

经济“开门红”下，数据的强与弱

——1-2月经济数据点评

2024年03月20日

- **总结与展望：经济延续修复，春节给数据带来季节性扰动，关注政策进一步发力。**房地产投资依然承压，销售弱势尚未扭转，资金支持下，基建韧性预期仍将持续，制造业投资增速支撑作用或逐步加强。生产表现好于需求，需求端修复尚不稳固，企业仍处于去库存向补库存切换的阶段。居民消费受到春节提振，但可持续性依然有待观察。经济修复的基础仍需巩固，财政政策仍将保持宽松呵护经济，关注国债后续发放的情况。
- **事件：**2024年1-2月，工业增加值累计同比增速7%，去年全年增速为4.6%，环比上涨0.56%。固投累计同比4.2%，2023年全年为3%，制造业、基建、房地产投资分别由6.5%、8.24%、-9.6%变动为9.4%、8.96%、-9%，社零累计同比为5.5%。
- **工业生产保持旺盛，工业企业出口继续修复，高技术产业生产提速。**制造业生产同比增速上行，下游电子和运输设备等高端制造业增速明显提升，上游原材料加工制造业增速均上涨，中游设备制造业表现一般。电力、燃气及水的生产和供应业保持旺盛，采矿业增速持平。工业企业出口增速转正，但增速依然不及出口整体上行幅度。服务业商务活动指数上行，春节后服务业预期指数回落。
- **地产投资拖累作用持续，销售依然偏弱。**地产投资增速边际上行，但新开工、施工分项依然偏弱，竣工受高基数影响增速回落。商品房销售增速继续放缓，住宅库存累积压力依然较大。房企资金来源持续下探，定金及预收款、个人按揭贷款下滑幅度较大，销售端带来较大约束，房企拿地边际转好。
- **基建增速保持韧性，2024年资金支撑力度仍强。**基建分项中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业上行速度最快，电力对基建的拉动作用依然较强。2024年的1万亿元超长期特别国债和3.9万亿元的地方专项债，以及2023年四季度发放，结转至今年使用的5000亿元特别国债，都将给基建、制造业投资带来支撑。
- **制造业投资增速表现亮眼，民间投资上行提速。**制造业投资增速超过基建，企业经营状况逐步好转，对固投的拉动作用加强。开年以来进出口表现较好，增速快速上行也给制造业形成一定拉动。
- **线下消费回暖，节日效应较强。**春节带动线下消费修复，限额以上企业增速快于整体。春节长假提振了消费意愿，消费者信心指数上行。细分项来看，中西药品类涨幅最大，人口流动、流感增加带来药品需求上行。粮油、食品、烟酒类必选消费受春节带动，增速上行。春节期间出行、线下服务修复，餐饮表现较好。地产下游行业消费整体持续上行。
- **风险因素：**地缘政治风险发展超预期，居民购房持续偏弱，海外政策节奏和幅度超预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

春节影响下，CPI、PPI表现分化

经济目标增速不变，注重高质量发展

春节假期影响PMI表现，关注后续政策出台

正文目录

事件.....	3
1 工业生产保持旺盛，高技术产业生产较好.....	3
2 投资：房地产投资拖累持续，制造业增速表现亮眼.....	5
2.1 房地产投资边际上行，地产销售依然偏弱.....	5
2.2 基建增速保持韧性，年内资金支撑力度仍强.....	6
2.3 制造业增速表现亮眼，民间投资上行提速.....	7
3 线下消费回暖，节日效应较强.....	7
4 春节务工人员返乡，失业率边际抬升.....	9
5 总结与展望.....	9
6 风险提示.....	9
图表 1: 高技术业、电气水生产和供应业同比上行 (%).....	3
图表 2: 工业企业出口增速拉升 (%，亿元).....	3
图表 3: 集成电路、汽车产量同比明显抬升 (%).....	4
图表 4: 电子、运输设备制造业增速上行 (%).....	4
图表 5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%).....	4
图表 6: 服务业商务活动指数上行 (%).....	5
图表 7: 服务业活动预期指数小幅回落 (%).....	5
图表 8: 房屋新开工增速下滑 (%).....	6
图表 9: 商品房销售依然疲弱 (%).....	6
图表 10: 房企资金来源持续回落 (%).....	6
图表 11: 房企 1 月拿地同比转正 (万平方米, %).....	6
图表 12: 基建投资增速保持韧性 (%).....	7
图表 13: 基建分项增速均有所上行 (%).....	7
图表 14: 制造业投资增速与上月持平 (%).....	7
图表 15: 企业经营状况指数逐步抬升 (%).....	7
图表 16: 网上零售和服务占社零比重回落 (%).....	8
图表 17: 消费者消费意愿修复提速 (%).....	8
图表 18: 消费分项同比增速表现 (%).....	8
图表 19: 失业率有所回升 (%).....	9
图表 20: 1 月城镇新增就业人数表现不弱 (%).....	9

