

经济有所改善，政策仍有发力空间

——2024年1-2月份经济数据点评

事件：

2024年3月18日，国家统计局发布2024年1-2月经济增长数据。1—2月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.0%。1—2月份，全国固定资产投资50847亿元，同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2pct。1—2月份，社会消费品零售总额81307亿元，同比增长5.5%，较去年12月份回落1.9pct。1—2月份，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9.0%，跌幅较23年全年收窄0.6个pct。

事件点评

► 工业生产：春节滞后因素以及外需回暖共同推升生产增速

2024年1-2月份工业增加值同比增速有所回暖。主因是受到春节滞后效应下，工业生产天数变长。今年春节假期于2月10日开始，较2023年1月份春节日期较为滞后，因此2024年1月份工业生产正常进行，1-2月生产企业相比于往年的增多了工作天数而拉动工业增加值回升。此外，海外需求逐步回暖，导致出口增速有所回升，一定程度上支持工业生产增速。

► 固投：制造业有所支撑、但地产仍是拖累

1-2月固定资产投资边际改善。其中基建投资增速维持平稳，后续随着政府发债节奏加快，基建投资或有所企稳，仍是稳增长的主要支撑；制造业受益于设备更新等政策发力支持，增速回暖，表现较好；地产投资同比跌幅略有收窄，但开工、施工、竣工面积跌幅有所加深。当前地产供给端受政策托底，对房企投资端略有支撑，但由于需求端尚未企稳，预计投资端短期难言向好。

► 社零：春节消费对社零有所拉动

春节期间社会消费品零售总额受到餐饮收入的拉动。具体来看，必选消费总体高增，与春节出行、社交需求增加有关；可选消费同比增速较上月出现回落，与经济尚处于修复阶段，消费者信心不足有关；地产后周期消费同比增速转正，或受益于假期消费需求的释放以及国家为促进消费发布的消费品以旧换新政策有关。2024年2月城镇失业率录得5.3%，较1月份上升0.1%。

风险提示：警惕稳增长政策释放不及预期，警惕海外经济金融风险。

作者

分析师：王宇鹏

执业证书编号：S0590522020002

邮箱：wyp@glsc.com.cn

联系人：吴嘉颖

邮箱：wjiaying@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《新增社融回落反应需求仍弱，债牛未尽：——2024年2月份金融数据点评》2024.03.17
- 2、《2024年政府工作报告学习解读：——聚焦高质量发展，穿越周期》2024.03.05

1. 事件

2024年3月18日，国家统计局发布2024年1-2月经济增长数据。1—2月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.0%。1—2月份，全国固定资产投资50847亿元，同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2pct。1—2月份，社会消费品零售总额81307亿元，同比增长5.5%，较去年12月份回落1.9pct。1—2月份，全国房地产开发投资11842亿元，同比下降9.0%，跌幅较23年全年收窄0.6个pct。

2. 事件点评

2.1 工业生产：春节滞后因素以及外需回暖共同推升生产增速

24年1—2月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.0%，较2023年12月回升2.4pct；两年复合增速为4.7%，较12月份回升0.7pct。分三大门类来看，采矿业增加值两年复合增速为3.5%，较2023年12月回落1.3pct；制造业两年复合增速为4.9%，较2023年12月回升0.9pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业两年复合增速为5.15%，较2023年12月回升0.5pct，高科技制造业两年复合增速为4.0%，较2023年12月回落1.05pct。主要受到春节错位下，实际开工日期增加以及外需回暖影响，工业生产增速有所回暖。

分行业来看，1-2月上游和下游行业有所改善，中游行业涨跌不一。具体来看，上游行业增速全线为正，除了有色金属生产和化学原料生产外，其余行业增速较去年12月均有所回升，其中黑色金属行业同比增速较去年12月回升6.6个pct。中游行业增速也全线为正，不过边际来看涨跌不一，其中汽车和电气机械生产增速较12月回落明显，或受季节性影响。下游行业改善较为明显，除了医药行业受高基数影响外，电子设备生产、纺织生产等行业边际增速均出现持续改善。

