

经济新周期的正循环可能正在启动

——2024年1-2月经济数据点评

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

事件：

国家统计局3月18日公布1-2月经济数据。1-2月供需整体进一步回升。从结构上来看，需求端与生产端的多数分项都有所改善：季节性调整后，需求端，消费动能进一步修复，商品消费、餐饮消费双双回升，固定资产投资规模整体保持平稳；在生产端，工业增加值、出口交货值均出现回升。展望未来，我们预计在以资本支出为中心的新动能的支持下，经济未来仍将持续复苏——中国经济的新周期或正在开启。

事件点评

► 需求端：消费持续修复，投资保持平稳

1-2月需求端有进一步修复，与此前公布的核心通胀和服务业通胀等指标超预期保持一致。但在结构上，需求端仍延续分化。季节性调整后，1-2月平均的社零规模较12月环比上升1.1%（前值+0.7%），可能意味着消费动能有进一步修复，其中商品、餐饮消费双双回升（环比分别为1.0%、3.1%）；固定资产投资规模整体保持平稳（环比0.04%）；地产销售仍有待提振。

► 生产端：工业生产进一步修复

与需求端相一致，生产端也有进一步修复。1-2月工业增加值同比增长7.0%（前值+6.8%）。季节性调整后，1-2月工业增加值环比回升1.1%（前值+0.4%）。工业企业出口交货值也较上月明显反弹。季节性调整后，1-2月工业企业出口交货值环比上升2.4%（前值+7.5%），与1-2月的出口高增保持一致——1-2月平均的出口规模较12月环比增长6.3%。此外，1-2月发电量保持平稳，季节性调整后，环比增速为0.0%（前值+0.9%）。

► 就业形势边际改善

1-2月的调查失业率数据在季节性调整后有所下降，表明整体的就业形势或有边际好转，其中1-2月平均的城镇调查失业率、31大中城市调查失业率在季调后均较12月下降0.1个百分点。但分年龄段的数据显示，不同年龄段劳动力的就业情况在1月可能有所分化，其中，16-24岁的青年就业出现好转（较12月下降0.3个百分点），但25-29岁、30-59岁的劳动力的就业形势或有待改善（分别较12月上升0.1、0.2pct）。

► 经济的新周期或正在开启

1-2月需求端、生产端整体均有所回升。我们认为2023年4季度以来的二次探底已经结束，如同我们所预计的，经济在1季度重新回到复苏的轨道。我们也预计在以资本支出为中心的新动能的支持下，经济未来仍将持续复苏。展望未来，我们维持2024年1季度GDP环比增速将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。

风险提示：经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

相关报告

- 1、《服务通胀仍高，降息预期或再推迟：——美国2月CPI数据点评》2024.03.13
- 2、《政策目标基本符合预期：——2024年全国两会点评》2024.03.05

正文目录

| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1. 需求端：消费持续修复，投资保持平稳 | 3 |
| 1.1 消费动能进一步修复 | 3 |
| 1.2 投资规模平稳，结构有所分化 | 6 |
| 1.3 地产销售仍待提振 | 8 |
| 2. 生产端：工业生产进一步修复 | 9 |
| 2.1 工业增加值持续增长 | 9 |
| 2.2 出口交货值继续回升，发电量保持平稳..... | 9 |
| 3. 就业形势边际改善 | 11 |
| 3.1 1-2月调查失业率季调后下降 | 11 |
| 3.2 不同年龄段就业情况有所分化 | 11 |
| 4. 未来经济与政策展望 | 13 |
| 4.1 1-2月供需整体进一步改善 | 13 |
| 4.2 经济新周期的正循环可能正在启动 | 13 |
| 5. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 图表 1：社会消费品零售规模（季调） | 3 |
| 图表 2：社会消费品零售同比增速 | 3 |
| 图表 3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调） | 4 |
| 图表 4：汽车与地产后周期消费（季调） | 5 |
| 图表 5：其他板块的商品消费（季调） | 5 |
| 图表 6：限额以上主要商品复合增速及其变化 | 5 |
| 图表 7：固定资产投资（季调） | 6 |
| 图表 8：房地产投资（季调） | 7 |
| 图表 9：基建与制造业投资（季调） | 7 |
| 图表 10：历年房地产开发投资规模 | 7 |
| 图表 11：历年商品房销售面积 | 8 |
| 图表 12：历年住宅销售面积 | 8 |
| 图表 13：工业增加值（季调） | 9 |
| 图表 14：出口交货值（季调） | 10 |
| 图表 15：发电量（季调） | 10 |
| 图表 16：调查失业率 | 11 |
| 图表 17：分年龄段的调查失业率（不含在校学生） | 12 |

