

2024年03月19日

## 部分领域出现积极拐点

## 事件点评

### 1至2月经济数据点评

- ◆ **一、生产端：高基数下仍超市场预期；服务业偏强、出口交货值增速转正**
- ◆ **高基数背景下1至2月工业增加值仍实现“开门红”。**去年同期财政前置背景下，基建项目开工拉动生产端增速，形成今年的高基数。高基数背景下1至2月工业增加值仍实现“开门红”，增速为7%，超市场预期，去年12月为4.6%。从两年平均看，1至2月份两年平均增长4.7%，较上年12月份加快0.7pct；服务业生产略强于工业，1至2月服务业生产指数增长5.6%，较去年12月提高1.9pct。
- ◆ **国内产能过剩、有效需求不足、外需仍有韧性的背景下，制造业企业积极寻求出海“破局”。**1至2月出口增速转正，以交运设备、机械设备、汽车的出口增速领先，均有两位数增长。消费品制造业出口受海外需求改善拉动，出口增速转正。
- ◆ **分门类看，装备制造业增速继续领先其他行业，消费品制造业回升幅度较大。**1至2月制造业、电热燃水、采矿业、消费品制造业分别较去年12月增速波动0.6pct、0.6pct、-2.4pct、4.4pct至7.7%、7.9%、2.3%、4.7%。其中，消费品制造业为疫情防控平稳转段后春节假日消费以及海外市场需求改善共同带动。此外，具有高科技、高效能、高质量特征的装备制造业增加值同比增长8.6%、高技术制造业增加值增长7.5%。
- ◆ **分产品看，根据产品产量的两年平均增速，**1)传统能源增速放缓、风能、太阳能增速高位拉升；2)钢铁、建材产品增速显著提升；3)汽车，尤其是新能源汽车增速分别下降7.1pct、28.6pct至-5.2%、20.9%，其他新动能相关的产品中，太阳能电池产量两年平均同比增幅放缓12.0个百分点至23.7%。4)智能手机、集成电路、工业机器人等技术密集型产品产量增速均有两位数下滑。
- ◆ **二、消费：消费动能稳步修复；汽车社零两年平均增速转负**
- ◆ **从两年平均数据来看，消费动能稳步修复。**1至2月社会消费品零售总额两年平均同比增长4.5%，增速较去年12月提高1.8pct。其中，除汽车以外的消费品零售额两年平均增长5.1%，增速较去年12月提高2.6pct。
- ◆ **具体来看，**1)乡村市场销售增速持续大于城镇。2)春节假期出行消费增多，实物商品网上零售额占比季节性回调；餐饮收入两年平均增速为11.3%，较12月提高4.9pct。3)社交属性较强的烟酒、化妆品以及房地产后周期相关消费（家具、家电、建材）的两年平均增速环比大幅提高，主要是受节假日消费以及二手房交易提高带动。4)1至2月汽车零售两年平均增速转负，为-0.8%，环比下跌5.1pct。
- ◆ **三、固定资产投资：整体继续改善，民间固投比重触底回升**
- ◆ **继去年12月固定资产投资累计增速逆转2023年以来持续下降的趋势后，今年1至2月继续提升1.2pct至4.2%，**从两年平均同比来看各板块均亦有改善。
- ◆ **房地产投资和销售仍存在较大压力。**销售端，1至2月商品房销售面积及销售额两年平均同比增速分别下降1.6pct、9.4pct至-21.9%、-29.3%，待售面积增速边际小幅下降0.9pct至24.2%，显示房地产销售及定价均存在较大压力。从实物量来看，新开工、施工、竣工两年平均增速分别变动4.9pct、-2.4pct、-24.9pct至-33.1%、-13.0%、-17.1%。反映行业景气度的国房景气指数持续下行，2月为92.13%，为2016年2月有数据以来的新低。
- ◆ **制造业投资方面，有色金属、交运设备、计算机等电子设备行业固投两年平均增速**

分析师

罗云峰

 SAC执业证书编号：S0910523010001  
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC执业证书编号：S0910523050002  
 yangfeiran@huajinsec.cn

