



宏观研究

【粤开宏观】经济数据“开门红”的亮点与隐忧

2024年03月18日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】工资收入的基本特征、影响因素及政策建议》2024-03-13

《【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号》2024-03-05

《【粤开宏观】促投资促消费新举措，从存量中挖掘增量》2024-02-29

《【粤开宏观】1998-2023年中国各省份土地出让收入排名变迁》2024-02-25

《【粤开宏观】超预期的非对称降息：原因、影响与展望》2024-02-20

导读

1-2月消费、投资、出口、生产等经济数据表现亮眼，普遍高于市场预期。一季度“开门红”是大概率，预计GDP同比在5.5%~6%左右。这符合近几年来经济运行节奏的情况，得益于地方政府开年“新春第一会”积极落实中央经济工作会议的部署，政策靠前发力，金融加大对实体经济支持力度、去年增发国债在今年一季度使用等。

从经济动能看，主要是服务业继续恢复、基建投资发力、高端制造持续升级和出口超预期。需要关注经济中两个风险点：其一是房地产对经济的拖累依旧较为明显。房地产投资、销售、新开工都大幅负增长，房地产销售金额同比降幅大于面积同比降幅，也反映出房地产价格仍在下行通道；房地产企业的经营现金流有待进一步改善，有必要进一步优化房地产政策，保供给、促需求和稳房价。其二是化债背景下部分地方政府还本付息压力，部分城投平台的付息仍面临一定压力，转型之路任重道远。

当前经济恢复基础仍不牢固，受外部形势复杂严峻、内部风险挑战等因素影响，节奏上可能呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特征。要防止因一季度经济数据“开门红”而出现政策转向，保持政策的稳定性和连续性，不断巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、经济数据“开门红”的四大亮点	3
二、地产、金融、物价数据不佳背后的隐忧	4
三、展望未来，经济恢复基础仍不牢固，有必要保持政策的稳定性和连续性	5

图表目录

图表 1： 1-2 月基建和制造业投资保持高增	3
图表 2： 1-2 月出口同比明显回升	4
图表 3： 居民中长期贷款主要受经营贷款拉动	5
图表 4： PPI 同比已连续 17 个月负增长	5



一、经济数据“开门红”的四大亮点

今年以来我国经济总体延续回升向好态势，消费、投资、出口、生产等领域均有亮眼表现。

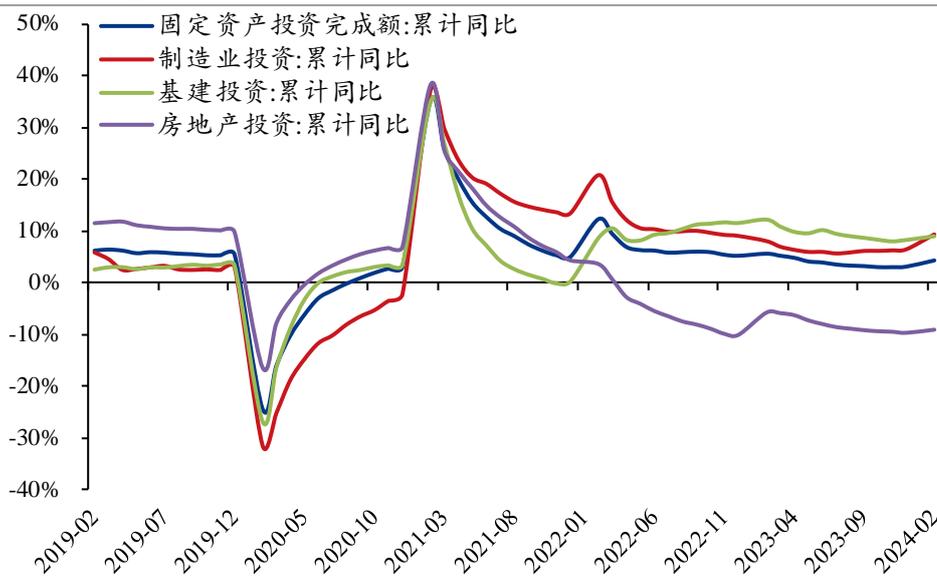
其一，居民消费持续恢复，服务消费强于商品消费。1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，其中餐饮收入和商品零售同比分别为12.5%和4.6%。服务消费强劲与旅游、物价等数据相印证，春节假期国内旅游人次和旅游收入按可比口径较2019年同期分别增长19.0%和7.7%，1-2月CPI旅游分项累计同比达12.1%。商品消费仍有待提振，通讯器材、汽车等耐用消费品看似表现不错，1-2月零售额同比分别增长16.2%和8.7%，但主要受低基数影响，两年平均增速仅为3.3%和-0.8%，1-2月CPI通信工具和交通工具累计同比分别为-1.9%和-5.5%。

