

相关研究

《出口延续改善——2023年9月外贸数据点评》2023.10.14

《居民中长贷短期改善——9月金融数据点评》2023.10.14

《核心CPI稳定——9月物价数据点评》2023.10.14

## 总量修复，结构分化 ——2024年一季度经济数据点评

### 投资要点:

- 一季度经济整体增速高于全年经济目标，但结构存在分化。经济改善有两条主线，第一条主线是强劲出口驱动的制造业生产和制造业投资保持较高增速，第二条主线是假期经济驱动的服务业生产和消费也表现较为亮眼，这是当前经济的主要支撑。但经济中仍存在薄弱环节，地产对经济的拖累较大，内需尤其是商品消费还未见明显改善，这需要进一步强化宏观政策逆周期和跨周期调节。
- 风险提示：外需超预期回落，稳增长政策不及预期。

首席经济学家:荀玉根

Tel:(021)23185715

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

联系人:李林芷

Tel:(021)23185646

Email:llz13859@haitong.com

## 目 录

---

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 1. 一季度经济：总量向好，结构分化..... | 4 |
| 2. 生产：出口驱动.....         | 5 |
| 3. 消费：假期效应消退.....       | 7 |
| 4. 投资：分化加剧.....         | 8 |

## 图目录

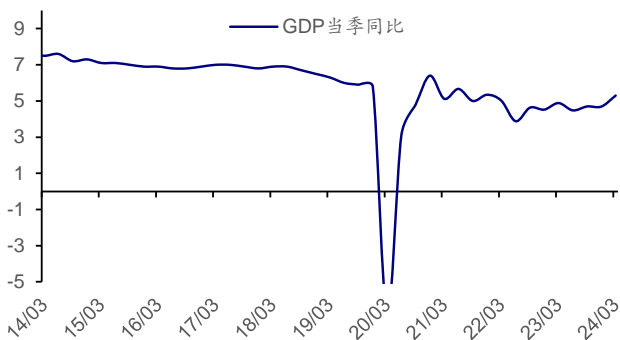
|      |                           |   |
|------|---------------------------|---|
| 图 1  | 我国 GDP 当季同比 (%)           | 4 |
| 图 2  | 分产业 GDP 同比增速 (%)          | 4 |
| 图 3  | 我国出口绝对值仍在高位 (亿美元)         | 5 |
| 图 4  | 春节假期旅游消费表现亮眼 (2017 年=100) | 5 |
| 图 5  | 工业增加值同比 (%)               | 5 |
| 图 6  | 工业企业产销率和出口交货值:当月同比 (%)    | 5 |
| 图 7  | 分行业工业增加值当月同比 (%)          | 6 |
| 图 8  | 服务业生产指数: 当月同比 (%)         | 6 |
| 图 9  | 就业人员调查失业率 (%)             | 6 |
| 图 10 | 社消零售总额当月同比 (%)            | 7 |
| 图 11 | 历年 3 月社消零售季调环比 (%)        | 7 |
| 图 12 | 商品零售和餐饮收入当月同比 (%)         | 7 |
| 图 13 | 分行业限额以上社零当月同比 (%)         | 7 |
| 图 14 | 居民收支当季同比 (%)              | 8 |
| 图 15 | 历年一季度中国居民消费倾向 (%)         | 8 |
| 图 16 | 地产投资、制造业投资和基建投资当月同比贡献 (%) | 8 |
| 图 17 | 制造业投资与出口相关性较高 (%)         | 9 |
| 图 18 | 新增专项债累计发行进度 (亿元)          | 9 |
| 图 19 | 商品房销售额和销售面积当月同比 (%)       | 9 |
| 图 20 | 新开工和竣工面积当月同比 (%)          | 9 |

## 1. 一季度经济：总量向好，结构分化

从总体来看，一季度经济整体增速高于全年经济目标。2024年一季度GDP实际增速为5.3%，高于全年5%的经济增长目标，也高于去年四季度的年化同比增速4.7%。从季调环比来看，一季度比上年四季度环比增长1.6%，季调环比折年率为6.6%。经济整体呈现加速回暖的趋势。从单月数据来看，3月的生产、消费同比数据均较1-2月有一定回落。

