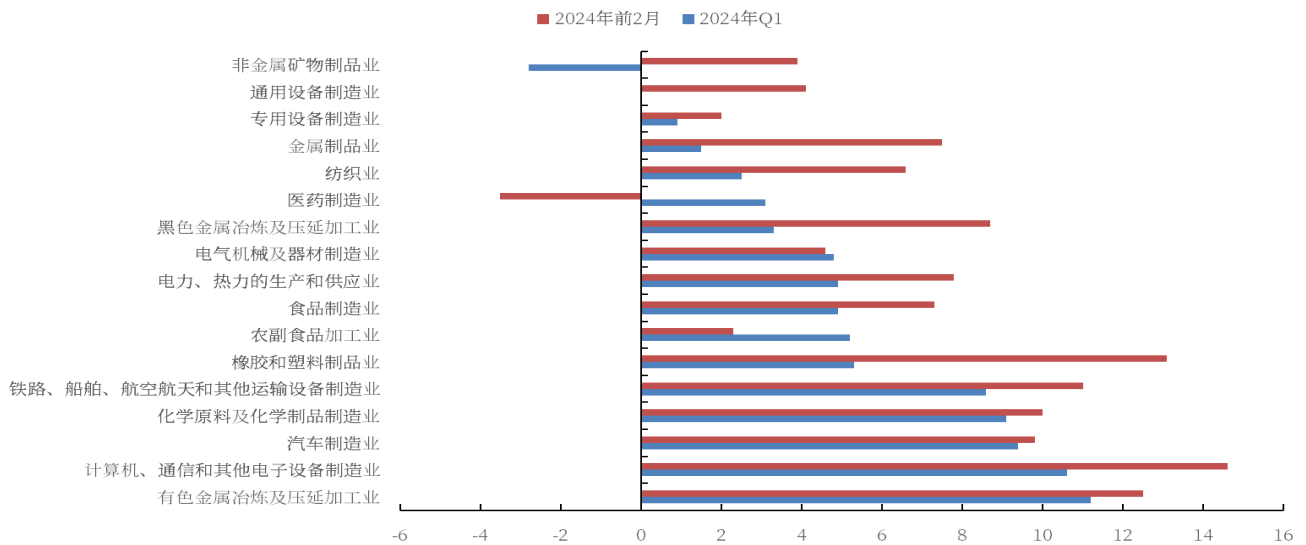
形成进一步支撑。

图16 工业增加值分行业累计同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图17 工业子行业增加值累计增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637