

2024年03月19日

## 设备更新贡献制造业投资 2.8 个百分点

宏观研究团队

——兼评 2 月经济数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024 年 1-2 月工业增加值同比 7.0%（预期 4.3%），社零同比 5.5%（预期 5.4%），服务零售累计同比 12.3%，固定资产投资累计同比 4.2%（预期 3.0%）。基建、制造业、房地产投资分别为 9.0%、9.4%、-9.0%，对应预期为 8.1%、7.4%、-12.2%。

### ● 经济数据好于预期，春节效应提振生产读数

1-2 月经济数据多数好于预期，在悲观情绪集中释放后，基本面和权益市场均出现企稳迹象。春节效应以及低基数起到了一定的支撑作用，其中工业生产较为明显。从历史数据来看，春节距离年初天数与工业 1-2 月工业增加值同比正相关、R2 为 0.41，因而 1-2 月工增在低基数上实现了 7.0% 的高增长。分项来看，1-2 月经济数据的改善主要来自于制造业、服务业、基建，值得一提的是大规模设备更新政策尚未发力，而制造业投资和金融数据或已初步显现迹象。

### ● 从老动能转向新质生产力：来自固投分项的变动线索

**(1) 制造业：设备更新贡献了 2.8 个百分点。**1-2 月制造业累计同比 9.7%，为 2022 年 7 月以来首次居于三项固投之首，其中设备工器具购置累计同比 17.0%，我们测算 2023 年制造业投资中设备工器具约占 17%，则 1-2 月设备更新贡献了制造业投资 2.8 个百分点。

**(2) 基建：化债影响或初步显现。**2024 年百年建筑调研工地数量同比 -17%，节后复工率、劳务到位率均低于往年，且节后高频数据弱于季节性，与基建高增速有所背离，可能来源于财务支出先行但未完全形成实物工作量。我们预计部分省市化债对基建投资的约束或于 3 月逐步释放。

**(3) 地产：三大工程发力缓解投资端，需求政策放松对销售提振有限。**“首付与按揭增速差”衡量了居民的真实意愿，2023 年 6 月以来需求政策放松未带来居民自掏腰包购房。四大维度指向房企流动性压力或边际走扩，地产政策有望加码。

**(4) 服务消费延续好于商品消费。**春节消费火热体现于服务消费的 +12.3%，明显好于地产拖累下商品消费的 +4.6%。往后看，消费品以旧换新有利于改善商品消费持续偏弱的态势。参考 2009-2011 年，财政补贴对汽车、家电的拉动倍数分别为 7.7、9.1 倍，假设 2024 年“消费品以旧换新”总财政补贴为 1000 亿元，则预计有望拉动社零消费约 8000 亿元、提振 2024 年社零增速 1.7 个百分点。

### ● “开门红”延续性仍需观察 3 月

1-2 月经济数据小幅兑现“开门红”，喜在设备更新先行发力提振制造业投资，春节拉动服务消费高增，基建尚未出现明显降速。但亦需看到节后高频数据弱于季节性，供需结构未见修复，基建和地产仍有压力，且 2023 年 3 月、4 月小阳春带来高基数掣肘，因此经济恢复基础有待加强，“实质性好转”这一判断仍需更多数据佐证。

● **风险提示：**政策力度不及预期，美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《生产需求延续弱修复—宏观周报》  
-2024.3.17

《2024 年政策观察——一文速览两会重要信息—宏观经济点评》-2024.3.16

《政策落地将对企业贷款形成支撑—宏观经济点评》-2024.3.16

## 目 录

1、经济数据好于预期，春节效应提振生产读数.....	3
2、从老动能转向新质生产力：来自固投分项的变动线索.....	4
3、“开门红”延续性仍需观察 3 月.....	7
4、风险提示.....	7