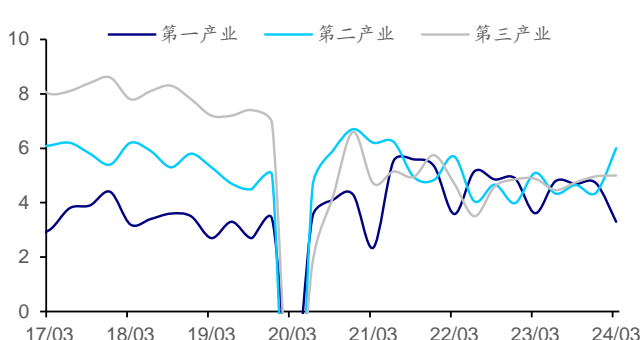
不过经济的结构存在较大的分化。分产业来看，相比去年四季度的年化当季同比增速，一、二、三产业增速一降一升一平，分化较为明显。其中第二产业的同比增速从去年四季度的4.4%回升至6.0%，是经济改善的主要驱动力。

图1 我国GDP当季同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023年为年化平均增速

图2 分产业GDP同比增速 (%)

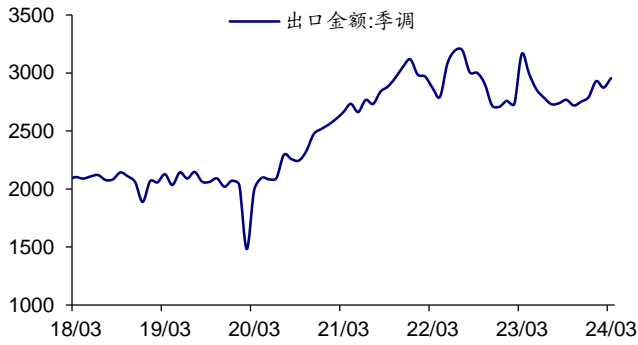


资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023年为年化平均增速

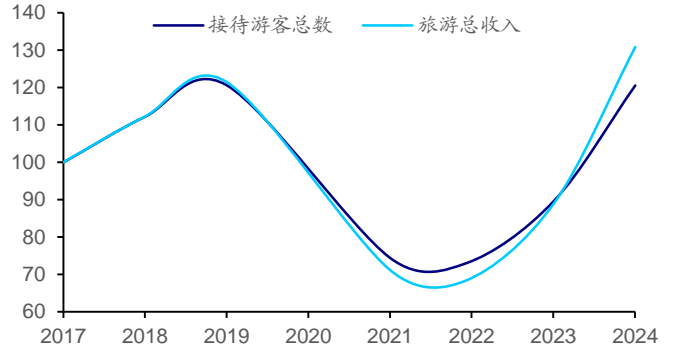
**一季度的经济改善有两条主线。第一条主线：出口驱动的制造业生产、投资回升。**2024年一季度我国出口金额同比增长4.9%，较去年四季度的增速（0.8%）显著加快，出口占全球的份额保持高位，这主要受益于我国出口对象和产品的转型。从区域看东南亚、俄罗斯等区域成为我国出口新的主要去向国，这些经济体对商品的需求量形成我国出口的新增量。从产品看，“新三样”（新能源汽车、锂电池、光伏）的出口份额持续抬升，也对我国出口有明显贡献。出口持续强劲，利好与出口相关性较高的制造业，海外需求保持高增，一方面使得出口型制造业企业的生产保持较高增速，另一方面也提升了出口型制造业企业扩产投资、提高产能的意愿。

**第二条主线：假期经济驱动的服务业生产和消费。**今年节假日的服务消费表现亮眼，春节假期的数据表现亮眼，回升至2019年以上水平，国内游客出游人次、营业性演出场次、观演人数分别较去年同比增长34.3%、52.1%和77.7%。4月的清明假期旅游收入高增，再度印证当前居民在节假日期间的服务消费意愿较高。但值得注意的是，从单月数据可以看出，1-2月受益于春节假期，服务业生产和消费增速较高，但随着假期效应减弱，3月消费边际走低，这反映消费的修复还是需要积极政策的呵护。

