

## 2024年1-2月经济增长数据解读 年初增长为何超预期？

### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



### 事项：

2024年3月18日，国家统计局公布2024年1-2月中国经济增长数据。

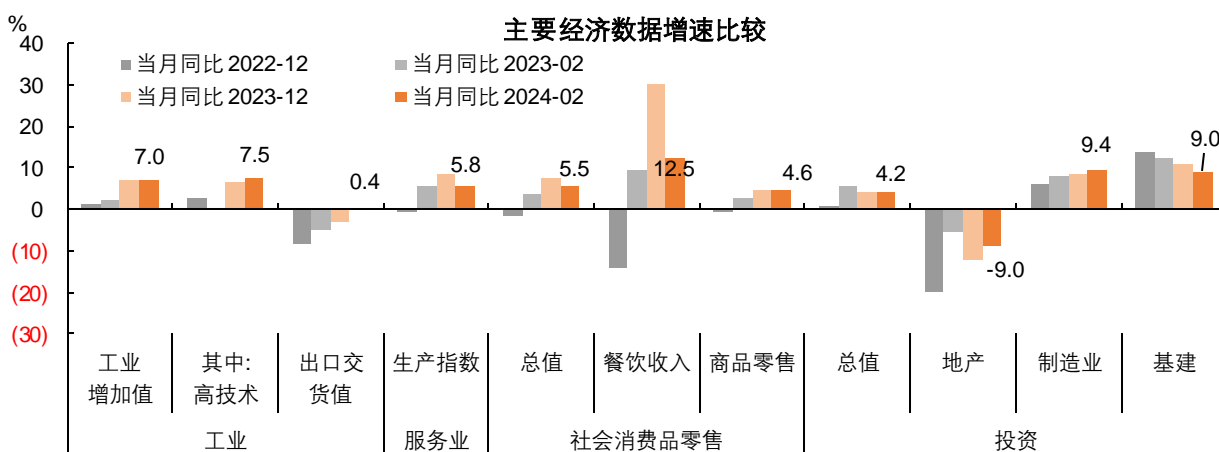
### 平安观点：

- 内循环：投资比消费更强。**2024年1-2月，工业增加值和固定资产投资同比增速均比去年12月有所提升，服务业生产指数和社会消费品零售总值同比增速均不及去年12月。这当中有去年同期防疫放开后服务业和消费补偿性增长的因素，使得其同比基数较高。不过，从季调环比来看，2月社会消费品零售总额增长明显弱于固定资产投资增长，也反映出年初消费的增长力度不及生产和投资。1-2月消费和工业增加值在全年中的占比很高，2018-2023年平均分别可以达到全年的15.7%和13.8%，而其它月份不超过10%；相反，1-2月投资在全年中占比是各个月份里最低的。因此，基于1-2月数据情况，对全年经济走势还需进一步观察。
- 外循环：出口复苏助力生产向好。**工业生产的亮点集中于高技术产业、消费品制造业和出口复苏带动。1-2月规模以上高技术制造业增加值和消费品制造业增加值，均比上年12月明显加快，其中，家具制造业、文教工美、食品行业增加值高于工业平均增速，前两者均有较高出口依赖度。1-2月出口交货值增速由负转正，海外制造业复苏对国内工业产生正向拉动。需要注意，电气机械行业增加值和投资增速均较上年末回落，体现新能源行业的产能过剩问题可能浮现；而计算机通信电子行业增加值和投资增速回升，可能体现了全球半导体行业的复苏。这两个行业的营收体量在工业各行业中是最大的，其此消彼长使得整体工业生产和制造业投资具有稳定基础。
- 投资强在哪？固定资产投资设备更新和技术改造表现突出，房地产投资可能受到土地购置支持，教育领域投资加速增长值得关注。**1-2月制造业技术改造投资同比增长15.1%，固定资产投资中的“设备工器具购置”同比增长17%（去年末为6.6%），大规模设备更新的政策效应已有所体现。房地产投资降幅有所收敛，但房屋施工面积同比跌幅进一步扩大，考虑到PPI尚未有明显回升，我们猜测房地产投资可能受到了土地购置费的拉动。中指研究院发布数据显示，1-2月TOP100企业拿地总额同比大幅增长30.6%。“保交楼”工作进入尾声、新开工不足、房地产销售疲软的情况，意味着房地产投资仍处于“磨底”阶段。
- 消费与就业的结构特征鲜明。1-2月消费结构呈现出三个特点：**一是，受春节“假日经济”提振，服务消费好于商品消费；二是，吃、穿消费好于用的消费；三是，大件消费的拉动作用显著增强。汽车类、通讯器材类、家用电器和音像器材类是食品烟酒之外对限额以上零售额拉动最大的类别，往后看消费品以旧换新政策有助于提升大件消费的增长潜力。**就业的总量压力和结构性矛盾仍比较突出：**当前就业压力主要体现在大学毕业生等年轻人口，这可能影响其未来进入劳动力市场的能力，进而影响相关家庭的消费意愿，其影响的持续性和广泛性不容小觑。

