

1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 3 月 18 日

核心观点：1-2 月实体经济数据显示在政策支持下，除房地产外的经济动能正在持续复苏。在房地产行业企稳之前，我们预计无论是经济复苏还是市场信心的恢复或仍有波折，需要持续的政策支持。我们相信短期内政策重点将放在“两会”制定政策的落实上。

1-2 月社会消费品零售数据略低于预期。社会消费品零售总额同比增速从 12 月的 7.4% 跌到 1-2 月的 5.5%，略低于市场预期的 5.6%。不过，两年复合增速改善 1.8 个百分点到 4.5%，虽然距离疫情前同期水平仍有明显差距（2019 年 1-2 月增速：8.2%）。按行业分，服务消费表现依然强劲。服务零售额 1-2 月累计同比增速录得 12.3%，低于 2023 年全年的 20% 但仍远高于今年 1-2 月整体零售增速。由于是疫情防控转段后第一个正常的春节假期，餐饮零售明显反弹，两年复合同比增速从去年 12 月的 5.7% 上升至 10.8%。得益于日用品、化妆品和住房相关零售的改善，商品零售增速亦有小幅改善（1-2 月：3.7%，12 月：2.3%）。

固定资产投资累计同比增速 2 月跃升至 4.2%，并远超预期（2023 年：3%/市场预期：3.2%）。其中制造业投资增速大幅改善，基建投资增速小幅加快，房地产投资增速的跌幅亦有所收窄。

1. 房地产开发投资累计同比增速终结连续 10 个月的下滑，跌幅收窄 0.6 个百分点到 -9%，但细节没有整体读数乐观。然而该读数依然低于市场预期的 -8%。考虑到去年房地产开发投资增速亦曾在 1-2 月显著改善而后逐渐下降，我们认为不宜对此次房地产投资增速跌幅的收窄做过多解读。新开工面积累计同比增速下滑至 29.7%（去年 1-12 月：-20.4%）。房地产销售累计同比跌幅，不论从销售面积（2 月：-20.5%，2023 年：-8.5%），还是销售额（2 月：-29.3%，2023 年：-6.5%）来看亦大幅下滑。此外，上周五（3 月 15 日）发布的 2 月 70 个大中城市房价环比再跌 0.4%，跌幅和前四个月持平。房地产投资和其他相关数据的背离或是因为政策因素，推进“三大工程”建设以及“保交楼”等政策努力正在帮助房地产投资增速收窄跌幅。

2. 基建投资增速上升 0.4 个百分点到 6.3%。去年四季度开始发行特别国债的作用逐渐体现在基建投资数据上。随着两会明确再新增 1 万亿元超长期国债和 3.9 万亿元地方政府专项债额度，发行工作继续加速，我们相信基建投资短期向好的趋势或将持续。然而中期仍需警惕地方政府去杠杆背景下其余资金支持下降的风险，尤其是城投债。

3. 制造业投资增速连续半年加速，1-2 月加快 2.9 个百分点到 9.4%。上周政府正式发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。我们**估算**仅该方案推出的措施就可以至少提高今年制造业投资 1 个百分点。在政策支持下，我们相信今年的制造业投资将继续帮助支撑整体投资。



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

数据点评

1-2 月实体经济数据点评：“双轨式”经济复苏继续

工业生产连续超预期加速。工业生产同比增速加快 0.2 个百分点到 7%，远高于市场预期的 5.2%，两年复合增速亦反弹（1-2 月：4.7%，12 月：4%）。除了出口增速在 1-2 月显著改善之外，低基数效应也是此次工业生产数据远超预期的重要原因——作为优化防控政策后的首个春节，去年 1-2 月工业生产增速仅录得 2.4%。我们仍然相信工业生产可继续得益于工业去库存周期的结束，但仍需警惕疲软的内需、PPI 负读数持续时间延长以及重新制定的节能工作目标的影响。

