

宏观数据点评

# 价格因素拖累主要经济指标增速——3月经济增长数据点评

2024年04月18日

## 【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2024年一季度我国GDP不变价同比增长5.3%，较前值高0.1个百分点；3月工业增加值同比增长4.5%，较1-2月降低2.5个百分点；1-3月全国固定资产投资同比增长4.5%，较1-2月高0.3个百分点；3月社会消费品零售总额同比增长3.1%，较1-2月份低2.4个百分点。

## 【评论】

- ◆ 价格因素导致GDP不变价增速与分项指标背离。一季度不变价GDP增速较现价GDP增速高1.1个百分点，反映国内低通胀现状。工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售、进出口等指标均以名义价格计量，由此造成一方面不变价GDP超预期回升，另一方面消费、投资、进出口增速不及预期的现状。
- ◆ 制造业投资和基建投资是国内经济主要支撑。3月份主要经济动能中，制造业投资和基建投资向上，其余主要动能增速边际回落。制造业投资和基建投资高增长更多的来自政策面的驱动，预计还将继续保持高位，对经济贡献增强。
- ◆ 出口走弱叠加价格因素拖累，工业增加值边际回落。年初以来受益于大规模的设备更新改造和消费品以旧换新等政策，企业信心增强；加上“抢出口”效应，工业品出口交货值同比增速由负转正。随着出口和工业生产基数走高，在工业品价格持续负增长情况下，预计工业增加值增速在当前水平保持平稳。
- ◆ 固定资产投资成为稳增长“压舱石”。制造业投资方面，高新制造业和设备更新投资保持高增长，预计在政策持续发力下，年内增速将维持高位。基建投资方面，财政资金靠前发力，对项目支撑加强，预计后续增速稳步提升。房地产投资方面，行业弱势未实质性改变，静候政策进一步松动。
- ◆ 消费弱复苏格局延续，年内修复高度不宜过度高估。当前国内经济循环逐渐畅通，居民收入有所回升，对居民消费能力和意愿均形成提振，加上CPI趋于回暖，消费增速有望企稳回升。但受地产等传统动能下行拖累，市场主体预期恢复需要时间，年内消费修复高度仍不宜过度高估。

## 【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢

 东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

## 东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

## 相关研究

《保持降息节奏——美联储3月议息会议点评》

2024.03.27

《宏观数据点评：负利率时代终结——日本央行3月议息会议点评》

2024.03.21

《投资“接棒”消费成为经济主要增量——1-2月经济增长数据点评》

2024.03.20

《春节因素引发制造业PMI数值波动——2月PMI数据点评》

2024.03.04

## 正文目录

1. 价格因素拖累主要经济指标增速.....	3
2. 工业增加值：出口走弱叠加价格因素拖累，工业生产边际走弱.....	4
3. 投资：制造业和基建支撑作用增强.....	5
3.1 设备更新和产业转型提速，制造业投资或继续保持高位.....	5
3.2 财政资金靠前发力，基建投资延续“挑大梁”.....	6
3.3 房地产行业弱势未实质性改变.....	6
4. 消费：弱修复态势延续.....	8