事件

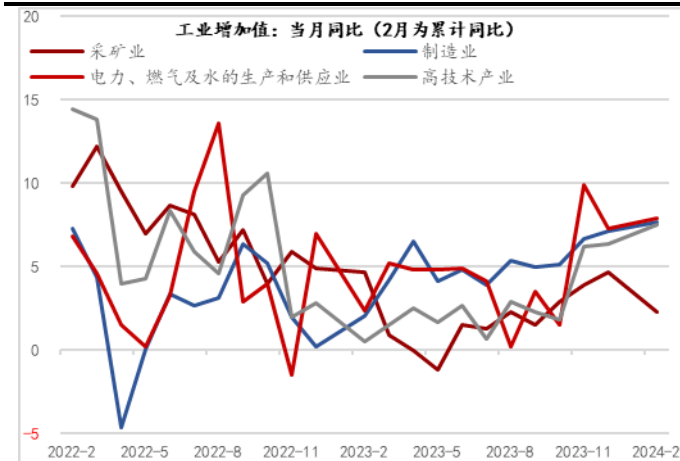
2024年1-2月，工业增加值累计同比增速7%，去年全年增速为4.6%，环比上涨0.56%，1月环比为1.16%。1-2月，固定资产投资累计同比增速4.2%，2023年全年为3%，其中，房地产开发投资累计同比较2023年全年上行0.6个百分点至-9%，基建投资累计同比增速上行0.72个百分点至8.96%，制造业投资增速累计同比上行2.9个百分点至9.4%。社会消费品零售总额累计同比增速为5.5%，2023年全年为7.2%。

1 工业生产保持旺盛，高技术产业生产较好

工业生产保持旺盛，工业企业出口继续修复，高技术产业生产提速。2024年1-2月，工业增加值累计同比增速7%，去年全年增速为4.6%，2月环比上涨0.56%，1月环比为1.16%。发电量累计同比8.3%，2023年全年为4.8%。工业企业出口持续修复，2月累计同比上行为0.4%，好于2023年全年和2023年12月当月同比表现，但增速依然不及出口整体上行幅度。

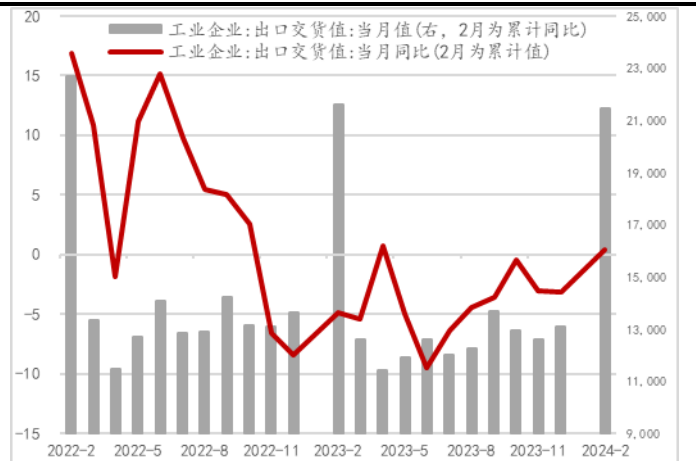
分大类看，1-2月，采矿业同比2.3%，去年全年增速为2.3%。制造业同比7.7%，2023年全年增速为5%；高技术产业同比7.5%，去年全年累计同比为2.7%，电力、燃气及水的生产和供应业同比7.9%，去年全年增速为4.3%，并且高技术产业和电力、燃气及水的生产和供应业2月累计增速高于去年12月的当月增速表现。

图表1: 高技术业、电气水生产和供应业同比上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

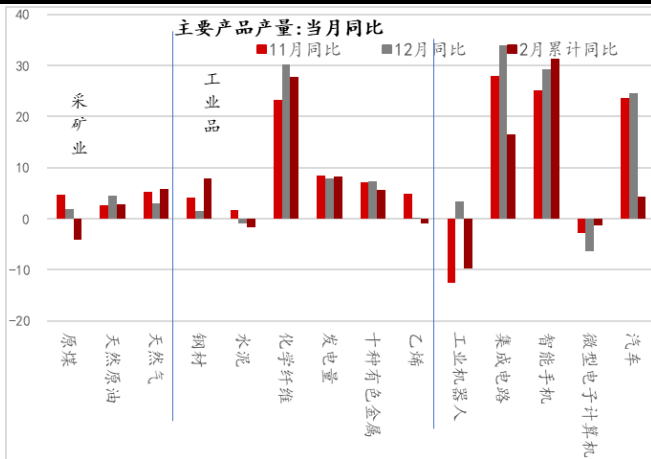
图表2: 工业企业出口增速拉升 (%，亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