失业率 2 月上升，且略微逊于市场预期。全国调查失业率连续三个月上升，每月上升 0.1 个百分点到 2 月的 5.3%，逊于市场预期的 5.1%。其中 31 大城市失业率的上升或是主要推动力，该分项在 2 月上升 0.2 个百分点到 5.1%。不过劳动力市场表现一般滞后于其他经济活动。如果实体经济持续改善，那么接下来失业率或有望回落。

1-2 月实体经济数据在政策支持下，除房地产外的经济动能正在持续复苏。“双轨式”（指房地产行业以及除房地产之外行业）的经济复苏似乎在继续：1-2 月出口、CPI、投资和工业生产数据均强于预期，社会消费品零售数据虽然略差于预期，但是两年复合增速也有改善。市场也对今天（3 月 18 日）的数据做出正面反应，沪深两市指数今天上午均有小幅上升。然而，房地产开发投资虽然在政策努力下有所改善，但是作为重要先行指标的房地产销售和房价均尚无明显起色。在房地产行业企稳之前，无论是经济复苏还是市场信心的恢复或仍有波折，需要持续的政策支持。

短期内，我们相信政策重点将放在“两会”制定政策的落实上。财政政策或将继续领衔经济复苏。随着 1 万亿元特别国债和 3.9 万亿元专项债额度的发布，稳投资依然是财政政策的一大主线。而且，依照“新一轮大规模设备更新和以旧换新”细则的发布，我们初步**估算**该政策起码可以拉动 0.6 个百分点的固定资产投资和 0.6 个百分点的社会零售额同比增速，具体成效仍需观察地方上的落实情况。货币政策方面，尽管 3 月 15 日发布的 2 月信贷数据不及预期，加总 1-2 月数据排除春节效应后的贷款数据和 2023 年同期基本持平，并且更为关键的中长期贷款维持韧性。往前看，我们认为货币政策将继续维持宽松以配合财政发力，预计还有 1-2 次降准，每次调降 25-50 个基点。降息则取决于经济运行情况。此外，抵押补充贷款额度有望再次加码以帮助支持“三大工程”建设。

投资风险：政策刺激和成效不及预期、房地产行业迟迟不能企稳、消费复苏动能转弱、地缘政治风险。

图表 1: 餐饮零售增速 (两年复合平均) 反弹明显, 商品零售也有所改善

	24年1-2月				23年12月	
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)
社会消费品零售总额	5.5	4.5	8.2	54.8	7.4	2.7
服务零售						
餐饮	12.5	10.8	9.7	111.7	30.0	5.7
商品零售	4.6	3.7	8.0	46.8	4.8	2.3
必需品						
日用品类	-0.7	1.6	15.9	9.9	-5.9	-7.6
能源类	5.0	7.9	2.5	316.4	8.6	2.7
自选消费						
服装鞋帽针纺织品类	1.9	3.6	1.8	202.0	26.0	5.0
化妆品类	4	3.9	8.9	43.8	9.7	-5.9
金银珠宝类	5.0	5.4	4.4	123.8	29.4	2.8
通讯器材类	16.2	3.3	8.2	40.0	11	3.0
汽车类	8.7	-0.8	-2.8	27.2	4.0	4.3
住房相关						
家用电器和音像器材类	5.7	1.8	3.3	55.4	-0.1	-6.8
家具类	4.6	4.9	0.7	699.9	2.3	-1.8
建筑及装潢材料类	2.1	0.6	6.6	NA	-7.5	-8.2

