

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

“开门红”下经济结构分化加大

2024年3月19日

摘要：

- **开年首份经济数据发布，整体好于预期，经济总体可能稳住了。**2024年1-2月工业增加值、固定资产投资同比增速均高于iFind一致预期；社会消费品零售总额同比增速与一致预期基本持平。整体来看1-2月的经济表现是好于市场预期的。我们计算的月度GDP指数显示，2024年1-2月的GDP增速可能略高于6%。经济“开门红”为实现全年经济目标5%打下了较好基础。3月6日发改委在人大二次会议经济主题记者会上表示，5%左右的经济增长预期目标是积极向上、奋力一跳能实现的。而3月18日统计局对经济目标的相关表述是，实现5%左右的经济增长预期目标是有条件有支撑的，也是经过努力可以实现的。不难发现，政府部门对实现全年目标的底气进一步加强。
- **首先，“新质生产力”对工业生产形成强力支撑。**今年全国两会将加快发展新质生产力位列2024年政府工作首位。2023年工业增加值同比增长一度高于高技术制造业，2024年1-2月高技术制造业增加值增速相对于工业增速实现了超越。但需要注意的是，1-2月第二产业发电量高于工业增加值，能耗目标的潜在影响需要跟踪。
- **制造业投资同比增速上升，技改投资有望迎来新一轮上行。**1-2月份制造业投资同比增长9.4%，增速比去年全年提高2.9个百分点。技改投资是本期制造业投资中的一个亮点。根据统计局公布的数据，技改投资在制造业投资中的占比在四成左右，2017-2021年技改投资增速持续高于制造业投资，但2022-2023年技改投资增速有所下滑，2023年增速已降至3.8%。而1-2月技改投资增速大幅上升至15.1%。我们认为，在推动大规模设备更新的政策支持下，技改投资有望迎来新一轮上升期。
- **经济的第三个动能是居民服务消费保持旺盛。**年初节假日推动服务消费升温，1-2月服务业生产指数同比增长5.5%，服务零售额同比增长12.3%。高频数据显示，3月前两周一线城市地铁客运量创出历史同期新高，拥堵指数也处于历史高位，反映春节假期之后居民出行依然火热。服务消费的表现好于商品消费的特征仍在延续。
- **经济结构性隐忧仍在于地产，年初地产继续下行，与其他部门的分化扩大。**1-2月份，全国房地产开发投资同比下降9.0%，相比较2023年全年降幅收窄。我们认为，地产投资的改善主要来源于政策对于供给端的支持：一是监管部门多次强调，要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，加大对房地产企业的金融支持；二是我们预计“三大工程”正成为房地产投资的新发力点。但从需求端来看，房地产销售依然低迷。居民的房价预期、购房信心仍待修复。

风险因素：政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、“开门红”下经济结构分化加大	3
二、工业生产加快	6
三、基建投资增速小幅上升	8
四、社零整体表现一般	8
风险因素	9

