

开年宏观数据整体偏强，投资和出口拉动作用明显

——2024年1-2月宏观数据点评

首席宏观分析师 王青 研究发展部总监 冯琳

事件：据国家统计局3月18日公布的数据，2024年1-2月规模以上工业增加值同比实际增长7.0%，2023年12月为6.8%，1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，2023年12月为7.2%；1-2月全国固定资产投资同比增长4.2%，去年全年为3.0%。

具体解读如下：

整体上看，在稳增长政策发力，出口走势偏强，以及楼市低位运行，居民商品消费修复偏缓等因素综合作用下，开年宏观经济数据波动较大，整体好于预期。其中，1-2月工业增加值实际同比增长7.0%，表现大幅超出市场预期。这一方面与去年同期基数偏低有关，另一方面也受到年初出口偏强以及稳增长政策发力带动投资提速的影响。1-2月社零同比增速较去年12月明显放缓，主要原因是去年同期基数走高。从环比角度看，与历年同期相比，1月、2月社零季调环比增速明显弱于季节性，显示年初社零增长动能依然偏弱，居民消费信心有待进一步提振，这也是当月社零同比增速放缓的原因之一。1-2月固定资产投资增速加快，主要是在稳增长政策发力下，基建投资保持较高增长水平，同时在政策支持叠加内生动能增强共同推动下，开年制造业投资增速明显加快，同时房地产投资下滑速度有所放缓。

展望后续，受基数抬升影响，预计3月工业增加值同比增速将有所放缓，社零同比增速也有可能进一步下调，而固定资产投资增速还有一定上升空间。我们判断，一季度GDP同比将在4.4%左右，低于今年政府工作报告确定的全年“5.0%左右”的增长目标。不过，这主要源于去年一季度处于疫情防控转段初期，居民消费场景打开、房地产行业出现小阳春，经济增长动能偏强，高基数对今年一季度GDP同比影响较大。后期伴随稳增长政策发力显效，加之居民消费持续修复，二季度后GDP增速有望稳定运行在5.0%-6.0%区间。此外，今年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动，这已在年初出口数据中有所体现。2024年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时企稳回暖。

一、1-2月，工业增加值实际同比增长7.0%，表现大幅超出预期。这一方面与去年同期基数偏低有关，另一方面也受到年初出口偏强，稳增长政策发力带动投资提速影响。

1-2月，工业增加值实际同比增长7.0%，增速较去年12月当月同比高出0.2个百分点，表现大幅超出市场普遍预期。从三大门类来看，1-2月采矿业增加值同比增速较去年12月下滑2.3个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增速仅小幅加快0.2个百分点，在工业中占比近八成的制造业增加值增速则较去年12月加快0.6个百分点至7.7%，对当期工业增加值同比提速的拉动作用明显。这一方面与去年同期基数偏低有关，另一方面也受到年初出口偏强——1-2月以美元计价，我国出口额同比增长7.1%，显著高于去年12月2.3%及去年四季度月均-1.2%的增长水平，以及稳增长政策发力带动基建投资保持较快增长水平及制造业投资提速的影响。

从细分行业和主要产品来看，1-2月食品饮料、纺织等传统消费品行业增加值同比增速有所加快，电子行业增加值增速也明显提升，我们认为，除受低基数影响外，很大程度上是受到年初出口回暖拉动。1-2月中上游工业品和资本品生产增速则涨跌不一。具体来看，当期钢材产量增速明显加快；有色金属、通用设备、专用设备等行业增加值同比增速普遍放缓，但放缓幅度不大，整体增长势头平稳；水泥产量同比则继续小幅下降。我们认为，尽管年初房地产投资延续负增，但稳增长政策发力背景下，基建投资增速保持高位、制造业投资提速起到了对冲作用，对钢铁、有色金属等相关工业品生产的支撑作用明显。另外，1-2月汽车产量同比增长4.4%，增速大幅低于去年12月的20.0%，这与销量增速走势不完全一致，或与今年春节假期偏长等短期扰动因素有关。

整体上看，撇除基数影响，1-2月工业增加值增速依然偏强，但这主要受年初出口回暖拉动，而在房地产行业继续调整、消费需求不振的背景下，内需转强势头并不明显。接下来工业生产动能能否持续增强，仍有赖扩内需政策的进一步发力。展望后续，受基数抬升影响，预计3月工业增加值同比增速将有所放缓，但在外需回暖，“三大工程”全面推进，以及扩消费政策带动居民消费继续修复的前景下，今年全年工业生产增速将较2023年小幅提速。我们判断，今年工业生产增速与整体经济增长水平的差距趋于收窄，这意味着经济运行会进一步向常态化回归。