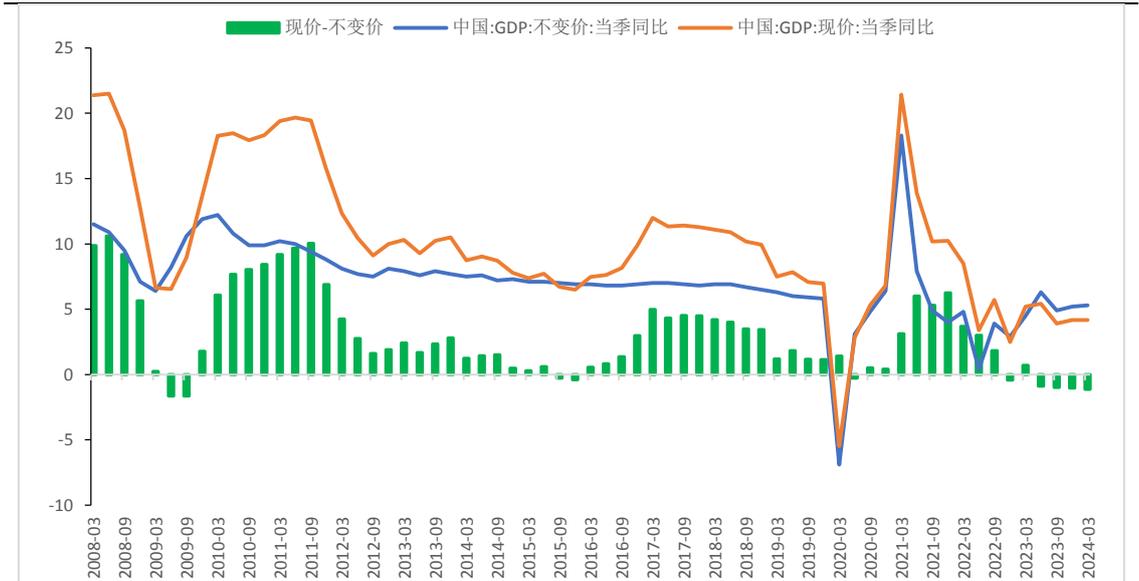
## 图表目录

图表 1：2023 年 Q2 以来不变价 GDP 增速连续 4 个季度高于现价 GDP 增速.....	3
图表 2：主要经济动能变化情况.....	4
图表 3：工业增加值同比增速由升转降.....	4
图表 4：主要产品产量保持增长.....	5
图表 5：固定资产投资三大类.....	5
图表 6：1-3 月细分行业制造业投资累计同比增速（%）.....	6
图表 7：住宅开发投资完成额加速下行.....	7
图表 8：商品房去化周期刷新历史高点.....	7
图表 9：土地溢价率处于低位.....	7
图表 10：商品房销售面积和销售额降幅较大.....	7
图表 11：各线城市住宅价格全面下行.....	8
图表 12：房企资金来源减少.....	8
图表 13：社零同比增速回落.....	8
图表 14：升级类商品销售回暖.....	8

## 1. 价格因素拖累主要经济指标增速

价格因素导致 GDP 不变价增速与分项指标背离。一季度国内不变价 GDP 同比增长 5.3%，而现价 GDP 同比增长 4.2%，不变价 GDP 增速较现价 GDP 增速高 1.1 个百分点，反映国内经济面临价格水平整体下行压力。工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售、进出口等指标均以名义价格计量，因此当前通胀水平偏低会削弱其增速，造成一方面不变价 GDP 超预期回升，另一方面消费、投资、进出口增速不及预期的现状。

图表 1：2023 年 Q2 以来不变价 GDP 增速连续 4 个季度高于现价 GDP 增速



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 3 月

制造业投资和基建投资是国内经济主要支撑。3 月份主要经济动能中，制造业投资和基建投资向上，其余主要动能增速边际回落。制造业投资和基建投资高增长更多的来自政策面的驱动，如 3 月份国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施设备更新行动，推进钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业设备更新改造，加快建筑和市政基础设施领域设备更新，支持交通运输设备和老旧农业机械更新，提升教育文旅医疗设备水平。预计在政策推动下，制造业投资和基建投资增速有望继续保持高位，对经济增长的贡献持续增强。

