

宏观数据点评

# 投资“接棒”消费成为经济主要增量——1-2月经济增长数据点评

2024年03月20日

## 【事项】

- ◆ 据国家统计局发布数据，2024年1-2月工业增加值同比增长7.0%，较2023年12月提高0.2个百分点；2024年1-2月全国固定资产投资同比增长4.2%，较2023年1-12月高1.2个百分点；2024年1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，较2023年12月份低1.9个百分点。

## 【评论】

- ◆ **投资向上，消费向下，今年增长极逐渐明晰。**2024年1-2月份的主要经济动能中，社零增速进一步回落，而固定资产投资完成额增速大幅回升，反映经济增长动能开始逐步由消费单引擎驱动向“消费和投资相互促进的良性循环”切换。当前特别国债等政策对年内制造业投资和基建投资形成较强支撑，预计其增速有望保持高位，充当稳增长“压舱石”。
- ◆ **工业生产保持强劲，PPI处于低位或制约企业利润。**1-2月工业增加值同比增速进一步回升，其中高技术产业增长快于整体。但当前PPI同比增速仍为负，意味着工业企业面临成本上升、利润下降等问题，部分工业企业经营压力仍然较大。
- ◆ **制造业投资和基建投资如期上行，房地产投资仍处于调整阶段。**制造业投资方面，近期政策推动设备更新提速，制造业投资增速大幅回升，预计年内将维持高位。基建投资方面，前期增发赤字投入使用叠加超长期特别国债落地，共同为基建项目提供充足资金支持，预计后续增速稳步提升。房地产投资方面，供给端库存处于高位，去化周期进一步拉长；需求端商品房量价齐跌，下行压力仍大；预计后续政策面进一步托底楼市，失速风险可控，房地产投资或以“三大工程”为主要发力点。
- ◆ **消费增量需求降速后，消费升级和以旧换新或为后续增长点。**受基数效应消退影响，1-2月社零同比回落，环比降至低位。但升级类和大宗商品销售较快，同时政策面对消费品以旧换新支持力度加大，预计存量消费品升级换代或为今年拉动消费增长的重要发力点。

## 【风险提示】

- ◆ 地缘政治冲突恶化风险
- ◆ 海外经济体衰退风险外溢

 东方财富证券  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

## 东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：021-23586458

## 相关研究

《春节因素引发制造业PMI数值波动——2月PMI数据点评》

2024.03.04

《走出低通胀的政策路径》

2024.02.23

《双重使命平衡风险，3月降息或许尚早——美联储1月议息会议点评》

2024.02.01

《如期完成年度经济目标，投资或为后续发力点——12月经济增长数据点评》

2024.01.22

1. 投资向上，消费向下，今年增长极逐渐明晰
2. 工业增加值：产量与PPI背离，利润端或承压
3. 投资：制造业基建进入发力期，地产仍偏弱
  - 3.1 设备更新提速，制造业投资有望保持高位
  - 3.2 基建增速如期回升，稳增长“压舱石”作用增强
  - 3.3 房地产仍处于调整阶段
4. 消费：消费升级和以旧换新或为后续增长点

## 正文目录

1. 投资向上，消费向下，今年增长极逐渐明晰.....	3
2. 工业增加值：产量与 PPI 背离，利润端或承压.....	3
3. 投资：制造业基建进入发力期，地产仍偏弱.....	4
3.1 设备更新提速，制造业投资有望保持高位.....	5
3.2 基建增速如期回升，稳增长“压舱石”作用增强.....	6
3.3 房地产仍处于调整阶段.....	7
4. 消费：从疫后恢复转向持续扩大.....	8

