



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一季度良好开局，经济内生动力恢复

——2024年3月经济数据点评

日期：2024年04月19日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《价格低位徘徊，宽松仍有空间》

——2024年04月12日

《经济趋暖、利率偏降》

——2024年04月03日

《开局较好，仍需巩固》

——2024年03月22日

主要观点

一季度实现良好开局

3月主要数据除了固定投资外均有所回落。作为经济成效综合体现的工业增长在开年高增后有所回归表明中国经济整体运行的韧性。而消费数据的持续下滑主要受到基数变动的影响，从两年平均增速来看，实际表现是回升的。而作为经济第一增长动力的投资主要依赖于制造业和基建的回升，有助于固定资本形成总额的上升。本期房地产投资跌幅再度扩大，但其余相关数据出现了改善信号，我们认为地产还难言乐观，有待数据的进一步验证。一季度GDP为5.3%，较去年四季度继续回升，实现良好开局。我们认为，经济回升向好的趋势仍需巩固，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，政策协力，增强宏观政策取向一致性。

市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳回暖。

目标实现的基础稳固

1季度经济表现良好，GDP增速略超预期。我们认为中国经济平稳中回暖的趋势仍将延续。作为经济第一增长的动力投资呈现平稳回升的态势，佐证了中国经济回升的局面。我们认为中国经济的回升，并非仅仅是依靠货币或财政等宽松宏观调控政策刺激，同时也是经济内生增长动力恢复的结果，疫情对经济和社会生活的影响逐渐远去，长期结构调整的政策使得产业投资的积累需求开始释放，加上消费的短期刺激政策，2024年经济增长实现年初目标的基础较为稳固。中国经济信心正在恢复。我们认为中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：3 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产高位下滑	3
2.2 主要行业生产以回落为主	4
2.3 基建、制造业投资继续发力	4
2.4 地产投资仍弱，部分数据改善	5
2.5 基数变动，消费持续回落	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 一季度实现良好开局.....	7
3.2 市场有望走稳回暖	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 目标实现的基础稳固.....	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：3 月份宏观数据公布

工业生产有所回落。3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.08%。1-3 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.1%。

固定资产投资继续加快。2024 年 1-3 月份，全国固定资产投资（不含农户）100042 亿元，同比增长 4.5%，增速比 1-2 月份加快 0.3 个百分点。其中，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。从环比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.14%。2024 年 1-3 月份，民间固定资产投资 51597 亿元，同比增长 0.5%。

消费继续下滑。3 月份，社会消费品零售总额 39020 亿元，同比增长 3.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额 34968 亿元，增长 3.9%。1-3 月份，社会消费品零售总额 120327 亿元，同比增长 4.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 109163 亿元，增长 4.7%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	4.5	7.0	5.3
固定资产投资（不含农户，累计）	4.5	4.2	4.4
社会消费品零售（当月）	3.1	5.5	4.8
GDP（季度）	5.3	5.2	4.9

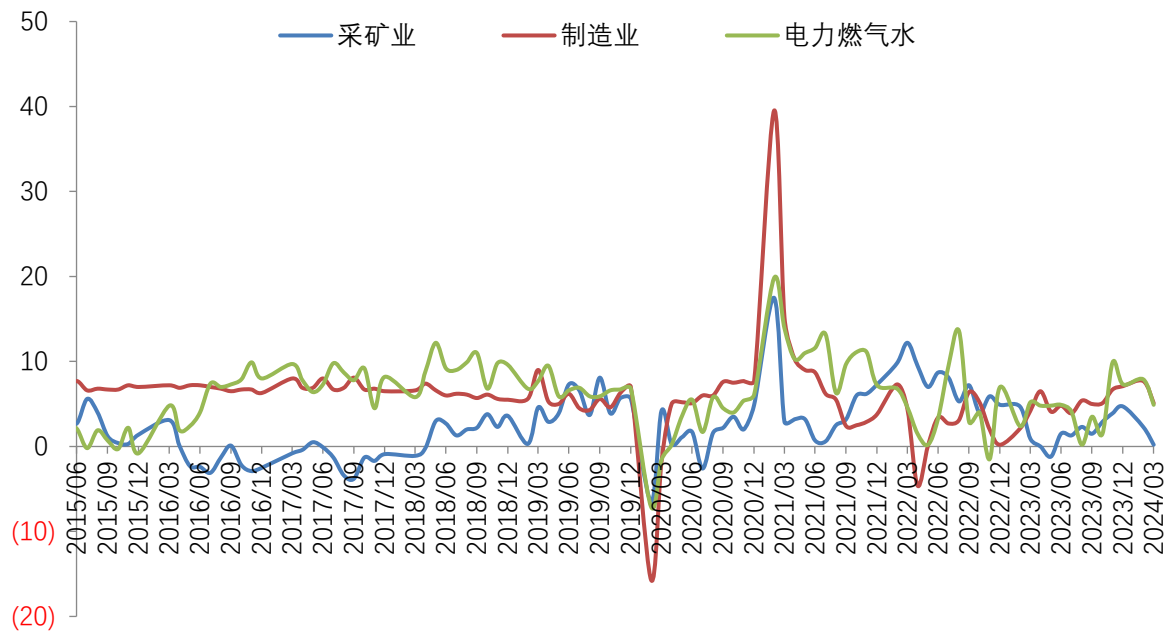
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产高位下滑

