

复苏仍有曲折，政策需要持续

——2024年1-2月经济数据分析

核心观点：

2024年1-2月经济数据总体呈现出除了房地产行业之外，其他数据都好转的态势。其中工业生产、零售消费、制造业投资、基建投资都高于市场预期，民间投资增速也出现转正。除了基数效应之外，出口加速能提供部分解释，用电量增速也能有所印证。但考虑到制造业PMI仍处于临界值以下，PPI仍处于负值区间，房地产销售仍然低迷、房价持续下行，房地产开发投资的“保交楼”效应消退，因此有效需求不足、部分行业产能过剩的问题仍未缓解，经济修复的主线可能仅集中在出口回升、局部库存回补、设备更新等主线上，修复范围相对局限，斜率相对有限。对于资产配置而言，PPI负值的逻辑还将继续，进入“复苏”的逻辑还需要等待更多信号。

- 全年实现5%左右GDP增长目标信心上升，且在5%以上的概率增加。1-2月工业、消费和投资都好于预期，对应1季度名义经济增速可能达到5%；而年内GDP平减指数可能依然为负，对应实际经济增长速度可能会在5.0%至5.5%之间。但这只是基于“开门红”数据的线性预测，由于中央政治局已经强调经济恢复是“波浪式发展、曲折式前进”，这决定了政策将保持持续且适度。
- 失业率反弹主要源于本地户籍人口失业率的上升，外来户籍人口失业率保持低位。原因主要是经济转型加速对固定就业更多的本地户籍人口影响更明显，而临时就业更多的外来户籍人口则受益于消费下沉与就业下沉之后的临时性就业增长。2024年，就业下沉也将是实现就业率目标的主要方向。
- 消费四条主线虽各有分歧，但全年消费增速可能继续超市场预期。汽车、通讯器材、石油消费出现上行，必需品消费保持平稳，房地产消费触底回升，政府消费可能要等待下半年，综合作用之下全年消费增速会达到5.5%以上。
- 投资增长超预期，制造业投资、基建投资增速的上行抵消了房地产投资增速持续负值，这对应着房地产政策的推动可能仍是循序渐进。制造业投资明显超预期，且设备更新是2024年投资主线之一，财政和货币政策都会在此发力。基建投资方面，2023年万亿特别国债正在逐步起效，2024年度1万亿国债也会助推基建。广义基建投资增速的进一步上行是投资增速稳中向上的保障。
- 房地产投资全面下行，虽然政策持续优化，但尚不足扭转预期。新开工面积降三成，保交楼政策的影响淡化之后竣工开始负增长。销售端量价依旧低迷，定金和预售款大幅下降；30城成交面积和房价指数也显示商品房销售低迷。
- 工业增加值增速保持上行，其中计算机通信和电子设备制造业加速明显，但服务业出现降速。高技术制造业的增速还没有完全恢复到工业整体增速之上，除电子行业持续加速至14.6%之外，医药制造业仍在负增长，汽车制造、电气机械与器材制造业增速都比2023年12月有所放缓。服务业出现了降速，但住宿餐饮、信息技术、金融、交通运输仓储邮政、批发零售等增速高于整体。

总之，1-2月经济数据显示房地产行业仍未止住下行循环，其他修复力量尚不足以对冲。对应到投资层面，资本市场自从2022年10月PPI转入负值以来总体表现为债券上涨、股票下行。在PPI转正之前，惯性思维的力量还将会存在，这要求货币政策、财政政策，以及稳定资本市场预期、推动资本市场改革的政策还要继续加力。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示

- 1.国内经济复苏不及预期风险
- 2.国内政策落实不及预期风险
- 3.海外加息及经济衰退的风险

目 录

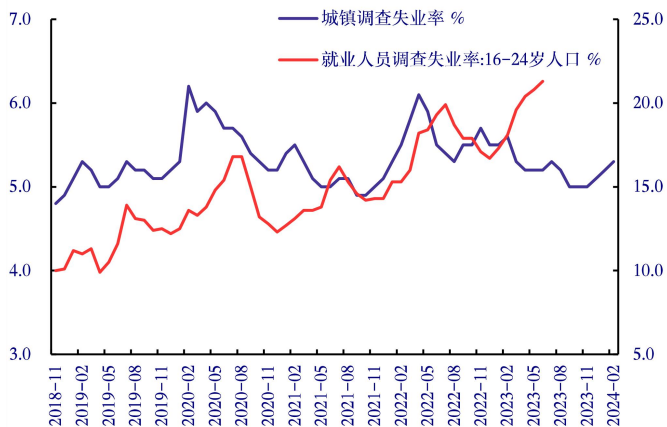
一、摩擦性失业上升、就业总体下沉.....	3
二、四条主线消费分歧，消费预期小幅上调.....	3
三、固定资产投资：制造业投资增速强势.....	5
（一）固定资产投资.....	5
（二）制造业投资.....	5
（三）基础设施投资.....	6
四、房地产投资.....	6
五、工业加速，服务业降速.....	8

