

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 开年经济总体平稳 复苏基础仍需夯实 —1-2月宏观经济数据点评

分析师:

杜征征

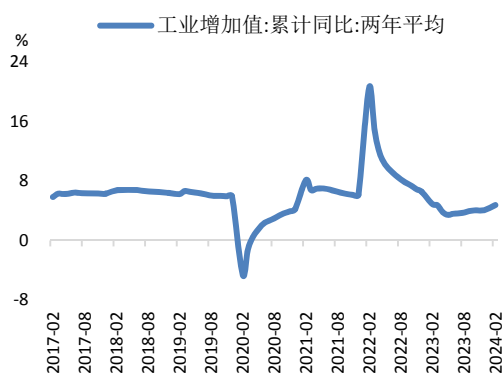
执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

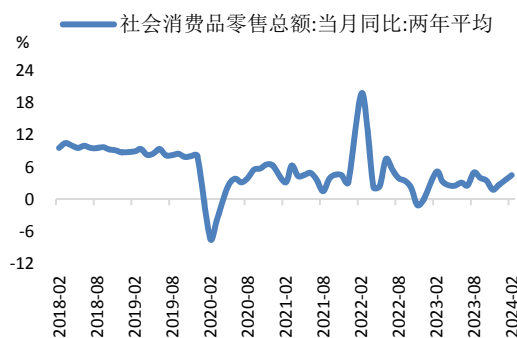
2024年3月18日

### 工业增加值



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 消费



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

### 相关报告

- 《循道而为 聚力前行—2024年国内宏观经济展望》
- 《通胀修复上行 关注需求复苏—2024年通胀形势展望》
- 《制造业总体平稳 回落主因季节性—2月PMI数据点评》

### 内容提要:

1-2月工业增加值同比增长7.0%，预期增长4.3%（预期值来源为Wind，下同），前值增长6.8%；1-2月固定资产投资累计同比增长4.2%，预期增长3.0%，前值增长3.0%；1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，预期增长5.4%，前值增长7.4%。

生产端温和回升，结构性分化尚存。从环比看，2月工业增加值增长0.56%，好于2015-2019年同期均值（0.48%）。若未来内需稳定复苏则供给端恢复会有所加快，后期需密切关注出口增速变化对生产的影响。

消费温和修复主要有几个方面的原因：一是假日经济提振服务消费；二是消费升级与耐用品消费不断扩容；三是地产后周期商品消费增速有所加快，对整体的拖累有所减弱；四是2月CPI超预期反弹，亦有助于消费名义增速回升。

固定资产投资整体及三大投资增速均好于市场预期。其中，基建投资有所发力，房地产投资弱企稳，制造业投资稳中趋升，未来关注企业设备更新改造相关情况。

总的来看，1-2月经济数据多数好于市场预期，主要有几个因素推动。首先是工作日因素，2023年1-2月工作日为38天，今年为40天。其次是疫情扰动因素消退，2023年1月疫情影响尚存，今年影响则偏小。此外，内需温和复苏叠加短期外需仍有韧性助推经济温和修复。虽然年初经济取得开门红，但正如2024年《政府工作报告》所言，“我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。”经济复苏仍需政策呵护，未来1-2个月是重要的观察期。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局3月18日公布的数据显示，1-2月工业增加值同比增长7.0%，预期增长4.3%（预期值来源为Wind，下同），前值增长6.8%；1-2月固定资产投资累计同比增长4.2%，预期增长3.0%，前值增长3.0%；1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，预期增长5.4%，前值增长7.4%。

**点评：**1-2月经济数据多数好于市场预期，主要有几个因素推动。首先是工作日因素，2023年1-2月工作日为38天，今年为40天。其次是疫情扰动因素消退，2023年1月疫情影响尚存，今年影响则偏小。此外，内需温和复苏叠加短期外需仍有韧性助推经济温和修复。虽然年初经济取得开门红，但正如2024年《政府工作报告》所言，“我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。”经济复苏仍需政策呵护，未来1-2个月是重要的观察期。

### 一、生产端温和回升

生产端温和复苏，结构性分化尚存。1-2月规模以上工业增加值同比增长7.0%，好于市场预期（4.3%）；两年平均增速（4.8%）升至近1年新高。从环比看，2月工业增加值增长0.56%，好于2015年-2019年同期均值（0.48%）。

PMI生产指数表现好于往年。由于今年春节假期在2月，1月存在较为明显的赶工情况，当月生产指数逆季节性上行1.1个百分点，好于历史同期均值（-0.6%），虽然2月因为假期因素回落1.5个百分点，但合并1-2月累计仅下行0.4个百分点，好于历史同期均值（-1.4%）。

节后部分领域复工情况好于2023年农历同期。比如，节后首周PTA开工率（83.1%）高出2023年同期6.4个百分点，石油沥青装置开工率（23.2%）虽仍在低位但高出2023年同期0.8个百分点，汽车全钢胎（43.2%）、半钢胎（63.1%）开工率更是分别高出2023年同期16.1、29.3个百分点。值得注意的是，部分中上游行业重启较慢，比如节后全国高炉开工率持续低于2023年同期，生产领域还存在一定的分化。若未来内需稳定复苏则供给端恢复会有所加快，后期需密切关注出口增速变化对生产的影响。

分三大门类看，1-2月采矿业增加值同比增长2.3%，制造业增长7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.9%。其中，制造业增加值两年平均增长4.9%，好于2023年12月；采矿业、电力热力燃气及水生产和供应业两年平均增速则分别为3.5%、5.1%。

## 二、消费修复基本符合预期

消费温和复苏。1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%，略好于市场预期（5.4%），较2023年12月的7.4%有所下滑，主因基数上升；两年平均增速为4.5%，为近11个月次高；环比变化均值（0.1%）弱于2015年-2019年同期均值（0.71%），近期持续低位徘徊显示出消费复苏仍显温和。

消费温和修复主要有几个方面的原因：一是假日经济提振服务消费。1-2月服务零售额同比增长12.3%，快于商品零售额7.7个百分点。二是消费升级与耐用品消费不断扩容。1-2月限额以上单位通讯器材类、体育娱乐用品类商品零售额同比分别增长16.2%和11.3%，汽车类增长8.7%。三是地产后周期商品消费增速有所加快，对整体的拖累有所减弱。1-2月家具类、建筑及装潢材料类商品零售额同比分别增长4.6%、2.1%，较2023年全年加快1.8、9.9个百分点。四是2月CPI超预期反弹，亦有助于消费名义增速回升。展望未来，考虑到2023年3-5月基数有所抬升，若消费仍延续温和修复，则同比增速可能会有所回落。

就业总体稳定。虽然2月全国城镇调查失业率（5.3%）较2023年12月反弹0.2个百分点，但较2023年同期下降0.3个百分点。

## 三、固定资产投资整体及三大投资增速均好于市场预期

1-2月固定资产投资（不含农户）同比增长4.2%，好于市场预期（3.0%），高出2023年全年（3.0%）1.2个百分点；两年平均增长（4.85%）亦强于2023年全年（4.04%）。从环比看，1-2月固定资产投资（不含农户）均值为0.56%，接近2015-2019年同期均值（0.60%）。值得注意的是，1-2月民间固定资产投资同比增长0.4%，较2023年全年上升0.8个百分点，两年平均增速（0.6%）则升至2023年10月以来最高，表明在各项政策推动下，民间投资企稳回升。

**基建投资有所发力。**1-2月广义、狭义基建投资同比分别增长9.0%、6.3%，较2023年全年分别上升0.8、0.4个百分点；两年平均增速分别为10.6%、7.6%，较2023年全年分别上升0.7个百分点和持平。近3个月基建投资增速提升，预计2023年底增发的万亿国债等新发力点贡献较多。根据国家发改委公布的信息，2023年12月增发国债第二批项目清单已经下达，共涉及增发国债项目9600多个，拟安排国债资金超5600亿元，前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元。若后期财政适度加力，则有望继续推动基建投资平稳增长。

**房地产投资弱企稳，商品房销售跌幅扩大，资金到位情况未见明显改善。**1-2月房地产开发投资同比下降9.0%，较2023年全年反弹0.6个百分点；两年平均增速为-7.4%，较2023年全年反弹2.4个百分点。从工程进展看，1-2月新开工、施工、竣工面积累计同比分别为-29.7%、-11.0%、-20.2%，均较2023年全年回落；从两年平均增速角度看，除了新开工面积累计增速（-20.2%）有所改善外，竣工面积累计增速（-7.2%）与施工面积累计增速（-7.8%）均有所回落。商品房销售方面，1-2月销售面积同比下降20.5%。从高频的30个大中城市商品房成交情况看，今年1-2月成交面积分别相当于2019年、2021年同期的49.5%、38.7%，两者均较前期有所回落，新房销售情况偏弱。从房地产开发资金到位情况看，1-2月累计增速（-24.1%）较2023年全年（-13.6%）有所回落，但其两年平均增速（-19.8%）较2023年全年反弹0.2个百分点，暂时中止了自2023年3月以来的趋势性下滑。分项数据中，自筹资金累计增速无论同比（-15.2%）还是两年平均增速（-16.7%）均较前期改善；国内贷款同比（-10.3%）小幅下滑但两年平均增速（-12.7%）升至2022年5月以来最高，显示出融资协调机制等政策开始发挥效应；定金及预收款同比（-34.8%）、两年平均增速（-24.0%）继续回落。后期需继续关注融资协调机制落地以及一、二线城市政策放松等情况。

**制造业投资稳中趋升，关注企业设备更新改造相关情况。**1-2月制造业投资同比增长9.4%，较2023年全年上行2.9个百分点；两年平均增长8.7%，较2023年全年上行0.9个百分点，为2023年5月以来最快。高技术产业投资占比稳步提高。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%、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%、33.1%；高技术服务业中，专业技术服务业、信息服务业投资分别增长36.2%、16.1%。值得注意的是，1-2月高技术制造业投资增速比2023年全年高出0.1个百分点，而全部制造业投资增速高出2023年全年2.9个百分点，表明近期普通制造业投资增速趋于回升，或与设备更新改造投入加大相关，叠加《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》及其配套政策的陆续出台，制造业投资有望继续稳中趋升。

**风险提示：**央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层