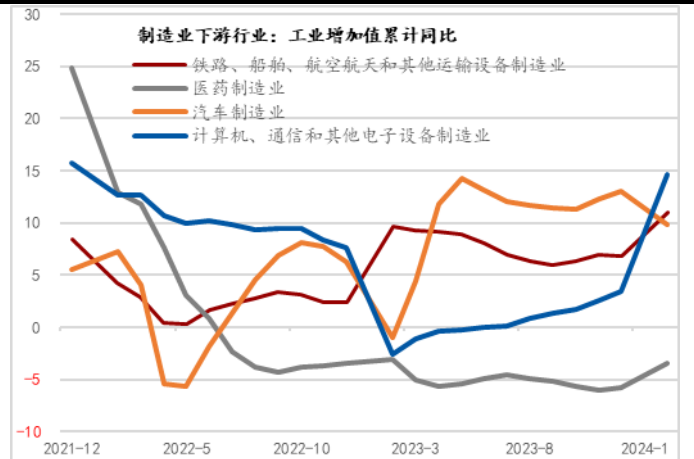
制造业增速上行，下游电子和运输设备等高端制造业增速明显上行，上游原材料加工制造业增速均上行。分行业来看，下游制造业中，计算机、通信和其他电子设备制造业同比上行幅度最大，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增速较快，汽车制造业增速边际放缓，下游高端制造业整体表现亮眼。中游设备制造行业表现一般，专用设备和电气机械及器材制造业同比增速回落。上游原材料加工制造业来看，各行业增速均有所上行，其中橡胶和塑料制品业上行幅度较大，有色、黑色金属加工业边际上行。

图表3: 集成电路、汽车产量同比明显抬升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 电子、运输设备制造业增速上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

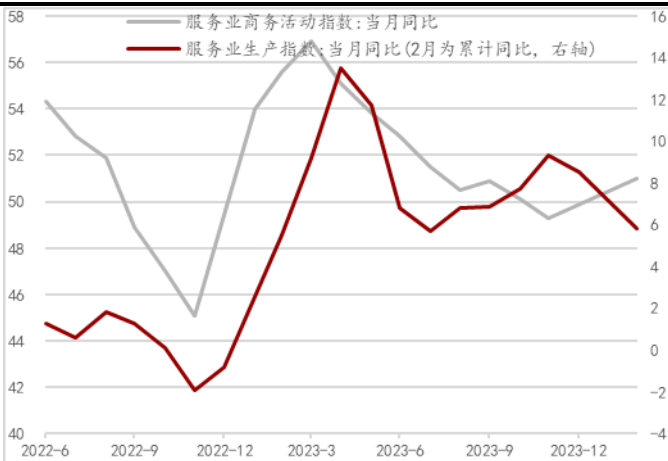
图表5: 制造业上中下游当月、累计同比增速 (%)

制造业具体行业	当月同比 2023年12月	累计同比 (%)					2年平均累计增速	
		2024年2月	2023年12月	2-12月累计同比	2023年2月	2022年12月	2024年2月	2023年12月
上游 化学原料和化学制品制造业	11.00	10.00	9.60	0.40	7.80	6.60	8.89	8.09
上游 橡胶和塑料制品业	9.90	13.10	3.70	9.40	-3.50	-1.80	4.47	0.91
上游 非金属矿物制品业	0.30	3.90	-0.50	4.40	0.70	-1.50	2.29	-1.00
上游 黑色金属冶炼及压延加工业	2.10	8.70	7.10	1.60	5.90	1.20	7.29	4.11
上游 有色金属冶炼及压延加工业	12.90	12.50	8.80	3.70	6.70	5.20	9.56	6.98
上游 金属制品业	7.30	7.50	3.20	4.30	-0.80	-0.40	3.27	1.38
中游 通用设备制造业	4.60	4.10	2.00	2.10	-1.30	-1.20	1.36	0.39
中游 专用设备制造业	3.60	2.00	3.60	1.60	3.90	3.60	2.95	3.60
中游 电气机械及器材制造业	10.10	4.60	12.90	8.30	13.90	11.90	9.15	12.40
中游 农副食品加工业	-0.80	2.30	0.20	2.10	0.30	0.70	1.30	0.45
中游 纺织业	1.70	6.60	-0.60	7.20	-3.50	-2.70	1.42	-1.66
下游 食品制造业	4.40	7.30	3.30	4.00	3.70	2.30	5.48	2.80
下游 医药制造业	-3.30	3.50	-5.80	2.30	-3.10	-3.40	-3.30	-4.61
下游 汽车制造业	20.00	9.80	13.00	3.20	-1.00	6.30	4.26	9.60
下游 计算机、通信和其他电子设备制造业	9.60	14.60	3.40	11.20	-2.60	7.60	5.65	5.48
下游 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	5.60	11.00	6.80	4.20	9.70	2.40	10.35	4.58

