

宏观

证券研究报告

2024年03月05日

年初经济怎么看

按照生产法，我们估算 1-2 月（涵盖了整个春节）月度 GDP 同比增速或在 4.2%左右，第二产业表现略弱，第三产业表现略强。

考虑到 2023 年 4 季度国内 GDP 两年复合同比增速 4%，今年年初经济大致延续了去年年末的格局，翻过年，经济没有变得更好，也没有变得更差。

4.2%左右的 GDP 增速相比于今年 5%左右 的政策目标还有一定的距离，两会之后，市场可以期待政策的实际发力力度。

风险提示：经济数据表现超预期，高频数据与实际月度数据存在背离，模型误差

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 3 月第 1 周》
2024-03-04
- 《宏观报告：宏观-2024 金价还能不能再创新高?》
2024-02-29
- 《宏观报告：宏观-面对变局的 ESG 投资新路向》
2024-02-29

在 1-2 月的经济数据空窗期,我们可以基于高频数据对当下的经济格局有一个大致的了解。

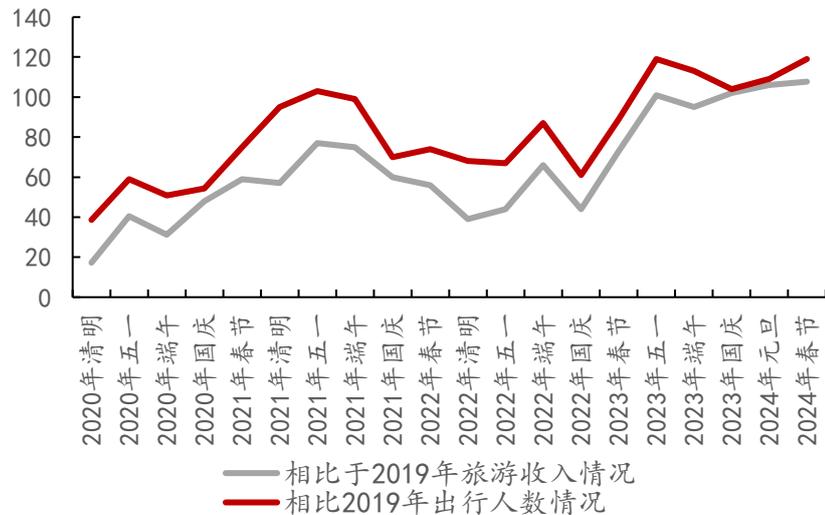
每年 1-2 月最重要的事情莫过于春节。春节的影响主要集中在两方面:一是春节消费;二是节后返工。前者验证消费,后者影响生产。

春节假期消费数据最大的特点是——出行人数高但人均消费低。

跨区域人口流动数据高主要是由于统计口径变化,2024 年春节,交通运输部将普通国道省道的小客车人员出行纳入到了跨区人口流动口径之中¹,这使得人口流动数据对比往年会偏高。

换个视角来看,春节期间假期出行人数为 4.74 亿人次,同比 2019 年仅多增 19%²,处于正常增长区间。在出行人数较高时,人均消费反而有所回落。按照可比口径,2024 年春节人均消费约 1334.8 元,低于 2019 年的 1474.8 元。春节消费呈现总量高,但人均低的格局。

图 1: 春节假期消费修复与往年格局接近(单位: %)



资料来源: 界面新闻公众号等, 天风证券研究所

除服务消费外, 1-2 月汽车消费亮眼, 地产消费、其他商品消费表现偏弱。截止 2 月 25 日, 乘联会口径狭义乘用车销量同比增长 19%。1-2 月前 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 39%。轻纺城成交量同比下滑 3.2%。

基于高频数据, 我们预计 1-2 月社零累计同比或在 5%左右。

图 2: 乘用车零售数据(单位: 辆)

