



小荷才露尖尖角

——中国经济数据点评（2024年一季度）

一、总览：超过预期，结构分化

一季度我国经济开局良好，修复好于市场预期，实际 GDP 同比增长 5.3%，较去年四季度上行 0.1pct，剔除基数效应后动能较去年四季度明显改善约 1pct。我国经济实现“开门红”，主要受益于政策托举、外需韧性以及内需内生性修复。支出法下，净出口对经济增长的拉动由负转正，较去年四季度上升 0.9pct 至 0.8pct；而消费和投资对 GDP 增长的拉动分别下行 0.3pct、0.6pct 至 3.9pct、0.6pct。

总体上看，一季度经济数据呈现出三方面特征。

一是经济实际增长高于名义增长。GDP 实际同比增速超过名义 GDP 同比增速(4.2%)1.1pct，是造成经济数据与微观感受出现“温差”的主要原因。这折射出当前物价下行的压力：一季度 CPI、PPI、出口价格增速中枢分别在 0%、-2.7%、-7%左右。受此影响，需求端数据与实际 GDP 之间出现分化。一季度，以名义值衡量的社零总额增长 4.7%，城镇固定资产投资额增长 4.5%，出口金额（人民币计）增长 5.0%，均显著低于实际 GDP 增速。

二是内外需有所改善，并对工业生产形成支撑。一季度逆周期政策落地显效，与公共部门更为相关的基建和制造业投资表现强劲，增速分别达 8.8%、9.9%，支撑固定资产投资实际增速达到 5.9%。出口增长显著超过市场预期，以人民币计价的出口同比增速达 5.0%，较去年四季度大幅反弹 4.2pct。消费内生性修复，动能出现明显改善，特别是假日消费表现亮眼。受益于上述因素，我国工业增加值延续高增长，同比增速较去年四季度进一步上行 0.8pct 至 6%。但值得注意的是，工业产能利用率下行至 73.6%的较低水平。

三是经济修复节奏上前高后低，显示“稳增长”压力仍存。3 月多数经济数据增速在 1-2 月大幅反弹后回落，剔除基数效应后动能仍然有所转弱。



供给端总体放缓，需求端走向分化。政策托举下制造业投资增速上行，基建投资保持高速增长但边际下行，两者对冲了房地产投资收缩加剧的影响，带动整体固定资产投资增速上行。出口和消费总体延续韧性。

二、供给：出口驱动，支撑增长

一季度工业生产对经济拉动作用明显，规上工业增加值同比增速较去年四季度提升 **0.8pct** 至 **6.1%**，主要受出口反弹、假日经济、以及新动能产业的带动。消费制造业生产明显加快；装备制造业和高技术制造业维持较高增长；原材料加工业生产小幅加快；受房地产拖累，水泥玻璃等非金属矿物生产较慢。一季度服务业生产指数同比增速 **5.5%**，动能增强。**3月**随着基数走高、假日效应消散，需求不足拖累下生产同比增速及动能均有所回落。工业生产同比增速放缓至 **4.5%**，季调环比 **-0.08%**，自去年5月以来首度转为环比收缩，服务业生产增速放缓至 **5.0%**。**前瞻地看**，预计二季度工业生产或边际放缓，服务业生产有望加速。

三、固定资产投资：结构性修复

一季度城镇固定资产投资额名义增长 **4.5%**，实际增长 **5.9%**。**3月**城镇固定资产投资同比增速较1-2月上行 **0.6pct** 至 **4.8%**。投资各分项延续开年格局，制造业投资上行 **0.9pct** 至 **10.3%**，基建投资微降 **0.4pct** 至 **8.6%**，房地产投资大幅下行 **7.8pct** 至 **-16.8%**。受出口动能增强、企业利润弱修复以及宏观政策发力支撑，一季度设备器具购置投资增速达 **17.6%**，处于历史同期较高水平。

房地产方面，销售端“小阳春”不旺，投资端收缩有所加剧。一季度商品房销售面积 **2.3** 亿平方米，同比下降 **19.4%**，回落至 **2016** 年同期水平。受此影响，**3月**房企销售端回款同比下降近五成，大幅拖累房企到位资金同比下降三成，进而导致房地产开发投资降幅扩大。存量方面，竣工面积在高基数、新开工不足和到位资金下行的三重压力下，**3月**同比增速降至 **2022** 年 **8月** 以来新低，多项资金支持政策仍待显效，但商品房待售库存高企或边际缓解。增量方面，“三大工程”拉动一季度房地产投资 **0.6pct**，对冲存量下行压力。**前瞻地看**，二季度销售端与投资端各项数据或低位企稳，