#### 相关报告

- ESG市场跟踪双周报(2024.3.4-2024.3.17)
- 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 2024.3.17
- 资产配置周报(2024-3-16)-2月实体部门负债增速大幅下行 2024.3.17
- 2024年3月地方债发行计划已披露7837亿元 2024.3.15
- 资产配置周报(2024-3-9)-两会政策目标的定量匡算 2024.3.10
- 消费电子可转债梳理(二)——开放式耳机 2024.3.7



边际提升，电气设备、医药、农林牧渔、高技术产业、汽车制造业增速则边际回调，与工业生产情况基本一致。

- ◆ **民间固定资产投资比重触底回升。**包括地产投资的民间固投资累计增速自 2022 年 5 月转为负增长，2023 年全年为-0.4%，今年 1 至 2 月转正，为 0.4%。民间固定资产投资占比为 2022 年以来首次明显回升，2023 年 12 月为历史最低位 50.4%，今年 1 至 2 月反弹至 52.6%。分行业看，电热燃水供应业、住宿和餐饮业、采矿业、租赁和商务服务业民间投资增速均在 14% 以上，制造业民间投资增长 11.6%，增速高于全部制造业投资 2.2 个百分点。

#### ◆ 四、资产配置观点

- ◆ **整体而言，剔除基数影响，1 至 2 月部分领域出现积极拐点，**例如节日出行消费带动服务业增速强劲、民间固定资产投资比重触底回升、国内供需矛盾下工业出口交货值增速转正、以及假日消费和海外市场需求改善背景下消费品制造业回升幅度较大等。结构性隐忧主要在于房地产，其他边际变差的部分在于发电量、汽车的生产与零售、以及外贸数据。
- ◆ **1 月、2 月拆分来看，结合 PMI 等数据，1 月相对更为强劲、2 月或偏疲弱。**金融市场的强劲表现，可能更多来自于实体经济走弱释放出更多的剩余流动性，3 月金融市场的剩余流动性或很难边际上进一步增加。2 月实体部门负债增速大幅下行，为 9.8%，前值 10.4%。两会公布的政策目标以及 2 月金融数据，均验证了我们此前对于中国国家资产负债表边际收缩的判断，因此我们很难改变原有的判断。目前市场来到了一个比较尴尬的位置，虽然短端利率已经回升至接近中枢的位置，但长端利率仍处于我们预测的区间下沿附近，而在缩表周期下，股债性价比偏向权益的幅度有限，风格上近期有所摆动，但中期价值重回相对占优的概率更高。
- ◆ **风险提示：**经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

## 目录

一、生产端：高基数下仍超预期；服务业偏强、出口转正 .....	4
二、消费：消费动能稳步修复；汽车社零两年平均增速转负 .....	5
三、固定资产投资：制造业超越基建成为主要拉动力；民间固投比重触底回升 .....	7
四、投资建议 .....	8
五、风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：高基数下仍超预期 .....	5
图 2：出口交货值增速转正 .....	5
图 3：消费动能稳步修复 .....	6
图 4：失业率季节性回升 .....	7
图 5：各产业固定资产投资增速 .....	8
图 6：民间投资占比明显回升 .....	8