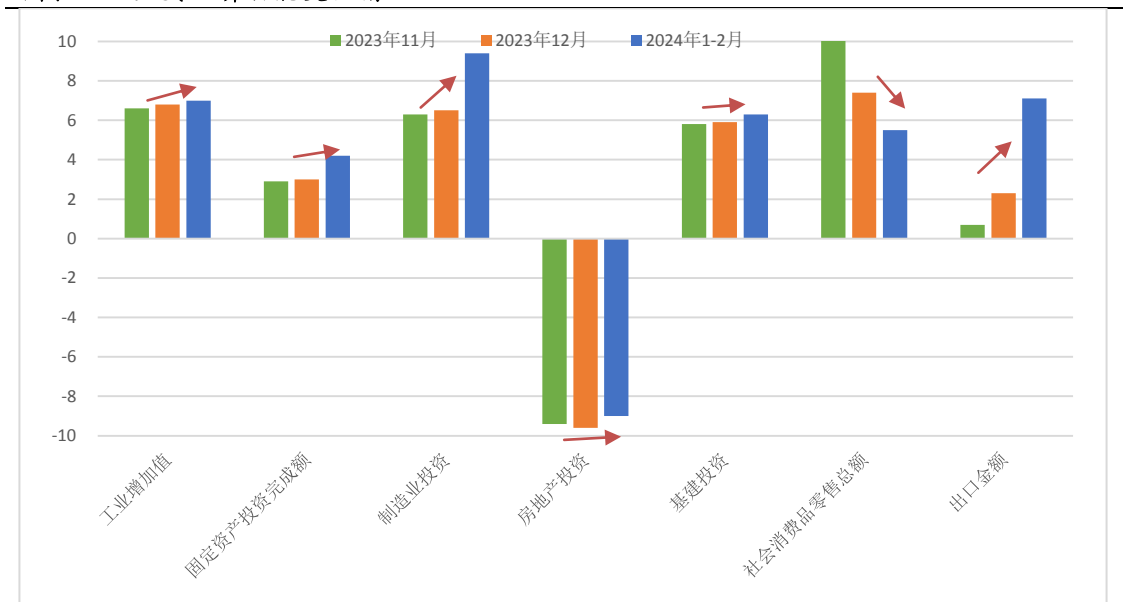
## 图表目录

图表 1：主要经济动能变化情况.....	3
图表 2：工业增加值同比增速持续上行.....	4
图表 3：工业增加值同比增速与 PPI 背离.....	4
图表 4：固定资产投资三大类.....	5
图表 5：1-2 月细分行业制造业投资累计同比增速 (%).....	5
图表 6：制造业大规模设备更新行动主要内容.....	6
图表 7：住宅开发投资完成额加速下行.....	7
图表 8：商品房库存升至高位.....	7
图表 9：土地溢价率处于低位.....	7
图表 10：商品房销售面积和销售额降幅较大.....	7
图表 11：各线城市住宅价格全面下行.....	8
图表 12：房企资金来源减少.....	8
图表 13：社零同比增速回落.....	9
图表 14：升级类商品销售回暖.....	9

## 1. 投资向上，消费向下，今年增长极逐渐明晰

**消费增速放缓，投资填补增长动能空缺。**2023 以来，消费充分发挥基础性作用，最终消费支出全年对经济增长贡献率为 82.5%，拉动 GDP 增长 4.3 个百分点。但随着消费低基数效应消退，2023 年 Q3 以来社零环比增速显著放缓，映射消费修复接近尾声，对经济的拉动作用大概率减弱。2024 年 1-2 月份的主要经济动能中，社零增速进一步回落，而固定资产投资完成额增速大幅回升，反映经济增长动能开始逐步由消费单引擎驱动向“消费和投资相互促进的良性循环”切换。

图表 1：主要经济动能变化情况



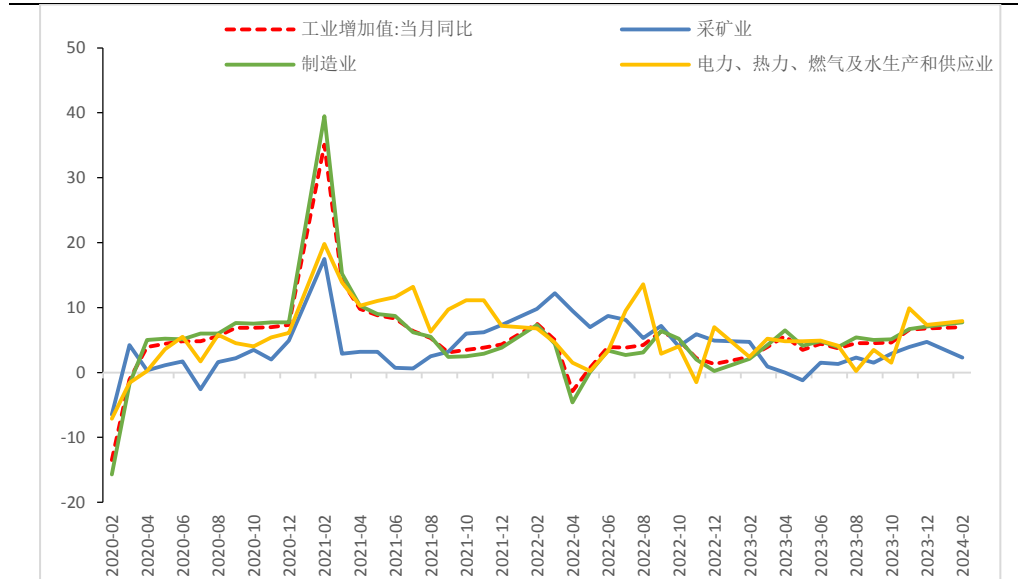
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

