

外部流动性阶段性收紧，我国 Q1 经济超预期

2024年4月15日-4月21日周报

◆ 我国 Q1 经济增速超预期，制造业率先修复

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。

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 Q1 CPI 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。

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%。

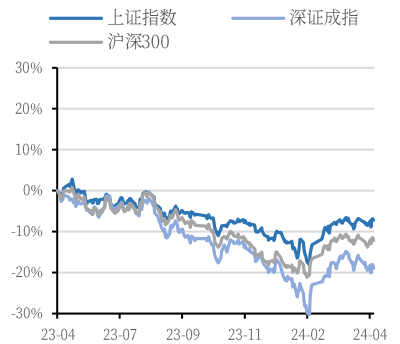
2024 年 3 月，制造业投资录得+10.3%的较高增速，明显超市场预期。3 月制造业投资增速继续上行与表现较好的企业端中长期贷款数据和持续改善的制造业 PMI 数据相互印证，体现了内需回升和稳增长政策发力的同步作用。另一方面，当前制造业虽然投资增速处在高位，但产能利用率并不高。2024Q1，制造业产能利用率为 73.8%，处在 2017 年 Q4 以来的 3.8%低分位水平，高投资增速能否持续仍有待观察。总体来看，在内外需修复叠加支持设备更新等强力政策支撑下，预计制造业投资仍能保持韧性。

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

主要数据

上证指数	3065.261
沪深 300	3541.6619
深证成指	9279.4602

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: fuyys@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: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱:

相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-04-18
Q1 经济增速超预期，制造业率先修复 —
2024-04-18
需求不足仍是主要矛盾 —2024-04-14

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。

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。

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。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。

◆ 十年期美债收益率持续上行，美元指数强势，央行坚决防范汇率超调风险

截至4月19日，美国10年期国债收益率录得4.62%，较上周五上行12BP。美元指数高位波动，截止4月19日报收106.11；中美利差拉大，人民币汇率压力边际走高，截止4月19日收盘美元兑人民币即期汇率报收7.2401，周内波动上行。

美国通胀粘性显现和经济就业强韧推升了美国二次通胀的预期。通胀方面，3月的CPI同比数据显示服务通胀再起，核心服务和剔除房租后的超级核心CPI环比均出现了明显的抬升，接近三年来的高点。经济方面，IMF在4月16日发布最新一起的《世界经济展望报告》上调美国经济增速预期，将2024年、2025年增速预期分别上调0.6和0.2个百分点至2.7%和1.9%。

此外，美联储官员重提加息，4月18日纽约联储主席威廉姆斯称，不急于降息，并两次提到加息，称加息不是他的基准预测情形，但如果数据有依据，就可能加息。同日美股盘后，亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，如果美国通胀上升，对加息持开放态度。重提加息与鲍威尔仅仅将利率维持在高位的态度相比更加鹰派，叠加中东局势再次升级带来避险需求飙升，推动10年期美债收益率大幅上升。中美利差拉大，人民币汇率承压。朱鹤新对于汇率压力在国新办新闻发布会上表示，高度关注外汇市场形势变化，继续综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在均衡水平上基本稳定。

◆ 资金面整体平稳，短期内新一轮宽松落地节奏或趋缓

本周资金面仍处于平稳宽松状态，资金利率小幅边际上行。截止4月19日，DR007报收1.88%，较上周五上行5BP；SHIBOR1W报收1.87%，较上周五上行5BP。同业存单到期收益率持续下行，银行间系统流动性较为宽松。截止4月19日，AAA级一年期同业存单到期收益率报收2.05%，较上周五下行3BP。自去年底两轮降准降息全面落地以来，同业存单收益率在2024年一季度保持下行趋势，截止目前AAA级一年期同业存单到期收益率较去年底下行幅度已超过50BP。

基于较为宽裕的流动性，公开市场操作方面，4月15日至4月19日央行逆回购操作规模维持低量，共投放7D逆回购100亿元，利率维持1.80%；逆回购到期120亿元。本月有1700亿元MLF到期，央行缩量平价续作1000亿元MLF，利率延续2.50%。综合计算本周央行通过公开市场操作净回收流动性720亿元。

