

一季度经济总量增长超预期，价格风险仍存

联合资信 研究中心

从季度整体角度来看，一季度 GDP 同比增长 5.3% 超出市场预期，符合全年经济增长目标。在一季度总量数据的支撑下，未来两个季度经济将延续恢复态势，全年增长目标可以实现。一季度 CPI 同比持平，较全年 3.0% 的价格目标还存在差距。受春节和去年基数效应影响，经济数据在一季度内出现了一定程度的波动，3 月若干经济数据较 2 月有所回落，例如工业增加值、社零、出口增速。这一现象不应被解读为经济动能的边际全面回落，更多是经济结构性调整过程中的阵痛以及国外金融环境的波动带来的。

数据边际变化信息具有相当的不确定性。对于接下来一段时间的经济走势，其中与投资增速有关的指标具有相当确定性，但是价格水平、房地产销售等部分数据具有不确定性，这让总体经济的量、价数据展现出了短期波动的特点。这也为解读接下来的宏观调控政策带来了一定的不确定性。

一、经济总量增长超预期，制造业投资是主要拉动项

我们在前期研究报告《如何实现 2024 年 5% 经济增长目标》中，通过支出法对全年的经济增长状态进行了测算。其中，我们认为在积极宏观政策开年定基调，促消费、扩投资的共同作用下，一季度经济增长具备呈现较好开局的必备条件。从实际一季度整体经济数据来看，在设备更新改造及消费品以旧换新的政策推动下，总量增长超预期，其中工业增加值、服务业增加值都对经济增长起到重要拉动作用。餐饮消费、制造业投资、基建投资增速都维持在了较高水平上，并且展现出了一定可持续性，这对提振后续的经济增长信心具有重大意义。报告中给出的中性预期组合是（社零同比增长 6%，净出口同比增长 7%，固定资产投资同比增长 3.9%），一季度经济增长实现的组合是（社零同比增长 4.7%，货物贸易净出口总值同比增长 4.8%，固定资产投资同比增长 4.5%）。其中，价格因素一季度 CPI 同比持平，PPI 同比下降 2.7%，价格因素较 2023 年维持稳定。实际发展向报告测算图表中性情况的左上角移动，投资在稳增长中起到了更加重要的作用。

表：关于社零、固定资产投资总额、货物净出口同比增速情况的分析

净出口 社零	4	5	6	7	8	9
2	8.26	8.25	8.25	8.24	8.24	8.23
3	7.20	7.19	7.19	7.18	7.18	7.17
4	6.14	6.13	6.13	6.12	6.12	6.11
5	4.98	4.97	4.97	4.96	4.96	4.95
6	3.92	3.91	3.91	3.9	3.9	3.89
7	2.86	2.85	2.85	2.84	2.84	2.83

注：表中第一行代表货物净出口增速可能情况，第一列是社零增速的可能情况。为了实现 2024 年 5% 经济增长目标，根据上文计算的替代关系，得到单元格内的固定资产投资增速情况。以右下角的单元格为例，它代表当社零同比增速达到 7%，固定资产投资同比增速达到 2.83%，货物净出口同比增速达到 9%，就可以实现 2024 年 5% 经济增长目标。

数据来源：联合资信整理

具体来说，制造业投资是主要支撑力量。参考报告中关于 2024 年固定资产投资同比增速的测算，要延续一季度固定资产投资同比增长 4.5% 的水平还存在一定的资金缺口，但是制造业投资同比增长 9.9%，较 2023 年提高了 3.4 个百分点，有力对冲了房地产投资增速降幅的扩大。参考社融数据，一季度政府债券共发行 1.57 万亿元，同比下降 25%，体现了 2023 年四季度增发一万亿特别国债在支持灾后重建中的重要作用。信贷平衡投放，叠加政府债券发行没有集中在一季度，为后续经济调控预留了充足资金空间，实际资金缺口可能小于报告中的测算水平。不过，3 月房地产投资累计同比降幅扩大至 9.5%，已经与 2023 年几乎持平，房地产开发企业本年到位资金累计同比降幅扩大至 26.0%，尽管房地产销售面积和销售额降幅收窄，但较 2023 年同期水平仍存在重大差距。国家统计局公布的 70 个大中城市的二手房价格环比、同比呈下降趋势。从房地产投资的量减、价减的整体市场环境下，后续还需放宽房地产相关调控政策，支持房地产“保交楼”延续恢复态势，积极构建房地产发展新模式。

进出口方面将延续弱恢复态势，以美元计价全年正增长是大概率事件。由于 2023 年 3 月港口集中交付，造成基数效应较大，体现为 2024 年 3 月出口增速同比下降较大。但进入 2024 年以来，美国、欧元区 PMI 进入上升区间，韩国、日本出口快速增长，IMF 在最新的世界经济展望中调高了世界经济 2024 年预期，这些情况都预示着 2024 年我国进出口的总体环境是比较好的，需求侧比较充足。在美国服务消费拉动其经济超预期增长的同时，其商品零售也处于积极补库存的阶段。并且从长期来看，尽管现阶段美联储将维持限制性利率水平在一个较长时间范围内，其降息预期后延越来越多，但利率处于一个历史性高位，后续加息的概率很小。因

此，长期看一个企业补库存周期是比较明确的。这也是推动市场各方提高世界经济增长预期的关键所在。

消费端整体仍显疲软。根据统计局数据，汽车消费 3 月同比增速已转为同比下降 3.7%。最新的乘联会数据显示，4 月 1 日至 14 日，零售汽车同比下降 11%。4 月 1 日至 14 日，乘用车批发同比增长 13%，零售和批发增速之间出现了分离，或许体现了汽车零售商的补库存行为，这对后续汽车零售增速应该有所支撑。不过服务消费仍然有部分项目保持了两位数同比增速水平，例如 3 月粮油、食品类同比增长 11.0%，体育、娱乐用品类同比增长 19.3%。耐用品消费增速下降较快，或与商品持续降价的短期冲击存在一定关系，这在一定程度上体现了新能源汽车行业技术进步带来的创造性破坏。对于汽车消费增速的长期判断，还是要等未来数据的披露，现在还不能给出汽车消费历史见顶的判断。乘联会数据显示，4 月 1 日至 14 日新能源车销售同比增长 32%，依然保持较快速度。

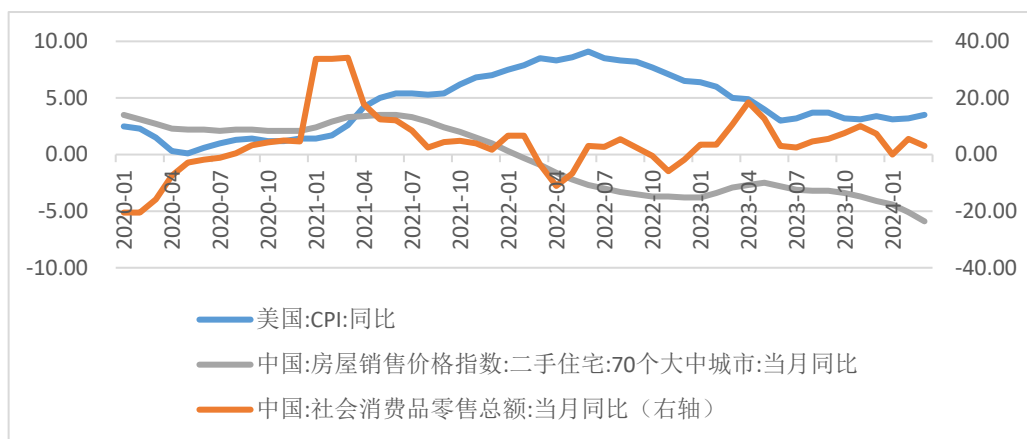
二、宏观政策将保持宽松，价格风险犹存

宏观政策将延续宽松态势。国家发改委表示，将加快制定 2024 年发行 1 万亿特别国债的实施方案，支持国家设备更新和以旧换新行动方案，支持国家重大战略。央行一季度货币政策委员会会议公告显示，二季度货币政策将“加大已出台货币政策执行力度”，预计二季度货币政策的重点在于结构性货币政策工具，或新增结构性货币政策工具额度，支持经济增长。在经济总量增长符合预期的背景下，总体价格预期的掣肘因素在于房地产行业的债务因素向房地产价格的传导。如何在保障房地产行业健康发展同时，不引发道德风险是货币政策面临的难题。考虑到一季度制造业投资同比增长 9.9%，基建投资同比增长 6.5%，总体利率水平并没有对投资增速体现出限制性，货币总环境是呈现宽松状态的。在维持短期利率稳定的情况下，利率市场化报价机制很好降低了长端利率。对于二季度至第三季度的降准、降息预期，货币政策更主要的任务或是配合国债的集中大规模发行，维持流动性合理充裕，保持利率期限结构的稳定。

近期，中美外交、经济交流频繁。受美国大选影响，今年中美双方在大方向上将保持稳定，再次爆发贸易摩擦的可能性很小。对于双方热议的所谓“产能过剩”问题，中国相关部门在多个不同场合已经做出回应，现在来看这一因素还不对未来一至二个季度的经济增长构成扰动。目前，最新的 3 月美国 CPI 同比增长 3.5%，二年期国债收益率水平再次向上试探 5.0% 的关键位置。在这样的利率环境下，美国国债无法再承受大规模的抛售压力，所谓的“产能过剩”或许和国际资本流动谈判存在一定的关系。从这个角度来看，未来一至二个季度中美经济充分沟通交流，

有利于整体全球金融环境的稳定。

中国二手房交易价格和美国通胀水平是我们判断经济形势的“北斗星”。预测未来一至两个季度的经济走势，当总量方面风险降低的时候，关键是价格因素的走势风险是什么样子的。中国 70 个大中城市二手房价格与美国通胀走势，一个指标是中国房地产供需关系和短期经济增长信心的直观体现，一个是世界金融环境的重要指标。这两个指标就是我们的北斗星体系，在数据的指引下观测经济的进展。美国 CPI 决定了美联储利率走势，进而决定了全球金融环境的松紧程度，并且通过美元指数向全球传导。鉴于目前人民币对美元的贬值水平，美元指数大幅波动将影响国内的金融资产价格稳定。国内二手房价格走势是居民财富水平的重要参考指标之一。当房地产相关债务风险爆发时，会对二手房价格带来扰动。房地产和金融资产是内需财富的两个主要参考因素，当上述两个指标的差距处于收缩周期时，内需面临的收缩压力就比较小；当差距处于扩张阶段时，我国整体的价格环境是比较差的。“北斗星”数据是高频、月度的，为掌握经济走势提供了更加及时的参考体系。下图中，将这两个主要的指标放在了一起，该图中还标注了中国社零同比增速走势。社零同比增速是内需的重要代表指标，图中社零同比走势与北斗星体系中两个指标的差距走势是相关的。差距缩小时，社零同比增速走高，反之亦然。从下图中两者之间的走势来看，其差距有走扩的趋势，预示着接下来一段时间价格风险的挑战依然存在，后续可能有更加积极的调控政策出现。



数据来源：Wind、联合资信整理

图：主要的经济参考指标