## 一、内循环：投资比消费更强

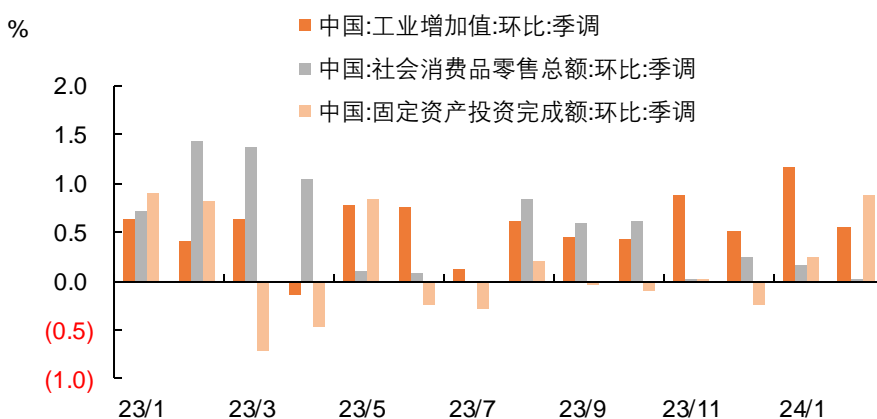
2024 年 1-2 月，工业增加值同比增长 7%，固定资产投资同比增长 4.2%，均比去年 12 月提升 0.2 个百分点。而服务业生产指数同比增长 5.8%，不及去年 12 月的 8.5%；社会消费品零售总值增长 5.5%，不及去年 12 月的 7.4%。这当中有去年同期防疫放开后服务业和消费补偿性增长的因素，使得其同比基数较高。不过，从季调环比来看，2 月社会消费品零售总额仅增 0.03%；工业增加值增长 0.56%，与近一年来平均水平相当；固定资产投资环比增长 0.88%，为近一年来最高水平，这也反映出年初消费的增长力度不及生产和投资。