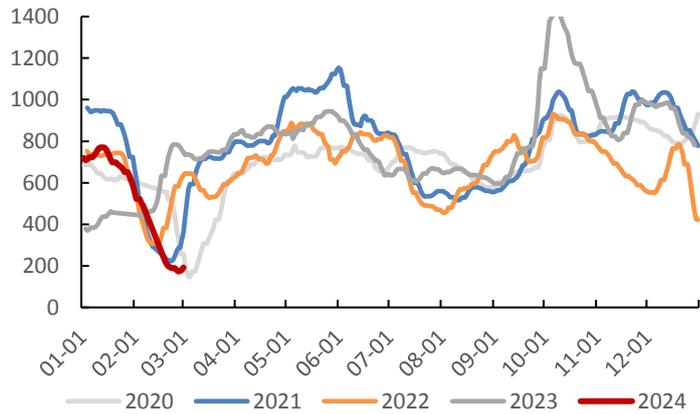
1月厂商零售数据	1-7日	8-14日	15-21日	22-28日	29-31日	全年
22年	58,737	62,082	71,642	75,027	75,066	67,665
23年	44,600	50,854	24,611	29,043	82,923	41,694
24年	54,012	58,513	62,827	68,599	110,803	65,809
24年同比	21%	15%	155%	136%	34%	58%
环比2023年12月同期	14%	0%	-18%	-34%	-6%	-13%
2月厂商零售数据	1-4日	5-17日	18-25日	26-29日	1-25日	全年
22年	26,411	32,849	63,235	54,557	41,547	43,342
23年	36,806	38,978	62,365	52,870	46,114	47,046
24年	54,289	25,576	38,862		34,422	
24年同比	48%	-34%	-38%		-25%	
环比1月同期	1%	-56%	-41%		-43%	

资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

图 3: 轻纺城成交量(单位: 万平米)

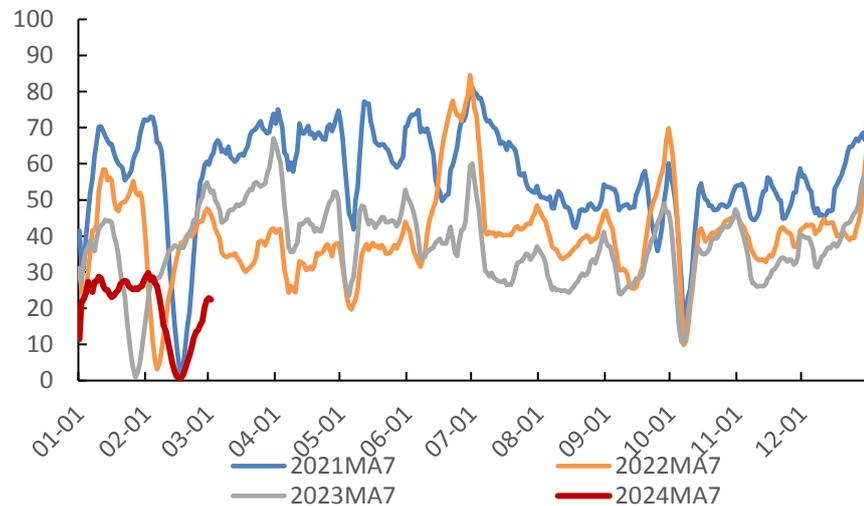
¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/vlXnyTsMTolmBgNdGhs80w>

² 文旅部: 春节假期国内游人次达 4.74 亿, 花了 6326 亿 (qq.com)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4： 30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

返工方面，今年春节返工潮整体节奏偏慢。

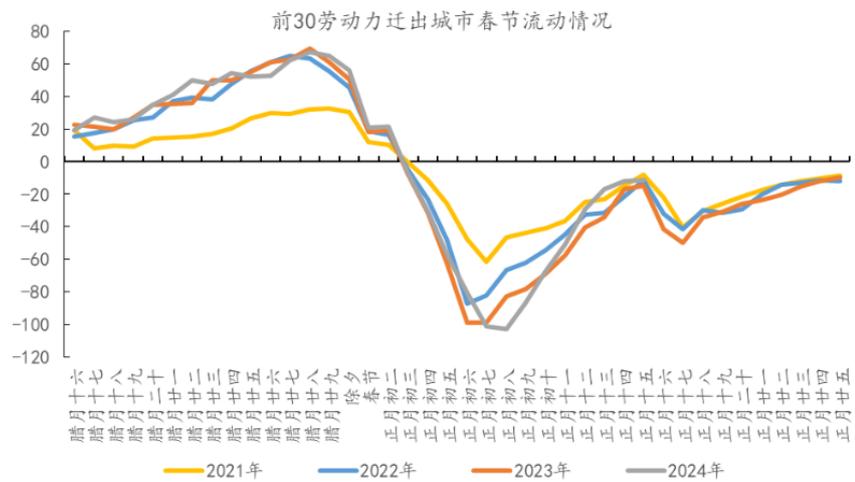
春节返程期间（正月初三-正月十五），前三十劳动力迁出城市净迁入指数同比下滑 5.9%，前三十劳动力迁入城市节后净迁入规模也偏低。百年建筑网数据显示，节后两周劳务上工率 38.1%，农历同比下降 5.2 个百分点³。