二、1-2月社零同比增速较去年12月明显放缓，主要原因是去年同期基数走高。从环比角度看，与历年同期相比，1月、2月社零季调环比增速明显弱于季节性，显示年初社零增长动能依然偏弱，这也是当月社零同比增速放缓的原因之一。

1-2月社零累计同比增长5.5%，增速较去年12月当月同比放缓1.9个百分点。一个重要原因是去年年初是疫情防控转段初期，居民消费场景打开，社零基数大幅走高，因此今年1-2月社零增速放缓符合普遍预期。可以看到，受疫情扰动较小的商品零售基数平稳，1-2月累计同比4.6%，仅较去年12月增速

放缓 0.2 个百分点，但受疫情扰动较大的餐饮收入基数明显抬升，1-2 月累计同比较去年 12 月大幅放缓 7.9 个百分点至 12.5%。

另一方面，从环比角度分析，1-2 月社零季调环比增速分别为 0.17% 和 0.03%，与历年同期相比，表现明显弱于季节性，显示年初社零增长动能依然偏弱，这也是当月社零同比增速放缓的原因之一。背后是房地产市场低迷带来的财富缩水效应，对居民消费信心有一定影响。国家统计局数据显示，1 月消费者信心指数为 88.9，尽管较前值上行 1.3 个百分点，但仍明显低于中值（100）水平，表明当前居民消费信心偏低。

从主要商品类别来看，1-2 月手机等通信器材零售额增速达到 16.2%，背后是全球电子行业正在进入上行周期；文化娱乐消费品零售额同比增长 11.3%，可选消费总体偏强；值得一提的是，年初汽车销售额同比增长 8.7%，增速创去年下半年以来最高，主要是受新能源汽车市场高增长推动。不过，1-2 月与房地产相关的消费中，建筑装潢材料同比增长 2.1%，明显偏低，与楼市状况相印证。

需要指出的是，社零数据更多反映居民商品消费走势，而当前旅游、出行等服务消费更有活力，也是今年春节消费的热点。1-2 月，服务零售额同比增长 12.3%，尽管受基数走高影响，增速较去年全年的 20.0% 有所放缓，但仍明显高于同期社零增速。

整体上看，年初消费稳中偏弱，促消费政策有待进一步发力。我们认为，当前促消费政策可重点从两个角度发力：首先，在较大力度落实耐用消费品“以旧换新”的同时，各地财政部门还可适度加大消费券、消费补贴发放力度，同时商务管理部门也需进一步改善消费环境、拓展消费场景。其次，还是要加大房地产支持政策力度，推动房地产行业尽快实现软着陆。这对提振消费信心、改善社会预期有直接作用。另外，随着基数持续抬升，后续服务零售额同比增速可能会继续放缓，但在居民消费结构转型升级趋势下，我们预计未来较长一段时间，服务零售额增速仍将持续高于社零增速。

三、投资：1-2 月固定资产投资增速加快，主要是在稳增长政策发力下，基建投资保持较高增长水平，同时在政策支持叠加内生动能增强共同推动下，开年制造业投资增速明显加快，同时房地产投资下滑速度有所放缓。

1-2 月固定资产投资累计同比增速为 4.2%，明显高于 2023 年全年 3.0% 的增长水平；据我们测算，2023 年 12 月当月固定资产投资同比增长 4.1%，这意味着今年开年固定资产投资增速延续了去年底以来的较高增长势头。我们判断，在上年同期增速基数走低、稳增长政策持续发力显效推动下，短期内固定资产投资增速有望继续小幅改善。

具体来看，1-2月基建投资（不含电力）同比增速为6.3%，高于去年全年5.9%的增长水平；据我们测算，2023年12月当月基建投资增速为6.8%，这意味着今年开年基建投资克服地方化债推进、12个省市政府投资项目受到分类管控的影响，保持了较快增长。背后是2023年四季度以来官方制造业PMI指数持续运行在收缩区间，开年稳增长政策发力。另外，近期PSL新增5000亿，为包括平急两用基础设施建设在内的“三大工程”提供中长期低成本资金，而去年底加发1万亿国债资金中大部分要在今年投入使用，都为开年基建投资保持较快增长提供了充足的资金来源。我们判断，短期内基建投资有望延续较快增长势头，进而在一季度稳增长过程中发挥中流砥柱作用。

