

宏观点评 20240318

经济“开门红”的宏观剧本

2024年03月18日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《1-2月金融数据的三个不寻常》

2024-03-15

《2月通胀:超预期,但含量不足》

2024-03-12

- **如何看待1-2月经济“开门红”的成色?** 我们发现在整体超预期数据的背后,有如下结构性的变化值得关注:

一是工业生产的改善明显强于基建投资,这与去年开年“基建强、工业弱”形成鲜明对比。工业走强主要体现在公用事业和制造业(1-2月同比分别为7.9%和7.7%),其背后既有短期的天气因素,也反映出制造业转型升级在趋势上的加速。

二是制造业投资在增速上反超了基建投资,这直接导致了开年固定资产投资超预期(1-2月同比增长4.2%)。往后来看,受益于实施设备更新行动的政策利好,制造业投资有望乘势而上,对冲房地产投资的下滑和基建投资的放缓。

三是春季火爆的消费并没有反映在社零数据上,后者仅是温和复苏。1-2月社零数据在结构上依然分化:即一方面是日用产品、餐饮和汽车销售的回暖,另一方面是地产链消费的低迷。

四是房地产投资和销售仍未见起色。尽管开年房地产调控在需求端和供给端加码,但至少从1-2月的数据来看,政策面的利好尚未传导(1-2月地产销售和竣工同比跌幅超过20%);随着城市房地产融资协调机制加快落地,须关注能否推动竣工的持续回升。

- **综合来看,1-2月经济数据对应的GDP同比增速在5.5%以上。**虽然历年1-2月的经济数据存在较大波动,并且3月以来的高频数据呈现出一定的增长放缓迹象,但我们预计一季度GDP增速很可能高于去年同期的4.5%。这也意味着今年二季度将处于前期政策落地的观察期,宏观的政策基调在整体上不会有太大改变——总量“持久战”,产业“攻坚战”的政策基调下,工业制造业将成为今年稳经济更重要的抓手。从细项上看:

- **工业:史上最“快”1月生产,靠什么?**今年1月工业生产环比增速达1.16%,为同期历史最快(尽管1月制造业PMI生产指数只有51.3%)。有三点值得注意,第一,从细项上看,今年1至2月同比增速与去年同期以及去年12月相比,新质生产力的典型代表计算机、通讯和电子设备行业是重要的拉动,经过2023年,高技术行业的增速开始超过整体工业增长。第二,今年1至2月工业用电量同比9.7%,从历史上看7%的工业产出增速是偏低的,这其中除了新兴产业的用电量偏大外,橡胶、黑色冶炼、非金属制造等传统耗能行业的反弹也是重要因素,背后出口是重要的助力。第三,由于年初尤其是1月气温偏低,以及产业结构持续调整,供电等公用事业增速在2023年之后继续保持高位。

- **制造业:“新质生产力”含量较高。**2024年1-2月制造业投资增速录得9.4%,为近15个月以来的最高增速,这与制造业PMI传递出来的信号似乎有所背离。是什么因素导致了开年制造业投资的“背道而驰”?我们认为促使制造业投资增速上升的核心因素在于“新质生产力”的发展。1-2月制造业投资的主力行业(电气机械、电子设备)表现明显“更胜一筹”,这部分行业与科技的紧密度也更高一些。也正因为政策对科技的重视,在民间投资相对整体投资同比增速不断下滑之际,制造业民间投资却从2023Q4起逐步企稳。

- **基建:“逆风局”下的小幅降温。**2024年1-2月广义基建投资增速为8.9%(2023年12月为10.7%),较前值有所下降。年初公用事业与交通仓储两大板块均在升温,导致广义基建整体降温的“导火索”主要在于水利、环境和公共设施投资增速的明显下降。

接下来国债的“利”,可以对冲地方发债规模偏小的“弊”。今年以来与基建相关的两种地方债发行进度都偏缓——一是对比前五年1-2月地方新增专项债的发行情况来看,今年专项债的发行进度仅快于2021年同期;二是在化债基调之下,城投债净融资同比变化规模创下历史新低。