图 5：今年年初复产复工率慢于去年同期（单位：%）

全国工地开工复工率	2021年	2022年	2023年	2024年
第1期（正月初十）	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%
第2期（正月十七）	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%
第3期（正月二十四）	86.9%	69.6%	76.5%	
第4期（二月初二）	93.8%	80.4%	86.1%	
全国工地劳务上工率	2021年	2022年	2023年	2024年
第1期（正月初十）	23.5%	25.7%	14.7%	15.5%
第2期（正月十七）	48.7%	60.2%	43.3%	38.1%
第3期（正月二十四）	83.6%	70.8%	68.2%	
第4期（二月初二）	96.9%	81.2%	83.9%	

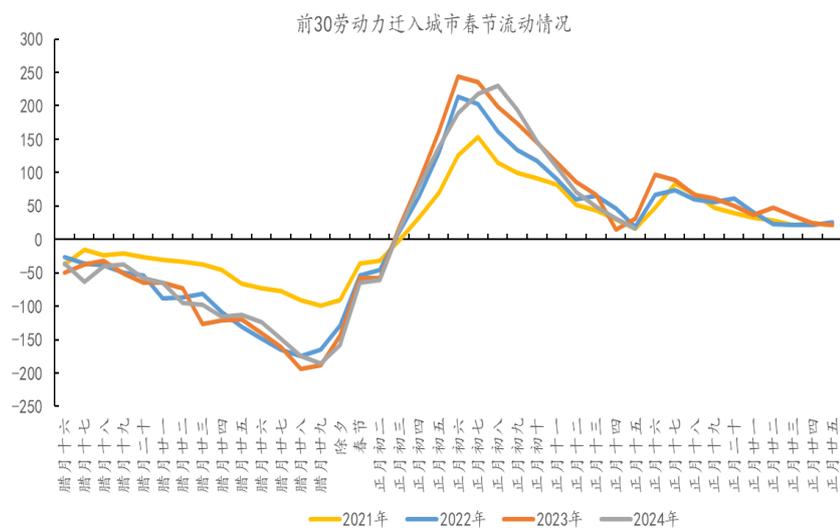
资料来源：百年建筑网，天风证券研究所

图 6：主要外出务工城市今年劳动力外出务工速度偏慢



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 7：主要招工城市人口净迁入也偏慢



资料来源：iFinD，天风证券研究所

节后返城务工速度慢导致年初建筑业整体施工强度不高（包括基建和房地产）。

百年建筑网数据显示，截至正月十七，项目开复工率为 39.9%。虽然开工略高于 2023 年，但受新开工项目少等影响，**建筑实物量明显低于去年**，主材消费量农历同比减少 30%左右⁴，同时受部分项目施工进度缓慢，仅少数工人进场临工影响，劳务上工率会明显低于项目开复工率。

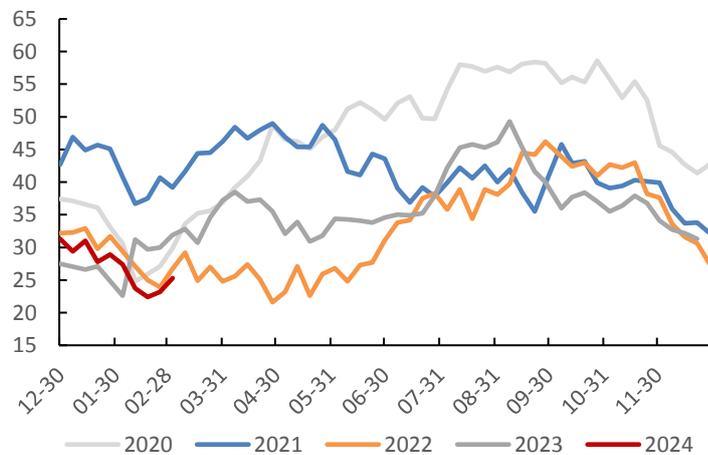
体现在高频数据上则是水泥熟料产能利用率、石油沥青开工率等建筑建材类商品生产低于往年同期水平。

图 8：华南、西北等地的劳务开工率偏低（截至 2 月 27）（单位：%）

地区	开复工率	同比（农历）	劳务到位率	同比（农历）
华东	42.8	5.5	43.1	-0.3
华南	44	3.9	43.2	-2.1
华中	42.7	-13.6	33.2	-21.7
西南	39.5	-9	31.4	-8.6
西北	30.9	5.9	32.3	-9.4
华北	30.6	9.4	19.3	-9.1
东北	9.2	-5.1	17.1	4.2
全国	39.9	1.5	38.1	-5.2

资料来源：百年建筑网，天风证券研究所

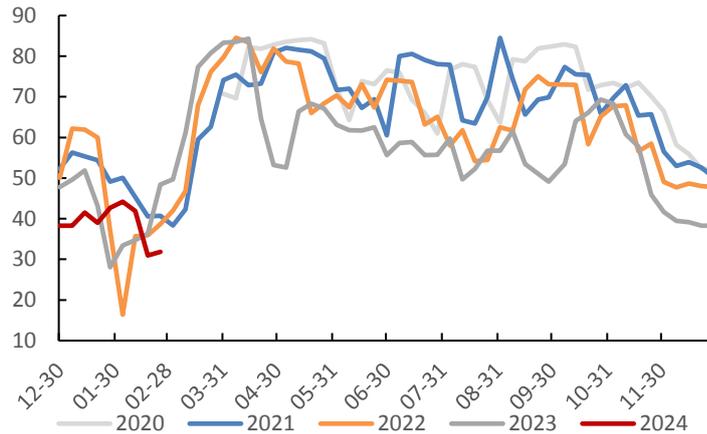
图 9：石油沥青开工率偏低（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：水泥熟料产能利用率（单位：%）

⁴ 百年建筑解读：节后第二周项目劳务上工率农历同比减少 (steelphone.com)

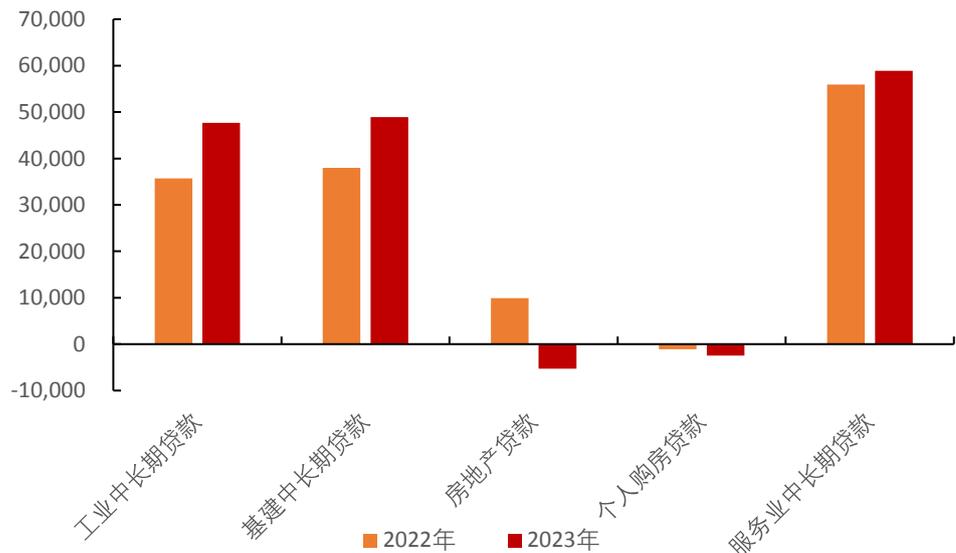


资料来源: wind, 天风证券研究所

考虑到 1 月信贷投放较为积极, 从 2023 年经验上看, 信贷大概率会流向基建和制造业。我们预计年初基建投资同比增速或较高, 但实际开工强度低。但是房地产投资在销售偏弱、实际开工率低时, 投资或延续明显负增长。

综合来看, 我们预计 1-2 月固定资产投资增速或在 3% 左右。

图 11: 2023 年信贷资金流向 (单位: 亿元)

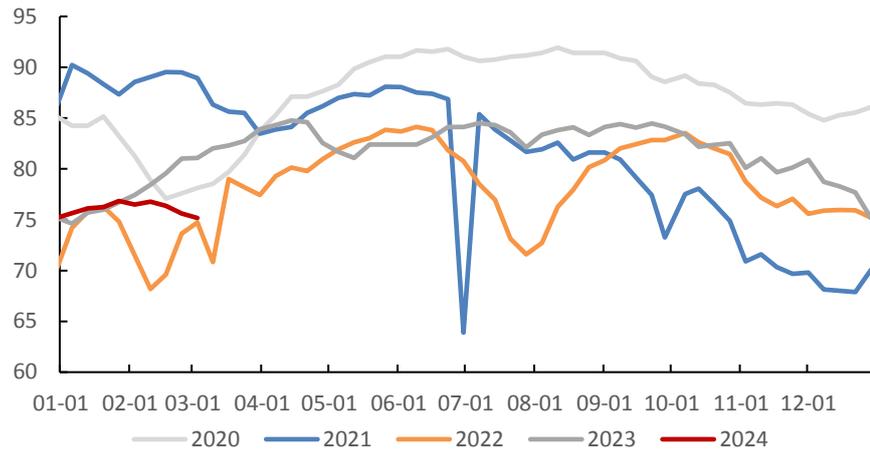


资料来源: wind, 天风证券研究所

除建筑业外, 年初工业生产或也偏弱。1、2 月 PMI 生产指数分别为 51.3% 和 49.8%。2 月生产指标表现弱于往年同期。高频数据也显示了同样的情况, 除半钢胎开工率在节后快速修复外 (汽车销售旺盛), 大部分高频数据生产表现偏弱。

我们预计 1-2 月工业增加值同比增速或在 4.2% 左右。

图 12: 高炉开工率下滑 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：半钢胎开工率快速回暖（单位：%）



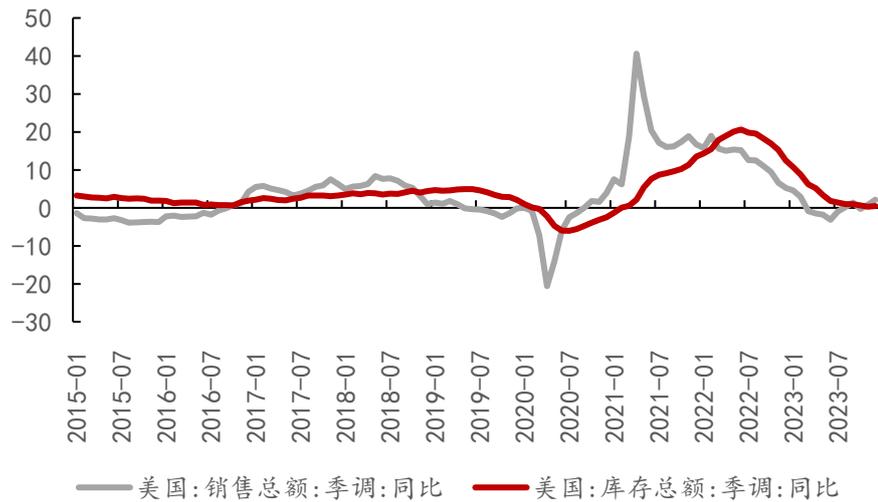
资料来源：wind，天风证券研究所

相比内需，春节期间，外需的确定性或更强。

受益于美国国内强劲的劳动力市场，美国在去年下半年逐渐从去库存周期切换到了补库存周期。以电脑及电脑外围设备和软件为代表，部分行业补库存带动美国进口见底回升，如美国自动数据处理设备进口同比增速在去年末转正。

在美国补库存的带动下，韩国、越南 1-2 月出口累计同比增长分别为 11.2%、19.2%。结合中国年初港口货物吞吐量前高后低的走势，我们预计中国 1-2 月出口同比增速在 2%左右。

图 14：美国或已经进入主动补库存阶段（单位：%）



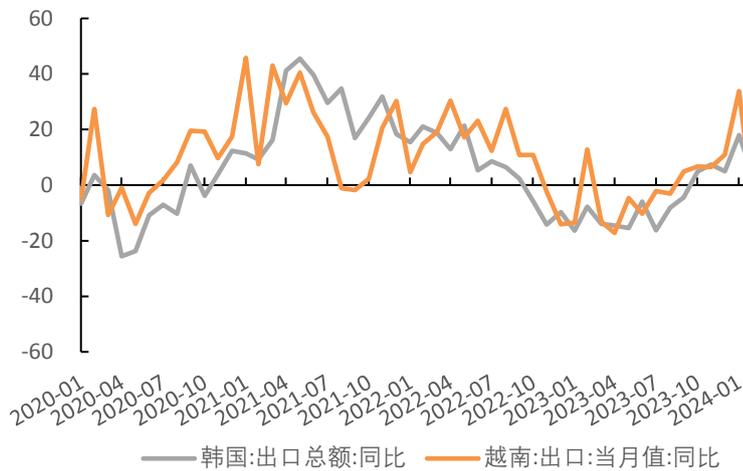
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 美国分行业的库存水平 (单位: %)

	批发商库存同比			批发商库销比		
	12月	历史分位数	相比上月变动	12月	历史分位数	相比上月变动
耐用品	1.0	19%	0.2	1.8	95%	-0.01
耐用品:汽车及汽车零件和用品	10.8	74%	1.1	1.9	97%	0.11
耐用品:家具及家居摆设	-14.7	2%	0.5	1.6	43%	-0.09
耐用品:木材及其他建材	-9.9	5%	0.3	1.6	91%	-0.02
耐用品:专业及商业设备和用品	-3.3	13%	2.9	1.2	73%	0.01
耐用品:电脑及电脑外围设备和软件	-5.4	22%	9.4	0.8	59%	0.04
耐用品:金属及矿产,石油除外	-6.2	18%	1.1	2.2	85%	-0.07
耐用品:电气和电子产品	-4.7	10%	0.1	1.3	58%	-0.02
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品	-7.2	3%	0.0	2.3	94%	-0.03
耐用品:机械设备和用品	14.3	88%	-0.9	2.9	97%	0.00
耐用品:杂项	-9.1	5%	-3.6	1.5	64%	-0.12
非耐用品	-8.4	1%	0.9	0.9	37%	0.00
非耐用品:纸及纸制品	-15.5	1%	3.0	1.0	44%	0.01
非耐用品:药品及杂品	4.4	35%	2.9	1.0	1%	0.00
非耐用品:服装及服装面料	-22.9	0%	0.6	2.8	95%	-0.06
非耐用品:食品及相关产品	-4.8	5%	1.6	0.7	81%	-0.01
非耐用品:农产品原材料	-26.4	5%	-0.9	1.1	46%	-0.05
非耐用品:化学品及有关产品	-14.4	2%	0.1	1.0	8%	-0.01
非耐用品:石油及石油产品	-19.0	2%	-3.9	0.3	5%	-0.02
非耐用品:啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	-2.6	7%	-0.9	1.6	98%	0.07
非耐用品:杂项	-2.9	13%	1.4	1.9	98%	-0.02
除制造商分支销售总额	-2.7	8%	0.5	1.3	86%	0.00

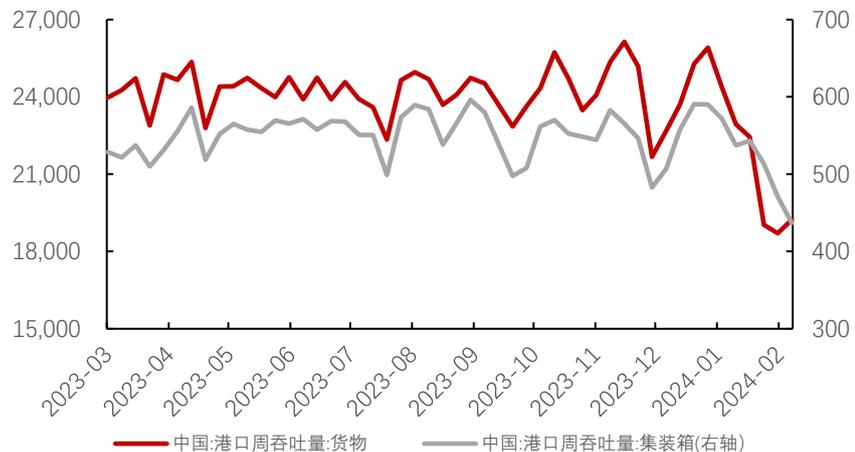
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 16: 韩国越南出口表现不弱 (单位: %)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：港口货物吞吐量（单位：左轴位万吨，右轴位万标准箱）



资料来源：wind，天风证券研究所

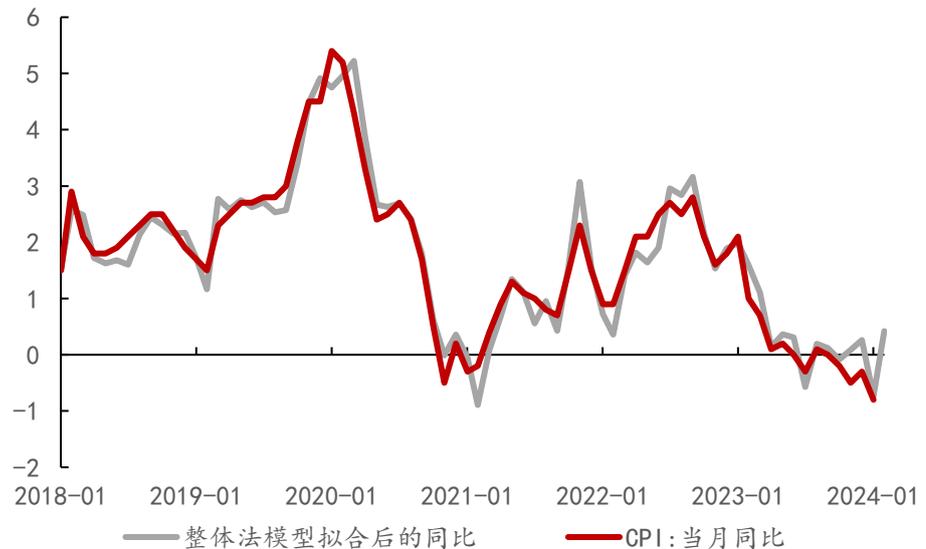
最后，2 月我们预计 CPI 同比在春节效应作用下，回升至 0.4% 左右，预计 PPI 同比增速则继续维持 -2.5% 左右。

春节效应下，食品价格环比回暖，2 月食用农产品价格和菜篮子产品批发价格 200 指数月环比分别上涨 1.7% 和 7.2%。服务项目价格线上后下，月初海南旅游消费价格指数连续四周上涨，最后一周才有所回落，估算 2 月海南旅游消费价格指数环比增长 3.6%，预计春节服务项目也会支撑 CPI 同比增速。综合来看，我们预计 2 月 CPI 同比增速或在 0.4% 左右。

PPI 方面，受项目施工强度低，建筑建材等需求偏弱，2 月螺纹钢、水泥等商品价格环比下滑 2.1% 和 1.1%。2 月原油价格小幅回升。综合来看，2 月生产资料价格指数月环比下滑 0.26%。

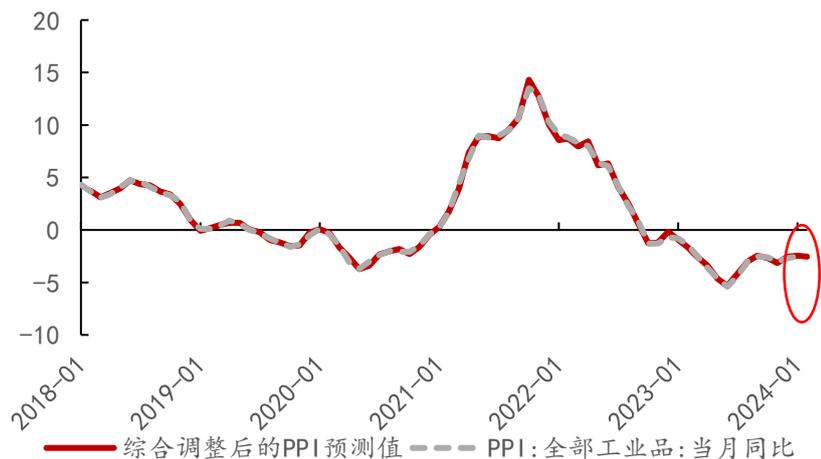
基于生产资料价格指数，我们预计 2 月 PPI 同比增速或在 -2.5% 左右。

图 18：CPI 数据预测（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 19: PPI 数据预测 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

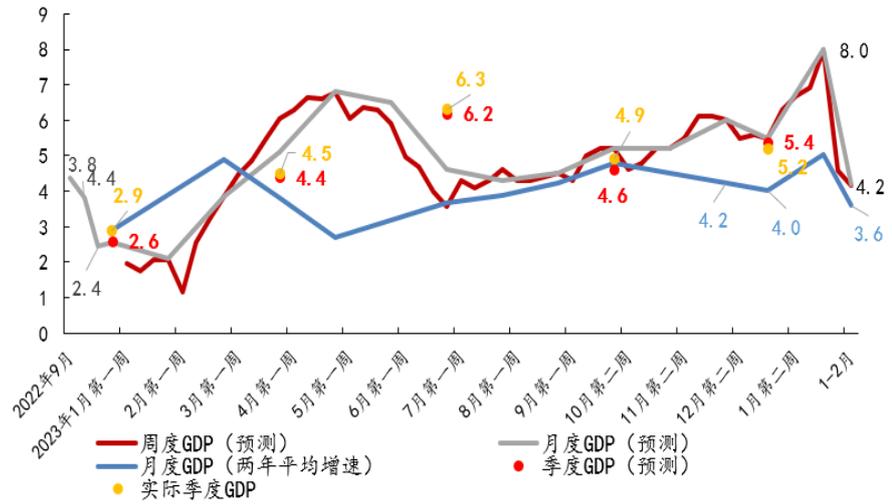
最后基于上述估算数据,按照生产法,我们估算 1-2 月(涵盖了整个春节)月度 GDP 同比增长或在 4.2%左右,第二产业表现略弱,第三产业表现略强。

考虑到 2023 年 4 季度国内 GDP 两年复合同比增速 4%,今年年初经济大致延续了去年年末的格局,翻过年,经济并没有发生明显变化。

4.2%左右的 GDP 增速相比于今年 5%左右⁵的政策目标还有一定的距离,两会之后,市场可以期待政策的实际发力力度。

图 20: 我们预测 1-2 月 GDP 累计增速或在 4.2%左右 (单位: %)

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/dcsUlyWJb9_uUH9gg31QgA



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 主要经济指标分项预测 (单位: %)

指标类别	指标名称	单位	2024年2月预测值
通胀数据	CPI: 当月同比	%	0.40
	PPI: 全部工业品: 当月同比	%	-2.50
贸易数据	出口金额: 当月同比 (美元计)	%	2.00
	进口金额: 当月同比 (美元计)	%	2.00
经济数据	工业增加值: 当月同比	%	4.20
	社会消费品零售总额: 当月同比	%	5.00
	固定资产投资完成额: 累计同比	%	3.00
	其中: 房地产: 累计同比	%	-14.00
	制造业: 累计同比	%	7.50
	基建: 累计同比	%	10.00

资料来源: wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com