制造业投资方面，1-2月累计同比增速为9.4%，明显高于去年全年6.5%的增幅；据我们测算，2023年12月当月制造业投资增速为8.2%，这表明开年制造业投资正在高位提速。背后的原因有两个：一是央行数据显示，2月末，制造业中长期贷款余额13.13万亿元，同比增长28.3%，增速比整体贷款余额增速高出18.2个百分点。这显示政策面继续加大对制造业转型升级、解决“卡脖子”问题的支持力度，与今年全国两会政府工作报告将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”列为十大任务目标之首相印证。二是去年下半年以来工业产能利用率开始回升、PPI降幅总体趋于收窄、去年底规上工业企业利润连续5个月实现月度同比正增长，特别是受企业贷款利率持续下行影响，当前工业企业资产利润率持续高于贷款利率，制造业内生投资动能也在增强。值得一提的是，1-2月高技术制造业投资同比增长10%，增速再度回到两位数；细分行业中，信息化学品制造业，航空、航天器及设备制造业投资分别增长43.2%、33.1%。

展望未来，制造业投资有望延续2023年四季度以来的增速加快势头，估计全年增速将达到7.5%左右。这意味着经济内生增长动能将得到改善。其中，高技术制造业投资将保持两位数高增状态，这是政策面支持建设现代产业体系，重点推动先进制造业发展的具体体现。我们判断，近期推动制造业投资的两大类因素都有望进一步强化。今年影响制造业投资的最大不确定因素仍是房地产行业能否尽快实现软着陆，进而拉动需求并提振投资信心。

1-2月房地产投资累计同比下降9.0%，降幅较去年全年的-9.6%收窄。据我们测算，这一降幅也低于去年12月-12.5%的同比下滑幅度。国家统计局公布的数据显示，1-2月楼市明显偏冷，销售面积和销售额同比分别为-20.5%和-29.5%，降幅显著扩大，与前两个月楼市高频数据相印证——这部分源于去年年初楼市出现小阳春，基数偏高。与此同时，房地产施工数据也在全面走低。最为引人注目的是，此前“保交楼”推动商品房竣工面积持续处于两位数高增状态，但今年1-2月转为同比下降20%。我们判断，开年房地产投资同比降幅收窄，除了与上年同期基数下沉有关外，或主要与计入当期的土地购置费再现

同比正增长相关（这一数据目前尚未公布，2023年累计同比下降5.5%）。考虑到房地产投资中仅有开发建设费用计入GDP，因此年初房地产投资对经济运行的拖累效应实际会有所加大。这是当前基建投资需要保持高位的一个重要原因。

展望未来，伴随土地购置费因素带来的短期影响退去，3月房地产投资同比降幅有可能再度扩大至两位数。不过，近期监管层正在加速推动城市房地产融资协调机制落地，强调金融机构要对不同所有制房企“一视同仁”，房企融资来源趋于改善。另外，在包括保障房建设、城中村改造在内的“三大工程”全面推进的前景下，今年房地产投资降幅总体有望较上年收窄。我们判断，着眼于引导房地产行业实现软着陆，接下来政策面要在需求端继续用力，重点有三个：一是在因城施策原则下，有序放松一线及重点二线城市限购，重点满足刚性和改善性需求。二是在2月5年期以上LPR报价大幅下调后，继续通过下调首套及二套房贷利率下限等方式，引导新发放居民房贷利率较大幅度下调，这是扭转楼市预期、提振市场信心的关键一招；三是通过全面推行“带押过户”等方式，进一步激活二手房市场，同时部分地区可以考虑对房地产交易环节实施更大幅度的税费减免。在供给端，当前的关键是要切实加大金融对房地产行业的支持力度，有效缓解重点房企信用风险，这对改善市场预期具有重要意义。

整体上看，在稳增长政策发力，出口走势偏强，以及楼市低位运行，居民商品消费修复偏缓等因素综合作用下，开年宏观经济数据波动较大，整体好于预期。我们判断，一季度GDP同比将在4.4%左右，低于今年政府工作报告确定的全年“5.0%左右”的增长目标。不过，其中一个重要原因是去年一季度处于疫情防控转段初期，居民消费场景打开、房地产行业出现小阳春，经济增长动能偏强，高基数对今年一季度GDP同比影响较大。后期伴随稳增长政策发力显效，加之居民消费持续修复，二季度后GDP增速有望稳定运行在5.0%-6.0%区间。此外，今年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动，这已在年初出口数据中有所体现。2024年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时企稳回暖。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。