往后看，短期内央行对政策利率调降的操作或更加谨慎。一方面2024年一季度实际GDP同比增长5.3%，高于市场预期的4.9%，工业回升势头较强，整体经济开局良好下，短期内货币政策或倾向于观察验证，为未来留出空间。4月18日，国新办举行新闻发布会，人民银行副行长、国家外汇局局长朱鹤新指出未来货币政策还有空间，下一步将密切观察政策效果及经济恢复和目标实现情况，用好储备政策。另一方面，另一方面，在美联储通胀顽固、降息受阻的背景下，美元指数或处于高位，人民币汇率短期内承压，内外平衡下政策利率调降须与外部环境相适应。

◆ 十年期国债收益率进一步下行

截止4月19日，我国10年期国债收益率报收2.25%，较上周五下行3BP；1年期国债收益率报收1.69%，较上周五下行1BP；长端收益率下行带动期限利差小幅压缩，截止4月19日期限利差录得56.07BP，较上周五下行2.72BP。

在经历前期盘整震荡阶段之后，债市长端收益率进一步下行。虽然在工业回升、制造业支撑下2024年一季度GDP增速达5.3%，但超市场预期经济增速并未动摇债市走牛的趋势。2024年3月当月经济数据并不太高，固定资产投资、地产销售增速略高于1-2月，工业增加值、服务业、社零、出口则均不同程度低于1-2月增速，叠加通胀数据大幅下行，债市谨慎观察边际趋势的下沉是否延续。基本面压力趋缓叠加当前流动性较为充裕，推动债市长端收益率进一步下行。往后看，在利率下了一个台阶后，短期内经济数据真空期或使债市在当前位置小幅盘整。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

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	4.80	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	-9.70
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	23.20	6.80	5.50	4.10	-8.50
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	-2.80	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	13.90	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	6.80	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	3.60	6.50	8.90	15.50	36.10	8.30	4.30	2.00	-8.60
住宿和餐饮业	7.30	14.80	12.70	17.50	13.60	-4.40	2.20	-5.30	-0.80	5.30	6.80	18.30	45.10	-0.80	-4.70	2.70	39.50
金融业	5.20	6.30	6.40	7.70	6.30	3.40	3.30	3.40	2.50	4.70	3.20	3.30	4.50	5.90	6.30	6.30	4.90
房地产业	-4.40	-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	6.30	6.40	6.20	-2.50	6.00	10.40	10.70	10.80	13.10	4.80	-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%	3.0%	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%	3.0%	3.3%	3.6%	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)	3.6%	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%	4.5%	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%	6.9%	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

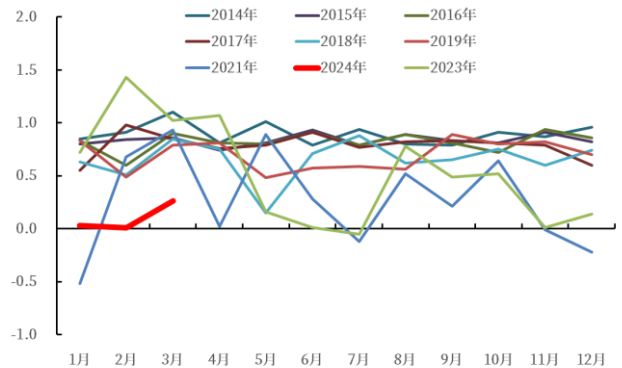
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 社零同比走势(%)



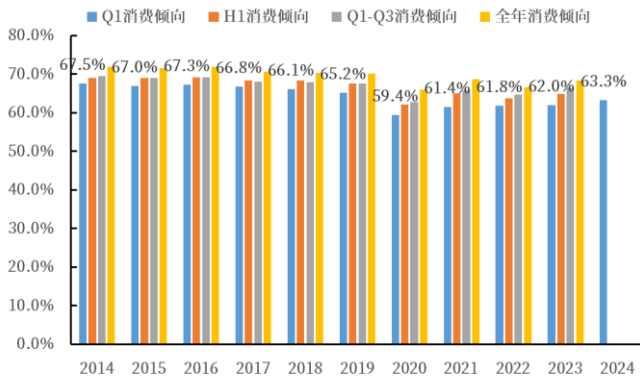
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 历年各月社零环比(%)