**预计制造业投资和基建投资保持高增长，推动全年经济稳步上行。**政府工作报告明确提出“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元”，预计对年内制造业投资和基建投资形成较强支撑，增速有望保持高位。

## 2. 工业增加值：产量与 PPI 背离，利润端或承压

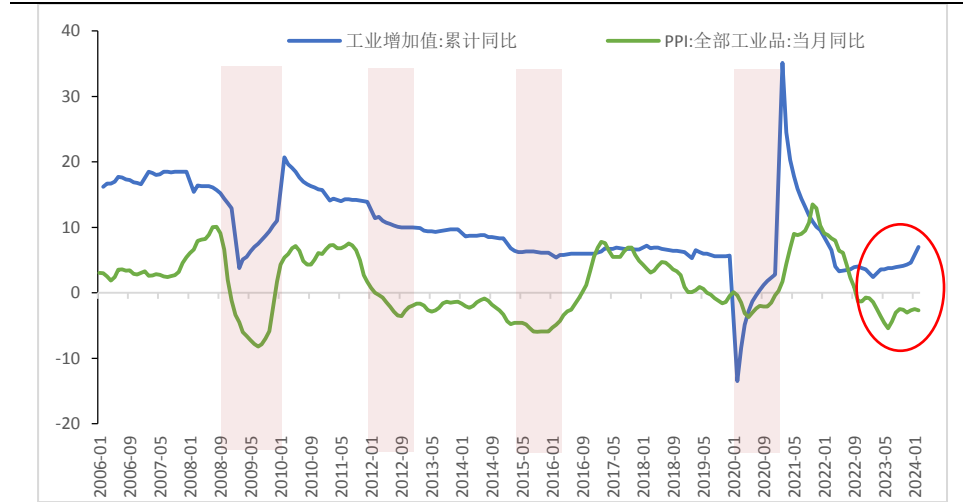
**制造业增加值回升，高技术产业增长快于整体。**1-2 月份工业增加值同比增长 7.0%，增速较上月高 0.2 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力热力燃气及水生产和供应业增加值分别同比增长 2.3%、7.7%、7.9%，较 2023 年 12 月份变化-2.4、+0.6、+0.6 个百分点。分行业看，高技术制造业增加值同比增长 7.5%，较 2023 年 12 月份加快 1.1 个百分点，其中电子及通信设备制造业、航空航天器及设备制造业增加值分别增长 12.6%和 14.1%。

图表 2：工业增加值同比增速持续上行



工业生产与价格水平背离，企业成本压力仍大。2 月份国内 PPI 同比增长 -2.7%，较前值降低 0.2 个百分点，工业品出厂价格仍趋于下行。历史上，工业品价格处于低位时，工业生产亦处于淡季。当前工业增加值同比增速与 PPI 背离，意味着工业企业面临成本上升、利润下降等问题，部分工业企业经营压力仍然较大。