一、摩擦性失业上升、就业总体下沉

失业率反弹，主要源于本地户籍人口的失业率上升，而外来户籍人口失业率保持低位。原因主要是新旧动能转换对固定就业更多（平均收入也相对更高）的本地户籍人口影响更明显，而临时就业更多的外来户籍人口则受益于消费下沉与就业下沉之后的临时性就业增长。数据显示：全国城镇调查失业率为 2023 年 9 月至 11 月持续运行在 5.0%，12 月之后每个月上升 0.1 个百分点，2024 年 2 月达到 5.3%，其中城镇户籍人口的调查失业率已经从 2023 年 10 月的 5.0% 持续上升至 2024 年 2 月的 5.5%，同期外来户籍人口调查失业率从 4.9% 降至 4.8%，外来农业户籍人口调查失业率从 4.6% 升至 4.8%。

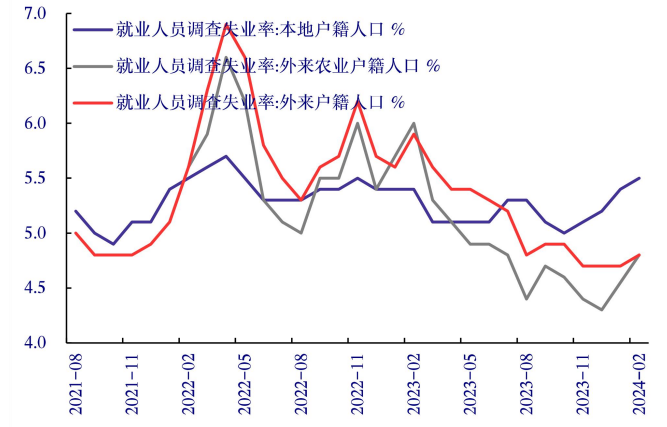
当前中国经济加速转型，摩擦失业必然上升，就业下沉是维持就业率目标的主要方向。房地产相关行业趋于降速，经济结构加速向“微笑曲线”的两端发展，摩擦性失业必然会上升，但科技、数据、能源、金融、文体娱乐、教育、医疗等的就业门槛相对较高，或就业吸收规模相对有限，短期内就业会调整进入低门槛的行业，这是 2023 年以来旅游与餐饮领域热点频出的原因，也将会是 2024 年就业增量的主要方向。

图 1：城镇调查失业率自 2023 年 12 月出现回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：本地户籍调查失业率上升，外来户籍调查失业率保持低位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、四条主线消费分歧，消费预期小幅上调

2024 年 1 月~2 月份社会零售总额 81,307 亿元，增长速度为 5.5%，去除汽车增长 5.2%。略高于市场预期 5.2%。

2024 年开年消费增速走高，市场一致预期消费继续上行但上行增速有限。尽管 1 月~2 月消费上行速度略超预期，但对后续消费的持续增长存疑。

零售消费的环比增速偏低，预示同比增速的上行主要是基数效应带来的。1 月和 2 月消费环比增速分别为 0.17% 和 0.03%，低于 2023 年的环比水平，也处于 5 年的平均低位。这给消费的继续回升带来阴影。

2024 年开年消费情况来看，四条主线消费情况各有不同，期未来变化是消费持续回升的关键。

首先，居民必需品消费仍然稳健，奢侈品消费趋缓。居民食品消费增长 9%，与去年持平。居民日用品、服装消费均消费走高，居民对于自身基础消费的变化并不大。

金银珠宝消费仍然增长，但是增长幅度比去年下降。

其次，大宗消费上行，有一定基数影响。汽车消费增长 8.7%，1~2 月份汽车消费旺盛。通讯器材增速达到 16.2%，远高于去年的-8.2%。汽车和通讯器材的消费有一定的基数效应，二者 2023 年初消费均负增长。高频数据显示，汽车和 3C 数码产品消费增速均是 1 月份上行，2 月份下降，这对 3 月份的消费是一种考验。石油消费增速保持稳健增长。