图表 2：主要经济动能变化情况

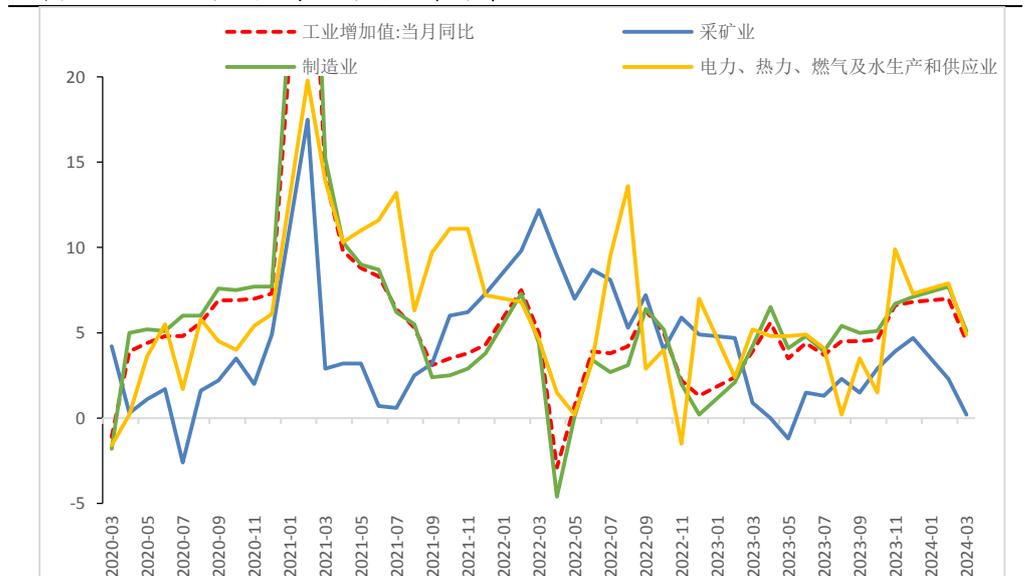


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

## 2. 工业增加值：出口走弱叠加价格因素拖累，工业生产边际走弱

**高技术制造业保持高增长。**3月份工业增加值同比增长4.5%，增速较1-2月低2.5个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长0.2%、5.1%、4.9%，较1-2月份回落2.1、2.6、3.0个百分点。分行业看，3月份高技术制造业增加值同比增长7.6%，较整体工业增加值高3.1个百分点，成为拉动工业增长的重要动力。从主要产品产量看，新能源汽车、太阳能发电量、风力发电量同比增长32.3%、28.0%、23.1%，居主要产品前三；水泥、粗钢、生铁等周期类产品产量同比下降。

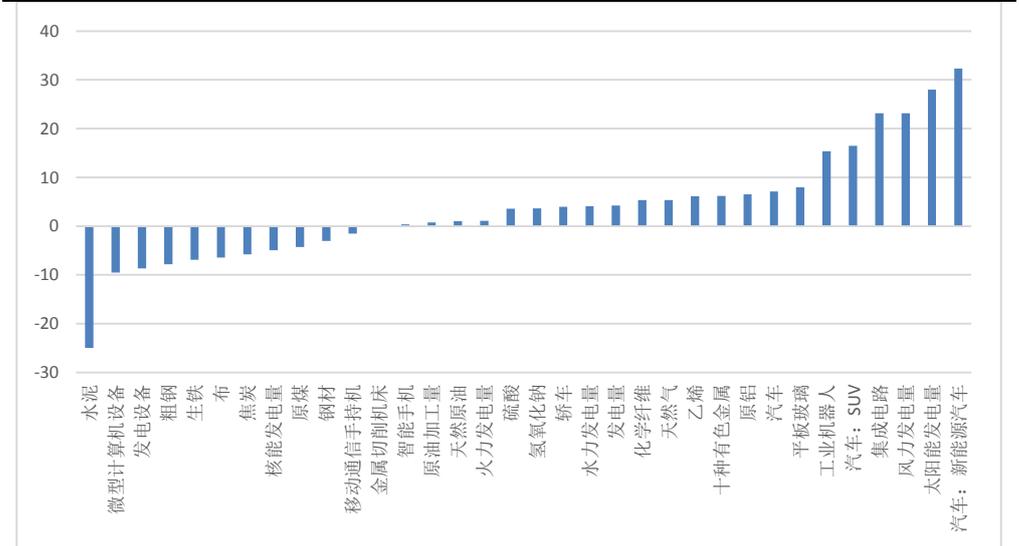
图表 3：工业增加值同比增速由升转降



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年3月

1-2 月份工业增加值大幅回升，主要得益于年初以来在大规模的设备更新改造和消费品以旧换新等政策的推动下，企业信心增强；加上 1-2 月份“抢出口”效应，工业品出口交货值同比增速由负转正，出口增速也好于预期。往后看，随着出口和工业生产基数走高，在工业品价格持续负增长情况下，预计工业增加值增速在当前水平保持平稳。