3 月工业生产较开年 7% 的高增速有所回落。分三大门类看，3 月份，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%。三大门类产业均有所回落。从产量的增速来看，原油有所下滑；制造业方面，化纤、水泥以及手机下滑较多，工业机器人、集成电路回升显著；天然气、发电量均有所下滑，尤其是发电量下滑较多。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

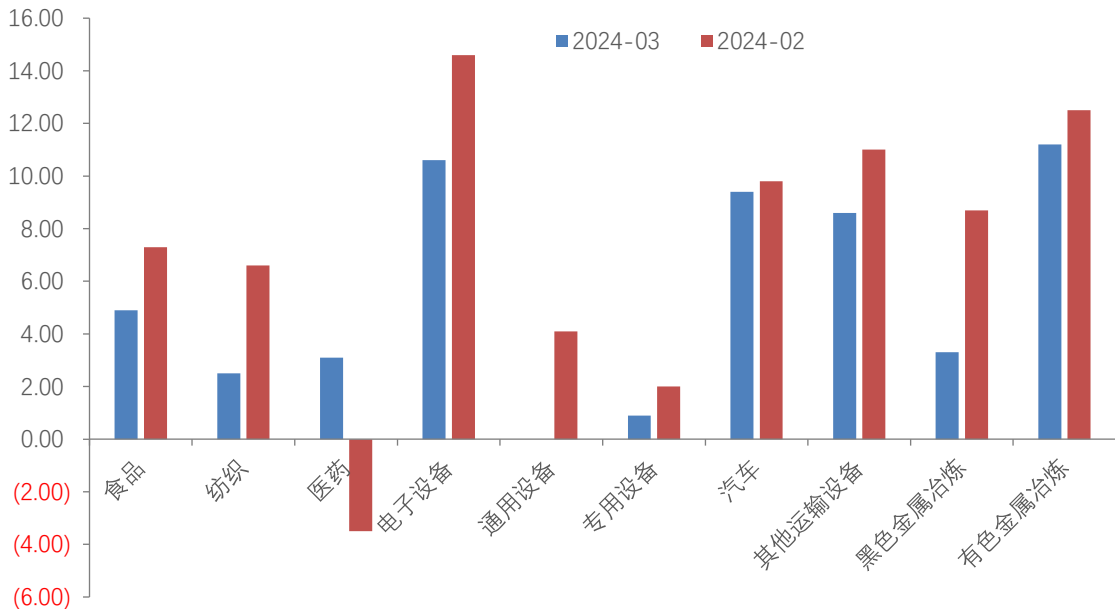


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 主要行业生产以回落为主

分行业看，3月各行业生产中仅有医药有所改善，由负转正，其余行业均呈现出下滑，而其中汽车虽有回落，但增速仍达 9.4%，仍较可观。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