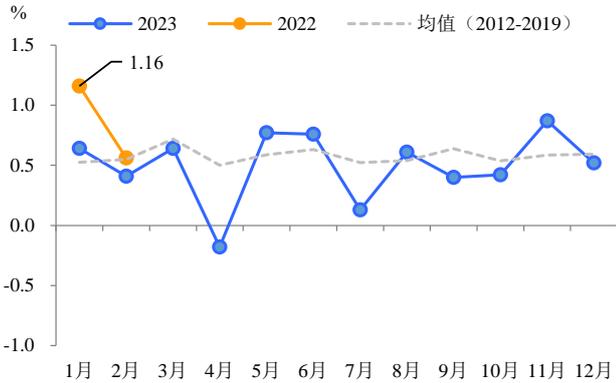
不过，前有 2023 年增发万亿国债中的一半结转至 2024 年使用，后有政府工作报告中“官宣”的超长期特别国债为投资建设“保驾护航”。

- **地产：降幅边际收窄，但不足以企稳。**2024 年 1-2 月地产投资累计同比 -9.0%，较去年年末的单月同比降幅收窄，其中主要建工与销售面积继续回落，其中竣工面积的同比转负有去年高基数的因素。**值得关注的是 1-2 月房企开发资金同比下降 24.1%，到位资金不足可能是近期开工施工偏缓的压力之一。**

从地产自身来看，1-2 月竣工面积的转负，以及近几年新开工面积回落对竣工后续体量不足的提示，反映政策推进落实保障房建设与城中村改造，以及“白名单”化解房企风险依然是今年投资端企稳的主要着力点；销售端方面，春节前一线城市的限购解绑幅度不小，但对新房成交的刺激温和，“小阳春”行情不及去年同期，这有政策效力时滞的因素，或也待整体基本面进一步修复后带动居民收入与预期修正。

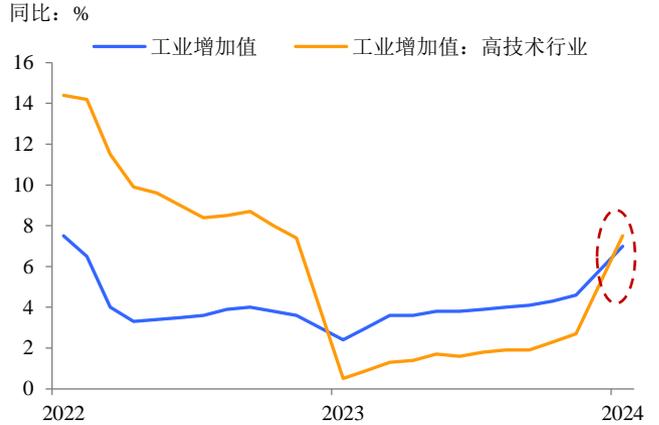
- **消费：春节外的成色不足。**火热的春节消费并未带动年初的整体社零数据超预期，2024 年 1-2 月 5.5% 的社零同比增长符合趋势水平，而结构上也基本延续了“出行拉动，可选平淡，地产拖累”格局，显示居民在假期外消费情绪依然平淡。其中汽车可能继续“低价换量”，而假期涨价带动了食品与燃油项零售额，这三者主要拉动了 1-2 月社零；通讯与家电在可选项中相较突出；而家具与建材继续跟随地产竣工表现低迷。
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 今年1月工业生产环比增速刷新同期历史纪录



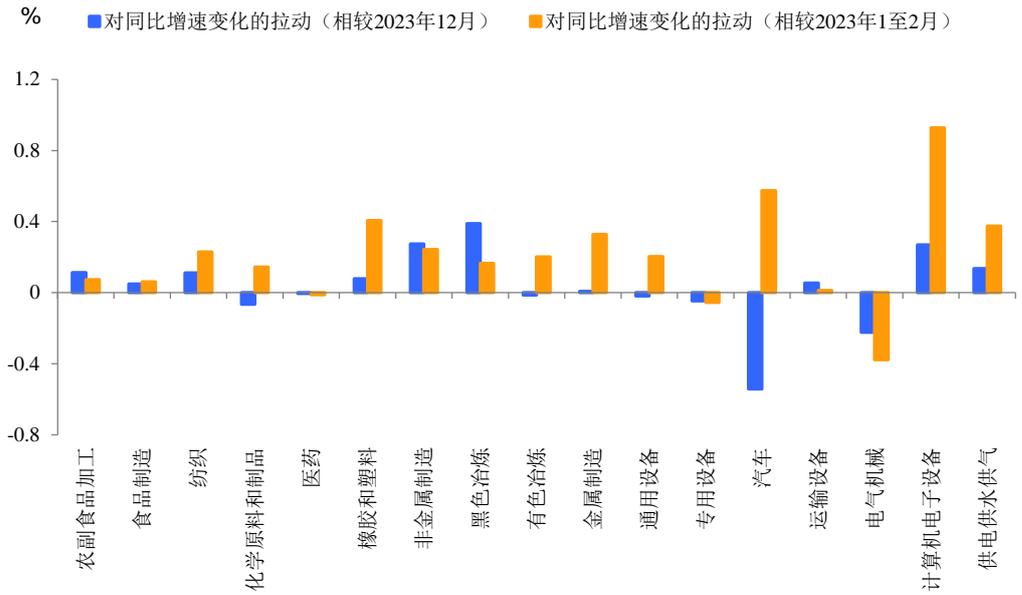
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 高技术行业增速开始超过整体工业



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

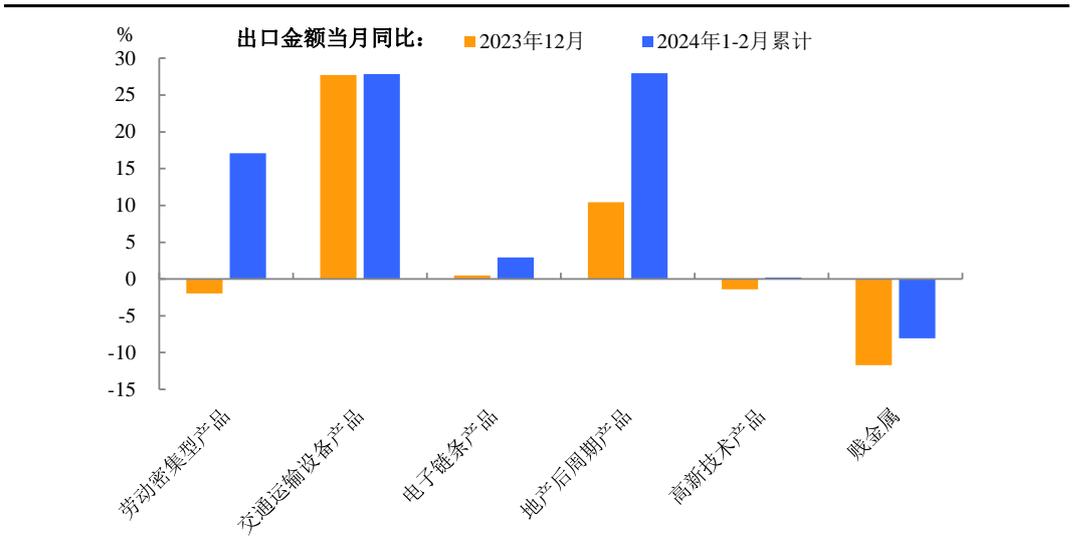
图3: 2024年1至2月工业增加值同比增速变化来自哪些细项?



注意: 2023年12月工业增加值同比增速为6.8%, 2023年1至2月工业增加值同比增速为2.4%。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