图表 4：主要产品产量保持增长

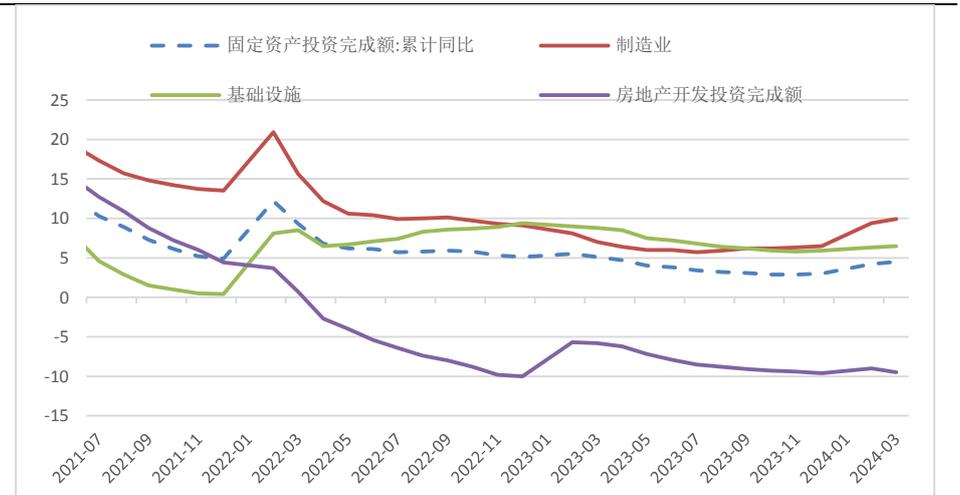


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 3 月

### 3. 投资：制造业和基建支撑作用增强

2024 年 1-3 月全国固定资产投资同比增长 4.5%，较 1-2 月高 0.3 个百分点。三大支柱中，制造业投资同比增长 9.9%，增速较 1-2 月份提高 0.5 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增长 6.5%，增速较 1-2 月份提高 0.2 个百分点；房地产投资同比下降 9.5%，降幅 1-2 月份扩大 0.5 个百分点。

图表 5：固定资产投资三大类



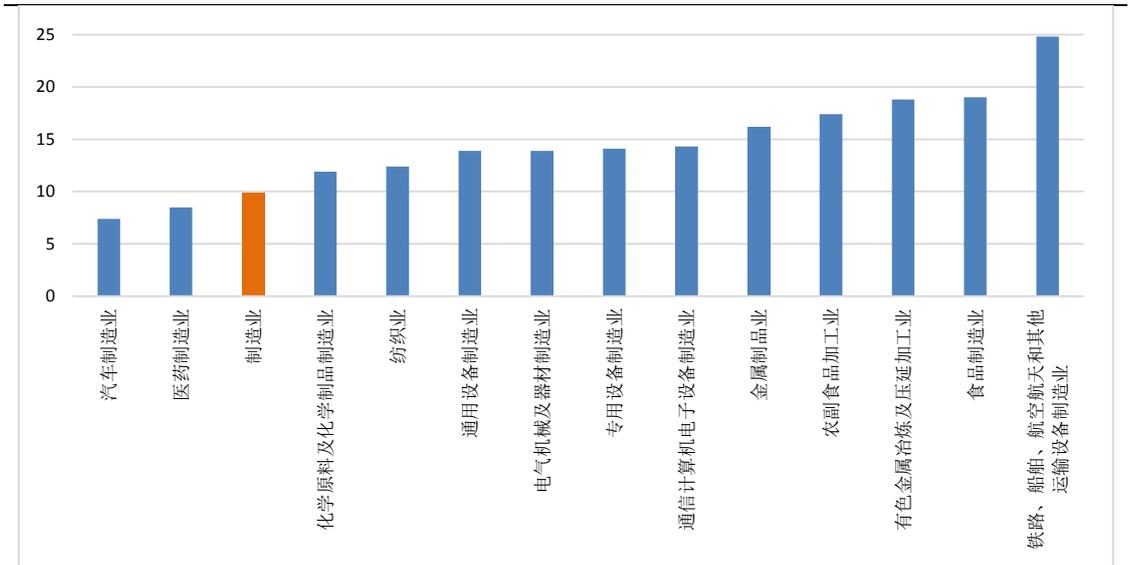
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2024 年 3 月

#### 3.1 设备更新和产业转型提速，制造业投资或继续保持高位

高技术制造业投资快于整体，产业结构持续优化。1-3 月高技术制造业投

资同比增长 10.8%；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%，大幅高于整体制造业投资增速。

图表 6：1-3 月细分行业制造业投资累计同比增速 (%)