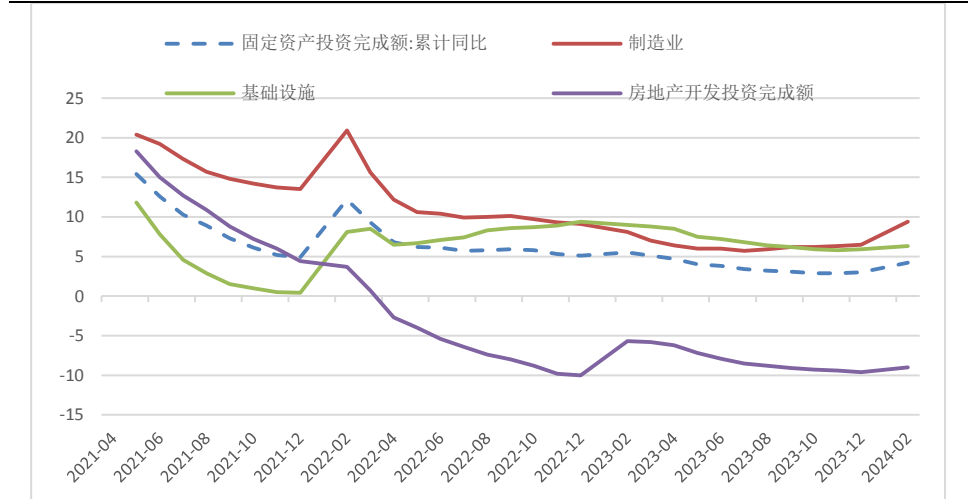
图表 3：工业增加值同比增速与 PPI 背离



### 3. 投资：制造业基建进入发力期，地产仍偏弱

2024 年 1-2 月全国固定资产投资同比增长 4.2%，较 2023 年 1-12 月高 1.2 个百分点。三大支柱中，制造业投资同比增长 9.4%，增速较 2023 年 1-12 月份提高 2.9 个百分点；不含电力的基础设施投资同比增 6.3%，增速较 2023 年 12 月份提高 0.4 个百分点；房地产投资同比下降 9.0%，降幅较 2023 年 1-12 月份收窄 0.6 个百分点。

图表 4：固定资产投资三大类

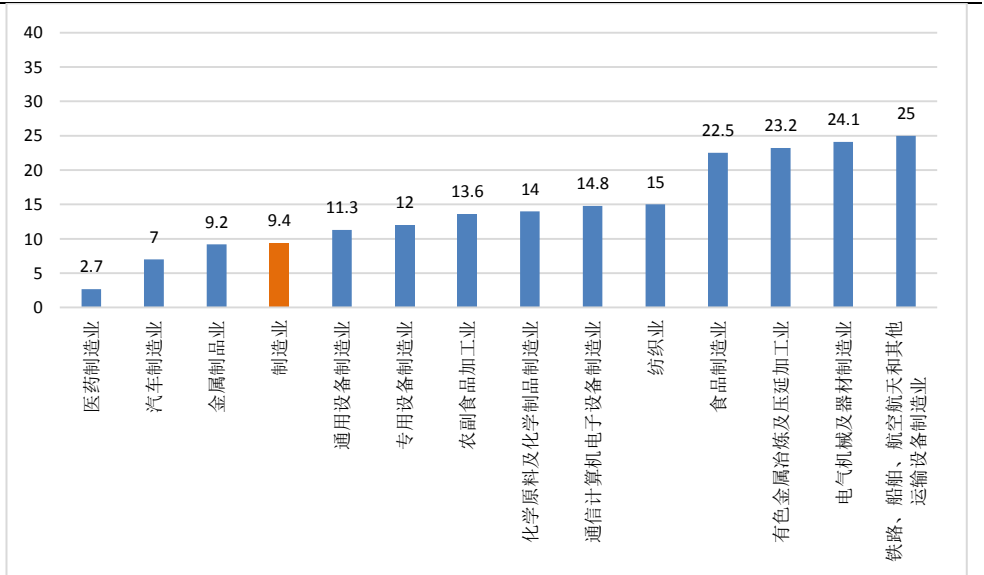


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

### 3.1 设备更新提速，制造业投资有望保持高位

高技术制造业和装备制造业投资快于整体，产业结构持续优化。1-2月份制造业投资同比增速较2023年全年提高2.9个百分点，拉动投资增长2.2个百分点，呈现了加快增长的态势。其中，高技术制造业投资增长10%，装备制造业投资同比增长14.3%，都快于整体制造业的投资增速。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%、33.1%。

图表 5：1-2月细分行业制造业投资累计同比增速 (%)

