

宏观

需求改善超预期

——2024年1-2月经济数据点评

2024年3月19日

宏观研究/事件点评

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

投资要点：

- **1-2月社零边际改善，其中服务消费继续改善，商品消费平稳中略有回落。**2024年1-2月社零同比5.5%，万得一致预期值为5.4%。考虑到去年同期基数较低，用两年平均增速平滑后的增速为4.5%，整体高于2020-2023年的平均水平。1-2月服务零售额同比增长12.3%，快于商品零售额7.7个百分点。1-2月商品零售同比4.6%，两年平均增速3.8%，整体较为稳定。
- **固定资产投资整体超预期，主要受制造业和基建投资支撑。**1-2月固定资产投资增速为4.2%，高于近四年增长中枢4.0%。不过2010年以来多数年份投资累计增速呈前高后低态势，投资是否企稳需要持续观察。
- **第一，房地产相关指标仍在持续调整。**1-2月全国房地产开发投资同比下降9.0%，降幅比2023年全年收窄0.6个百分点。
- **第二，基建投资增速加快。**1-2月狭义基建投资增速6.3%，快于2023年全年0.4个百分点，主要源于民生补短板投资持续增加和大项目带动。
- **第三，制造业投资步伐加快，全年有望平稳。**1-2月制造业投资累计增速9.4%（2023年为6.5%，四年平均增速为6.6%），呈现加快增长的态势。一是去年下半年以来PPI筑底，企业利润总体降幅趋缓。二是2023年下半年以来产销率、产能利用率持续回升。三是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。
- **工业生产高增主要得益于低的基数，两年平均增速回落，主要受春节假日影响，制造业处于传统生产淡季。**1-2月，规模以上工业增加值同比增长7.0%（两年平均增速是4.7%，2023年12月两年平均增速为4.8%）。综合供需、价格及库存情况看，工业企业进入被动去库存阶段。
- **市场启示：维持经济波动企稳的判断，债市整体仍不逆风。**1-2月经济供需改善有利于价格筑底企稳，其中制造业投资、基建投资、服务消费表现较好，而生产端在节假日影响下有所调整。往后看，随着广义财政发力逐步形成实物工作量、加强民间投资项目融资支持和要素保障政策落实落地，以及重点领域投资力度加大，对投资平稳增长将发挥支撑作用。根据统计局介绍，目前产能利用率处于较高水平，这意味着生产端大幅扩张空间有限，有利于价格水平恢复。但也要看到地产相关指标尤其是销售端仍在深度调整，以及消费方面的降价促销政策一定程度制约物价。未来需关注生产端调整是否具有持续性。总体维持经济波动企稳的判断，债市整体仍不逆风。
- **风险提示：**稳增长政策力度不及预期；地缘政治风险加剧。



1-2月社零边际改善，好于预期，其中服务消费继续改善，商品消费平稳中略有回落。2024年1-2月社零同比5.5%，万得一致预期值为5.4%。考虑到去年同期基数较低，用两年平均增速平滑后的增速为4.5%，整体高于2020-2023年的平均水平。服务消费潜力加快释放。1-2月服务零售额同比增长12.3%，快于商品零售额7.7个百分点。1-2月餐饮收入同比12.5%，两年平均增速10.84%，较2020-2023年平均增速大幅改善。商品零售边际仍在回落。1-2月商品零售同比4.6%，两年平均增速3.8%，整体较为稳定。分项看，日常类消费较为稳定，如粮油食品类同比9.0%（两年平均增速为9.0%，2020-2023年四年平均增速为8.6%）；部分出行类、升级类消费增速回升，如化妆品类同比4.0%（两年平均增速为3.9%，2020-2023年四年平均增速为-0.27%）、金银珠宝类同比5.0%（两年平均增速为5.5%，2020-2023年四年平均增速为4.1%）、体育、娱乐用品类同比11.3%（两年平均增速为6.0%，2020-2023年四年平均增速为5.3%）；由于2023年末促销活动透支了部分需求以及折扣力度降低，汽车消费在今年1-2月表现较差，同比增速8.7%，两年平均增速为-0.8%。地产链相关消费中，家电、家具在促消费政策下边际改善，而建筑及装潢材料类表现维持弱势。

固定资产投资整体超预期，主要受制造业和基建投资支撑。1-2月固定资产投资增速为4.2%，高于近四年中枢水平4.0%。不过2010年以来多数年份投资累计增速呈前高后低态势，投资是否企稳需要持续观察。