图目录

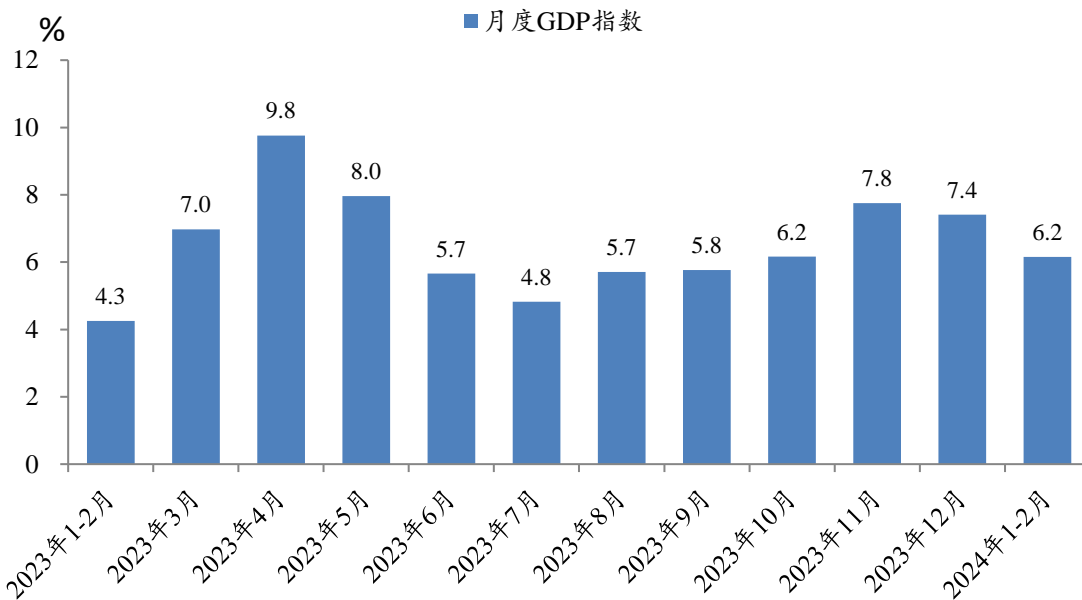
图 1: 月度 GDP 指数	3
图 2: 2024 年 1-2 月高技术制造业增加值超过了工业增加值增速	4
图 3: 重点产品产量增速	4
图 4: 技改投资增速	5
图 5: 3 月初一线城市地铁客运量超过历史同期	5
图 6: 房地产企业资金来源下滑	6
图 7: 工业增加值同比增速	7
图 8: 分行业工业增加值同比增速	7
图 9: 年初以来水泥、螺纹钢价格下滑	8
图 10: 各类消费两年平均增速	9

一、“开门红”下经济结构分化加大

开年首份经济数据发布，整体好于预期，经济总体可能稳住了。2024年1-2月工业增加值同比增长7.0%，明显高于iFind一致预期5.3%，固定资产投资累计同比增长4.2%，高于iFind一致预期3.2%。社会消费品零售总额同比增长5.5%，iFind一致预期（5.6%）基本持平。整体来看1-2月的经济表现是好于市场预期的。

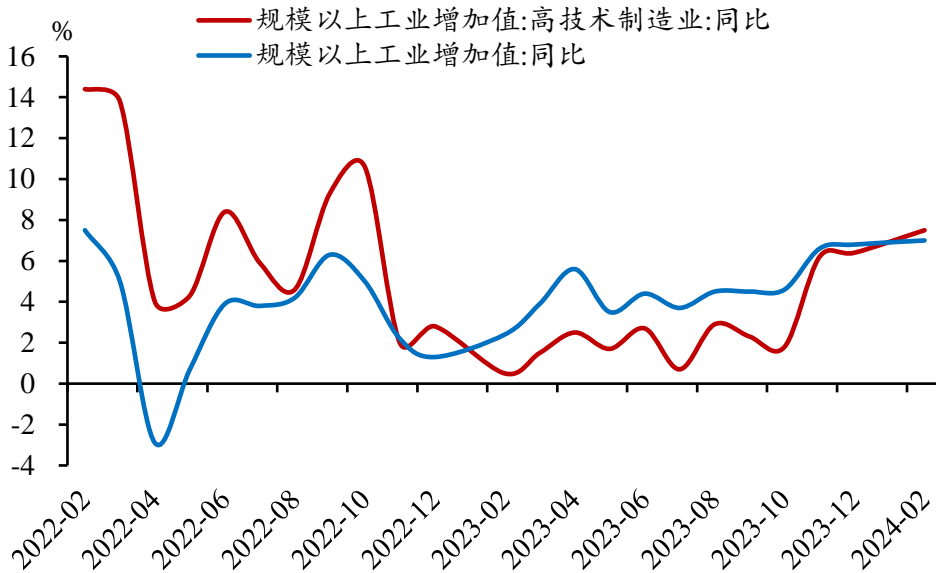
经济“开门红”为实现全年经济目标夯实基础。我们计算的月度GDP指数显示，2024年1-2月的GDP增速可能略高于6%。经济“开门红”为实现全年经济目标5%打下了较好基础。3月6日发改委在人大二次会议经济主题记者会上表示，5%左右的经济增长预期目标是积极向上、奋力一跳能实现的。而3月18日统计局对经济目标的相关表述是，实现5%左右的经济增长预期目标是有条件有支撑的，也是经过努力可以实现的。不难发现，政府部门对实现全年目标的底气进一步加强。

