



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

开局较好，仍需巩固

——2024年1-2月经济数据点评

日期：2024年03月22日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《CPI 回正，PPI 偏弱》

——2024年03月13日

《外贸重振，高顺差延续》

——2024年03月12日

《经济预期平稳 通胀预期略升》

——2024年03月12日

■ 主要观点

开局较好，仍需巩固

1-2月主要数据除了消费外均呈现了回升的态势，且有所加快。我们认为消费的回落主要受到基数变动的影响，因此经济整体还是实现了较好的开局。作为经济成效综合体现的工业增长进一步提升表明中国经济整体运行的韧性。而作为经济第一增长动力的投资主要依赖于制造业和基建的回升，有助于固定资本形成总额的上升。本期房地产投资也出现了跌幅收窄，但其余相关数据表现仍偏弱，我们认为地产还难言乐观，有待数据的进一步验证。我们认为，经济回升向好的趋势仍需巩固，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，政策协力，增强宏观政策取向一致性。

市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳回暖。

经济平稳有韧性

经济开局良好，而今年也制定了5%的经济增长目标，实现并非易事，仍需政策发力、协力。展望未来，在基建与制造业投资的支撑下，2024年投资增长有望将保持平稳态势，经济增长实质平稳有韧性。在“稳中求进、以进促稳、先立后破”原则下，积极的财政政策要适度加力、提质增效，财政赤字、地方专项债以及中央预算内投资均有所提升，并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，财政刺激力度加大。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。中国经济信心正在恢复。我们认为中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

■ 风险提示

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：1-2 月份宏观数据公布	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 工业生产持续提速	3
2.2 主要行业生产有升有降	4
2.3 基建、制造业投资开年发力	4
2.4 地产投资跌幅终有收窄	5
2.5 基数变动，消费回落	6
3 事件影响：对经济和市场	7
3.1 开局较好，仍需巩固	7
3.2 市场有望走稳回暖	7
4 事件预测：趋势判断	8
4.1 经济平稳有韧性	8
5 风险提示：	8

图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）	6
图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）	7

表

表 1：本期经济数据增速（%）	3
-----------------------	---

1 事件：1-2 月份宏观数据公布

工业生产继续加快。1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。

固定资产投资反弹加快。2024 年 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50847 亿元，同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点。其中，制造业投资增长 9.4%，增速加快 2.9 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 6.3%，增速加快 0.4 个百分点。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.88%。2024 年 1-2 月份，民间固定资产投资 26753 亿元，同比增长 0.4%。

消费有所回落。1-2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 74194 亿元，增长 5.2%。

表 1：本期经济数据增速（%）

	本期值	前值	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	7.0	6.8	4.3
固定资产投资（不含农户，累计）	4.2	3.0	3.0
社会消费品零售（当月）	5.5	7.4	5.4

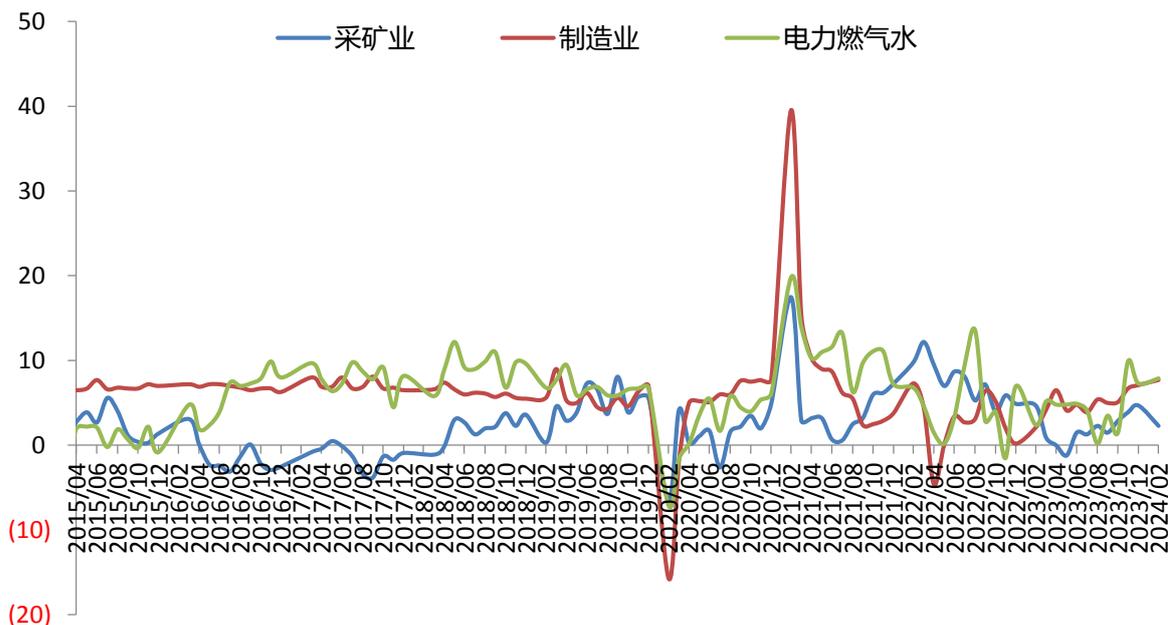
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 事件解析：数据特征和变动原因

