



分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

研究助理：张鑫楠

执业证号：S0100124030001

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

### ► 为何经济数据超预期？

1-2月几乎各项经济数据均高于市场预期，特别是生产端工增同比高达7%，WIND平均预期为4.3%；固投同比4.2%，WIND平均预期为3.0%。相比之下，社零同比5.5%与WIND平均预期的5.4%非常接近。**开年经济数据超预期，根本在于我国经济的韧性与活力推动经济向好，新质生产力相关行业表现突出，同时出口超预期也有一定贡献。此外几个原因/现象也值得关注：**

**一是近年均呈现“抢生产”特征。**从近几年的工增走势来看，年内的运行节奏并不平滑。可以看到，2018年以来多数年份，工增都在1季度达到年内高点，随后趋于放缓。这一现象可能与企业年初抢抓订单生产有关，与近年年初信贷投放占全年比重愈发上升类似。

**二是存在春节错位和闰年的扰动。**去年的春节落在1月下旬，经济活动的走弱和恢复刚好完整落在1-2月之内。今年春节偏晚，经济活动的恢复过程有一部分落在3月的上中旬，一方面导致1-2月同比读数较高，另一方面我们的高频数据拟合显示3月前2周的工增读数有明显回落。另外，今年闰年造成2月工作日比去年多一个，可能也对读数略有影响。

**三是固投数据的口径有所调整。**今年固投包括房地产开发投资的统计口径又做了些调整，统计局也进行了相应解释，包括加强在库投资项目管理、加强统计执法、加强数据质量管理等。从结果来看，调整后的固投数值有所减少，因此直接用不可比口径数值计算的同比增速要低于官方同比增速。

### ► 开年经济数据有多强？

鉴于1-2月工增同比7.0%（对标二产）、服务业产出同比5.8%（对标三产），拟合1-2月实际GDP增速高达5.6%左右。结合3月前2周高频有所回落的情况，**预计1季度实际GDP增速会稍高于两会制定的5%左右经济增速目标。**以此为基准，考虑到去年一季度是全年经济的高点之一、基数偏高（两年同比4.7%），**如果后续经济的环比增速能保持过往正常年份的季节性，实现全年经济目标并非难事。**

### ► 对宏观政策有何指引？

虽然年初经济迎来良好开局，宏观政策的释放节奏实际上偏稳偏缓。例如截止到2月底专项债的发行进度为11.4%，过往年份的同期进度平均为15.8%，再比如年初以来城投债净融资规模为负，远低于近年同期水平。

我们曾提到4月中下旬政治局会议前后是观察政策节奏是否变化的第一个节点。目前来看，**如果1季度经济增速果真超过全年目标，会降低4月中下旬重新部署政策节奏的概率，下一个观察节点或将延后至7月下旬的政治局会议前后。**

### 相关研究

- 1.国内经济高频周报：3月第2周：开年经济表现如何？-2024/03/17
- 2.流动性跟踪双周报：“不降息+连续缩量”释放什么信号？-2024/03/17
- 3.全球大类资产跟踪周报：铜价大涨的宏观信号-2024/03/16
- 4.2024年2月金融数据点评：信贷少增：是盘活存量还是需求不足？-2024/03/16
- 5.宏观专题研究：追踪美国大选：“齿轮”已经开始转动-2024/03/09

## ➤ 1-2 月经济数据的详细分解

**1) 生产端明显加速。**1-2 月工增累计同比+7.0% (前值+6.8%, 下同), 涨幅扩大; 两年同比+4.7% (+4.0%), 恢复同样在加快。1-2 月工增平均环比增速+0.86%, 快于 2018 年以来 (除 2020 年) 的季节性。其中, 采矿业、制造业、公用事业同比增速分别为+2.3%/+7.7%/+7.9%。

**2) 消费端继续改善。**1-2 月社零累计同比+5.5% (+7.4%), 受基数影响, 涨幅有所收窄。剔除基数的两年同比为+4.5% (+2.7%), 显示消费改善仍在加快。结构上, 服务消费的表现明显好于商品消费, 同比增速分别为+12.3%/+4.6%。

具体品类来看, 增速靠前的品类包括: 通讯器材类、烟酒类、娱乐类、食品类, 增速分别为: +16.2%/+13.7%/+11.3%/+9.0%, 文化类和日用品类则出现负增长, 增速录得-8.8%和-0.7%。

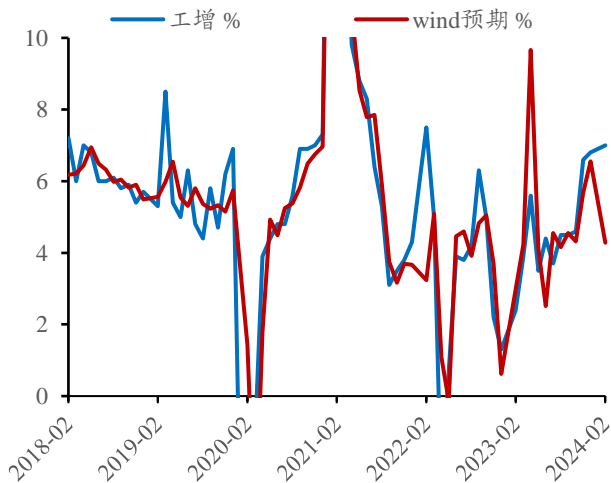
**3) 投资进一步改善。**固投同比+4.2% (12 月当月+4.1%), 其中制造业投资增速为+9.4% (12 月当月+8.2%), 几乎所有行业的投资增速均较去年 12 月出现了改善, 增速靠前的行业分别是: 运输设备、电气机械、有色加工、食品制造, 只有汽车制造投资增速有所下降。基建投资增速为+9.0% (12 月当月+10.7%), 受基数影响小幅回落, 两年同比继续加快。

**4) 房地产投资好于预期, 隐忧仍存。**房地产开发投资 1-2 月累计同比为-9.0% (12 月当月-12.5%), 较之前改善; 销售、开工、施工、竣工面积同比录得-20.5%/-29.7%/-11.0%/-20.2%。

**隐忧在于:** 第一, 销售面积增速仍然低迷, 带动新开工面积继续明显回落。第二, 由于过去三年新开工面积持续减少, 叠加去年的竣工项目较多, 导致存量施工面积增速 (去年 12 月-7.2%) 下台阶。第三, 资金来源同比跌幅扩大, 1-2 月录得-24.1% (12 月当月-15.8%), 其中国内贷款、外资、自筹资金、预收款、按揭贷款同比增速分别为-10.3%/+7.4%/-15.2%/-34.8%/-36.6%, 显示居民购买新房/期房的意愿偏低仍是拖累房企现金流的核心因素。

➤ **风险提示:** 地产变化超预期; 海外经济变化超预期。

图1: 工增同比实际值 (蓝) vs 万得平均预期 (%)



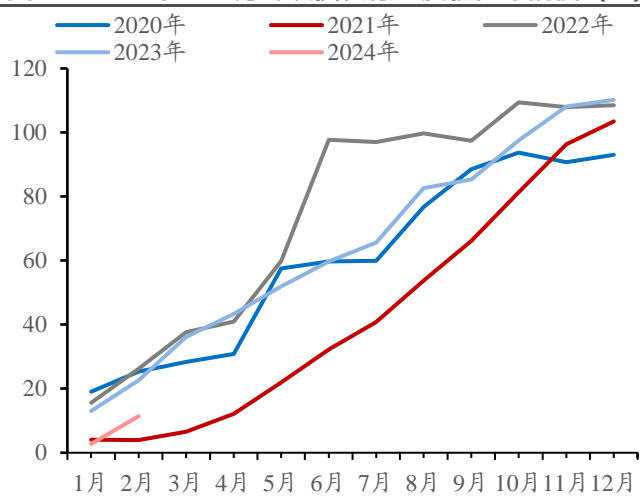
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 工增累计同比的年内走势 (%)



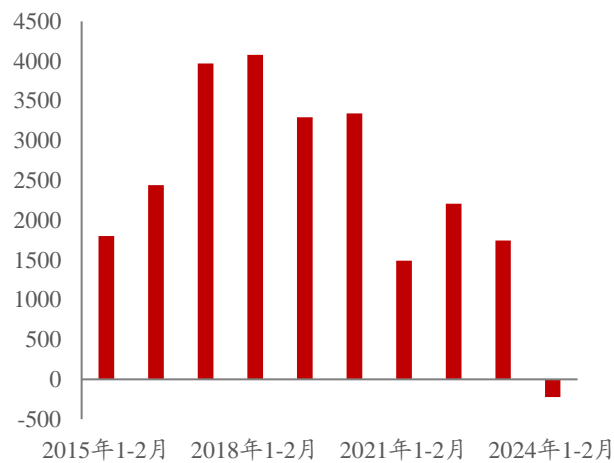
资料来源: wind, 民生证券研究院 ((注: 未包含 2020 年; 2021 及 2023 年均两年同比数据))

图3: 2024年1-2月专项债发行进度较往年偏慢 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2024年1-2月城投债净融资额为负 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026