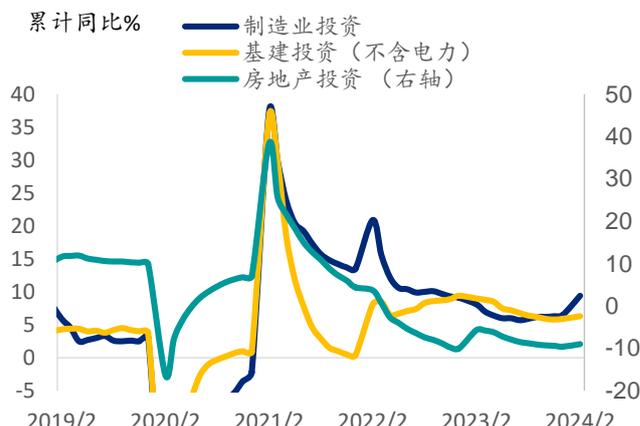
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 2: 两年复合增速显示 1-2 月实体经济数据全面改善



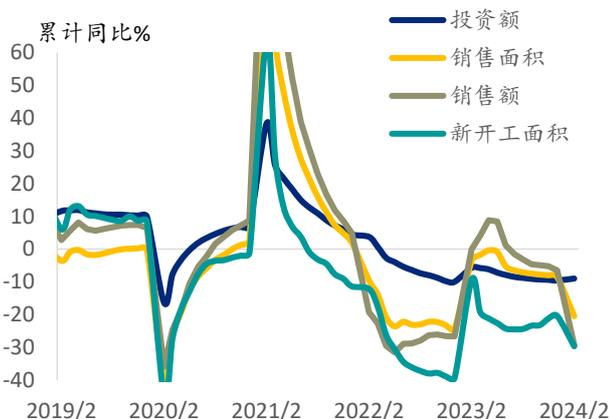
注: 为了便于基数效应, 2023 年起数据使用两年复合增速
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 3: 三大投资类别 1-2 月均有改善



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 除投资外, 其余房地产相关数据仍待改善



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 5: 城镇调查失业率继续缓慢上升



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 近期相关报告列表

日期	报告标题和链接
2024年3月14日	大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案公布, 影响几何?
2024年2月1日	月度宏观洞察: 政策或是决定经济走势的关键所在
2024年1月24日	央行宣布降准 50 个基点, 预示货币政策将继续维持宽松
2024年1月17日	四季度经济增速略弱于预期, 但 12 月数据初显政策成效
2024年1月5日	月度宏观洞察: 静候佳音
2023年12月15日	11 月实体经济数据点评: 需求疲软导致复苏动能减弱
2023年12月13日	中央经济工作会议解读: 高质量发展背景下的适度政策刺激
2023年12月1日	2024 年宏观经济展望: 中美经济周期错位进入下半场
2023年11月15日	10 月实体经济数据点评: 不均衡复苏继续, 但动能略微下滑
2023年11月7日	月度宏观洞察: 渐入佳境
2023年10月6日	国庆黄金周数据点评: 旅游业表现继续推动消费复苏
2023年9月26日	月度宏观洞察: 中国政策成效初显, 美国降息预期大减
2023年9月15日	央行再次降准, 实体经济数据大多好于预期, 政策接下来怎么走?
2023年9月13日	城中村改造对经济的影响有多大?
2023年9月1日	月度宏观洞察: 中国期待政策继续发力, 美国加息周期未完待续
2023年9月1日	央行三箭齐发稳地产, 影响几何?
2023年8月9日	7 月通胀数据点评: 细节好于整体读数, 政策仍需继续发力
2023年8月2日	央行工作会议解读: 下半年货币政策怎么走?
2023年7月31日	月度宏观洞察: 政治局会议后看下半年经济形势, 美国向软着陆继续迈进
2023年7月25日	7 月政治局会议解读: 将防范化解风险放在更重要位置
2023年7月20日	解读中央促进民营经济发展重磅文件
2023年7月19日	促家居消费政策细节发布, 扩大内需仍需更多政策支持
2023年7月11日	中国延长房地产金融支持政策和密集召开企业座谈会透露什么信号?
2023年7月7日	汇率因素推动外汇储备上升, 人民币中期或升值
2023年6月28日	月度宏观洞察: 中国静待政策支持, 美国警惕信贷紧缩
2023年6月5日	2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