图 1：月度 GDP 指数

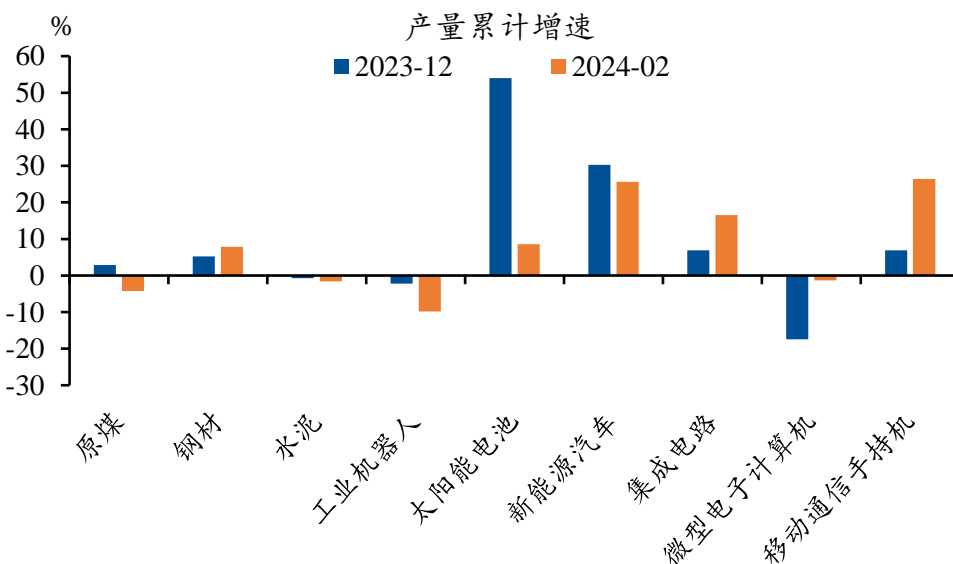


资料来源:万得, 信达证券研发中心
 注释: 1-2月为预测值

首先，“新质生产力”对工业生产形成强力支撑。今年全国两会将大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力位列2024年政府工作首位。2023年工业增加值同比增长一度高于高技术制造业，但2024年1-2月高技术制造业增加值增速相对于工业增速实现了超越。从重点产业来看，2024年1-2月半导体器件专用设备制造业增加值增长41.2%，集成电路制造增长21.6%，智能无人飞行器制造增长18.2%；服务机器人、3D打印设备等智能产品产量同比分别增长22.2%和49.5%；新能源汽车产品产量增长25.6%。生产力迭代升级速度加快。