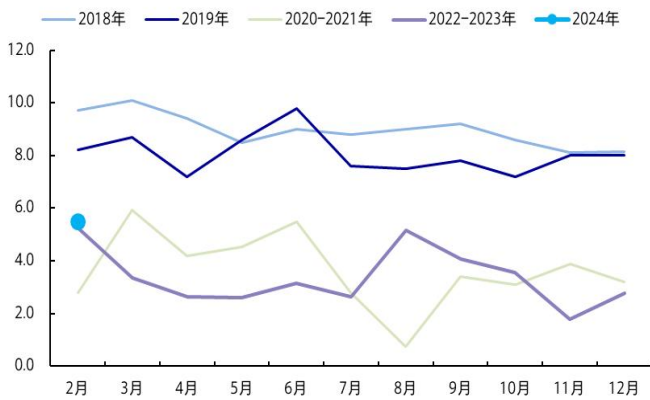
再次，代表政府和企业消费的文化办公用品继续大幅负增长。零售消费中政府的贡献仍然偏弱，现阶段政府主要工作在于化债，严控地方政府花费。1 月~2 月中地方专项债融资仅完成全年的 13%，比去年同期下降 48%。

最后，房地产相关消费有所回升，表现好于 2023 年。但考虑到商品房销售仍然下滑，房地产相关消费的增长更可能是同比基数带来的。

从春节消费情况来看，居民消费处于回升状态，并且回升幅度平稳。但 2 月份的汽车、3C 产品、房地产销售均出现下滑，3 月消费增速预期并不高。

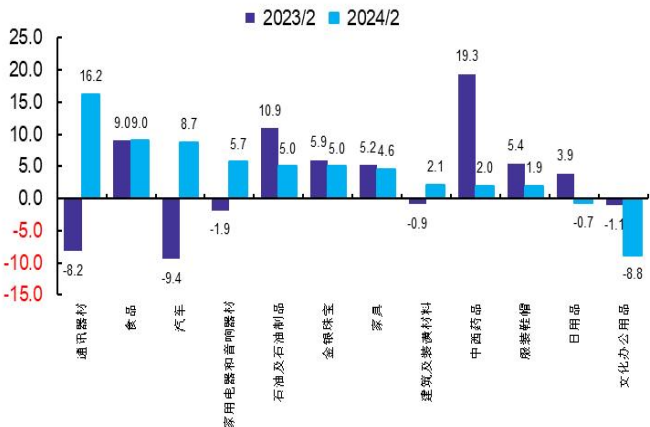
我们认为 2024 年度消费可能超过 5.5%。第一，新一轮消费刺激政策酝酿实施，财政会在税收等方面给与优惠，主要是涉及家用电器、汽车等以旧换新。第二，虽然减少了房地产消费，但居民对于自身需求的其他消费并未下降，2023 年夏天开始，旅游消费持续火热，这是居民转变消费方式的一个表现。第三，政府消费虽然推迟，但全年的预算并未弱于 2023 年，政府消费可能在下半年上行。

图 3：1 月~2 月零售消费增速（%）



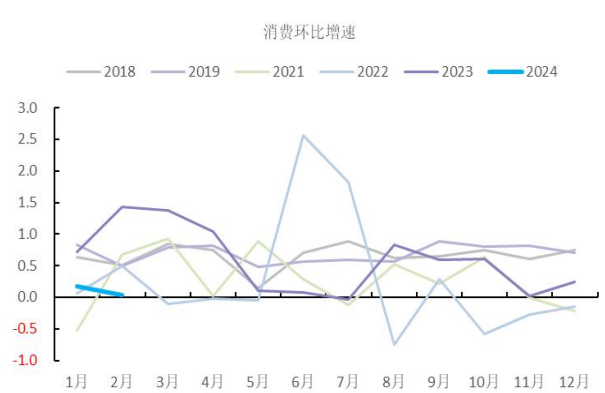
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：消费各行业增速（%）



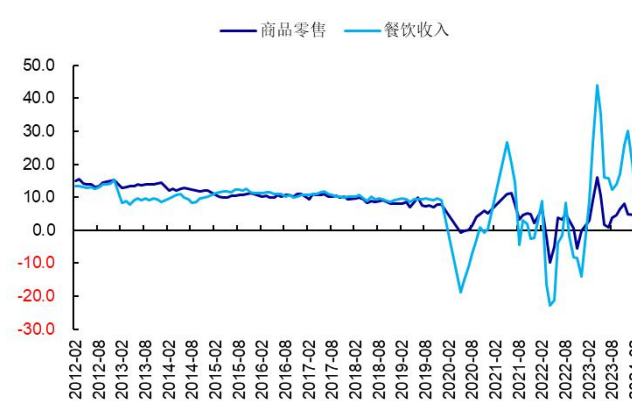
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：零售消费环比走低（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：商品和餐饮消费增速（%）



