



## 证券研究报告

## 宏观研究

市场数据 (2024-4-17)

	上证综指涨幅 (%)
近一周	1.46
近一月	0.55
近三月	8.39

股价走势图



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

研究员

相关报告

《1-2月经济维持弱复苏,但分化仍严重》20240321

《四季度经济边际放缓,关注今年政策发力节奏》20240120

《“供强需弱”延续,经济底部徘徊期待年初政策发力》20231219

《10月经济回踩不改复苏趋势,仍需政策持续发力》20231120

《9月经济继续全面修复,关注明年政策定位》20231023

## 一季度 GDP 超预期,但经济内生动能仍不足

—2024.4.18 宏观研究月报

### 投资要点

■ 一季度 GDP 超预期,3 月经济边际放缓,本文主要从中归纳出以下几点:

一是一季度 GDP 增速超预期增长,出口、制造业、基建及服务行业为主要支撑,但地产拖累仍大。同时市场体感偏冷,一季度 GDP 平减指数仅-1.3%,企业增收不增利。后续在基数走低、外需回暖及政策发力下,预计二季度经济增速仍保持高位。

二是 3 月单月来看,出口两年平均增速较前值有所提升,外需仍强;制造业投资增速延续高位回升,设备更新政策及企业利润连续 6 个月正增长均对制造业形成支撑。但目前生产强于需求,制造业投资强于生产,产能利用率及产销率偏低,如果需求持续拖累,后续或会对制造业投资形成制约。

三是基建投资韧性仍强。5000 亿 PSL 及万亿国债持续发力,即使 12 省份化债背景下,狭义基建仍延续回升。后续随着专项债及 1 万亿国债落地,基建有望维持高增长。

四是居民消费信心不足,消费整体偏弱。结构上服务好于商品,必选好于可选。城镇失业率小幅下滑,居民消费信心有所改善,但幅度均有限,叠加地产价格持续下滑,居民财富缩水均对消费形成制约。预计后续受消费品“以旧换新”推动,消费将延续弱复苏。

五是地产投资降幅扩大。新开工、施工、竣工及销售面积均维持低位,不过后续房地产融资协调机制持续落地,“三大工程”将有所发力,高能级城市地产政策预计持续放松,或将对地产形成支撑,后续密切关注销售情况。

整体来看,一季度经济总量超预期但结构仍分化,后续二季度在设备更新、“以旧换新”、地产融资协调机制持续落地、万亿国债及专项债发力,外需回暖下,经济增长动能回升势头将会延续。但应注意的是,经济平稳运行背景下,谨防短期内增量政策出台的必要性不足,密切关注 4 月底政治局会议。

## ■ 一季度 GDP 及 3 月经济数据概览

一季度 GDP 同比增长 5.3%，好于市场预期，同时从环比来看，一季度 GDP 环比为 1.6%，也较去年四季度有所提升。在去年一季度基数抬升下，GDP 还能取得 5.3% 的增速，表明一季度经济动能确实较强。主因一是出口好转，在海外补库周期下，我国一季度出口同比 1.5%，好于去年四季度的-1.2%；二是在降准、LPR 降息、设备更新和“以旧换新”政策发力下，基建和制造业投资对经济形成较强支撑；三是服务消费表现较好，对 GDP 也有较大带动作用。但地产投资仍延续拖累，物价水平仍偏低，一季度 GDP 平减指数仅-1.3%，价格低迷影响市场“体感”，低物价意味着企业“增收不增利”，扩内需仍需持续发力。

3 月经济边际则有所放缓。分项来看，出口受高基数影响大幅下滑，外需回暖，带动出口表现仍较好，两年平均增速较前值有所提升；制造业投资表现亮眼，增速延续高位回升，政策支持下制造业中长期贷款大幅高增，同时 PPI 降幅总体趋于收窄，规上工业企业利润连续 6 个月实现同比正增长，均对制造业投资形成支撑；5000 亿 PSL 及万亿国债落地，12 省份化债背景下基建仍延续韧性；居民消费信心不足，消费整体偏弱，服务好于商品，必选好于可选；地产投资降幅扩大，新开工、施工、竣工及销售面积均维持低位，不过目前监管层正在加速推动城市房地产融资协调机制落地，后续我们预计高能级城市将进一步放松地产调控政策，密切关注地产销售情况。工业生产在基数偏高、地产拖累，以及“生产强、需求弱”产销率下滑背景下有所放缓。

展望二季度，一方面去年二季度实际增长动能有所放缓，另一方面预计二季度设备更新、“以旧换新”、地产融资协调机制政策效果将持续显现，同时随着万亿国债、专项债持续发力，外需回暖，经济增长动能回升势头将会延续。但应注意的是，经济平稳运行背景下，短期内增量政策出台的必要性不足，密切关注 4 月底政治局会议。