2.1 工业生产持续提速

开年工业生产继续加快，较上月回升 0.2 个百分点，好于市场预期。分三大门类看，1-2 月份，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%。三大门类产业除采矿业外均有所回升。从产量的增速来看，原煤、原油均有下降；制造业方面，汽车、工业机器人、集成电路下滑较多；天然气、发电量均呈现回升态势，带动了公共事业生产的加快。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

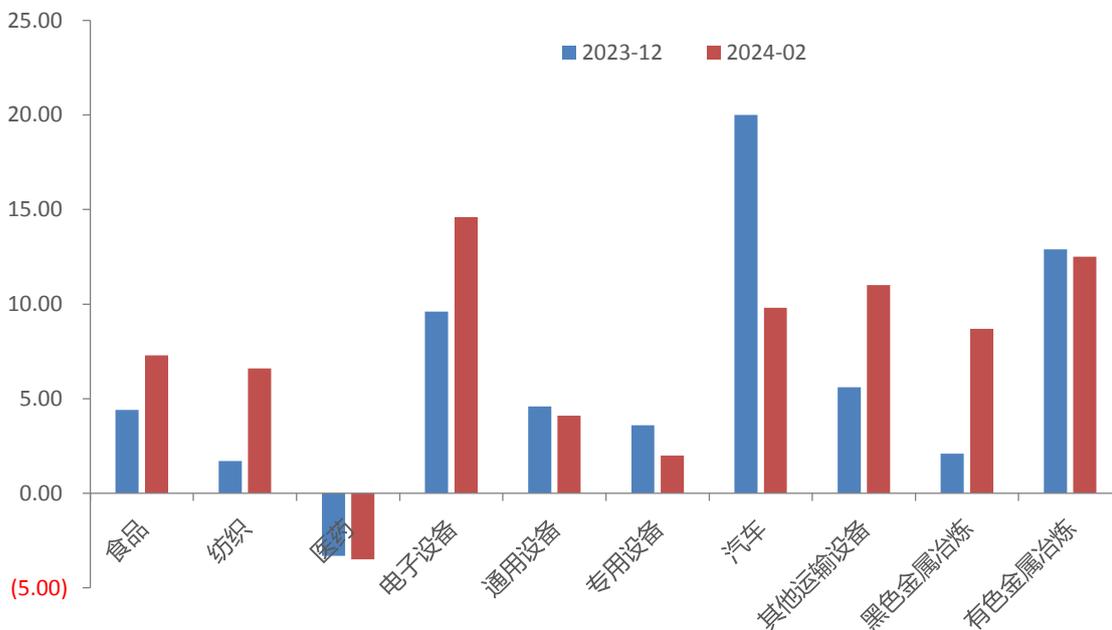


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 主要行业生产有升有降

分行业看，食品、纺织、电子设备、其他运输设备、黑色金属冶炼均有不同程度回升，而医药、通用设备、专用设备、汽车、有色金属冶炼增长则有所回落，而其中汽车生产回落较多。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

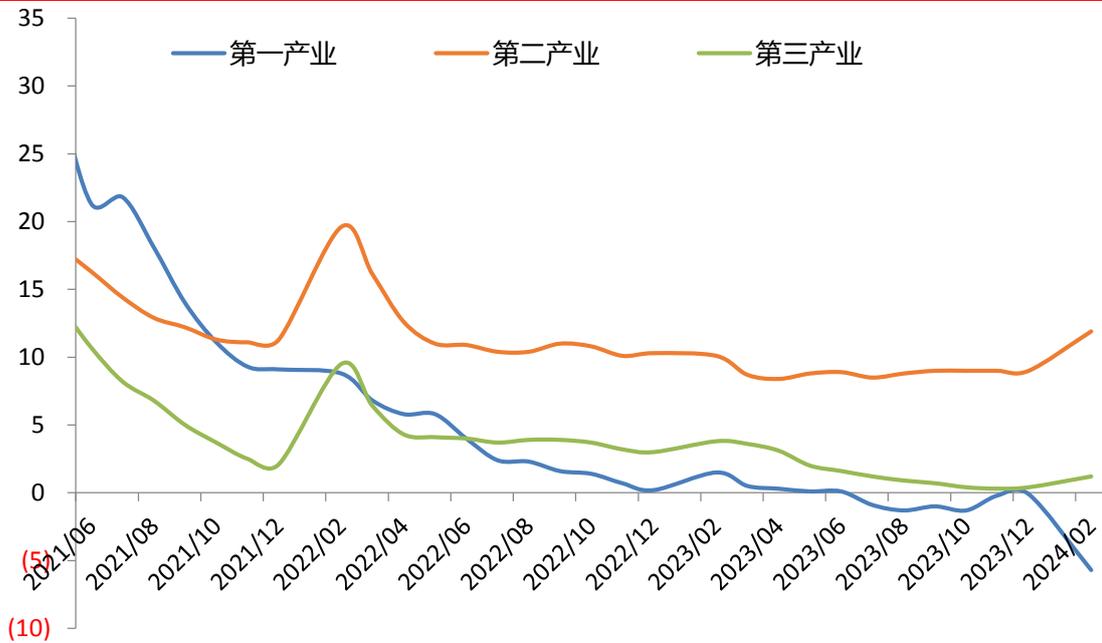
2.3 基建、制造业投资开年发力

2024 年 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）50847 亿

元，同比增长 4.2%，反弹加快。其中，第一产业投资 858 亿元，同比下降 5.7%；第二产业投资 15837 亿元，增长 11.9%；第三产业投资 34152 亿元，增长 1.2%。第一产业投资跌幅加深，第二产业与第三产业投资增长均有回升，第二产业回升幅度较大。

分项来看，基建投资继续反弹，万亿国债资金全部下达，我们认为有望加快推动项目开工建设，加快资金拨付使用，加快形成实物工作量。而根据今年的政府工作报告，财政政策适度加力，提质增效，财政赤字、地方专项债以及中央预算内投资均有所提升，并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，财政刺激力度加大，我们认为也将有助于拉动基建投资持续的增长。本月制造业投资加快回升，实现了开年的良好增势，未来增长也有望趋稳。

图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

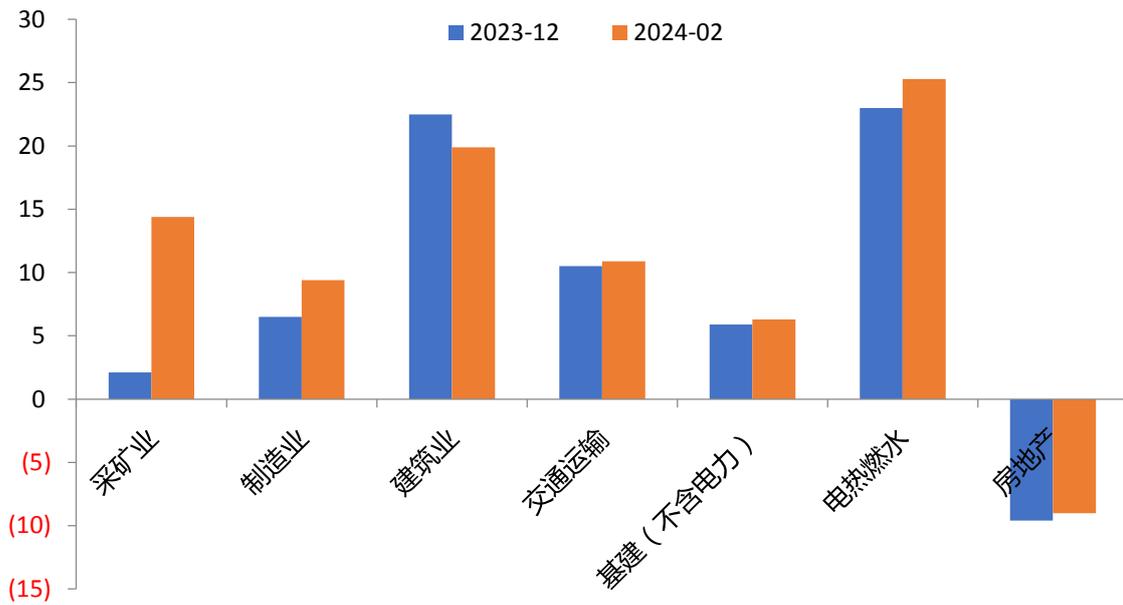


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.4 地产投资跌幅终有收窄

1-2 月份，全国房地产开发投资 11842 亿元，同比下降 9.0%，地产投资跌幅终有所收窄。分项来看，地产销售面积继续跌幅扩大，需求仍然偏弱；供给端新开工、施工均呈现跌幅扩大。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅扩大，各项资金仅自筹资金呈现出跌幅收窄的态势。我们认为，虽然地产投资虽有改善，但其余相关数据整体仍偏弱，或受春节因素影响。伴随房地产市场调整优化政策措施落地见效，房地产投资有望逐步趋稳。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

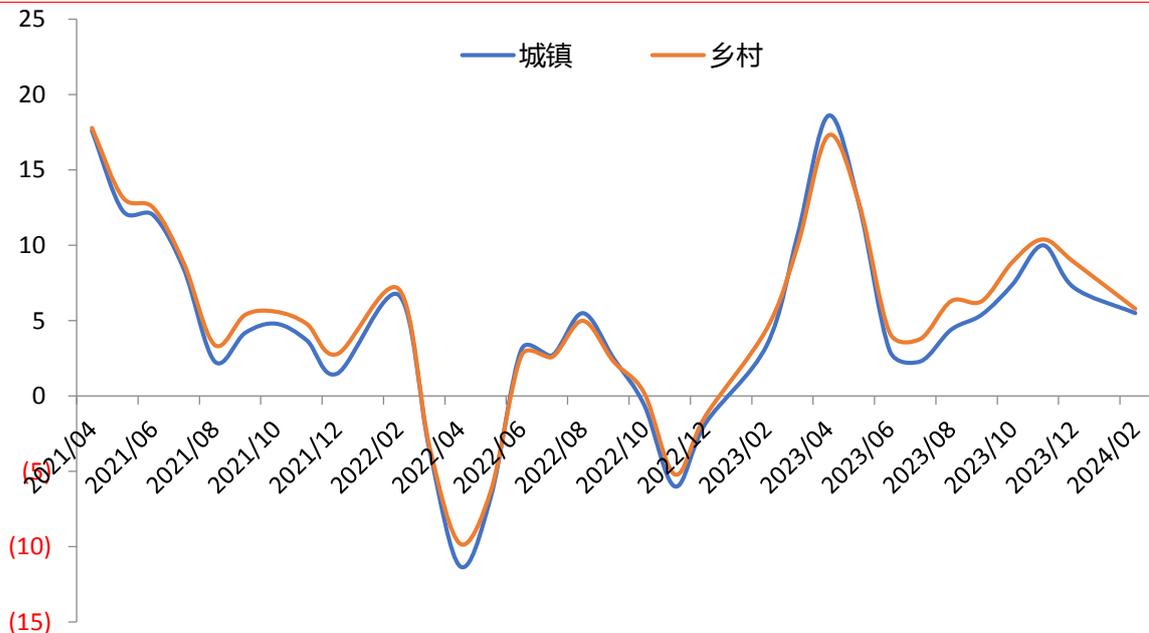


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.5 基数变动，消费回落

1-2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%，消费增长继续下降，或主要受基数抬升影响。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额同比增长 5.5%；乡村消费品零售额增长 5.8%，城乡消费均有所回落。

图 5：城镇与乡村消费品零售额增速（同比，%）



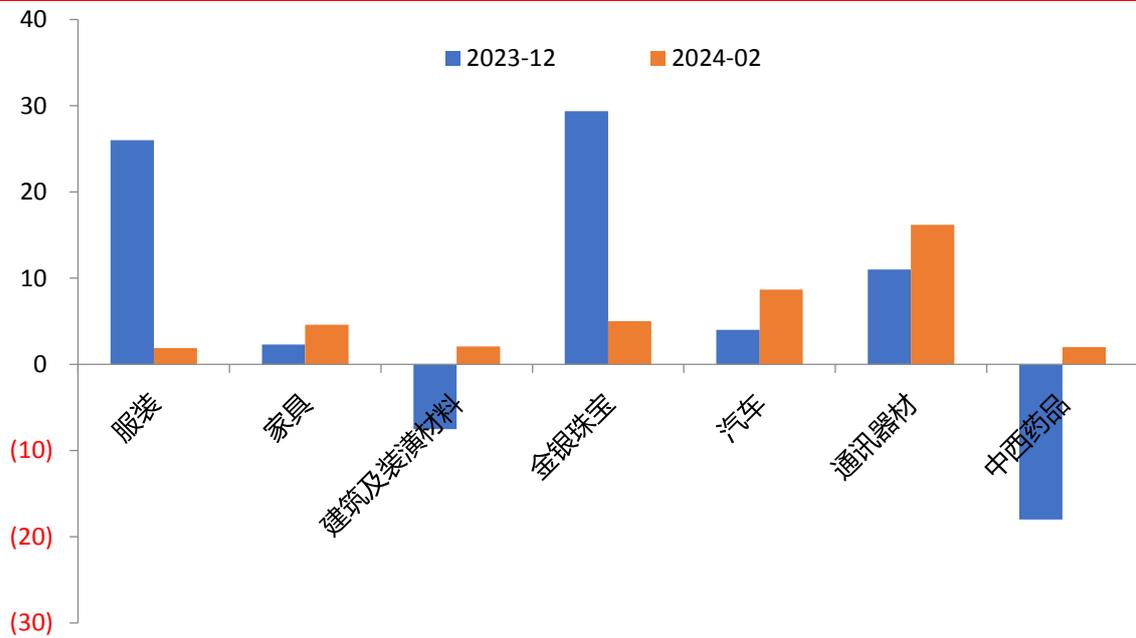
资料来源：Wind，上海证券研究所

本月主要商品消费中除了服装、金银珠宝外均有所回升，建材、中西药品由负转正，汽车、通讯器材增幅突出。餐饮消费回

请务必阅读尾页重要声明

落较多，但从两年平均增速来看，实际是回升加快，并且表现持续好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 开局较好，仍需巩固

1-2 月主要数据除了消费外均呈现了回升的态势，且有所加快。我们认为消费的回落主要受到基数变动的影 响，因此经济整体还是实现了较好的开局。作为经济成效综合体现的工业增长进一步提升表明中国经济整体运行的韧性。而作为经济第一增长动力的投资主要依赖于制造业和基建的回升，有助于固定资本形成总额的上升。本期房地产投资也出现了跌幅收窄，但其余相关数据表现仍偏弱，我们认为地产还难言乐观，有待数据的进一步验证。我们认为，经济回升向好的趋势仍需巩固，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，政策协力，增强宏观政策取向一致性。

3.2 市场有望走稳回暖

我们认为宏观环境变化为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础。我们认为，在政策激励和经济韧性影响下，中国经济运行平稳态势不变，随着政策效应逐渐呈现，2024 年中国经济和资本市场运行或将演绎双回暖格局。我们认为，未来“宏观平稳、微观改善”的宏观运行趋势，有利于资本市场走稳回暖。

4 事件预测：趋势判断

4.1 经济平稳有韧性

经济开局良好，而今年也制定了 5% 的经济增长目标，实现并非易事，仍需政策发力、协力。展望未来，在基建与制造业投资的支撑下，2024 年投资增长有望将保持平稳态势，经济增长实质平稳有韧性。在“稳中求进、以进促稳、先立后破”原则下，积极的财政政策要适度加力、提质增效，财政赤字、地方专项债以及中央预算内投资均有所提升，并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，财政刺激力度加大。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。中国经济信心正在恢复。我们认为中国货币环境宽松格局不会改变，降息或降准未来仍然可期待。

5 风险提示：

地缘政治事件恶化，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。