## 图表目录

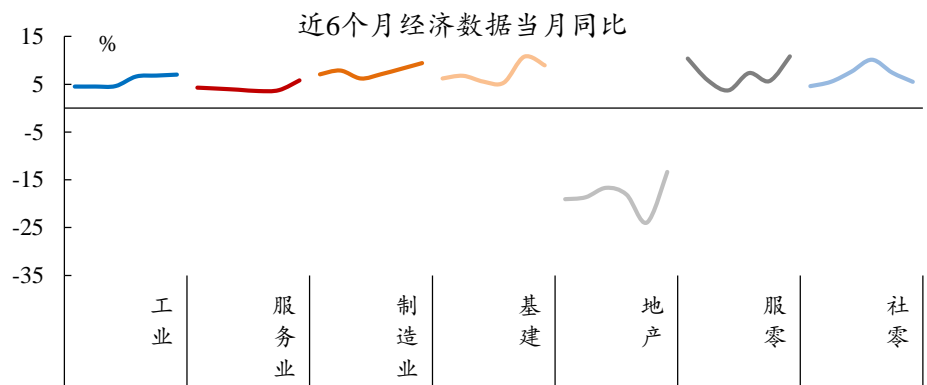
图 1：1-2 月服务业、制造业、基建相对较好.....	3
图 2：工业增加值超预期，部分受益于春节效应.....	3
图 3：设备更新提振制造业投资.....	4
图 4：高技术制造业投资增速较快.....	4
图 5：2017 年以来，设备更新中制造业占比持续提高.....	4
图 6：基建当月同比小幅下滑.....	5
图 7：水利、道路管理投资增速边际改善.....	5
图 8：2024 年百年建筑调研工地数同比-17%.....	5
图 9：节后复工人流进度慢于 2023 年同期.....	5
图 10：节后第四周，百年建筑开复工率 75.4%.....	5
图 11：节后第四周，百年建筑劳务到位率 72.4%.....	5
图 12：地产开竣工均走弱.....	6
图 13：商品房销售回款下滑.....	6
图 14：商品库存销比延续上行.....	6
图 15：居民“真实购房意愿”仍弱.....	6
图 16：汽车和家电以旧换新的拉动倍数分别为 7.7、9.1 倍.....	7
图 17：服务消费好于商品消费.....	7
图 18：通讯器材、烟酒、家用电器边际改善.....	7

2024年1-2月工业增加值累计同比7.0%(预期4.3%),1-2月社零累计同比5.5%(预期5.4%),服务零售额累计同比12.3%,固定资产投资累计同比4.2%(预期3.0%)。其中,基建、制造业、房地产投资分别为9.0%、9.4%、-9.0%,对应预期为8.1%、7.4%、-12.2%。

## 1、经济数据好于预期,春节效应提振生产读数

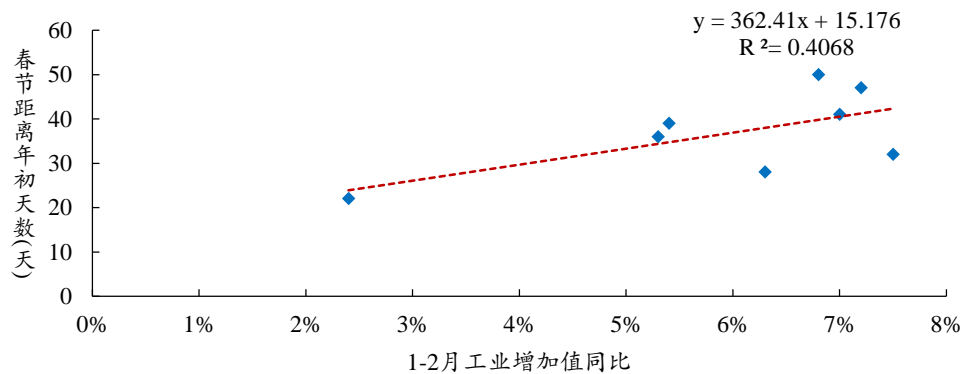
2月经济数据多数好于预期,在悲观情绪集中释放后,基本面和权益市场均出现企稳迹象。需要指出的是,春节效应以及低基数起到了一定的支撑作用,其中工业生产较为明显。从历史数据来看,春节距离年初天数与1-2月工业增加值同比正相关, $R^2$ 为0.41,因而1-2月工增在低基数上实现了7.0%的高增长。分项来看,1-2月经济数据的改善主要来自于制造业、服务业、基建,值得一提的是大规模设备更新政策尚未发力,而制造业投资和金融数据或已初步显现迹象。