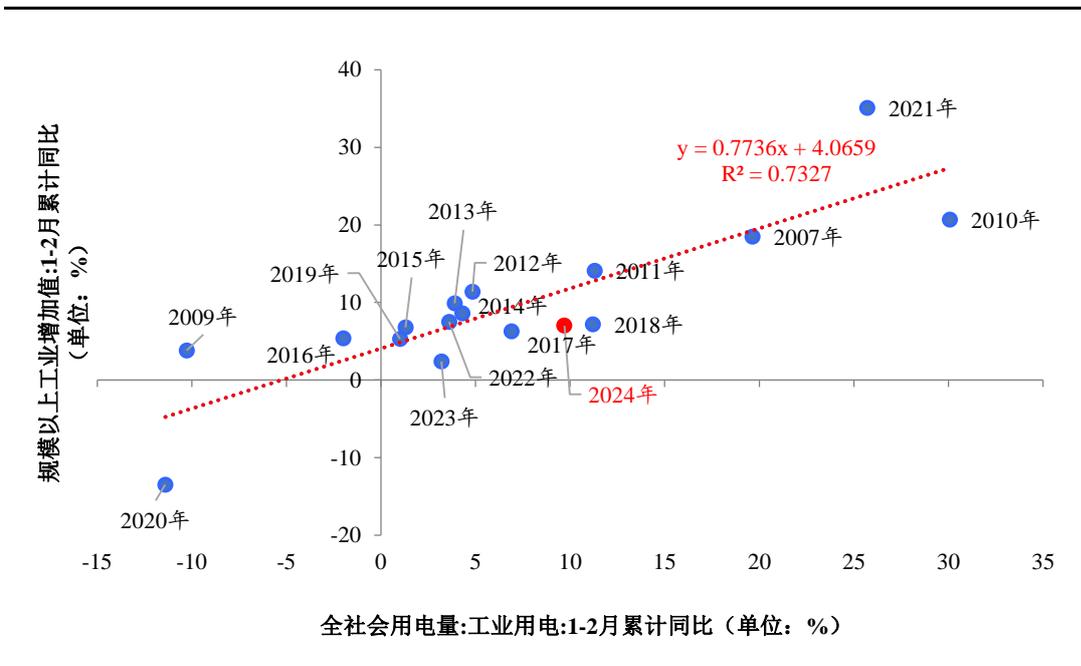
图4: 地产后周期、劳动密集型产品出口改善幅度较大



注: 交通运输设备产品包括汽车(包括底盘)、汽车零配件、船舶; 电子链条产品包括自动数据处理设备及其零部件、手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组; 地产后周期产品包括家具及其零件、家用电器、灯具、照明装置及其零件; 劳动密集型产品包括塑料制品、箱包及类似容器、纺织纱线、织物及其制品、服装及衣着附件、鞋靴、陶瓷产品、玩具; 贱金属包括钢材和未锻轧铝及铝材, 高新技术产品为海关总署直接公布数据。

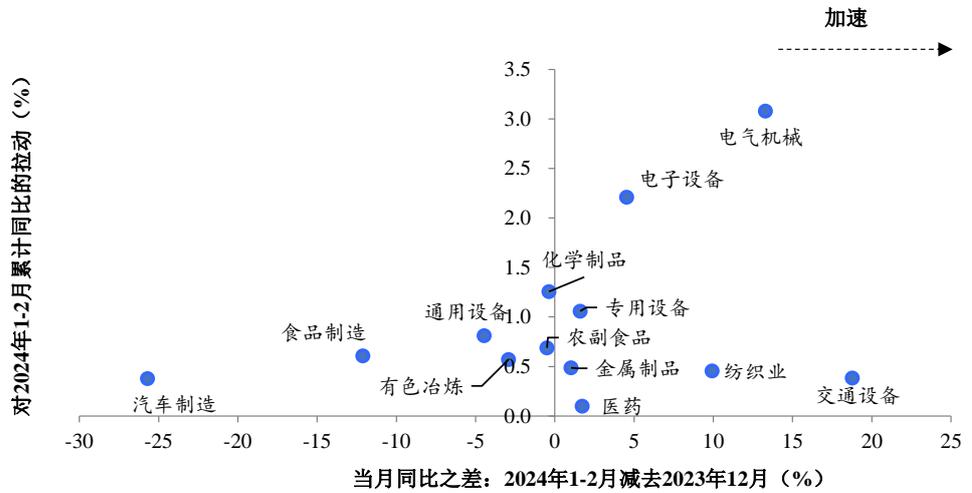
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 历年1至2月用电量和工业增加值增速的关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 制造业投资“新质生产力”含量较高



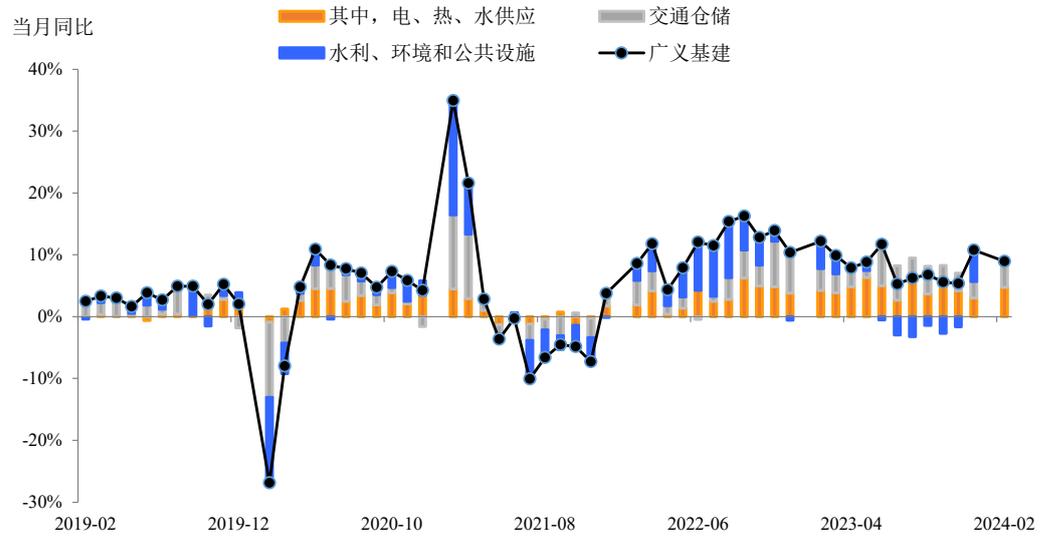
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 制造业民间投资表现并不弱



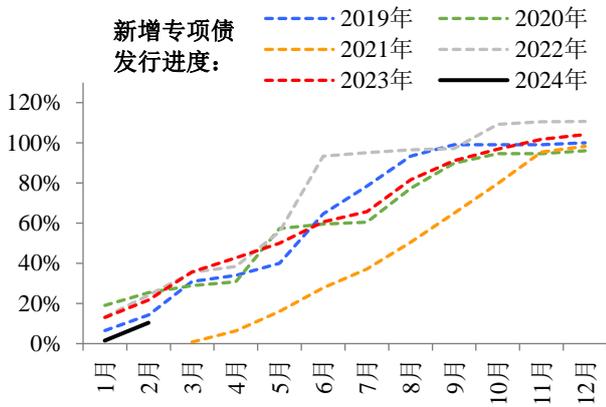
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2024年1-2月广义基建投资增速小幅下滑



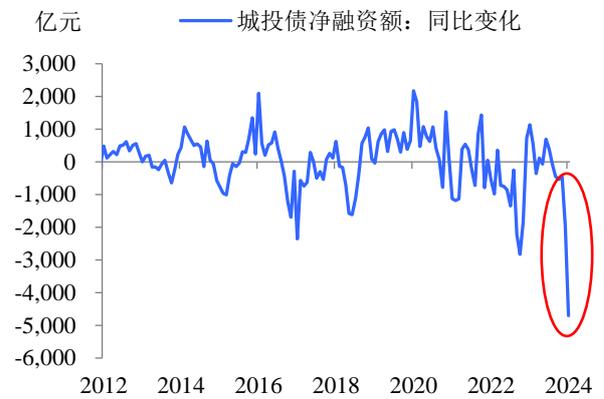
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2024年开年新增专项债发行偏缓



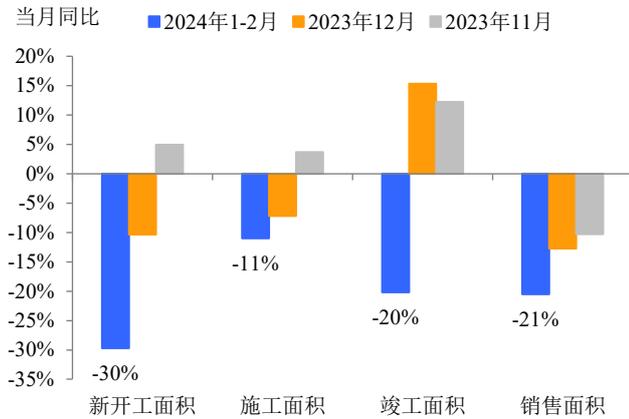
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：城投债净融资规模同比变化创历史新低



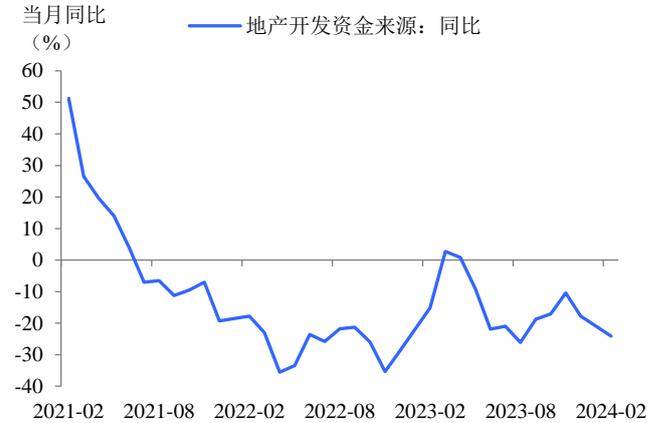
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 1-2月地产建工面积低迷