图 1 一季度 GDP 增速好于预期



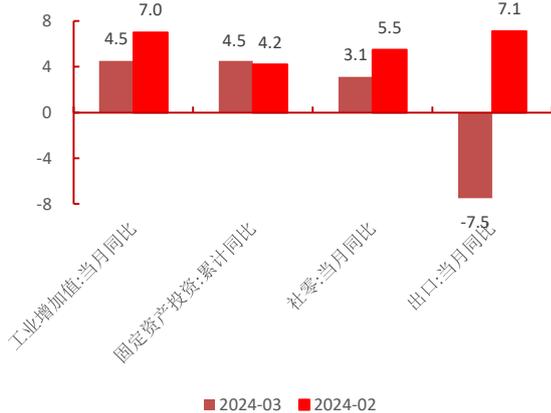
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 2 二产较前值有所提升, 一三产有所下滑



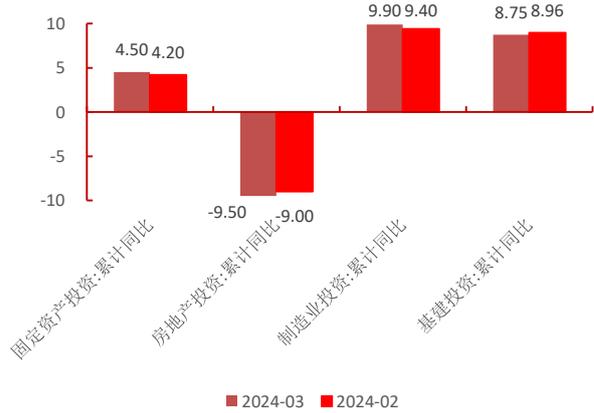
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 3 3 月经济数据一览 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 4 固定资产投资分项累计同比 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

### ■ 消费信心仍有待恢复

3月社零同比增长3.1%，预期4.8%，前值为5.5%；其中，除汽车以外的消费品零售额增长3.9%，前值为5.2%。

3月社零同比增速为3.1%，较前值有所下滑且低于预期，一方面是去年年初是疫情防控措施取消，居民消费场景打开，消费基数较高，另一方面主因居民消费信心仍不足，可以看到2月消费者信心指数为89.0，尽管较上月小幅改善0.2，但仍明显低于100的中值水平，显示消费者信心依然偏弱，同时地产持续偏弱，疫情带来的伤疤效应持续，均对消费有所拖累。3月商品及餐饮增速分别为2.7%和6.9%，受

高基数影响均较前值有所下滑，但可以看到餐饮明显好于商品增速。3月城镇调查失业率为5.2%，较前值小幅下滑0.1个百分点，但仍维持高位。

结构上看，消费仍呈现出“必选强、可选弱”的局面，其中日用品、中西药品、粮油食品类增速均较1-2月有所提升，分别提升4.2、3.9、2.0个百分点，然而通讯器材、烟酒类、化妆品类、金银珠宝类则分别较前值下滑9.0、4.3、1.8、1.8个百分点。同时3月汽车同比-3.7%，增速较前值大幅下滑12.4个百分点，主要受基数和价格拖累影响。地产产业链相关的建筑装潢、家具用品增速分别为2.8%和0.2%，均维持低位，不过或受“以旧换新”政策带动，家用电器增速较前值小幅提升0.1个百分点至5.8%。

图 5 3月社零增速低于预期 (%)



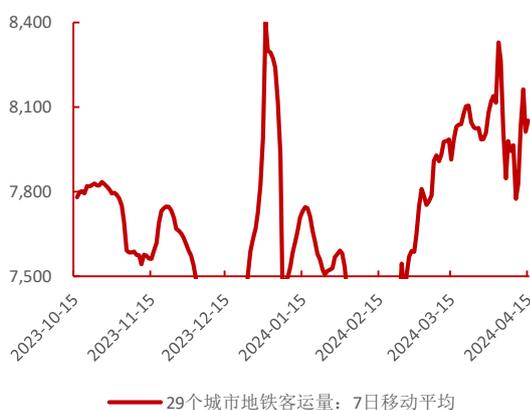
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 6 商品表现弱于餐饮 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 7 3月整体地铁客运量维持在高位 (万人次/日)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 8 城镇调查失业率较前值小幅下降 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

