

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

分析师

SAC 执证编号：S0110524030001

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

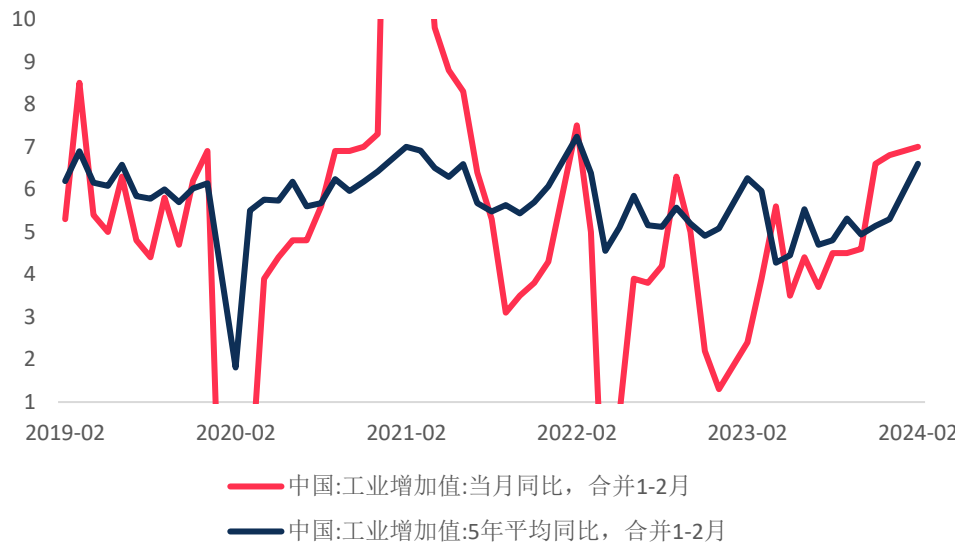
- 2 月 PMI 数据点评：经济低位运行，环比小幅好转
- 宏观经济周报：待机而动
- 宏观经济周报：政策主导，股债均走强

- **出口促进工业生产。**2024 年 1-2 月工业生产明显好转，同比和复合同比（下文复合同比均指 5 年平均同比）分别为 7.0%和 6.6%，较前值分别增加 0.2 和 1.3 个百分点。环比同样显示 1-2 月生产强劲，1-2 月工增季调环比均值为 0.9%，为近年来最大值。1-2 月工业增加值增速较高或受益于出口反弹，1-2 月出口交货值复合同比为 5.2%，较前值大幅反弹 2.8 个百分点。
- **分行业工业增加值可能更好反映出口的影响。**1-2 月工业增加值中，制造业和高技术产业复合同比增速为 6.8%、9.6%，较前值增加 1.6 和 0.7 个百分点。具体看分行业工业增加值，1-2 月复合同比增速靠前的行业有电气机械（11.5%）、计算机电子设备（10.0%）、专用设备（6.8%）、汽车制造业（6.3%）等，这些行业与出口的关联度较高。
- **春节拉动服务业生产。**与春节期间消费复苏一致，服务业生产也有回暖，1-2 月服务业生产指数复合同比为 5.8%，较前值增加 0.8 个百分点。
- **消费修复，地产仍弱，投资稳定。**社零总额 1-2 月复合同比增速为 4.4%，较前值增加 0.5 个百分点。其中，商品零售和餐饮收入复合同比增速分别为 4.3%和 5.2%，较前值分别增加 0.3 和 1.5 个百分点。餐饮收入的大幅反弹反映 1-2 月线下消费的复苏。房屋新开工面积、房屋竣工面积、商品房销售面积 1-2 月同比增速分别为-29.7%、-20.0%、-20.5%，较前值分别下降 19.4、35.5、7.8 个百分点。固定资产投资完成额 1-2 月同比增速为 4.2%，较前值增加 0.1 个百分点。
- **后市展望。**消费和生产分别受益于春节因素和外需回暖在 1-2 月实现了开门红，消费的持续性需要进一步观察，出口边际好转有望延续。投资低位平稳，地产投资拖累较大，基建边际走弱，制造业投资韧性较强。地产的整体弱势没有明显改观。往后看，经济短期内企稳回升的势头有望保持，但要实现年度目标需要进一步努力，特别是房地产存在较大的不确定性。
- **风险提示。**政策不及预期；海外扰动超预期

