国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 一季度取得开门红 全年5%目标可期

—3月及一季度经济数据点评

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2024年4月16日

## 内容提要:

一季度 GDP 同比增长 5.3%，预期增长 4.9%，前值增长 5.2%；3 月工业增加值同比增长 4.5%，预期增长 5.3%，前值增长 7.0%；1-3 月固定资产投资累计同比增长 4.5%，预期增长 4.4%，前值增长 4.2%；3 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，预期增长 4.8%，前值增长 5.5%。

一季度 GDP 好于预期，主因工业回升、服务业向好。一季度工业增加值增长 6.1%，比 2023 年同期和四季度都有明显回升，其对 GDP 增长的贡献率为 37.3%，拉动近 2 个百分点的 GDP 增长。此外，服务业保持较好发展态势，对经济增长贡献率为 55.7%。工业和服务业两个方面对 GDP 增长的贡献超过 90%。

生产端有所放缓。一方面是 1-2 月供给改善较多，另一方面，终端需求温和复苏影响供给端复苏斜率，尤其是 3 月地产投资拖累再度加大以及出口超预期回落。

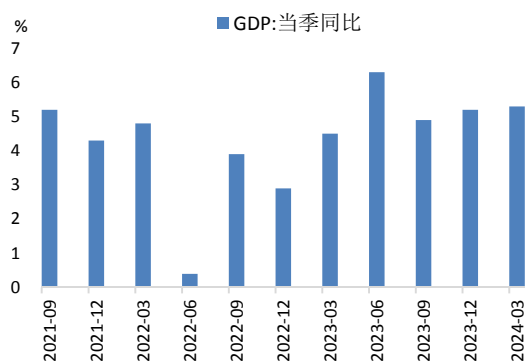
消费持续温和改善。一季度消费呈现出一些亮点：一是服务消费较快增长；二是居民升级类消费持续向好；三是假日消费持续火爆。

固定资产投资整体增速好于市场预期。其中，基建投资平稳，房地产投资再度回落，制造业投资稳中趋升，未来需关注企业设备更新改造相关情况。

综合来看，政策提前发力、内生动力修复、外需好转共同推动一季度经济取得开门红，但同时经济持续回升向好的基础还不稳固，未来政策仍需适度发力。在政策持续呵护下，全年有望实现 5%左右增长目标。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## GDP



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

## 消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

## 相关报告

- 《开年经济总体平稳 复苏基础仍需夯实—2月经济数据点评》
- 《通胀回升仍需政策支持—3月物价数据点评》

**事件:**国家统计局4月16日公布的数据显示,一季度GDP同比增长5.3%,预期增长4.9%(预期值来源为Wind,下同),前值增长5.2%;3月工业增加值同比增长4.5%,预期增长5.3%,前值增长7.0%;1-3月固定资产投资累计同比增长4.5%,预期增长4.4%,前值增长4.2%;3月社会消费品零售总额同比增长3.1%,预期增长4.8%,前值增长5.5%。

**点评:**虽然3月部分经济数据低于市场预期,但一季度GDP好于市场预期,经济总体上取得开门红,有望为全年实现5%左右增长目标打下较好基础。同时,我国经济持续回升向好的基础还不稳固,有效需求不足,部分行业产能过剩,社会预期偏弱,未来政策仍需适度发力,二季度将是重要的观察期。

### 一、一季度经济取得开门红

GDP好于市场预期。一季度GDP同比增长5.3%,好于市场预期(4.9%),较2023年四季度加速0.1个百分点。3月制造业PMI公布之后,部分市场机构上修一季度GDP增速至5.0-5.5%。环比增长1.6%,为近4个季度最快,若合并近2个季度看,2.8%的表现相对中性。

在基数抬升的情况下,一季度GDP同比增速上行并好于预期,显示出经济仍有韧性。2023年一季度前期仍受疫情防控放开后的尾部影响,当季GDP增长4.5%,较2022年四季度(2.9%)抬升1.6个百分点。剔除基数因素后的同比两年平均增速为4.9%,为2022年二季度以来新高。

一季度GDP好于预期,主因工业回升、服务业向好,生产端好于需求端。一季度工业增加值增长6.1%,比2023年同期和四季度都有明显回升,其对GDP增长的贡献率为37.3%,拉动近2个百分点的GDP增长。此外,服务业保持较好发展态势,对经济增长贡献率为55.7%。工业和服务业两个方面对GDP增长的贡献超过90%。