房地产相关指标仍在持续调整。1-2月全国房地产开发投资同比下降9.0%，降幅比2023年全年收窄0.6个百分点。从资金来源看，自筹资金的部分下降-15.2%，跌幅较2023年收窄3.9个百分点，国内贷款部分相对平稳，跌幅较大的是个人按揭贷款。1-2月个人按揭贷款大幅下降36.6%（2023年为-9.1%）。1-2月商品房销售面积大幅下降20.5%（2023年为-8.0%）。1-2月商品房新开工面积大幅下降29.7%（2023年为-20.4%）。1-2月房屋施工面积下降11.0%（2023年为-7.2%）。

基建投资增速加快。1-2月狭义基建投资增速6.3%，快于2023年全年0.4个百分点。民生补短板投资持续增加。1-2月份，电力热力生产和供应业、水利管理业投资分别增长32.7%和13.7%。大项目带动作用明显。1-2月份，计划总投资亿元及以上的项目完成投资同比增长12.1%，增速比上年全年提高2.8个百分点。

制造业投资步伐加快，全年有望平稳。1-2月制造业投资累计增速9.4%（2023年为6.5%，四年平均增速为6.6%），呈现了加快增长的态势。一是去年下半年以来PPI筑底，企业利润总体降幅趋缓。二是2023年下半年以来产销率、产能利用率持续回升。三是装备制造业投资同

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。由于我国 PPI 正处于筑底企稳阶段，制造业投资回升也意味着未来供给力量的加快，政策将进一步促进各类资金统筹利用，防止低效、无效投资。全年看，制造业投资有望波动中平稳。分行业看，产能利用率较高的行业投资速度较快，如化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、通用设备制造业等实现了较高的投资增速；而纺织业、医药制造业等产能利用率较低的行业投资增速不佳。

**工业生产高增主要得益于低的基数，两年平均增速有所回落。**1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 7.0%（两年平均增速是 4.7%，2023 年 12 月两年平均增速为 4.8%）。综合供需、价格及库存情况看，工业企业进入被动去库存阶段。行业层面看，1-2 月工增低于两年平均和四年平均的行业包括煤炭开采和洗选业、电气机械及器材制造业、汽车制造业、专用设备制造业、烟草制品业等。

**市场启示：维持经济波动企稳的判断，债市整体仍不逆风。**1-2 月经济供需改善有利于价格筑底企稳，其中制造业投资、基建投资、服务消费表现较好，而生产端在节假日影响下有所调整。往后看，随着广义财政发力逐步形成实物工作量、加强民间投资项目融资支持和要素保障政策落实落地，以及重点领域投资力度加大，对投资平稳增长将发挥支撑作用。根据统计局介绍，目前产能利用率处于较高水平，这意味着生产端大幅扩张空间有限，有利于价格水平恢复。但也要看到地产相关指标尤其是销售端仍在深度调整，以及消费方面的降价促销政策一定程度制约物价。未来需关注生产端调整是否具有持续性。总体维持经济波动企稳的判断，债市整体仍不逆风。

**风险提示：稳增长政策力度不及预期；地缘政治风险加剧。**

图 1：社零同比增速（%）

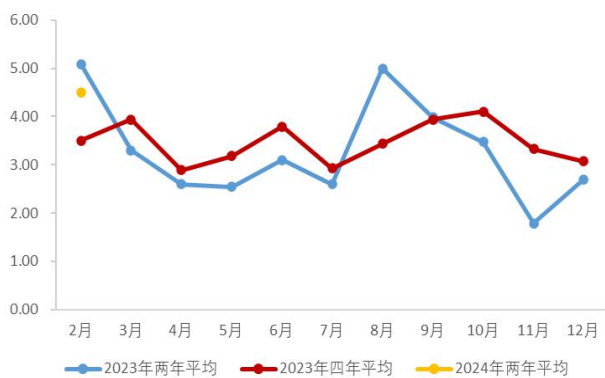
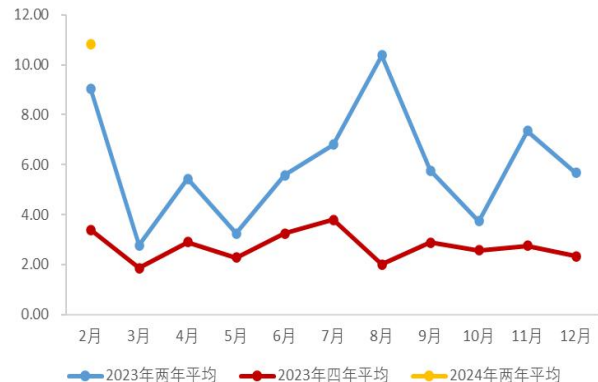