1 出口促进工业生产

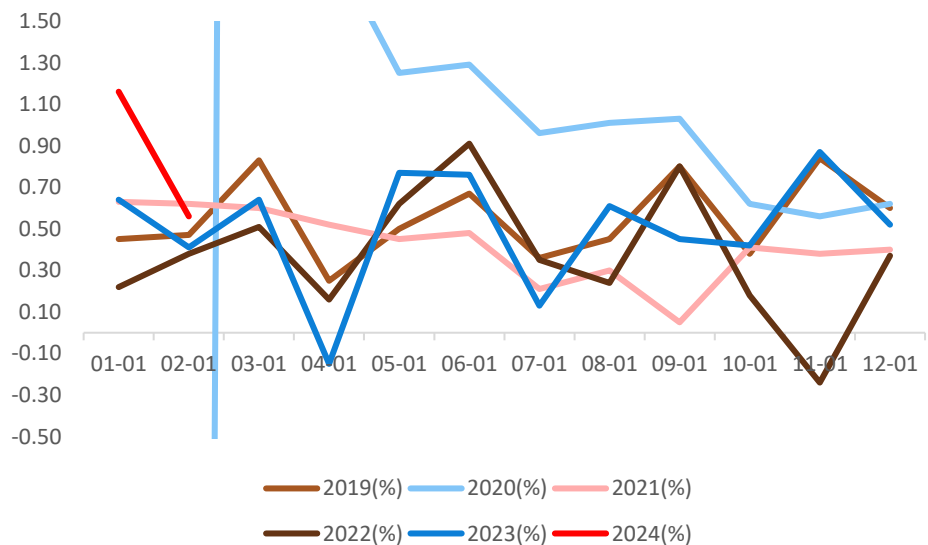
2024年1-2月工业生产明显好转，同比和复合同比（下文复合同比均指5年平均）分别为7.0%和6.6%，较前值分别增加0.2和1.3个百分点。工业增加值季调环比同样显示1-2月生产强劲，1-2月工增季调环比均值为0.9%，是近年来最大。

图 1：工业增加值（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

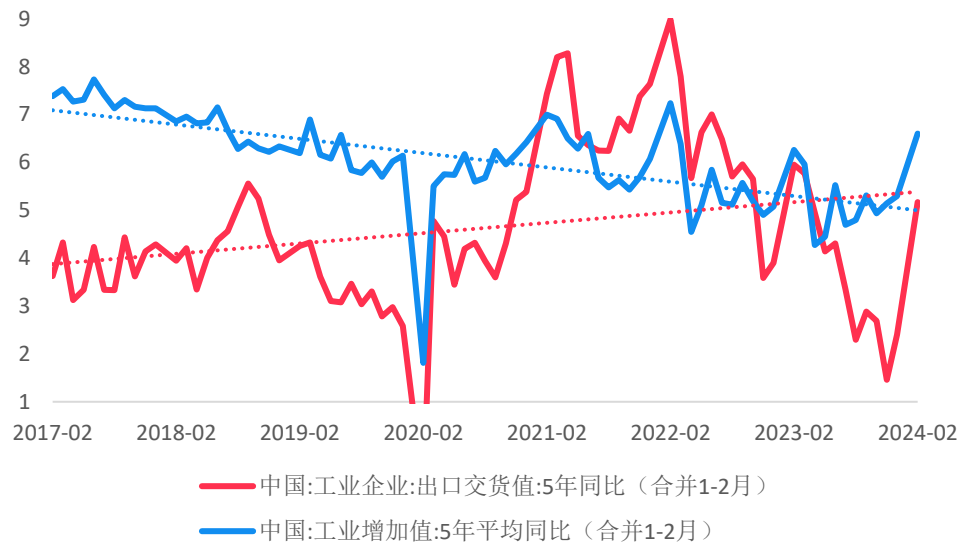
图 2：工业增加值季调环比（%）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

1-2月工业增加值增速较高或受益于出口反弹,1-2月出口交货值复合同比为5.2%,较前值大幅反弹2.8个百分点。

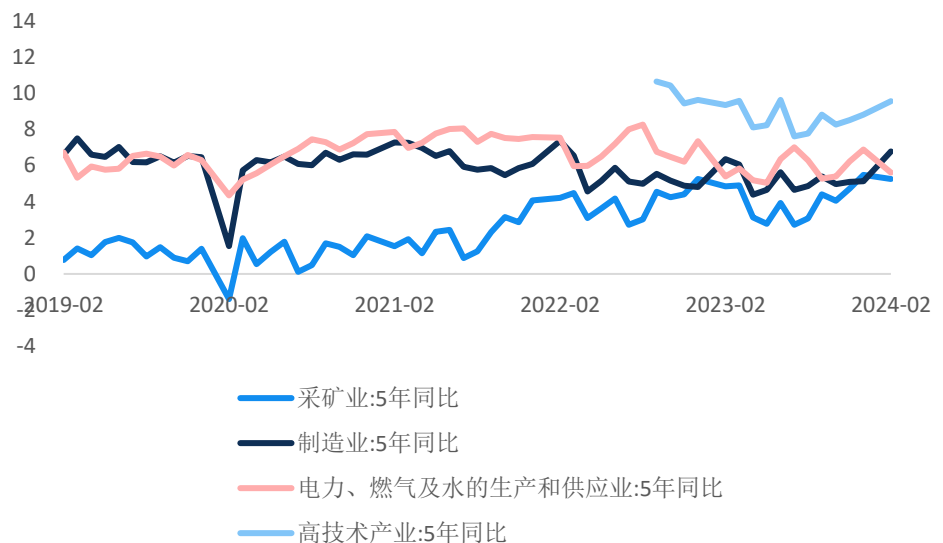
图3: 工增与出口交货值 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

分行业工增可能更能反映出口的影响。1-2月工业增加值中,制造业和高技术产业复合同比增速为6.8%、9.6%,较前值增加1.6和0.7个百分点。采矿业、电力燃气及水的生产和供应业复合同比增速为5.3%、5.6%,较前值下降0.2和1.3个百分点。

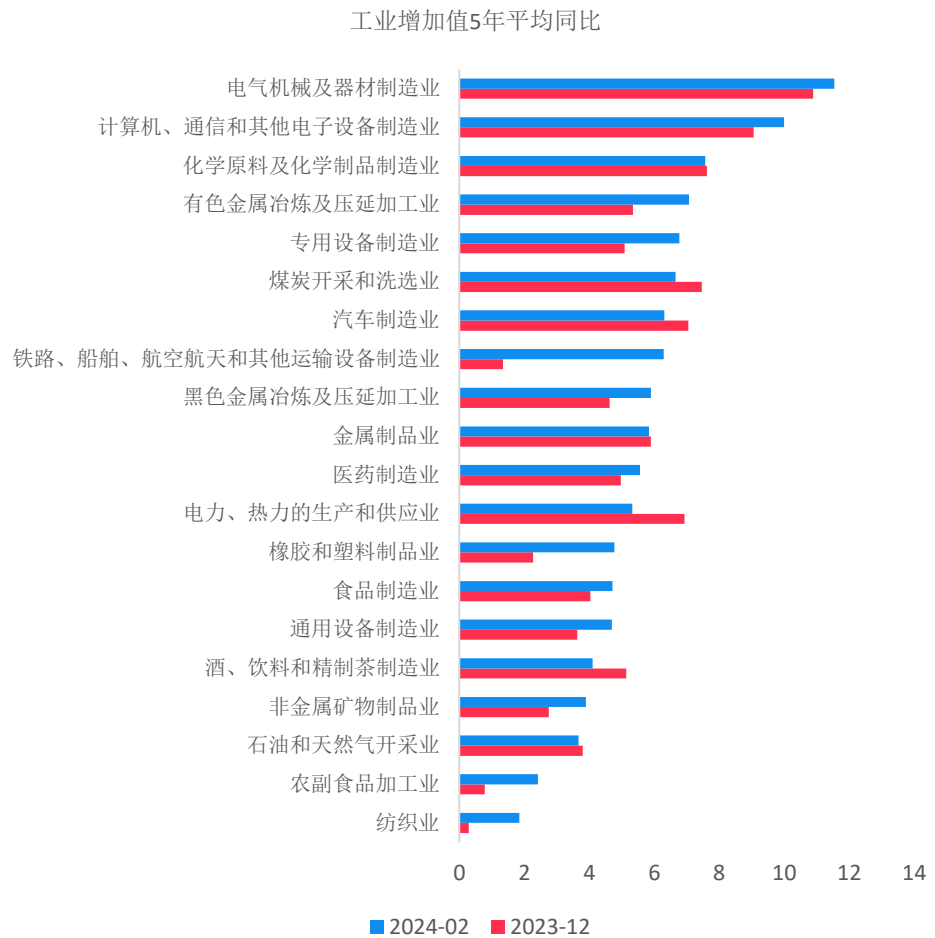
图4: 工业增加值 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

具体看分行业工业增加值, 1-2 月复合同比增速靠前的行业有电气机械 (11.5%)、计算机电子设备 (10.0%)、专用设备 (6.8%)、汽车制造业 (6.3%) 等, 这些行业与出口的关联度较高。

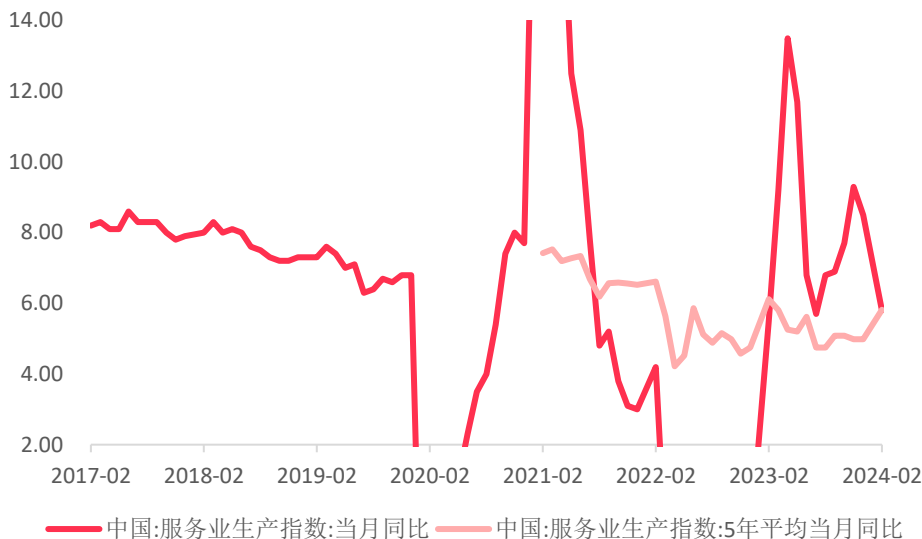
图 5: 工业增加值 5 年平均同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

与春节期间消费复苏一致, 服务业生产也有回暖, 1-2 月服务业生产指数复合同比为 5.8%, 较前值增加 0.8 个百分点。

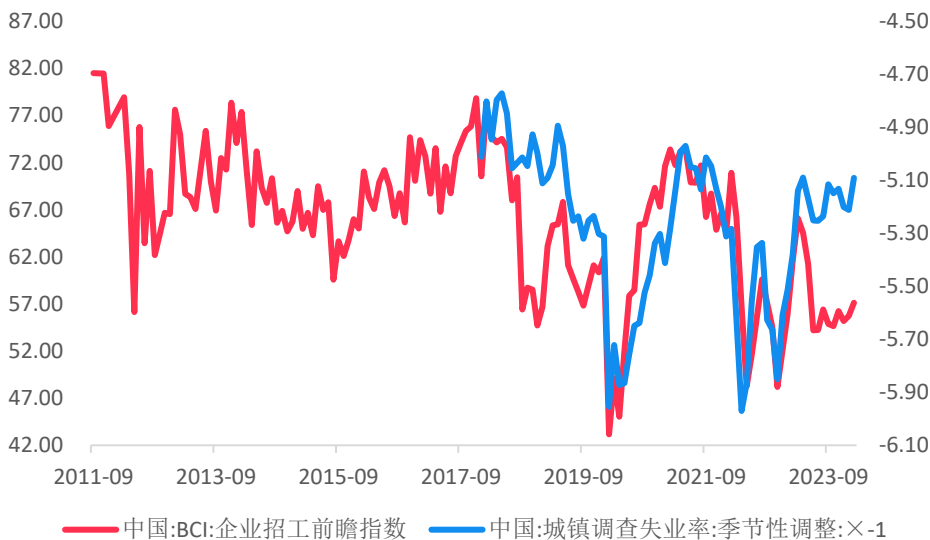
图 6: 服务业生产 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

生产走强使得失业率小幅下降, 2 月城镇调查失业率为 5.1%, 较前值下降 0.1 个百分点。

图 7: 失业率 (%)



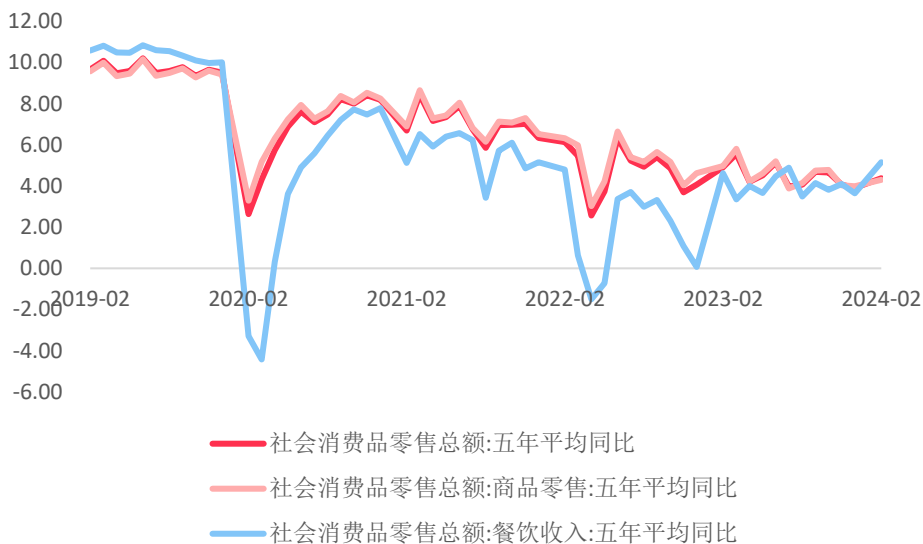
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 消费修复, 地产仍弱, 投资稳定

春节期间消费不弱已经由消费者物价指数部分验证, 社零总额 1-2 月复合同比增速为 4.4%, 较前值增加 0.5 个百分点。其中, 商品零售和餐饮收入复合同比增速分别为 4.3% 和 5.2%, 较前值分别增加 0.3 和 1.5 个百分点。餐饮收入的大幅反弹反映 1-2 月线下消

费的复苏。

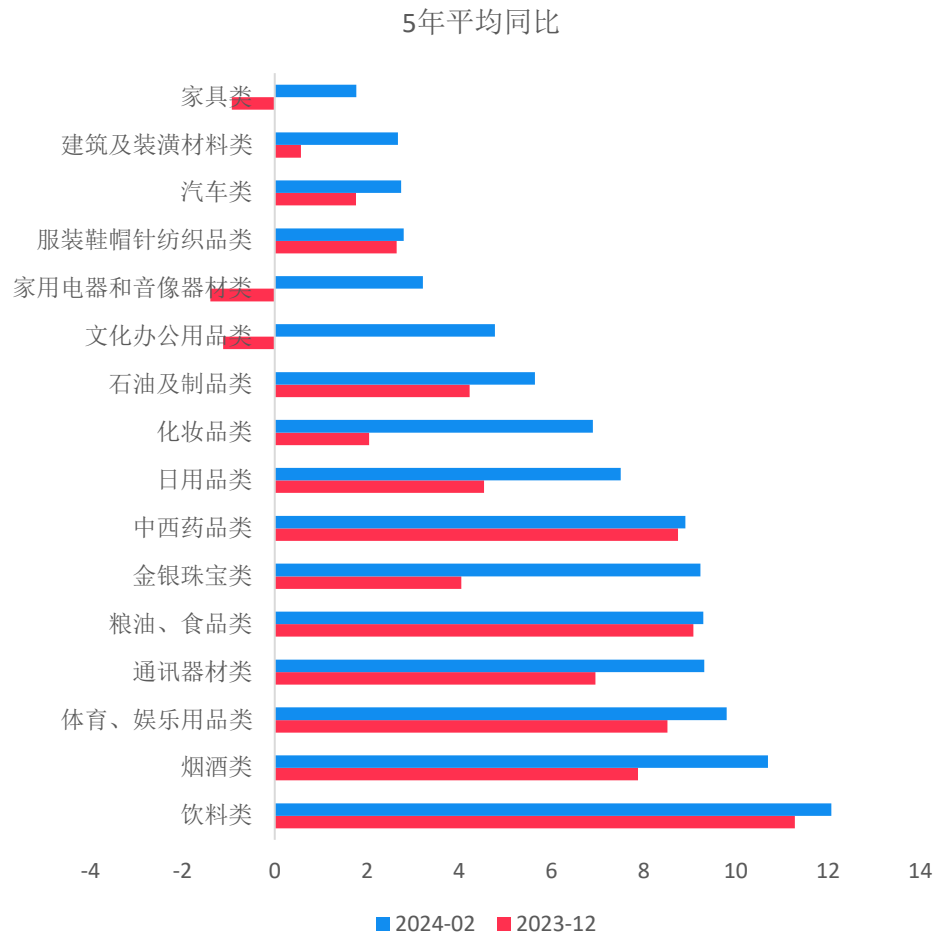
图 8：社零、商品、餐饮 5 年平均同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

社零分项中复合同比增速居前的是饮料类、烟酒类、体育娱乐用品类，家具类复合同比增速最低。

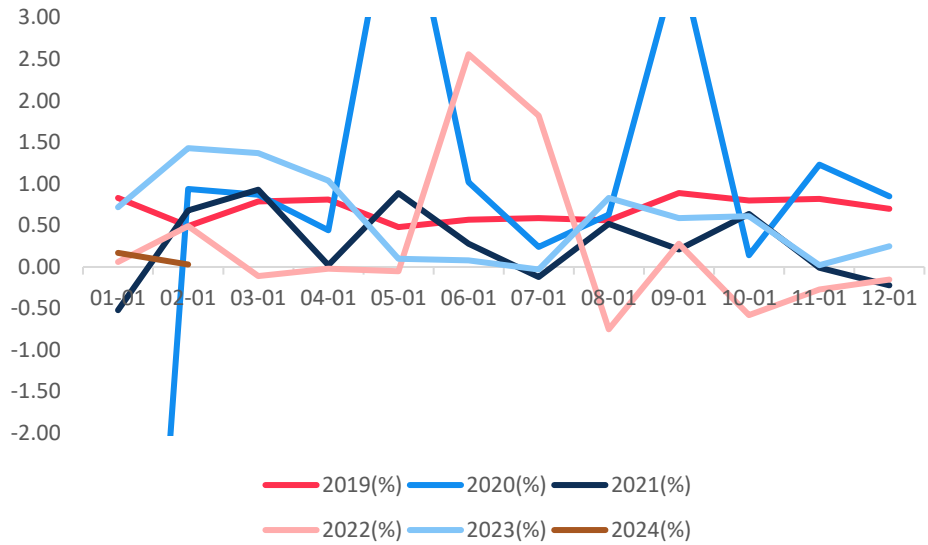
图 9：社零分项 5 年平均同比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

虽然消费边际好转，但是离疫情之前仍有较大差距，2024年1-2月社会消费品零售总额季调环比增速并不高。

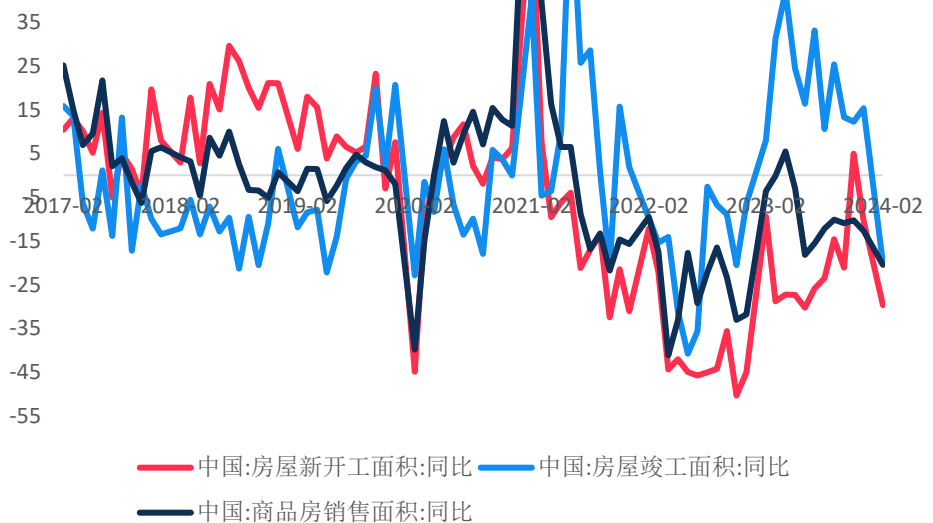
图 10：社会消费品零售总额:季调:环比 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

房地产没有明显好转，房屋新开工面积、房屋竣工面积、商品房销售面积 1-2 月同比增速分别为-29.7%、-20.0%、-20.5%，较前值分别下降 19.4、35.5、7.8 个百分点。

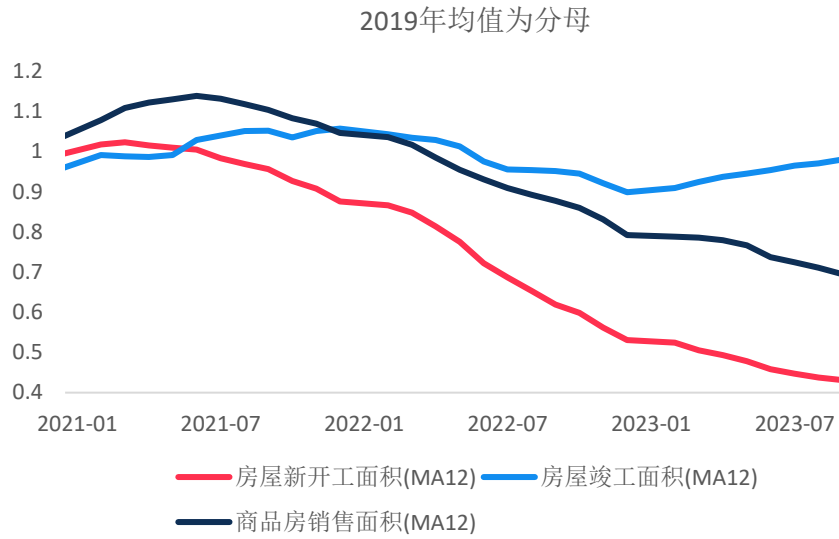
图 11：房地产销售、竣工、新开工同比



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

将房屋新开工面积、房屋竣工面积、商品房销售面积三个指标 2019 年月均值作为分母，三个指标 2024 年 1-2 月的值作为分子，分别得到 40.2%、101.2%、62.9%，较前值分别下降 1.8、2.9 和 2.2 个百分点。

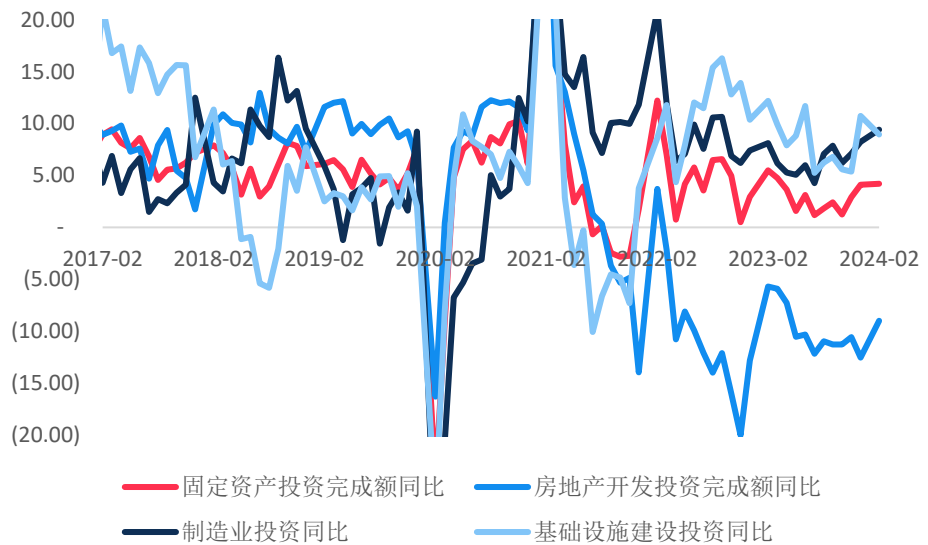
图 12: 房地产销售、竣工、新开工恢复情况 (以 2019 年均值为基准)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

固定资产投资完成额同比增速维持稳定, 1-2 月同比增速为 4.2%, 较前值增加 0.1 个百分点。制造业投资同比 9.4%, 较前值增加 1.2 个百分点, 基建同比增速 9.0%, 较前值下降 1.8 个百分点, 房地产开发投资完成额同比-9.0%, 较前值反弹 3.5 个百分点。

图 13: 固定资产投资同比 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

消费和生产分别受益于春节因素和外需回暖在1-2月实现了开门红，消费的持续性需要进一步观察，出口边际好转有望延续。投资低位平稳，地产投资拖累较大，基建边际走弱，制造业投资韧性较强。地产的整体弱势没有明显改观。往后看，经济短期内企稳回升的势头有望保持，但要实现年度目标需要进一步努力，特别是房地产存在较大的不确定性。

4 风险提示

政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，宏观分析师，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

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，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现