价格偏弱拖累名义GDP增速。一季度GDP平减指数为-1.1%,略低于2023年四季度,从而拖累一季度名义GDP增长(4.2%),而这也是宏观数据(实际GDP)与微观感受差异的一个重要原因。

综合来看,政策提前发力、内生动力修复、外需好转共同推动一季度GDP增长5.3%。在政策持续呵护下,全年有望实现5%左右增长目标。从政策端看,一方面,经济持续回升向好的基础还不稳固,未来政策仍需适度发力;另一方面,在全年大概率能实现5%左右增长目标的情况下,对于未来政策预期需要适时做出修正调整。

## 二、生产端有所放缓

生产端有所放缓。3月规模以上工业增加值同比增长4.5%，低于市场预期（5.3%）；两年平均增速（4.2%）为2023年8月以来次低。从环比看，3月工业增加值下降0.08%，为有数据以来的第四次负增长，而且此前历年3月均为正增长。一季度工业增加值同比增长6.1%。生产端放缓，一方面是1-2月供给改善较多（部分因为工作日因素，3月工作日同比减少），累计环比达到1.33%；另一方面，终端需求温和复苏影响供给端复苏斜率，尤其是3月地产投资拖累再度加大以及出口超预期回落。

3月工业增加值同环比均放缓，与PMI生产指数形成一定反差，供给端分化明显。3月制造业PMI生产指数环比上升2.4个百分点，一季度累计上升2.0个百分点，两者均强于历史（2011-2019年）同期均值，一定程度上提升了市场对3月工业增加值的预期。此外，制造业一定范围内的补库存有利于工业生产的稳定。

3月至今部分领域开工情况不及2023年同期，尤其是黑色系。3月全国高炉开工率（76.3%）、石油沥青装置开工率（29.6%）均值分别低于2023年同期（82.4%）6.1个百分点、4.2个百分点。中下游行业表现略好，其中PTA开工率（80.9%）、汽车半钢胎开工率（79.7%）分别高出2023年同期6.1、6.3个百分点。从4月前2周情况看，高炉开工率、石油沥青装置开工率均值较2023年同期的差距有所扩大，PTA转为低于2023年同期，汽车半钢胎开工率优势缩小。

产能利用率降至2020年二季度以来最低，产能过剩的问题仍然存在。一季度全国规上工业产能利用率为73.6%，比2023年一季度下降0.7个百分点，比2023年四季度下降2.3个百分点。

分三大门类看，3月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%。从两年平均增速看，制造业增长4.6%，好于2023年12月（3.6%）；采矿业（0.5%）回落至2019年以来次低水平，与其利润回落（1-2月采矿业利润同比大幅下降21.1%）形成对应；电力、热力、燃气及水生产和供应业（5.0%）小幅下降。

## 三、高基数影响下的消费韧性尚存

消费持续温和改善。3月社会消费品零售总额同比增长3.1%，低于市场预期（4.8%），较1-2月的5.5%有所下滑，主因基数上升；两年平均增速为6.8%，为2020年以来的高位；不过，环比值（0.26%）仍弱于2015年至2019年同期均值（0.85%）。总体而言，近期消费持续改善但动力稍显

温和。展望未来，由于2023年4-5月基数有所抬升，消费同比增速可能会继续稳中趋缓。

一季度消费呈现出一些亮点。一是服务消费较快增长。一季度服务零售额增长10%，比商品零售高6个百分点。居民服务性消费支出占比43.3%，比2023年同期提高了1.6个百分点。二是居民升级类消费持续向好。一季度交通通信支出、教育文化娱乐支出人均支出同比分别增长14.8%、13.3%，两年平均增速分别为9.4%、11.3%，均为2017年以来的高位水平。其中，体育娱乐用品销售同比增长14.2%，通信器材销售增长13.2%。三是假日消费持续火爆。春节、清明节无论是出行人数、旅游收入，均已超过2019年的水平，而且根据文旅部数据进行测算的清明节人均花费支出较2019年同期增长1.1%，近几年来（各大假期中）首次超过2019年同期。