**经济中薄弱环节仍然存在，这需要进一步强化宏观政策逆周期和跨周期调节。**一是地产对经济的拖累仍然较大，地产基本面数据显示，当前地产供需两端仍呈现底部震荡的趋势，这使得和地产相关的消费如建材、家具等，以及地产投资增速均处于低位，对整体经济有一定拖累。二是内需尤其是商品消费未见确定性改善，如纺织服装、日用品等增速相对偏低，汽车消费则受补贴和促销政策影响较大，这或是由于居民的当前收入和未来的预期还需进一步修复。

**图3 我国出口绝对值仍在高位(亿美元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

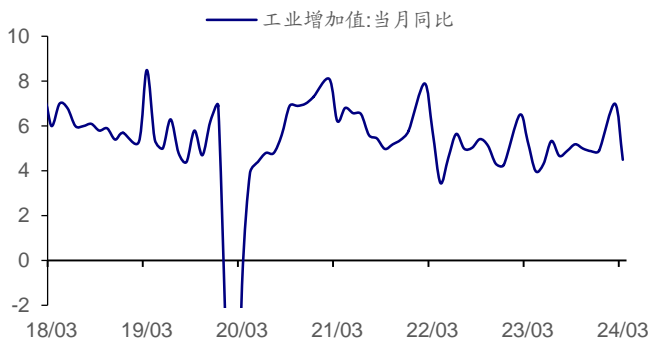
**图4 春节假期旅游消费表现亮眼(2017年=100)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

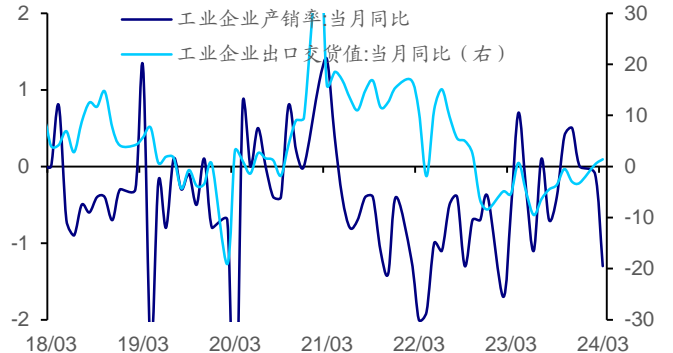
## 2. 生产: 出口驱动

**生产持续修复, 但速度有所放缓。**2024年一季度工业增加值同比增速为6.1%, 高于去年12月的4.6%, 其中1-2月同比增速为7.0%, 3月同比增速回落至4.5%。从季调环比看, 3月工业增加值环比增长-0.08%, 自去年4月份以来首度转负, 也是近十年来首度在3月出现环比负增。当前生产虽持续改善, 但改善速度在3月有所放缓, 这一方面是由于基数的抬升, 另一方面也是由于今年春节假期相对后置, 居民返城较晚, 复工进度较往年偏慢。

**出口强劲, 是驱动生产增长的主要因素。**对比工业企业产销率和出口交货值的同比增速, 可以发现当前生产主要依靠外需驱动。一季度工业企业产销率同比增速为-0.6%, 而出口交货值同比增速为0.8%, 两者之间存在明显分化。而且相较1-2月, 这种分化在3月份更加明显。这说明当前产品的主要需求来自出口, 内需还需要进一步强化。