整体来看，消费表现仍偏弱，后续随着基数降低、消费品“以旧换新”持续发力，同时地产政策进一步放松，经济边际好转，消费信心或将有所改善，预计消费将维持弱复苏。

## ■ 出口受益外需回暖，制造业投资保持高位增长

中国3月出口（以美元计价）同比-7.5%，前值7.1%，预期-2.1%；3月制造业投资累计同比增速为9.9%，较前值提升0.5个百分点，制造业投资高位提速。

3月我国出口同比大幅下滑且低于预期，但实际出口并没有表面看起来那么差。主要受高基数影响出口增速下滑，3月两年平均增速高于1-2月出口，同时3月较1-2月累计值环比为也与春节相近的近四年均值相近，韩国及越南3月出口增速仍保持正增长，均表明出口表现尚可。从出口国别来看，由于基数提升，对欧美东盟等主要国家出口普遍下降，对俄罗斯增速为-15.7%，增速由正转负，在全年高基数下，后续难有类似2023年一样亮眼的增速表现。同时对非洲出口同比增速为-24.8%，也较前值大幅下滑。

从出口产品来看，汽车、手机表现较强，地产产业链则有所下滑。3月我国汽车、船舶两年复合增速为69.5%、56.3%，强于1-2月增速。基数降低的背景下手机出口增速单月转正，同比1.7%。受益于半导体周期上行，3月集成电路、电脑出口两年复合增速4.0%、-11.9%，也强于1-2月两年复合增速。地产产业链产品增速则有所下滑，3月家具、家电、灯具出口两年复合增速-0.1%、3.3%、-2.9%，整体低于1-2月两年复合增速

3月单月制造业投资同比增速为10.3%，重返两位数高增长。截止3月末，制造业中长期贷款余额接近30%的高增长状态，而整体贷款余额增速仅为9.6%。持续对制造业投资形成支持。同时PPI降幅总体趋于收窄，去年底规上工业企业利润连续6个月实现月度同比正增长，特别是受企业贷款利率持续下行影响，制造业内生投资动能也在增强。3月高技术制造业投资累计同比增长10.8%，较前值加快0.8个百分点，同时铁路船舶运输设备、计算机通信设备分别增长24.8%、14.3%。后续在设备更新下制造业投资预计仍将保持较快增长。但应注意的是一季度制造业投资快

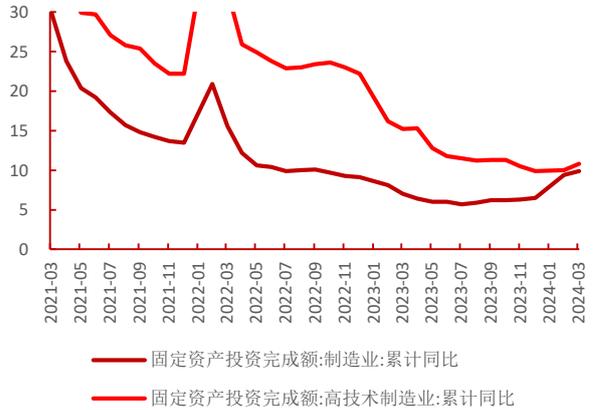
于生产，然而企业产能利用水平却在走低，如果需求上不去，后续或会对投资有小幅的抑制，3月企业投资前瞻指数较前值小幅下滑。

图 9 BCI 企业投资前瞻指数较前值小幅下滑 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 10 高技术制造业仍为主要支撑 (%)



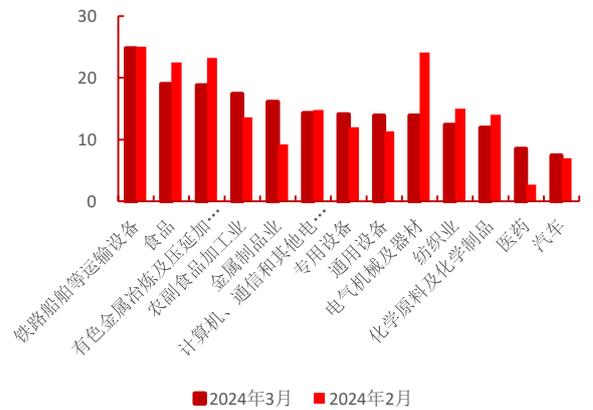
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 11 3月出口增速受基数影响大幅下滑 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 12 铁路船舶、电器、计算机通信等维持高位 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