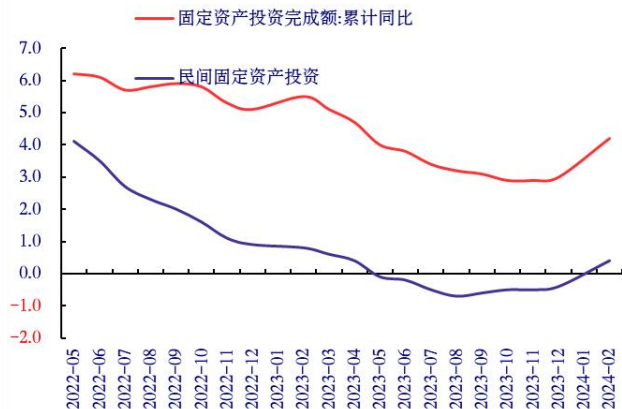
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、固定资产投资：制造业投资增速强势

（一）固定资产投资

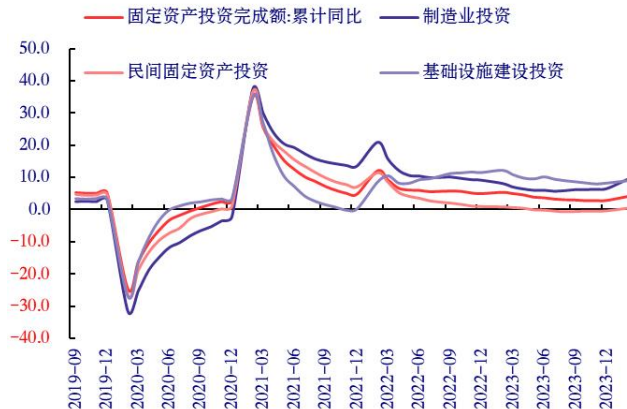
固定资产投资超预期，制造业投资增长迅速，民间投资转正。2024年1—2月份，全国固定资产投资（不含农户）录得50847亿元，同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2个百分点。其中，制造业投资增长9.4%，增速加快2.9个百分点；基础设施投资（不含电力）增长6.3%，增速加快0.4个百分点。民间固定资产投资26753亿元，同比增长0.4%，结束从去年5月开始的负增长。

图7：固定资产和民间固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：三大行业单月投资增速（%）

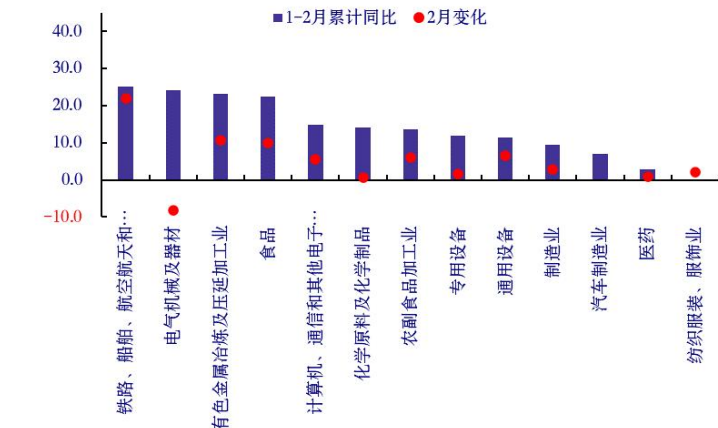


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）制造业投资

出口和旧动能转换拉动投资增加。1-2月份制造业投资增速9.4%（前值6.5%）。分行业来看，高速增长的主要集中在设备制造业，设备更新推动投资增加。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备业增幅最快，增长录得25%（前值3.1%），与基础设施投资中的铁路运输业投资相呼应（增长27%）。出口相关的电气机械及器材和受制造需求影响的有色金属加工均录得超过20%的增速，分别为24.1%和23.2%。计算机，专用设备和通用设备也增长了14.8%，12%和11.3%。设备制造业投资的上涨对铜等重要原材料需求也增加，2月至今LME铜价以上涨10%左右。汽车制造投资为7%（前值19.4%），相对增速有所降低，主要原因是去年全年保持在接近20%的高增长，基数效应导致增速有所减少。1-2月食品类制造业增速也明显，食品和农副食品加工分别为22.5%和13.6%。医药投资依旧维持2.7%，虽比上期增长0.9个pct但依旧较为低迷。