其二，基建和制造业投资保持高增，政策效果逐步显现。1-2月广义基建和制造业投资同比分别增长9.0%和9.4%，扣除房地产投资的全国固定资产投资同比增长8.9%。去年四季度增发的1万亿国债资金已分三批项目分配完毕，超八成资金预算已在2023年内下达，为今年年初的基建投资提供资金支持；1-2月财政性存款同比少增6580亿元，财政资金下发加快。政策加大对先进制造业、重大战略领域等的信贷支持，1-2月高技术产业投资同比增长9.4%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.0%和7.8%。

其三，出口增速明显回升，对经济的拖累减弱。1-2月出口同比增长7.1%，尽管存在低基数的影响，但5280亿美元的出口值是历史次高，仅略低于2022年同期的5381亿美元。美国、日本经济表现仍较强劲，美国零售商、批发商、制造商均进入补库存周期，对我国出口形成支撑；“一带一路”建设成果显著，我国对非洲、俄罗斯、东盟等经济体出口增速较高，成为重要增长点。

其四，工业生产加快，服务业增势较好。1-2月规模以上工业增加值同比增长7.0%，比去年12月加快0.2个百分点，其中高技术制造业增加值增长7.5%，加快1.1个百分点。1-2月服务业生产指数同比增长5.8%，低于去年12月的8.5%，但实际上有所加快，去年12月的两年平均增速仅为3.7%。分行业看，1-2月住宿餐饮、信息技术、金融、交通运输、批发零售业生产指数同比分别增长12.1%、10.4%、8.2%、7.1%、7.0%。

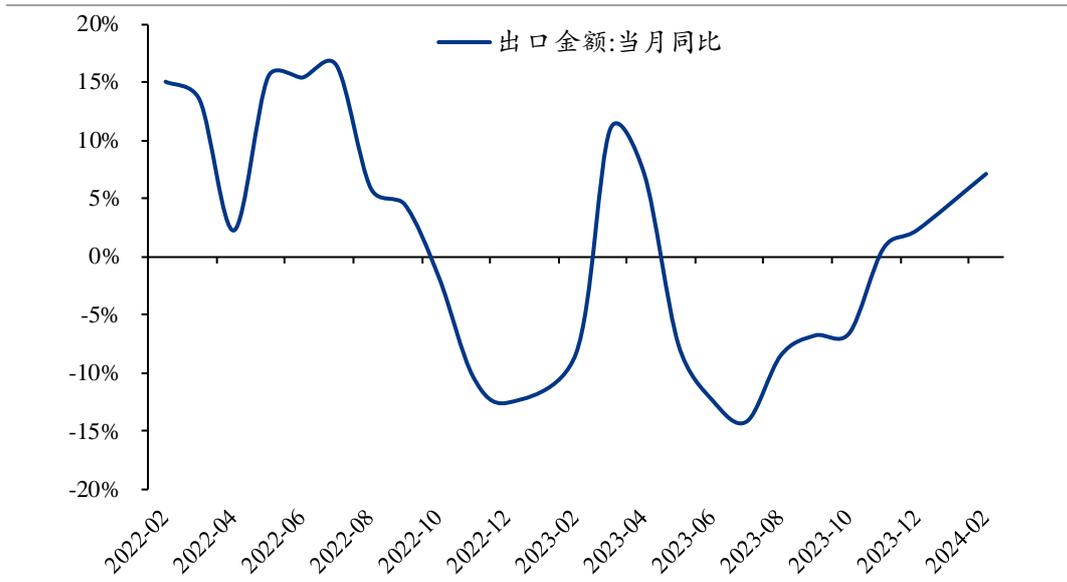
图表1：1-2月基建和制造业投资保持高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表2：1-2月出口同比明显回升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、地产、金融、物价数据不佳背后的隐忧