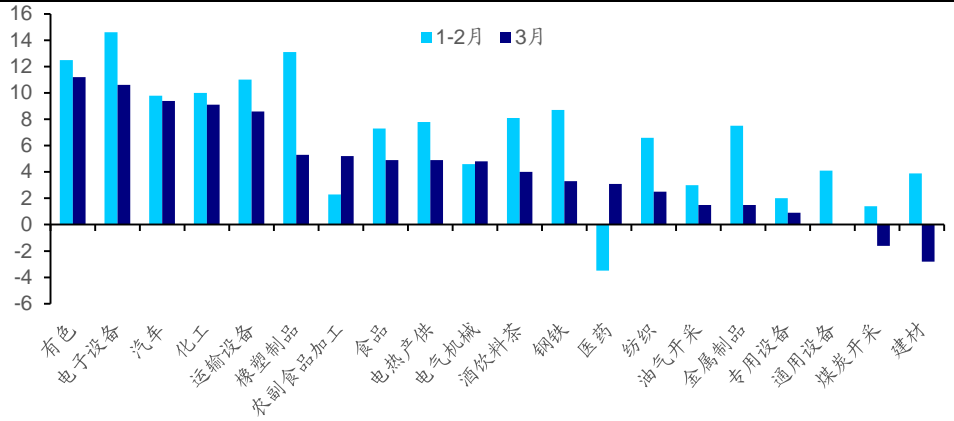
**图5 工业增加值同比(%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所。2021-2023年为年化平均增速

**图6 工业企业产销率和出口交货值:当月同比(%)**


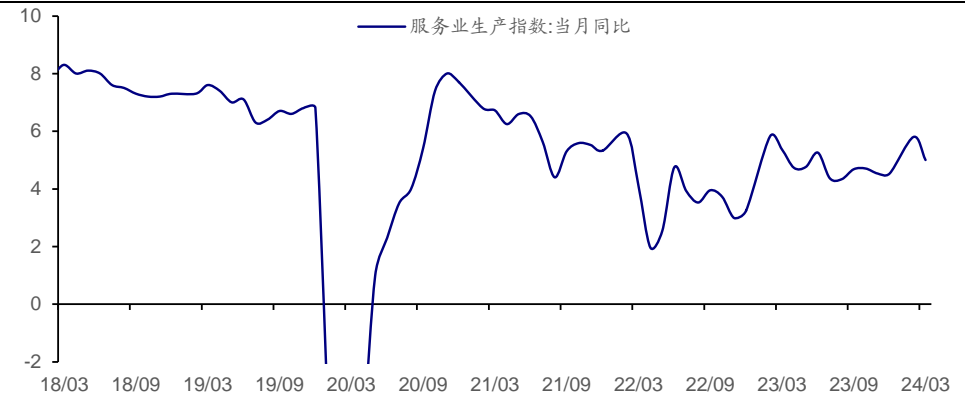
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**具体来看, 受益于出口和国内政策支持的行业表现占优。**从工业增加值看, 有色、电子设备、汽车、化工等行业增速居前, 医药、农副食品行业生产增速抬升较快; 从产量看, 有色、新能源汽车、太阳能电池、集成电路等产量保持同比高增, 且增速还在持续抬升。这些表现亮眼的行业可以分为两类, 第一类是出口占总产出比重较高、出口增速较高的行业, 受益于外需相对旺盛, 这些行业的生产表现较好, 如电子设备、运输设备等。第二类是国内政策支持的行业, 如汽车、新能源、半导体相关的行业和产品表现也较为亮眼。表现较弱的行业主要是受地产影响、需求较弱的建材, 受能源结构调整影响的煤炭开采等。