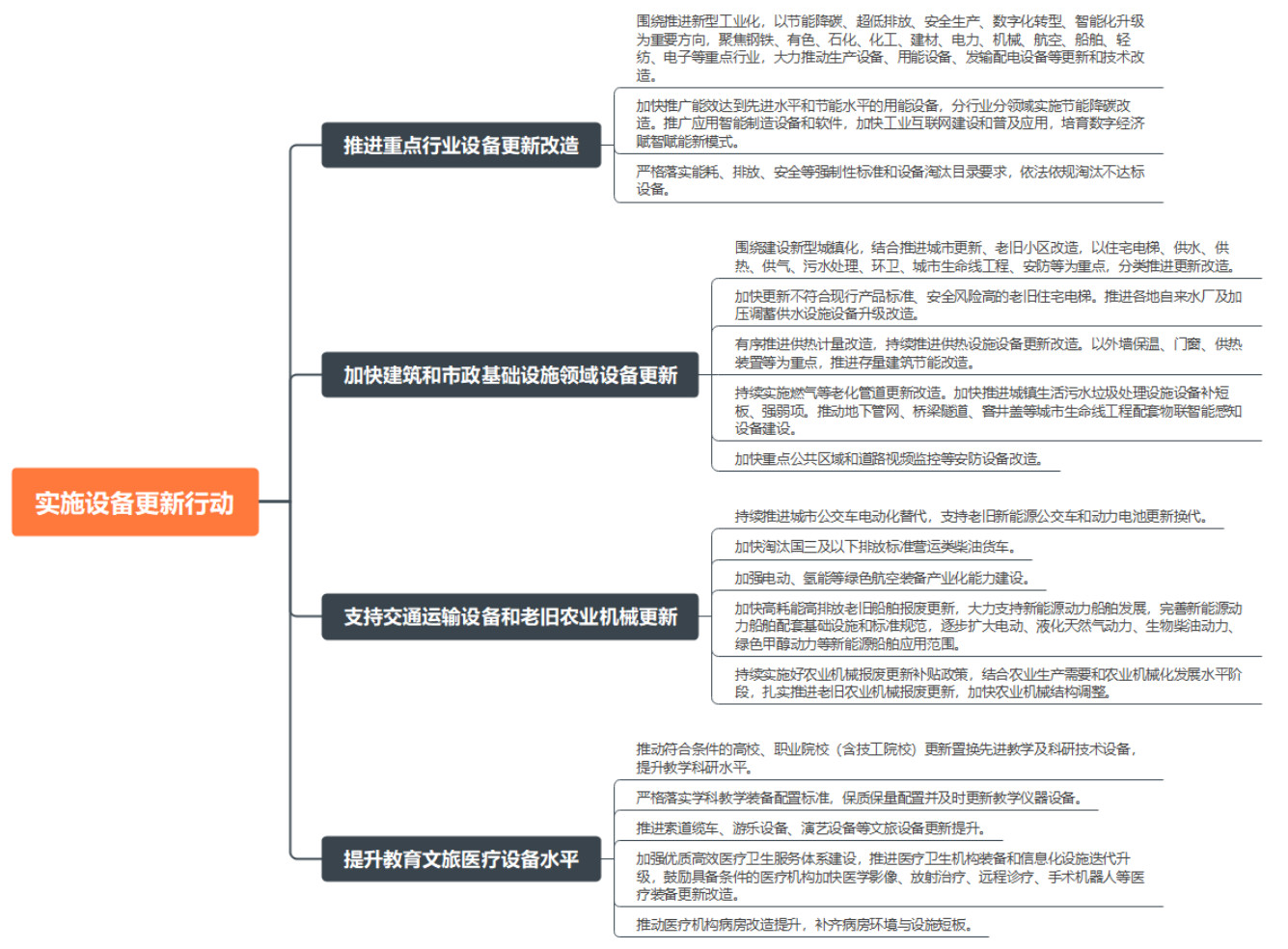


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所

大规模设备更新有望继续支撑制造业投资保持高位。3月6日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，明确提出“到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平，环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%”等具体指标，同时实施“推进重点行业设备更新改造”、“加快建筑和市政基础设施领域设

备更新”、“支持交通运输设备和老旧农业机械更新”、“提升教育文旅医疗设备水平”等四方面设备更新行动。发改委负责人日前在新闻发布会上表示，初步估算设备更新将是一个年规模 5 万亿以上的巨大市场。预计在政策推动下，制造业投资有望维持高增长。

图表 6：制造业大规模设备更新行动主要内容



资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

### 3.2 基建增速如期回升，稳增长“压舱石”作用增强

多地重大项目陆续、密集开工，基建逐步形成实物工作量。近期，全国各省市陆续发布 2024 年重点建设项目名单与重大工程计划，据不完全统计，截止 2024 年 3 月 2 日，北京、上海、天津、重庆等 18 个省市自治区重点、重大项目总数量约 17728 项，2024 年计划投资额约 8.74 万亿元。从数据上看，重大项目建设带动作用明显。1—2 月份，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 12.1%，增速较 2023 年全年高 2.8 个百分点，拉动全部投资增长 5.9 个百分点。其中，计划总投资 10 亿元及以上项目投资同比增长 15.1%。