图1: 1-2月服务业、制造业、基建相对较好



数据来源: Wind、开源证券研究所;注:服务零售以餐饮作为替代,2023年服务业和服务零售均取两年复合同比增速

图2: 工业增加值超预期,部分受益于春节效应



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、从老动能转向新质生产力：来自固投分项的变动线索

**(1)制造业：设备更新贡献了 2.8 个百分点。**1-2 月制造业累计同比 9.7%，为 2022 年 7 月以来首次居于三项固投之首。制造业高增受益于设备更新前置发力，1-2 月设备工器具购置累计同比 17.0%，我们测算 2023 年制造业投资中设备工器具约占 17%，则 1-2 月设备更新前置发力拉动了制造业投资 2.8 个百分点，与 1-2 月企业中长期贷款延续韧性相吻合。分行业来看，交运设备、纺织、有色冶炼、通用设备、计算机通信电子分别上行了 21.9、15.4、10.7、6.5、5.5 个百分点，新质生产力导向有所体现。

图3：设备更新提振制造业投资

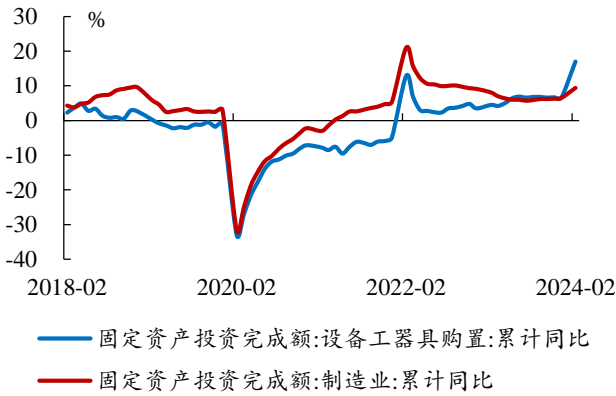
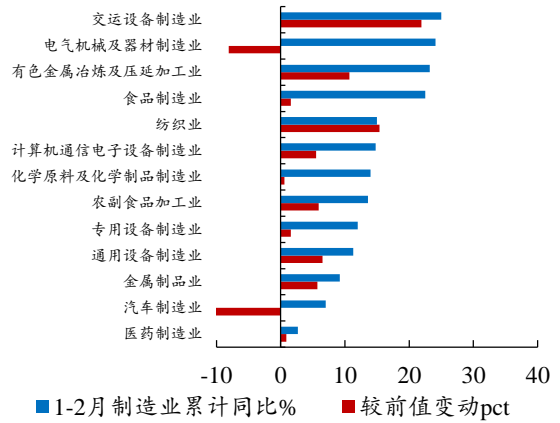


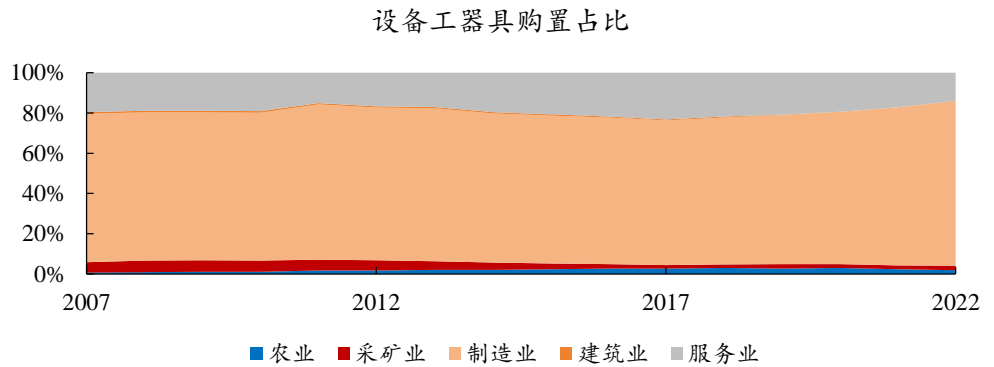
图4：高技术制造业投资增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021 年为两年复合增速

数据来源：Wind、开源证券研究所

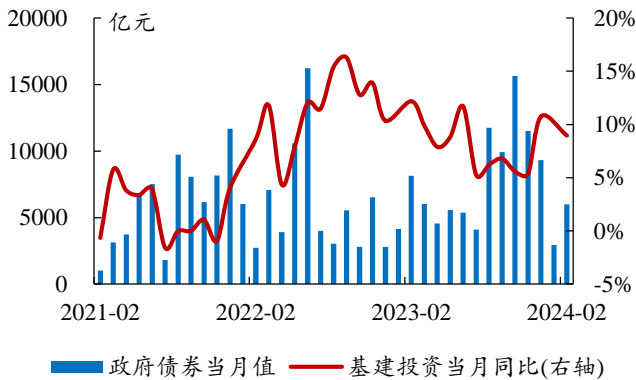
图5：2017 年以来，设备更新中制造业占比持续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