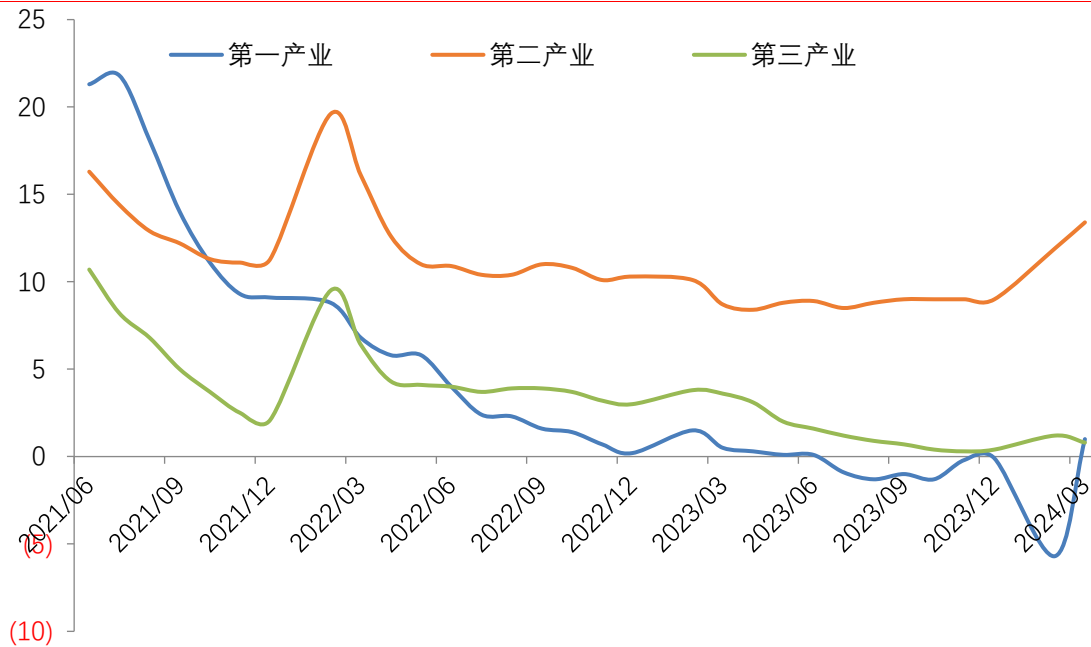
2.3 基建、制造业投资继续发力

2024年1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）100042亿

元，同比增长 4.5%，增速加快 0.3 个百分点。其中，第一产业投资 1804 亿元，同比增长 1.0%；第二产业投资 33213 亿元，增长 13.4%；第三产业投资 65025 亿元，增长 0.8%。第一产业投资大幅转正，第二产业继续回升，第三产业小幅回落。

分项来看，基建投资继续反弹，万亿国债资金全部下达，有望加快推动项目开工建设，加快资金拨付使用，加快形成实物工作量。而今年要求财政政策适度加力，提质增效，财政赤字、地方专项债以及中央预算内投资均有所提升，并且从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿元，财政刺激力度加大，也将有助于拉动基建投资持续的增长。本月制造业投资继续加快回升，延续了开年的良好增势，未来增长也有望趋稳。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