低基数主导下降幅均有收窄。

基建投资方面，一季度增速维持高位，3月小幅下降。一季度基建投资全口径与狭义口径（不含电力）累计同比增速分别为8.8%和6.5%，主要受到增发国债加速使用及PS净投放撬动配套融资支撑。3月基建投资边际“降速”，或受新增专项债发行进度较慢拖累，一季度新增专项债发行6,341亿元，规模不及去年一半，发行进度为16.3%，落后于去年的35.7%。结构上，电热燃水业、交运仓邮业高增，水环公共业增长偏缓。**前瞻地看**，考虑到年初民间投资增速转正，超长期特别国债发行在即，新增专项债发行使用也有望加速，二季度基建投资增速有望小幅提升，但升幅或受财政收支压力及债务风险化解制约。

制造业方面，一季度增长强劲，3月增速继续提升。一季度制造业投资同比增速9.9%，支撑在于政策托举、出口动能增强及中下游行业利润修复。结构上，高技术和装备制造业投资高增，下游消费品投资增速显著提升，原材料加工投资回暖。3月部分行业如化学原料、有色、电气机械等增速出现回落。**前瞻地看**，二季度制造业投资有望维持较高增速。粗略估计，今年大规模设备更新改造或可拉动制造业投资增速1-1.5pct。此外，今年外需或超预期，也将拉动相关产业链生产投资。

四、消费：内生性改善

一季度社零增速较去年四季度下行，但受假日经济脉冲与疫情伤痕效应消退提振，以2021年为基数的年均复合增速改善约1.5pct。3月社零增速3.1%，不及预期，季调环比0.26%，处于季节性低位，主要是假日脉冲过后动能冲高回落。其中，必选消费品类的食品、药品保持较高动能，可选消费品偏弱，仅金银珠宝、通讯器材好于总体。房地产后周期类的家电和装潢材料同比增速有所上行，自本轮地产下行周期以来首度出现同比改善的趋势，或受二手房交易回暖提振。汽车消费同比增速和动能则较1-2月进一步下行至收缩区间。**前瞻地看**，二季度消费有望延续温和修复，同比增速或在基数走低作用下有所上行。

五、前瞻：经济弹性修复



前瞻地看，二季度随着基数走低叠加政策托举、物价改善，单季 GDP 实际增速或进一步上行至 6.5%，名义增速或同步回升。从需求端看，若外需延续较强韧性、消费继续温和修复，短期内固定资产投资特别是房地产投资仍是决定经济动能边际变化的关键因素。全年我国实际 GDP 增速有望超过 5%，名义 GDP 增速或较上年的 4.6% 出现一个百分点以上的改善，为企业营收和利润的修复创造有利条件。