图表1 2024 年 1-2 月中国主要经济增长数据比较



资料来源: wind, 平安证券研究所

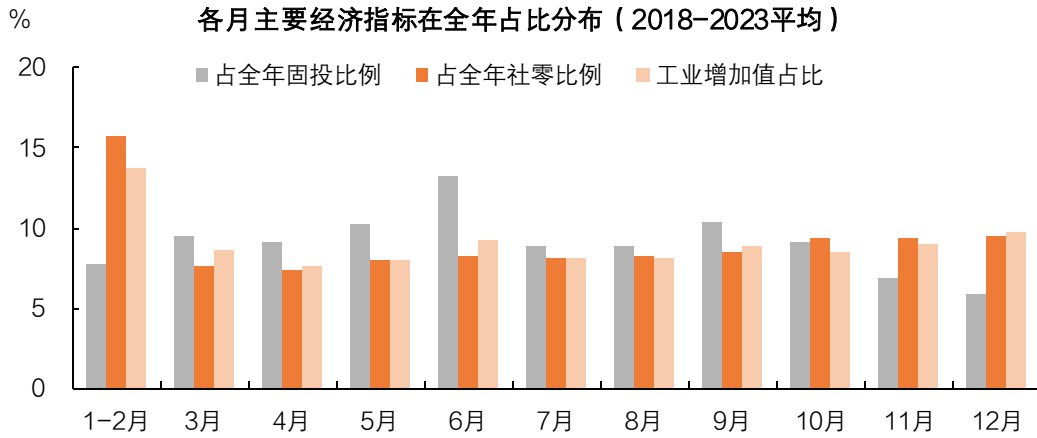
图表2 1-2 月季调环比表现：投资好于生产好于消费



资料来源: wind, 平安证券研究所

需要注意的是，1-2 月消费和工业增加值在全年中的占比较高（也是合并公布数值），2018-2023 年平均分别可以达到全年的 15.7%和 13.8%，而其它月份不超过 10%；相反，1-2 月投资在全年中占比是各个月份里最低的。因此，基于 1-2 月数据情况，对全年经济走势还需进一步观察。

图表3 1-2月消费和生产在全年中占比最高，而投资占比最低



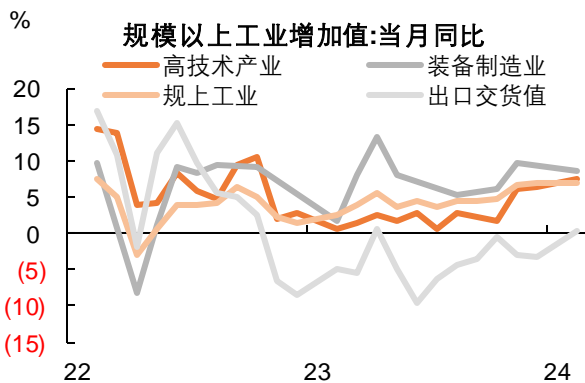
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 二、外循环：出口复苏助力生产向好

工业增加值的增长亮点集中于高技术产业、消费品制造业和出口复苏带动。2024年1-2月规模以上高技术制造业增加值同比增长7.5%，比上年12月加快1.1个百分点，快于整体增速。1-2月规模以上消费品制造业增加值同比增长4.7%，比上年12月加快4.4个百分点，其中家具制造业增长11.1%，文教工美增长10.0%，食品增长7.3%，高于规上工业平均增速。其中，家具制造业和文教工美均有较高出口依赖度（2023年这两个行业出口交货值在营业收入中占比分别达到23.6%和27.4%），同时，家具制造业可能也受到房地产竣工带动。1-2月规模以上工业出口交货值由上年12月份同比下降3.2%，转为增长0.4%，结束了此前连续八个月同比下降态势，海外制造业复苏对国内工业产生正向拉动。

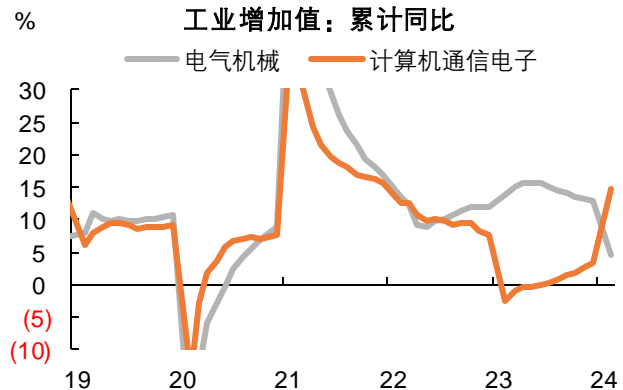
值得注意的是，装备制造中的电气机械行业增加值增速较上年末回落（从上年末的12.9%降至4.6%），可能体现新能源行业需求有减速迹象；而计算机通信电子行业增加值增速从去年末的3.4%大幅回升至14.6%，除体现去年同期基数大幅下降影响外，也可能体现了全球半导体行业的复苏。这两个行业的营收体量在工业各行业中是最大的，其“此消彼长”使得整体工业增加值增长具有稳定的基础。