**图7 分行业工业增加值当月同比 (%)**


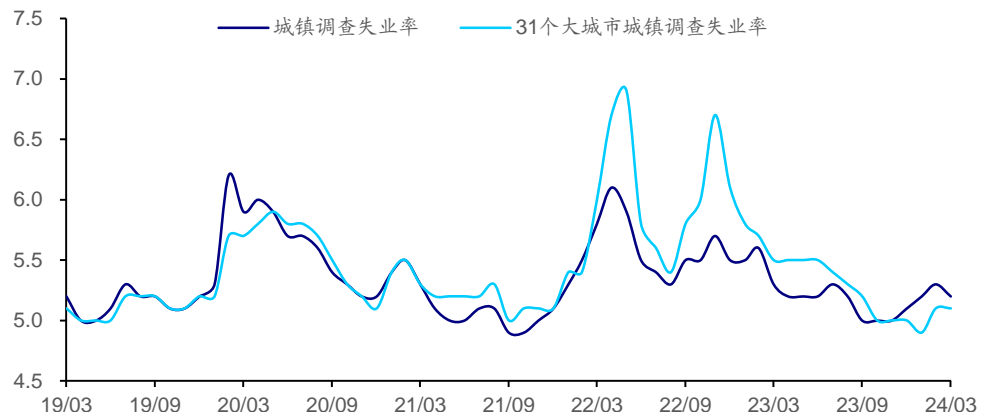
资料来源：Wind，海通证券研究所

**一季度服务业生产主要受益于春节假期。**2024年3月服务业生产指数同比增长5.0%，1-2月累计同比增长5.8%。相较于2023年全年5.1%的四年年化增速，今年一季度整体表现更好，但3月的数据相对偏弱。这主要是由于服务业的热度主要集中于春节假期，节后服务消费有所退热，服务业生产指数也随之回落。值得注意的是，当前服务业生产指数的同比增速，仍较2019年7%左右的水平有一定距离，这说明服务业生产还有进一步修复的空间。

**图8 服务业生产指数：当月同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023年为年化平均增速

**失业率节后小幅下降。**3月城镇调查失业率和31个大城市城镇调查失业率分别为5.2%和5.1%，前者较1-2月下降0.1个百分点，后者与前期持平。春节期间受季节性因素影响，失业率小幅抬升，但在假期结束后，失业率再次下行。

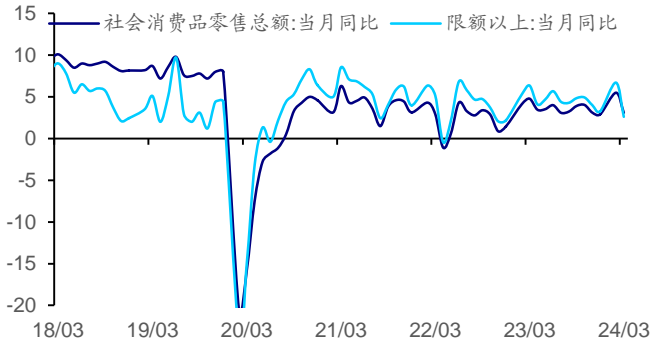
**图9 就业人员调查失业率 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 消费：假期效应消退

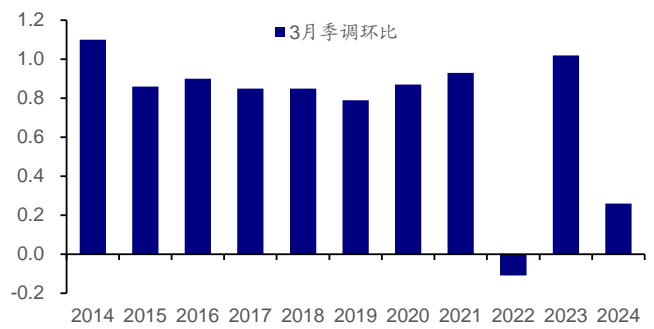
**服务消费回落，带动整体消费增速放缓。**2024年一季度社会消费品零售总额累计同比增长4.7%，高于2023年3.7%的四年年化增速。其中，3月当月同比增速为3.1%，低于1-2月的5.5%。从季调环比来看，3月社零环比增速为0.26%，仅高于2022年同期。根据国家统计局的数据，一季度服务零售额同比增长10.0%，其中1-2月同比增长12.3%。

图10 社消零售总额当月同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023年为年化平均增速

图11 历年3月社消零售季调环比 (%)

