



一季度经济“开门红”可期

——经济数据 2024 年 1-2 月点评

一、总体：经济“开门红”，动能初步改善

1-2 月经济数据表现显著好于市场预期。规模以上工业增加值累计同比 7.0%（市场预期 4.3%）；社会消费品零售总额累计同比 5.5%（市场预期 5.4%）；城镇固定资产投资额累计同比 4.2%（市场预期 3.0%），其中房地产投资累计同比-9.0%，基建投资累计同比 9.0%，制造业投资累计同比 9.4%。

开年经济数据稳中有升，供给端动能好于需求端，主要拉动来自于政策托举与外需回暖。在需求端，外需动能边际增强，内需动能初步改善，其中固定资产投资动能小幅增强，结构上延续去年末的走势，与公共部门相关的基建和制造业投资表现强劲，社会消费品零售额动能稳中有升，房地产投资收缩则未见改善。供给表现亮眼，工业生产动能大幅增强，服务业生产动能有所改善。

二、供给：生产动能增强，就业形势稳定

工业生产整体加快，同比、环比增速提升，新动能高端绿色产业表现亮眼。1-2 月规模以上工业增加值同比增速较去年末进一步上行 0.2pct 至 7.0%，季调环比增速分别达 1.16%、0.56%，处于季节性上沿。

分三大门类看，制造业和电热燃水业生产加快，同比增速分别上升 2.7pct 和 7.9pct 至 7.7%和 7.9%，采矿业生产保持稳定。分行业看，必选消费制造业如农副食品加工、食品制造、酒饮料茶制造等生产明显加快；可选消费制造业中纺织业生产由降转增，医药、化纤降幅收窄。装备制造业和高技术制造业维持较高增长，生产均快于工业整体水平。黑色，有色金属冶炼等原材料加工业生产小幅加快。

服务业生产增势向好。1-2 月服务业生产指数同比增速较去年 12 月下降 2.7pct 至 5.8%，但主要受基数效应影响，实际动能有所增强，高于去年同期。接触聚集型服务业和现代服务业增势较好，住宿餐饮、交通运输、

批发零售受假日经济带动增速较快，信息技术服务业保持两位数增长，金融业增速小幅提升。

就业形势保持稳定。1-2月全国城镇调查失业率分别为5.2%、5.3%，低于过去三年同期水平，但略高于疫前2018-19年同期水平。农民工就业形势同比改善，2月外来农业户籍人口调查失业率虽季节性上行至4.8%，但大幅低于2022-2023年同期水平。

前瞻地看，服务业景气度回升，生产有望进一步提速。工业生产在需求回暖、利润修复和先进产能带动下有望保持较快增长，但或受PPI通胀低迷、部分行业产能过剩的制约。就业形势有望保持稳定。

三、固定资产投资：制造业增速反超，地产仍是拖累

1-2月城镇固定资产投资累计同比增速较去年全年上行1.2pct至4.2%，季调环比增速分别达0.24%、0.88%，动能较去年末明显改善。其中，房地产投资降幅扩张，制造业投资增速大幅提升，基建投资保持高增长。民间投资增速转正，累计同比增长0.4%，但持续受房地产投资拖累，与国有控股单位投资之间增速差仍在扩大。

（1）房地产：弱势开年

房地产市场销售收缩加剧，区域降幅同步扩张。1-2月商品房销售面积和金额同比降幅较去年全年大幅扩张至-20.5%、-29.3%。值得注意的是，销售均价降至9,294元每平，与2019年下半年相当，或因开年部分城市新盘促销打折以期加速房企回款。30个大中城市商品房成交面积同比下降四成，各线城市同比增速均大幅回落。

销售端未见起色，房地产投资和房企到位资金收缩均加剧。1-2月房地产投资和房企到位资金累计同比增速分别较去年全年微升0.6pct、下行10.5pct至-9%、-24.1%。其中，销售疲弱致个人按揭贷款、定金及预收款修复缓慢或是主因。1-2月房屋竣工面积同比大幅转负，除高基数的影响外，或因新开工面积回落开始传递至竣工端，政策调整效果仍待显现。

前瞻地看，3月房地产销售“小阳春”行情或不及去年同期，销售端企稳修复仍待政策支持以及居民收入改善和预期扭转，结合商品房待售面



积已增至历史峰值，市场出清压力仍较大。

（2）基建：增速较高

1-2月基建投资持续发力，保持较高速增长。全口径与狭义口径（不含电力）累计同比增速分别为9.0%和6.3%，分别较去年12月下降1.7pct和0.5pct。从结构上看，三大行业表现分化，其中电热燃水、交运仓邮业高速增长，水环公共业增长缓慢。

基建投资资金来源受到多方面支撑。一是去年4季度增发的1万亿国债，大部分在今年形成支出。二是去年12月顶格下达了部分2024年新增专项债额度，共2.28万亿（前两个月累计发行4,033亿元，规模不及去年同期一半）。三是去年12月及今年1月央行累计净投放PSL 5,000亿元，持续撬动配套融资。四是银行信贷支持及预算财政支出加力。

前瞻地看，随着新增专项债、超长期特别国债加快发行，“三大工程”持续推进，民间资本参与度提高，基建投资增速有望进一步提升，经济大省将更加积极。

（3）制造业：增长强劲

制造业投资增长强劲，1-2月增速较去年12月上升0.8pct至9.4%。从结构上看，下游消费品制造业投资增速显著提升，高技术制造业和中游装备制造业投资高速增长。前两个月，设备工器具购置投资增速达17%，处于历史同期较高水平，较去年全年6.6%提升了10.4pct。

前瞻地看，制造业投资有望维持较高增速。一是在财税金融支持下，大规模设备更新将持续推进。二是随着企业盈利修复及新一轮库存周期开启，将推升企业资本开支意愿。

四、消费：增速放缓，动能改善

社零增速回落但动能改善。1-2月社会消费品零售总额累计同比增长5.5%，较2023年12月当月放缓1.9pct，主要由于去年同期基数走高，实际修复动能好于市场预期，以2021年为基数的复合增速提速2.5pct至5.2%。

消费修复主要受假日经济提振，服务消费持续好于总体，且改善幅度



更大。以 2021 年为基数的复合增速显示餐饮收入修复动能大幅增强，商品零售动能小幅改善。其中，金银珠宝、烟酒饮料，以及化妆品类消费动能明显增强，日用品类和地产后周期类消费动能止跌回升，汽车消费动能延续放缓。

前瞻地看，假日经济的提振将褪去，服务消费和地产后周期类消费的动能有望延续，3 月社零动能或边际弱化，同比增速或在低基数作用下边际上行。

五、前瞻：经济弹性修复

前瞻地看，3 月高频数据边际弱化，叠加部分数据基数走高，经济数据表现或有所弱化。但由于 1-2 月经济表现显著超预期，一季度经济增长或高于 5%，为全年增长达标打下良好基础。

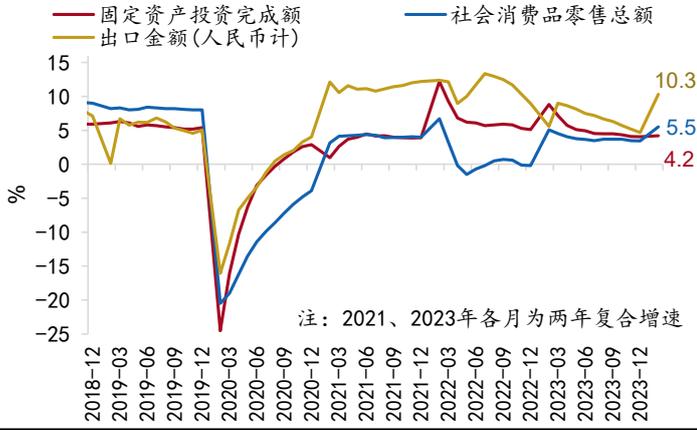
（作者：谭卓 王欣恬 刘阳 张冰莹）



附录:

图 1: 三驾马车动能改善

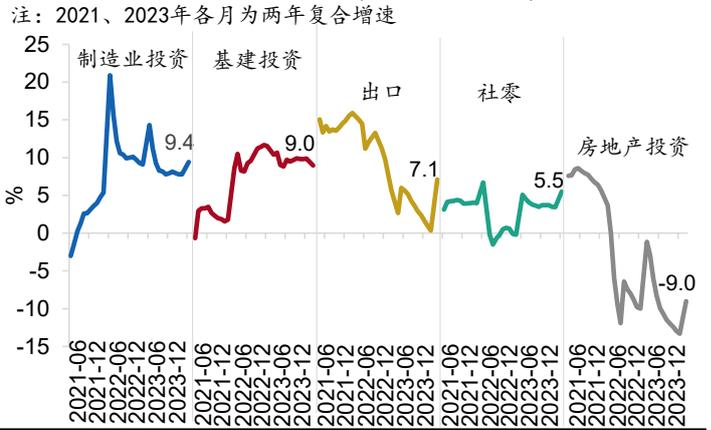
投资、消费和出口累计同比增速



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 2: 制造业投资、出口和社零增速冲高

出口、投资和消费累计同比(2024年1-2月)



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 3: 工业生产增速提升

工业增加值增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 4: 服务业生产增势向好

服务业生产增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 房地产销售投资仍处收缩

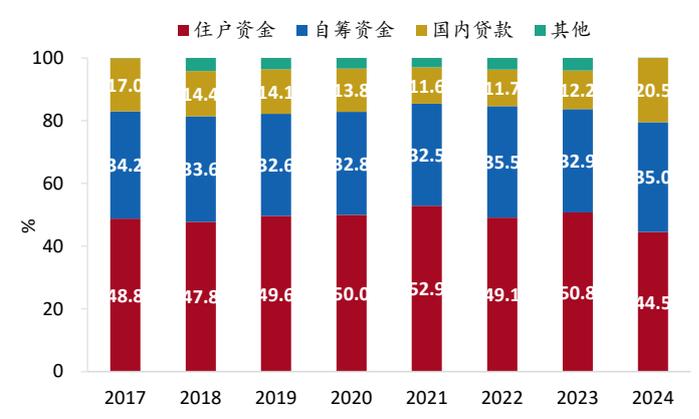
房地产投资与商品房销售面积累计同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

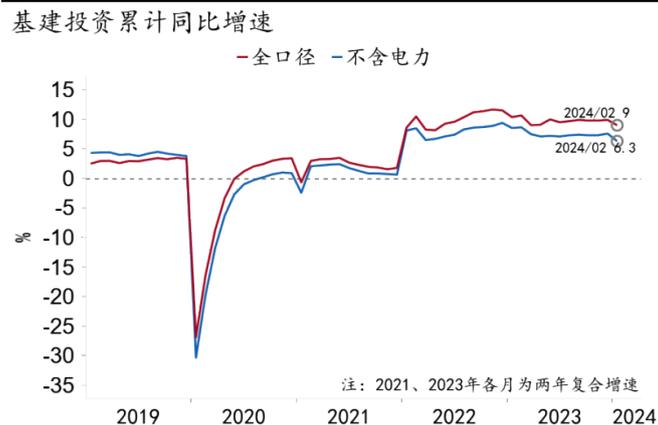
图 6: 销售疲弱导致住户端到位资金占比下降

房地产开发到位资金来源



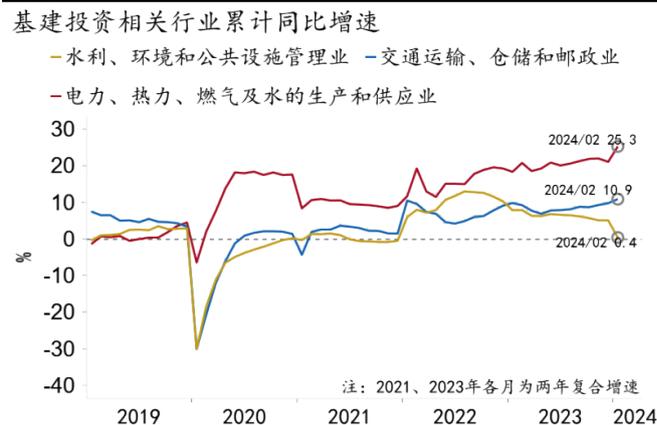
资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 7: 基建投资保持较高增速



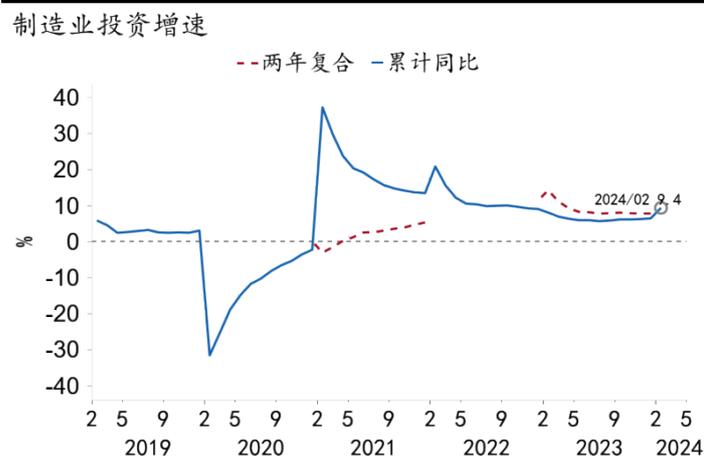
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 8: 基建三大行业表现分化



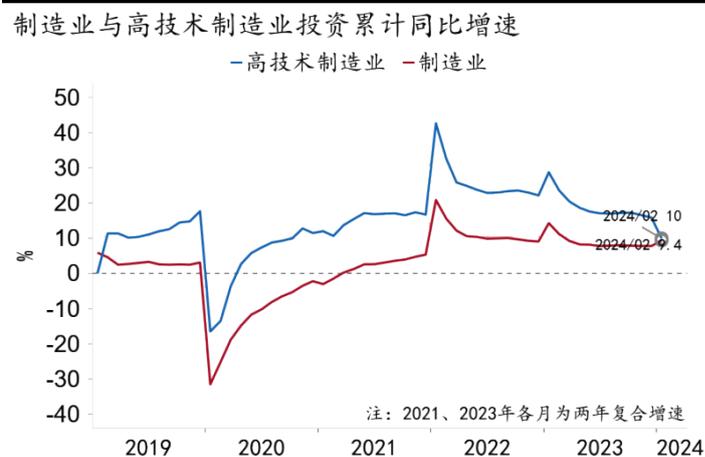
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 9: 制造业增长强劲



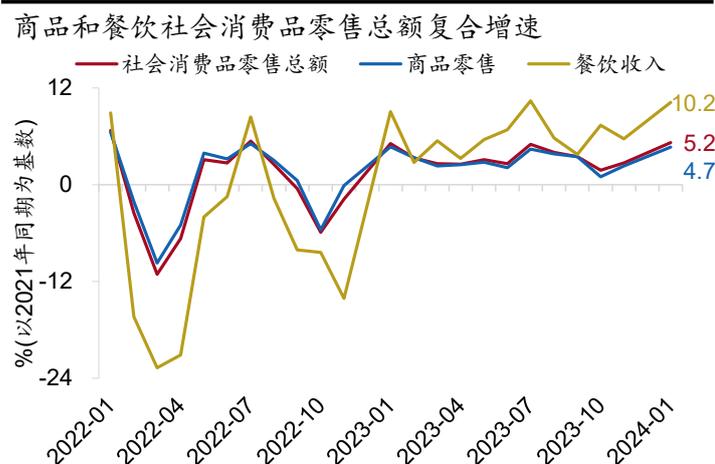
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 10: 高技术制造业保持较快增长



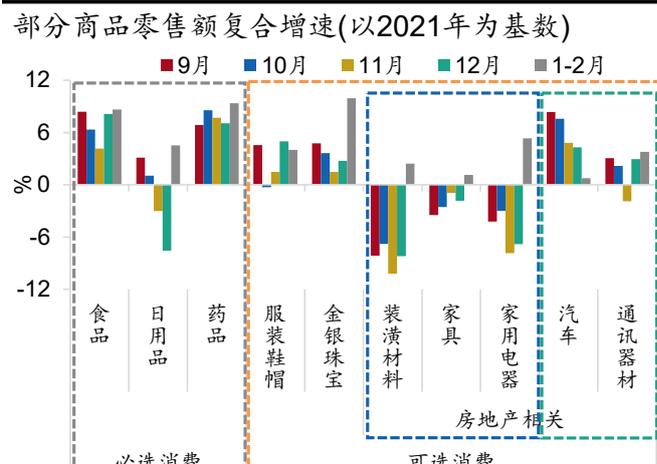
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 11: 餐饮消费修复动能大幅改善



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 12: 假日经济提振部分商品消费



资料来源: Wind, 招商银行研究院