

5.3%增速背后的喜和忧

—— 一季度&3月份经济数据解读

核心观点

- **5.3%固然可贺，但经济可能尚未彻底走出前低。**今年一季度经济“开门红”如期再现，这是政策发力、外需改善，以及部分统计方法可能带来的技术性因素共同推动的结果，取得这样的增长殊为不易，但价格和产能利用率等指标显示经济恢复基础并不牢固，有效需求不足和部分行业产能严重过剩的矛盾依然显著，经济尚未完全走出前期低迷态势，扩大内需的急迫性不容忽视。
- **消费向常态回归造成社零增速波动。**3月份社零增速的大幅回落更多是由于消费向常态回归下节奏错位所致，4月份可能就会出现较明显回升，不宜对增速的起伏过分解读。但需要注意，今年消费增长的确面临一定逆风环境，失去低基数和“报复性”需求的拉动，在居民资产受损和就业收入慢修复的背景中，消费动能的夯实还需多方政策从供需两方形成合力来保障。
- **投资增长仍需政策加力夯实。**当前投资增长的核心动能来自制造业，政策引导仍将是制造业投资高增的重要保障；房地产行业仍在寻底，短期很难指望内源性融资成为打破僵局的突破口，房地产资金循环下的信用负反馈仍在演绎，行业拐点的出现仍需进一步观察；基建投资宏微观背离加剧，随着项目筛选、审批的加快，开工建设的提速，项目端约束的缓解与地方专项债发行节奏加速配合，实物工作量的形成有望带动相关高频数据走强。
- **生产结构新旧动能分化。**3月份工业增加值增速回落，这一方面受需求边际有所回落的影响，另一方面也受去年同期疫情过峰、产业链恢复抬升基数的拖累。从具体行业来看，工业生产结构中新旧动能分化加剧，受传统投资需求低迷拖累的煤炭黑色行业增加值下滑较大，高技术产业增加值同比逆势提升，生产活动较为旺盛。
- **5.3%的一季度GDP增长固然可贺，为全年5%的经济目标实现开了好头，但多项数据显示经济恢复基础并不牢固，经济或尚未完全走出低迷态势，在内生动能偏弱的背景下，经济恢**

大同证券研究中心

分析师：杨楠

执业证书编号：S0770524040002

邮箱：yangn@dtsbc.com.cn

地址：山西太原长治路111号山西世贸中心A座F12、F13

网址：<http://www.dtsbc.com.cn>

相关研究

《严字当头，供需平衡下价值投资或大行其道-新“国九条”点评》

复较为依赖政策刺激和外需拉动。边际上看，3月份数据的波动并不完全对应经济的明显走弱，这或是经济走向正常化的必经之路，我们对此并不过分悲观，随着各项政策的落地显效以及节奏的错位支撑，4月份数据有望看到改善。

- 风险提示：经济走势不及预期、企业年报数据不达预期、地缘政治风险超预期加剧。

数据：

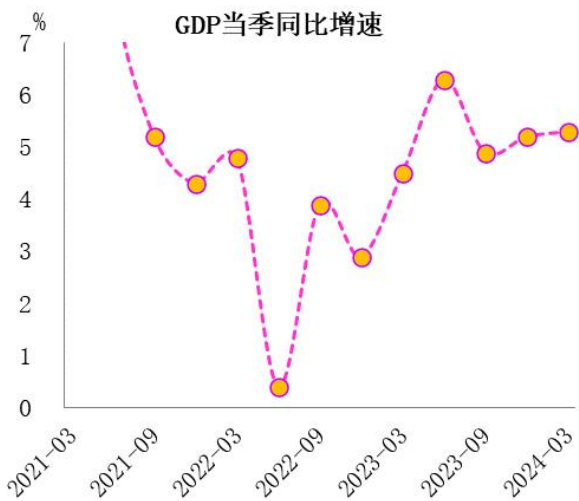
2024年一季度我国GDP同比增长5.3%，比上年四季度环比增长1.6%。1-3月份固定资产投资（不含农户）增长4.5%，其中房地产开发投资同比下降9.5%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.5%，制造业投资同比增长9.9%；3月份社会消费品零售总额同比增长3.1%，规模以上工业增加值同比实际增长4.5%。