图9：制造业各行业累计投资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

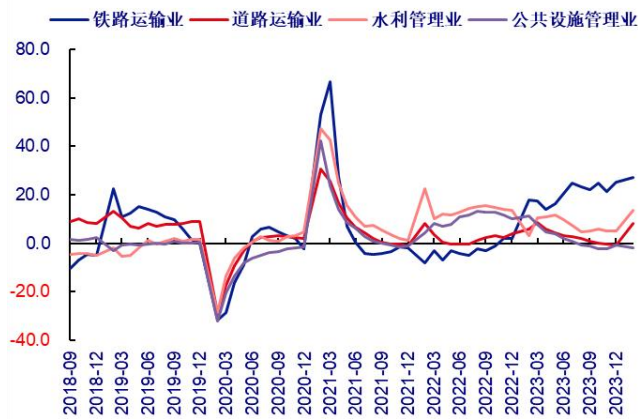
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

（三）基础设施投资

铁路继续拉动基建投资。1-2月基础设施投资同比增长6.3%（前值8.24%）。当前财政资金处于高位，为后续基建增速提供支撑，广义基建投资增速上行是整体投资上行的保障。

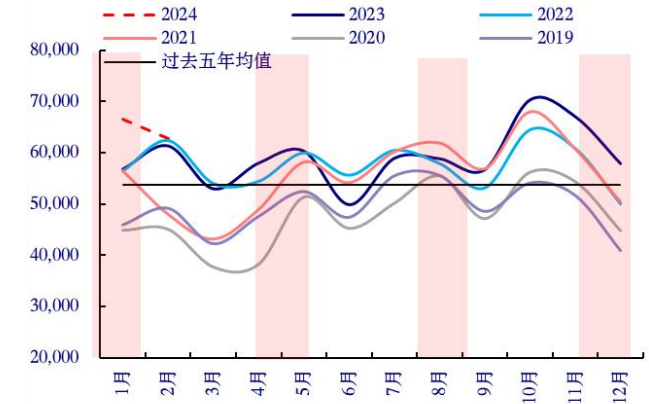
分行业看，基建施工现阶段依然是铁路拉动，水路项目增长明显，道路项目增长转正，地方政府主导的公共设施业增速下滑。中央资金集中在铁路项目和大型项目，1-2月铁路运输投资增速录得27%（前值25.2%），保持高位并进一步增长，水利项目增长13.7%（前值5.2%），增长上升。道路运输增速转正至8.3%（前值-0.7%），但公共设施管理增速降幅扩大至-1.9%（前值-0.8%）。鉴于目前政府投资由地方转向中央统筹的重大项目建设，铁路和水利项目投资预计保持高增长。

图 10：基础设施投资各行业增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：财政存款余额保持高位（亿元）

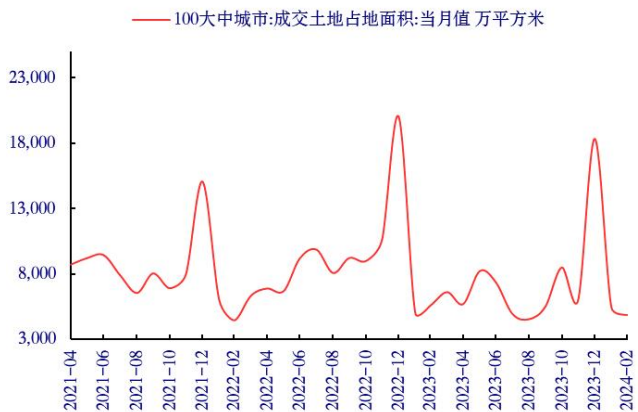


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、房地产投资

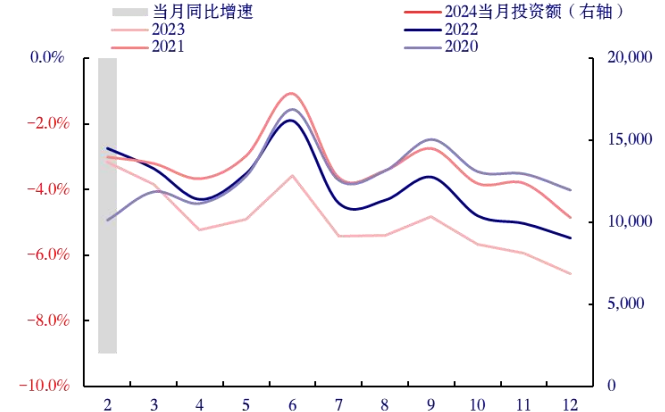
房地产投资仍在下降，虽然政策持续优化，但尚不足扭转预期。1-2月份，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9.0%（前值降9.6%）；其中，住宅投资8823亿元，下降9.7%。房屋新开工-29.7%，施工面积-11%，竣工面积-20.2%。