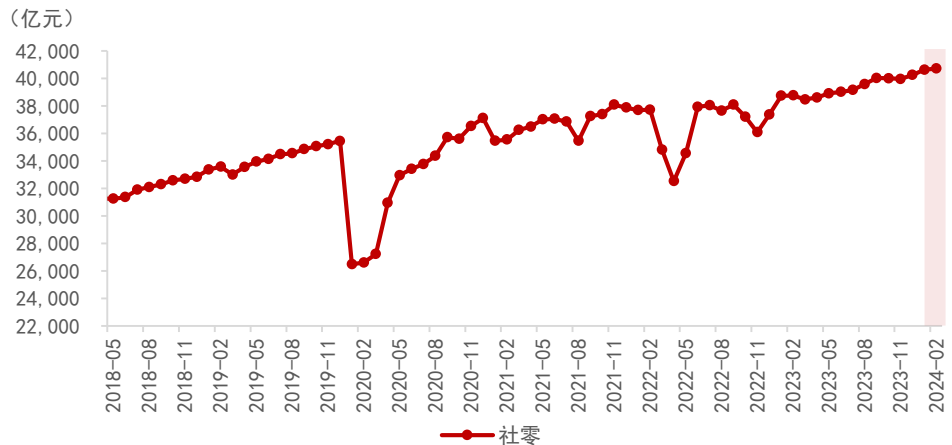
1. 需求端：消费持续修复，投资保持平稳

1-2月需求端有进一步修复，与此前公布的核心通胀和服务业通胀等超预期保持一致。但在结构上仍延续分化。季节性调整后，1-2月消费动能进一步修复，其中商品、餐饮消费双双回升；固定资产投资规模整体保持平稳；地产销售仍有待提振。

1.1 消费动能进一步修复

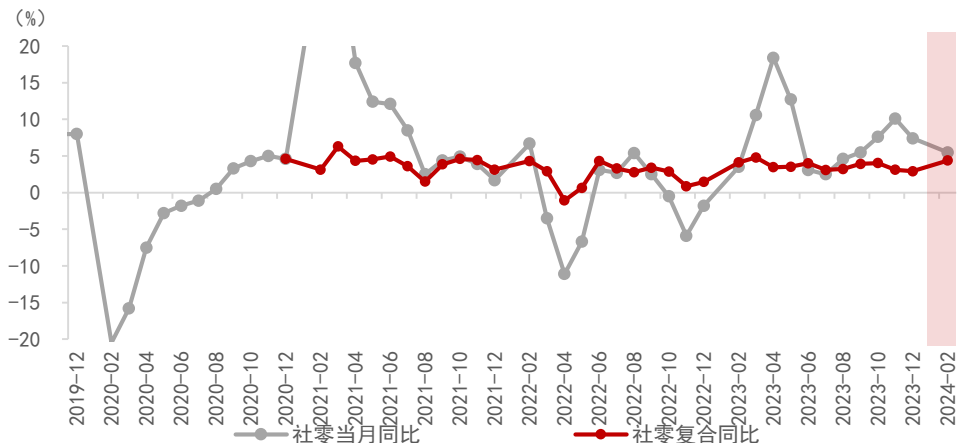
首先，1-2月消费动能持续修复，其中餐饮与商品消费双双回升。季节性调整后，1-2月平均的社零规模较12月环比上升1.1%（前值0.7%），可能意味着消费动能有进一步修复。这一情况与春节期间消费数据走强等数据保持一致（《春节期间国内外宏观数据有积极信号》）。

图表1：社会消费品零售规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：社会消费品零售同比增速

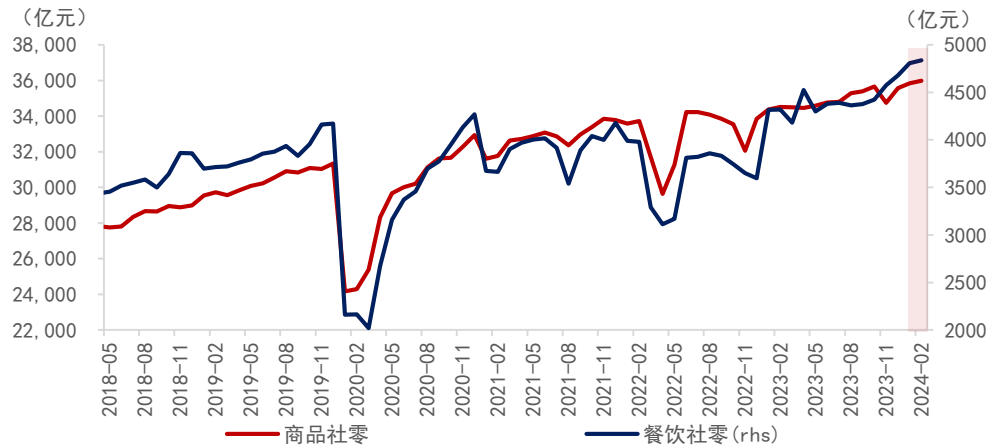


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比增速以2019年为基期

分消费类别而言，1-2月商品、餐饮消费双双回升。

季节性调整后，商品消费继12月的明显反弹后进一步回升，餐饮消费也大幅环比回升。具体而言，1-2月平均的商品消费规模较12月环比增长1.0%（前值2.4%），餐饮消费环比增长3.1%（前值+2.3%）。