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

**设备更新是制造业投资高增长的重要原因。**今年以来，推动各类设备更新改造成为扩内需的关键一环，国家信息中心数据显示，3 月制造业投资热度指数增速超四成，其中与设备更新、改造、升级相关的热度同比增长 65.5%，远超工程项目总体增速水平，印证制造业设备更新投资保持高景气态势。

### 3.2 财政资金靠前发力，基建投资延续“挑大梁”

1-3 月份基建投资的主要项目中，电力、煤气及水的生产和供应业累计同比增长 29.1%，较 1-2 月高 3.8 个百分点；交通运输、仓储和邮政业累计同比增长 7.9%，较 1-2 月低 3 个百分点；水利、环境和公共设施管理业累计同比增长 0.3%，较 1-2 月低 0.1 个百分点。

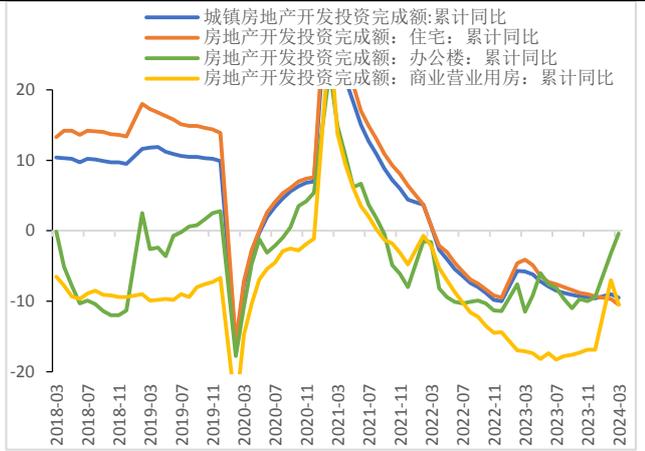
**财政支出靠前发力，推动基建加速增长。**1-2 月全国一般公共预算支出同比增长 6.7%，完成了全年预算的 15.3%，支出进度为近五年同期最快。同时，2023 年增发 1 万亿元国债，专门支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建，截至 2024 年 2 月，发展改革委已经分三批下达完毕 1 万亿元增发国债项目清单，增发国债资金已经全部落实到 1.5 万个具体项目，北京市、河北省的项目开工率分别达到了 48%、45%，发改委预计将在今年上半年全部开工，在年内形成更多的实物工作量。我们认为 2024 年在财政“余粮”、1 万亿元国债、今年 1 万亿元超长期特别国债的确定性支撑下，基建投资增速将保持高位。

### 3.3 房地产行业弱势未实质性改变

2024 年 1-3 月城镇房地产开发投资完成额同比增长-9.5%，较 1-2 月低 0.5 个百分点。其中，住宅同比增长-10.5%，较 1-2 月低 0.8 个百分点；办公楼同比增长-0.4%，较 1-2 月高 2.8 个百分点；商业营业用房同比增长-10.5%，