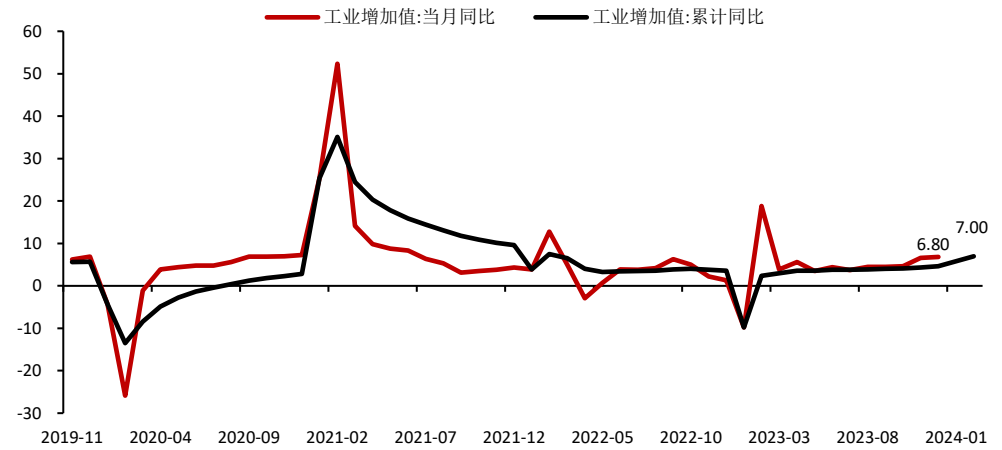
2024年1-2月份工业增加值同比增速有所回暖，对此我们有以下观点：

1) 今年春节滞后效应下，工业生产天数变长。今年春节假期于2月10号开始，较2023年1月份春节日期较为滞后，因此2024年1月份工业生产正常进行，1-2月生产企业相比于往年的增多了工作天数而拉动工业增加值回升。展望后续，我们认为内需将呈现缓慢修复态势，静待海外工业周期反转后需求回暖、企业盈利修复等信号释放后国内开启大规模补库周期，持续推动生产端向好。

2) 1-2月出口增速有所回升，一定程度上支持工业生产增速。1-2月中国出口（以美元计）累计同比增长7.1%，与去年12月比由负转正。主要受益于全球制造业PMI在1月和2月持续回升，当前已重回荣枯线上，显示海外需求逐步回暖，提振国

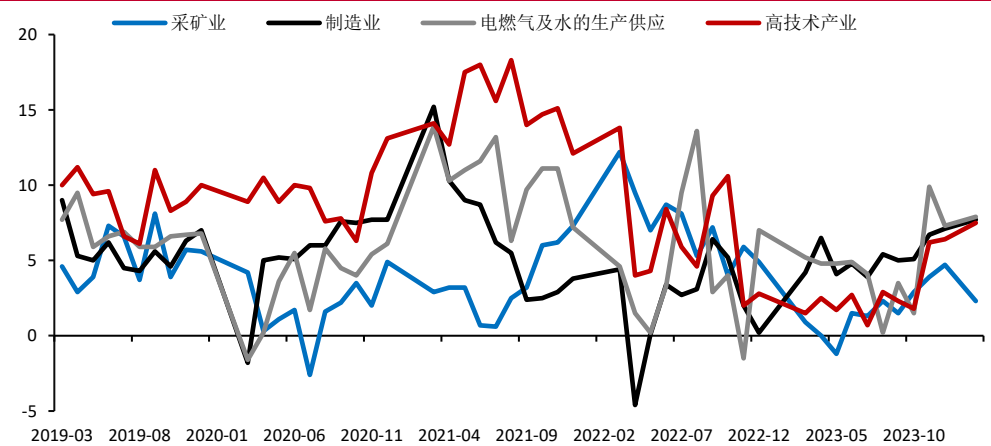
内出口，从而推动国内生产走高。展望后续，我们认为美联储降息周期或将在三季度开启，随着新一轮宽货币周期的开启，外需逐步修复，叠加新能源产业链持续强劲推动，出口与外需或将对工业生产产生正向拉动。