经济开年表现优异的同时也有隐忧，体现在地产、金融、物价数据仍较低迷，背后是宏观总需求不足和微观主体信心不振。

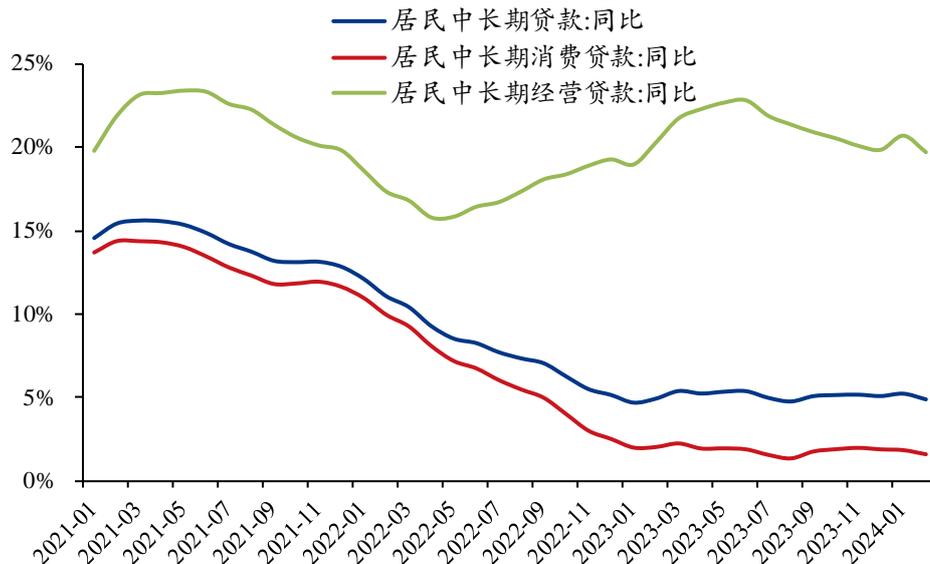
一是新房销售低迷、房企资金紧张、投资信心不足等问题仍未完全扭转。1-2月商品房销售面积和销售额同比分别下降20.5%和29.3%，房地产投资同比下降9.0%。房地产销售低迷加剧房企资金紧张和债务压力，1-2月TOP100房企销售总额同比下降51.6%，万科的债务问题引发市场广泛关注。

二是微观主体融资需求偏弱，政府债券发行节奏较慢。在加大金融服务实体经济力度的背景下，1-2月社融和信贷规模同比分别少增10991亿元和3400亿元，微观主体融资需求不足。居民购房意愿仍较低迷，1-2月居民中长期贷款同比多增2140亿元，主要受个体工商户的经营贷款而非居民房贷拉动，2月居民中长期经营贷和消费贷余额同比增速分别为19.7%和1.6%。企业投资意愿不强，1-2月企业中长期贷款同比少增100亿元，民间投资（扣除房地产投资）同比增长7.6%，低于总体固定资产投资（扣除房地产投资）的8.9%。化债背景下城投平台融资受到一定约束，1-2月城投债净融资额同比少增2431亿元。

三是物价水平低位运行，尤其是PPI同比已连续17个月负增长，导致企业利润下降、债务负担加重、投资意愿降低、财政收入放缓。尽管2月CPI同比因春节错位回升至0.7%，但1-2月累计同比仅为0%。物价持续低迷将拖累经济的名义增速，对企业利润、居民收入、就业等造成不利冲击，加剧微观感受与宏观数据之间的背离。无论是出于其本身所反映出的有效需求不足、部分行业产能过剩等问题，还是针对其对微观主体处境和预期的负面影响，物价持续低迷的问题均亟待解决。

