

转型期阵痛凸显 - 3 月中国经济数据解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2024 年 04 月 17 日

★3 月经济数据解读:

1、2024 年一季度中国实际 GDP 增速 5.3%，超出市场预期，比去年四季度增速高 0.1%。季调环比增速达到 1.6%，持平季节性，一季度实际增长不低。但问题在于，价格因素依旧低迷，造成名义 GDP 增速仅为 4.18%，比去年四季度仅扩大 0.02%，名义 GDP 弹性弱于实际 GDP，这将使得企业与居民部门资产负债表修复承压态势延续，微观和宏观体感之差仍较大。

2、从边际看，3 月份经济修复力度不强。一方面，工业生产端环比下降 0.08%，为近十年来 3 月首次负增长。内需低迷，工业产能利用率创下疫情来次低。另一方面，社零与固投环比增速季节性偏低，地产投资增速再次下行，严重拖累修复节奏。

3、一季度经济修复态势体现出鲜明的政策结构性发力特征，前三个月新增专项债累计进度只完成全年的 16.3%，远不如近五年平均值。这是债务驱动的经济增长模式向高质量发展理念转变的必然结果。高技术产业对价格的拉动不如传统地产基建。

★投资建议

近期 A 股市场对于宏观数据有所脱敏，对于资本市场制度建设方面的交易有所升温。从整体看，一季度经济修复偏强，从边际看，3 月份又有所转弱，因此市场定价将更加复杂。我们认为从一季度经济数据和新国九条综合来看，政策对于价值、分红、可持续、高质量的诉求要高于对简单的边际增长的诉求。所以我们认为后续看，大盘蓝筹股指上行动能依旧有待释放。二季度有望进入年内名义 GDP 修复最快的一个阶段，因此我们认为微观主体的改善也有望加速，从这个意义上，近期股指回调不改震荡中枢将上移这一趋势。

★风险提示:

中国经济修复不及预期，美国降息预期波动，海外地缘政治风险。

王培丞

高级分析师（股指）

从业资格号: F03093911

投资咨询号: Z0017305

Tel: 8621-63325888

Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码，微信关注“东证繁微”小程序

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

4月16日，国家统计局发布了2024年一季度及3月经济数据，对此我们做如下解读。

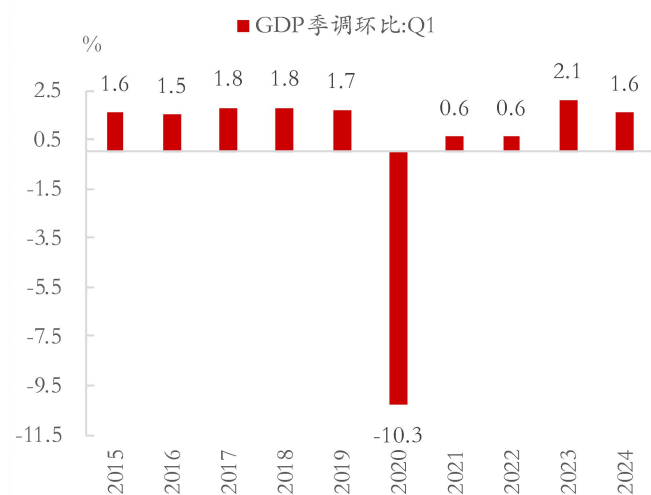
注：由于2023年数据存在由基数扰动造成的波动，故本文同比数据中，2023年数据为以2021年为基数的两年平均值，2024年数据则不做调整。