图表4 1-2月工业生产受到出口复苏和新质产业带动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 1-2月电气机械行业增加值增速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 1-2月已公布的工业增加值分行业数据

分类	工业增加值:累计同比%	2024-02	2023-12	相比上月
工业		7.0	4.6	2.4
采矿业		2.3	2.3	0.0
制造业		7.7	5.0	2.7
水电燃气		7.9	4.3	3.6
采矿 煤炭开采洗选		1.4	2.4	-1.0
采矿 石油和天然气开采		3.0	3.7	-0.7
原材料 黑色金属加工		8.7	7.1	1.6
原材料 有色金属加工		12.5	8.8	3.7
原材料 非金属矿物制品		3.9	-0.5	4.4
原材料 化学原料及制品		10.0	9.6	0.4
原材料 橡胶塑料		13.1	3.7	9.4
装备制造 金属制品		7.5	3.2	4.3
装备制造 通用设备		4.1	2.0	2.1
装备制造 专用设备		2.0	3.6	-1.6
装备制造 运输设备		11.0	6.8	4.2
装备制造 电气机械		4.6	12.9	-8.3
装备制造 计算机通信电子		14.6	3.4	11.2
装备制造 汽车制造		9.8	13.0	-3.2
消费制造 医药制造		-3.5	-5.8	2.3
消费制造 农副食品加工		2.3	0.2	2.1
消费制造 食品制造		7.3	3.3	4.0
消费制造 酒饮料茶		8.1	0.8	7.3
消费制造 纺织		6.6	-0.6	7.2
水电燃 电力生产供应		7.8	4.3	3.5

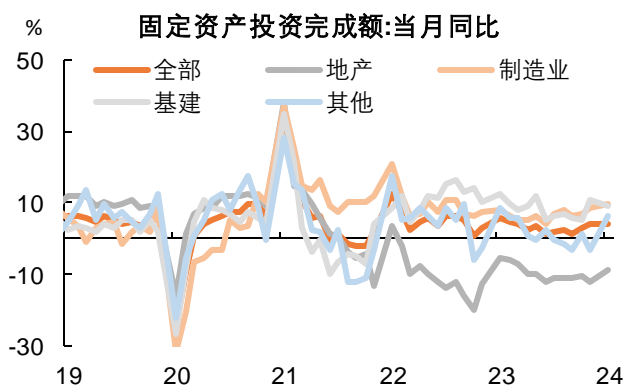
资料来源: wind,平安证券研究所

### 三、 投资强在哪？

固定资产投资设备更新和技术改造表现突出，房地产投资可能受到土地购置支持，教育领域投资加速增长值得关注。1-2月固定资产投资仍以地产为主要拖累，而基建、制造业和其它分项投资增速均快于整体。

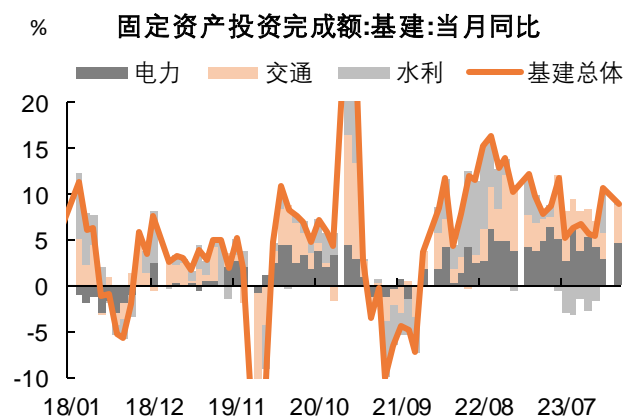
- 基建投资当月同比从去年 12 月的 10.7%降至 9% (不含电力基建投资增长 6.3%)，在去年增发国债落地背景下，基建投资保持了力度。其中，交通运输行业贡献 4%，电力行业贡献 4.7%，水利行业贡献 0.2%。