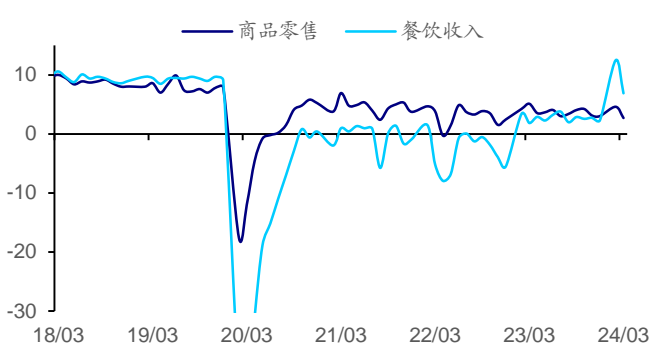


资料来源：Wind，海通证券研究所

**从分项来看，**一季度商品零售和餐饮收入累计同比增速分别为4.0%和10.8%，较2023年的四年年化增速3.8%和2.8%有明显改善，其中餐饮收入改善更加明显。随着春节假期过去，假期效应减弱，3月商品零售和餐饮收入的增速纷纷回落，为2.7%和6.9%。这或反映当前居民选择在节假日集中消费的趋势更为明显，3月由于前期有春节假期，后期有清明假期，居民消费前移或后置，使得当月消费数据表现相对平淡。

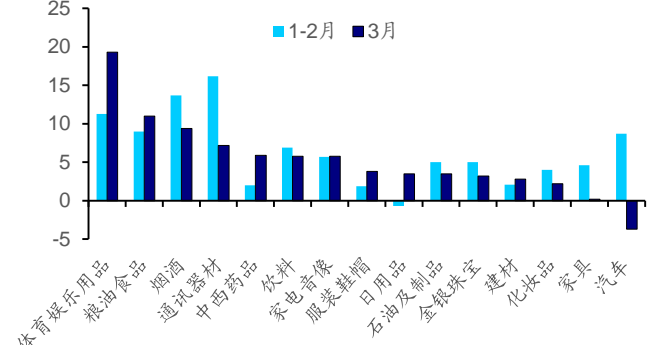
**对比具体行业，服务消费、升级型消费的主线仍占主导。**消费升级类的通讯器材消费保持较高增速，与服务消费相关性高的体育娱乐用品、粮油食品、烟酒、饮料消费也相对较高。中西药品消费增速回升，则主要是由于季节转换、呼吸道疾病多发，带来需求增加。汽车消费表现较为平淡，或是由于居民预期未来会有更多补贴、促销政策落地，短期购买相对谨慎。

图12 商品零售和餐饮收入当月同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所。2021-2023年为年化平均增速

图13 分行业限额以上社零当月同比 (%)

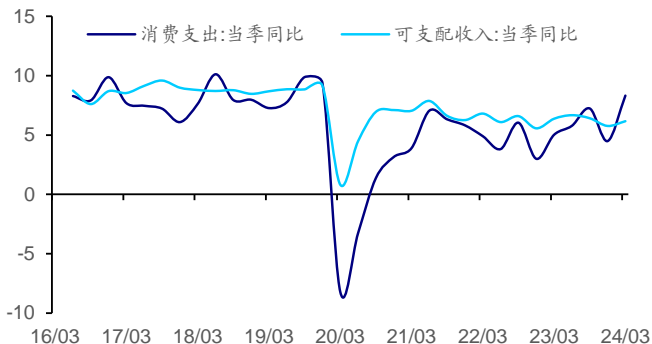


资料来源：Wind，海通证券研究所

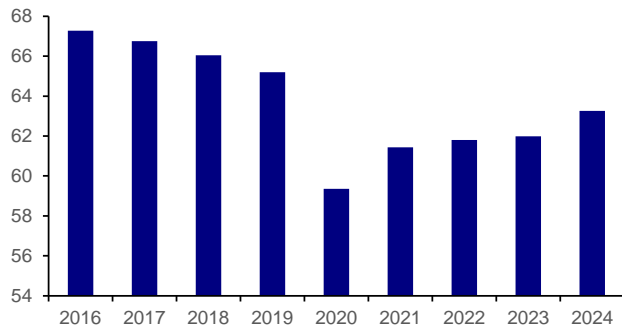
**居民收支增速均改善，假期效应下消费倾向较高。**2024年一季度我国居民人均可支配收入和人均消费支出的实际增速分别为6.2%和8.3%，高于2023年全年的年化增速4.8%和4.1%，这反映随着经济恢复正常运行，居民的收入和支出也在加速修复。从居民消费倾向来看，今年一季度居民消费占可支配收入的比重为63.3%，为2020年以来的最高值，但较2019年及之前的水平仍有一定差距，这或是由于当前居民预期还有