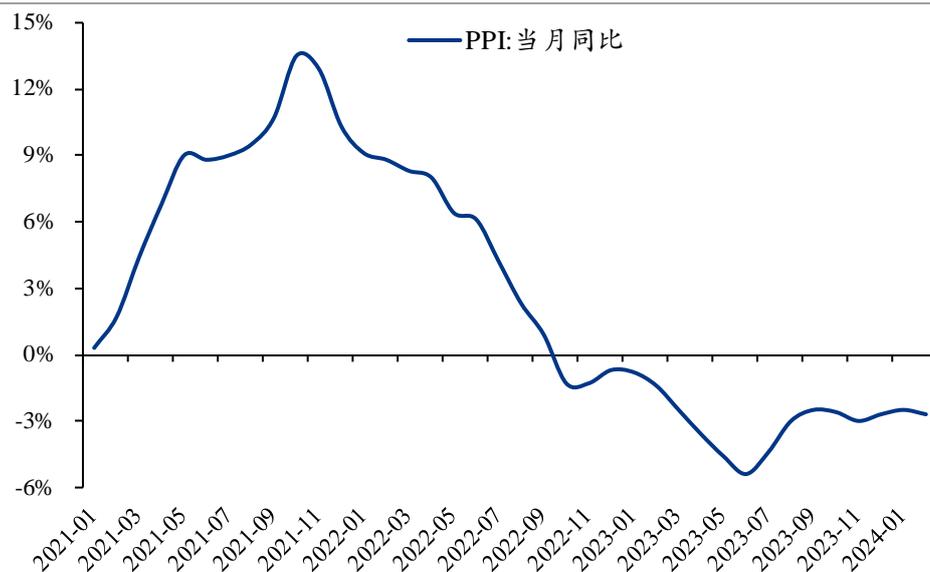


图表3：居民中长期贷款主要受经营贷款拉动



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表4：PPI 同比已连续 17 个月负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、展望未来，经济恢复基础仍不牢固，有必要保持政策的稳定性和连续性

总的来看，中国经济回升向好的势头不会改变，但受外部形势复杂严峻、内部风险挑战等因素影响，经济恢复基础仍不牢固，节奏上可能呈现“波浪式发展、曲折式前进”的特征。要防止因一季度经济数据“开门红”而出现政策转向，保持政策的稳定性和连续性，不断巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。



当前经济面临的最大不确定性仍集中在房地产、出口领域，同时要高度关注房地产低迷以及化债对地方政府行为和财政的后续影响。

一是房地产销售和投资仍未触底企稳，转型调整期面临阵痛，影响投资、消费和地方财政。当前新房与二手房市场出现分化，二手房以价换量，一线城市表现最为明显；而新房面临房企前期拿地成本较高、降价销售容易引发已购房人群不满等限制，叠加居民对期房交付风险的担忧、对政策进一步放松的观望，成交量难以有效提升。1-2月30大中城市商品房成交面积同比下降38.6%，3月1-17日同比下降58.8%。房地产市场低迷影响房企销售回款，部分房企的债务风险较高导致银行惜贷慎贷，同时房企又面临债务到期和保交楼的支出压力，流动性缺口持续存在。一旦房企流动性风险深化蔓延，将对金融稳定、房地产销售和投资、居民就业和消费等产生冲击。

二是出口或受全球经济增速放缓、地缘政治冲突等因素冲击。市场普遍预期今年美国经济增速放缓、美联储货币政策转向，制约全球贸易总量增长。今年是全球大选年，尤其是美国大选进入白热化，美国两党大打“中国牌”以争夺选票，近期美国针对中国生物医药、汽车、人工智能、互联网等领域和公司的限制性政策明显增多，将对中国出口、产业链供应链安全、资本市场等造成不利影响。红海紧张局势等其他地缘政治冲突也会扰乱我国企业的正常出口。3月出口同比或受基数偏高影响而出现回落。

稳增长政策要持续发力，充分挖掘需求潜力。

第一，加快政府债券发行和使用，尽快形成实物工作量，同时要**及时根据形势变化做出是否追加预算的调整并在当年使用，提振信心和预期**。今年赤字规模和地方政府专项债比去年分别增加1800亿和1000亿，中央发行1万亿超长期特别国债，去年的1万亿增发国债主要在今年使用，今年的可用财力明显增加，但要尽快发行。

二是**推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，提振制造业投资和居民消费，坚持“市场为主、政府引导”，避免一刀切的行为**。发改委指出：“设备更新初步估算将是一个年规模5万亿以上的巨大市场，汽车、家电更新换代也能创造万亿规模的市场空间”。

三是**货币政策加强总量和结构双重调节，考虑汇率、中小商业银行风险，适时降准并启动存贷对称式降息，更好支持实体经济发展**。央行表示“银行业的存款准备金率平均是7%，后续仍然有降准空间”，叠加结构性货币政策工具，将降低实体经济融资成本，刺激消费和投资。

四是**房地产政策在构建新发展模式的基础上，继续优化政策，保供给、促需求和稳房价**。其一是供给端保交楼，避免烂尾楼对信心的打击，保供给就是保需求。落实金融机构对房企支持的“三个不低于”和房地产项目“白名单”，解决部分优质房企的流动性风险，推动行业内并购重组。其二是进一步释放需求。一线城市有待进一步优化调控政策，放松乃至研究取消商品房购买的限制性措施，根据社保缴纳年限等增加部分购房资格指标；各地政府推出优质地块建设高品质住房，满足对美好生活的需要，高能级城市加快开发建设保障房等。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com