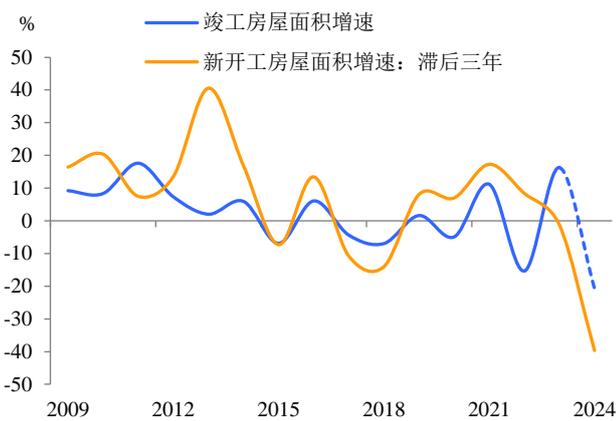
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 1-2月房企实际到位资金可能不足



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

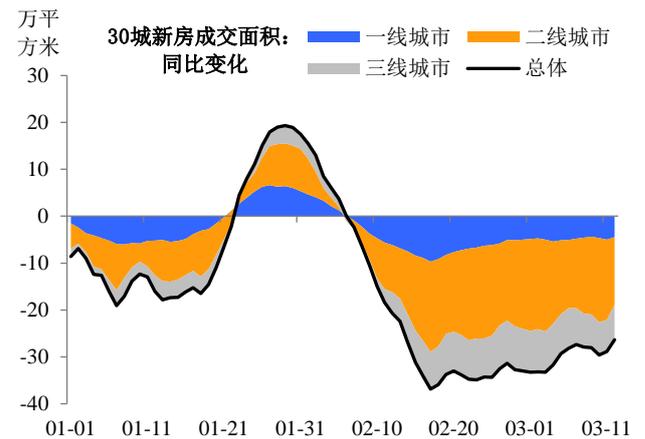
图13: 近年新开工面积的回落或预示今年竣工体量不足



注: 虚线为预测值

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

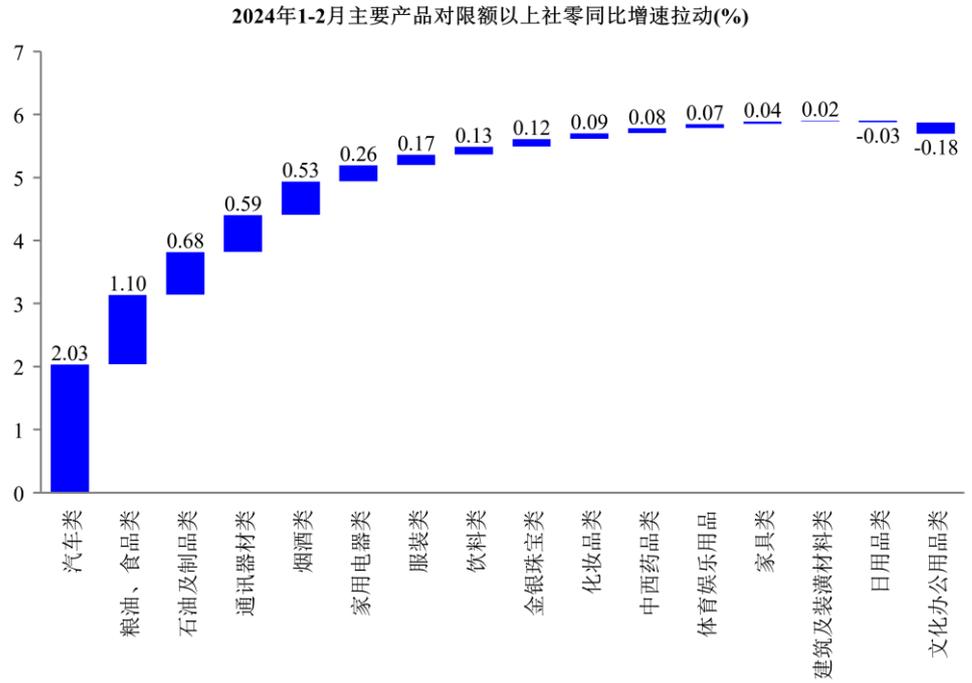
图14: 年初以来地产销售整体低迷



注: 横轴为2024年日期

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 1-2月社零分项: 出行拉动, 可选平淡, 地产拖累



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>