从3月单月看，多数商品销售增速保持正增长。从同比看，体育娱乐用品类（同比增长19.3%，下同）、粮油食品类（11.0%）、通讯器材类（7.2%）、家用电器和音像器材类（5.8%）增幅居前，文化办公用品类（-6.6%）、汽车类（-3.7%）负增长。从两年平均增速看，多数商品销售趋于加快。其中，金银珠宝类（19.1%）、体育娱乐用品类（17.5%）、服装类（10.5%）等增幅居前且较2月加速；家用电器和音像器材类（2.1%）、家具类（1.8%）、建筑及装潢材料类（-1.0%）等地产链条类消费增速回落。此外，3月餐饮收入同比增长6.9%，虽然较2月回落5.6个百分点，但两年平均增速（16.2%）较2月回升5.4个百分点。

就业总体稳定。3月全国城镇调查失业率（5.2%）较今年2月、2023年2月均回落0.1个百分点。一季度全国城镇调查失业率平均值为5.2%，比2023年同期下降0.3个百分点。

#### 四、固定资产投资平稳增长

1-3月固定资产投资（不含农户）同比增长4.5%，略好于市场预期（4.4%），高出1-2月（4.2%）0.3个百分点；两年平均增长（4.80%）较1-2月（4.85%）微降0.05个百分点。从环比看，1-3月固定资产投资（不含农户）为0.14%，弱于2015-2019年同期均值（0.66%）。

**基建投资表现平稳。**1-3月广义、狭义基建投资同比分别增长8.8%、6.5%，较1-2月分别回落0.2个百分点、上行0.2个百分点；两年平均增速分别为9.8%、7.6%，较2023年全年分别回落0.8个百分点和持平。根据我们的测算，3月当月广义基建投资同比增长8.6%，较1-2月回落0.4

个百分点。一季度基建投资稳中有升，与政策发力早有较大关系。其中，新基建继续呈现良好发展势头。一批新的基建加快落地，截至2月底，新增13.2万个5G基站（总量超过350万个），此外东数西算、光纤通信等一些新基础设施加快落地。根据百年建筑调研数据，此前基建项目以存量续建发力为主，4月项目进展有所加快，未来随着资金到位率的提升，新项目陆续开工，将对需求起到支撑作用。

**房地产投资再度回落，商品房销售略有改善。**1-3月房地产开发投资同比下降9.5%，较1-2月回落0.5个百分点；两年平均增速为-7.7%，较1-2月回落0.3个百分点。从工程进展看，1-3月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-27.8%、-11.1%、-20.7%，仅新开工有所改善；从两年平均增速角度看，上述三者分别为-23.6%、-8.2%、-4.6%，仅竣工有所改善。商品房销售方面，1-3月销售面积同比下降19.4%，较1-2月（-20.5%）略微改善。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，今年3月成交面积分别相当于2019年、2021年同期的51.3%、42.0%，新房销售总体偏弱。从房地产开发资金到位情况看，1-3月累计增速（-26.0%）较1-2月（-24.1%）有所回落，但其两年平均增速（-17.9%）反弹1.8个百分点，连续2个月回升。分项数据中，自筹资金累计增速无论同比（-14.6%）还是两年平均增速（-16.3%）继续小幅改善；国内贷款同比（-9.1%）及两年平均增速（-9.4%）亦继续改善并升至近2年最高，融资协调机制等政策发挥效应；定金及预收款同比（-37.5%）、两年平均增速（-22.1%）一降一升。近期多地继续出台稳楼市政策，如北京、广州上调公积金最高贷款额度，部分地区推出“以旧换新”、“以房换房”，后期继续关注融资协调机制落地以及一、二线城市政策放松等情况。

**制造业投资稳中趋升，关注企业设备更新改造相关情况。**1-3月制造业投资同比增长9.9%，较1-2月上行0.5个百分点；两年平均增长8.4%，较1-2月回落0.3个百分点，但仍高出2023年全年0.6个百分点。高技术产业投资继续保持两位数的增长。一季度，高技术产业投资同比增长11.4%，比2023年全年提升1.1个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.8%、12.7%。高技术制造业中，航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长42.7%、11.8%；高技术服务业中，电子商务服务业、信息服务业投资分别增长24.6%、16.9%。近期制造业投资增速趋于回升，或与库存偏低以及设备更新改造投入加大相关。3月1日，国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。3月13日，国务院发布《推动大规模设备更新和消

费品以旧换新行动方案》。3月28日，国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议。未来随着政策陆续落地，制造业投资有望继续保持较快增长。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层