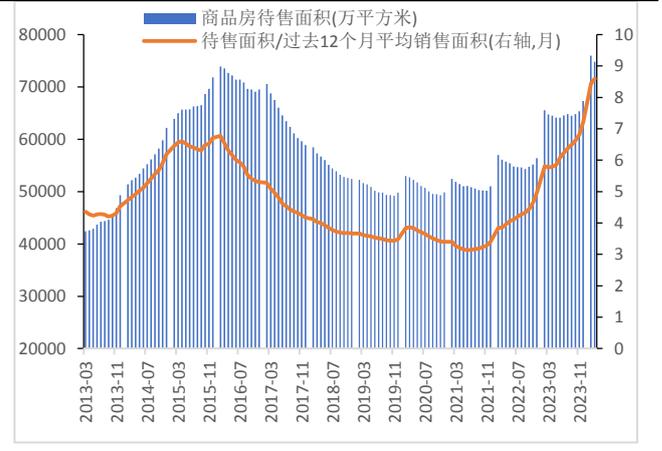
较1-2月低3.5个百分点。

图表 7：住宅开发投资完成额加速下行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年3月

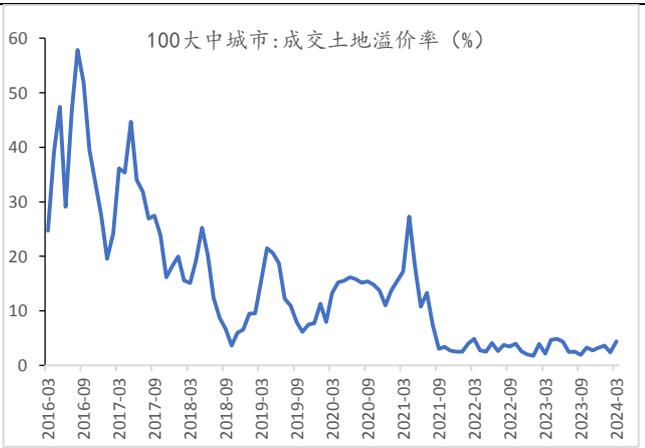
图表 8：商品房去化周期刷新历史高点



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年3月

供给端看，房企继续被动补库存，楼市去化周期进一步拉长。3月份商品房待售面积74833万平方米，较去年同期提高10063万平方米。按过去12个月的平均销售速度，库存去化周期为8.6个月，较2月份历史高点进一步提升。库存高企削弱了房企进一步开发投资意愿，3月份100大中城市成交土地溢价率4.37%，处于历史低位，也反映房企拿地热情不足。

图表 9：土地溢价率处于低位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年3月

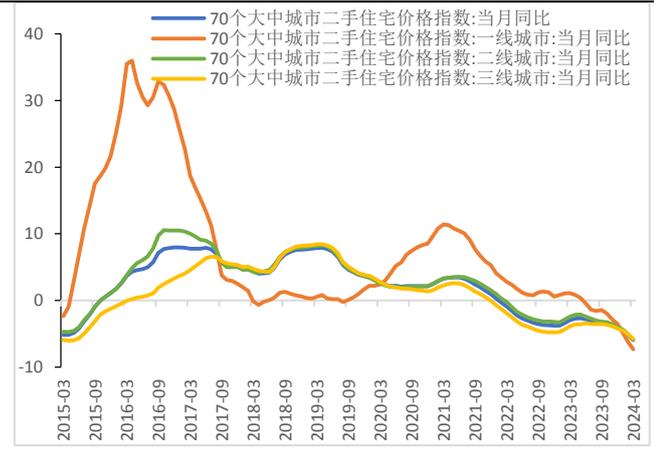
图表 10：商品房销售面积和销售额降幅较大



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年3月

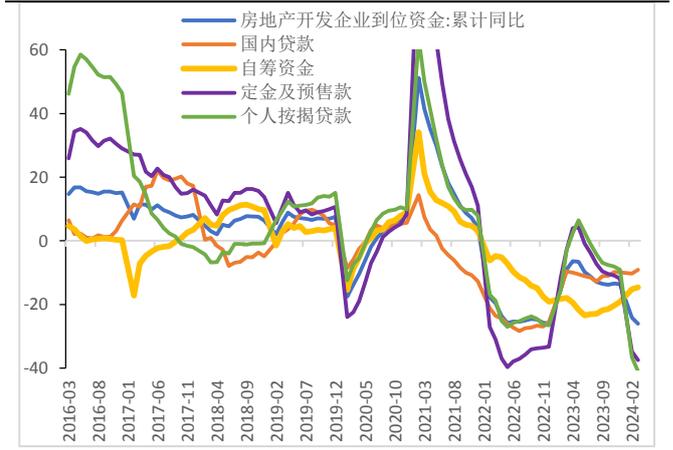
需求端看，指标边际改善幅度有限，楼市拐点有待进一步观察。数量方面，2024年1-3月商品房销售面积同比增长-19.4%，增速较1-2月高1.1个百分点；商品房销售额同比增长-27.6%，增速1-2月高1.7个百分点。价格方面，3月份70大中城市二手住宅价格指数同比增长-5.9%，增速较2月份低0.8个百分点。同时，从房企资金来源方面看，1-3月房地产开发企业到位资金累计同比增长-26.0%，其中代表居民购房资金的定金及预收款、个人按揭贷款同比增长-37.5%、-41.0%，也侧面反映居民购房减少。