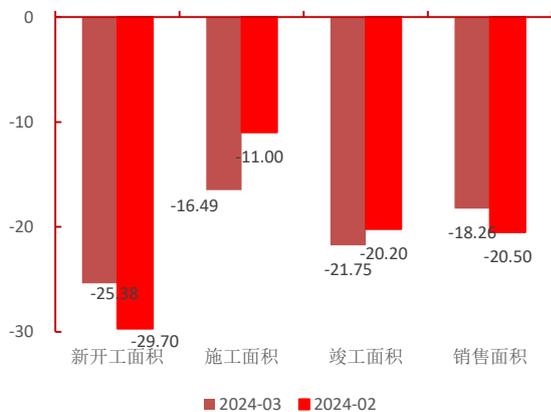
展望未来，欧美等发达经济体补库趋势逐步确立，叠加美国地产有所回暖，预计出口前景将继续好转。同时出口或继续受益于“一带一路”，叠加短期俄乌冲突和巴以冲突难以消退，预计均将对出口形成支撑。后续在设备更新及出口带动下制造业投资预计仍将保持较快增长。

### ■ 地产投资降幅扩大，为经济主要拖累

3月房地产投资累计同比为-9.5%，降幅较前值扩大0.5个百分点，单月来看，3月当月房地产投资同比下降10.1%，再度回到两位数降幅。地产销售面积维持低位，3月销售面积单月同比-18.3%，1-2月为-20.5%

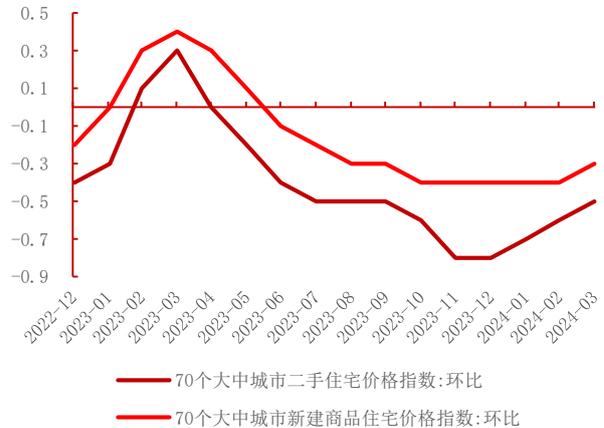
从分项来看，3月施工面积单月同比-16.5%，1-2月为-11%；3月新开工面积单月同比-25.4%，1-2月-29.7%；3月竣工面积单月同比-21.7%，1-2月为-20.2%；3月销售面积单月同比-18.3%，1-2月为-20.5%，可以看到地产各分项仍维持在低位。居民购房意愿弱一方面是因为加杠杆意愿不足，另一方面是因为房价下跌趋势还未企稳，3月份70大中城市的新建商品住宅价格和二手住宅价格分别环比下跌0.3%和0.5%，虽然均有所收窄，但仍未企稳。不过目前监管层正在加速推动城市房地产融资协调机制落地，“三大工程”也在持续落地，后续我们预计一线城市及其他强二线城市或将进一步放松地产调控政策，密切关注地产销售情况。

图 13 当月来看，地产分项增速维持低位（%）



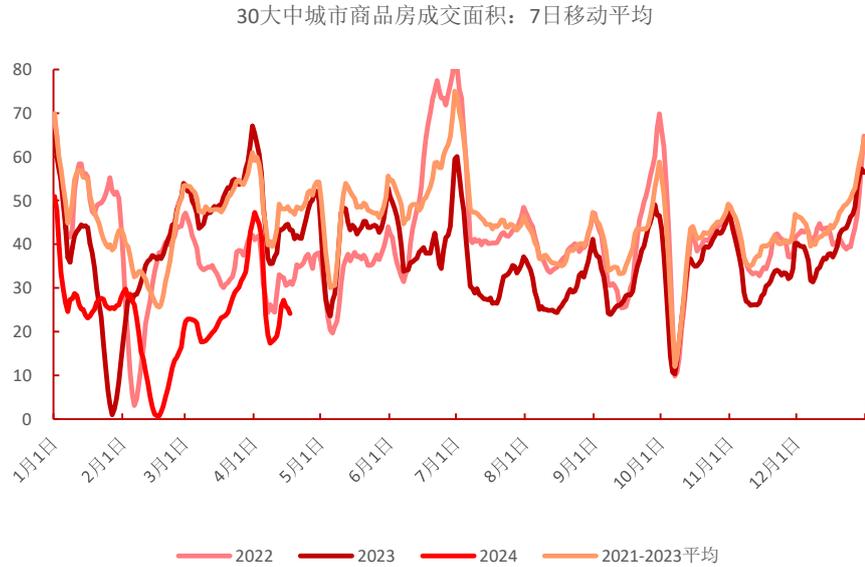
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 14 70 大中城市地产价格环比降幅收窄



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 15 地产销售持续弱于季节性（万平方米）



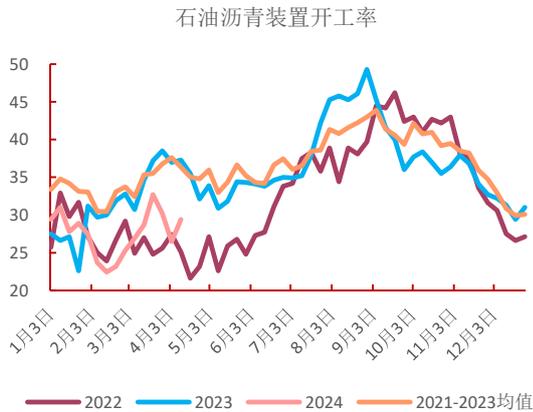
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

### ■ 基建投资维持韧性

3月广义基建累计同比为8.8%，前值9.0%，狭义基建（不含电力）累计同比为6.5%，较前值提升0.2个百分点，3月单月狭义基建同比增速为6.6%，较前值提升0.3个百分点。

基建增速维持高位增长，表明基建投资在受到地方政府化债、12省市基建项目影响下，依然保持较快增长，主要原因还是PSL新增5000亿及去年底万亿国债均在今年使用，从来带动基建维持较高增长。后续来看，预计二季度专项债、新增1万亿国债将持续发力支撑基建，基建投资增速仍有空间。

图 16 石油沥青开工率震荡上行 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 17 水泥库容比低于去年同期 (%)



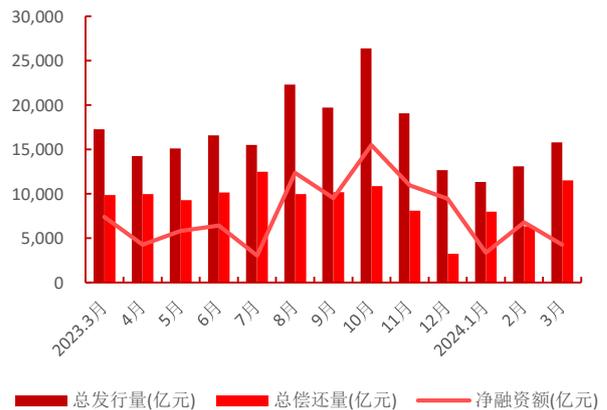
数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 18 基建投资维持韧性 (%)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 19 地方政府债及国债近两月净融资小幅放缓 (亿元)



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

## ■ 对市场影响

A 股市场仍以震荡轮动为主。资本市场新规“国九条”时隔十年再次发布,在 IPO、退市、上市公司减持、分红,引导长期资本入市等方面均做出相应安排,整体政策的释放时点与力度超出了市场预期。但 A 股中长期估值的提升,一方面来源于市场、投资者信心的恢复,另一方面也需要中长期经济基本面的稳固。在此之前,全面行情或仍有难度,结构行情下杠铃策略或仍然更加有效。一方面,继续坚守高股息板块的防御策略,绩优或基本

预期改善的板块将表现更优，如公用事业、有色、石油石化等板块。另一方面，关注近期不断调整的 AI 产业链，寻找低位布局的机会，AI 革命仍在继续，关注爆款应用的迭代以及更多垂直领域或有的落地应用对产业带来的催化

债市方面，近期在资金面宽松，宽货币预期叠加央行对长债利率重视升温影响下，债市利率震荡下行。近期支撑债市的主要逻辑一是市场对基本面修复预期仍偏弱，尤其对地产的担忧仍强，物价维持低位，3 月经济整体再次走弱；二是存款利率调降预期再起，央行一季度例会提及“关注长期收益率的变化”，货币政策宽松仍有空间。从 3 月经济数据来看，分化仍较严重，地产拖累再次加大，不过制造业和基建表现仍较好。债市短期向下及向上的空间均不大，预计维持震荡格局。后续进一步关注基本面修复节奏和 4 月政治局会议表述。

国内经济延续弱复苏，同时海外经济表现韧性仍强，外需补库回暖，通胀粘性较高，共同推动近期铜价有所走高；市场对地产的担忧仍大，基建在 12 省份化债背景下也有一定制约，螺纹钢、热卷等价格延续下滑，但近期市场预期已有所好转，后续关注二季度专项债及万亿国债发力节奏；此外在美国经济强于预期、“二次通胀”升温叠加地缘政治局势不稳定下，原油走势近期偏强。

#### 风险提示：

1. 地产景气修复持续低于预期；
2. 美国高利率下金融风险超预期；
3. 中美博弈再次超预期；
4. 俄乌局势、巴以冲突超预期。