

经济平稳恢复，但结构有所分化

2024年1-2月经济数据点评

分析师：蔡梦苑

分析师登记编码：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

研究助理：郝一凡

邮箱：haoyifan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

投资要点

④2024年1-2月规模以上工业增加值延续改善趋势，且高于市场预期，其中，制造业增速继续走强，公用事业增速有所回升。分行业看，以计算机、通信和其他电子设备为代表的“新质生产力”行业延续高增长，为制造业增加值提供支撑。

④2024年1-2月社零改善力度未达到市场预期水平，与春节假期消费数据出现一定“背离”，主要受以下因素影响，一是去年同期基数出现明显回升，二是消费需求分化较为明显，除节日相关消费增多，可选消费相对偏弱。总的来看，1-2月失业率小幅回升，对于居民消费意愿存在一定压制作用，当前居民信心尚未完全恢复，消费需求仍有改善空间。

④2024年1-2月份，固定资产投资同比增长4.2%，其中制造业投资和基建投资分别增长9.4%和6.3%。制造业投资方面，高质量发展为2024年的重点目标之一，预计后续高技术制造业投资将延续高增速，为制造业投资提供较强支撑。基建投资增速较2023年12月当月同比增速小幅回落，或是由于2024年以来政府债券发行速度偏慢。不过后续广义财政将为基建投资提供更多支持，随着政府专项债发行加速，以及此前增发的万亿国债逐步形成实物工作量，预计基建投资仍保持一定韧性。

④2024年1-2月，在地产政策频频加码，房地产融资“白名单”机制持续推进，加上四大一线城市进一步优化住房限购政策，地产投资有所改善。从销售端来看，2024年1-2月地产销售面积累计同比降幅进一步扩大，值得注意的是，地产销售额回落幅度明显大于地产销售面积，反映出部分房企选择以“薄利多销”的模式吸引购房者，不过对居民购房意愿的提振相对有限。对于房企而言，销售不振，回款困难，叠加企融资能力明显减弱，造成部分房企流动性面临较大压力，资金到位不足对于房企投资形成较大制约。总的来看，目前地产仍处于磨底阶段，后续还需关注“因城施策”、“城中村改造”、“保障房”三大政策的持续推进，以及地产“白名单”的落地，能否带动地产逐步企稳。

④总的来看，2024年第一份经济数据整体超预期，不过存在供给偏强、需求偏弱的结构性问题。1-2月工业生产偏强，以及政策发力下，制造业和基建投资维持高位。但需求侧偏弱问题犹存，在剔除节假日影响因素后，消费需求总体弱平稳，而地产及其相关链条消费仍偏弱。考虑到房地产作为国内经济的一大支柱，对于就业及居民财富均有一定影响，目前地产尚未企稳回升对于内生动能的修复存在一定压制作用。后续仍需关注在政策发力下地产能否企稳，以及对于制造业投资的支撑能否替代传统基建以及地产投资的下滑。

④风险提示：国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。

事件:

2024年3月18日,国家统计局公布了2024年1-2月份的经济数据,具体见下图(图1-3):

图1: 经济数据情况 (%)

	2024年1-2月	2023-12	2023-11
工业增加值:当月同比	-12.70	6.80	6.60
服务业生产指数:当月同比	5.80	8.50	9.30
投资			
基建投资:累计同比	8.96	8.24	7.96
制造业:累计同比	9.40	6.50	6.30
房地产:累计同比	-9.00	-9.60	-9.40
社会消费品零售总额:当月同比	5.50	7.40	10.10
出口金额:当月同比	5.60	2.23	0.71

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图2: 社会零售总额情况 (%)