## 一、生产端：高基数下仍超市场预期；服务业偏强、出口转正

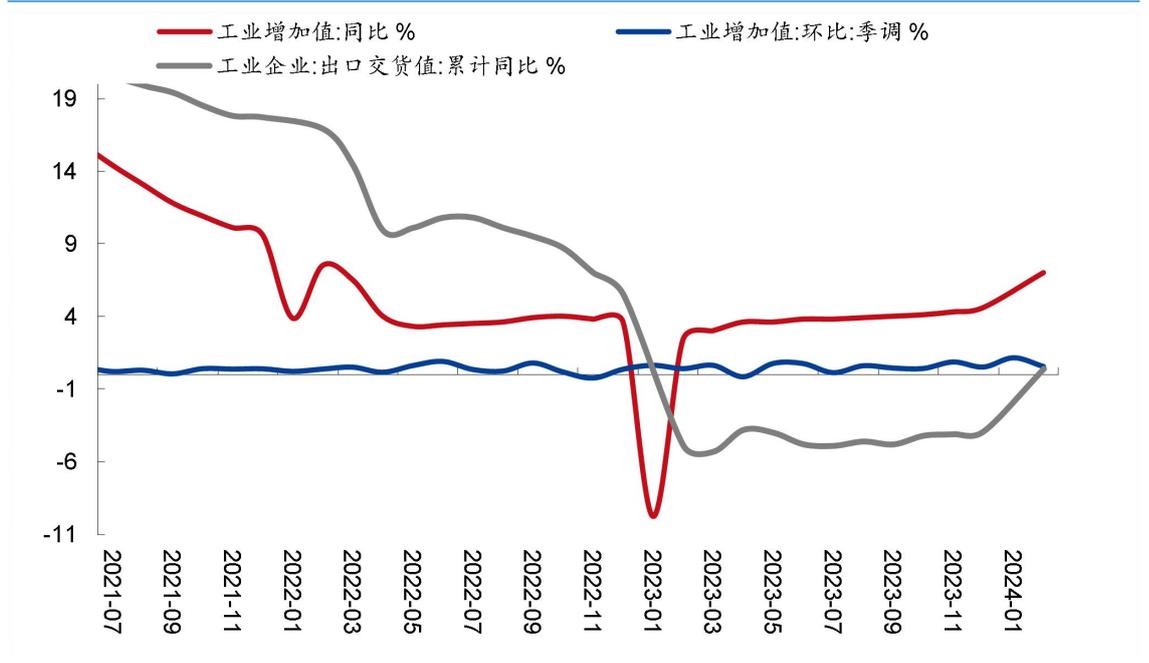
去年同期财政前置背景下，基建项目开工拉动生产端增速，形成今年的高基数。高基数背景下1至2月工业增加值仍实现“开门红”，增速为7%，超市场预期，去年12月为4.6%。从季调环比来看，1月、2月分别增长1.16%、0.56%，同样高于去年12月的0.52%。从两年平均看，1至2月份两年平均增长4.7%，较上年12月份加快0.7pct。从两年平均增速看，服务业生产略强于工业，1至2月服务业生产指数增长5.6%，较去年12月提高1.9pct。

国内产能过剩、有效需求不足、外需仍有韧性的背景下，制造业企业积极寻求出海“破局”。1至2月出口增速转正，以交运设备、机械设备、汽车的出口增速领先。1至2月出口交货值增速转正，为0.4%，结束此前连续八个月下降态势。在10大出口行业中，有8个行业出口增速较上年12月份加快或降幅收窄，其中铁路船舶航空航天、金属制品和通用设备等行业出口分别增长32.6%、20.4%、12.3%；汽车行业出口增速虽有所回落，但仍保持13.0%的两位数增长；消费品制造业出口受海外需求改善拉动，出口增速由上年12月下降10.6%转为增长4.0%，其中纺织服装、家具、文教工美等行业出口增速均有较大幅度回升。

分门类看，装备制造业增速继续领先其他行业，消费品制造业回升幅度较大。1至2月制造业、电热燃水、采矿业、消费品制造业分别较去年12月增速波动0.6pct、0.6pct、-2.4pct、4.4pct至7.7%、7.9%、2.3%、4.7%。其中，消费品制造业为疫情防控平稳转段后春节假日消费以及海外市场需求改善共同带动，其中家具、文教工美、酒饮料茶、食品等行业增加值分别增长11.1%、10.0%、8.1%、7.3%。此外，具有高科技、高效能、高质量特征的装备制造业增加值同比增长8.6%、高技术制造业增加值增长7.5%。具体而言，装备制造业中电子、铁路船舶航空航天、汽车、仪器仪表分别增长14.6%、11.0%、9.8%、8.7%；高技术制造业中半导体、集成电路、智能无人飞行器分别增长41.2%、21.6%、18.2%。