待修复，才能进一步提升他们的消费意愿。值得注意的是，2020年以来，仅有今年一季度和2023年三季度出现支出增速高于收入增速的情况，这主要是由于消费集中在长假（如十一、春节）释放，这反映居民的消费意愿提升或更多是短期假期效应的影响，而非趋势性的改善。

**图14 居民收支当季同比 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

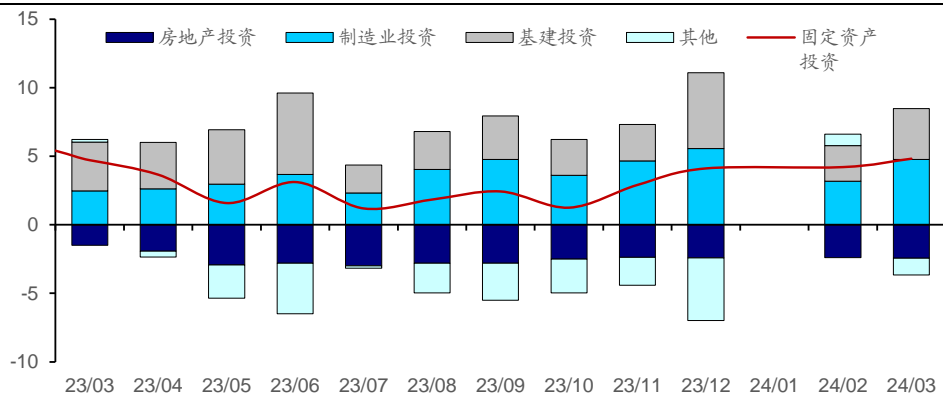
**图15 历年一季度中国居民消费倾向 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 投资：分化加剧

**投资继续改善。**一季度固定资产投资完成额累计同比增速为4.5%，高于去年全年的四年年化增速4.0%。其中3月固定资产投资完成额当月同比增速为4.8%，高于1-2月的4.2%。从季调环比看，3月环比增速为0.14%，略低于历年同期平均水平。

**投资中制造业和基建投资持续改善，地产跌幅仍在扩大。**一季度地产、制造业和广义基建投资的累计同比增速分别为-9.5%、9.9%和8.8%，与2023年全年的年化增速相比，地产投资跌幅进一步扩大，制造业和基建投资均有明显改善。看单月数据，制造业投资的3月同比增速较1-2月进一步抬升至10.3%，但基建投资和地产投资则均有小幅回落，地产投资跌幅扩大至10%以上。

**图16 地产投资、制造业投资和基建投资当月同比贡献 (%)**


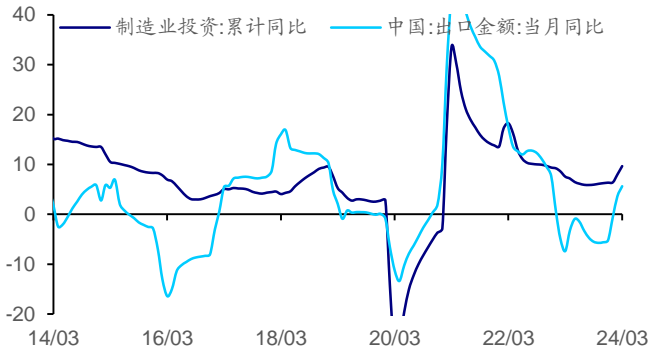
资料来源：Wind，海通证券研究所

**制造业投资的强劲，是由于外需和政策的双重驱动。**一方面，根据历史数据，我国制造业投资与出口增速之间有较强的相关性，这是由于出口增长会带动制造业企业增加生产能力的投资，使企业更愿意购买新设备、扩大生产规模，从而推动制造业投资增长。另一方面，今年3月国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，提出要“实施设备更新……四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升”，这将提升企业更新改造旧有设备的意愿。根据经济参考报援引国家信息中心大数据发展部的数据显示，3月制造业投资热度指数增速超四成，其中与设备更新、改造、升级相关的热度同比增长65.5%。