解读：

一、5.3%固然可贺，但经济可能尚未彻底走出前低

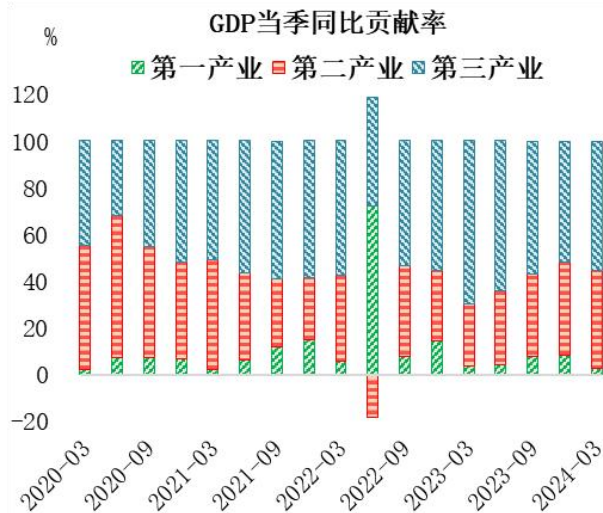
2024年一季度我国GDP同比增长5.3%，远高于市场预期的4.9%，较去年四季度增速提升0.1个百分点，如果考虑到当前5.3%的增速是在去年好于预期的开局背景下取得，而去年四季度5.2%的增速又占有疫情海啸的低基数“优势”，这样的增长成绩或较0.1个百分点提升幅度所显示的含金量更足。

图表 1：一季度 GDP 同比增长 5.3%



数据来源：Wind，大同证券

图表 2：第二产业贡献率升至 42.2%



数据来源：Wind，大同证券

分产业来看，一季度GDP的主要支撑来自第二产业，其同比增速较前值提升0.5个百分点至6.0%，对当季GDP同比的贡献率升至42.2%，为近三年以来最高，同期第一产业和第三产业增速分别较前值下降0.9和0.3个百分点至3.3%和



5.0%。在当前建筑业景气较低的背景中，第二产业的增长动能或主要来自工业，一季度规模以上工业增加值同比增长6.1%，远高于去年同期的3.0%和去年四季度平均值4.3%，政策引导下“新质生产力”的加速壮大、外需边际回暖下出口同比实现增长以及去年同期的低基数，或均是工业增加值明显回升的主要因素。

价格及产能利用率水平显示经济内生增长动能仍不牢固。今年一季度GDP平减指数收录-1.27%，降幅虽较前值收敛0.17个百分点，但连续四个季度为负且降幅依然较深，为本世纪首次出现，映射出有效需求不足的顽疾仍在蔓延，而低物价又一边延后了需求兑现时点，一边增加了经济主体实际债务水平，与弱需求形成负相反馈或侵蚀经济动能；

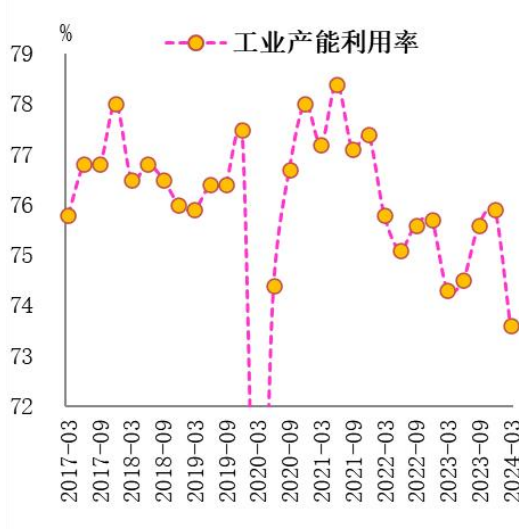
此外，统计局公布数据显示，一季度工业企业产能利用率大幅回落2.3个百分点至73.6%，尽管历史上由于假期因素的影响，一季度产能利用率通常季节性走低，但超均值大幅回落之下，工业产能利用率跌破前低，受制于传统投资需求收缩的非金属矿物制品，和前些年产能快速扩张的汽车制造业产能利用率甚至逼近60%，结构性产能过剩的压力较大。

