

经济动能修复明显，经济数据全面超市场预期

——2024年前2月经济数据点评

核心观点

总体来看，今年前2月经济数据表现良好，全面超市场预期：消费方面，虽然因基数问题社零增速较去年12月有所下降，但排除基数问题后的社零两年复合增速较去年12月明显回升，尤其是必选消费品消费增速的回升更为领先，与年初以来居民出行、旅游等高频数据的亮眼表现相互印证；固投方面，虽然房地产投资下滑幅度仍然不小，但并未继续恶化，后续关键仍在居民购房的修复进程，而基建投资和制造业投资分别受益于财政加码和内需修复，均超过市场预期，对固投起到了较大的带动作用；进出口方面，受益于我国产业竞争力的持续兑现和出口目的地的持续多样化，前两月出口增速明显超市场预期；工业生产上，内需的修复、产业政策的落地叠加出口的良好表现，前2月工业生产稳步回升，增速超市场预期：

(1) 前2月消费温和回升

2024年前2月，社零同比录得+5.5%，较去年12月-1.9PCTS,基本符合市场预期。前2月社零同比虽然较去年12月下降，但并不意味着消费复苏降速，主要原因在于去年12月社零同比对应的基数为社零同比为负的2022年12月，而今年前2月社零同比对应的基数为疫情防控政策调整后消费复苏程度较大的去年前2月。从两年复合增速看，今年前2月录得+4.5%，较去年12月的+2.7%和去年全年的+3.4%明显回升，与春节期间居民出行、旅游数据表现良好相互印证。

(2) 固投超市场预期，对经济支撑作用大

2024年前2月，固投同比+4.2%，明显超市场预期的+3.0%，较去年12月+0.1PCTS，较去年全年+1.2PCTS。其中：制造业投资+9.4%，超过市场预期的+7.4%，较去年12月+1.2PCTS，较去年全年+2.9PCTS；基建投资+9.0%，超过市场预期的+8.1%，较去年12月-1.7PCTS，较去年全年+0.8PCTS；房地产投资-9.0%，超过市场预期的-12.2%，较去年12月+3.5PCTS，较去年全年+0.6PCTS。

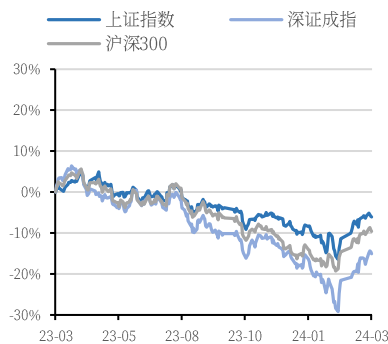
2024年前2月，制造业投资录得+9.4%，增速较高，同时明显超市场预期。从具体的行业看，已公布投资数据的大部分制造业子行业今年前2月投资同比增速普遍较2023年全年好转。其中，铁路船舶航空航天、纺织业和有色金属冶炼压延为改善幅度最大的三个行业。今年前2月制造业投资增速的好转与1月和2月表现较好的企业端中长期贷款数据、1月和2月持续改善的制造业PMI数据以及超预期的前2月出口数据相互印证，总体上体现了内需回升和稳增长政策发力的同步作用。

2024年前2月，房地产投资增速为-9%，仍然录得较大跌幅，但较去年全年和去年12月跌幅有所缩窄，同时跌幅也窄于市场预期。前2月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-9.7%、-3.2%和-7.0%，办公楼跌幅扩大，但占比最大的住宅投资跌幅缩窄。总体来看，今年前2月房地产投资增速虽然仍然为负，但较去

主要数据

上证指数	3038.2339
沪深300	3562.2229
深证成指	9555.4162

主要指数走势图



作者

符畅	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱:	

相关研究报告

宽货币领先于宽信用致开年社融偏弱—2024-03-18
金融市场分析周报—2024-03-15
消费复苏助力CPI走强，政府工作报告提振经济预期—2024-03-10

年 12 月和去年全年下行幅度已经有所缩窄，显示房地产投资持续恶化的趋势得到一定遏制，其中房地产开发融资中的国内贷款同比降幅缩窄，也一定程度上反映了房地产项目白名单等新机制对房企资金的支撑作用。另一方面，商品房销售数据仍然不算理想，销售额和销售面积降幅较去年 12 月再次扩大。在销售降幅依然陡峭的情况下，虽然商品房去库存趋势仍在继续，但以当前库存与过去 12 个月月均销售面积表征的房地产去化周期，在今年前 2 月再次较去年 12 月抬升。今年因基数原因，房地产投资降幅大概率较去年有所缩窄，但具体的缩窄程度，仍取决于商品房销售后续的回暖进程。

今年前 2 月，基建投资同比+9.0%，明显超市场预期，较去年全年增速亦有抬升，排在近 60 个月月度同比增速的第 14 位（2021 年为两年复合增速）。从专项债发行角度，虽然今年发行节奏较去年有所放缓，但去年年底前的 5000 亿特别国债，以及去年发行的专项债对应项目在年初的发力共同作用下，前 2 月基建增速仍然录得高位。往后看，今年稳增长任务仍然艰巨，政府工作报告显示广义财政发力力度仍然不低，在“三大工程”等项目的支撑下，预计全年基建仍将维持较强度度，全年有望实现 7.0% 以上增速。

(3) 工业生产稳步回升，同比增幅超预期

今年前 2 月，规模以上工业增加值同比+7.0%，高于去年 12 月的+6.8%，也高于去年全年的+4.6%。分三大门类看，采矿业增加值同比+2.3%，制造业增加值同比+7.7%，公用事业增加值同比+7.9%，除采矿业外均高于去年 12 月和去年全年增速。年初以来，制造业 PMI 数据持续改善、通胀数据显示内需持续修复，同时，前 2 月进出口数据也明显超过市场预期，多重利好之下，工业企业经营情况有所好转，工业增加值增速回升。往后看，2024 年，全球经济复苏进程偏慢之下，外需对工业生产的支撑力度或相对有限，但工业生产仍有两个重要支撑因素，一是我国内需的持续修复，二是“三大工程”、发展新质生产力相关政策对工业企业效益的带动作用。预计全年工业增加值保持韧性，录得+4% 以上增速。

风险提示：海外经济超预期走弱，内需恢复速度偏慢

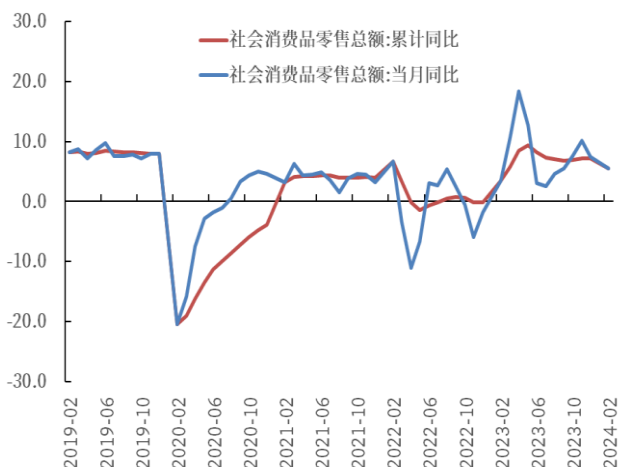
一、前 2 月消费温和回升

2024 年前 2 月，社零同比录得+5.5%，较去年 12 月-1.9PCTS,基本符合市场预期。前 2 月社零同比虽然较去年 12 月下降，但并不意味着消费复苏降速，主要原因在于去年 12 月社零同比对应的基数为社零同比为负的 2022 年 12 月，而今年前 2 月社零同比对应的基数为疫情防控政策调整后消费复苏程度较大的去年前 2 月。从两年复合增速看，今年前 2 月录得+4.5%，较去年 12 月的+2.7%和去年全年的+3.4%明显回升，与春节期间居民出行、旅游数据表现良好相互印证。

分大类看，以两年复合增速计，前 2 月商品零售+3.7%（较去年 12 月+1.4PCTS）、餐饮收入+10.8%（较去年 12 月+5.2PCTS），限额以上社零+4.4%（较去年 12 月+1.8PCTS）。从限额以上具体商品类别零售额两年复合增速角度，2024 年前 2 月，大多数商品类别增速均较去年 12 月有所提升，其中化妆品类、烟酒类和日用品类改善最为明显。必选消费品（粮油、饮料、烟酒、化妆品、日用品及中西药品）中，除饮料类外，其余五类商品零售额两年复合增速较去年 12 月上行，可选消费品中，建筑装潢、家用电器和金银珠宝类等两年复合增速较去年 12 月上行，但文化办公类、汽车类和服装鞋帽类两年复合增速较去年 12 月下行。总体来看，在消费总体改善的情况下，可选消费品的消费情况改善幅度更大。从关键商品类别对限额以上商品零售总额的拉动来看，汽车类拉动力提升，对前 2 月限额以上商品零售增速的带动为+2.2PCTS，较去年 12 月提升 0.7PCTS；虽然年初以来油价温和上行，但去年同期油价基数同样抬升，前 2 月石油制品类对限额以上商品零售增速的带动为+0.7PCTS，较去年 12 月下降 0.3PCTS。

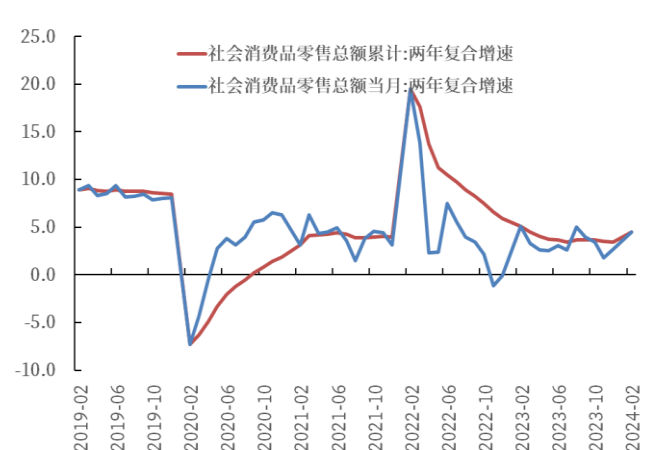
总体来看，去除基数影响后，前 2 月消费较去年 12 月呈现温和改善，与年初以来居民出行、旅游等高频数据呈现的趋势相互印证。从商品类别看，必选消费品消费的改善程度领先于可选消费品。后续随着两会之后新一轮稳增长政策发力之下经济的持续回暖，消费的改善有望从必选消费品转到可选消费品。

图1 社零同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021 年为两年复合增速)

图2 社零两年复合增速走势 (%)

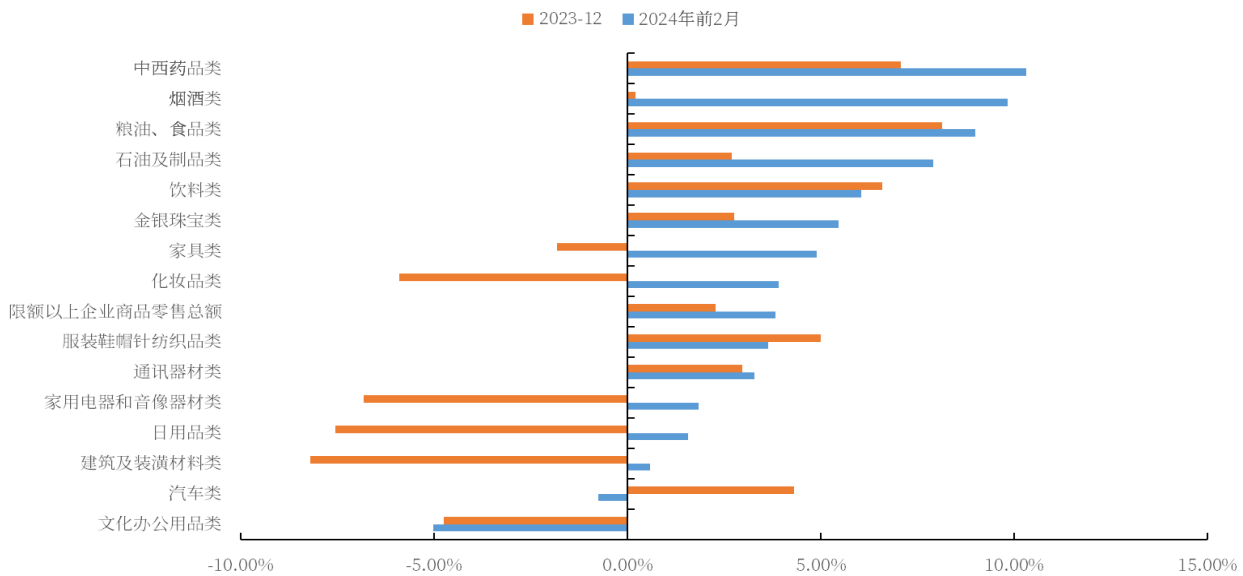


资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 各商品类别对当月限额以上企业商品零售额的拉动

商品类别	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
限额以上企业商品零售总额	6.20%	4.80%	9.00%	7.90%	4.70%	2.50%	-0.50%	1.40%	11.10%	17.30%	8.50%
汽车类	2.19%	1.31%	3.84%	3.23%	0.85%	0.34%	-0.46%	-0.33%	6.57%	9.57%	3.32%
粮油、食品类	1.18%	0.66%	0.49%	0.52%	0.97%	0.49%	0.59%	0.55%	-0.09%	0.13%	0.51%
石油及制品类	0.72%	1.01%	0.91%	0.81%	1.24%	0.90%	-0.09%	-0.29%	0.64%	2.20%	1.35%
通讯器材类	0.65%	0.39%	0.82%	0.68%	0.02%	0.27%	0.10%	0.32%	0.94%	0.50%	0.07%
烟酒类	0.59%	0.26%	0.49%	0.47%	0.76%	0.13%	0.21%	0.26%	0.25%	0.45%	0.27%
家用电器和音像器材类	0.27%	0.00%	0.17%	0.46%	-0.11%	-0.15%	-0.33%	0.32%	0.01%	0.26%	-0.08%
服装鞋帽、针、纺织品类	0.18%	2.05%	1.88%	0.64%	0.73%	0.32%	0.17%	0.52%	1.38%	2.47%	1.32%
饮料类	0.13%	0.12%	0.11%	0.11%	0.15%	0.02%	0.06%	0.07%	-0.01%	-0.07%	-0.09%
金银珠宝类	0.13%	0.44%	0.19%	0.19%	0.14%	0.15%	-0.19%	0.13%	0.45%	0.68%	0.59%
化妆品类	0.10%	0.18%	-0.14%	0.03%	0.04%	0.22%	-0.08%	0.13%	0.30%	0.52%	0.26%
中西药品类	0.09%	-0.94%	0.29%	0.33%	0.18%	0.14%	0.14%	0.24%	0.31%	0.18%	0.49%
家具类	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.05%	0.00%	0.01%	0.05%	0.03%	0.03%
建筑及装潢材料类	0.02%	-0.09%	-0.12%	-0.06%	-0.09%	-0.13%	-0.12%	-0.07%	-0.18%	-0.14%	-0.06%
日用品类	-0.03%	-0.26%	0.18%	0.20%	0.03%	0.07%	-0.04%	-0.11%	0.45%	0.48%	0.36%
文化办公用品类	-0.20%	-0.24%	-0.28%	0.19%	-0.43%	-0.25%	-0.36%	-0.32%	-0.03%	-0.13%	-0.05%

资料来源：wind，中航证券研究所

图4 各商品类别两年复合增速


资料来源：wind，中航证券研究所

二、固投超市场预期，对经济支撑作用大

2024年前2月，固投同比+4.2%，明显超市场预期的+3.0%，较去年12月+0.1PCTS，较去年全年+1.2PCTS。其中：制造业投资+9.4%，超过市场预期的+7.4%，较去年12月+1.2PCTS，较去年全年+2.9PCTS；基建投资+9.0%，超过市场预期的+8.1%，较去年12月-1.7PCTS，较去年全年+0.8PCTS；房地产投资-9.0%，超过市场预期的-12.2%，较去年12月+3.5PCTS，较去年全年+0.6PCTS。



(1) 企业信心回升，制造业投资增速提升

2024 年前 2 月，制造业投资录得+9.4%，增速较高，同时明显超市场预期。从具体的行业看，已公布投资数据的大部分制造业子行业今年前 2 月投资同比增速普遍较 2023 年全年好转。其中，铁路船舶航空航天、纺织业和有色金属冶炼压延为改善幅度最大的三个行业。今年前 2 月制造业投资增速的好转与 1 月和 2 月表现较好的企业端中长期贷款数据、1 月和 2 月持续改善的制造业 PMI 数据以及超预期的前 2 月出口数据相互印证，总体上体现了内需回升和稳增长政策发力的同步作用。

(2) 前 2 月房地产投资数据并未继续恶化，但销售数据仍不理想

2024 年前 2 月，房地产投资增速为-9%，仍然录得较大跌幅，但较去年全年和去年 12 月跌幅有所缩窄，同时跌幅也窄于市场预期。前 2 月，住宅、办公楼和商业营业用房投资同比分别为-9.7%、-3.2%和-7.0%，办公楼跌幅扩大，但占比最大的住宅投资跌幅缩窄。

房屋销售方面，今年前 2 月商品房销售额和销售面积同比分别为-29.3%和-20.5%，分别较去年 12 月-12.2PCTS 和-7.8PCTS。房地产施工方面，前 2 月房屋施工面积同比-11.0%（较去年 12 月-3.8PCTS），其中新开工面积同比-29.7%（较去年 12 月-19.4PCTS）、竣工面积同比-20.2%（较去年 12 月-35.5PCTS）。

房地产开发资金方面，前 2 月房企开发到位资金同比-24.1%（较去年 12 月-6.3PCTS），其中国内贷款同比-9.9%（较去年 12 月+2.7PCTS）、自筹资金同比-15.3%（较去年 12 月-3.5PCTS）、定金及预收款同比-34.9%（较去年 12 月-12.1PCTS）、个人按揭贷款同比-36.6%（较去年 12 月-14.1%）。

总体来看，今年前 2 月房地产投资增速虽然仍然为负，但较去年 12 月和去年全年下行幅度已经有所缩窄，显示房地产投资持续恶化的趋势得到一定遏制，其中房地产开发融资中的国内贷款同比降幅缩窄，也一定程度上反映了房地产项目白名单等新机制对房企资金的支撑作用。另一方面，商品房销售数据仍然不算理想，销售额和销售面积降幅较去年 12 月再次扩大。在销售降幅依然陡峭的情况下，虽然商品房去库存趋势仍在继续，但以当前库存与过去 12 个月月均销售面积表征的房地产去化周期，在今年前 2 月再次较去年 12 月抬升。今年因基数原因，房地产投资降幅大概率较去年有所缩窄，但具体的缩窄程度，仍取决于商品房销售后续的回暖进程。

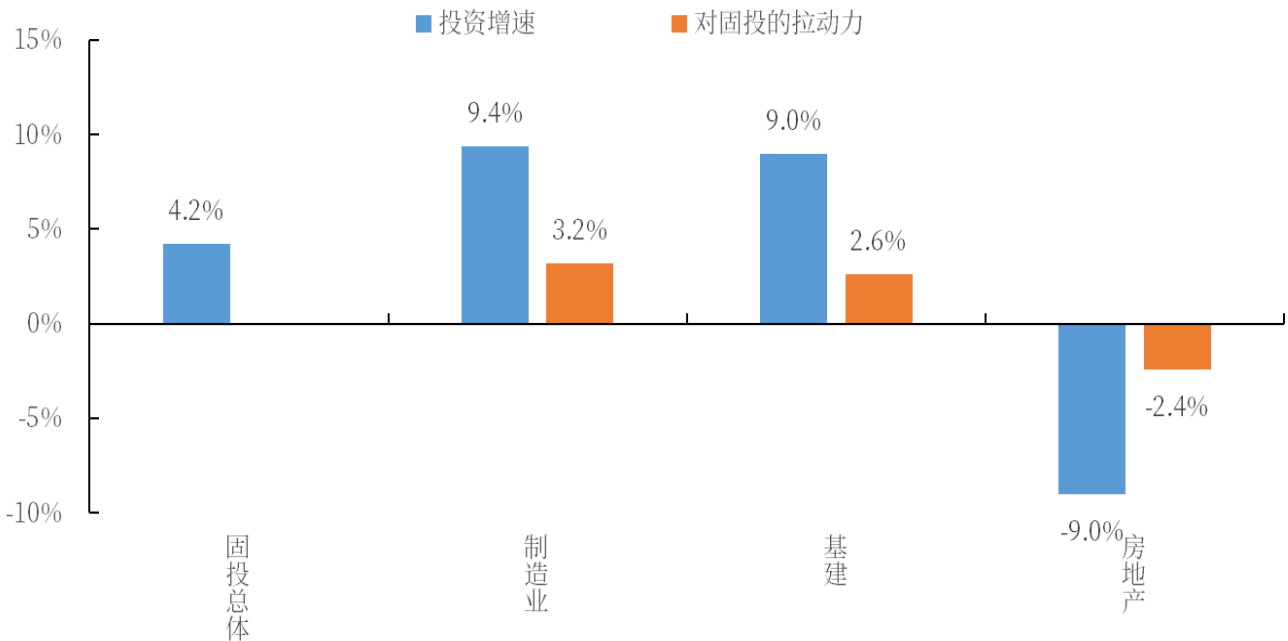
(3) 前 2 月基建投资增速超市场预期

今年前 2 月，基建投资同比+9.0%，明显超市场预期，较去年全年增速亦有抬升，排在近 60 个月月度同比增速的第 14 位（2021 年为两年复合增速）。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资同比录得+25.3%，较去年 12 月+2.3PCTS，仍然显著高于基建总体增速，交运仓储和邮政投资同比录得+10.9%，较去年 12 月+0.3PCTS，水利环境和公共设施管理投资同比录得+0.4%，较去年 12 月+0.3PCTS。

从专项债发行角度，虽然今年发行节奏较去年有所放缓，但去年年底前的 5000 亿特别国债，以及去年发行的专项债对应项目在年初的发力共同作用下，前 2 月基建增速仍然录得高位。往后看，今年稳增长任务仍然艰巨，政府工作报告显示广义财政发力力

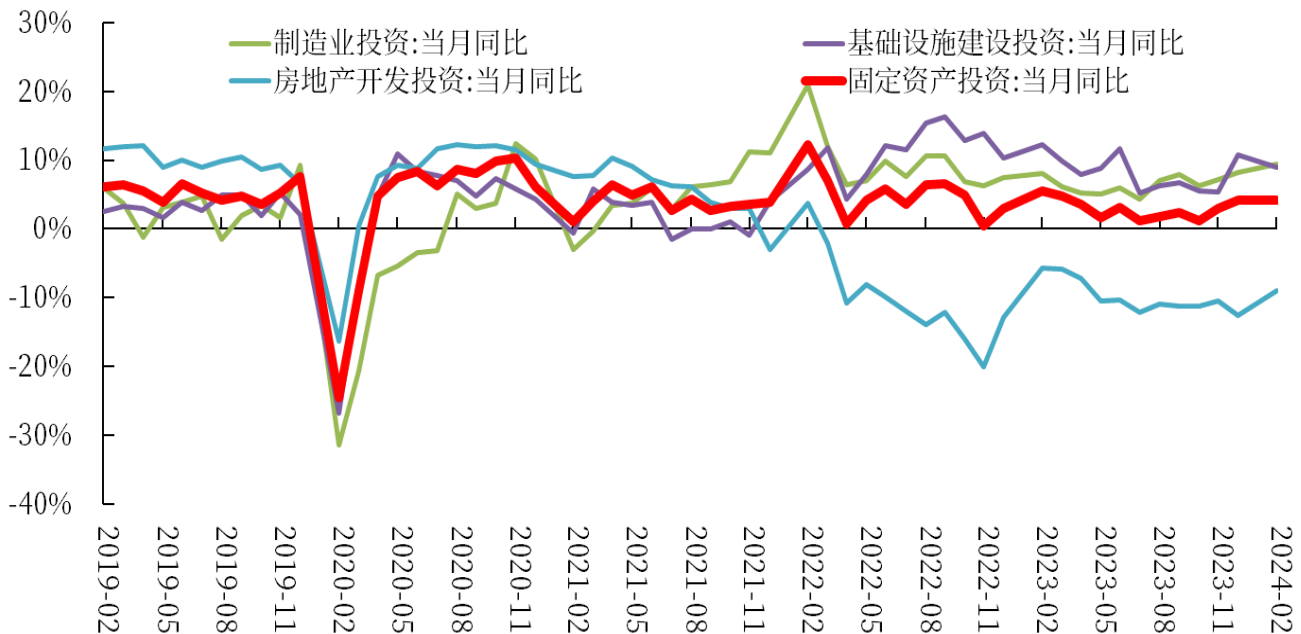
度仍然不低，在“三大工程”等项目的支撑下，预计全年基建仍将维持较大力度，全年有望实现 7.0% 以上增速。

图5 2024 年前 2 月固投及主要分项投资增速及拉动力



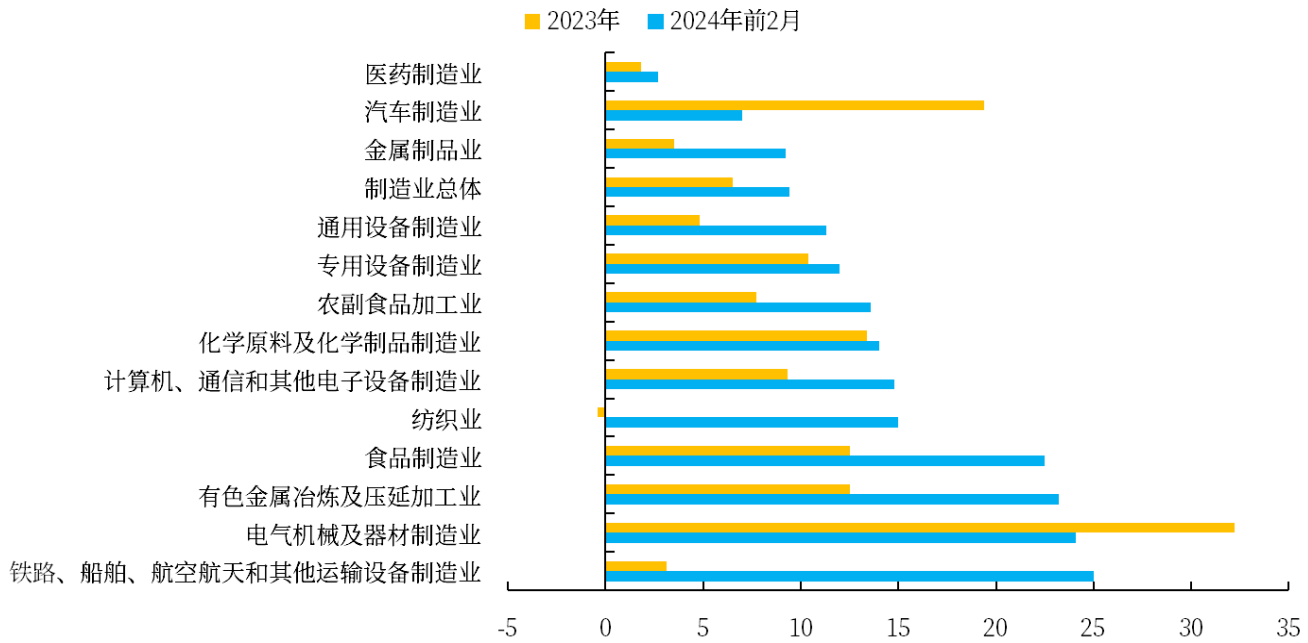
资料来源：wind，中航证券研究所

图6 固投及主要分项当月同比走势



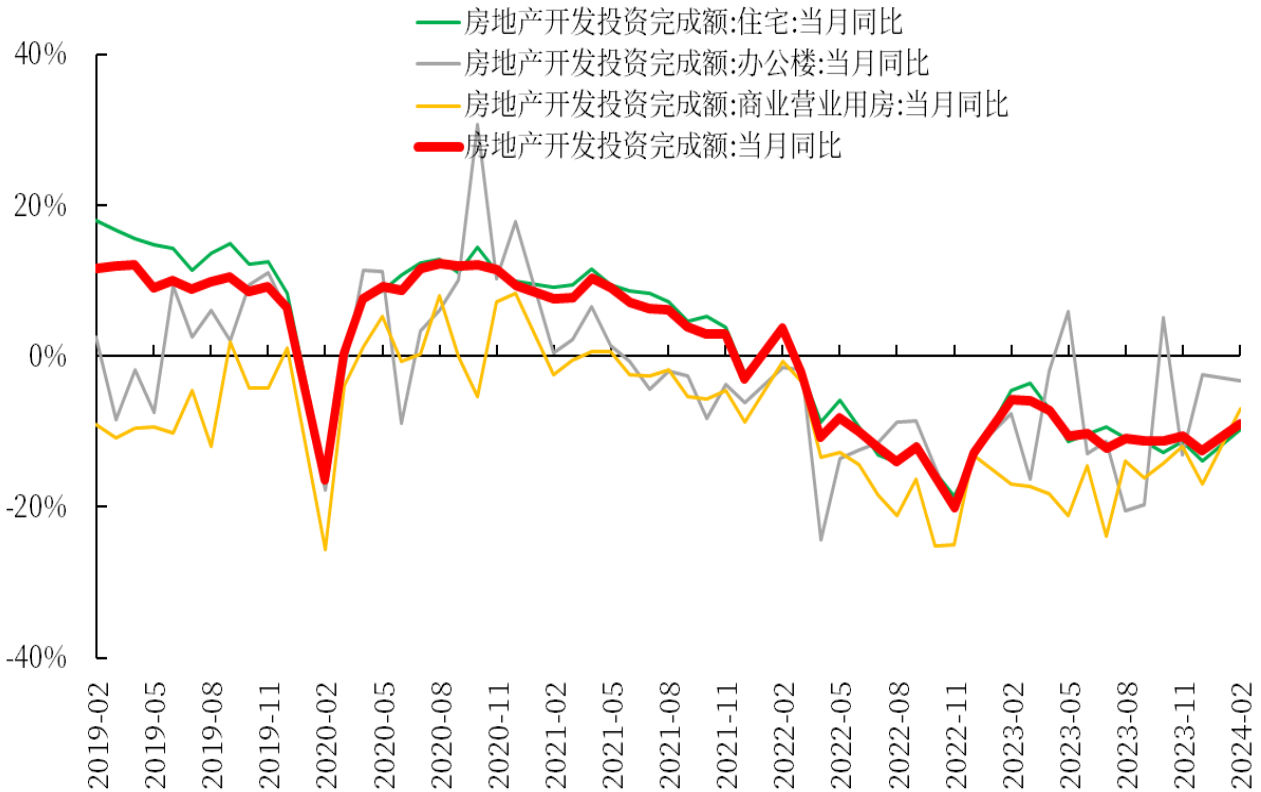
资料来源：wind，中航证券研究所（注：2021 年为两年复合增速）

图7 制造业分行业累计投资增速 (%)



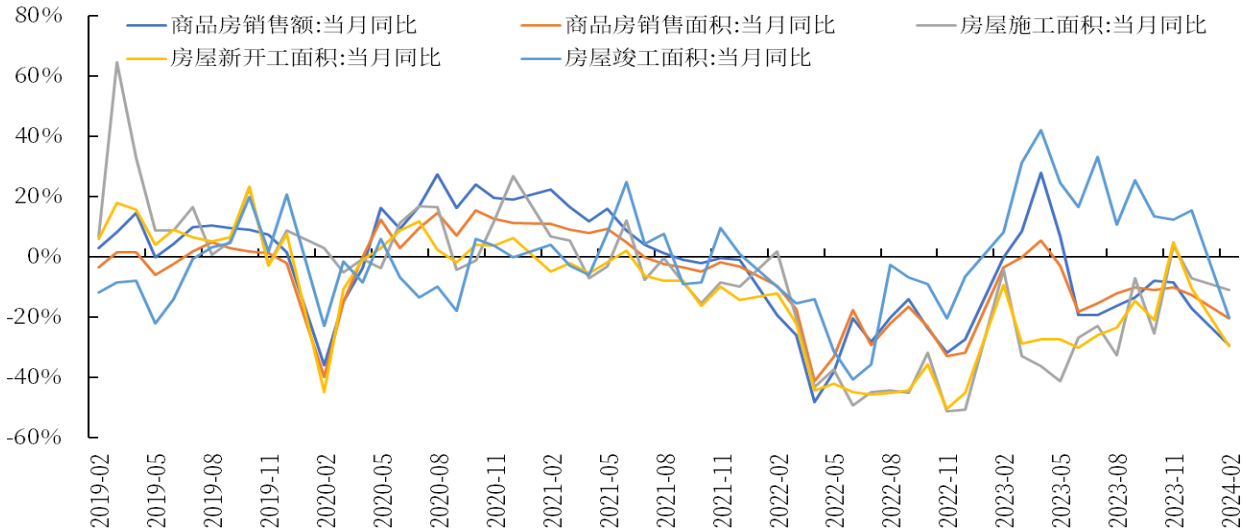
资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图9 房屋销售、施工及土地购置同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图10 商品房去化周期走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 去化周期=当前商品房库存/过去 12 个月月均商品房销售面积, 其中, 当前商品房库存包括已建成和在建的商品房)

三、工业生产稳步回升，同比增幅超预期

今年前 2 月，规模以上工业增加值同比+7.0%，高于去年 12 月的+6.8%，也高于去年全年的+4.6%。分三大门类看，采矿业增加值同比+2.3%，制造业增加值同比+7.7%，公用事业增加值同比+7.9%，除采矿业外均高于去年 12 月和去年全年增速。

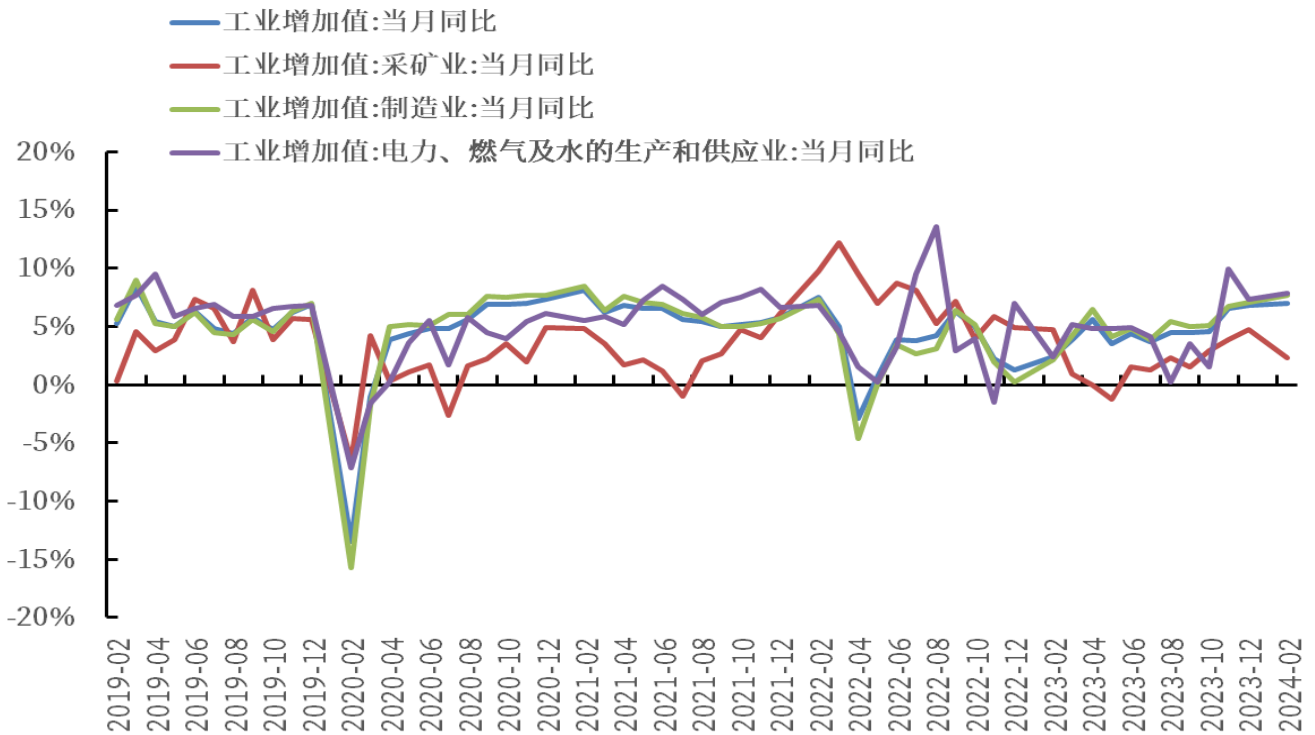
从子行业来看，已公布当月增加值增速的 17 个子行业中，有 10 个增速低于去年 12 月，但考虑到去年 12 月对应的是基数较低的 2022 年 12 月，指向性较弱。如将今年

前 2 月工业增加值增速与去年全年作比较，则有 14 个子行业增速超去年全年，显示工业生产在年初恢复速度较快。

年初以来，制造业 PMI 数据持续改善、通胀数据显示内需持续修复，同时，前 2 月进出口数据也明显超过市场预期，多重利好之下，工业企业经营情况有所好转，工业增加值增速回升。

往后看，2024 年，全球经济复苏进程偏慢之下，外需对工业生产的支撑力度或相对有限，但工业生产仍有两个重要支撑因素，一是我国内需的持续修复，二是“三大工程”、发展新质生产力相关政策对工业企业效益的带动作用。预计全年工业增加值保持韧性，录得+4%以上增速。

图11 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637