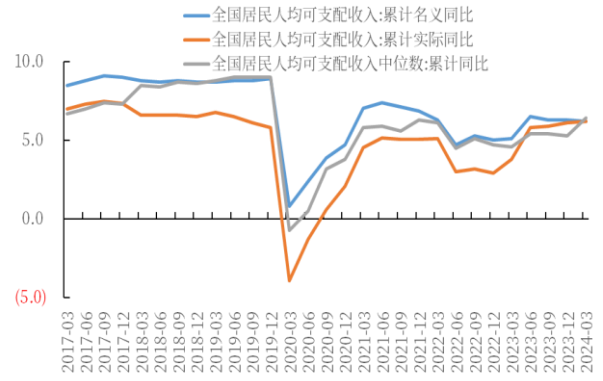
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 历年各季度消费倾向



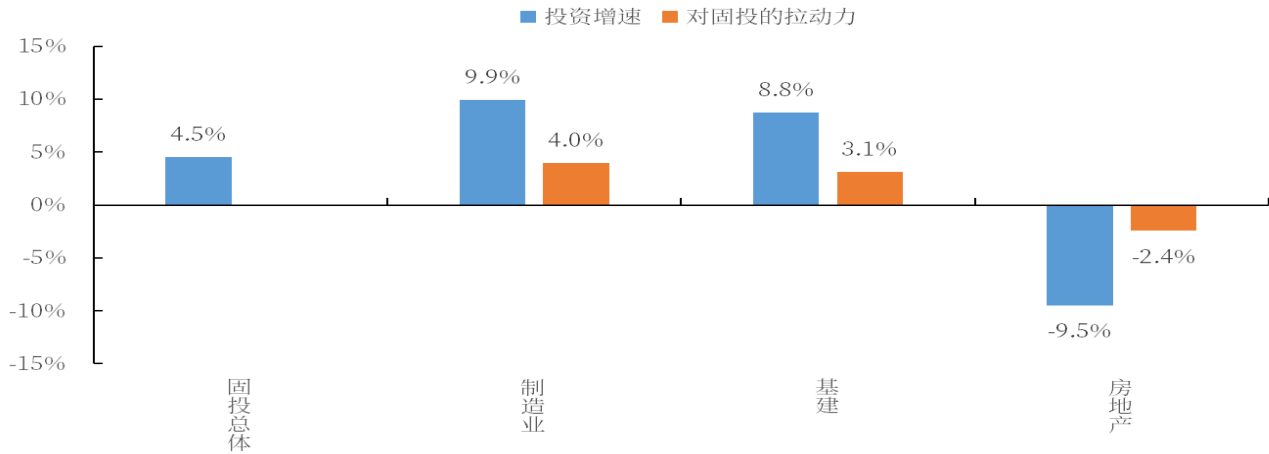
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 消费倾向=人均支出/人均收入)

图6 收入增速 (%)