图表 3：GDP 平减指数连续 4 个季度收负



数据来源：Wind，大同证券

图表 4：工业产能利用率跌破前低



数据来源：Wind，大同证券

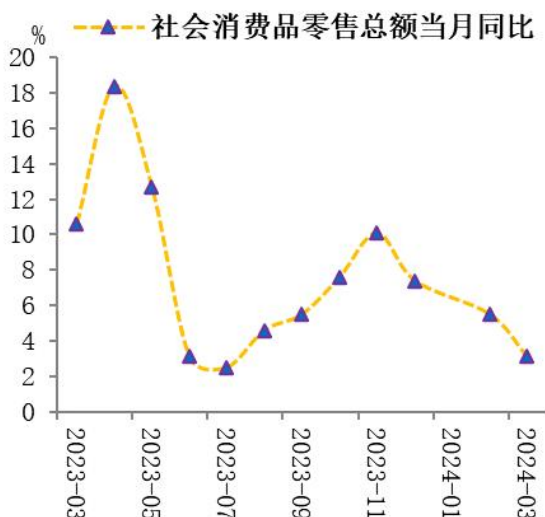
整体来看，今年一季度经济“开门红”如期再现，这是政策发力、外需改善，以及部分统计方法可能带来的技术性因素共同推动的结果，取得这样的增长殊为不易，但价格和产能利用率等指标显示经济恢复基础并不牢固，有效需求不足和

部分行业产能严重过剩的矛盾依然显著，经济尚未完全走出前期低迷态势，扩大内需的紧迫性不容忽视。

二、消费向常态回归造成社零增速波动

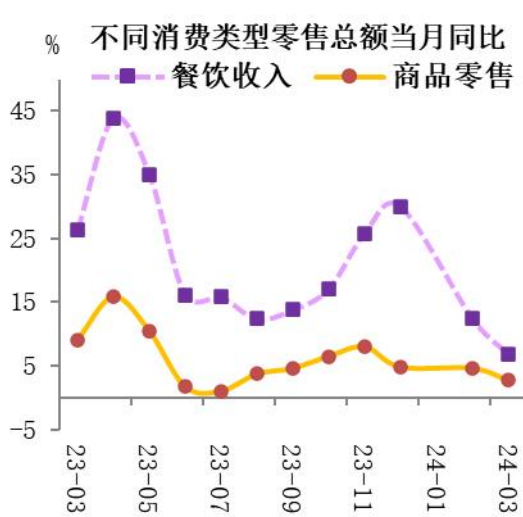
3月份社会消费品零售总额同比增长3.1%，增速较前值回落2.4个百分点至3.1%，比我们4.5%和市场4.8%的预期值明显要低。尽管我们坚持认为在财富递减效应和就业收入压力下，今年消费增长动能难言大幅改善，但对于当期增速的明显回落，我们认为不宜过分悲观，其中“报复性”消费行为影响退散下，消费增长季节性规律向疫情前回归，或是今年消费增速波动的关键推手。

图表 5：3月份社零同比增长 3.1%



数据来源：Wind，大同证券

图表 6：不同类型消费同比增速



数据来源：Wind，大同证券

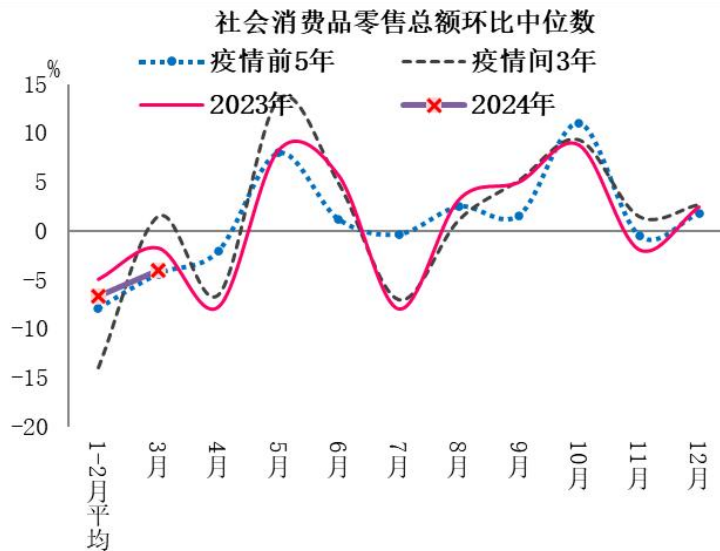
在去年上半年金融统计数据情况新闻发布会^[1]上，彼时央行副行长刘国强表示，国际上疫情过后消费恢复正常需要一年左右的时间，市场研究和我国实际情况也支持这个结论。从我国消费恢复来看，2023年是我国防疫转段的首年，我们观察到相较疫情前，去年社零环比增长规律更贴近疫情前三年，这或是居民“报复性”消费行为下，消费需求在集中释放和过后不足间拉扯所致。

而在今年前两个月，数据显示社零环比已加速向疫情前规律靠拢，这反映出报复性消费因素的褪去，也是一年过后消费逐步恢复常态的印证，故此我们在上月的经济数据解读中，提出今年季度首月或为社零阶段性高点的观点，而季末反



而会在节奏错位下走低。因此，3月份社零增速的回落并不意外，这应是消费向常态化回归的必经之路。顺此规律往前看，4月份消费增速可能出现明显回升，社零有望在去年18.4%的增速上实现超6%的增长，但仍需强调，这也并非是消费的强势复苏，而是多重基数影响下消费常态化增长的表现。

图表 7：社零环比增速加速向疫情前靠拢



数据来源：Wind，大同证券

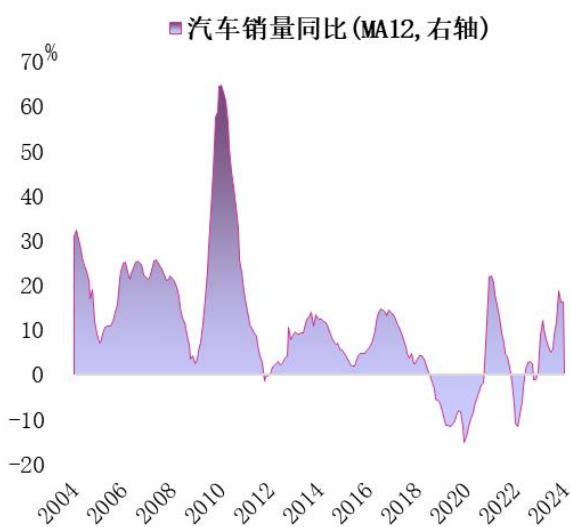
分类型看，服务消费增长势头有所衰减。3月份餐饮收入较前值降低5.6个百分点至6.9%，降幅较大，除了防疫转段低基数效应退去的影响，边际上增速也出现了衰减，从环比来看，3月份餐饮收入非季调环比降幅为除疫情较重的2022年外最大，也显示出“报复性”需求对服务消费的拉动作用在下降，今年以餐饮收入为代表的服务消费，有可能在基数和边际双重作用下增长存压，短期4月份回落压力更大。

商品零售增速偏低，汽车消费市场压力增加。当月商品零售同比增速回落1.9个百分点至2.7%，增速处于去年8月份以来最低水平。从限额以上单位商品零售中看，汽车是当月商品消费中的重要拖累，当月增速较前值下滑12.4个百分点至-3.7%，部分原因是去年同期市场热度较高。但作为耐用消费品的汽车消费存在周期规律，历史上一轮汽车销售周期跨度3-4年，其中上行期大约1年，当前或处于下行阶段初期，尽管《推动消费品以旧换新方案》和各地具体补贴措

施的推出有利于购车需求的释放，但我们认为这或难扭转今年汽车消费增速的回落态势。

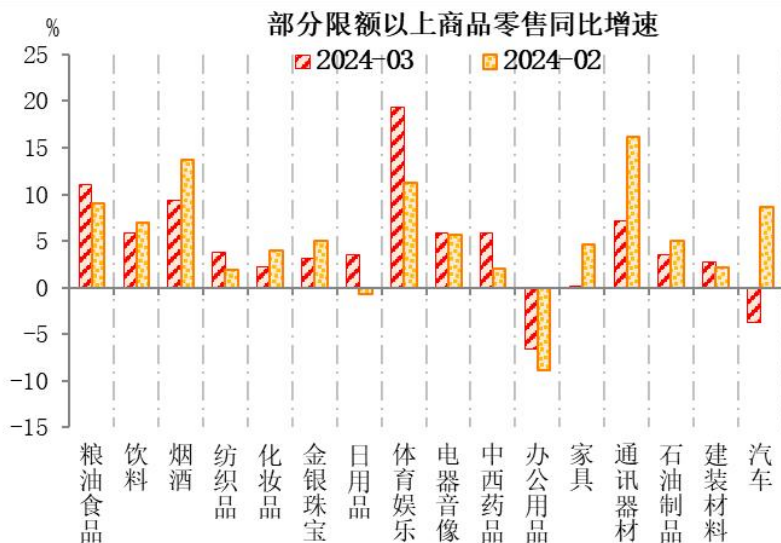
但消费品以旧换新涉及到的家电音像、建装材料零售额同比增速逆势提升0.1和0.7个百分点至5.8%和2.8%，分别为过往一年中次高和最高增长，此外体育娱乐用品零售额增速大幅提升8.0个百分点至19.3%，依旧保持快速扩张势头。

图表 8：今年汽车销售或迎下行趋势



数据来源：Wind，大同证券

图表 9：部分商品零售同比增速



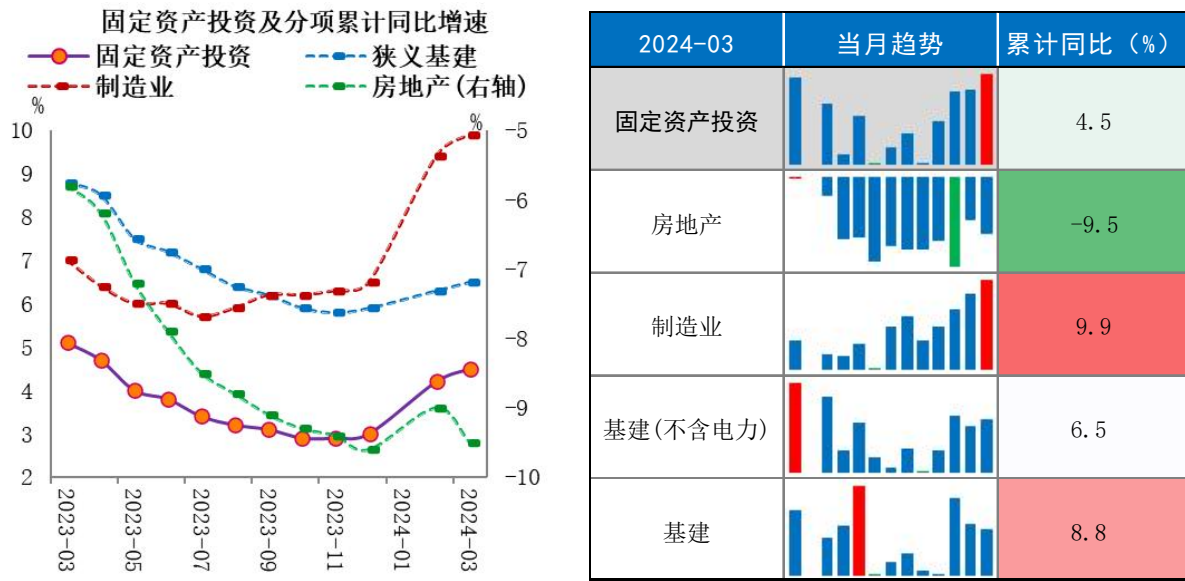
数据来源：Wind，大同证券

整体来看，3月份社零增速的大幅回落更多是由于消费向常态回归下节奏错位所致，4月份可能就会出现较明显回升，不宜对增速的起伏过分解读。但需要注意，今年消费增长的确面临一定逆风环境，失去低基数和“报复性”需求的拉动，在居民资产受损和就业收入慢修复的背景中，消费动能的夯实还需多方政策从供需两方形成合力来保障。

三、投资增长仍需政策加力夯实

1-3月份固定资产投资完成额累计同比增长4.5%，增速较前值提升0.3个百分点，再度超出已经上调了的市场预期，我们测算投资当月增长约4.8%，是近一年来最高单月增长。

图表 10：固定资产投资累计同比增速及当月同



数据来源：Wind，大同证券

当前投资增长的核心动能来自制造业。3月份制造业投资累计同比增速较前值提升0.5个百分点至9.9%，当月增长约10.3%，纵向看是2022年四季度以来最大单月增幅，横向看增速同样也是当前行业大类中最高，是当前投资增长的主要拉动项。

政策引导仍将是制造业投资高增的重要保障。尽管当前制造业企业盈利持续修复，出口明显改善，内生基本面因素对制造业投资的支撑作用加强，但在跌破前低的产能利用率背景下，我们认为政策面才是主导因素。从构成来看，3月份投资中设备工器具购置累计同比进一步上提至17.6%，为近三年来新高，若剔除2021年的异常值，或是2014年以来的最高增速，这无疑是“推动大规模设备更新”配套政策效能的展现。



图表 11：设备工器具购置投资同比大幅增长



数据来源：Wind，大同证券

4月7日央行宣布设立科技创新和技术改造再贷款，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度，技改及设备更新投资增长又添结构性工具利器。因此我们认为，无论是决策层主观上具有将制造业投资作为扩有效内需抓手的诉求，还是客观上当前数据展现出政策效能与行业逐步回暖的基本面因素，制造业投资高增长具有可持续性。

房地产行业仍在寻底。在上月数据解读中，我们就提出近年来房地产开发投资增速年初跳升或有统计方法等技术性因素影响，实际下行压力依然严峻，数据上看，3月份房地产投资累计降幅较前值扩大0.5个百分点至-9.5%，处于历史同期最低水平，单月降幅约-10.1%，降幅明显扩大，符合我们的预期。从分项数据来看，施工、新开工、竣工面积均较去年同期收缩；资金来源中，虽然国内贷款在房地产融资协调机制落实下当月降幅连续缩窄，但整体在销售回款拖累下降幅进一步走阔，供需双弱的格局并未改善。

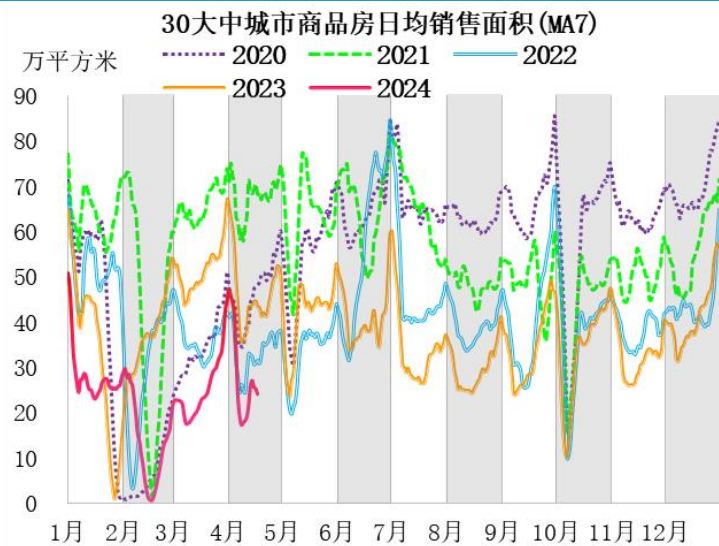
图表 12: 房地产投资分项数据

2024-03	当月趋势	累计同比 (%)
施工面积		-11.1
新开工面积		-27.8
竣工面积		-20.7
销售面积		-19.4
地产资金来源		-26
国内贷款		-9.1
利用外资		-11.9
自筹资金		-14.6
定金预收		-37.5
按揭贷		-41

数据来源: Wind, 大同证券

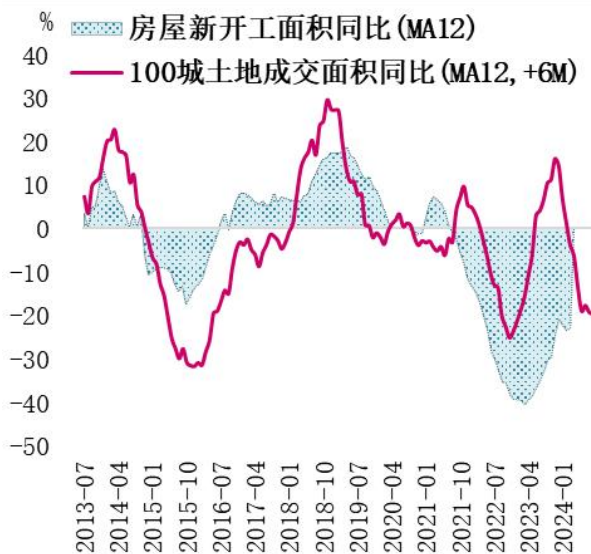
往后看, 进入4月份30大中城市商品房销售面积不见起色, 短期很难指望内源性融资成为打破僵局的突破口, 这又限制了房企拿地的意愿和能力, 100城土地成交面积仍在寻底, 制约未来半年可开工项目面积, 而“保交楼”要求下前期竣工面积推升商品房待售面积, 加重楼市供需失衡状况, 在住宅“买涨不买跌”的顺周期自我强化逻辑下, 进一步削弱购房需求, 可见当前房地产行业资金循环下的信用负反馈仍在演绎, 行业拐点的出现仍需进一步观察。

图表 13: 4月份楼市销售依然不见起色



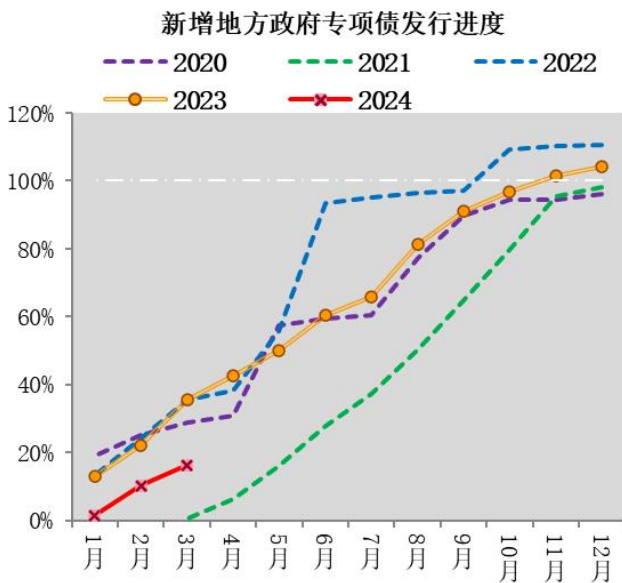
数据来源: Wind, 大同证券

图表 14: 土地成交低迷制约新开工面积增长

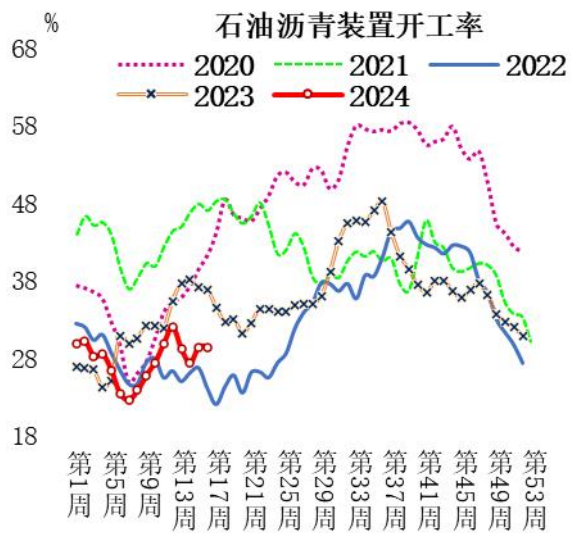


数据来源: Wind, 大同证券

基建投资宏微观背离加剧，未来实物工作量形成或提速。3月份基建（不含电力）累计同比增长6.5%，较前值抬升0.2个百分点，当月增速上提至约6.6%，处于过往一年中较高水平。从过去的一个月来看，基建投资的高增长与地方专项债发行节奏慢、高频指标低迷等的背离并未收敛，Wind数据显示截至3月份新增地方专项债发行额仅占全年限额的16.3%，并未较2月份出现提速；石油沥青装置开工率、挖掘机开工小时数等指标仍低于去年同期且处于历史低位，背离反而进一步加剧。

图表 15：3月份新增地方专项债发行并未提速


数据来源：Wind，大同证券

图表 16：石油沥青装置开工率处于历史低位


数据来源：Wind，大同证券

在这种背景下基建投资持续高增，除统计方法等因素外，可能的一个解释是在加速打造现代化产业体系的背景下，新基建发力并成为整体的重要推手。分行业来看，道路运输业、公共设施管理业等传统基建项目增速较低，或是施工高频指标低迷的主要拖累，而同时官方基建口径下信息传输、软件和信息技术服务投资保持两位数增长，相关项目的建设施工对沥青、挖掘机的需求并不高，因而也难通过这些指标捕捉变化。

往前看，基建实物工作量的形成或提速，数据背离有望逐步收敛。尽管有各种可能的解释，但基建项目与资金不匹配的矛盾或更突出，当前积极的信号已经出现。4月17日国家发改委表示已完成地方专项债项目初步筛选，财政部正



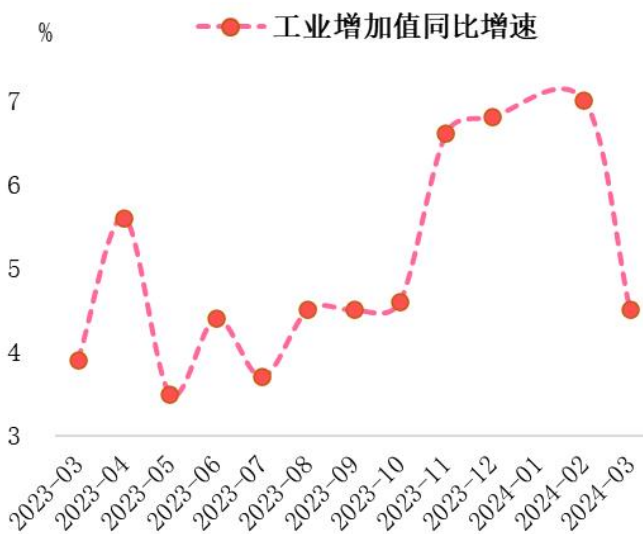
对项目融资收益平衡等进行审核，并将召开全国2023年增发国债项目实施推进电视电话会议，推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。随着项目筛选、审批的加快，开工建设的提速，我们认为项目需求端的约束将缓解，而为配合项目建设，二季度地方专项债发行节奏预计将明显加速，项目资金联动下，实物工作量的形成有望带动相关高频数据走强。

整体来看，当前投资增长高度依赖政策，大规模设备更新政策导向下制造业投资旺盛，项目筛选、审批及推进加力下基建实物工作量形成有望加速，而寻底的房地产投资仍待强力政策破局，在整体需求依然不足的经济背景中，未来政策会在投资端给予更多笔墨。

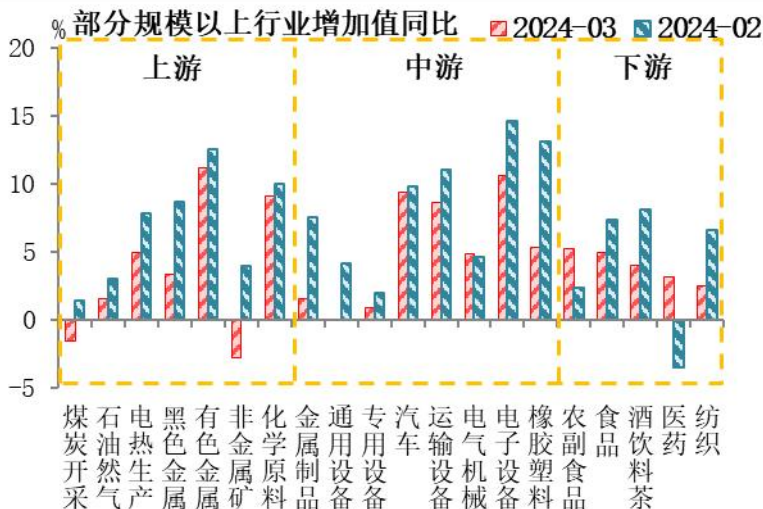
四、生产结构新旧动能分化

3月份规模以上工业增加值同比增长4.5%，较前值降低2.5个百分点，为去年四季度以来最低值，明显低于市场预期的5.3%，这一方面受到3月份需求边际有所回落的影响，另一方面也受去年同期疫情过峰、产业链恢复抬升基数的拖累。如果以2019年同期为基做平均增速，可以观察到这也是过往3年来年初增加值增速蹿升后3月回落规律的再现。

图表 17: 3月份工业增加值同比增长4.5%



图表 18: 部分规模以上行业增加值同比增速



数据来源: Wind, 大同证券

数据来源: Wind, 大同证券

从具体行业来看，工业生产结构中新旧动能分化加剧。受传统投资需求低迷



拖累的煤炭黑色行业增加值下滑较大，煤炭洗选、钢铁和非金属矿物制品业增加值分别较前值下降 3.0、5.4 和 6.7 个百分点至-1.6%、3.3%和-2.8%；高技术产业增加值同比逆势提升 0.1 个百分点至 7.6%，其中汽车、运输设备和电子设备制造业增加值分别增长 9.4%、8.6%和 10.6%，重点商品中新能源汽车、光伏电池和集成电路产量分别较前值提升 3.6、11.5 和 23.5 个百分点至 29.2%、20.1%和 40.0%，生产活动较为旺盛。

总结来看，5.3%的一季度 GDP 增长固然可贺，为全年 5%的经济目标实现开了好头，但多项数据显示经济恢复基础并不牢固，经济或尚未完全走出低迷态势，在内生动能偏弱的背景下，经济恢复较为依赖政策刺激和外需拉动。边际上看，3 月份数据的波动并不完全对应经济的明显走弱，这或是经济走向正常化的必经之路，我们对此并不过分悲观，随着各项政策的落地显效以及节奏的错位支撑，4 月份数据有望看到改善。

风险提示： 经济走势不及预期、企业年报数据不达预期、地缘政治风险超预期加剧。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

- 注1：公司所处行业以交易所公告信息为准
- 注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主
- 注3：基准指数为沪深300指数

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。
本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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。
市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做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投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3 投资者需慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。