1、一季度实际增长不低，但名义GDP弹性偏弱

2024年一季度中国实际GDP增速5.3%，超出市场预期，比去年四季度增速高0.1%。季调环比增速达到1.6%，持平季节性，一季度实际增长不低。

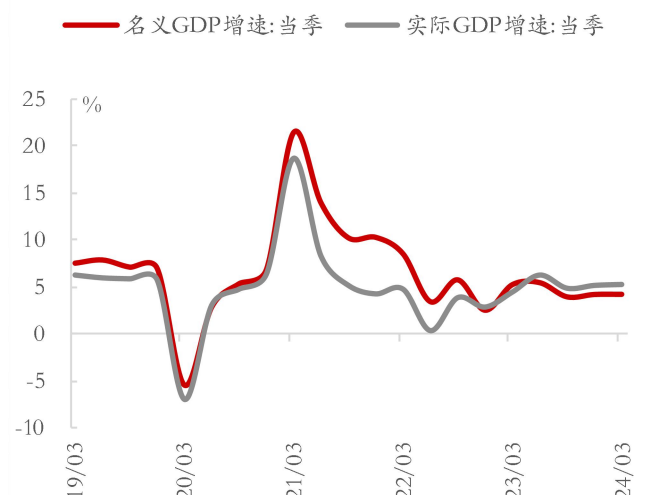
但问题在于，价格因素依旧低迷，造成名义GDP增速仅为4.18%，比去年四季度仅扩大0.02%，名义GDP弹性弱于实际GDP，这将使得企业与居民部门资产负债表修复承压态势延续，微观和宏观体感之差仍较大。

图表 1：一季度GDP环比增长不弱



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：一季度名义GDP和实际GDP差距并未弥合



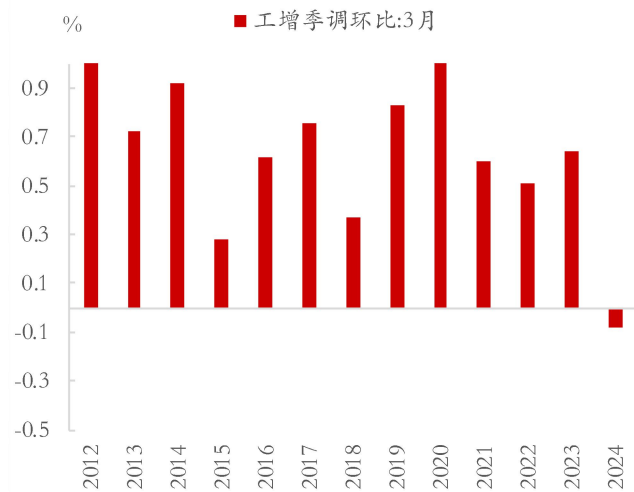
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2、3月增长边际放缓

边际来看，一季度GDP主要靠前两月支撑，3月份经济修复力度偏弱。

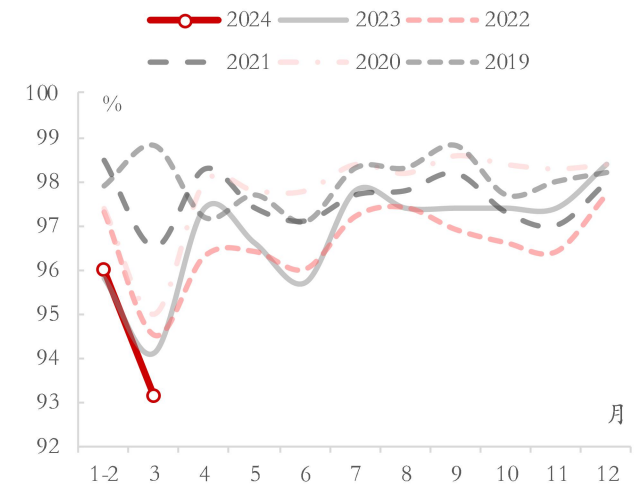
一方面，工业增加值环比增速录得-0.08%，为历史首次在3月出现负增长。从海关总署公布的3月出口数据看，外需不弱，3月出口依然保持韧性，统计局披露的工业品出口交货值录得1.4%，较前值扩大1个百分点。因此三月工业生产低迷的原因在于内需较弱，基建黑色链条以及终端消费链产出明显下降，同时工业品周转速度大幅减慢，3月工业产销率仅录得93.1%，为历史同期最低。一季度工业产能利用率下行至73.6%，打破2023年的上行趋势，为新冠疫情以来次低。

图表 3：3 月工增环比为历史首次负增长



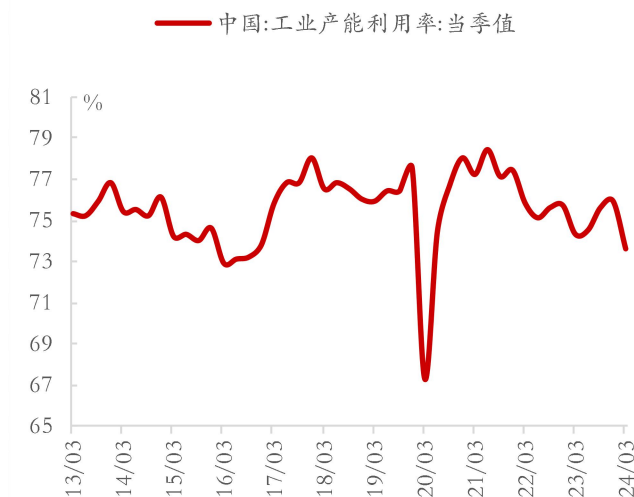
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：3 月工业产销率创历史最低



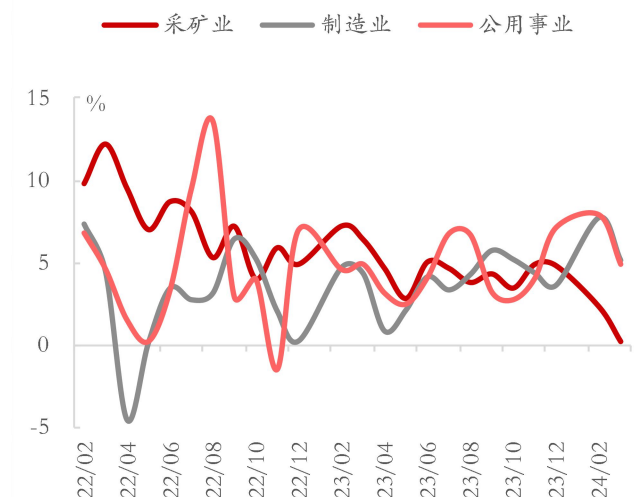
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：工业产能利用率降至疫情以来次低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：结构上看工业生产全面下滑



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

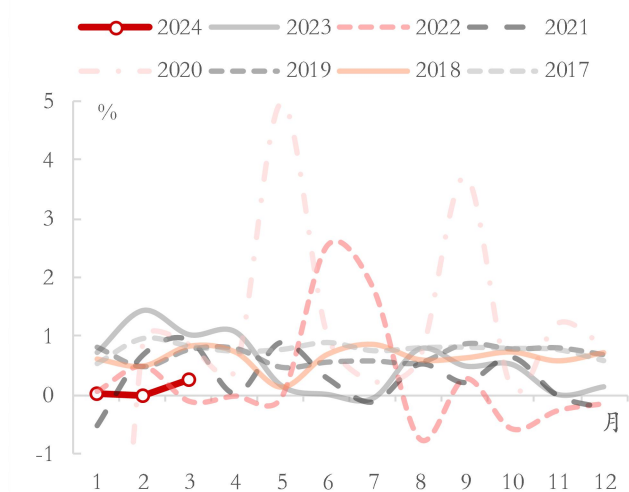
另一方面，从需求端看，3 月社零环比 0.26%较前值上行 0.16%、固投环比 0.14%较前值回落 0.48%，二者均处在季节性偏低的水平，反映出国内需求改善幅度较小。

社零方面，3 月同比增速 3.1%，较 2 月回落 2.4 个百分点。3 月份进入旅游出行淡季，因此服务消费有所回落，餐饮增速录得 6.9%，较 2 月份回落 5.6 个百分点，而商品零售增速录得 2.7%，较 2 月回落 1.9 个百分点，降幅好于餐饮。一季度累计，商品零售增速 4%，服务零售增速 10%，服务好于商品零售的态势延续，但二者缺口有所减小。

固定资产投资方面，3 月同比增速 4.8%，较 2 月扩大 0.6 个百分点。3 月份制造业、基建、

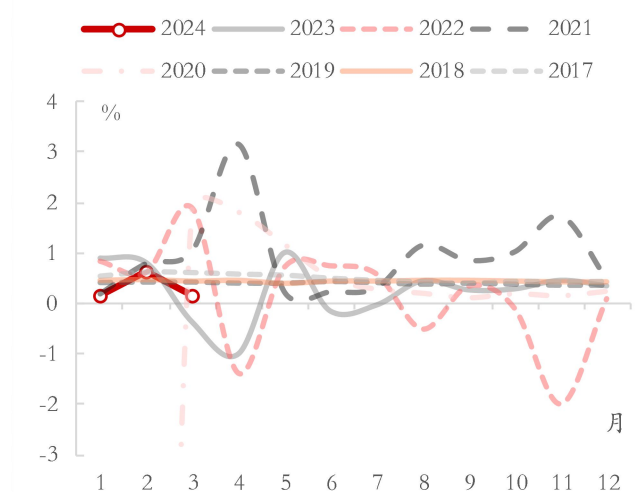
房地产投资增速分别为 10.3%、8.8%、-10.1%，分别较 2 月扩大 0.9%、-0.16%、-1.1%。制造业和基建投资平稳，而房地产对固定资产投资的拖累有所加大。从类型看，国有投资和民间投资单月同比增速分别为 8.3%、0.6%，二者均较前值有所扩大，但国有投资修复力度依旧强于民间投资。值得一提的是，统计局公布的剔除房地产之后的民间投资 1-3 月累计 7.7%，较前 2 月累计 7.6% 的增速有所扩大，民间投资活力有所加强。

图表 7：社零环比增速季节性



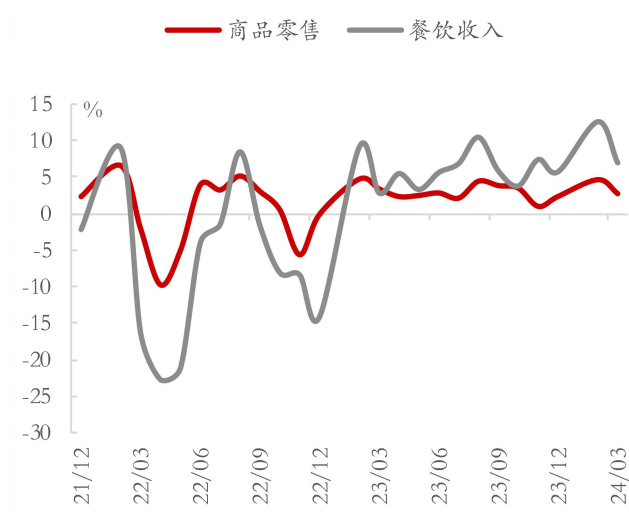
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：固投环比增速季节性



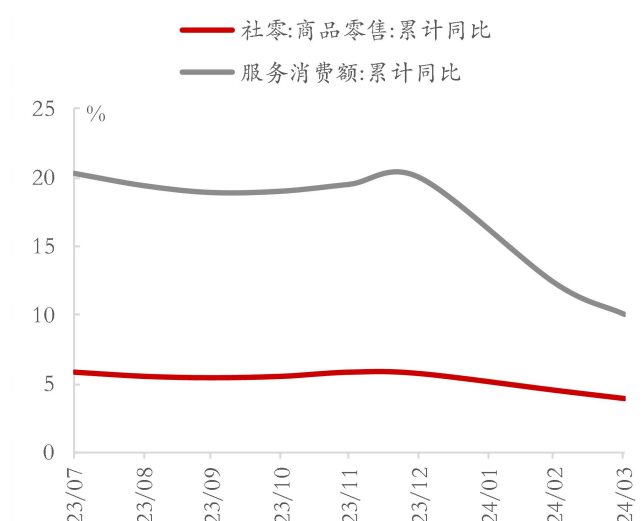
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：3 月餐饮收入降幅高于商品零售



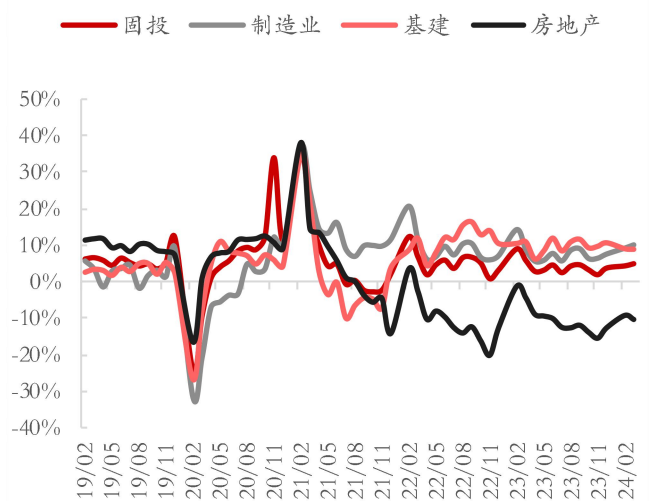
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10：商品消费与服务消费增速差有所减小



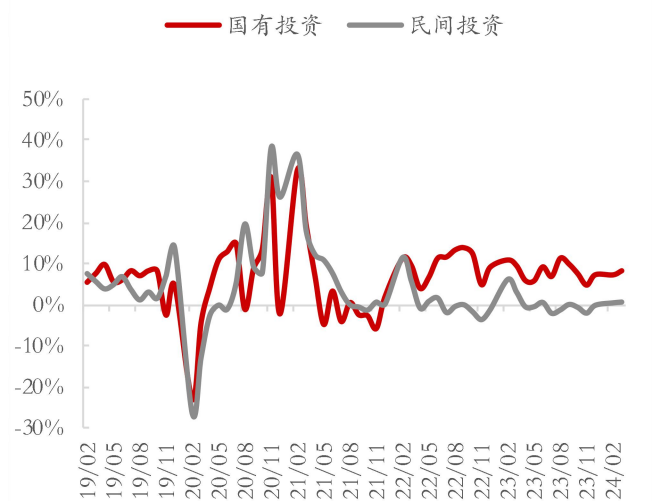
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11: 固定资产投资当月增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 国有与民间投资当月同比增速

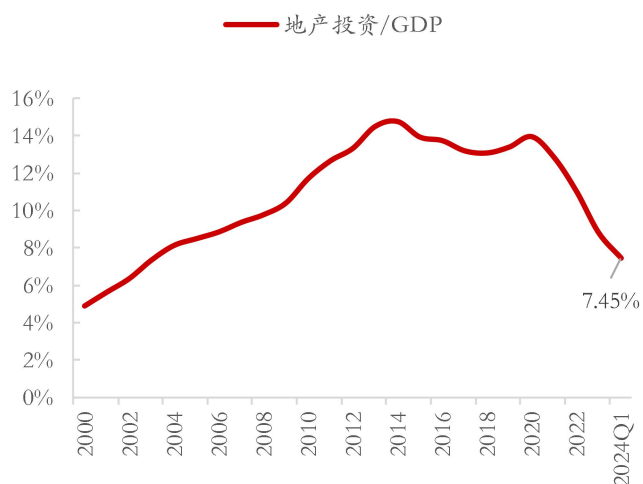


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

3、房地产拖累依旧明显

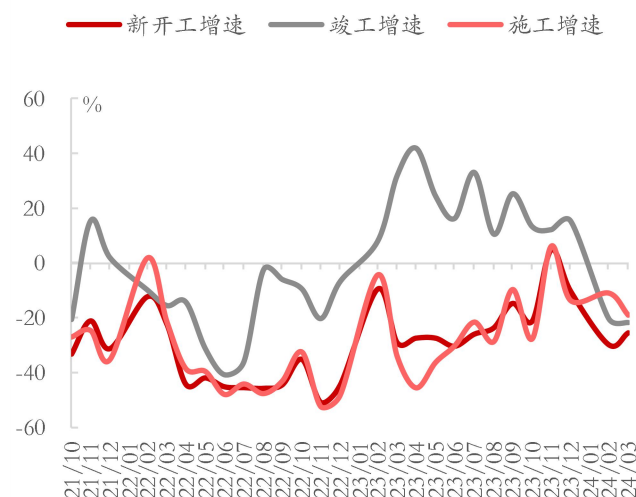
房地产依旧乏善可陈。3月房地产开发投资增速-10.1%，重回两位数负增长区间，包括土地购置费的地产投资在GDP中的占比进一步下降至7.45%。投资端来看，3月新开工、竣工、施工当月增速分别为-25.4%、-21.7%、-19.1%，新开工有小幅修复，而施工却明显下行，新开工与施工的背离或指向停工面积有所增加。资金端来看，房企到位资金来源同比-29%，白名单制度落地带动信贷微幅修复，但房价加速下行造成销售回款依旧乏力。

图表 13: 地产投资在GDP中的占比进一步下降



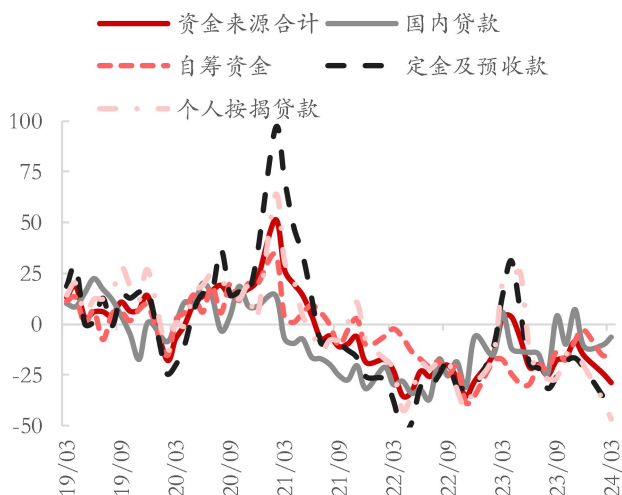
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 3月新开工与施工有所背离



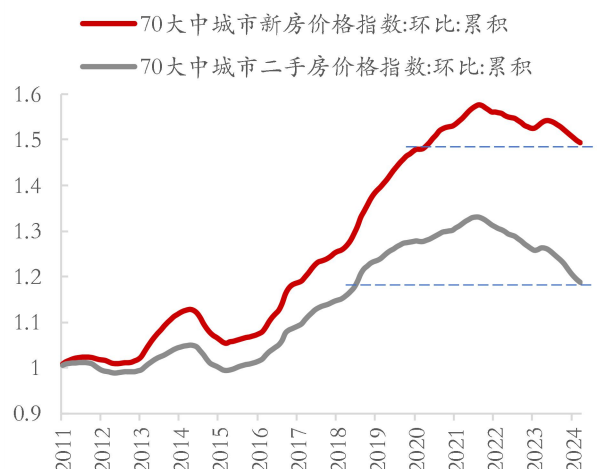
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 房企资金来源中贷款修复销售仍弱



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 70 大中城市一二手房价格持续下降

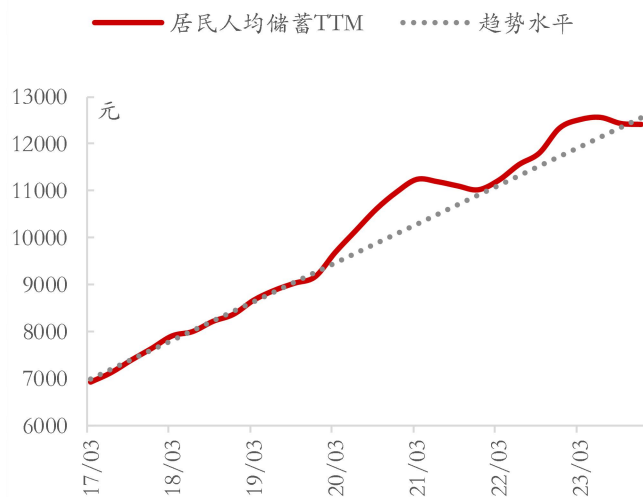


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

4、居民储蓄转化为消费仍在持续

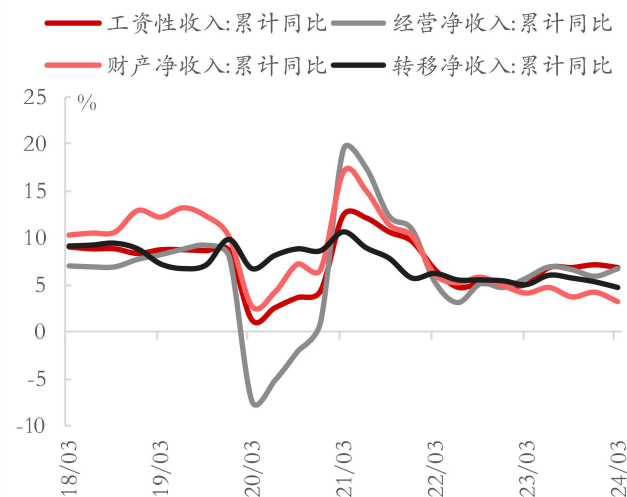
一季度居民们可支配收入名义增速 6.2%，消费支出名义增速 8.3%，延续了 2023 年以来的消费支出增速高于收入增速的态势。今年一季度旅游出行等多种服务消费持续火爆，4 月清明假期人均旅游支出已经超过 2019 年同期水平，从 2023 年趋势来看，消费火爆的原因在于超额储蓄释放完毕之后的储蓄向消费转化。但未来消费持续性如何仍有待观察，从收入结构上看，一季度仅经营性收入增速上行，占比较大的工资性收入边际回落。