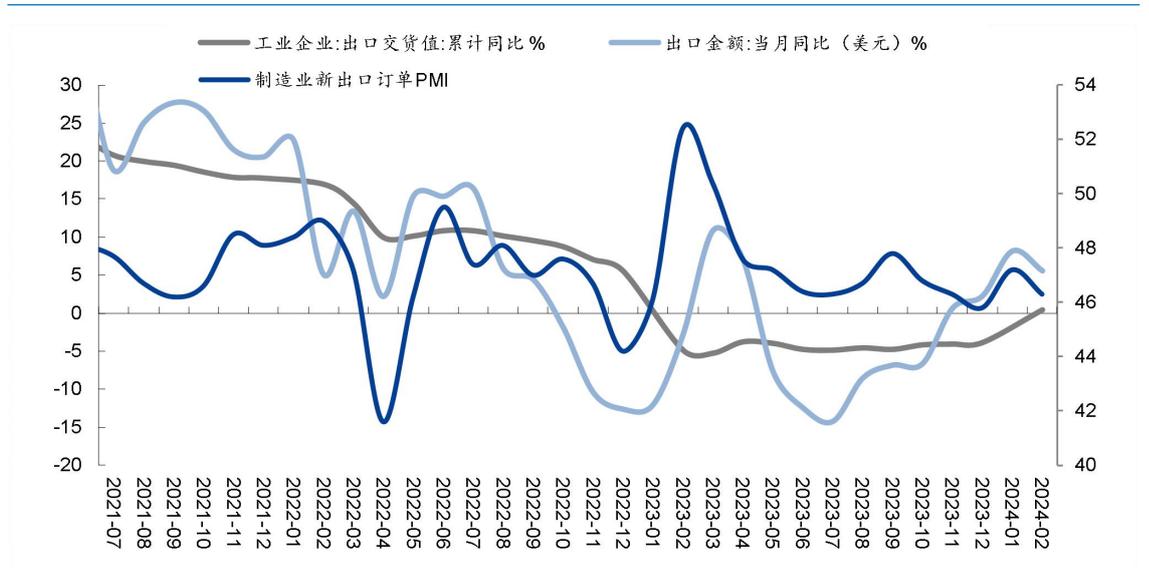
分产品看，根据产品产量的两年平均增速，1) 传统能源增速放缓，1至2月发电量及原煤产量较去年12月增速分别下降1.0pct、1.5pct至4.4%、0.7%；风能、太阳能增速提高6.0pct、2.3pct至17.3%、12.3%。2) 钢铁、建材产品增速显著提升，1至2月生铁、粗钢、钢材、水泥、平板玻璃两年平均增速分别提高11.5pct、16.0pct、6.3pct、5.7pct、0.8pct至3.3%、3.6%、5.7%、-1.1%、0.3%。3) 汽车，尤其是新能源汽车增速显著下滑，1至2月汽车、新能源汽车两年平均增速分别下降7.1pct、28.6pct至-5.2%、20.9%，其他新动能相关的产品中，太阳能电池产量两年平均同比增幅放缓12.0个百分点至23.7%。4) 智能手机、集成电路、工业机器人等技术密集型产品产量增速均有双位数下滑。