（作者：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）



附录：

中国经济数据表

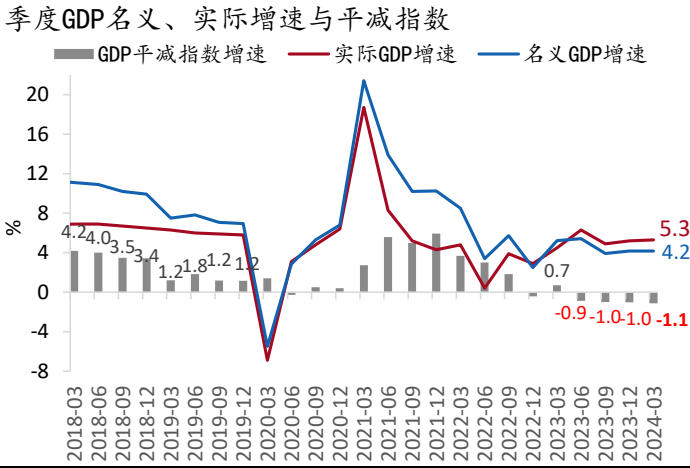
经济指标		单位	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	
总量	实际GDP	当季同比,%	5.3		5.2				
	名义GDP同比增速	当季同比,%	4.2		4.2				
消费	社会消费品零售额		3.1	5.5		7.4	11.50	8.90	
	商品消费		2.7	4.6		4.8	8.0	6.5	
	餐饮服务消费		6.9	12.5		30.0	25.8	17.1	
	汽车		-5.0	6.8		6.2	13.9	11.9	
投资	固定资产完成额	累计同比,%	4.5	4.2		3.0	2.9	2.9	
	基建投资	累计同比,%	8.8	9.0		8.2	8.0	8.3	
	(不含电力)	累计同比,%	6.5	6.3		5.9	5.8	5.9	
	制造业投资	累计同比,%	9.9	9.4		6.5	6.3	6.2	
	高技术制造业	累计同比,%	10.8	10.0		9.9	10.5	11.3	
	房地产投资	累计同比,%	-9.5	-9.0		-9.6	-9.4	-9.3	
	房屋开发面积	新开工		-25.6	-30.5		-11.6	4.7	-21.2
		施工		-19.1	-11.1		-13.8	6.1	-27.7
		竣工		-22.1	-21.1		13.4	10.3	13.4
	百城土地成交溢价率	当月值,%	5.1	3.5	3.5	2.9	3.2	3.3	
	商品房销售	均价	当月值,元/平方米	9,549	9,294		10,069	10,286	10,409
		金额		-28.5	-31.6		-22.9	-16.9	-14.4
		面积		-23.7	-24.9		-23.0	-21.3	-20.3
	房企到位资金		-29.0	-24.1		-17.8	-10.5	-17.0	
国内贷款		-6.4	-9.9		-12.5	7.0	-9.6		
自筹资金		-13.6	-15.3		-11.7	-10.0	-17.7		
定金及预收款		-41.5	-34.9		-22.8	-16.1	-19.7		
外贸	出口金额	(美元计)	-7.5	7.1		2.2	0.7	-6.6	
		(人民币计)	-3.8	10.3		3.7	1.9	-3.3	
	进口金额	(美元计)	-1.9	3.5		0.1	-0.7	3.0	
		(人民币计)	2.0	6.7		1.5	0.5	6.3	
	贸易差额	当月值,亿美元	586	1,252		753	693	560	
	当月值,亿元	4,159	8,909		5,407	4,976	4,017		
生产	工业产能利用率	当季值,%	73.6		75.9				
	规模以上工业增加值		4.5	7.0		6.8	6.6	4.6	
	高技术产业	季调环比,%	-0.1	0.4	0.9	0.4	0.9	0.4	
			7.6	7.5		6.4	6.2	1.8	
服务业生产指数		5.0	5.8		8.5	9.3	7.7		
物价	CPI		0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	
	PPI		-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	
就业	城镇调查失业率	当月值,%	5.2	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	
	16-24岁(不含在校生)	当月值,%	15.3	15.3	14.6	14.9			

注：以上经济指标除专门标注外，均为单月同比增速，单位为%。

资料来源：Wind，招商银行研究院

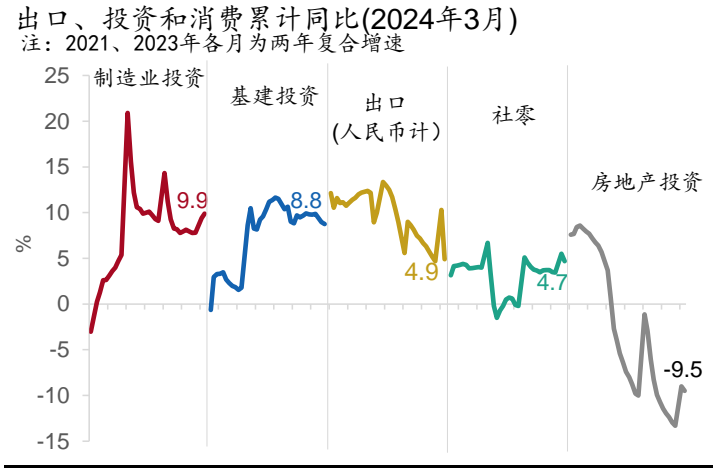


图 1: 一季度实际 GDP 增速 5.3%，好于名义增速



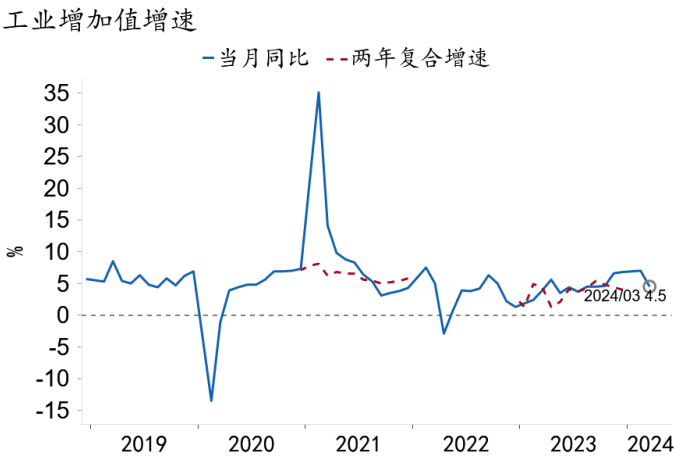
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 2: 需求端主要拉动来自于政策托举和外需