图3：社零中的餐饮与商品消费规模（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

分板块来看，1-2月多数商品板块的消费都较上月有所回升，其中地产后周期商品回升幅度最大，但汽车相关消费稍有回落。

具体而言，从限额以上的商品销售观察：

- 鞋帽服装、化妆品等与外出相关商品消费在1-2月有所回升。外出相关消费在1-2月的季调环比增速为1.5%（前值+0.4%）。
- 汽车消费在上月的反弹后有所回落。季节性调整后，1-2月汽车消费环比下降1.4%（前值+1.2%）。这可能与“12月年末促销冲刺”的活动导致部分汽车消费前置有关¹。
- 粮油、食品饮料及药品等必选消费进一步回升。季节性调整后，其1-2月环比增速为2.7%（前值+0.8%）。
- 家具家电等地产后周期商品消费在去年底连续两月的回落后明显反弹。季节性调整后，其1-2月环比增长7.7%（前值-2.1%）。可能与1-2月“年货节”家电促销力度较大有关²。

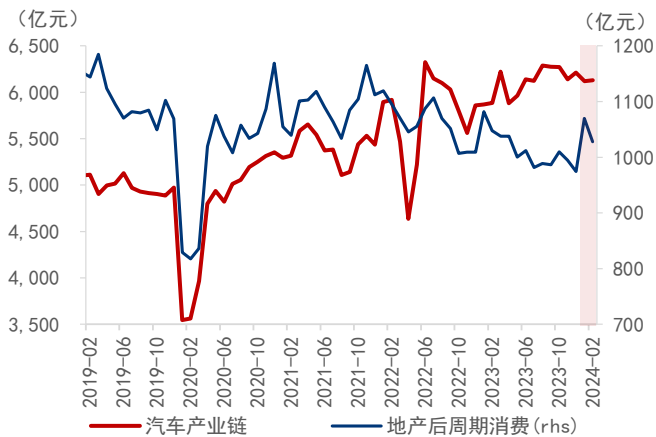
¹ 据中国汽车流通协会观察，“12月促销在力度和广度上都有所增强，几乎波及所有厂商、所有车型，呈现历史罕见的年末加力促销冲刺的特征”。

http://www.cada.cn/Trends/info_91_9843.html

² https://www.clii.com.cn/ggxp/202402/t20240220_3958579.html

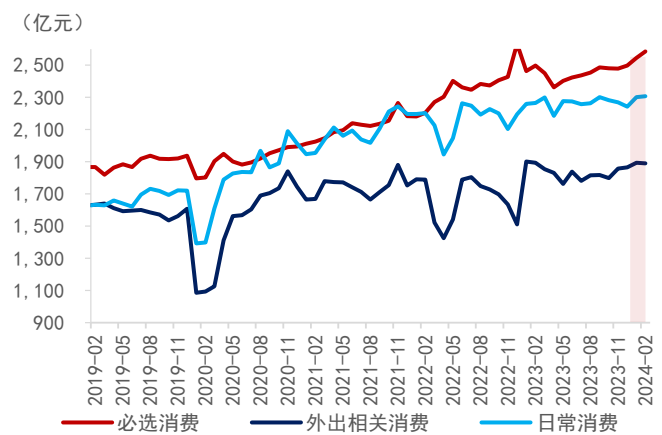
- 日常商品消费在连续两个月的回落后也出现反弹。季节性调整后，1-2月平均的日常商品消费规模较12月环比增长2.7%（前值-1.2%）。

图表4：汽车与地产后周期消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：其他板块的商品消费（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：限额以上主要商品复合增速及其变化