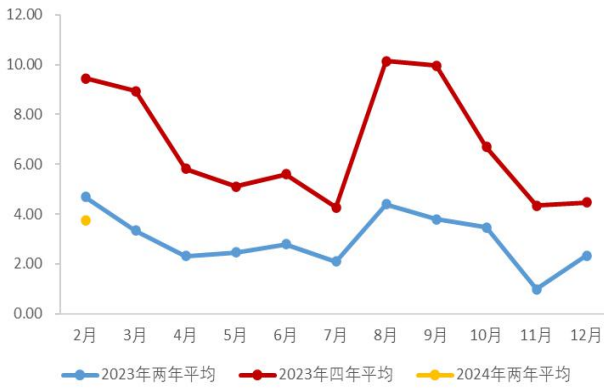
图 2：餐饮收入同比增速（%）





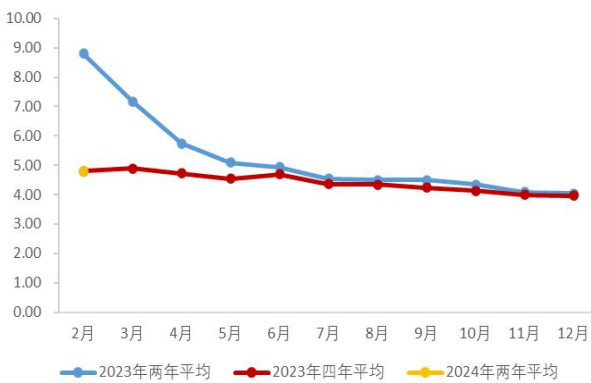
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 3：商品零售同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 5：固定资产投资同比增速（%）

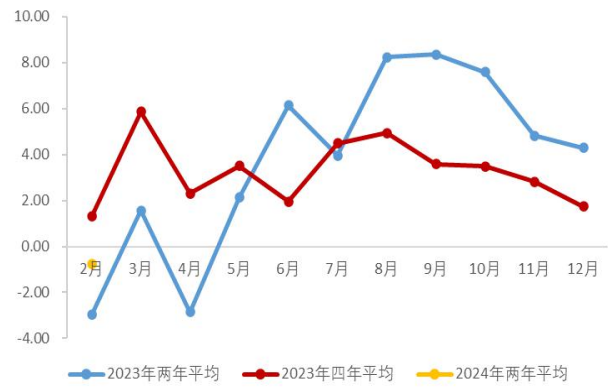


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 7：基建同比增速（%）

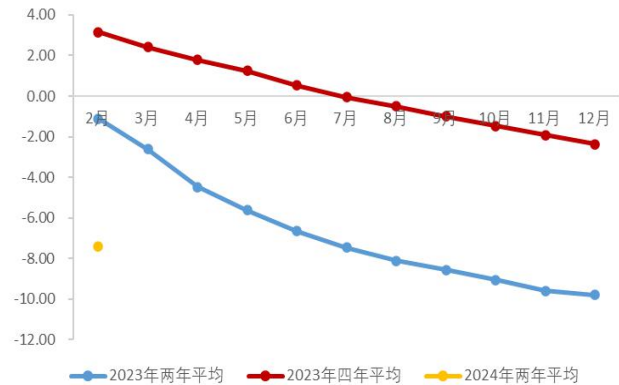
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 4：汽车类零售同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

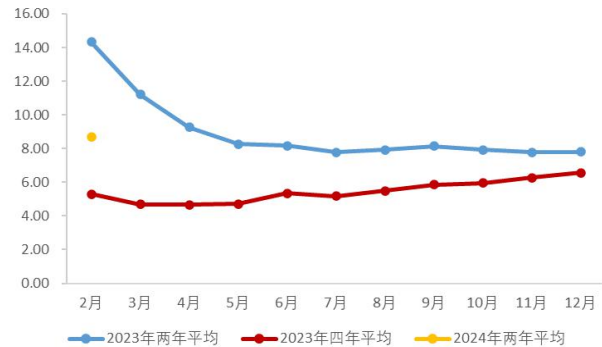
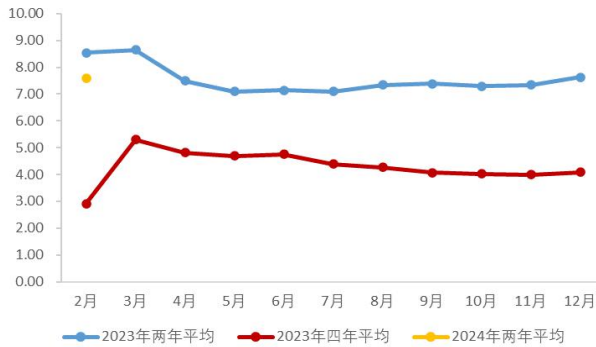
图 6：房地产投资同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 8：制造业投资同比增速（%）





资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京



太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层 北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽  
电话：0351-8686981 泽平安金融中心 A 座 25 层  
<http://www.i618.com.cn>