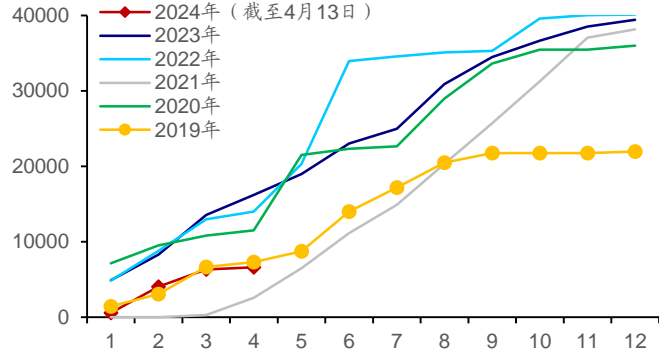
基建投资增速边际放缓，则是受今年资金到位进度较慢、开工建设进度较缓影响。今年1-3月新增专项债累计发行额为6341亿元，与2019年相近，但低于除2021年的其他年份，这反映今年专项债额度或更多留到后期发放，为后续政策预留空间。从挖掘机开工小时数、石油沥青装置开工率等反映基建建设进度的高频指标来看，今年3月同比跌幅均大于10%，相比历年同期处于偏低水平，这或反映今年项目建设进度也相对偏慢，使得整体基建投资增速放缓。

图17 制造业投资与出口相关性较高 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

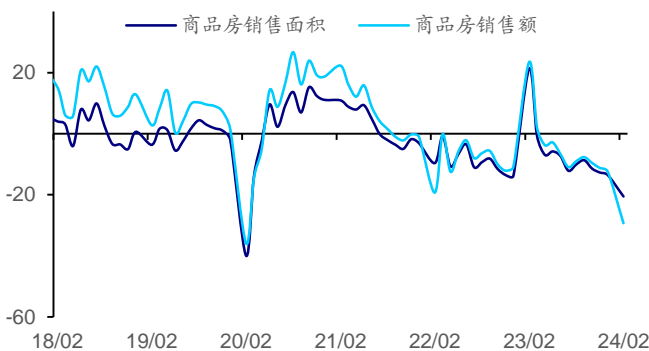
图18 新增专项债累计发行进度 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。横坐标为月数

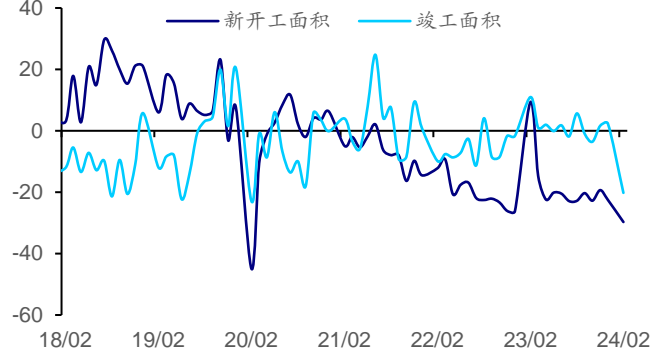
从基本面来看，地产需求端边际改善，但幅度较小。需求端，今年一季度商品房销售面积和销售额的累计同比增速分别为-19.4%和-27.6%，跌幅较去年全年进一步扩大。不过单月数据有小幅改善，3月商品房销售面积和销售额当月同比增速分别为-18.3%和-25.9%，跌幅均较1-2月有所收窄。生产端，一季度新开工、施工、竣工面积的累计增速分别为-11.1%、-27.8%和-20.7%，也均弱于2023年全年水平。其中看单月数据，3月新开工面积的当月跌幅小幅收窄，但施工、竣工面积跌幅还在进一步扩大。这反映当前地产市场仍未出现较为明显的改善，对经济的拖累或还将持续一段时间。

图19 商品房销售额和销售面积当月同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。2021年之后为年化平均增速

图20 新开工和竣工面积当月同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所。2021年之后为年化平均增速

**风险提示:** 外需超预期回落，稳增长政策不及预期。

## 信息披露

### 分析师声明

荀玉根 首席经济学家  
梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。