



分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：张鑫楠

执业证号：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

### ➤ 一季度经济的三个核心要点

一季度国内经济恢复较好，实际GDP增速录得5.3%，超过“5%”的全年目标，也高于WIND市场预期。其中，二产和三产表现均好，尤其是1-2月，年初抢生产和春节服务业火热对经济有明显拉动。虽然3月边际转弱，在1-2月的高读数下，一季度同比增速偏强。**结构上，三个核心要点值得关注：**

➤ **一是名义GDP增速继续低于实际GDP增速。**一季度实际GDP增速5.3%，名义GDP增速4.2%，平减指数连续第4个季度为负，经济的量比价强、企业的销量比利润强，一定程度上可以解释宏观数据和微观体感的差异。**当前形势下，拥有涨价逻辑的方向将持续具备稀缺性。**

➤ **二是工业产能利用率有所下降。**一季度季调后的工业产能利用率是74.6%，环比去年四季度下降0.5%，处于2017年以来的低位，**指向工业产能过剩加剧。**产能过剩是GDP平减指数为负的原因，是供给强于需求的结果，一季度制造业投资增速高达9.9%，房地产投资增速则降至-9.5%。

➤ **三是居民消费倾向继续恢复。**以“消费性支出/可支配收入”描述，一季度的居民消费倾向为63.3%，比去年一季度提升1.3%，低于2019年一季度的65.2%，显示居民消费倾向还在恢复进程中。结构上，一季度社零增速4.7%，居民消费性支出增速8.3%，指向服务消费的量价表现要好于商品消费。

### ➤ 当下经济的结构特征较为显著

**地产等旧动能持续偏弱。**地产投资仍在磨底，房地产销售面积处在两位数的降幅，资金端也仅有国内贷款力度表现较好，而按揭贷款和定金的大幅下降证明居民对购买新房的意愿不高。

**新动能比如高技术类行业增加值、投资等增速持续快于整体水平。**尤其在设备更新的大背景下，制造业投资存在支撑。

**后续要观察三方面变化：**一是居民消费倾向仍在恢复，能否拉动消费特别是商品消费复苏；二是投资端，制造业高增和房地产磨底的格局不变，主要是基建投资受专项债和特别国债进度影响较大、是否会有所加速；三是外需有初步回暖势头，全球制造业库存周期的底部初步确认，向上回升的弹性还需观察，同时还要关注地缘政治衍生的外贸风险。

随着一季度经济增速超过5%，预计下一阶段的宏观政策特征是增量空间较少、存量释放平稳，下一个观察窗口或延后到7月下旬的政治局会议。

### 相关研究

1.全球大类资产跟踪周报：地缘事件如何演绎-2024/04/21

2.国内经济高频周报：4月第2周：如果一季度GDP增速达到5%-2024/04/15

3.全球大类资产跟踪周报：美元与黄金齐飞-2024/04/14

4.2024年3月外贸数据点评：出口降速：预期太高还是数据太弱？-2024/04/13

5.2024年3月金融数据点评：如何理解社融和M1增速走低-2024/04/13

### 3 月经济数据结构拆分

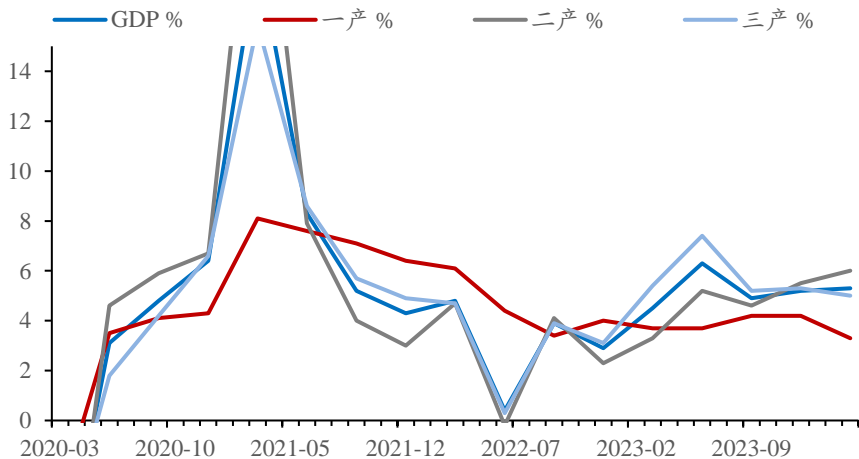
一季度 GDP 当季同比增速+5.3%，其中，一产/二产/三产当季同比分别为+3.0%/+6.0%/+5.0%，二产保持较高增速。居民收入当季同比为+6.2%，一季度居民消费倾向为 63.3%，恢复到 2020 年以来的最高水平，略低于 2019 年。工增当月同比+4.5%，涨幅收窄，前值 1-2 月累计同比+7.0%。其中，装备制造业增速较快，有色加工/电子设备/汽车/化学制品等行业涨幅居前，当月同比读数分别为+11.2%/+10.6%/+9.4%/+9.1%。服务业生产指数当月同比读数小幅回落，为+5.0%，前值 1-2 月累计同比+5.8%。

社零当月同比+3.1%，前值 1-2 月累计同比+5.5%，其中，商品类消费仍弱于餐饮服务类，餐饮收入当月同比+6.9%、商品零售当月同比+2.7%。其中，文娱/日用品/烟酒增速较快，当月同比读数分别为+19.3%/+11.0%/+9.4%。

3 月固投当月同比+4.8%，前值 1-2 月累计同比+4.2%。分大类来看，制造业投资当月同比增速保持高位，为+10.3%，前值 1-2 月累计同比+9.4%。其中，运输设备/金属制品/食品加工等行业投资增速较快，当月同比读数分别为+24.6%/+21.8%/+20.2%。地产投资继续保持低位，降幅扩大，当月同比-11.3%，前值 1-2 月累计同比为-9.0%。全口径基建当月同比增速为+8.6%，较前值 1-2 月累计同比+9.0%略有回落，但仍保持高位。