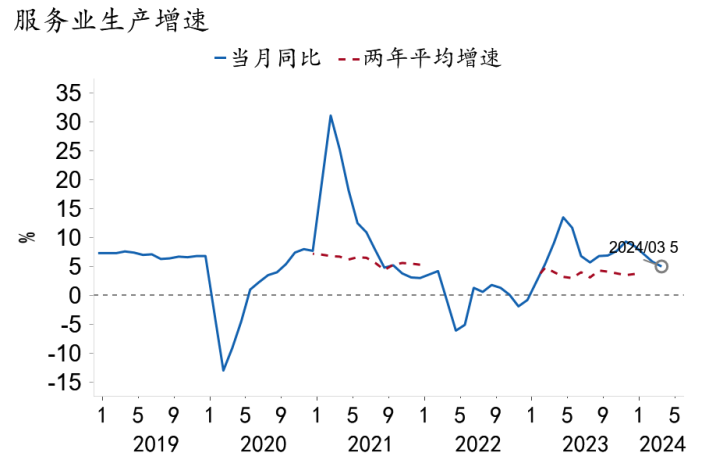
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 工业生产增速回落



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产同比读数下降



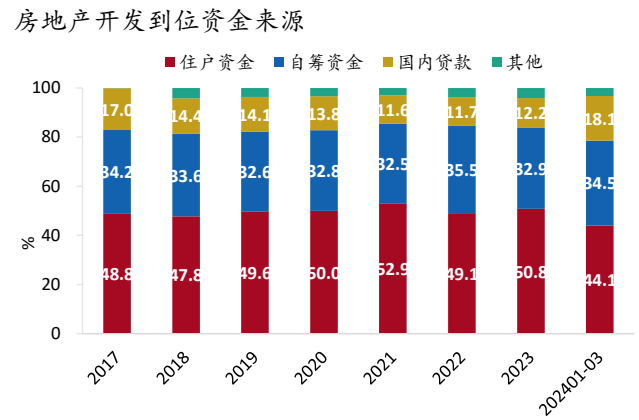
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产销售降幅略有收窄, 投资降幅再度扩张



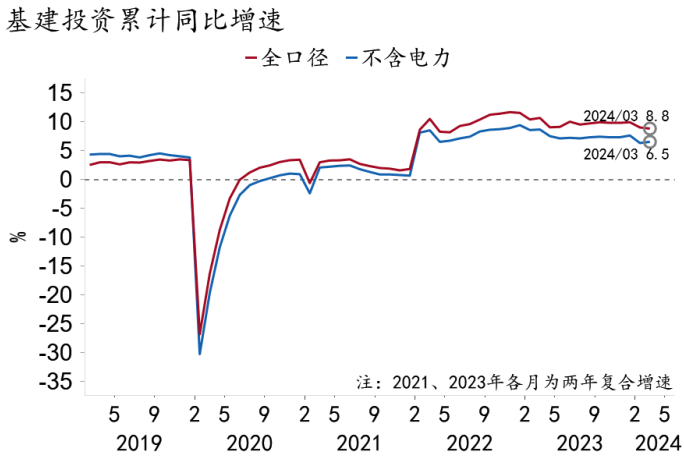
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 住户端到位资金占比高位大幅回落



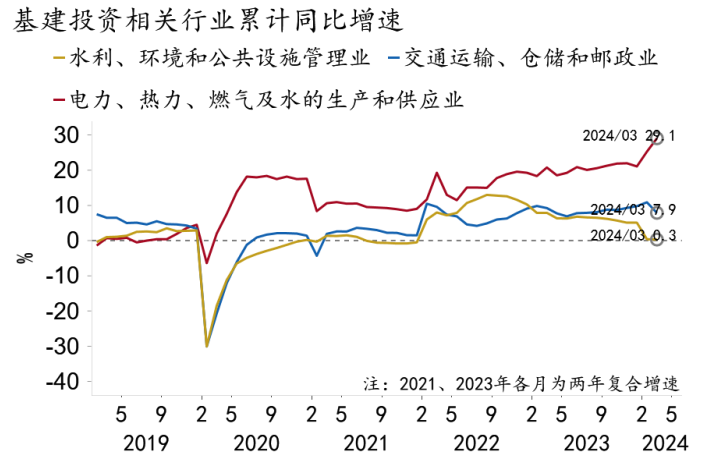
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 7: 基建投资增速小幅放缓



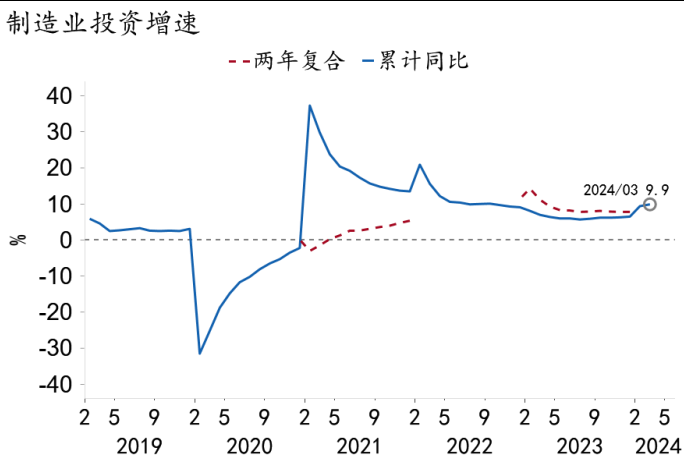
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 公共设施管理业拖累相关行业投资增速



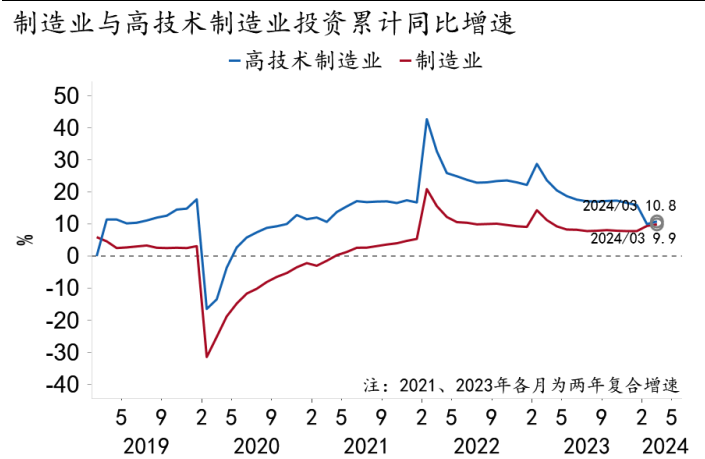
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 9: 制造业投资加强发力



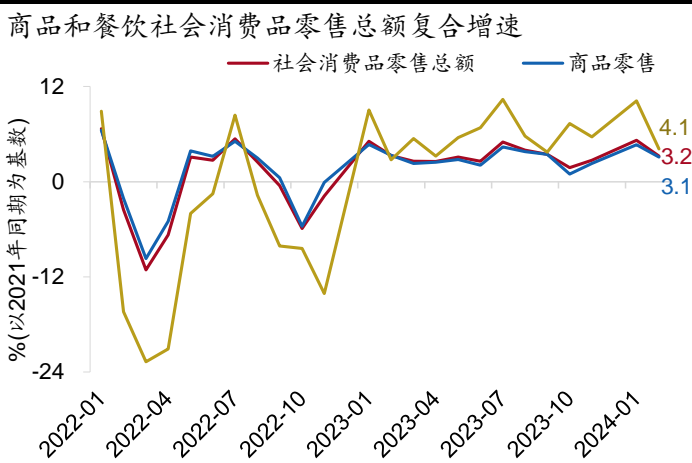
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 高技术制造业增速提升



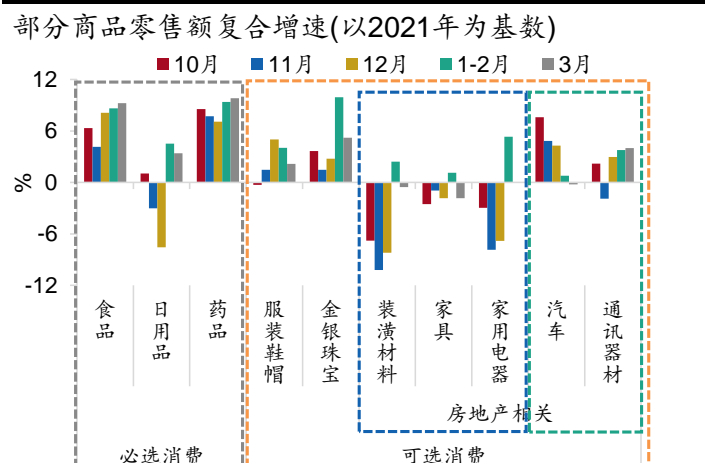
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 11: 消费动能整体放缓



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 12: 汽车消费转冷



资料来源: Wind, 招商银行研究院