	2024年1-2月	2023-12	2023-11
社会消费品零售总额:累计值	81,307.00	471,495.00	427,945.00
社会消费品零售总额:累计同比	5.50	7.20	7.20
社会消费品零售总额:当月值(亿元)	81,307.00	43,550.00	42,505.00
社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.50	7.40	10.10
其中:除汽车以外的消费品零售额	5.20	7.90	9.60
其中:限额以上企业消费品零售总额	6.70	6.60	10.00
按经营地区分			
城镇:当月同比	5.50	7.20	10.00
乡村:当月同比	5.80	8.90	10.40
按消费类型分			
餐饮收入:当月同比	12.50	30.00	25.80
其中:限额以上企业餐饮收入总额	12.40	37.70	24.60
商品零售:当月同比	4.60	4.80	8.00
其中:限额以上企业商品零售总额	6.20	4.80	9.00
粮油、食品类	9.00	5.80	4.40
饮料类	6.90	7.70	6.30
烟酒类	13.70	8.30	16.20
服装鞋帽针纺织品类	1.90	26.00	22.00
化妆品类	4.00	9.70	-3.50
金银珠宝类	5.00	29.40	10.70
日用品类	-0.70	-5.90	3.50
家用电器和音像器材类	5.70	-0.10	2.70
中西药品类	2.00	-18.00	7.10
文化办公用品类	-8.80	-9.00	-8.20
家具类	4.60	2.30	2.20
通讯器材类	16.20	11.00	16.80
石油及制品类	5.00	8.60	7.20
汽车类	8.70	4.00	14.70
建筑及装潢材料类	2.10	-7.50	-10.40

资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 3：规模以上工业增加值情况（%）

	2024年1-2月	2023-12	2023-11
工业增加值:累计同比	7.00	4.60	4.30
分三大门类			
制造业	7.70	7.10	6.70
其中:高技术产业	7.50	6.40	6.20
采矿业	2.30	4.70	3.90
电力、燃气及水的生产和供应业	7.90	7.30	9.90
分经济类型			
其中:国有及国有控股企业	5.80	7.30	7.30
其中:股份制企业	7.30	7.20	7.20
外商及港澳台投资企业	6.20	6.90	4.40
其中:私营企业	6.50	5.40	5.20
主要行业增加值			
煤炭开采和洗选业	1.40	5.80	5.20
石油和天然气开采业	3.00	3.50	1.80
农副食品加工业	2.30	-0.80	-0.50
食品制造业	7.30	4.40	3.80
酒、饮料和精制茶制造业	8.10	2.10	4.80
纺织业	6.60	1.70	2.10
化学原料及化学制品制造业	10.00	11.00	9.60
医药制造业	-3.50	-3.30	-8.10
橡胶和塑料制品业	13.10	9.90	7.40
非金属矿物制品业	3.90	0.30	-0.60
黑色金属冶炼及压延加工业	8.70	2.10	5.10
有色金属冶炼及压延加工业	12.50	12.90	10.20
金属制品业	7.50	7.30	6.00
通用设备制造业	4.10	4.60	0.80
专用设备制造业	2.00	3.60	1.90
汽车制造业	9.80	20.00	20.70
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.00	5.60	12.70
电气机械及器材制造业	4.60	10.10	10.20
计算机、通信和其他电子设备制造业	14.60	9.60	10.60
电力、燃气及水的生产和供应业	7.80	5.80	9.20

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

对此，我们的点评如下：

核心观点：2024 年 1-2 月经济呈供给偏强、需求弱平稳特征

2024 年 1-2 月规模以上工业增加值延续改善趋势，且高于市场预期，其中，制造业增速继续走强，公用事业增速有所回升。分行业看，以计算机、通信和其他电子设备为代表的“新质生产力”行业延续高增长，为制造业增加值提供支撑。

2024 年 1-2 月社零改善力度未达到市场预期水平，与春节假期消费数据出现一定“背离”，主要受以下因素影响，一是去年同期基数出现明显回升，二是消费需求分化较为明显，除节日相关消费增多，可选消费相对偏弱。结构方面，社零数据呈显著假期特征，与节假日相关的烟、酒、食品消费增多，以及优惠政策推动下，汽车与部分地产相关可选消费出现一定回升。总的来看，1-2 月失业率小幅回升，对于居民消费意愿存在一定压制作用，当前居民信心尚未完全恢复，消费需求仍有改善空间。

2024 年 1-2 月份，固定资产投资同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点，其中制造业投资和基建投资分别增长 9.4%和 6.3%。制造业投资方面，高质量发展为 2024 年的重点目标之一，预计后续高技术制造业投资将延续高增速，为制造业投资提供较强支撑。基

建投资增速较 2023 年 12 月当月同比增速小幅回落，或是由于 2024 年以来政府债券发行速度偏慢。不过后续广义财政将为基建投资提供更多支持，随着政府专项债发行加速，以及此前增发的万亿国债逐步形成实物工作量，预计基建投资仍保持一定韧性。