图 1：高基数下仍超市场预期



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：出口交货值增速转正



资料来源：Wind，华金证券研究所

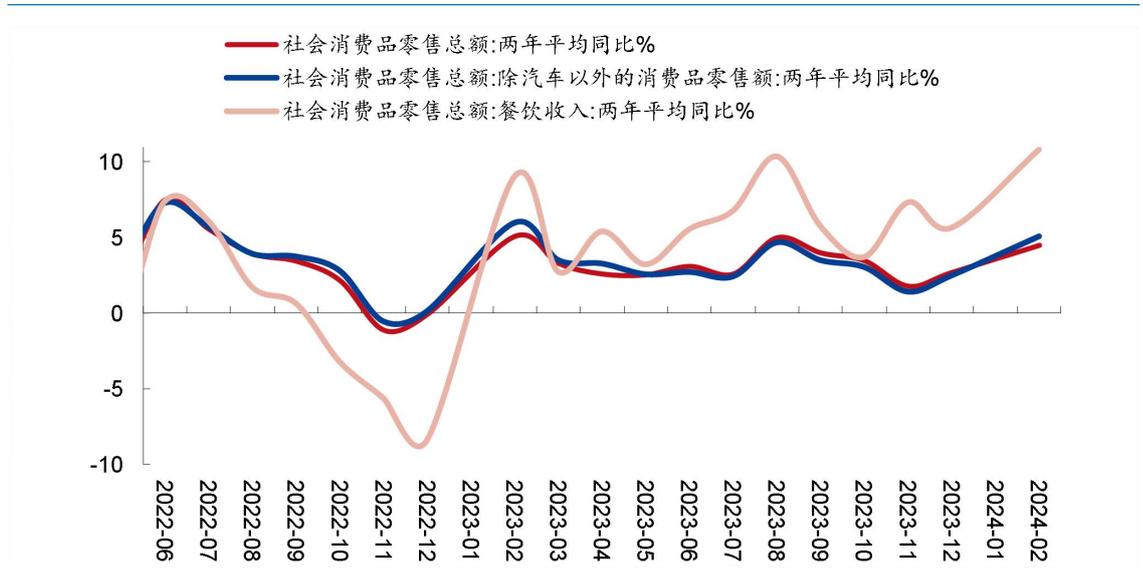
## 二、消费：消费动能稳步修复；汽车社零两年平均增速转负

从两年平均数据来看，消费动能稳步修复。1至2月社会消费品零售总额两年平均同比增长4.5%，增速较去年12月提高1.8pct。其中，除汽车以外的消费品零售额两年平均增长5.1%，增速较去年12月提高2.6pct。

具体来看，1) 乡村市场销售增速持续大于城镇，1至2月份，消费品零售额两年平均同比增速分别提高1.5pct、1.8pct至5.1%、4.4%。2) 春节假期出行消费增多，1-2月实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重季节性回调，为22.4%，占比较前值回调5.2pct。餐饮收入两年平均增速为11.3%，较去年12月提高4.9pct。3) 社交属性较强的烟酒、化妆品以及房地产后周期相关消费（家具、家电、建筑装潢材料）的两年平均增速环比大幅提高，主要是受节假日消费以及二手房交易提高带动。4) 1至2月汽车零售两年平均增速转负，为-0.8%，环比下跌5.1pct。

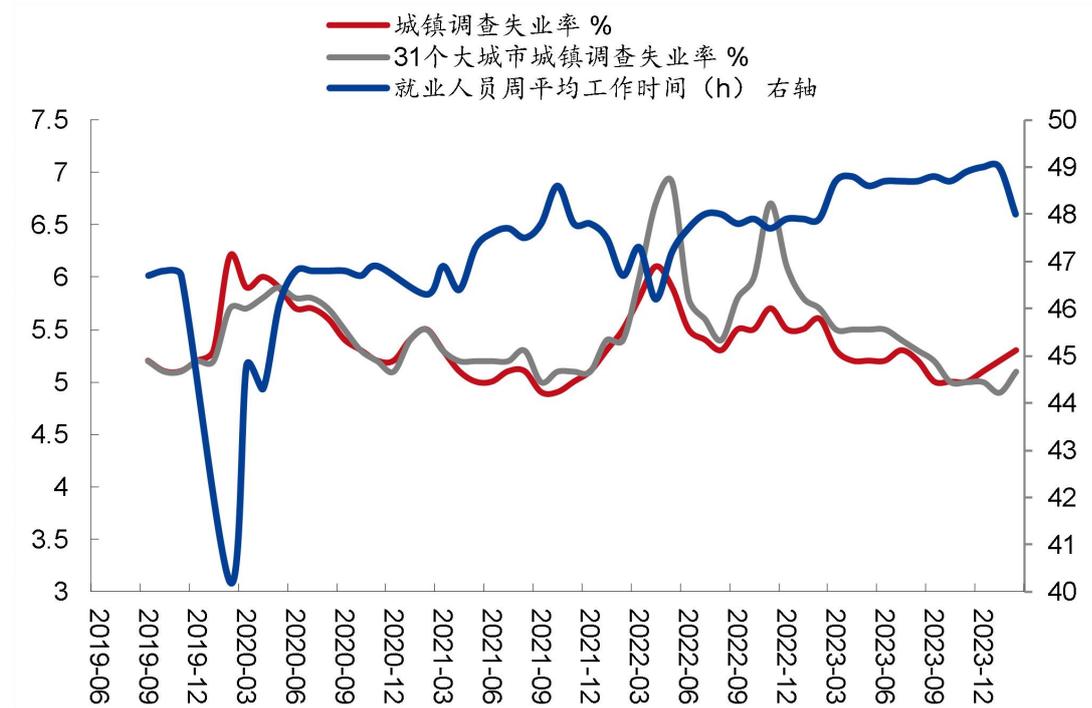
就业方面，工业生产加快、服务业增势较好，带动就业总体稳定。2024年2月全国城镇调查失业率平均值为5.3%，低于2023年同期的5.6%，环比来看，失业率季节性提升。全国企业就业人员周平均工作时间季节性减少1小时至48小时。