图 2：2024 年 1-2 月高技术制造业增加值超过了工业增加值增速


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 3：重点产品产量增速


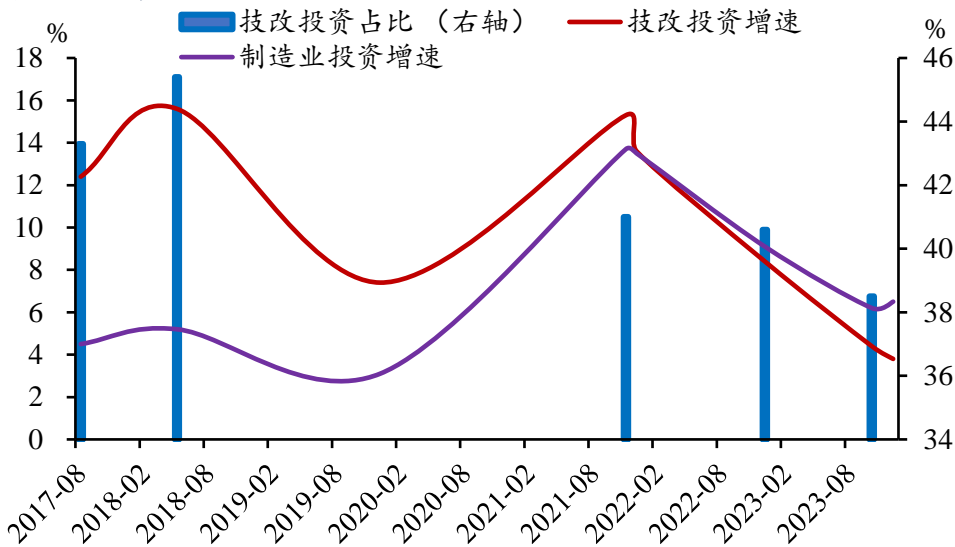
资料来源:iFind, 信达证券研发中心

需要注意的是，1-2 月第二产业发电量高于工业增加值，能耗目标的潜在影响需要跟踪。1-2 月工业用电量增长 9.7%，高于工业增加值的增速。用电量可以看作是能耗的代理指标，用电量增速高于工业增加值增速意味着工业能耗强度可能偏高，其背后是橡胶和塑料制品、黑色金属冶炼等高耗能行业生产力度加大。2024 年政府工作报告时隔两年再次提出能耗量化指标，单位国内生产总值能耗降低 2.5% 左右。后续可能需要跟踪能耗目标的潜在影响。

制造业投资同比增速上升，技改投资有望迎来新一轮上行。1-2 月份制造业投资同比增长 9.4%，增速比去年全年提高 2.9 个百分点，拉动投资增长 2.2 个百分点。装备制造业投资同比增长 14.3%，高技术制造业投资增长 10%，都快于整体制造业的投资增速。技改投资是本期制造业投资中的一个亮点。根据统计局公布的数据，技改投资在制造业投资中的占比在四成左右，2017-2021 年技改投资增速持续高于制造业投资，但 2022-2023 年技改投资增速有所下滑，2023 年增速已降至 3.8%。而 1-2 月技改投资增速大幅上升至 15.1%。我们认为，在推动大

规模设备更新的政策支持下，技改投资有望迎来新一轮上升期。

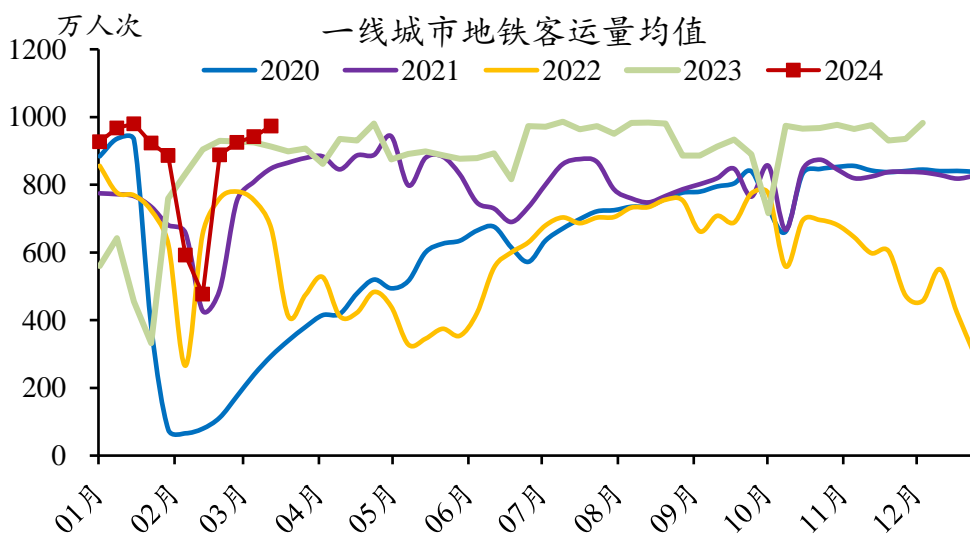
图 4：技改投资增速



资料来源：国家统计局，统计微讯公众号，信达证券研发中心
 注释：统计局公布的技改投资数据并不完整，上图是将两个相邻的数据连接而成。

经济的第三个动能是居民服务消费保持旺盛。年初节假日推动服务消费升温，1-2 月服务业生产指数同比增长 5.5%，服务零售额同比增长 12.3%，限额以上单位餐饮收入同比增长 12.5%。高频数据显示，3 月前两周一线城市地铁客运量创出历史同期新高，拥堵指数也处于历史高位，反映春节假期之后居民出行依然火热。服务消费的表现好于商品消费的特征仍在延续。

图 5：3 月初一线城市地铁客运量超过历史同期

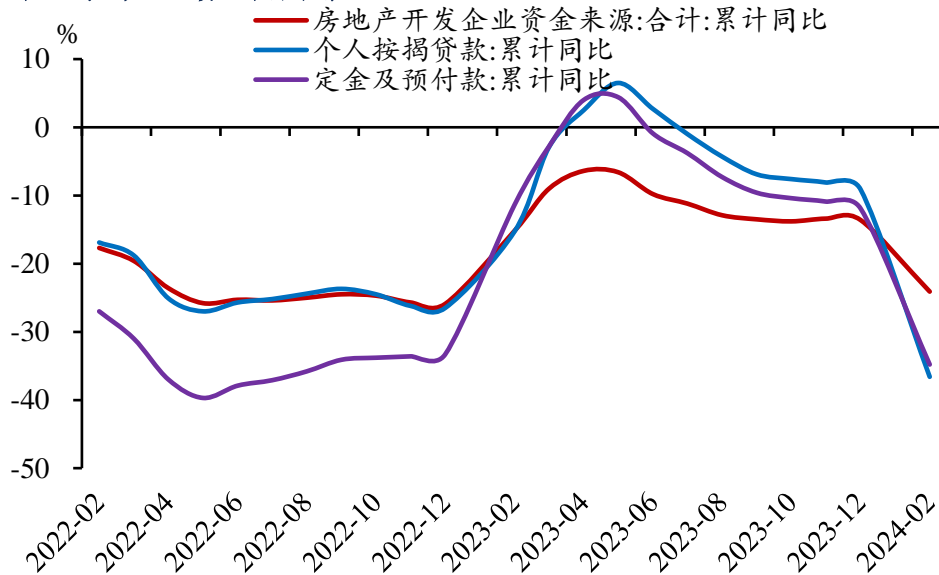


资料来源：iFind，信达证券研发中心

经济结构性隐忧仍在于地产，年初地产继续下行，与其他部门分化扩大。1-2 月份，全国房地产开发投资同比下降 9.0%，相比较 2023 年全年降幅收窄了 0.6 个百分点。我们认为，地产投资的改善主要来源于政策对于

供给端的支持：一是监管部门多次强调，要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，加大对房地产企业的金融支持；二是我们预计“三大工程”正成为房地产投资的新发力点。但从需求端来看，房地产销售依然低迷。1-2月份，新建商品房销售面积同比下降20.5%，较2023年末同比降幅扩大12个百分点。居民的房价预期、购房信心仍待修复。地产销售不振可能会继续影响房企的现金流，1-2月房地产开发企业资金来源同比下降24.1%，其中个人按揭贷款下降36.6%，定金及预付款下降34.8%。