资料来源: Wind, 万联证券研究所

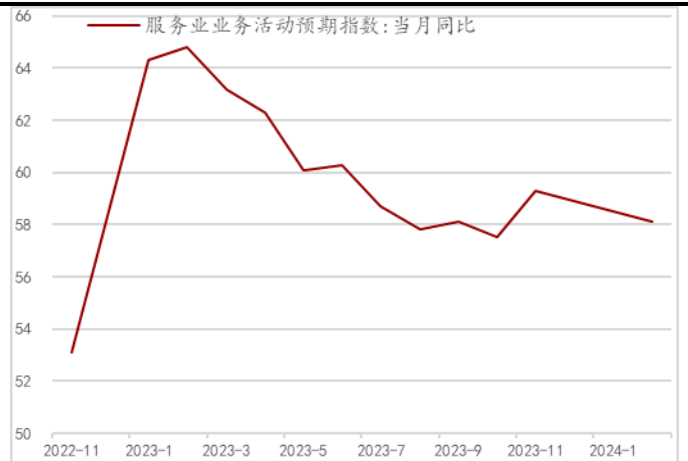
服务业商务活动指数上行, 春节后预期指数回落。服务业生产指数1-2月累计同比持平于为5.8%, 服务业商务活动指数当月同比为51%, 2023年12月为49.3%, 商务活动指数边际上行。服务业活动预期指数由59.3%再度回落为58.1%, 随着春节效应减退, 对于线下服务业预期边际回落。

图表6: 服务业商务活动指数上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 服务业活动预期指数小幅回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 投资: 房地产投资拖累持续, 制造业增速表现亮眼

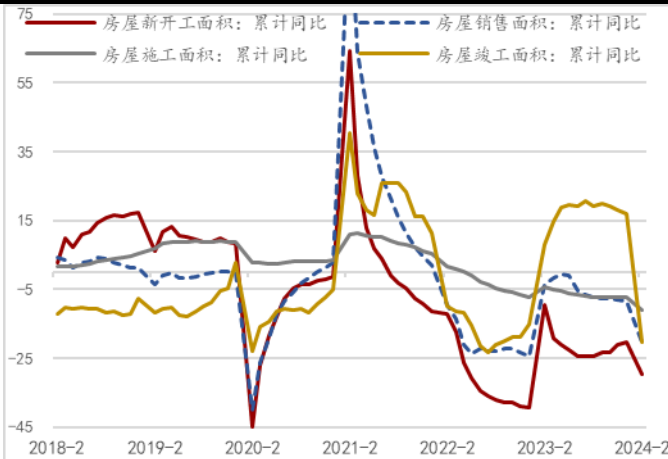
固投同环比保持上行, 地产拖累作用减轻, 制造业投资增速快速拉升。2024年1-2月, 固定资产投资累计同比增速4.2%, 2023年全年增速为3%, 2月固投季调环比增速为0.88%, 1月为0.24%。其中, 房地产开发投资累计同比增速上行0.6个百分点至-9%; 基建累计同比增速上行0.72个百分点至8.96%, 基建(不含电力)累计同比增速上行0.4个百分点至6.3%; 制造业累计同比增速上行2.9个百分点至9.4%, 民间固定资产投资上行0.8个百分点至0.4%。第一产业固定资产投资增速下滑幅度较大, 第二产业增速上行幅度较大, 第三产业增速也有所上行。分地区来看, 东北地区增速显著拉升, 东部、中部地区保持增长, 西部地区增速下跌转负。

2.1 房地产投资边际上行, 地产销售依然偏弱

地产投资拖累作用边际减弱, 新开工、施工分项依然偏弱, 竣工受高基数影响增速回落。房地产投资累计同比增速上行0.6个百分点至-9%, 好于市场预期。细分项来看, 房屋新开工面积累计同比增速较2023年年底回落9.3个百分点至-29.7%, 新开工增速依然偏弱。房屋施工面积累计同比由-7.2%下降为-11%, 竣工增速由17%回落为-20.2%, 高基数作用带来一定影响。春节在2月, 务工人员提前返乡, 返工时间后延, 以及北方的雨雪天气给施工带来一定影响。

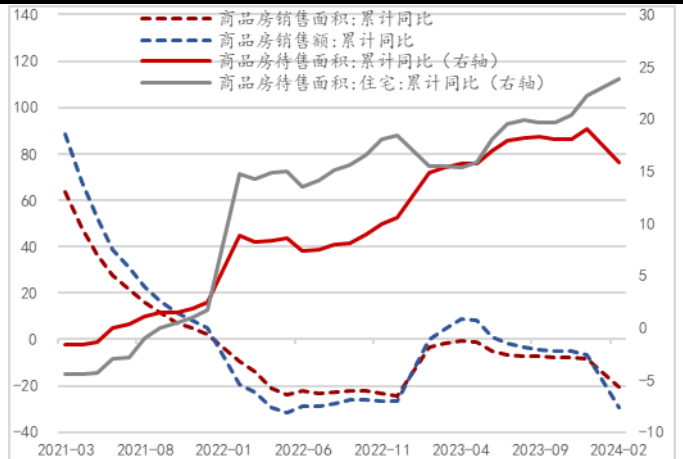
商品房销售增速继续放缓, 住宅库存累积压力依然较大。商品房销售面积累计同比由-8.5%继续下探至-20.5%, 商品房销售额由-6.5%下跌为-29.3%, 房地产销售“价”的跌幅相对“量”更大。住宅待售面积持续累积, 库存去化压力依然较大。从30大中城市地产成交面积来看, 2月春节错位对销售影响较大, 三线城市表现依然偏弱。地产销售转好仍需时间消化。

图表8: 房屋新开工增速下滑 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

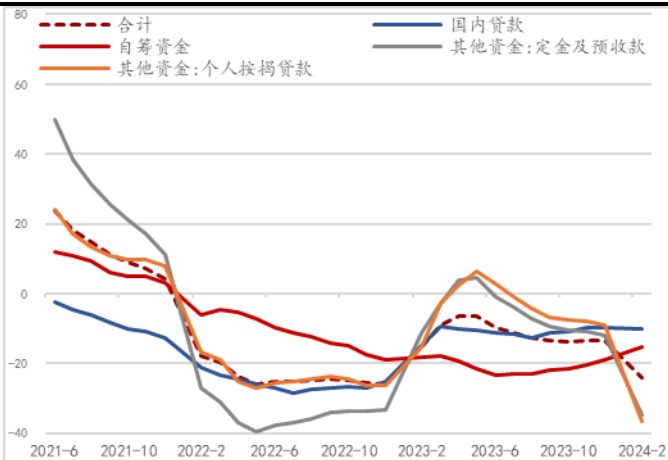
图表9: 商品房销售依然疲弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

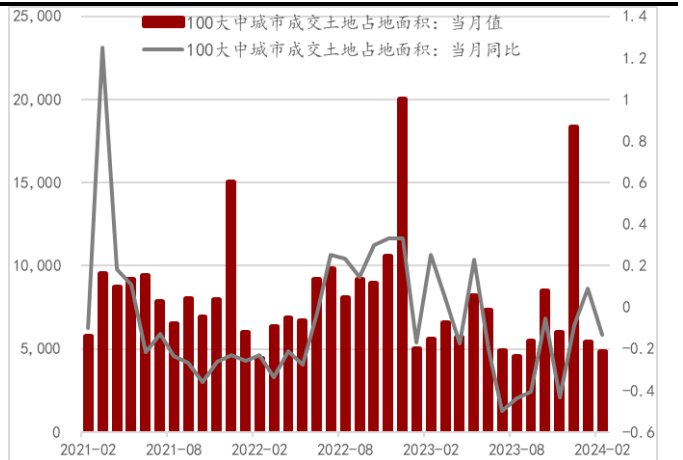
房企资金来源持续下探, 销售端带来较大约束, 房企拿地边际转好。房地产开发资金来源增速由-13.6%回落为-24.1%。其中, 定金及预收款、个人按揭贷款下滑幅度较大, 与地产销售偏弱相互印证。房企国内贷款增速小幅回落, 自筹资金跌幅持续收窄, 融资端政策扶持效果有所显现。居民购房信心尚未修复, 春节前年终奖发放部分居民可能提前还贷。当前房企资金流整体依然偏紧。从100大中城市土地成交来看, 1月成交面积同比转正, 1-2月累计同比跌幅收窄为-2.59%, 拿地边际转好。

图表10: 房企资金来源持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 房企1月拿地同比转正 (万平方米, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

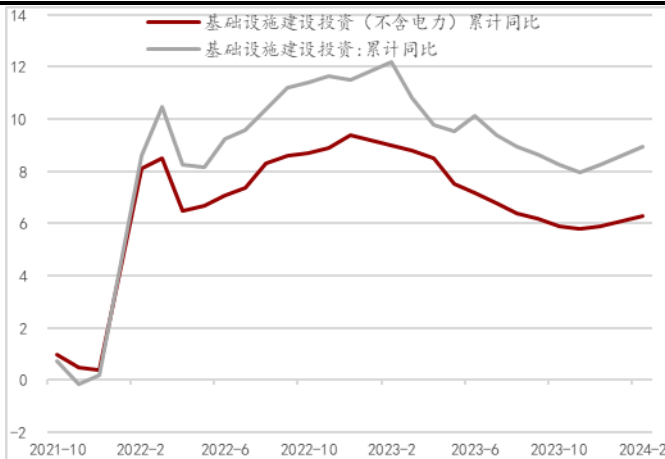
2.2 基建增速保持韧性, 年内资金支撑力度仍强

基建增速反弹上行, 2024年资金支撑力度仍强。基建累计同比增速上行0.72个百分点至8.96%, 基建(不含电力)累计同比增速上行0.4个百分点至6.3%。冬季低温天气给北方基建施工带来一定影响, 基建整体依然保持了较强的韧性。2023年四季度增发了1万亿元特别国债, 其中5000亿元结转2024年使用, 主要用于灾后重建和提升防灾减灾救灾能力。2024年政府专项债预期发行额度为3.9万亿元, 拟发行1万亿元超长期特别国债, 支持国家重点战略部署。这些资金来源都给2024年基建、制造业建设带来支撑。

基建各分项增速集体上行。从细分项来看, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业在

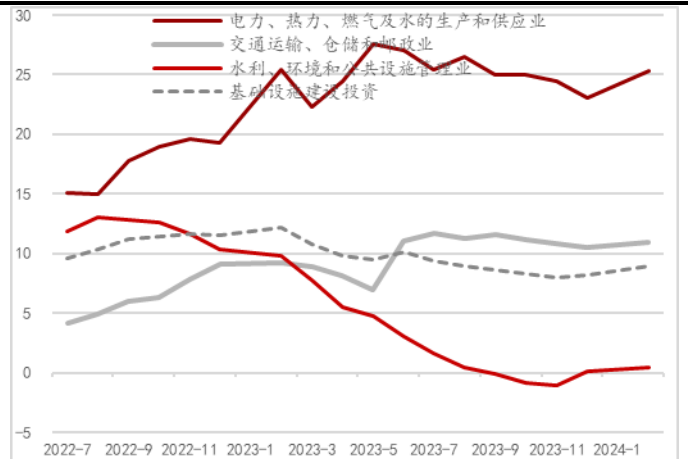
高基数作用下，增速上行速度依然相对最快，电力对基建的拉动作用依然较强。交通运输、仓储、邮政业和水利、环境、公共设施管理业增速也小幅上行。

图表12: 基建投资增速保持韧性 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表13: 基建分项增速均有所上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 制造业增速表现亮眼，民间投资上行提速

制造业增速快速上行，民间投资稳步回暖，出口回温形成一定拉动。制造业累计同比增速上行2.9个百分点至9.4%，增速超过基建；民间固定资产投资上行0.8个百分点至0.4%，上行提速，高技术产业累计同比由10.3%回落为9.4%。企业经营状况逐步转好，制造业投资对固投的拉动作用加强。2024年开年以来出口表现较好，增速快速上行也给制造业形成一定拉动。

图表14: 制造业投资增速与上月持平 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 企业经营状况指数逐步抬升 (%)



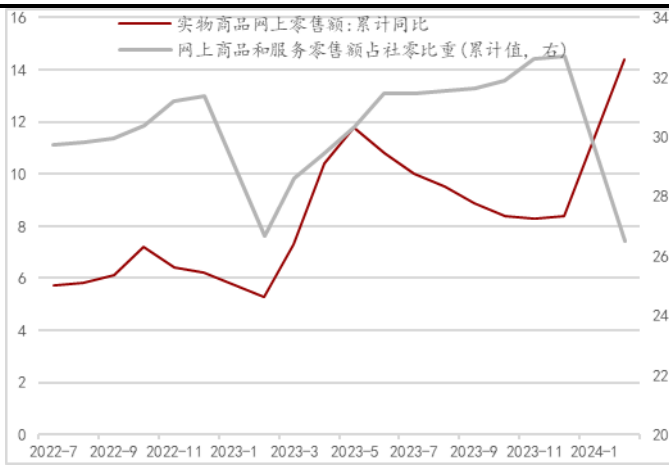
资料来源: Wind, 万联证券研究所

3 线下消费回暖，节日效应较强

春节带动线下消费修复，限额以上企业增速快于整体。2024年1-2月，社会消费品零售总额累计同比增速5.5%，市场预期5.4%，2023年12月当月同比为7.4%，2023年年底增速较高主要受低基数影响，从两年平均增速来看，春节消费增速稳步恢复。其中，

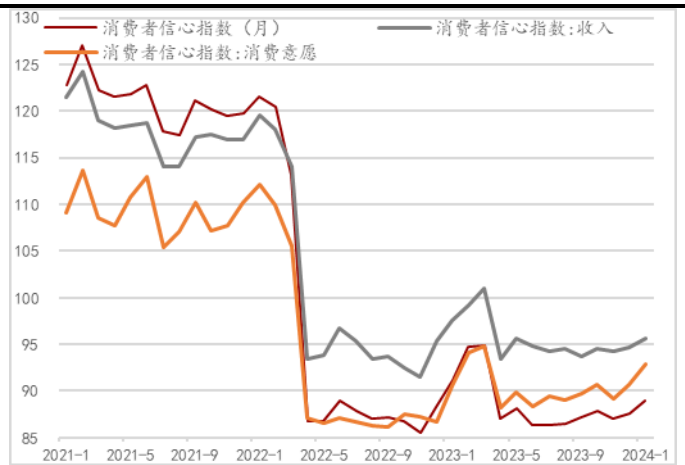
限额以上企业消费品零售总额增速6.7%，高于整体；除汽车以外的消费品零售增速为5.2%。网上零售增速同比上行，但网上商品和服务零售占社融比重回落。从更新到1月的消费者信心数据来看，春节长假提振了消费意愿，消费者信心指数上行，其中消费意愿指数上行最快，而收入信心指数修复依然较慢。

图表16: 网上零售和服务占社零比重回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 消费者消费意愿修复提速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

消费分项表现分化，必选消费多数上行，餐饮消费旺盛，地产下游行业消费持续好转。细分项来看，本月中西药品类涨幅最大，人口流动、流感增加带来药品需求上行。粮油、食品、烟酒类必选消费受春节带动，增速上行，而服装类增速放缓，基数走高也带来一定影响。餐饮累计同比增速12.5%，春节期间出行、线下服务修复，餐饮表现较好，2023年12月的高增速主要受到低基数作用影响，从两年平均增速来看，餐饮消费保持上行。金银珠宝类增速放缓也主要受低基数作用影响，从两年平均增速来看，依然保持增长，黄金价格持续走高，带动相关消费需求旺盛。春节期间出行需求旺盛，石油及制品类消费也表现较好。汽车在低基数作用下增速上行，当前降价促销潮持续，给未来汽车销售带来支撑。地产下游的家用电器和音像器材、家具和建筑及装潢材料均增速上行，保交房政策推动，地产竣工的拉动效果有所显现。

图表18: 消费分项同比增速表现 (%)

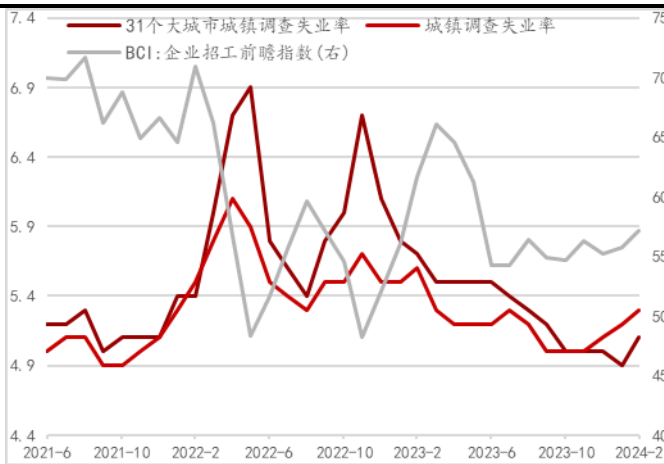
同比增速	按消费类型分: 限额以上单位商品零售增速					较上月变动	
	2024年2月	2023年12月	2023年2月	2022年12月			
粮油、食品类	9	5.8	9	10.5	↑	3.2	必选消费
饮料类	6.9	7.7	5.2	5.5	↓	-0.8	必选消费
烟酒类	13.7	8.3	6.1	-7.3	↑	5.4	必选消费
服装鞋帽、针、纺织品类	1.9	26	5.4	-12.5	↓	-24.1	必选消费
日用品类	-0.7	-5.9	3.9	-9.2	↑	5.2	必选消费
中西药品类	2	-18	19.3	39.8	↑	20	必选消费
餐饮	12.5	30	9.2	-14.1	↓	-17.5	可选消费
化妆品类	4	9.7	3.8	-19.3	↓	-5.7	可选消费
金银珠宝类	5	29.4	5.9	-18.4	↓	-24.4	可选消费
文化办公用品类	-8.8	-9	-1.1	-0.3	↑	0.2	可选消费
通讯器材类	16.2	11	-8.2	-4.5	↑	5.2	可选消费
石油及制品类	5	8.6	10.9	-2.9	↓	-3.6	可选消费
汽车类	8.7	4	-9.4	4.6	↑	4.7	可选消费
家用电器和音像器材类	5.7	-0.1	-1.9	-13.1	↑	5.8	可选消费(地产相关)
家具类	4.6	2.3	5.2	-5.8	↑	2.3	可选消费(地产相关)
建筑及装潢材料类	2.1	-7.5	-0.9	-8.9	↑	9.6	可选消费(地产相关)
社会消费品零售总额	5.9	4	3.5	-1.8	↓	-1.9	整体
限额以上企业消费品零售总额	6.7	6.6	2.1	-1.3	↑	0.1	整体
除汽车以外社零	5.2	7.9	5	-2.6	↓	-2.7	整体

资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 春节务工人员返乡，失业率边际抬升

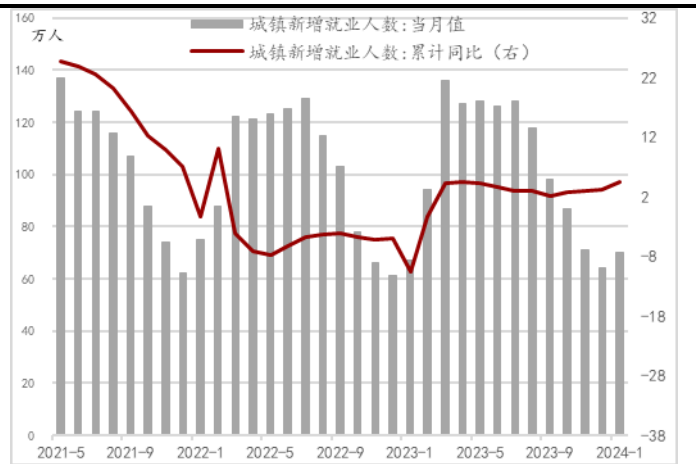
春节务工人员返乡，失业率边际上行。城镇失业率较1月上行0.1个百分点至5.3%，31个大城市城镇失业率由1月的4.9%上行至5.1%，春节影响下就业边际转弱。外来农业户籍人口失业率从2023年12月的4.3%上行至4.8%，就业人员平均工作时间由1月的49小时/周回落为48小时/周，春节期间外来务工人员返乡为主要影响。但从BCI企业招工前瞻指数来看，由55.72%上行为57.14%，企业对于招工预期逐步转好。随着春节效应减弱，企业利润持续转好，政策扶持民营经济发展，服务业持续修复，经济处于缓步修复的进程当中，未来给就业带来一定利好。

图表19: 失业率有所回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 1月城镇新增就业人数表现不弱 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 总结与展望

经济延续此前弱修复的态势，春节给数据带来季节性扰动，关注政策进一步发力。房地产投资依然承压，销售弱势尚未扭转，资金支持下，基建韧性预期仍将持续，制造业投资增速支撑作用或逐步加强。生产表现好于需求，需求端修复尚不稳固，企业仍处于去库向补库切换的阶段。居民消费受到春节提振，但可持续性依然有待观察。经济修复的基础仍需巩固，财政政策仍将保持宽松呵护经济。

6 风险提示

地缘政治风险发展超预期，居民购房持续偏弱，海外政策节奏和幅度超预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场