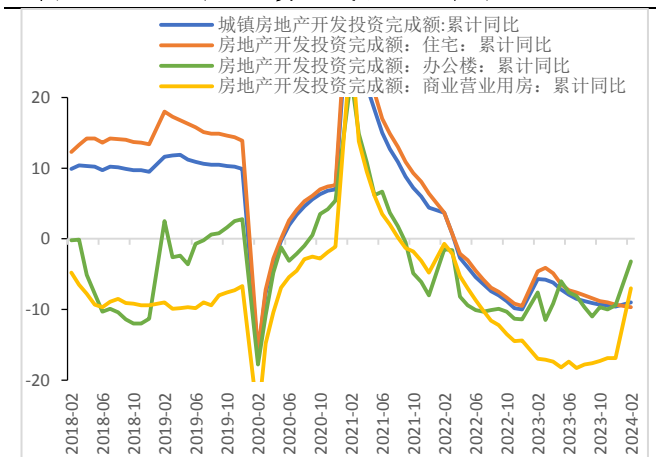
前期增发赤字资金逐步投入叠加万亿特别国债下发，预计年内基建增速稳步上行，在稳增长中的地位提升。2023 年 10 月中央政府增发 1 万亿元国债，用于支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，日前相关负责人表示增发国债项目全部下达完毕，预计将陆续投入到基建项目中。此外，今年的政府工作报告明确提出，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于

国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元”，在财政政策支持下，后续基建项目资金来源充裕，有望保持较高增速。

### 3.3 房地产仍处于调整阶段

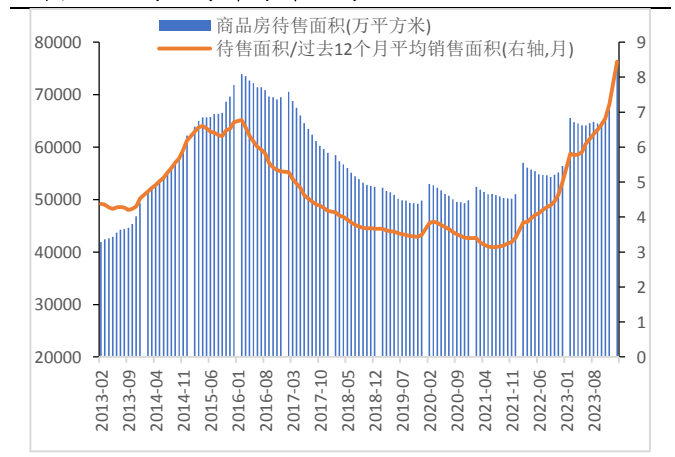
2024 年 1-2 月城镇房地产开发投资完成额同比增长-9.0%，其中，住宅同比增长-9.7%，较 2023 年全年低 0.4 个百分点；办公楼同比增长-3.2%，较 2023 年全年高 6.2 个百分点；商业营业用房同比增长-7.0%，较 2023 年全年高 9.9 个百分点。

图表 7：住宅开发投资完成额加速下行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

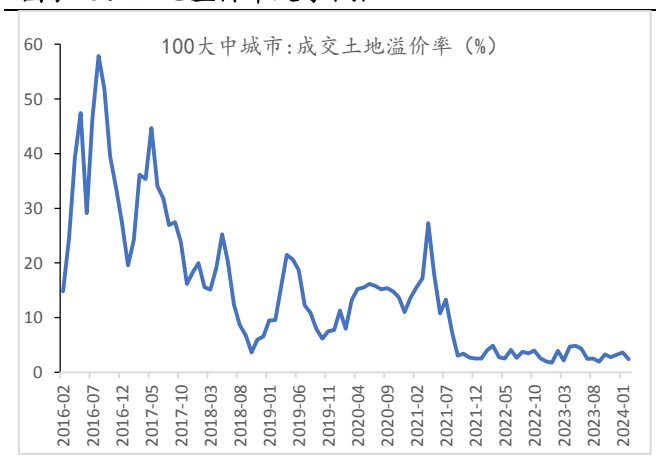
图表 8：商品房库存升至高位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

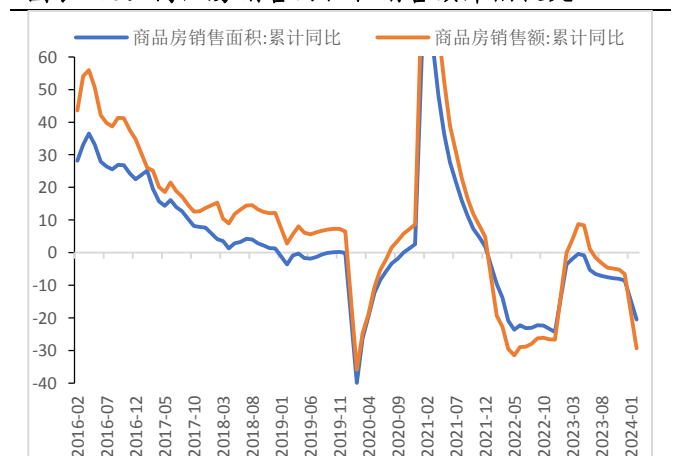
供给端看，房企继续被动补库存，楼市去化周期进一步拉长。2 月份商品房待售面积 75969 万平方米，较去年同期提高 10441 万平方米，创历史新高。按过去 12 个月的平均销售速度，库存去化周期为 8.4 个月，较此前高点进一步提升。库存高企削弱了房企进一步开发投资意愿，2 月份 100 大中城市成交土地溢价率 2.4%，处于历史低位，也反映房企拿地热情不足。

图表 9：土地溢价率处于低位



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

图表 10：商品房销售面积和销售额降幅较大

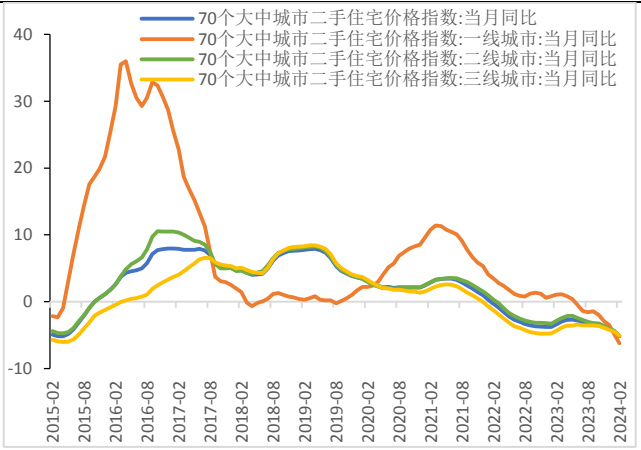


资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

需求端看，居民偏悲观预期仍未扭转，购房意愿偏弱，商品房市场量价齐跌。数量方面，2024 年 1-2 月商品房销售面积同比增长-20.5%，增速较 2023 年全年低 12 个百分点；商品房销售额同比增长-29.3%，增速较 2023 年

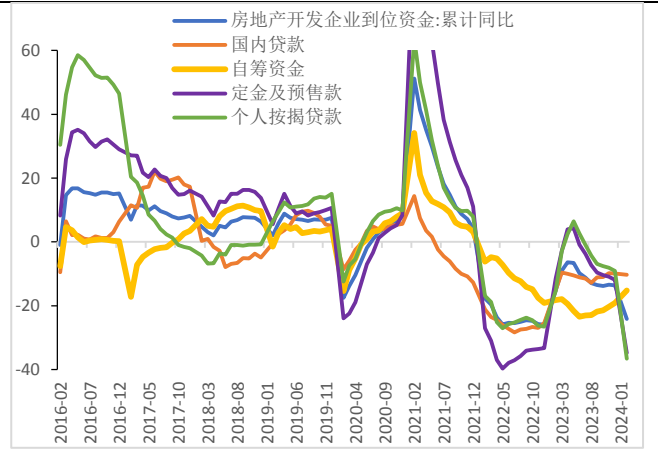
全年低 22.8 个百分点。价格方面，2 月份 70 大中城市二手住宅价格指数同比增长-5.1%。同时，从房企资金来源方面看，1-2 月房地产开发企业到位资金同比增长-24.1%，其中代表居民购房资金的定金及预收款、个人按揭贷款同比增长-34.8%、-36.6%，也侧面反映居民购房减少。