2024 年 1-2 月，在地产政策频频加码，房地产融资“白名单”机制持续推进，加上四大一线城市进一步优化住房限购政策，地产投资有所改善。从销售端来看，2024 年 1-2 月地产销售面积累计同比降幅进一步扩大，值得注意的是，地产销售额回落幅度明显大于地产销售面积，反映出部分房企选择以“薄利多销”的模式吸引购房者，不过对居民购房意愿的提振相对有限。对于房企而言，销售不振，回款困难，叠加企融资能力明显减弱，造成部分房企流动性面临较大压力，资金到位不足对于房企投资形成较大制约。总的来看，目前地产仍处于磨底阶段，后续还需关注“因城施策”、“城中村改造”、“保障房”三大政策的持续推进，以及地产“白名单”的落地，能否带动地产逐步企稳。

总的来看，2024 年第一份经济数据整体超预期，不过存在供给偏强、需求偏弱的结构性问题。1-2 月工业生产偏强，以及政策发力下，制造业和基建投资维持高位。但需求侧偏弱问题犹存，在剔除节假日影响因素后，消费需求总体弱平稳，而地产及其相关链条消费仍偏弱。考虑到房地产作为国内经济的一大支柱，对于就业及居民财富均有一定影响，目前地产尚未企稳回升对于内生动能的修复存在一定压制作用。后续仍需关注在政策发力下地产能否企稳，以及对于制造业投资的支撑能否替代传统基建以及地产投资的下滑。

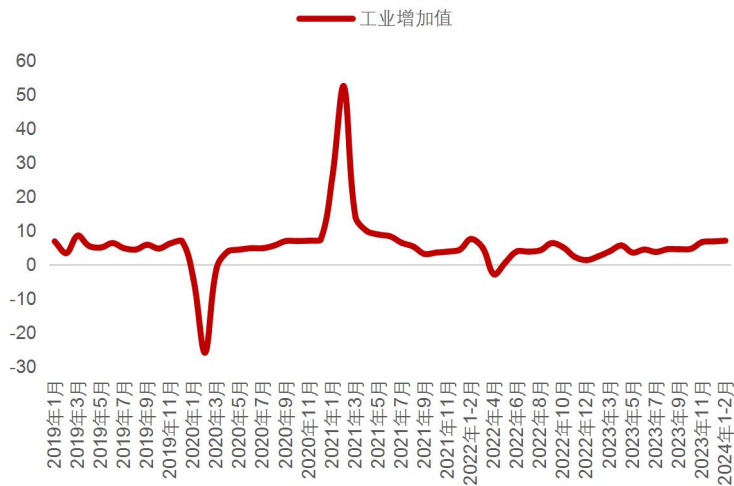
1. 工增延续改善趋势，制造业和公用事业增加值回升

2024 年 1-2 月规模以上工业增加值延续改善趋势，且高于市场预期，其中，制造业增速继续走强，公用事业增速有所回升。分行业看，以计算机、通信和其他电子设备为代表的“新质生产力”行业延续高增长，为制造业增加值提供支撑。

2024 年 1-2 月制造业和公用事业走强带动工增超预期。2024 年 1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），高于市场预期。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。分三大门类看，2024 年 1-2 月份，采矿业增加值同比增长 2.3%（2023 年 12 月为 4.7%），制造业增长 7.7%（2023 年 12 月为 7.1%），电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.9%（2023 年 12 月为 7.3%）。

“新质生产力”相关行业延续高增长，为制造业提供支撑。分行业看，2024 年 1-2 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。制造业中，代表“新质生产力”的计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 11.0%，汽车制造业增长 9.8%，为制造业提供一定支撑。

图 4：规上工业增加值同比（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 高基数下消费温和修复，但消费需求分化

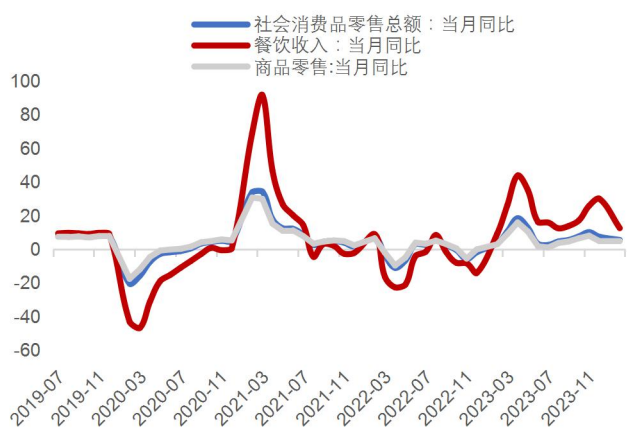
2024年1-2月社零改善力度未达到市场预期水平，与春节假期消费数据出现一定“背离”，主要受以下因素影响，一是去年同期基数出现明显回升，二是消费需求分化较为明显，除节日相关消费增多，可选消费相对偏弱。结构方面，社零数据呈显著假期特征，与节假日相关的烟、酒、食品消费增多，以及优惠政策推动下，汽车与部分地产相关可选消费出现一定回升。总的来看，1-2月失业率小幅回升，对于居民消费意愿存在一定压制作用，当前居民信心尚未完全恢复，消费需求仍有改善空间。