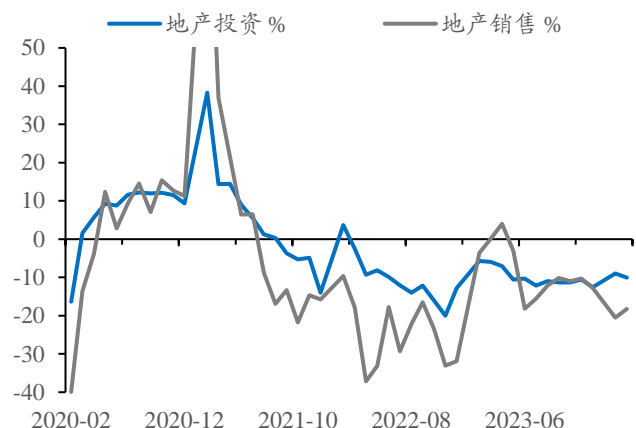
**风险提示：**居民消费恢复不及预期；海外经济恢复不及预期。

图1：一季度 GDP 增速超过全年经济目标



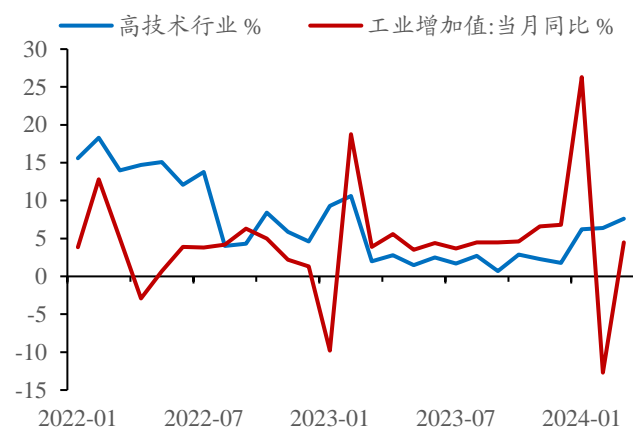
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：地产仍在磨底



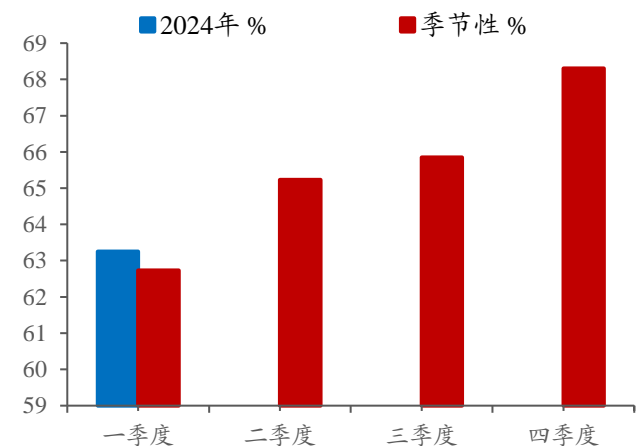
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：高技术行业表现更好



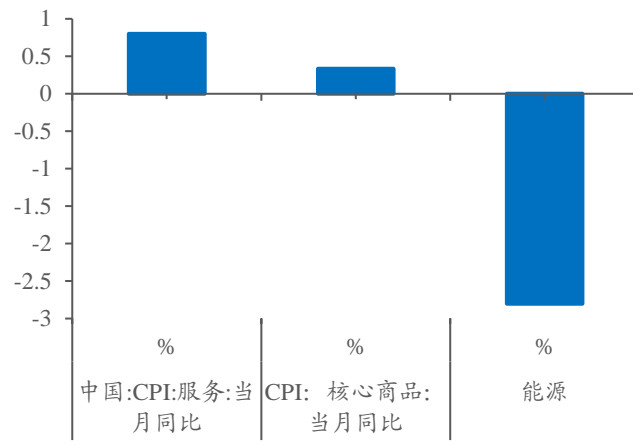
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：一季度居民消费倾向超过季节性



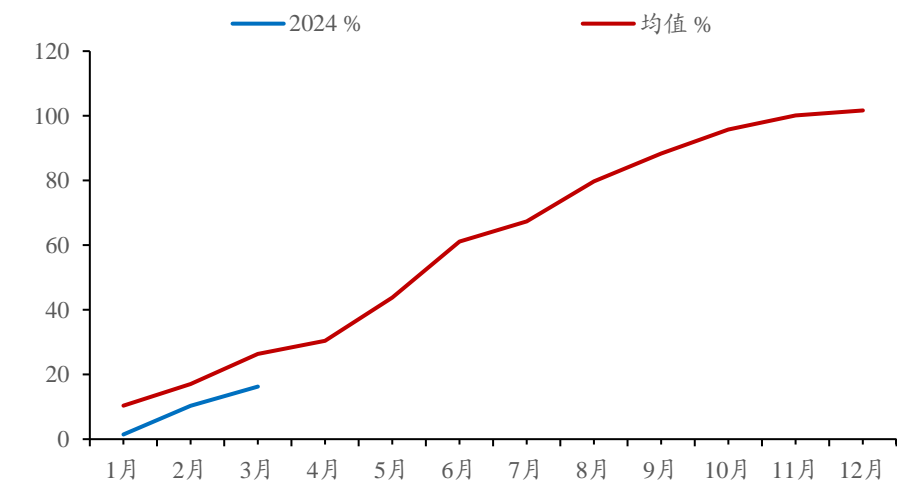
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：经济结构特征明显



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：一季度专项债发行季度弱于往年



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026