| 大类 | 限上主要分项 | 以2019为基期的复合增速 | | | 1-2月 vs12月 增速变化 (pct) |
|-------|----------|---------------|------|------|-----------------------------|
| | | 1-2月 | 12月 | 11月 | |
| | | (%) | | | |
| 场景消费 | 金银珠宝 | 9.2 | 0.7 | 8.2 | 8.5 |
| 场景消费 | 化妆品 | 6.9 | -1.3 | 9.4 | 8.2 |
| 场景消费 | 服装类 | 2.4 | -3.6 | -0.8 | 6.0 |
| 日常消费 | 体育、娱乐用品 | 9.8 | 4.0 | 6.0 | 5.8 |
| 地产产业链 | 家电和音像器材 | 3.2 | -2.4 | -1.2 | 5.6 |
| 日常消费 | 通讯器材 | 9.3 | 5.5 | 6.1 | 3.8 |
| 日常消费 | 烟酒 | 10.7 | 7.3 | 8.2 | 3.4 |
| 地产产业链 | 家具 | 1.8 | -1.5 | 0.6 | 3.2 |
| 日常消费 | 日用品 | 7.5 | 4.6 | 2.5 | 2.9 |
| 场景消费 | 服装鞋帽针纺织品 | 2.8 | 0.0 | -0.5 | 2.8 |
| 必选消费 | 饮料 | 12.1 | 9.5 | 7.9 | 2.6 |
| 日常消费 | 文化办公用品 | 4.8 | 2.5 | 5.0 | 2.3 |
| 地产产业链 | 建筑及装潢材料 | 2.7 | 0.5 | 0.3 | 2.2 |
| 汽车产业链 | 石油及制品 | 5.6 | 3.8 | 4.1 | 1.8 |
| 日常消费 | 书报杂志 | 3.7 | 2.4 | 2.8 | 1.3 |
| 汽车产业链 | 汽车 | 2.7 | 2.2 | 0.9 | 0.5 |
| 必选消费 | 粮油、食品 | 9.3 | 8.8 | 7.8 | 0.5 |
| 必选消费 | 中西药品 | 8.9 | 15.9 | 9.7 | -7.0 |

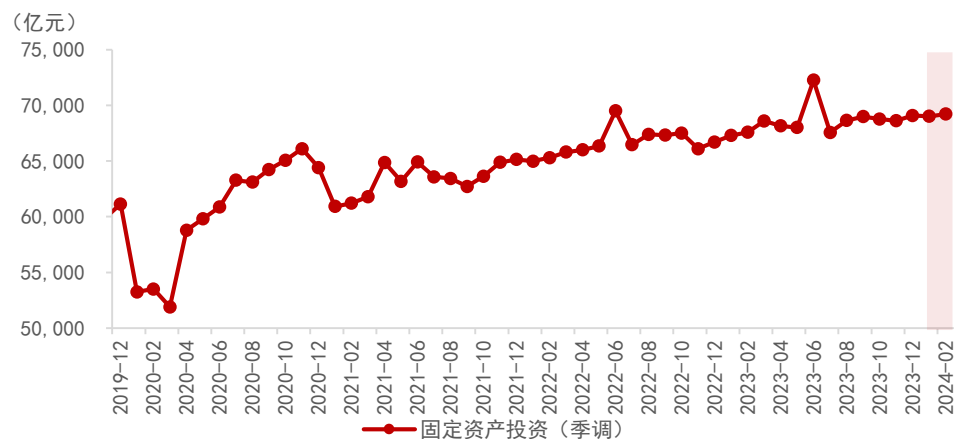
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：复合同比均以2019年为基期

1.2 投资规模平稳，结构有所分化

其次，固定资产投资的规模整体保持平稳，结构上有所分化。季节性调整后，制造业投资与基建投资在此前的持续增长后有一定的回落；地产投资环比有所回暖，但从绝对规模看仍处于历史低位，有待进一步提振。当然，由于春节假期等因素，1-2月的固定资产投资的规模历来较小，我们认为这可能导致其环比变动不见得能很好地代表总体趋势。

从经过季节性调整后的数据来看，1-2月平均的固定资产投资规模较12月环比回升0.04%（前值+0.7%），表明1-2月投资规模整体保持平稳。

图表7：固定资产投资（季调）



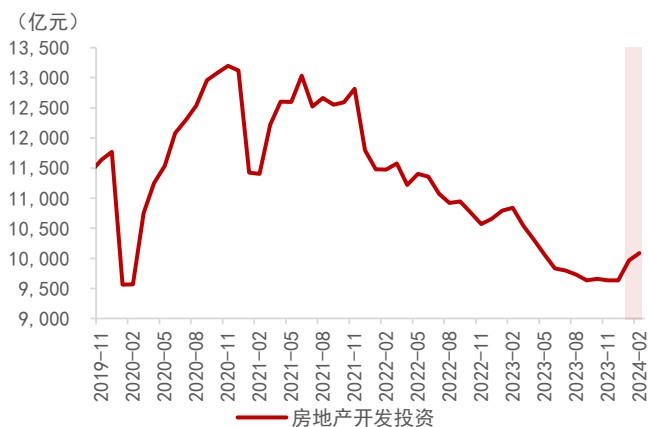
资料来源：Wind，国联证券研究所

从结构上来看：

制造业投资有所回落。1-2月制造业投资在此前的持续回升后出现了一定的回落，1-2月平均的制造业投资规模，在季节性调整后较12月环比下降3.7%（前值+1.6%），以2019年为基期的复合同比增速也较12月下降3.3个百分点。

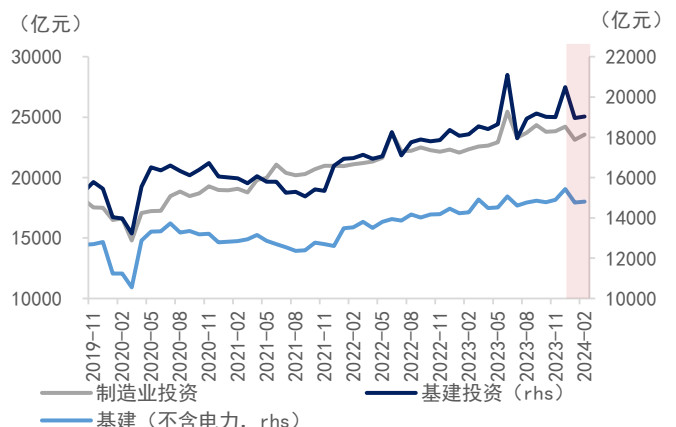
广义基建在此前的大幅回升后，也出现了一定的回落，电力相关的基建投资可能是波动的重要原因。季节性调整后，1-2月平均的基建投资较12月环比下降7.3%（前值+7.8%）。其中，不包含电力的狭义基建投资环比下降4.2%（前值+3.6%），回落的幅度相对较小，这意味着近几个月以来广义基建投资的波动可能主要与电力相关的基建投资的波动有关。

图表8：房地产投资（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表9：基建与制造业投资（季调）

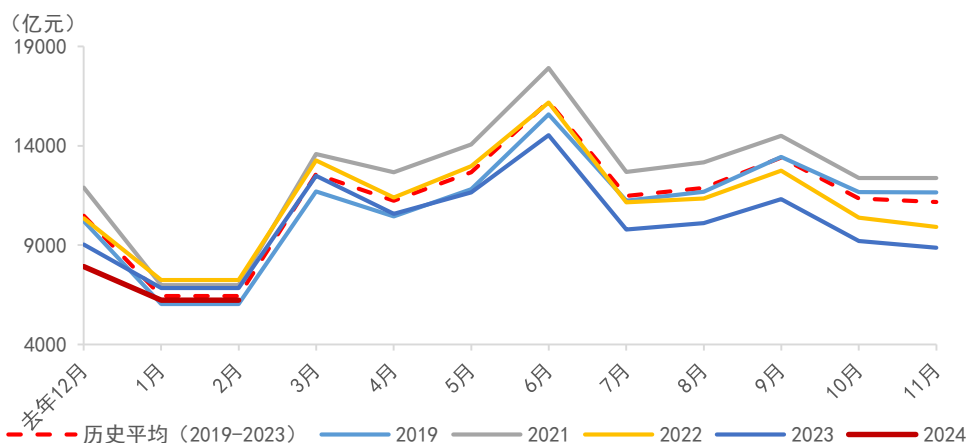


资料来源：Wind，国联证券研究所

地产投资有所回升，但整体仍弱于往年水平。季节性调整后，1-2月平均的地产投资规模较12月环比增长4.1%（前值0.0%），环比出现一些回暖的迹象。但是，从季节图来看，1-2月地产投资仍处于历史偏低水平。我们认为，1-2月地产投资同、环比的改善可能与1-2月原本为地产投资淡季，导致同环比波动幅度相对不明显有关，对这一数据的解读要非常慎重。

考虑到居民部门以及地产企业仍具有较高地产库存，我们认为未来一段时间的地产投资可能会继续处于偏低水平。

图表10：历年房地产开发投资规模



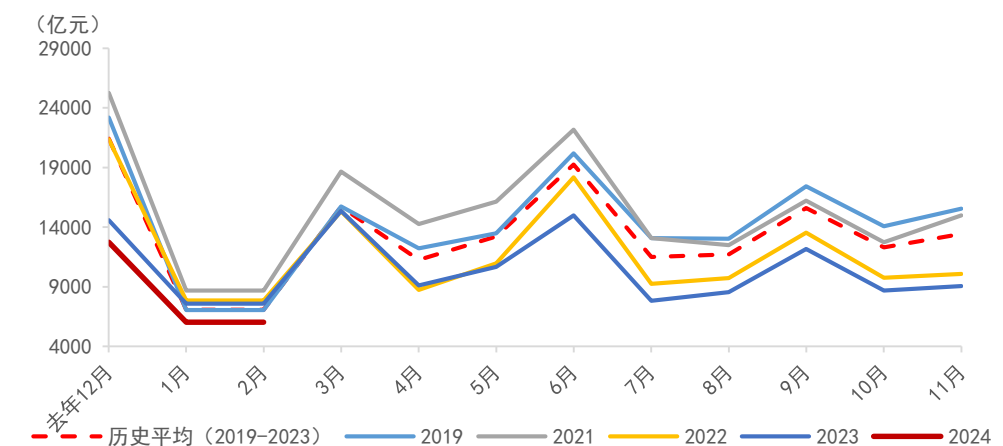
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 地产销售仍待提振

1-2月地产销售规模仍处于历史低位。尽管1-2月商品房、住宅销售面积相较于去五年同期的平均水平下降15.0%、19.2%，对比12月（-40.5%、-43.9%）有明显回升。但与地产投资类似，1-2月也是地产销售的淡季，可能会导致同比的波动幅度相对更不明显。

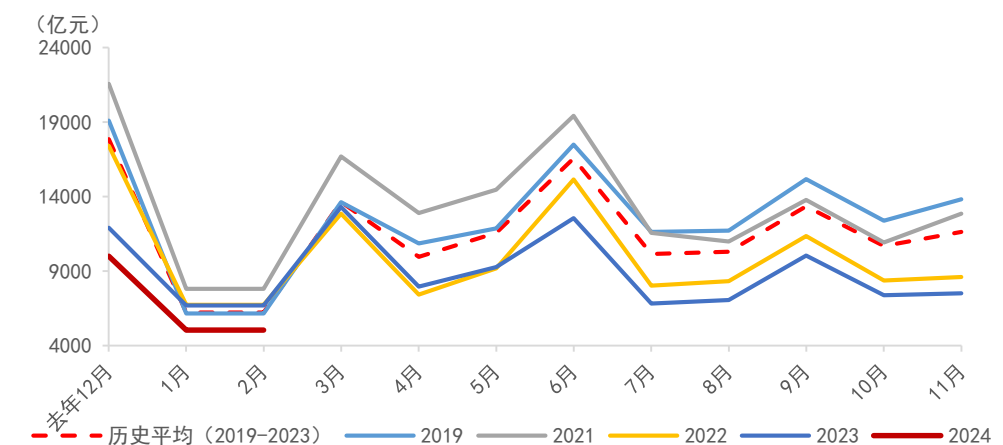
地产销售的偏弱可能与开发商推盘力度不强有关。据克而瑞研究院监测，2月28个重点城市预计新增的商品房供应量环比下降21%，较去年春节月（1月）下降15%，市场信心有待进一步提振。

图表11：历年商品房销售面积



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：历年住宅销售面积



资料来源：Wind，国联证券研究所

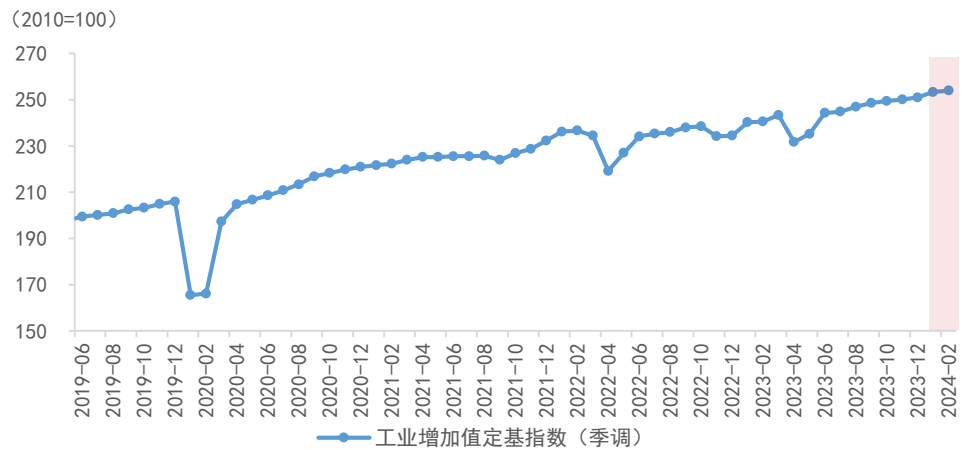
2. 生产端：工业生产进一步修复

与需求端相一致，生产端也有进一步修复。剔除季节性因素的影响后，工业增加值环比有所回升，工业企业出口交货值也较上月明显反弹。

2.1 工业增加值持续增长

1-2月工业增加值同比增长7.0%（前值+6.8%）。季节性调整后，1-2月工业增加值环比回升1.1%（前值+0.4%），较12月进一步回升。

图表13：工业增加值（季调）



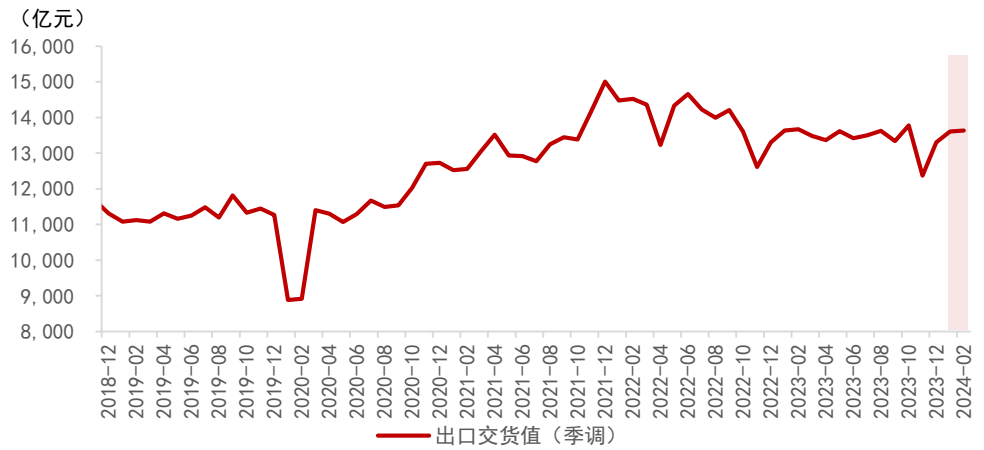
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 出口交货值继续回升，发电量保持平稳

季节性调整后，1-2月出口交货值进一步回升。季节性调整后，1-2月工业企业出口交货值环比上升2.4%（前值+7.5%），与1-2月的出口高增保持一致——1-2月平均的出口规模较12月环比增长6.3%。

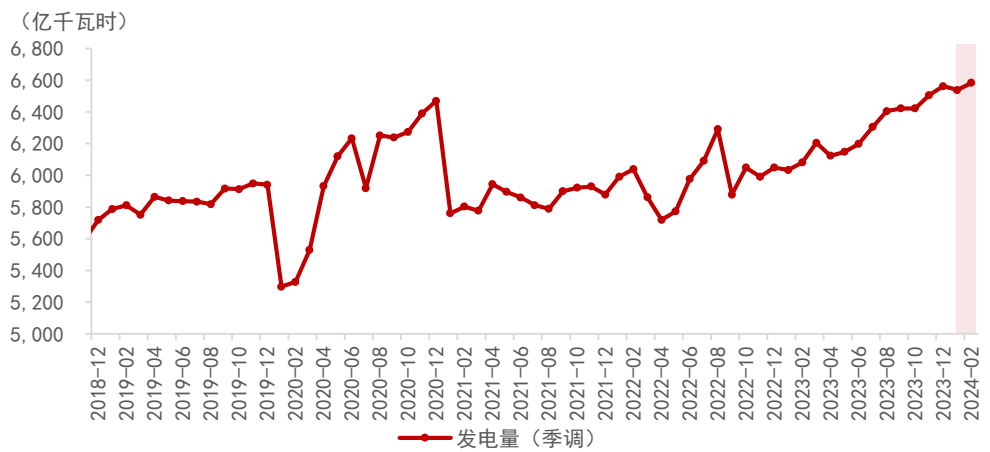
与此同时，1-2月发电量保持平稳，季节性调整后，环比增速为0.0%（前值0.9%）。

图表14: 出口交货值 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表15: 发电量 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 就业形势边际改善

1-2月的调查失业率数据在季节性调整后有所下降，表明整体的就业形势或有边际好转。但分年龄段的数据显示，不同年龄段劳动力的就业情况在1月可能有所分化，其中，16-24岁的青年就业出现好转，但25岁以上的劳动力的就业形势或有待改善。

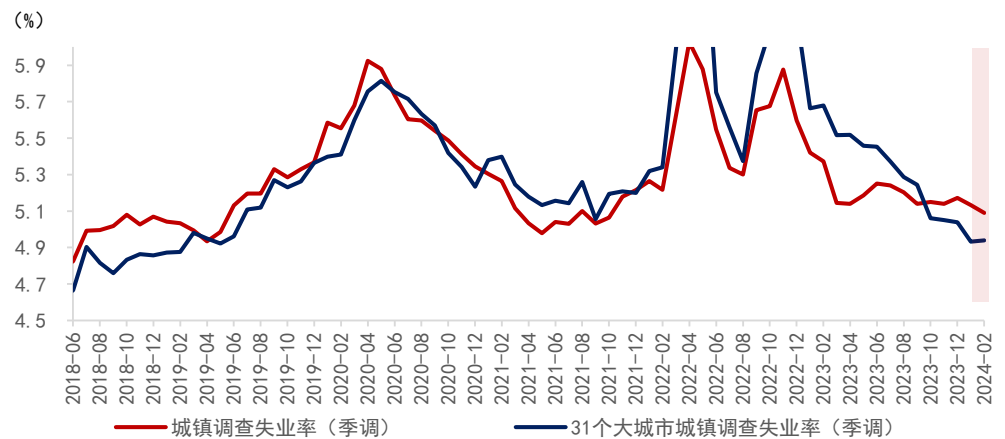
3.1 1-2月调查失业率季调后下降

1-2月城镇调查失业率平均为5.3%（前值5.1%），较12月上升0.2个百分点，可能主要受到季节性因素的影响。季节性调整后，1-2月城镇调查失业率平均为5.1%，较12月回落0.1个百分点。

31大中城市调查失业率在1-2月平均为5.0%（前值5.0%），与上月持平。季节性调整后，1-2月31大中城市调查失业率为4.9%，也较12月回落0.1个百分点。

季节性调整后的城镇调查失业率与31大中城市调查失业率在1-2月双双出现回落，表明就业情况可能已经出现了边际改善的迹象。

图表16：调查失业率



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 不同年龄段就业情况有所分化

此前暂停公布的各年龄段调查失业率在12月已经恢复发布，并在3月18日公布1月数据³。1月的数据显示，不同年龄段劳动力的就业情况或有所分化，其中，

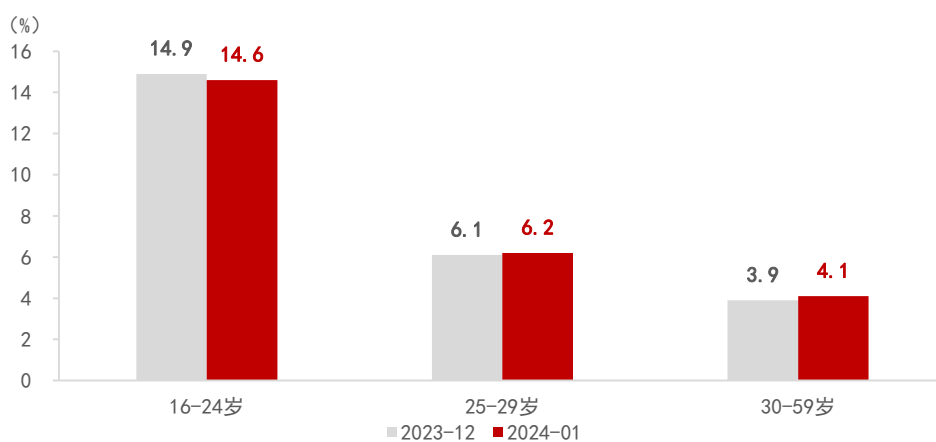
³ 2023年7月以来，统计局暂停公布青年调查失业率，并参考国际经验对统计方法进行了改善。

16-24 岁的青年就业出现好转，但 25 岁以上的劳动力的就业形势或有所走弱。具体而言：

1 月，不含在校生的 16—24 岁青年失业率录得 14.6%（前值 14.9%），较 12 月下降 0.3 个百分点，显示青年就业情况可能也有所改善。

但 25-29 岁、30-59 岁年龄段的失业率则在 1 月略有上升，分别较 12 月增加 0.1、0.2 个百分点。

图表17：分年龄段的调查失业率（不含在校学生）



资料来源：I finD，国联证券研究所

主要的改进在于将在校学生从 16-24 岁、25-29 岁的劳动失业率的统计中剔除出去。这一改进主要是考虑到，寻找兼职或尚处于择业期的在校学生，与其他寻找工作的青年劳动力人口存在不同。优化后的统计指标，将更准确地反映正式进入劳动力市场的青年的就业情况。

4. 未来经济与政策展望

1-2月需求端、生产端整体均有所回升。我们认为2023年4季度以来的二次探底已经结束，如同我们所预计的，经济如期在1季度重新回到复苏的轨道。我们也预计在以资本支出为中心的新动能的支持下，经济未来仍将持续复苏——中国经济的新周期正在开启。

4.1 1-2月供需整体进一步改善

总体而言，1-2月的需求端与生产端数据均有所回升，与1-2月PMI持续好于季节性、春节消费数据超预期、出口明显增长，以及CPI涨幅好于历史同期的情况相一致。

从结构上来看，需求端与生产端的多数分项都有所改善：季节性调整后，需求端，消费动能进一步修复，商品消费、餐饮消费双双回升，固定资产投资规模整体保持平稳；在生产端，工业增加值与出口交货值均出现回升。

4.2 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，我们维持2024年1季度GDP环比增速将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。

一方面，我们认为宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。在地产高频数据仍偏弱的情况下，经济持续复苏，说明经济增长的新动能可能正在显现。从近期的数据来看，企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入增长和消费回升可能正在一定程度上形成正向循环，以资本支出为核心的正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期。

另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。财政政策方面，今年1万亿特别国债的推出有望与2023年年底中央政府增发的1万亿国债一起，支持基建投资稳增长。地产方面，一些高能级城市的限购政策进一步放松，或有望改善地产销售。比如，3月14日，杭州宣布取消全市范围内二手房的限购条件⁴。

⁴ <https://www.ceweekly.cn/finance/macro/2024/0315/438793.html>

5. 风险提示

经济、政策与预期不一致，海外地缘政治事件超预期。

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 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 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