图 12：100大中城市土地成交面积



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：1-12月份房地产投资额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

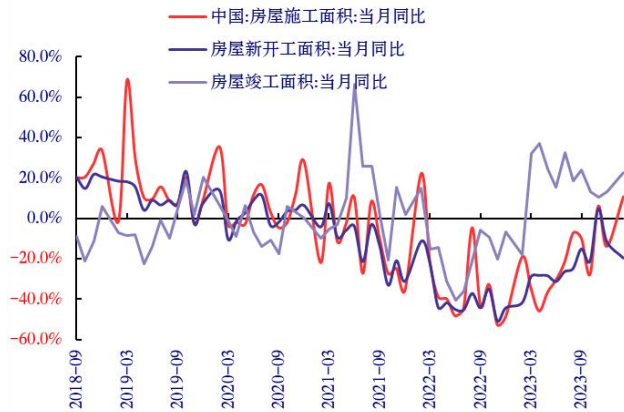
生产端，新开工施工竣工全面下降，保交楼支撑的竣工增长基本结束，土地出让在去年12月突击后，2月仅4849.53万平方米，同比-13.03%。1-2月份，新增房地产新

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

开工面积 9429 万平方米，同比下降-29.7%；施工面积下降 11%，录得 666,902 万平方米。竣工面积 10395 万平方米，下降 20.2%（前值 17%）。

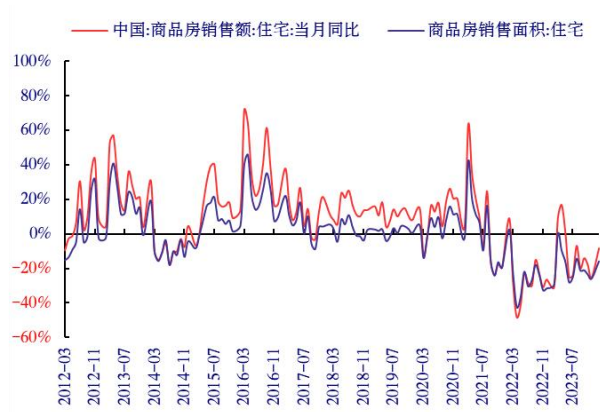
从销售端来看，量价依旧低迷，降幅扩大。1-2 月份商品房销售面积累计-24.81%（前值-8.2%）；1-2 月商品房销售额增速累计-32.7%（前值-6%），销售额和销售面积均大幅下滑，且销售额降幅大于销售面积。高频数据上，30 城成交面积也显示商品房销售低迷，2 月新房价格指数继续下滑 1.9%，二手房价格指数下降 5.1%，量价均低迷。

图 14：房屋开工和施工回升



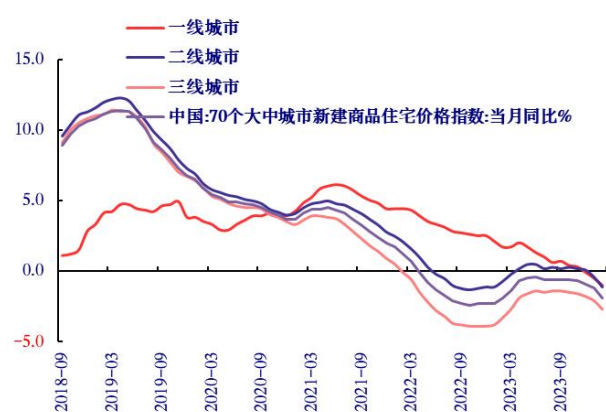
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15：商品房销售面积和销售额



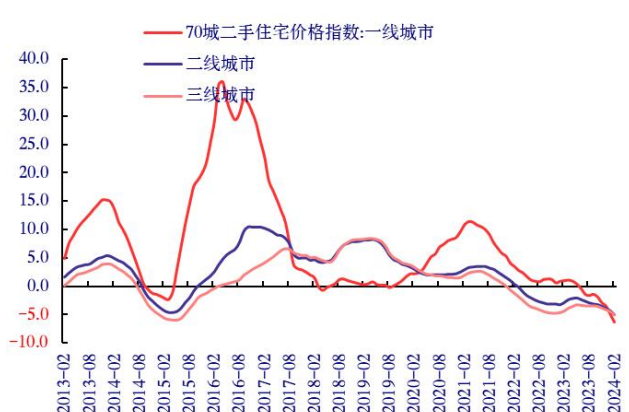
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：70 个大中城市新建商品住宅价格指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