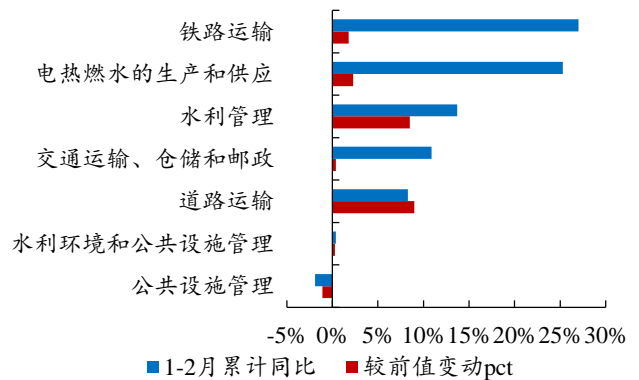
**(2)基建：化债影响或初步显现。**1 万亿元增发国债已全部下达至项目，对应 2023 年 12 月基建当月同比改善 5.3 个百分点至 10.7%，2024 年 1-2 月小幅降至 9.0%、仍属于较高增速。2024 年百年建筑调研工地数量同比-17%，节后开复工率、劳务到位率均低于往年，且节后高频数据弱于季节性，与基建高增速有所背离，可能来源于财务支出先行但未完全形成实物工作量。我们预计部分省市化债对基建投资的约束或于 3 月逐步释放，有待超长期特别国债落地后予以缓解。

图6: 基建当月同比小幅下滑



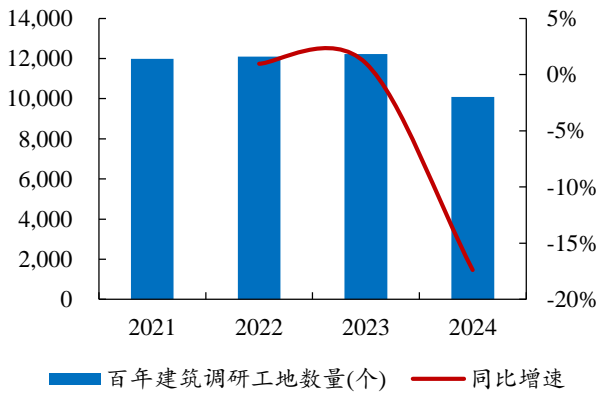
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 水利、道路管理投资增速边际改善



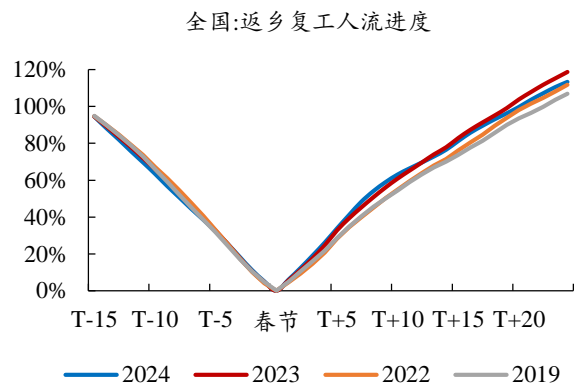
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2024年百年建筑调研工地数同比-17%