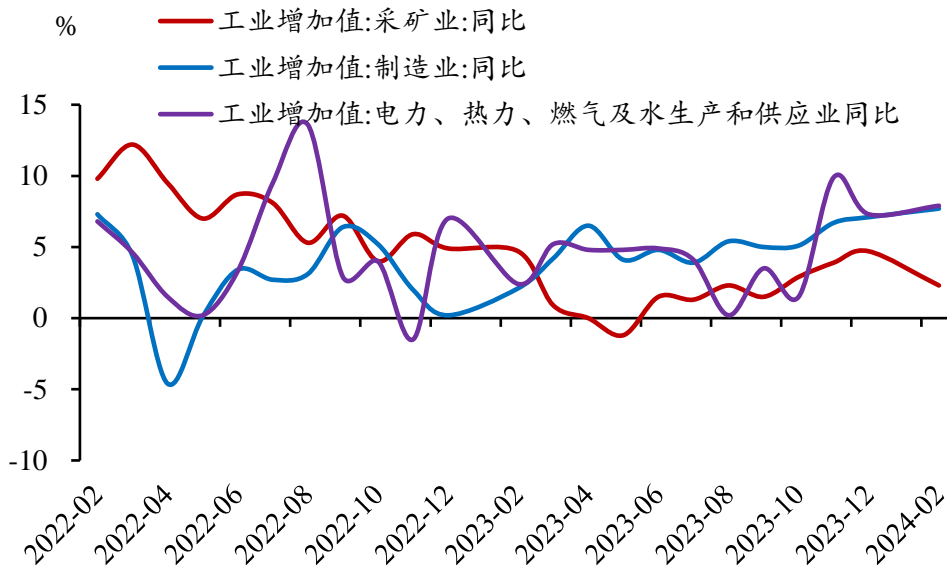
图 6：房地产企业资金来源下滑



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

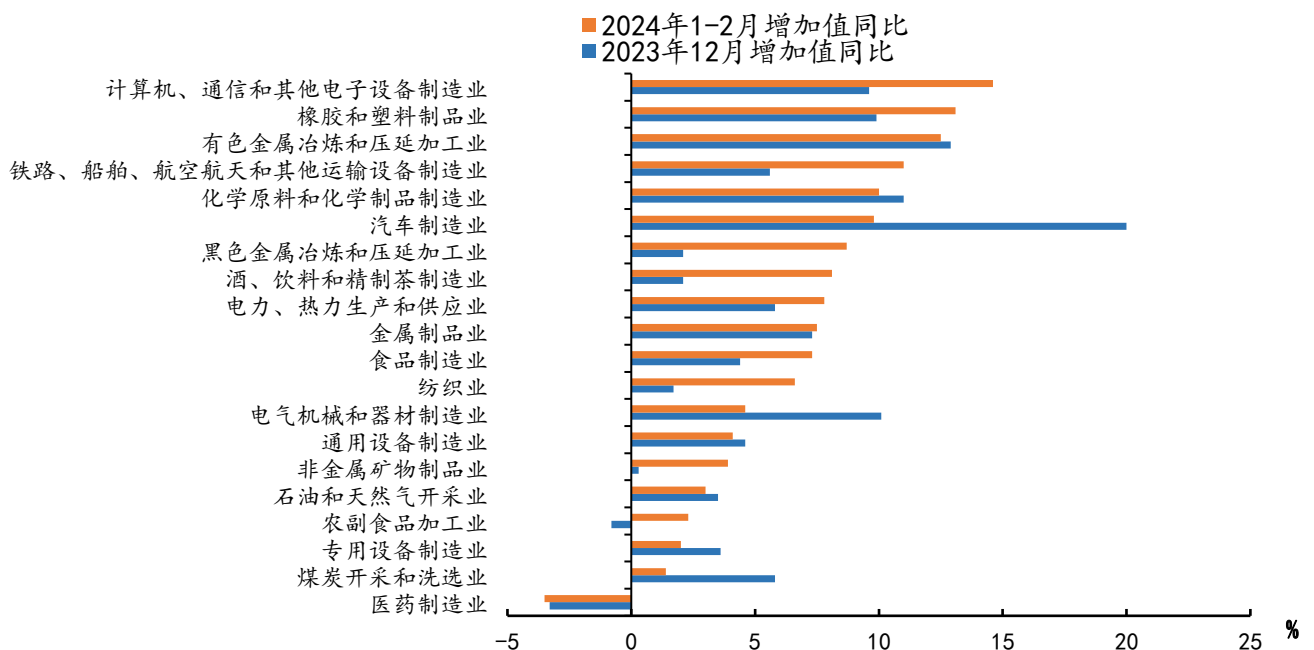
二、工业生产加快

工业增加值同比增速较上期加快。2024年1-2月工业增加值同比增速为7.0%，2023年12月增速为6.8%。制造业、公用事业增速均较12月上升，制造业增加值同比上升7.7%，较上期上升0.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.9%，增速较上期回升0.6个百分点。采矿业增加值同比增速为2.3%，2023年12月为4.7%。

图 7：工业增加值同比增速


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