图表1：1-2月生产增速两年复合同比边际回升，外需改善拉动生产（%）



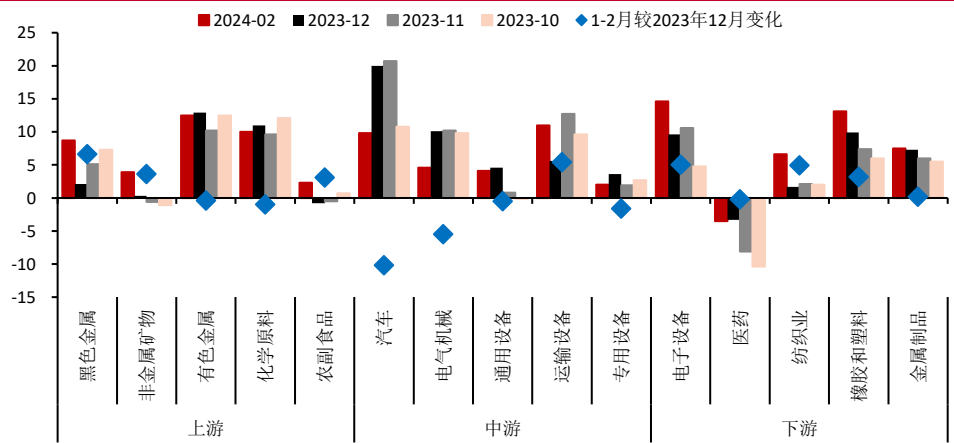
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：1-2月电燃气与水的生产和高技术产业生产共同推动生产回升（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：1-2 月上游和下游生产持续改善，而中游走势有所分化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 固定资产投资：制造业有所支撑、但地产仍是拖累

1-2 月固定资产投资边际改善。2024 年 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50847 亿元，同比增速 4.2%，较 23 年全年回升 1.2pct。其中，民间固定资产投资 26753 亿元，同比增长 0.4%，较 23 年全年回升 0.8 个 pct。

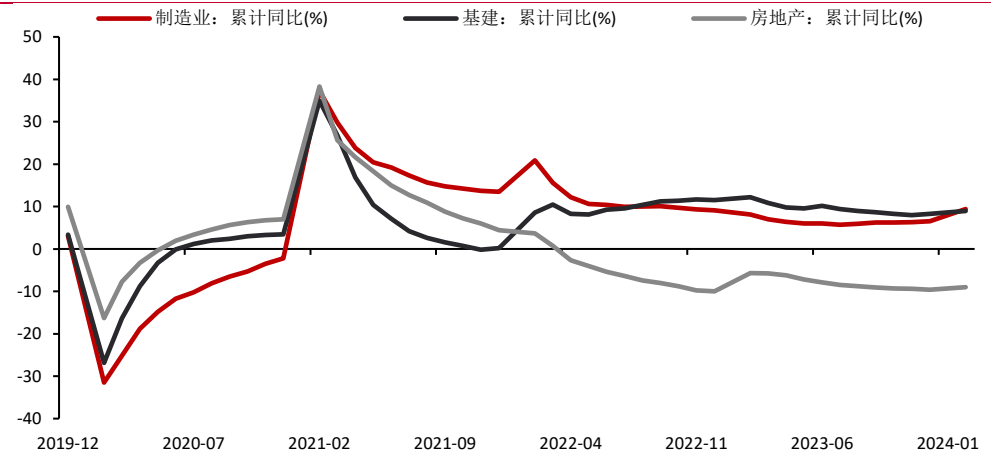
基建投资增速维持平稳。2024 年 1-2 月基建同比增速为 9.0%（wind 口径），增速较 2023 全年的 8.24% 小幅回升 0.76pct。而 1-2 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 5.9%（统计局口径），增速加快 0.1 个 pct。其中电燃水投资维持高位，交通运输投资增速维持平稳，而水利环境投资增速略有回暖。**展望后续**，随着二季度地方政府债发行节奏加快、超长期特别国债落地，以及在“十四五”重点工程的基础上投资项目的落实，基建仍是推动经济增长的重要着力点。

制造业投资增速略有回升。2024 年 1-2 月制造业投资增长 6.5%，增速较去年全年小幅回升 0.2 个 pct。从分项上来看，制造业分项同比全线回正，其中运输设备和纺织制造业回升速度较快，而电气机械制造业增速边际放缓。当前制造业受益于设备更新等政策发力支持，表现较好。**后续静待全球工业周期回暖对制造业的提振。**伴随着制造业企业利润逐步回暖、企业信心开始修复，预计在本轮被动去库存结束后，随着产能扩张在明年年初制造业投资增速有望出现明显回暖。