图表 17: 居民部门储蓄有所释放



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 18: 居民部门收入结构

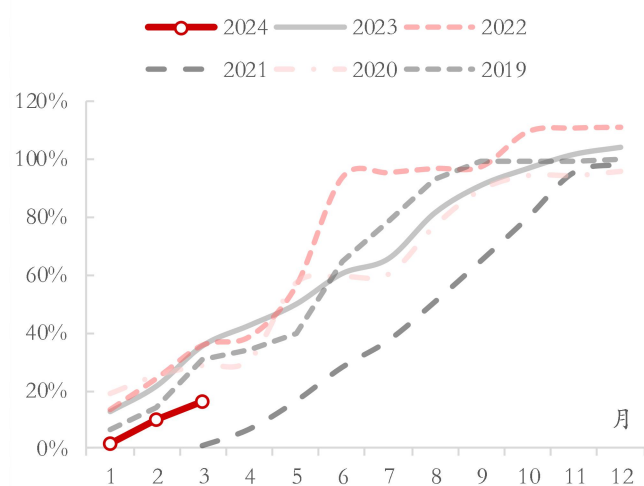


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

5、理解转型期阵痛

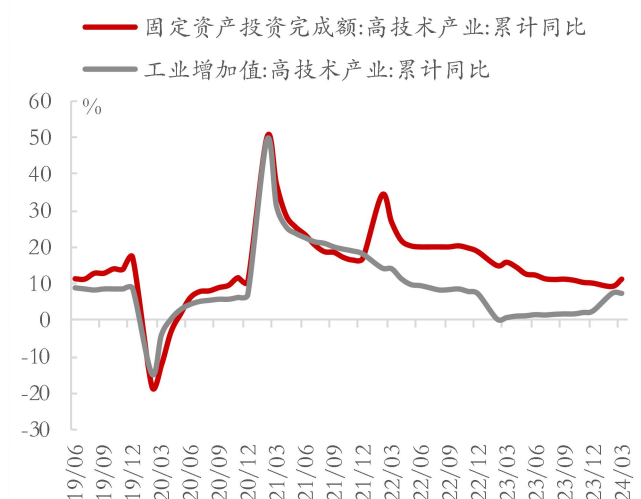
从一季度经济来看，存在的主要问题在于总需求不足之下，政策端保有定力，从专项债来看，前三个月新增专项债累计进度只完成全年的 16.3%，远不如近五年平均值。这是债务驱动的经济增长模式向高质量发展理念转变的必然结果。所以我们看到，基建地产链条上的钢铁煤炭行业 PPI 持续低迷、采矿业增加值增速 3 月份仅为 0.2%，严重拖累了工业整体。政策的重心在于依托制造业转型升级推动新质生产力的发展。一季度高技术产业投资增速累计 11.4%，产出增速 7.6%，均显著超过制造业整体，且相较于去年四季度有明显抬升。但问题在于高科技产业链条相较于传统的地产基建链偏短，对价格的拉动有限，造成了当前经济“名弱实不弱”的局面。这也就是国家统计局在新闻发布会上提到的“中国仍处于结构调整转型升级的阶段，一些企业要进行转型升级，所以大家要承受转型的一些阵痛”。

图表 19：前三月专项债发行进度偏慢



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 20：高技术产业投入和产出均明显抬升



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

6、投资建议

近期 A 股市场对于宏观数据有所脱敏，对于资本市场制度建设方面的交易有所升温。从整体看，一季度经济修复偏强，从边际看，3 月份又有所转弱，因此市场定价将更加复杂。我们认为从一季度经济数据和新国九条综合来看，政策对于价值、分红、可持续、高质量的诉求要高于对简单的边际增长的诉求。所以我们认为后续看，大盘蓝筹股指上行动能依旧有待释放。二季度有望进入年内名义 GDP 修复最快的一个阶段，因此我们认为微观主体的改善也有望加速，从这个意义上，近期股指回调不改震荡中枢将上移这一趋势。

7、风险提示

中国经济修复不及预期，美国降息预期波动，海外地缘政治风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

| 走势评级 | 短期（1-3 个月） | 中期（3-6 个月） | 长期（6-12 个月） |
|------|------------|------------|-------------|
| 强烈看涨 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 | 上涨 15%以上 |
| 看涨 | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% | 上涨 5-15% |
| 震荡 | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% | 振幅-5%-+5% |
| 看跌 | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% | 下跌 5-15% |
| 强烈看跌 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 | 下跌 15%以上 |

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com