1-2月社零在基数因素影响下有所回落，且消费需求分化较为明显。2024年春节假期数据反映出居民出行热情提升，消费明显扩容提质，使得市场对于消费数据的回升有所期待。但从社零数据来看，2024年1-2月份，社会消费品零售总额81307亿元，同比增长5.5%，较2023年12月回落1.7个百分点。从环比数据来看，1月和2月社零环比分别增0.17%和0.03%，处于近年以来同期较低水平。社零回落主要受以下因素影响，一是去年同期基数出现明显回升；二是消费受季节性影响较大，整体消费需求仍偏弱；三是消费需求分化较为明显，除节日相关消费增多，可选消费相对偏弱。

从结构上来看，服务消费好于商品消费。2024年1-2月餐饮收入同比增长12.5%，明显高于商品零售同比增速的4.6%。商品销售中，与节假日相关的烟、酒、食品消费增多，其中粮油食品类、饮料类、烟酒类消费同比分别增9.0%（+3.2%）、6.9%（-0.8%）和13.7%（+5.4%）。此外，在去年同期基数较低，以及汽车行业补贴、家电以旧换新等优惠政策催化下，汽车消费（+4.7%至8.7%）明显走强，与地产相关可选消费也出现一定改善，其中，家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类消费同比增速分别为5.7%（+5.8%）、4.6%（+2.3%）和2.1%（+9.6%）。

1-2月失业率小幅回升，但低于前4年同期水平。2024年1-2月份，全国城镇调查失业率平均值为5.3%（2023年全年为5.2%），但低于前4年同期水平。2月份，全国城镇调查失业率为5.3%。

图 5：社零同比增速（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：消费分项同比增速（%）

	2023年12月份同比增速	2024年1-2月份同比增速	2024年1-2月份同比增速较2023年12月份变化
必选消费			
粮油、食品类	5.8	9.0	3.2
饮料类	7.7	6.9	-0.8
烟酒类	8.3	13.7	5.4
服装鞋帽针纺织品类	26.1	1.9	-24.1
日用品类	-5.9	-0.7	5.2
中西医药品类	-18.0	2.0	20.0
可选消费（地产相关）			
家用电器和音像器材类	-0.1	5.7	5.8
家具类	2.3	4.6	2.3
建筑及装潢材料类	-7.5	2.1	9.6
可选消费（非地产相关）			
化妆品类	9.7	4.0	-5.7
金银珠宝类	29.4	5.0	-24.4
文化办公用品类	-9.0	-8.8	0.2
通讯器材类	11.0	16.2	5.2
石油及制品类	8.6	5.0	-3.6
汽车类	4.0	8.7	4.7

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

3. 制造业投资显著扩大、基建投资保持韧性

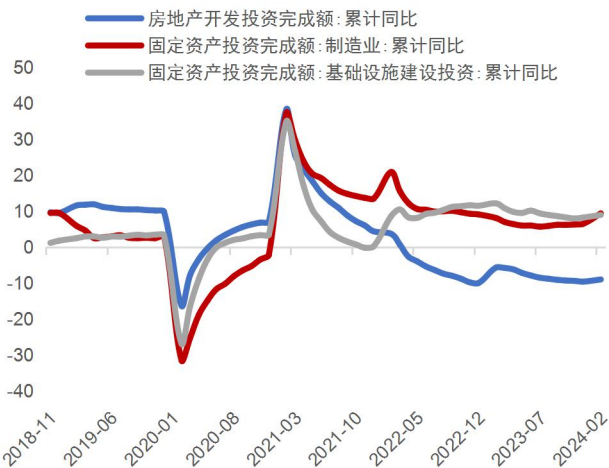
2024年1-2月份，固定资产投资同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2个百分点，其中制造业投资和基建投资分别增长9.4%和6.3%。制造业投资方面，高质量发展为2024年的重点目标之一，预计后续高技术制造业投资将延续高增速，为制造业投资提供较强支撑。基建投资增速较2023年12月当月同比增速小幅回落，或是由于2024年以来政府债券发行速度偏慢。不过后续广义财政将为基建投资提供更多支持，随着政府专项债发行加速，以及此前增发的万亿国债逐步形成实物工作量，预计基建投资仍保持一定韧性。