地产投资同比跌幅略有收窄，但开工、施工、竣工面积跌幅均有所加深。1-2 月房地产开发投资同比下降 9.0%，跌幅较 2023 年全年收窄 0.6 个 pct。具体来看，施工面积同比下降 11.0%，跌幅较 23 年全年加深 3.8 个 pct；新开工面积同比下降 29.7%，跌幅较 23 年全年走扩 9.3 个 pct；竣工面积同比下降 20.2%，跌幅较 23 年全年加深 37.2 个 pct。当前地产供给端受益于保交楼资金支持、“三个不低于”等政策托底，对房企投资端略有支撑。**但是结合春节后地产高频数据来看**，目前地产需求

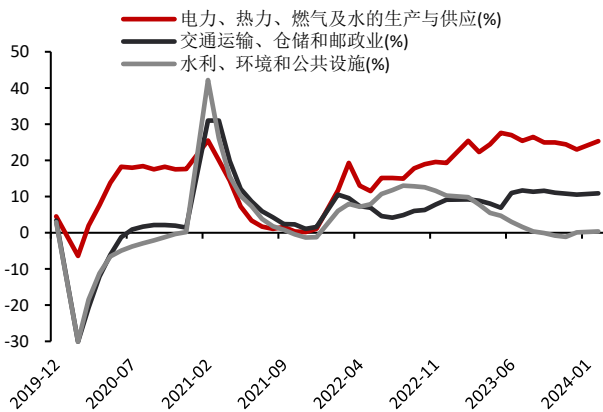
仍待提振，购房者消极预期带来的加杠杆意愿不足，需求端恢复成色不足。因此对后续投资端带动强度有限，预计难以大幅改善。

图表4：1-2月固定资产投资中制造业有所支撑、地产仍是拖累（%）



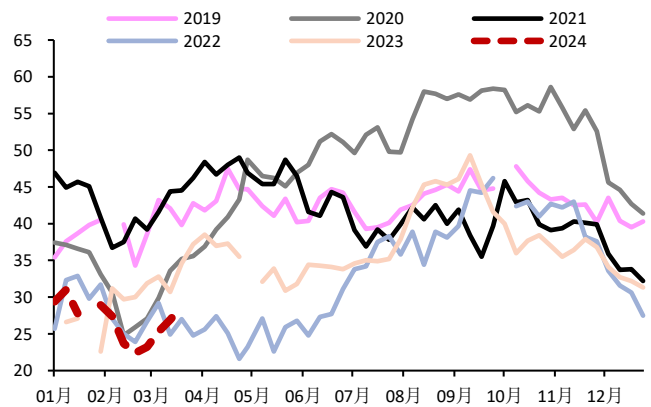
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：基建分项中电热燃气与水的供应持续增长（%）



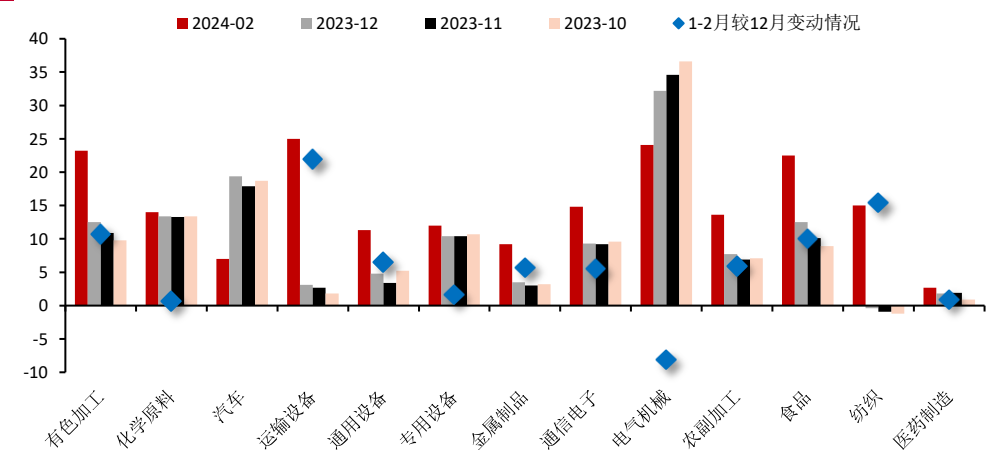
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：2月石油沥青开工率持续低位（%）