分行业来看，高技术制造业、消费品制造业、出口链生产均有所加快。(1) 1-2 月份，规模以上高技术制造业增加值同比增长 7.5%，比上年 12 月份加快 1.1 个百分点，连续 3 个月加快增长。其中电子及通信设备制造业、航空航天器及设备制造业增加值分别增长 12.6% 和 14.1%，均为两位数增长。(2) 1-2 月份，规模以上消费品制造业增加值同比增长 4.7%，比上年 12 月份加快 4.4 个百分点。家具制造业增长 11.1%，文教工美增长 10.0%，食品增长 7.3%。(3) 1-2 月份，工业出口交货值由上年 12 月份同比下降 3.2% 转为增长 0.4%，结束了此前连续八个月下降态势。

图 8：分行业工业增加值同比增速


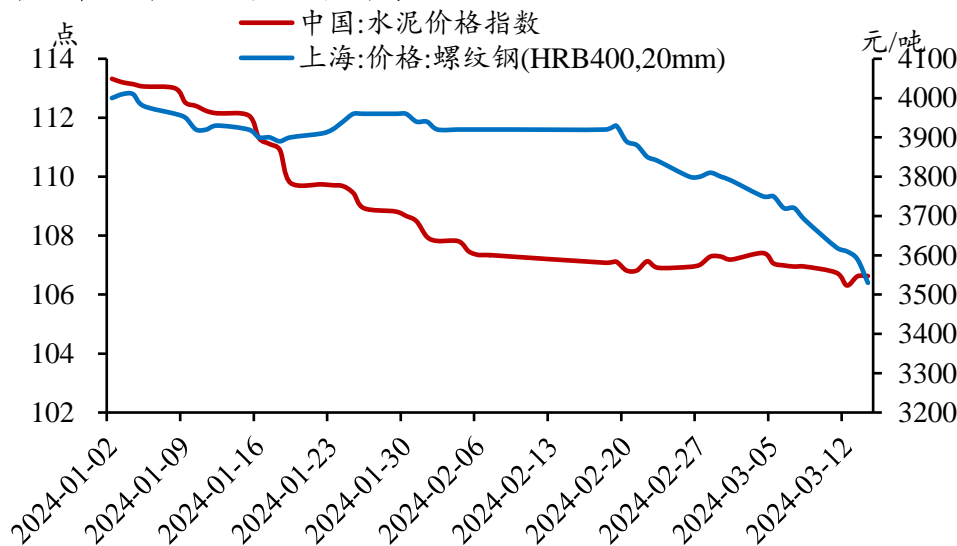
资料来源:万得, 信达证券研发中心

三、基建投资增速小幅上升

1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50847 亿元，同比增长 4.2%，比上年全年加快 1.2 个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长 8.9%。