图3：消费动能稳步修复



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：失业率季节性回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、固定资产投资：制造业超越基建成为主要拉动力；民间固投比重触底回升

整体继续改善，制造业超越基建成为主要拉动力。继去年 12 月固定资产投资累计增速逆转 2023 年以来持续下降的趋势后，今年 1 至 2 月继续提升 1.2pct 至 4.2%，从两年平均同比来看亦有改善，分板块来看，基建投资（不含电力）、制造业投资、房地产开发投资两年平均增速分别较去年 12 月提高 0.01pct、1.0pct、2.4pct 至 7.6%、8.7%、-7.4%。

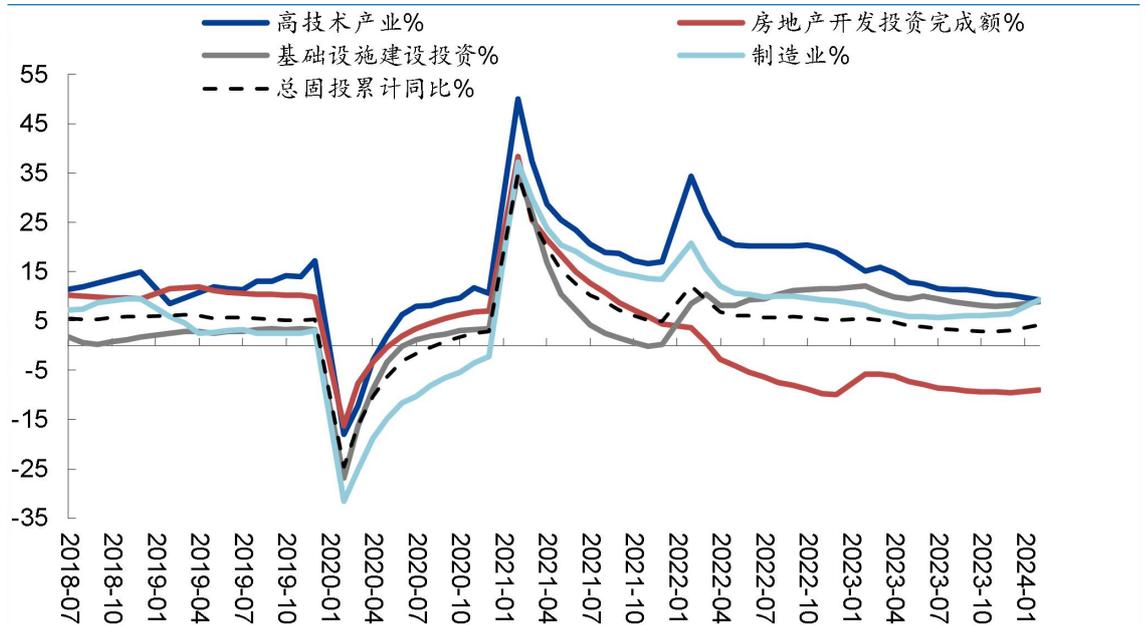
房地产投资和销售均存在较大压力。销售端，1 至 2 月商品房销售面积及销售额两年平均同比增速分别下降 1.6pct、9.4pct 至 -21.9%、-29.3%，待售面积增速边际小幅下降 0.9pct 至 24.2%，显示房地产销售及定价均存在较大压力。从实物量来看，新开工、施工、竣工两年平均增速分别变动 4.9pct、-2.4pct、-24.9pct 至 -33.1%、-13.0%、-17.1%。反映行业景气度的国房景气指数持续下行，2 月为 92.13%，为 2016 年 2 月有数据以来的新低。

制造业投资方面，有色金属、交运设备、计算机等电子设备行业固投两年平均增速边际提升，电气设备、医药、农林牧渔、高技术产业、汽车制造业增速则边际回调，与工业生产情况基本一致。

民间固定资产投资比重触底回升。包括地产投资的民间固投资累计增速自 2022 年 5 月转为负增长，2023 年全年为 -0.4%，今年 1 至 2 月转正，为 0.4%。民间固定投资占比为 2022 年以来首次明显回升，2023 年 12 月为历史最低位 50.4%，今年 1 至 2 月反弹至 52.6%。其中，民间项目投资（扣除房地产开发民间投资）增长 7.6%。分行业看，电热燃水供应业、住宿和餐饮