2024年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）50847亿元，同比增长4.2%，增速比2023年全年加快1.2个百分点。从环比看，2月份固定资产投资（不含农户）增长0.88%。分产业看，第一产业投资858亿元，同比下降5.7%（前值-0.1%）；第二产业投资15837亿元，增长11.9%（前值9.0%）；第三产业投资34152亿元，增长1.2%（前值0.4%）。

政策支持下，制造业投资显著扩大。2024年1-2月制造业投资增长9.4%，增速较2023年末加快2.9个百分点。2024年政府工作报告中明确新质生产力是发展的核心方向，并强调对科技创新、制造业的支持，也有效带动制造业投资扩大。1-2月份高技术产业投资同比增长9.4%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.0%和7.8%。高技术制造业中，信息化学品制造业，航空、航天器及设备制造业投资分别增长43.2%和33.1%。在大规模设备更新带动下，通用设备制造业和专用设备制造业投资分别增长6.5%和1.6%至11.3%和12.0%。以及春节相关消费走强影响下，农副食品加工业和食品制造业投资增速也分别回升5.9%和10.0%至13.6%和22.5%。高质量发展为2024年的重点目标之一，预计后续高技术制造业投资将延续高增速，为制造业投资提供较强支撑。

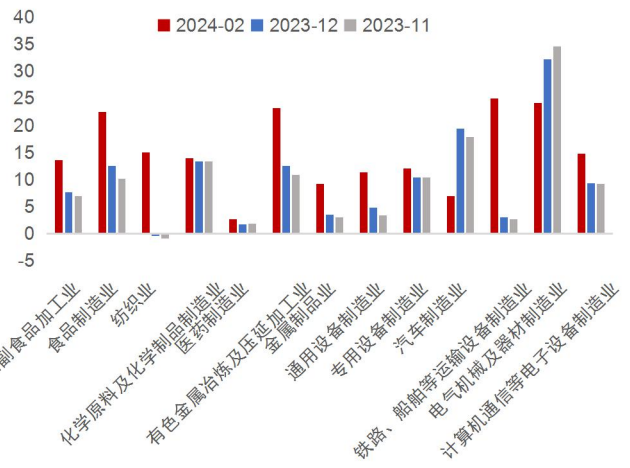
基建投资保持韧性。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.3%，增速加快0.4个百分点。不过从当月增速来看，1-2月狭义基础设施投资略低于2023年12月，或是由于2024年以来政府债券发行速度偏慢，基建投资的韧性或是源于2023年末增发的万亿国债结转2024年使用5000亿元。后续广义财政将为基建投资提供更多支持，随着政府专项债发行加速，以及此前增发的万亿国债逐步形成实物工作量，预计基建投资仍保持一定韧性。

图 7：制造业投资显著扩张、基建投资保持韧性（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：高质量行业投资保持韧性（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4. 地产端压力犹存，房企面临较大资金压力

2024 年 1-2 月，在地产政策频频加码，房地产融资“白名单”机制持续推进，加上四大一线城市进一步优化住房限购政策，地产投资有所改善。从销售端来看，2024 年 1-2 月地产销售面积累计同比降幅进一步扩大，值得注意的是，地产销售额回落幅度明显大于地产销售面积，反映出部分房企选择以“薄利多销”的模式吸引购房者，不过对居民购房意愿的提振相对有限。对于房企而言，销售不振，回款困难，叠加企融资能力明显减弱，造成部分房企流动性面临较大压力，资金到位不足对于房企投资形成较大制约。总的来看，目前地产仍处于磨底阶段，后续还需关注“因城施策”、“城中村改造”、“保障房”三大政策的持续推进，以及地产“白名单”的落地，能否带动地产逐步企稳。

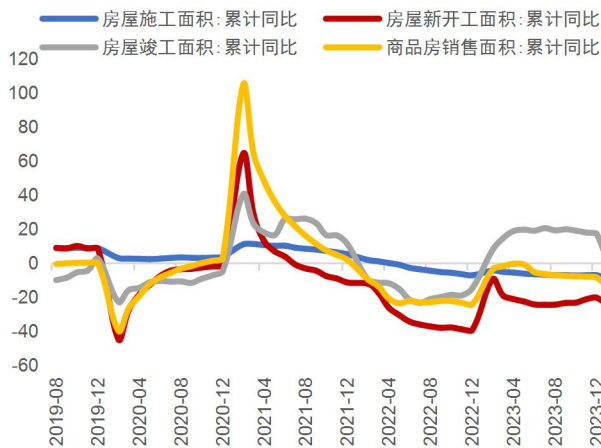
地产投资小幅回升，但地产端压力犹存。地产政策频频加码，房地产融资“白名单”机制持续推进，加上四大一线城市进一步优化住房限购政策，地产投资有所改善，2024 年 1-2 月份，全国房地产开发投资 11842 亿元，同比下降 9.0%（前值-9.6%），地产投资降幅有所改善。不过从分项看，房屋新开工、施工、竣工累计同比均明显回落，分别为-29.7%、-11.0%和-20.2%。

“薄利多销”售楼模式未能有效提振居民购房意愿。从销售端来看，2024 年 1-2 月地产销售面积累计同比降幅进一步扩大，由 2023 年 12 月的-8.5%回落至-20.5%。值得注意的是，地产销售额回落幅度明显大于地产销售面积，由此前的-6.5%下降至-9.3%，反映出部分房企选择以“薄利多销”的模式吸引购房者，不过对居民购房意愿的提振相对有限。

房企流动性压力较大，资金到位不足制约房企投资意愿。对于房企而言，销售不振，回款困难，叠加企融资能力明显减弱，造成部分房企流动性面临较大压力。1-2 月份，房地产开发企业到位资金 16193 亿元，同比下降 24.1%，资金到位不足对于房企投资形成较大制约。

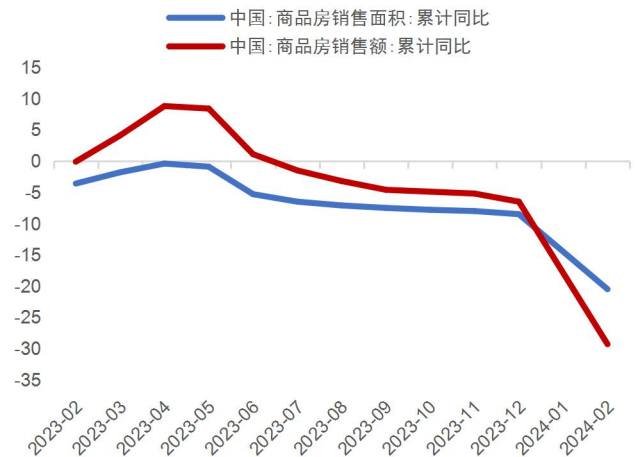
总的来看，目前地产仍处于磨底阶段，政策的持续发力尚未有效改善居民对于地产市场的预期以及提振偏弱的购房需求。后续还需关注“因城施策”、“城中村改造”、“保障房”三大政策的持续推进，以及地产“白名单”的落地，能否带动地产逐步企稳。

图 9：地产分项数据同比继续走弱（%）



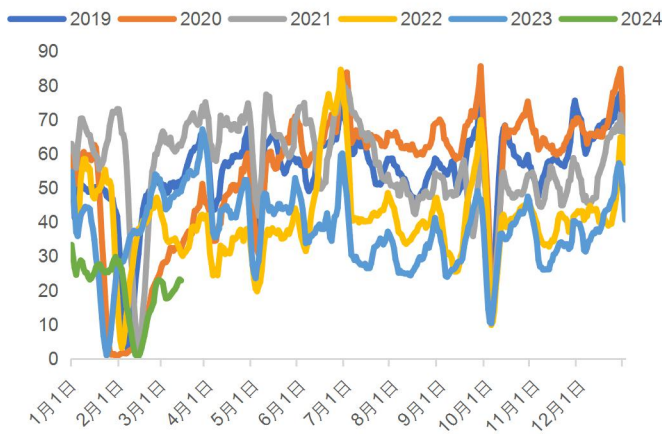
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：地产销售额同比增速下降幅度大于销售面积（%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 11：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 12：房地产开发企业到位资金增速显著走弱（%）



资料来源：国家统计局，华宝证券研究创新部

5. 风险提示

国际形势演变超预期；美国金融风险/经济衰退超预期；国内经济复苏不及预期；政策不及预期。

分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。