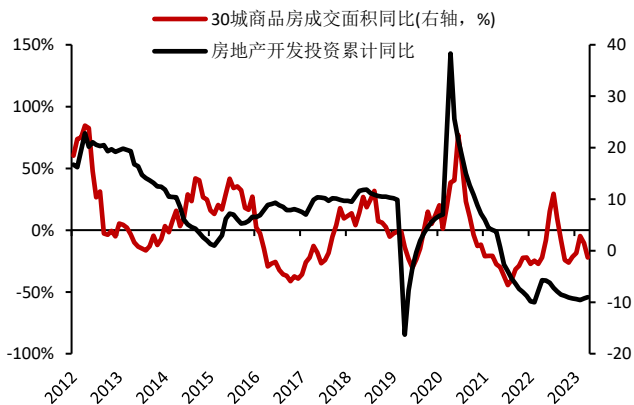
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：1-2月制造业分行业同比走势（%）



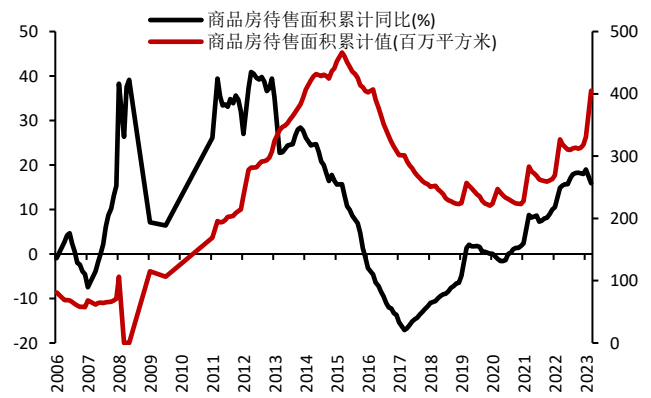
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8：1-2月地产投资与销售未见企稳（%）



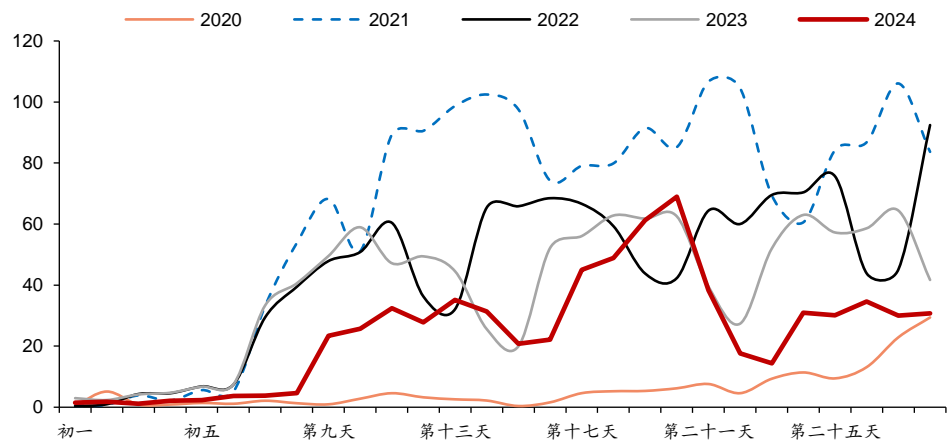
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：当前地产库存仍在高位（%，百万平方米）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：高频数据看，春节后一手房销量仍在低位（万平方米）



资料来源：房管局网签数据，国联证券研究所

图表11：高频数据看，春节后二手房季节性小阳春，但整体不及往年（万平方米）

商品房销售情况					
时间	2020	2021	2022	2023	2024
第一周	0.32	10	6.51	11.1	0.45
第二周	6.94	154.85	85.99	147.61	128.04
第三周	14.78	168.92	107.54	160.06	146.57
第四周	25.47	187.42	119.72	189.86	156.86

资料来源：房管局网签数据，国联证券研究所

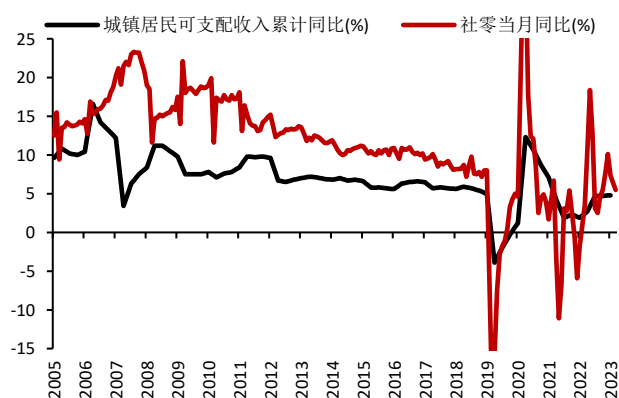
2.3 社零：春节消费对社零有所拉动

2024年1-2月，社会消费品零售总额同比增长5.5%，较上月回落1.9pct。其

中，除汽车以外的消费品零售同比增长 5.2%，较上月回落 2.7pct。按消费类型分，1-2 月商品零售同比增长 4.6%，较上月回落 0.2pct；餐饮收入同比增长 12.5%，较上月回落 17.5pct。商品零售两年复合增速为 3.75%，餐饮收入两年复合增速为 10.85%，春节期间社会消费品零售总额受到餐饮收入的拉动。相比于去年受疫情影响，今年消费需求有所释放。

观察限额以上消费增速数据，(1) **必选消费总体高增**。其中烟酒消费同比增长 13.7%，较上月提升 6.1pct；饮料消费同比增长 6.9%，较上月回落 0.8pct；粮油食品消费同比增长 9.0%，较上月提升 3.2pct；中医药消费 2.0%同比增长，较上月提升 20.0pct，但中医药消费增速较 2023 年同期收窄 17.3pct，主因疫情结束，居民对中西药需求减少。必选消费的提高或与春节出行，社交需求增加有关。(2) **可选消费总体同比增速较上月出现回落**。其中办公用品消费同比降低 8.8%，较上月提升 0.2pct；通讯器材消费同比增长 16.2%，较上月提升 5.2pct；化妆品消费同比增长 4.0%，较上月回落 5.7pct；金银珠宝消费同比增长 5.0%，较上月回落 24.4pct，居民娱乐相关消费未改善，与经济尚处于修复阶段，消费者信心不足有关，居民消费潜力仍有待进一步释放。(3) **地产后周期消费同比增速转正**。其中家具同比增速维持正值，为 4.6%，家用电器、建筑装潢同比增速由负转正，分别为 5.7%、2.1%，或受益于假期消费需求的释放以及国家为促进消费发布的消费品以旧换新政策的落地，据预计，2024 年在京东参与家电家具以旧换新的用户数量将超 2000 万。但考虑到目前房地产行业仍低迷，地产后周期消费的增速持续性仍有待观察。(4) **社交经济板块消费有所提升**。汽车消费增速回升，2 月汽车消费同比增长 8.7%，较上月提升 4.7pct，主因国家汽车行业稳增长工作方案的落地，积极落实新能源汽车车船费、车辆购置税等优惠政策等。此外，2024 年 2 月城镇失业率录得 5.3%，较 1 月份上升 0.1%。

图表12：春节对 1-2 月消费有所拉动 (%)



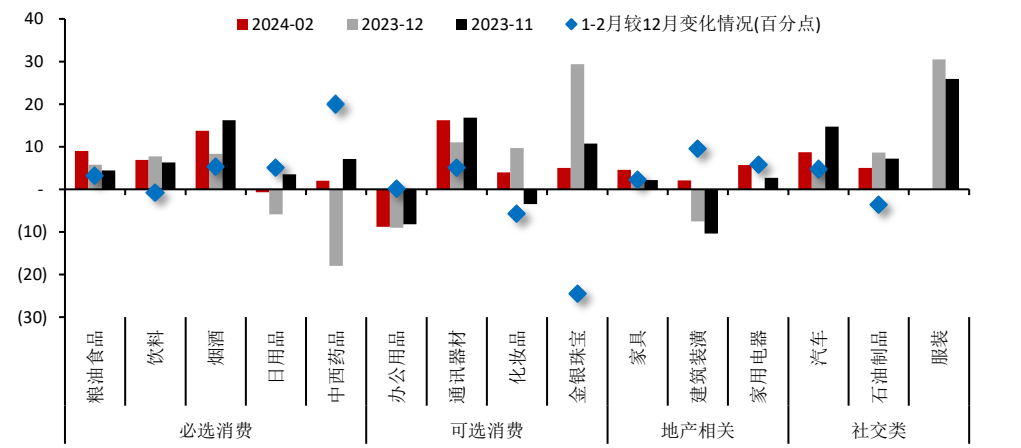
资料来源：ifind，国联证券研究所

图表13：2 月失业率录得 5.3% (%)



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表14：1-2月限额以上消费分行业增速情况（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 风险提示

警惕稳增长政策释放不及预期，警惕海外经济金融风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