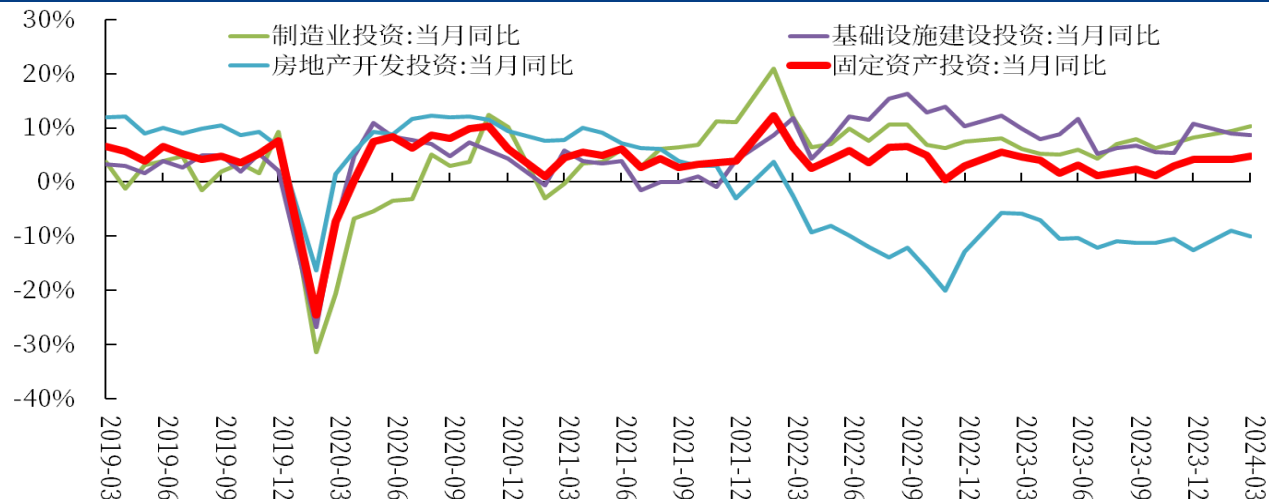
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图7 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8 固投及主要分项当月同比走势



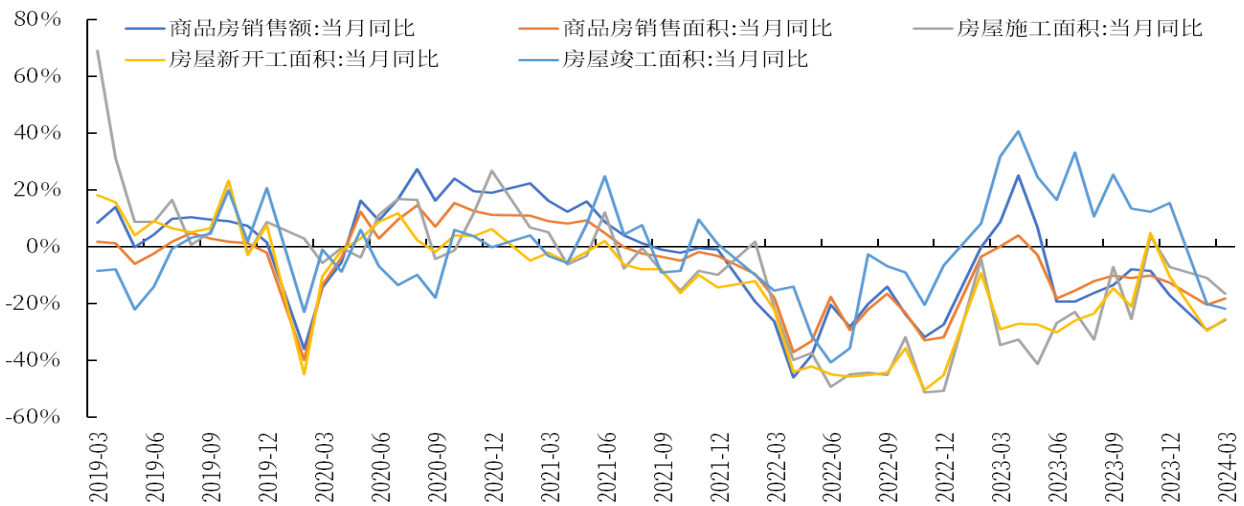
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图9 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