图表 11: 各线城市住宅价格全面下行



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年3月

图表 12: 房企资金来源减少



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年3月

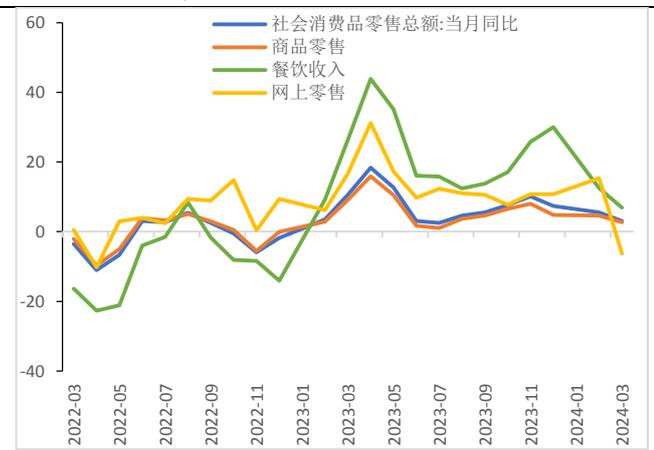
支持房地产稳定发展政策措施效果持续显现, 有望托底地产投资增速。

一是 2023 年中央金融工作会议后, 中央及各个地方加快了保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”推进力度, 当前房地产“三大工程”拉动了房地产投资 0.6 个百分点。二是解决房地产融资难问题, 有关部门推出了“白名单”融资项目支持政策, 一季度房地产国内企业贷款降幅收窄了 1.2 个百分点。三是 2024 年以来, 各地方加大了对支持房地产稳定发展政策力度, 包括放松限购、降低公积金贷款利率等, 30 多个城市提出住房以旧换新政策。

#### 4. 消费: 弱修复态势延续

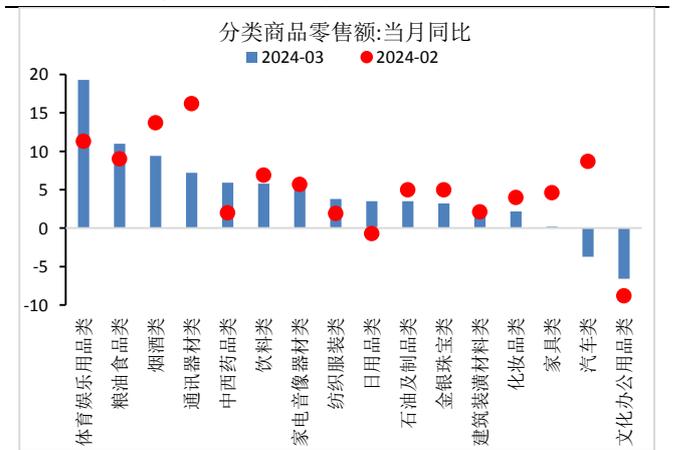
消费基数趋于正常化, 对经济的拉动作用减弱。2024 年 3 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%, 较 1-2 月低 2.4 个百分点, 社零降速主要受基数走高和物价水平回落影响。边际变化看, 2024 年 3 月份社零环比增长 0.26%, 较 2 月份提高 0.25 个百分点, 环比增速仍处于历史较低水平, 反映当前消费复苏偏温和。

图表 13: 社零同比增速回落



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年3月

图表 14: 升级类商品销售回暖



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年3月

部分升级类商品消费需求较快释放。分行业看, 3 月份体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额同比增长 19.3%, 7.2%, 居各类商品前列, 反映市场供

给不断优化、消费热点拓展延伸。文化办公用品类、汽车类、家具类等地产链商品社零增速居后三位，主要受地产下行拖累。

**服务消费维持较高增速，占比持续提升。**一季度服务零售额增长 10%，比商品零售高 6 个百分点；居民的人均服务性消费支出增长 12.7%，比居民整体消费增速高 4.4 个百分点；居民服务性消费支出占比 43.3%，比去年同期提高了 1.6 个百分点。

**消费需求进一步扩大需要更强居民收入预期支撑。**2024 年一季度全国居民人均可支配收入同比增长 6.2%，全国居民人均消费支出同比增长 8.3%，消费支出占可支配收入的 63.3%。居民收支情况进一步改善，但消费倾向的改善仍偏慢，主要与居民对未来经济和收入预期仍偏谨慎，预防性储蓄意愿较强。预计国内经济循环逐渐畅通将支撑居民收入回升，对居民消费能力和意愿均形成提振，加上 CPI 趋于回暖，消费增速有望企稳回升，但修复高度仍不宜过度高估。

### 【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险  
海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。