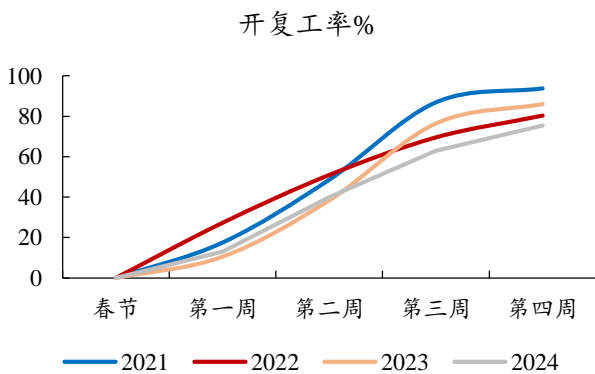
数据来源: 百年建筑、开源证券研究所

图9: 节后复工人流进度慢于2023年同期



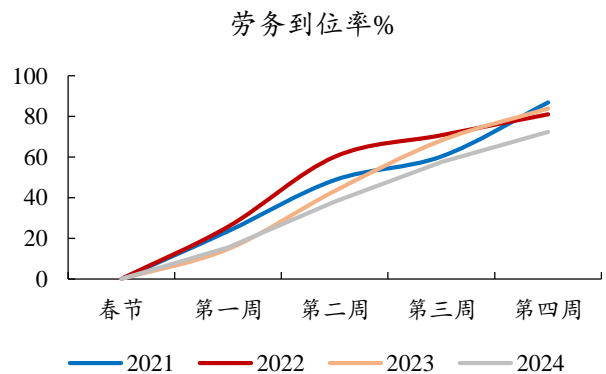
数据来源: 百度地图慧眼、开源证券研究所

图10: 节后第四周, 百年建筑开复工率 75.4%



数据来源: 百年建筑、开源证券研究所

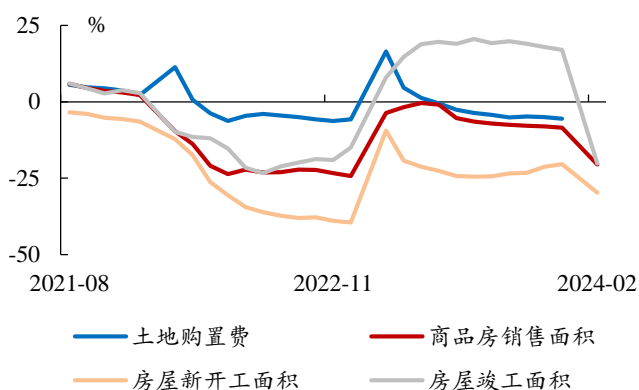
图11: 节后第四周, 百年建筑劳务到位率 72.4%



数据来源: 百年建筑、开源证券研究所

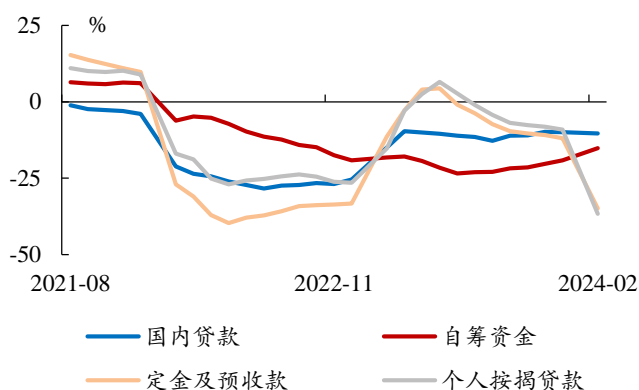
**(3)地产：三大工程发力缓解投资端，需求政策放松对销售提振有限。**投资端边际企稳，但新开工、竣工面积均下行，商品房销售的困境不仅在于居民从新房转向二手房，且当前需求放松政策效果不佳。“首付与按揭增速差”衡量了居民的真实意愿，剪刀差上行意味着居民愿意使用自有资金购房，该指标从2023年6月以来维持低位，即需求政策的进一步放松并未带来居民自掏腰包购房，这是与2009、2016年的不同之处。1-2月房地产开发资金来源累计同比下行了10.5个百分点至-24.1%，四个因素指向房企流动性压力或边际走扩，对应房地产政策有望加码：一则新房偏弱限制销售回款，二则三大工程发力占用房企经营现金流，三则Q2偿债高峰到来，四则白名单融资需求大而放款慢。

图12：地产开竣工均走弱



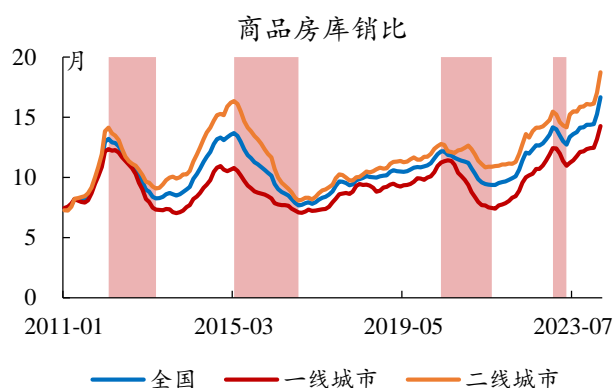
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图13：商品房销售回款下滑