基建投资保持较高增速。2024 年 1-2 月广义基建投资增长 9.0%，2023 年 1-12 月为 8.2%。去年四季度增发万亿国债，基建投资资金较为充裕。但值得注意的是，基建实物工作量的落地情况可能仍待改善。根据百年建筑的数据，截至 3 月 12 日（农历二月初三），百年建筑调研全国 10094 个工地开复工率 75.4%，农历同比减少 10.7 个百分点；劳务上工率 72.4%，农历同比减少 11.5 个百分点。开复工情况较差与部分区域自发加强化债力度，严格管控新项目审批有关，且个别施工进度超过 50% 的项目有叫停情况。往后看，我们认为，去年增发的国债，叠加新一年的专项债和超长期特别国债有望为基建提供更多增量资金。

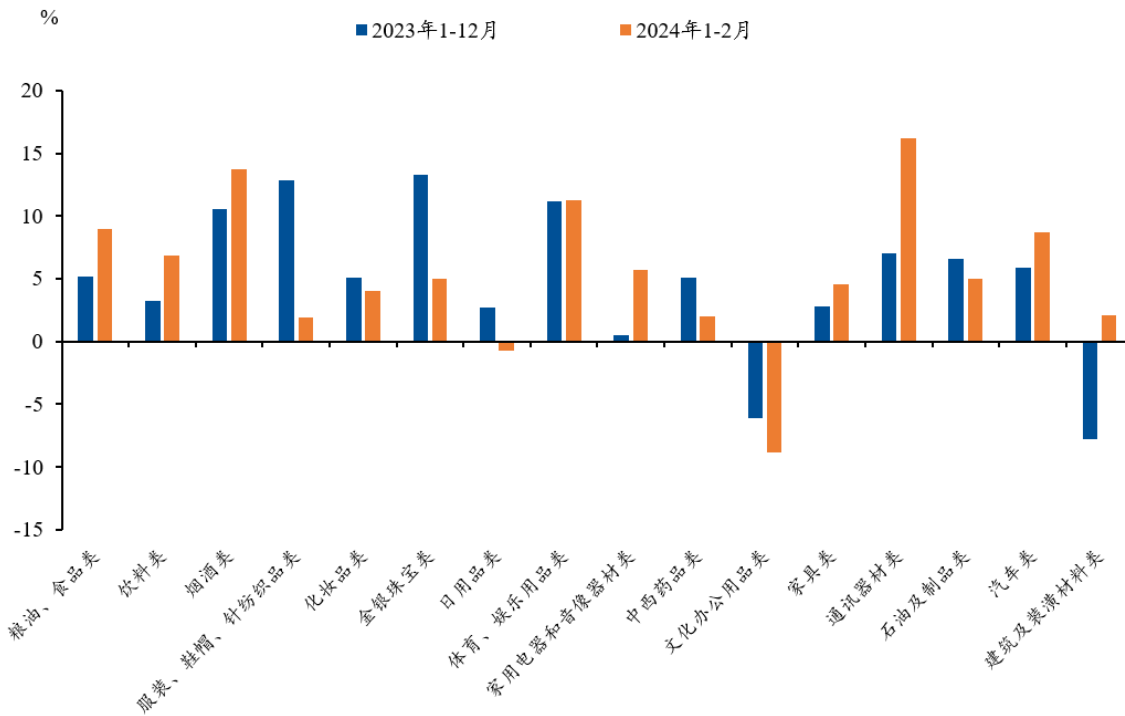
图 9：年初以来水泥、螺纹钢价格下滑



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、社零整体表现一般

1-2 月社零增速下滑。1-2 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，比去年 12 月下降 1.9 个百分点。

图 10：各类消费两年平均增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

通讯器材、汽车类消费增速较高，地产后周期消费仍是拖累。1-2 月汽车消费同比增长 8.7%，汽车，尤其是新能源车“以价换量”。1-2 月通讯器材同比增长 16.2%。家具类、建筑及装潢材料类消费增速较低。

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。