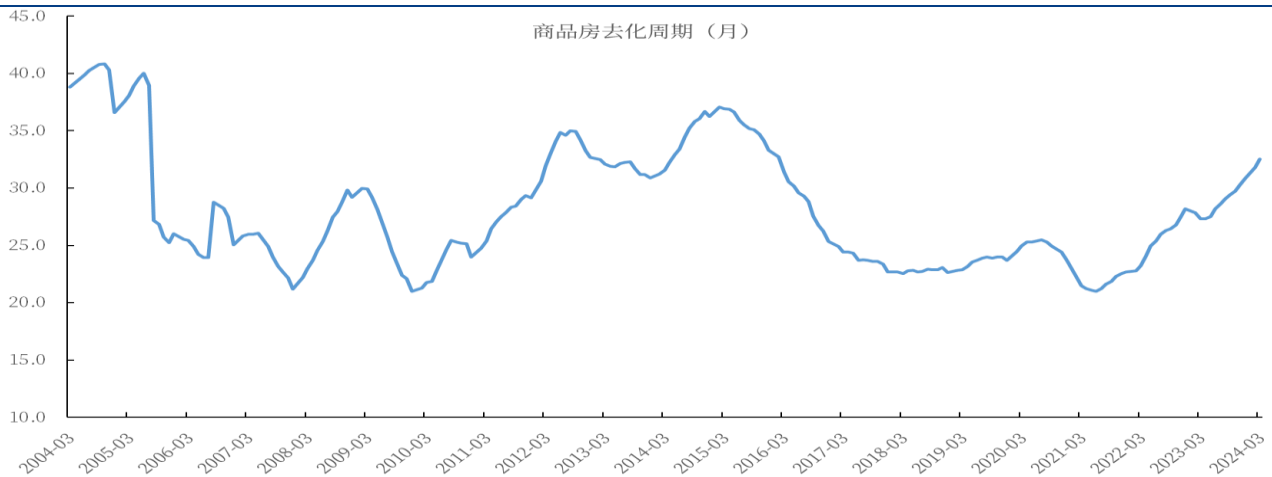
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 房屋销售、施工及土地购置同比走势



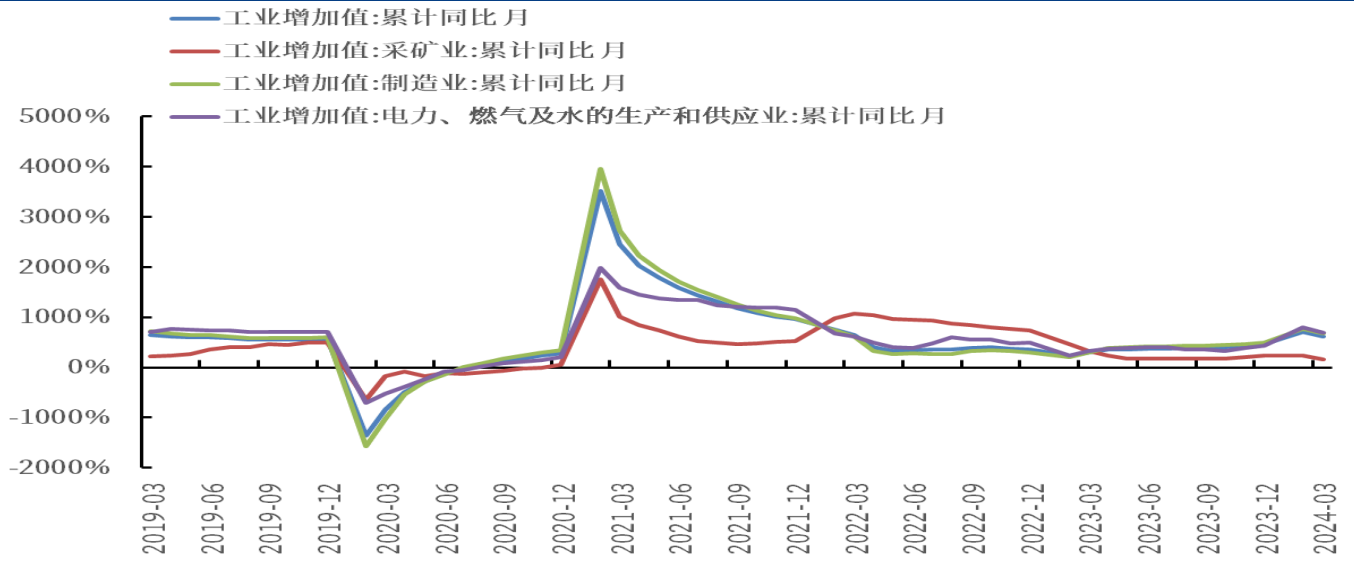
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图11 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)

图12 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

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。

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