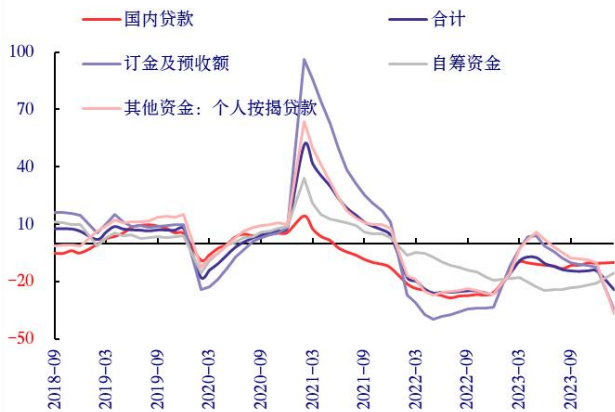
图 17：70 个大中城市二手住宅价格指数（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

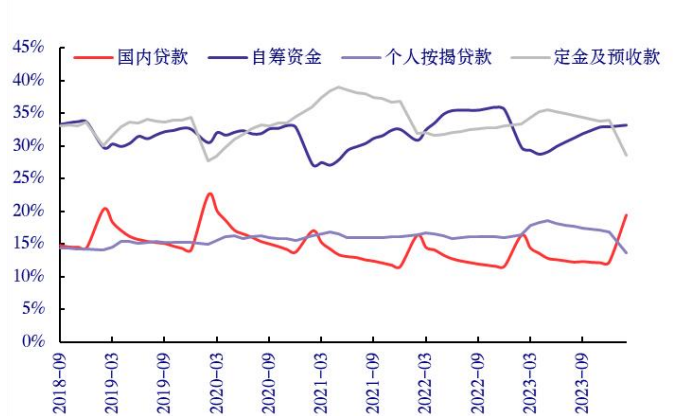
房地产行业开发资金来源继续下降。1-2 月房地产开发资金来源同比-24.09%（前值-14.44%）。其中来自国内贷款-9.89%（前值-10.31%）；企业自筹资金下滑趋势连续收窄但幅度依然大，本月录得-15.26%（前值-20.68%）。订金及预收款和个人按揭贷款继续维持大降幅，分别录得-34.90%和-15.26%（前值-12.34%和-20.68%），需求端依旧改善不明显，购房意愿进一步下降。企业融资也未见好转。

图 18: 房地产到位资金增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 房地产资金来源占比



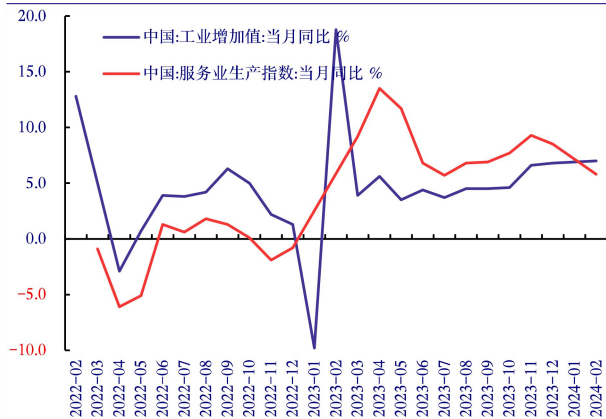
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、工业加速，服务业降速

工业进一步加速，但 PPI 持续负值表明“有效需求不足、部分行业产能过剩”的问题尚未解决。2024 年 1 月、2 月工业增加值环比增速分别为+1.56%、+0.56%，1-2 月累计同比+7.0%（2023 年 12 月当月同比+6.8%、2023 年全年同比+4.6%）。分三大门类看，2024 年 1-2 月采矿业增加值同比+2.3%（2023 年 12 月同比+4.7），制造业同比+7.7%（2023 年 12 月同比+7.1），电力热力燃气供水行业同比+7.9%（2023 年 12 月同比+7.3）。