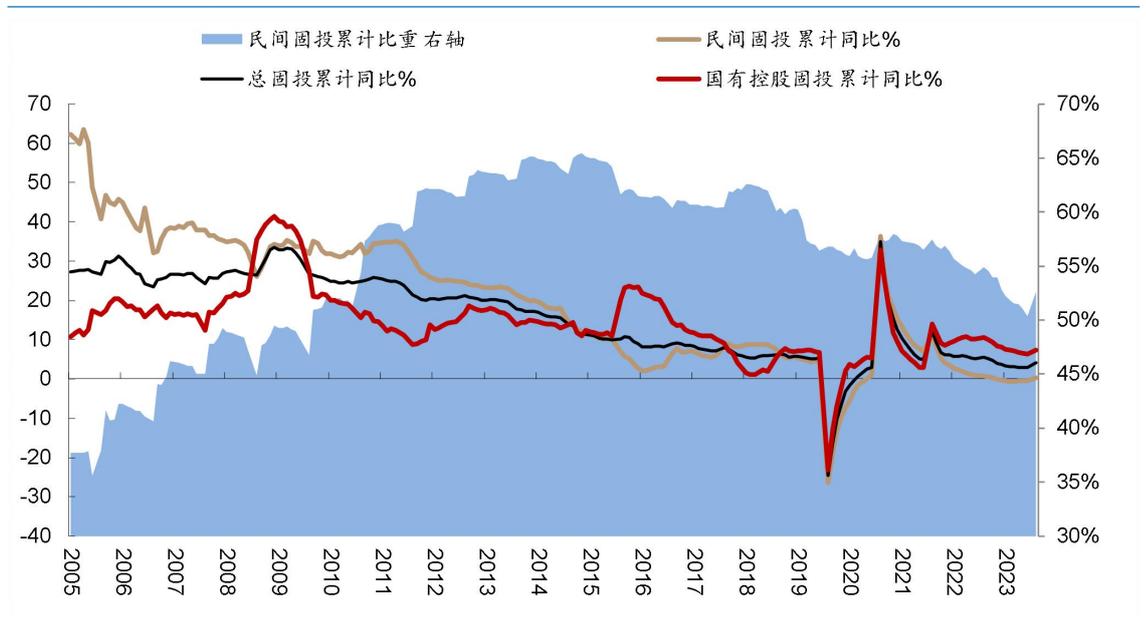
业、采矿业、租赁和商务服务业民间投资增长较快，分别增长 30.1%、20.5%、14.8%和 14.0%；制造业民间投资增长 11.6%，增速高于全部制造业投资 2.2 个百分点；基础设施民间投资增长 7.9%，增速高于全部基础设施投资 1.6 个百分点。

图 5：各产业固定资产投资增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：民间投资占比明显回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、投资建议

整体而言，剔除基数影响，1 至 2 月部分领域出现积极拐点，例如节日出行消费带动服务业增速强劲、民间固定资产投资比重触底回升、国内供需矛盾下工业出口交货值增速转正、以及假

日消费和海外市场需求改善背景下消费品制造业回升幅度较大等。结构性隐忧主要在于房地产，其他边际变差的部分在于发电量、汽车的生产与零售、以及外贸数据。

1月、2月拆分来看，结合PMI等数据，1月相对更为强劲、2月或偏疲弱。金融市场的强劲表现，可能更多来自于实体经济走弱释放出更多的剩余流动性，3月金融市场的剩余流动性或很难边际上进一步增加。2月实体部门负债增速大幅下行，为9.8%，前值10.4%。两会公布的政策目标以及2月金融数据，均验证了我们此前对于中国国家资产负债表边际收缩的判断，因此我们很难改变原有的判断。目前市场来到了一个比较尴尬的位置，虽然短端利率已经回升至接近中枢的位置，但长端利率仍处于我们预测的区间下沿附近，而在缩表周期下，股债性价比偏向权益的幅度有限，风格上近期有所摆动，但中期价值重回相对占优的概率更高。

## 五、风险提示

经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)