图表 11：各线城市住宅价格全面下行



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

图表 12：房企资金来源减少



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2024年2月

政策对楼市延续呵护态度，预计商品房市场失速风险可控，房地产投资年内将以“三大工程”为重要抓手，加速构建房地产发展新模式。2 月国内 5 年前 LPR 下降 25 个 BP 至 3.95%，降幅创历史新高，直接引导房贷利率进一步下行。此外，多地房地产限制性政策继续松动，如 3 月 14 日杭州全面放开二手房限购，同时将个人出售住房的增值税征免年限统一调整为 2 年。预计政策面短期将继续托底商品房市场，数量和价格降幅有望趋缓。今年政府工作报告明确提出“适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式”，预计在当前房企投资意愿和居民购房意愿均偏弱背景下，年内将聚焦于“三大工程”，以对冲房地产投资下行压力。

#### 4. 消费：消费升级和以旧换新或为后续增长点

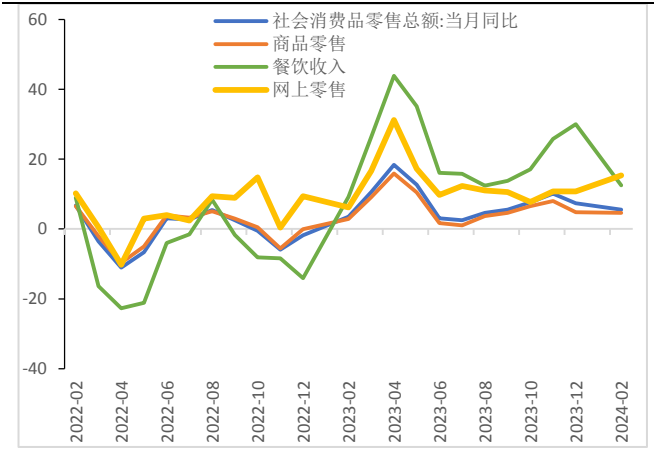
消费基数趋于正常化，对经济的拉动作用减弱。2024 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，较 2023 年 12 月低 1.9 个百分点。环比看，2024 年 1 月份、2 月份社零环比增长 0.17%、0.03%，较此前明显回落，反映前期消费“填坑”已进入尾声，后续增速大概率较为平缓。

升级类商品销售有所回暖。分行业看，通讯器材类、烟酒类、体育娱乐用品类、汽车类、家电音像器材类、金银珠宝类等升级类和大宗商品销售较快，反映随着市场供给不断优化、消费热点逐步拓展，居民相应消费需求较快释放。

服务消费维持较高增速。受益于春节假期效应，居民外出就餐、交通出行、休闲娱乐等消费需求集中释放，相关服务消费快速增长。2024 年 1-2 月份，服务零售额同比增长 12.3%，高于同期商品零售额增速 7.7 个百分点。

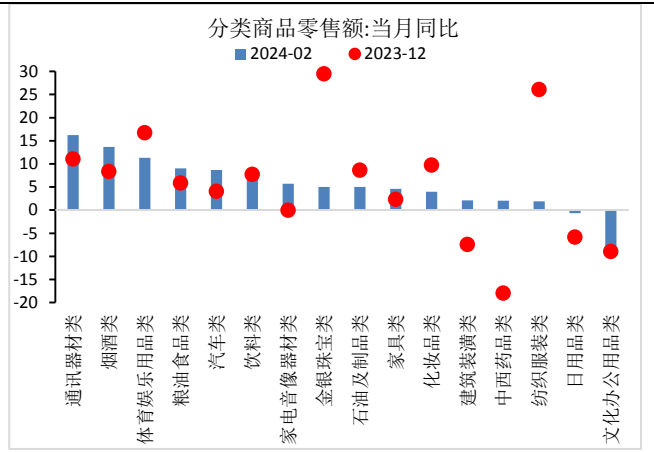


图表 13: 社零同比增速回落



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年2月

图表 14: 升级类商品销售回暖



资料来源: Choice宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至2024年2月

**预计消费升级和以旧换新将是今年重要增长点。**国务院日前印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》提出“实施消费品以旧换新行动”，包括开展汽车以旧换新、家电产品以旧换新、家装消费品换新等工作。预计在当前消费降速、增量需求有限的背景下，存量消费品更新换代或为今年拉动消费增长的重要发力点。

### 【风险提示】

地缘政治冲突恶化风险  
海外经济体衰退风险外溢

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。