图表7 2024 年 2 月制造业投资增速边际改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

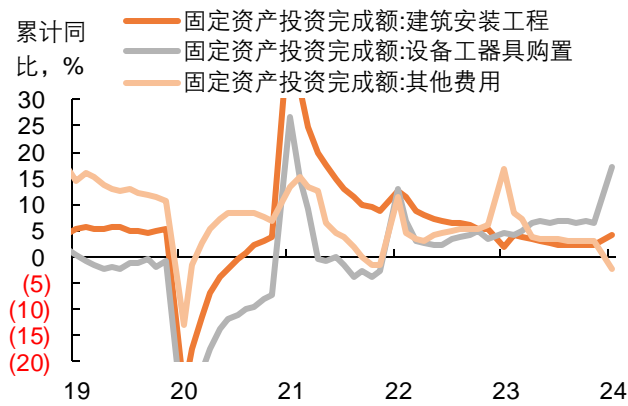
图表8 2024 年 2 月，装备制造业工业增加值增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

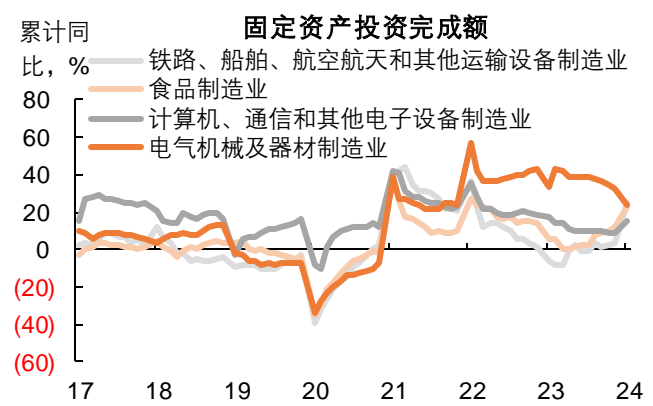
制造业投资当月同比从去年 12 月的 8.2% 升至 9.4%。其中，制造业技术改造投资同比增长 15.1%，固定资产投资中的“设备工器具购置”同比增长 17%（去年末为 6.6%），大规模设备更新的政策效应已有所体现。不过，同样需要注意电气机械行业投资增速的放缓，1-2 月其同比增速从去年末的 32.2% 下降至 24.1%，反映新能源行业的产能过剩问题可能浮现。但同时，1-2 月计算机通讯电子、运输设备、食品制造等生产加速扩张的行业，固定资产投资增速也呈现显著回升，帮助弥补了电气机械行业投资减速的影响。

图表9 2024 年 2 月制造业投资增速边际改善



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2024 年 2 月，装备制造业工业增加值增速提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2024 年 2 月已公布的工业增加值、固定资产完成额分行业数据

固定资产投资完成额,累计同比 (%)	2024/02	2023/12	相比上月
总体	4.2	3.0	1.2
一产	-5.7	-0.1	-5.6
二产	11.9	9.0	2.9
采矿业	14.4	2.1	12.3
基建:水电燃	25.3	23.0	2.3
制造业	9.4	6.5	2.9
原材料:化学原料制品	14.0	13.4	0.6
原材料:有色金属加工	23.2	12.5	10.7
装备制造:金属制品	9.2	3.5	5.7
装备制造:通用设备	11.3	4.8	6.5
装备制造:专用设备	12.0	10.4	1.6
装备制造:汽车制造	7.0	19.4	-12.4
装备制造:运输设备	25.0	3.1	21.9
装备制造:电气机械	24.1	32.2	-8.1
装备制造:计算机通信电子	14.8	9.3	5.5
消费制造:农副产品加工	13.6	7.7	5.9
消费制造:食品制造	22.5	12.5	10.0
消费制造:医药制造	2.7	1.8	0.9
消费制造:纺织业	15.0	-0.4	15.4
三产	1.2	0.4	0.8
基建:交运仓储邮政	10.9	10.5	0.4
基建:水利公共设施	0.4	0.1	0.3
教育	12.1	2.8	9.3
卫生和社会工作	-7.0	-3.8	-3.2
文体娱乐	-3.1	2.6	-5.7

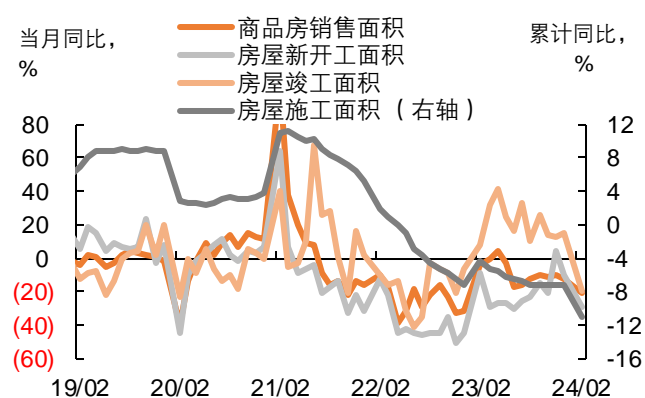
资料来源: wind, 平安证券研究所

房地产投资当月同比从去年 12 月的-12.4%收敛至-9%。不过，房屋施工面积同比跌幅从去年年末的-7.2%扩大至-11%。考虑到 PPI 尚未有明显回升（排除价格因素影响），我们猜测房地产投资可能受到了土地购置费的拉动。中指研究院发布数据显示，2024 年 1-2 月，TOP100 企业拿地总额 1577 亿元，同比大幅增长 30.6%，拿地意愿持续恢复，

其原因主要为 2 月北京、深圳等一线城市土地出让金额较高，抬高了拿地总额；此外，房企自 2022 年以来拿地持续低迷，部分企业土地储备有所不足，亟需拿地补充土储。“保交楼”工作进入尾声（1-2 月房屋竣工面积同比降至-20.2%）、新开工不足（1-2 月房屋新开工面积同比降幅扩大至-29.7%）、房地产销售疲软（1-2 月商品房销售面积同比降幅扩大至-20.5%），仍意味着房地产投资处于“磨底”阶段。

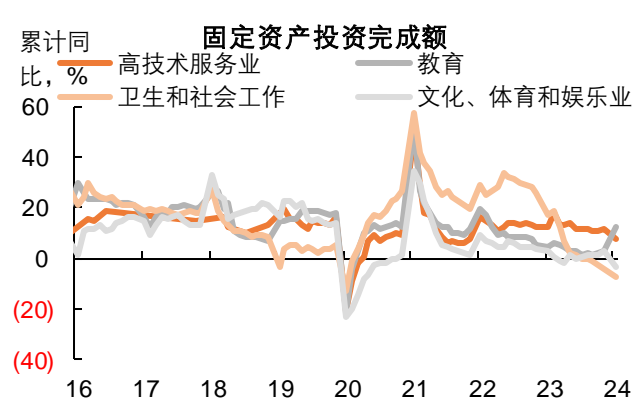
- 其它投资当月同比从去年 12 月的-3.5%升至 6.3%。2023 年，高技术服务业、社会领域服务业在固定资产投资中的占比均在 9%左右，二者加总占投资总额的 18%，仅较房地产的占比低 5 个百分点，新兴服务业已成为投资中的“第四极”。从今年 1-2 月数据来看，高技术服务业同比增长 7.8%，教育行业固定资产投资增长 12.1%（增速比去年末显著扩大 9.3 个百分点），对其它投资项目的增速上升起到了重要作用，而文体娱乐、卫生和社会工作投资有所下滑。

图表 12 1-2 月房地产销售、新开工、竣工、施工均降速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 1-2 月教育行业固定资产投资显著提速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

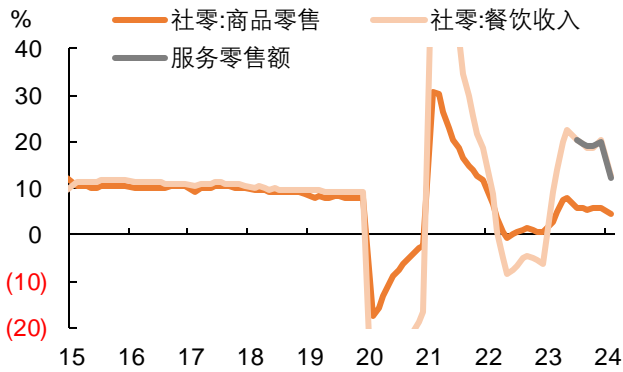
## 四、消费与就业的结构特征鲜明

1-2 月消费结构呈现出三个特点：

- 一是，服务消费好于商品消费。受春节“假日经济”提振，1-2 月服务零售额同比增长 12.3%，受基数抬升因素影响，增速较去年末有所回落；而商品零售同比增长 4.6%。
- 二是，吃、穿消费好于用消费。1-2 月实物商品网上零售额同比增长 14.4%，比上年全年加快了 6 个百分点。其中，吃、穿、用的零售增速分别为 26.1%、17.8%和 10.8%。
- 三是，大件消费的拉动作用显著增强。1-2 月限额以上企业商品零售总额同比增长 6.2%，比去年 12 月加快 1.4 个百分点。其中，汽车类、通讯器材类、家用电器和音像器材类的拉动分别达到 2.2、0.6 和 0.3 个百分点，是食品烟酒之外拉动最大的类别。往后看，消费品以旧换新政策有助于提升大件消费的增长潜力。

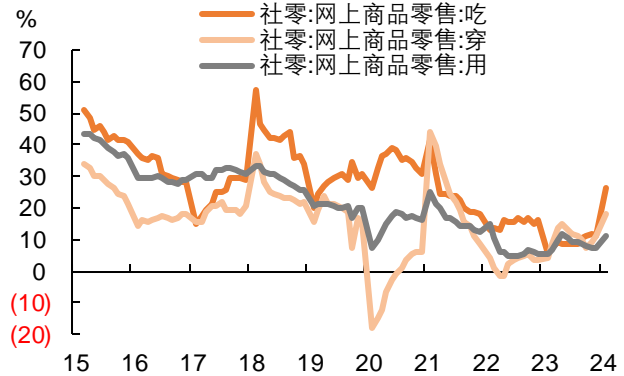


图表14 1-2月服务消费好于商品消费



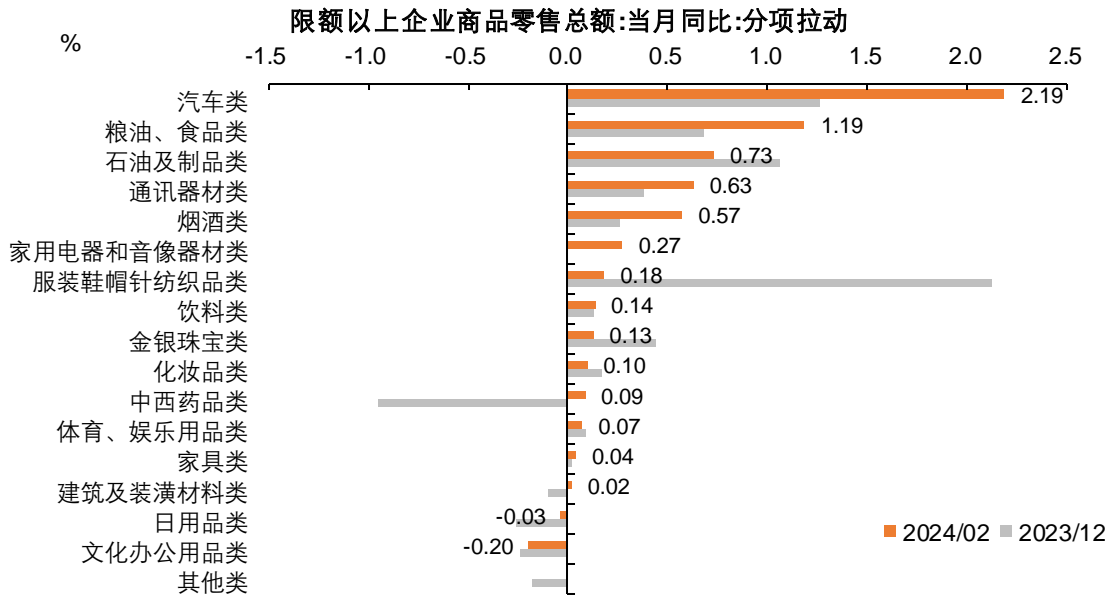
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 1-2月吃穿消费好于用的消费



资料来源: Wind, 平安证券研究所

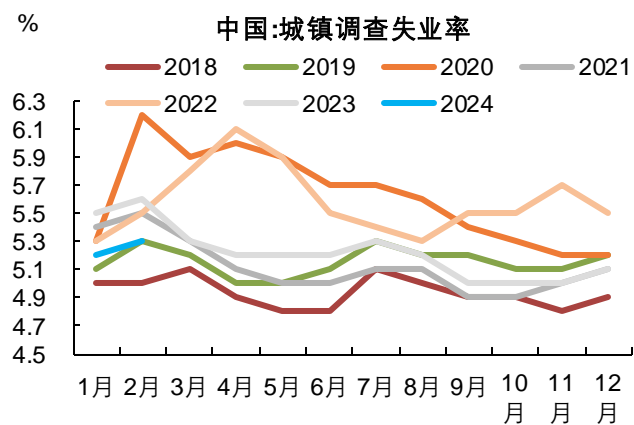
图表16 1-2月限额以上汽车类、通讯器材类、家用电器和音像器材类的拉动明显增强



资料来源: wind, 平安证券研究所

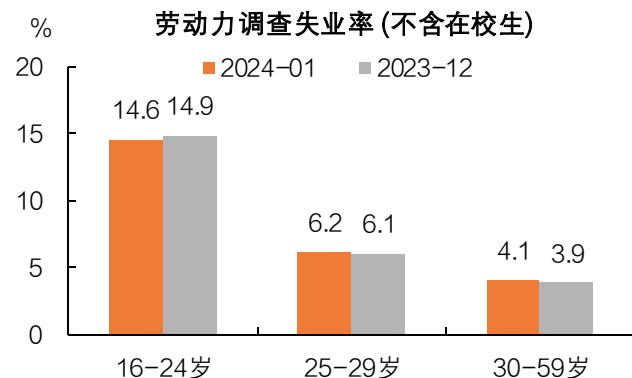
1、2月份城镇调查失业率分别为 5.2%和 5.3%，均较前月提升 0.1 个百分点，主要体现季节性因素的影响。2月城镇调查失业率已与 2019 年同期相当，为疫情以来同期最低水平。不过，**就业的总量压力和结构性矛盾仍比较突出**。国家统计局新发布的不含在校生的分年龄段调查失业率数据显示，1月 16-24 岁人口失业率为 14.9%，比去年 12月提升 0.3 个百分点；25-29 岁人口失业率为 6.1%，比去年 12月降低 0.1 个百分点；30-59 岁人口失业率为 3.9%，比去年 12月降低 0.2 个百分点。这反映当前就业压力主要体现在大学毕业生等年轻人口，而 30 岁以上成熟就业人群就业情况相对稳定。不过，**当前青年人口就业困难可能影响其未来进入劳动力市场的能力，进而影响相关家庭的消费意愿，其影响的持续性和广泛性不容小觑。**

图表17 1、2月城镇调查失业率为疫情以来同期最低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 当前就业压力主要体现在大学毕业生等年轻人口



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 稳增长政策落地效果不及预期, 海外经济衰退程度超预期, 房地产企业信用风险蔓延等。



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层