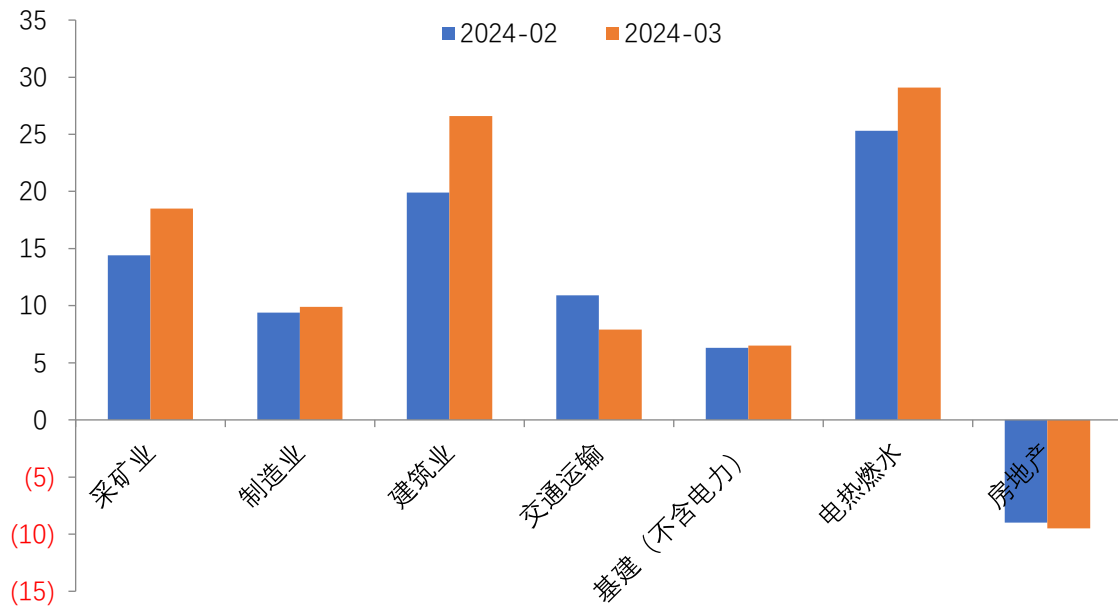


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资仍弱，部分数据改善

1-3 月份，全国房地产开发投资 22082 亿元，同比下降 9.5%，地产投资跌幅再度扩大。分项来看，地产销售面积跌幅终有所收窄，但需求仍然偏弱；供给端新开工跌幅收窄，施工跌幅略有扩大。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅继续扩大，各项资金中国内贷款以及自筹资金呈现出跌幅收窄的态势。我们认为，虽然地产投资仍疲弱，但部分相关数据有所改善。伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望逐步趋稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

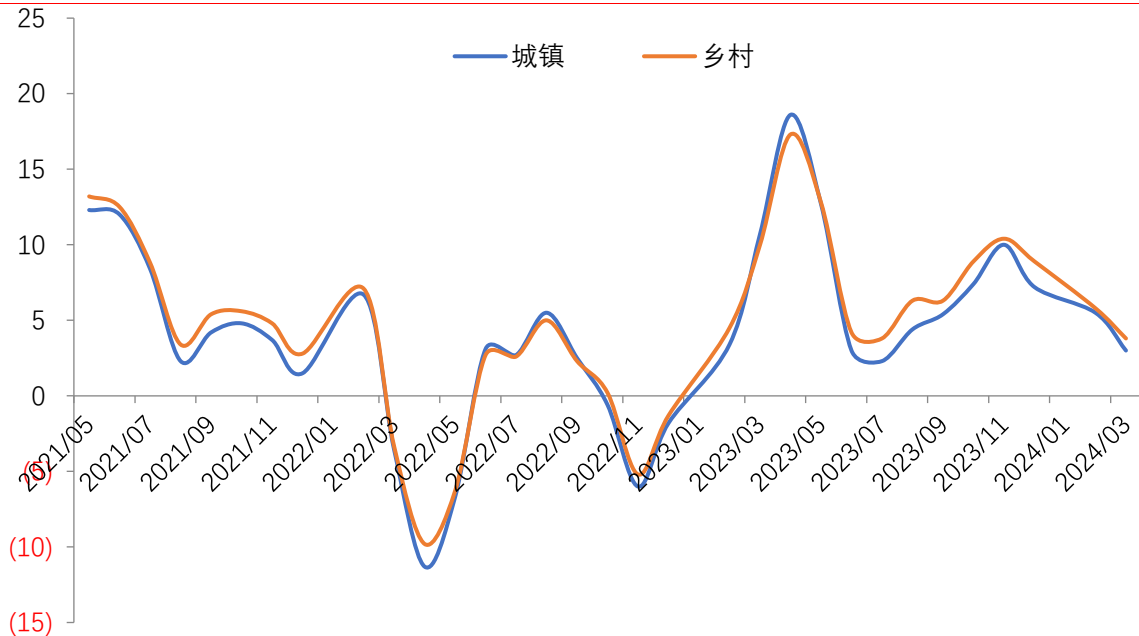


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 基数变动，消费持续回落

3 月份，社会消费品零售总额 39020 亿元，同比增长 3.1%，消费增长继续下降，或主要受基数抬升影响。以两年平均增速来看，3 月消费增速实际有所加快的。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 3.0%；乡村消费品零售额增长 3.8%，城乡消费均有所回落。

图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）



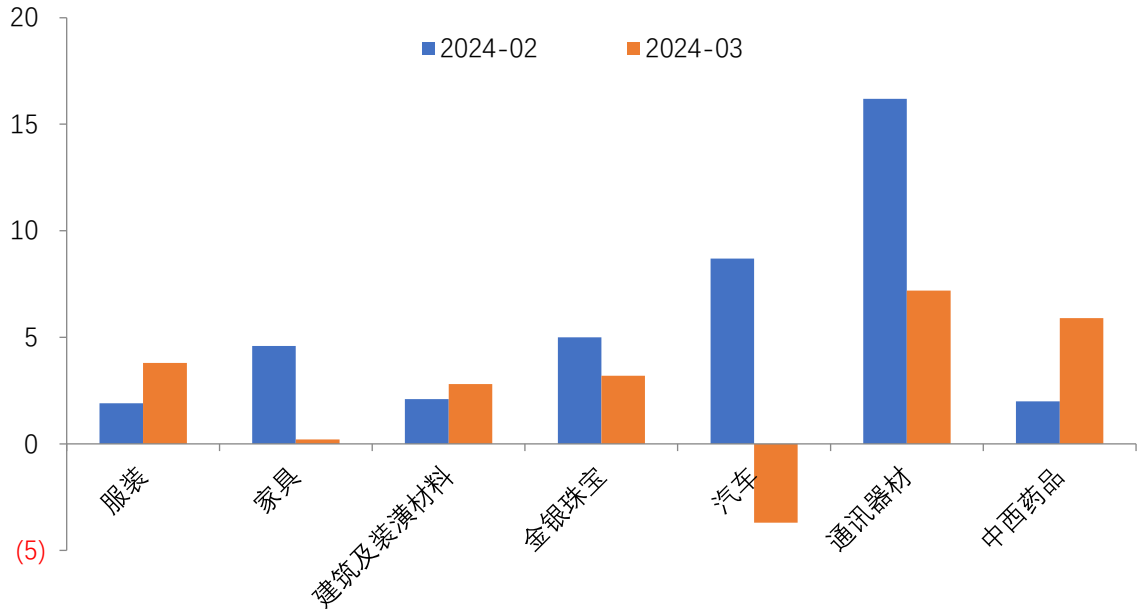
资料来源：Wind，上海证券研究所

本月主要商品消费中除了服装、建筑建材、中西药品外均有

请务必阅读尾页重要声明

所下滑，其中汽车消费转负，或受到去年高基数影响。商品零售以及餐饮消费均有下滑，但从两年平均增速来看，实际是反弹的，并且餐饮消费表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 一季度实现良好开局

3 月主要数据除了固定投资外均有所回落。作为经济成效综合体现的工业增长在开年高增后有所回归表明中国经济整体运行的韧性。而消费数据的持续下滑主要受到基数变动的影 响，从两年平均增速来看，实际表现是回升的。而作为经济第一增长动力的投资主要依赖于制造业和基建的回升，有助于固定资本形成总额的上升。本期房地产投资跌幅再度扩大，但其余相关数据出现了改善信号，我们认为地产还难言乐观，有待数据的进一步验证。一季度 GDP 为 5.3%，较去年四季度继续回升，实现良好开局。我们认为，经济回升向好的趋势仍需巩固，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，政策协力，增强宏观政策取向一致性。

3.2 市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024 年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来

“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳回暖。

4 事件预测：趋势判断

4.1 目标实现的基础稳固

1季度经济表现良好，GDP增速略超预期。我们认为中国经济平稳中回暖的趋势仍将延续。作为经济第一增长的动力投资呈现平稳回升的态势，佐证了中国经济回升的局面。我们认为中国经济的回升，并非仅仅是依靠货币或财政等宽松宏调政策刺激，同时也是经济内生增长动力恢复的结果，疫情对经济和社会生活的影响逐渐远去，长期结构调整的政策使得产业投资的积累需求开始释放，加上消费的短期刺激政策，2024年经济增长实现年初目标的基础较为稳固。中国经济信心正在恢复。我们认为中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。