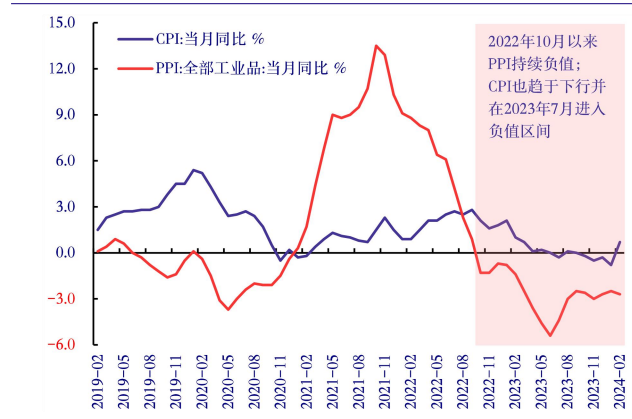
服务业有所降速，但其中住宿餐饮、信息技术、金融、交通运输仓储邮政、批发零售等增速高于整体。1-2 月服务业生产指数同比+5.8%（2023 年 12 月当月同比+8.3%）。分行业来看，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业生产指数同比分别增长 12.1%、10.4%、8.2%、7.1%、7.0%，以上 5 个行业增速均高于服务业整体。

图 20: 工业增加值进一步加速，服务业生产指数趋于回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: PPI 延续 2022 年四季度以来的负值状态

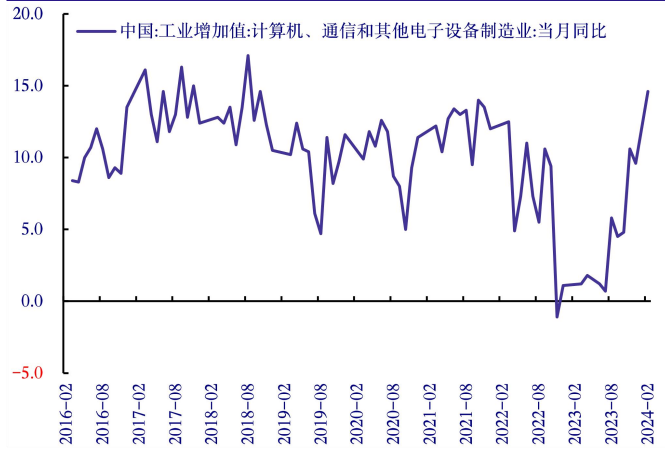


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

高技术制造业还没有完全恢复，但电子行业持续加速。2024 年 1-2 月高技术制造业增加值为 4.5%，仍低于工业增加值整体增速 7.0%（2023 年高技术制造业增加值为 2.7%，明显低于工业增加值整体增速 4.6%）。其中，1-2 月计算机通信和电子设备制造业增加值同比+14.6%（2023 年 12 月为 9.6%），自 2023Q4 恢复到 10%左右的常态后进一步加速。1-2 月医药制造业增加值同比-3.5%（2023 年 12

月同比-3.4%)，仍未摆脱负值区间。装备制造业中，1-2月汽车制造业增加值同比9.8%（2023年12月为+20.2%）；电气机械与器材制造业增加值同比+4.6%（前值+10.1%），有所放缓。

图 22：电子行业增加值增速进一步加速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：医药行业增加值增速仍在负值区间



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 城镇调查失业率自 2023 年 12 月出现回升.....	3
图 2: 本地户籍调查失业率上升, 外来户籍调查失业率保持低位.....	3
图 3: 1 月~2 月零售消费增速 (%).....	4
图 4: 零售消费环比走低 (%).....	4
图 5: 消费各行业增速 (%).....	4
图 6: 商品和餐饮消费增速 (%).....	4
图 7: 固定资产和民间固定资产投资增速 (%).....	5
图 8: 三大行业单月投资增速 (%).....	5
图 9: 制造业各行业累计投资增速 (%).....	5
图 10: 基础设施投资各行业增速 (%).....	6
图 11: 财政存款余额保持高位 (亿元).....	6
图 12: 100 大中城市土地成交面积.....	6
图 13: 1-12 月份房地产投资额 (亿元).....	6
图 14: 房屋开工和施工回升.....	7
图 15: 商品房销售面积和销售额.....	7
图 16: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数 (%).....	7
图 17: 70 个大中城市二手住宅价格指数 (%).....	7
图 18: 房地产到位资金增速 (%).....	8
图 19: 房地产资金来源占比.....	8
图 20: 工业增加值进一步加速, 服务业生产指数趋于回落.....	8
图 21: PPI 延续 2022 年四季度以来的负值状态.....	8
图 22: 电子行业增加值增速进一步加速.....	9
图 23: 医药行业增加值增速仍在负值区间.....	9

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

高明: 宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石: 宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn