

经济开局起步平稳，生产端指标改善幅度更大

——1-2月宏观数据点评



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞
hxyuan@ccxi.com.cn
研究员 张林
lzhang01@ccxi.com.cn
研究员 张文宇
wyzhang@ccxi.com.cn



相关报告

2024年中国经济：稳与进、破与立中寻求再平衡——2023年宏观经济及大类资产配置分析与2024年展望

低基数支撑经济数据改善，“进”与“立”仍需加码提速——11月宏观数据点评

经济边际改善，政策效果仍待观察——8月宏观数据点评

7月宏观经济“弱现实”的六大特征，2023年8月15日

二季度经济修复不及预期，后续亟待“政策加持”，2023年7月18日

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaio@ccxi.com.cn

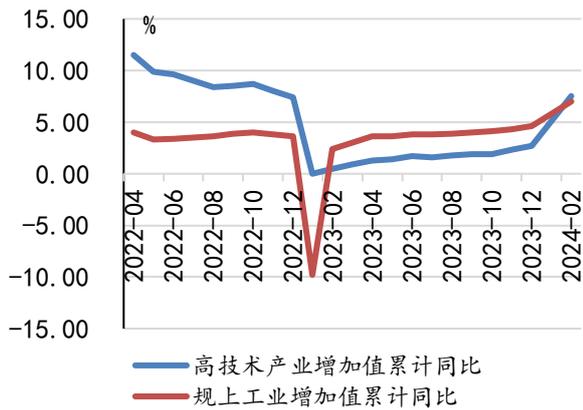
www.ccxi.com.cn

宏观经济整体稳中有升，生产端指标改善幅度更大。2024年3月18日统计局公布了1-2月国民经济运行情况，从主要统计指标来看，工业增加值、固定资产投资以及出口的累计同比增速皆较上年12月明显改善，但社会消费品零售总额累计同比较上年12月有所回落，其中服务零售额增速的边际放缓更为显著。总体来看，1-2月经济运行的亮点在于工业增加值与制造业投资的较高增长，但供需失衡的基本矛盾仍未见显著好转，价格水平总体仍在低位运行，居民“去杠杆”的倾向依然延续，新增贷款再次出现收缩。具体来看，我们认为1-2月经济运行呈现出以下八点特征：

第一，工业生产增长面扩大，高技术制造业、消费品制造业增加值增速边际加快，工业产品出口交货值增速由降转增。1-2月41个工业大类行业中，有39个行业同比正增长，27个行业增加值增速较上年12月份加快或降幅收窄；统计部门所统计的主要工业产品中，有67.5%的产品门类同比正增长，超过5成的产品产量增速较上年12月份加快或降幅收窄。工业生产的增长面相较于上年12月有所扩大，工业增加值同比增长7%，较上年12月回升2.4个百分点，较去年同期调升4.6个百分点。消费品制造业增加值增长4.7%，较上年12月加快4.4个百分点，在13个消费制造业行业中有12个行业实现正增长，其中家具、食品、文教工美等行业工业增加值增速高于整体。或受设备更新及升级改造投资影响，高技术制造业增加值增长7.5%，较去年12月加快1.1个百分点。从三大门类看，采矿业增加值同比增长2.3%、与上年12月持平，制造业增长7.7%、较上年12月回升2.7个百分点，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.9%、较上年12月回升3.9个百分点。

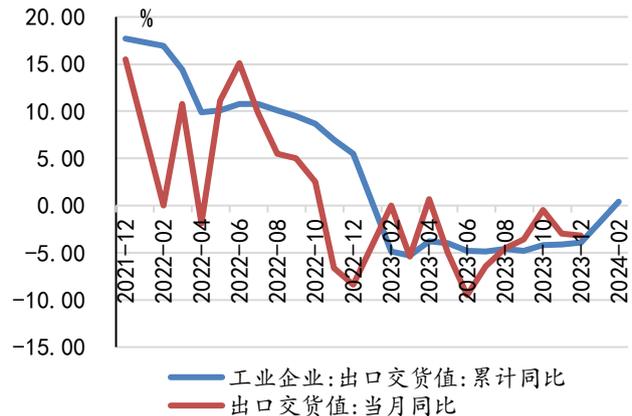
后续来看，随着宏观政策组合发力见效，以及发展新质生产力要求下高技术及装备制造领域的增加值保持较快增长，工业生产将延续稳定，全年工业增加值增速维持在 5% 以上或问题不大。

图 1：工业增加值、高技术制造业增加值边际回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

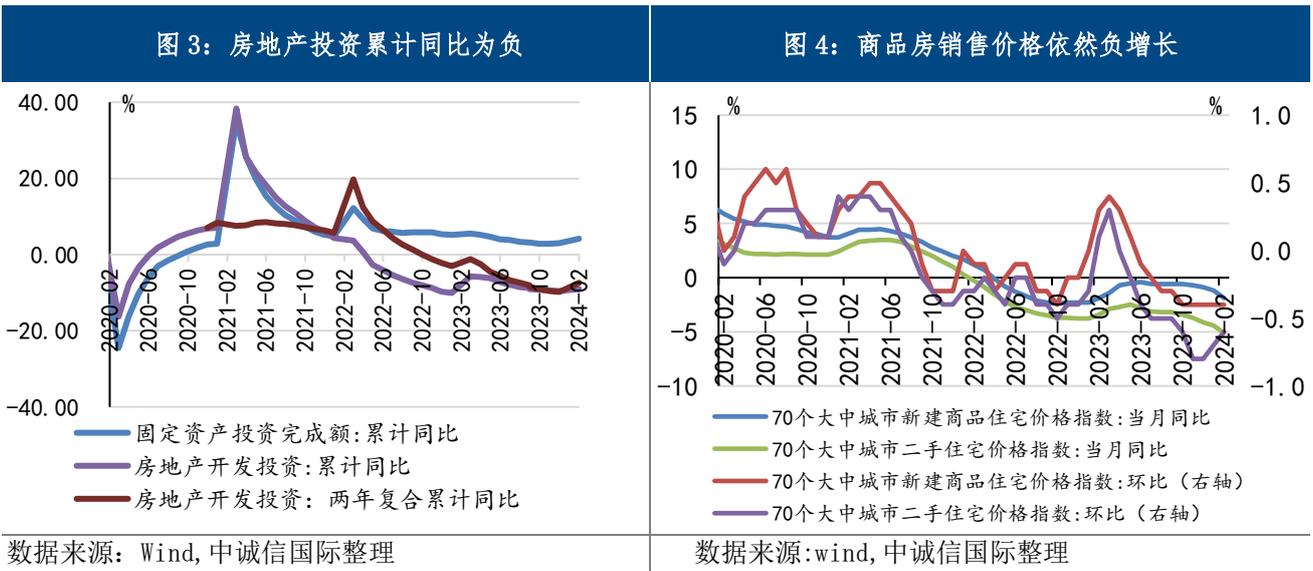
图 2：工业企业出口交货值同比由负转正



数据来源：Choice, 中诚信国际整理

第二，房地产投资同比降幅收窄，但商品房销售仍在大幅下滑、住宅销售价格仍在走低，房地产投资年内能否转正不确定性仍大。1-2 月房地产开发投资累计同比为-9%，房地产开发投资降幅较上年 12 月收窄 0.6 个百分点，或与三大工程推进叠加年初土地市场升温有关，中指研究院发布数据显示，2024 年 1-2 月，TOP100 企业拿地总额 1577 亿元，同比大幅增长 30.6%。但 1-2 月房地产开发投资较上年同期降幅扩大 3.3 个百分点，房地产开发投资增速已经连续 21 个月下降。1-2 月全国新建商品房销售面积 11369 万平方米、同比下降 20.5%，新建商品房销售额 10566 亿元、同比下降 29.3%，房地产下行趋势仍未得到有效遏制。从高频数据来看，3 月以来 30 大中城市商品房成交面积的当周值始终处于 160 万平米之下，不足上年同期值的一半；100 大中城市成交土地占地面积较去年同期有所改善，但 3 月前三周呈边际走低的态势。从价格数据来看，2 月 70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格同比继续下降，一二三线城市分别下降 1.0%、1.1%和 2.7%，降幅皆较上月扩大，但住宅销售价格环比降幅总体继续收窄。其中，一线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅与上月相同，北京、广州和深圳分别下降 0.1%、0.8%和 0.5%，上海上涨 0.2%。二线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降 0.4%，降幅与上月相同。总体来看，政策调整以及各地“因城施策”措施或减缓了房

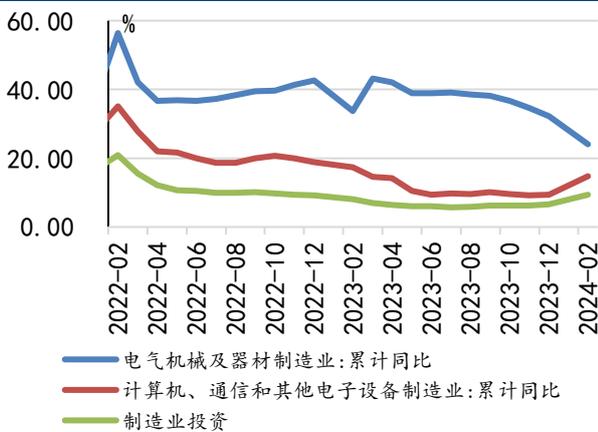
地产市场的下行速度与幅度，但房地产深度调整的趋势仍在延续，特别是销售与价格之间的负向循环依然未能打破。后续看，保交楼、因城施策、三大工程对房地产投资形成一定支撑，今年政府工作报告也提出在消费与内需领域“减少限制性措施”，“加快构建房地产发展新模式”，政策效果或将有助于房地产投资延续降幅收窄，但结合 1-2 月消费者信心指数以及居民按揭贷款情况来看，房地产销售依然面临较大下行压力，房地产投资增速年内转正的概率或较低。



第三，设备更新与升级改造或推动制造业投资显著加快，高技术制造业投资持续保持快速增长，民间投资同比由降转升。1-2 月制造业投资累计同比增长 9.4%，较上年 12 月加快 2.9 个百分点，较上年同期加快 1.3 个百分点。设备更新与改造或推动制造业投资加快，同期设备工具购置投资增长为 17%，为 2021 年 3 月以来的最高值。设备更新与改造或主要集中在装备制造领域，装备制造类投资增速依然较快，其中通用设备制造、专用设备制造、电器机械及器材制造、铁路船舶与航空航天等运输设备制造的投资增速分别为 11.3%、12%、24.1% 与 25%。高技术制造业投资增速也较高，同比增长 10.0%，比制造业投资整体高 0.6 个百分点，其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%，均位于较高增速水平。近年来制造业投资结构持续优化，我们估算高技术制造业投资占制造业投资的比重由 2015 年的 6.5% 升至 2022 年的 11.7%，2023 年进一步升至 12.4%。据统计局公布，2024 年 1-2 月高技术制造业投资占制造业投资的比重比去年同期提高 0.2 个百分点。制造业投资改善背景下民间投资也出现一定改善，同比增长由负转正，为 0.4%，其中民间项目投资（扣除房地产开发民间投资）增长 7.6%，制造业民间投资增长 11.6%。从具体行业来看，公用事

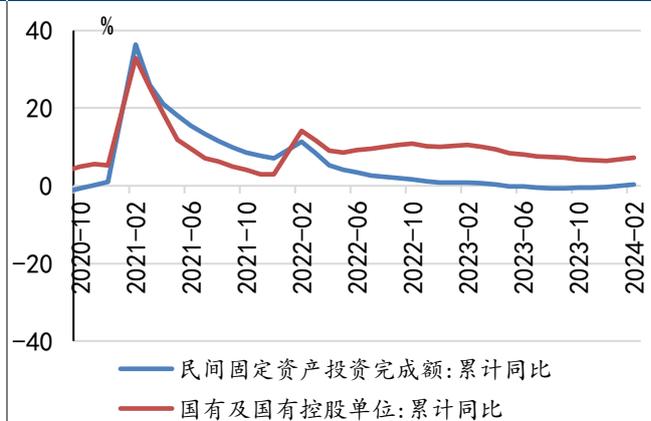
业、住宿和餐饮业、采矿业、租赁和商务服务业等领域的民间投资增速较快，同比增速在 14% 以上。后续来看，在加快发展新质生产力政策促进，以及新一轮设备更新和消费品以旧换新政策的推动下，高技术制造业、装备制造业依然将保持较高增长，加强民间投资保障以及向民间资本推介项目等措施也将有助于推动民间投资维持正的增长。但是，部分高技术领域或也存在产能过剩的压力与风险，相关投资的有效性，特别是能否实现供给侧结构性改革与扩消费的有机结合尤待检验。

图 5：制造业投资、装备制类投资增速较快



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 6：民间投资增速由降转升

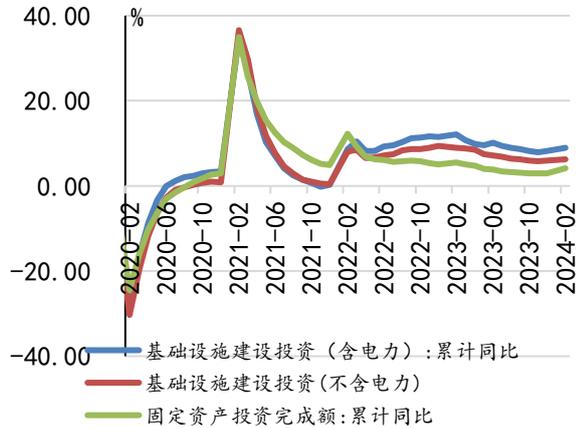


数据来源：wind, 中诚信国际整理

第四，基建投资同比边际改善但仍显著低于去年同期，后续财政支出或将加快发力，基建投资仍将起到托底的作用。年初多地重大项目密集开工建设，奋战经济“开门红”，1-2 月基建投资（不含电力）同比增长 6.3%，较 2023 年 12 月末回升 0.4 个百分点，但是较上年同期回落 2.7 个百分点。基建投资（含电力）同比增长 9%，较 2023 年 12 月末回升 0.72 个百分点，但较上年同期回落 3.2 个百分点，或与 1-2 月专项债发行节奏偏慢有关，且化债约束或也部分制约了基建提速的空间。2024 年政府工作报告指出，2024 年拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿，较上年增加 1000 亿元，且从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿元，后续看财政支出或将加快发力。从 1-2 月政府债发行情况来看，新增专项债累计发行 4033.70 亿元，完成全年新增限额（3.9 万亿）的 10.34%，慢于去年同期约 12 个百分点，或与上年四季度增发国债资金较为充裕以及为避免资金闲置而放慢审批节奏有关。2023 年 1 万亿元增发国债项目 2 月份已全部下达完毕，结合金融数据来看，2 月新增财政存款为负，或表明已经在加快财政支出。后续来看，预计 3 月起专项债发行有望提速，对于基建投

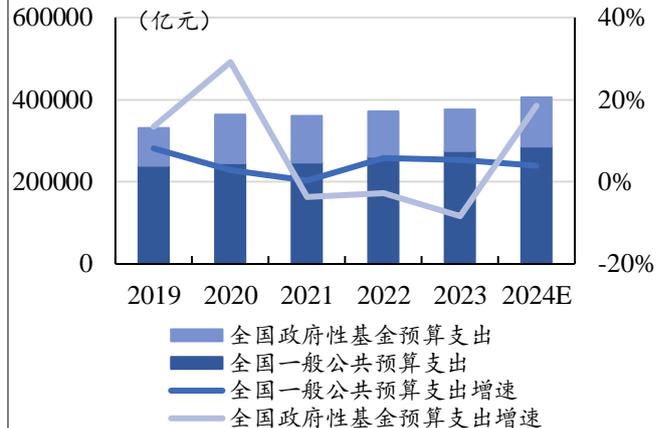
资带来一定支撑，但基建发力空间及其对于增长的支撑仍受到基建效率边际走弱、项目储备不足等因素的制约。

图 7：基建投资同比边际改善



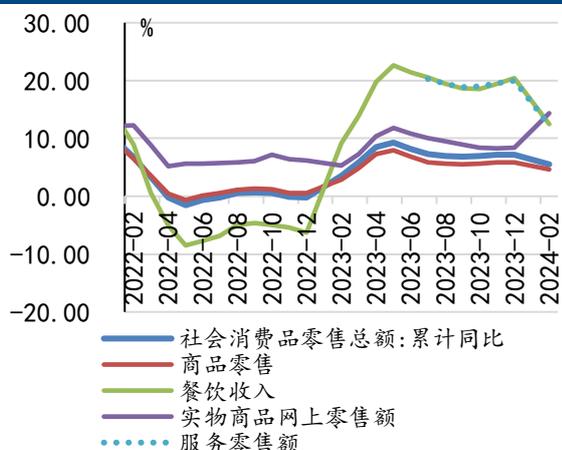
数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 8：2024 年财政支出力度进一步增加

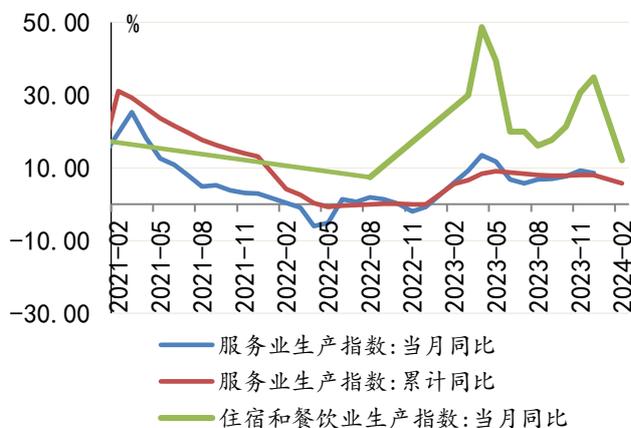


数据来源: wind, 中诚信国际整理

第五，社会消费品零售总额（社零额）同比增速低于前值，服务消费边际回落但仍好于商品消费，节日效应带动旅游餐饮等线下消费表现较好，但人均消费支出水平仍较弱。1-2 月社零额同比增长 5.5%，较 2023 年 12 月当月同比回落 1.9 个百分点，较上年 12 月累计同比回落 1.7 个百分点，两年复合增速为 4.5%，仍位于较低水平。从结构上来看，服务强、商品弱特征延续，1-2 月服务零售额同比为 12.3%，低于上年 12 月的 7.7 个百分点，但显著高于社零额增速，服务零售同比高于商品零售同比 7.7 个百分点，商品零售同比增长 4.6%，低于 2023 年 12 月的 4.8%，此外，服务业生产指数也低于前值，1-2 月服务业生产指数同比为 5.8%，低于上年 12 月 2.7 个百分点，或说明此前服务业的恢复性增长已有所释放。具体来看，假期因素拉动出游、票房等服务消费，文化和旅游部数据中心数据显示，2024 年春节全国国内旅游出游人次和国内游客出游总花费较 2023 年和 2019 年均有所增长，春节档票房收入总额较 19 年增长 18.9%。不过虽然 2024 年春节旅游消费市场活跃，但是人均消费支出较 2019 年回落 10%，显示居民消费能力及消费意愿仍偏弱。后续看，随着假日拉动因素的结束，服务消费增长可能将出现边际回落的情况，加之房价下调下的房地产相关商品消费或将偏弱，消费持续改善的基础依然不牢。从积极因素看，今年政府工作报告指出 2024 年要着力扩大内需、促进消费稳定增长、激发消费潜能，后续促进消费政策效果或将显现，居民超额储蓄释放也仍有空间并支持消费修复。

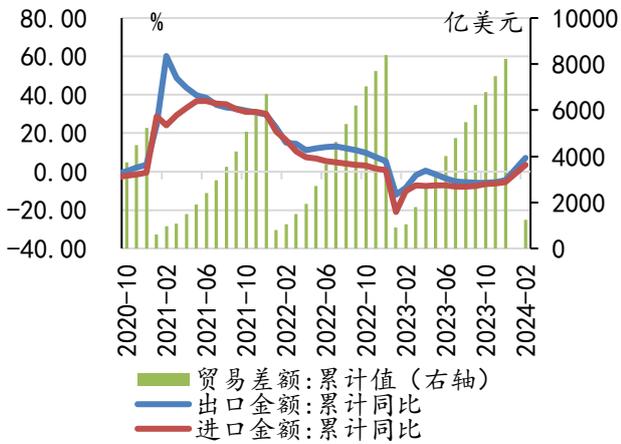
图 9：服务消费好于商品消费


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

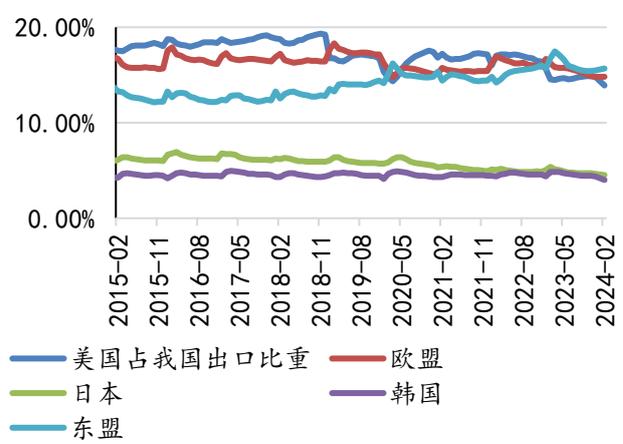
图 10：住宿和餐饮业生产指数相对较高


数据来源: wind, 中诚信国际整理

第六，基数效应叠加东盟及美国的外需仍有韧性，出口增速超预期，“量的增长”助力进口增速超预期。1-2 月出口同比增长 7.1%，较去年末（2023 年 12 月）提升 4.8 个百分点，预期值为 2.7%。出口增速超预期主要受以下因素影响，一是全球半导体销售上行周期对我国机电产品出口形成支撑；二是美国进入补库周期带来需求的额外增量；三是东盟及美国等经济仍有韧性带动出口数量改善。从环比来看，1-2 月出口环比回落-9.8%，强于 2014-2023 年-20.4%的均值水平。其中机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品增速均较前值有所回升。从出口区域来看，海外经济基本面延续分化，1-2 月我国对东盟、美国出口由负转正，对欧盟出口下降较为显著。进口方面，受去年同期基数较低叠加铁矿砂、原油等大宗商品进口量明显增加的影响，1-2 月进口同比增速表现较好，同比增长 3.5%，较 2023 年 12 月回升 3.3 个百分点。后续来看，基数效应与海外需求韧性或继续支撑后续出口保持正增长，但出口增速回升的可持续性仍需观察，稳外贸、稳外资与扩大高水平对外开放仍需落到实处。

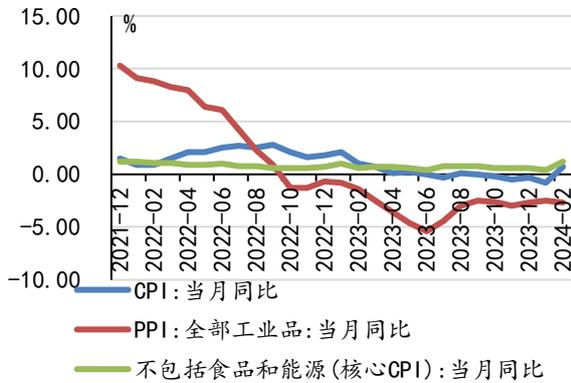
图 11：出口同比边际回升


数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

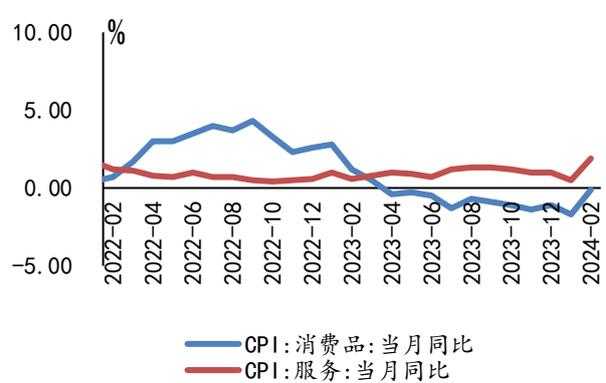
图 12：主要贸易伙伴占我国出口比重（美元计价）


数据来源：wind, 中诚信国际研究院

第七，春节错位叠加服务消费支撑，CPI 同比由负转正，生产淡季叠加中游制造业价格承压，PPI 同比降幅扩大。受春节错位影响，叠加假期消费需求增加，2 月 CPI 同比止降转升，由前值的 -0.8% 回升至 0.7%，CPI 环比上涨 1%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点，为近 3 年来高点，其中服务消费表现较好带动扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅比上月扩大 0.8 个百分点，为 2022 年 2 月以来最高涨幅。不过 2 月工业生产处于传统生产淡季，PPI 环比延续为负降幅与上月持平，同比降幅边际扩大，其中生活资料同比降幅收窄但已经连续 10 个月为负，生产资料价格同比降幅扩大，中游的化工、冶金、部分装备制造业价格仍承压，此外节日效应虽带动下游需求边际改善但整体仍偏弱，生活资料下的食品类和耐用消费品价格同比降幅收窄但仍位于负增长区间。总体上来看，物价低迷态势未见根本扭转，工业企业盈利仍有所承压。后续看，随着需求的持续改善，多项稳增长、稳物价政策的落地支持，物价水平低位企稳仍有支撑，CPI 同比或将位于正增速区间但整体保持低位波动，但受翘尾因素影响及房地产等部分行业仍偏弱扰动相关行业工业品价格，PPI 同比短期内难见转正，政府工作报告预期 2024 年居民消费价格涨幅目标为 3% 左右，实现这一目标仍需加大政策稳物价的支持力度。

图 13：价格水平整体仍较为低迷


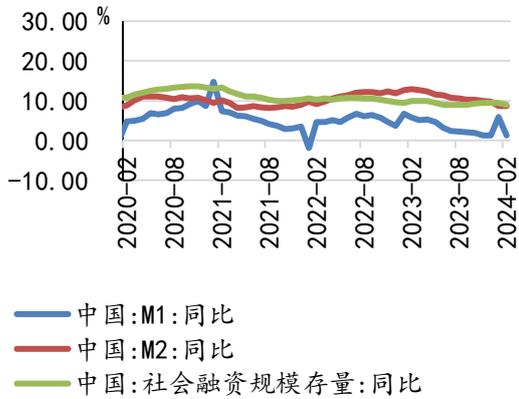
数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 14：服务价格相对较高


数据来源: wind, 中诚信国际研究院

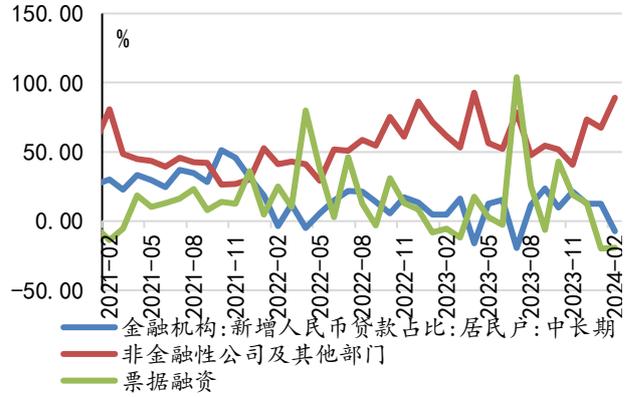
第八，居民部门“去杠杆”倾向仍存，企业中长期融资需求仍有支撑，政府债发行速度偏慢，社融存量同比增速边际走低。春节错位带来 2 月基数较高，新增社融规模 15583 亿元，同比少增 16027 亿元，存量社融同比 9%，较上月回落 0.5 个百分点。2 月表内人民币贷款少增 8385 亿，是社融边际回落的主要拖累项，此外表外票据少增 3618 亿、政府债券少增 2127 亿、企业债券少增 1905 亿也均对本月社融形成拖累。从信贷结构来看，在三大工程、财政支出或加大（财政存款减少）以及对于重点领域信贷投放加大的支撑下，企业中长期贷款依然保持较高增长，也对于社融形成了支撑。但居民部门贷款再次出现收缩，短贷及按揭贷款都在收缩，表明居民部门仍在持续去杠杆。春节错位继续扰动 M1 同比，2 月 M1 同比增速回落至 1.2%，较上月显著回落 4.7 个百分点，M2 同比持平于 8.7%，M2 与 M1 剪刀差边际走扩，企业活跃度能否持续改善仍待观察。后续看，企业部门中长期融资需求依然将受到有利因素支撑。3 月开始专项债或发行提速，政府债融资依然对社融形成有力支撑，但社融及信贷将依然受到居民部门去杠杆倾向的不利影响，居民部门融资弱、企业部门融资强的特征短期内或仍持续。

图 15：社融存量同比际走弱



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院

图 16：居民户中长期贷款占比边际回落



数据来源：wind, 中诚信国际研究院

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>