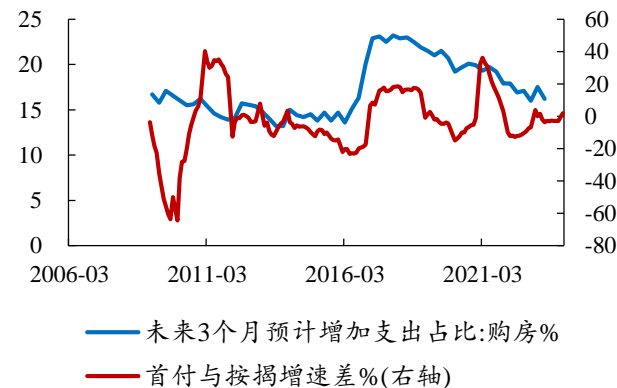
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2021年为两年复合增速

图14：商品房库销比延续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：居民“真实购房意愿”仍弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(4)消费：服务消费延续好于商品消费。**1-2月社零增速为5.5%，似与春节消费火热相矛盾，实际上春节消费更多体现在服务消费的+12.3%，明显好于地产拖累下商品消费的+4.6%。往后看，“消费品以旧换新”有利于改善商品消费持续偏弱的态势，参考2009-2011年，财政补贴对汽车、家电的拉动倍数分别为7.7、9.1倍，假设

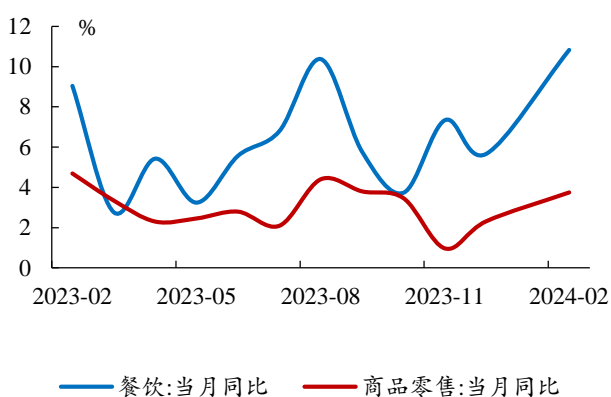
2024 年“消费品以旧换新”总财政补贴为 1000 亿元，则预计有望拉动社零消费约 8000 亿元、提振 2024 年社零增速 1.7 个百分点。

图16：汽车和家电以旧换新的拉动倍数分别为 7.7、9.1 倍

	中央补贴 (亿元)	地方补贴 (亿元)	财政补贴 (亿元)	以旧换新销量 (万台)	以旧换新销售额 (亿元)	每台补贴(元)	补贴拉动倍数
家电:2009-2011	300	约75	约375	9248	3420	405.5	9.1
汽车:2010			64.1	45.9	496	13965.1	7.7

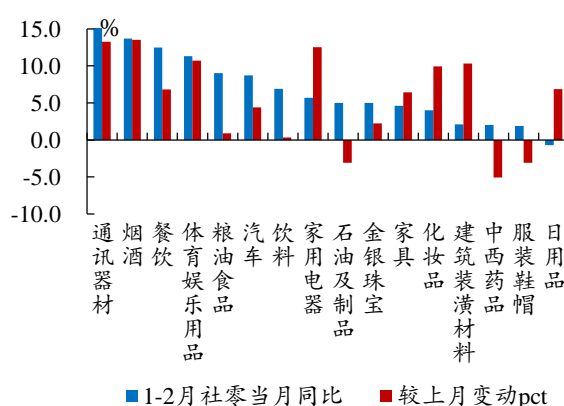
数据来源：商务部、财政部、开源证券研究所

图17：服务消费好于商品消费



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023 年为两年复合增速

图18：通讯器材、烟酒、家用电器边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：2023 年为两年复合增速

### 3、“开门红”延续性仍需观察 3 月

1-2 月经济数据小幅兑现“开门红”，喜在设备更新前置发力提振制造业投资，春节拉动服务消费高增，基建尚未出现明显降速。但亦需看到节后高频数据弱于季节性，供需结构未见修复，基建和地产仍有压力，且 2023 年 3 月、4 月小阳春带来高基数掣肘，因此经济恢复基础仍待加强，“实质性好转”这一判断仍需更多数据佐证。

### 4、风险提示

- (1)政策力度不及预期；
- (2)美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn