

宏观点评 20260316

经济开门红的两个维度和三个后续——1-2月经济数据点评

2026年03月16日

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书: S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ 3月16日,国家统计局发布1-2月经济数据,整体呈现“外需超强、内需改善,供给持续强于需求”的特征。需求端,1-2月出口同比飙升至21.8%(12月为6.6%),社零同比2.8%(12月为0.9%),服务零售同比5.6%(12月累计为5.5%),固定资产投资同比1.8%(12月当月同比-16%、累计同比-3.8%)。供给端,工业增加值同比6.3%(12月为5.2%),服务业生产指数同比5.2%(12月为5%)。

■ **核心观点:** (1) 如何看待经济开门红? 通过两个维度的比较来看,一季度经济增速可能在5%左右。跟去年底相比,3个需求指标(出口、社零、固投)、2个供给指标(工业增加值、服务生产指数)同比增速全线回升。跟去年初相比,4个可比需求指标中,两升(出口、服务零售)两降(社零、固投),2个供给指标一升(工业生产)一降(服务业生产)。综合来看,开年经济相比去年底大幅改善(Q4的GDP增速4.5%),相比去年Q1可能弱一些(去年Q1的GDP增速5.4%),我们预计Q1经济增速为5%左右,为实现全年4.5%-5.0%的增长目标打出提前量。

■ (2) 后续关注三个问题: 社零韧性、二手房改善的持续性、输入型涨价的影响。一是社零的韧性,今年服务消费强劲,商品消费成为消费的短板,“短板多短”可能成为影响经济的重要变量。二是房地产改善的持续性,去年底以来二手房价格和成交出现改善,关注市场会否像2025、2023一样在“小阳春”后降温。三是输入型涨价的影响扩散,近期伊朗冲突后油价中枢抬升,PPI和GDP平减指数有望提前转正,但需要关注涨价能否形成“工资-物价”螺旋,从而实现供需协同驱动式的良性涨价。

■ 一、工业与服务业生产: 供给端韧性延续, 新质生产力挑大梁

■ 1-2月全国规模以上工业增加值同比增长6.3%,较去年12月的5.2%明显提速。工业生产主要由出口带动,1-2月出口交货值同比增长6.3%。

■ 三大门类来看,制造业依然是拉动工业生产的绝对主力,采矿业增加值同比增长6.1%,制造业增长6.6%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.7%。

■ 新质生产力行业继续发挥压舱石作用,装备制造业增加值同比增长9.3%,高技术制造业增加值增长13.1%,分别快于全部规模以上工业增加值3.0和6.8个百分点。从微观产品来看,代表“新质生产力”的3D打印设备、锂离子电池、工业机器人产品产量同比分别增长54.1%、42.6%、31.1%。

■ 但也有部分行业在调整生产强度。由于成本上涨、恢复减半征收购置税、“以旧换新”补贴力度减弱等因素,1-2月新能源汽车产量同比下降13.7%,是近几年首次下降。太阳能电池1-2月产量同比下降7.8%,自去年9月以来持续半年下降。

■ 工业产销率承压。值得警惕的是,在“供给强于需求”的宏观背景下,工业产销率依然承压,1-2月为95.4%,较去年同期下降0.1个点。若后续外需边际回落,国内消化产能的压力将进一步放大。

■ 服务业: 1-2月服务业生产指数同比增长5.2%,主要受到AI、股市、春节出行等因素驱动。信息传输、软件和信息技术服务业,租赁和商务服务业,金融业,交通运输、仓储和邮政业,住宿和餐饮业生产指数分别增长10.1%、8.2%、7.0%、6.3%、5.4%。

■ 二、消费: 社零温和回升, 服务强于商品

■ 1-2月社会消费品零售总额同比增长2.8%(前值0.9%),剔除汽车后的社零增速为3.7%,内需呈现触底回升态势,但整体动能依然温和。

相关研究

《3月FOMC前瞻: 降息前景生变, 但加息门槛更高——海外周报 20260315》

2026-03-15

《政策调整对乘用车零售的影响有所凸显》

2026-03-15

- **服务消费强于商品。**春节假期对服务消费的提振立竿见影，今年1-2月服务零售同比增长5.6%，增速高于社零中的商品零售（2.5%）。从社零内部来看，也是如此，餐饮收入在春节假期呈现阶段性高增，复苏节奏明显快于商品零售，1-2月餐饮同比4.8%，高于去年12月的2.2%和去年年初的4.3%。
- **受二手房销售改善影响，加上部分年底换新需求后置到年初，“以旧换新”整体增速回升，但结构分化加剧。**简单平均来看，“以旧换新”补贴的6种商品平均增速从12月的-1.3%回升到1-2月的4.4%。两方面因素驱动“以旧换新”产品销售改善，一是二手房市场回暖，地产后周期销售增速全部回升，如家具、家电、建材；二是2025年底“以旧换新”补贴资金不足，年初新一批资金下达后，很多换新需求后置到今年初释放。分类别来看，1-2月家具、家电、建材零售增速相比12月都在回升，其中家电和家具同比转正；通讯器材和文化办公类小幅下降但仍维持中高增速，分别为17.8%和5.8%；汽车零售降幅扩大，从-5%扩大至-7.3%。
- **剔除政策刺激的领域，必选消费和其他可选消费增速大多回升。**必选消费中，粮油食品同比10.2%，饮料同比6%，烟酒同比19.1%；可选消费中，服饰鞋帽同比10.4%，金银珠宝同比13%。

■ 三、投资：基建发力护航，地产边际收窄

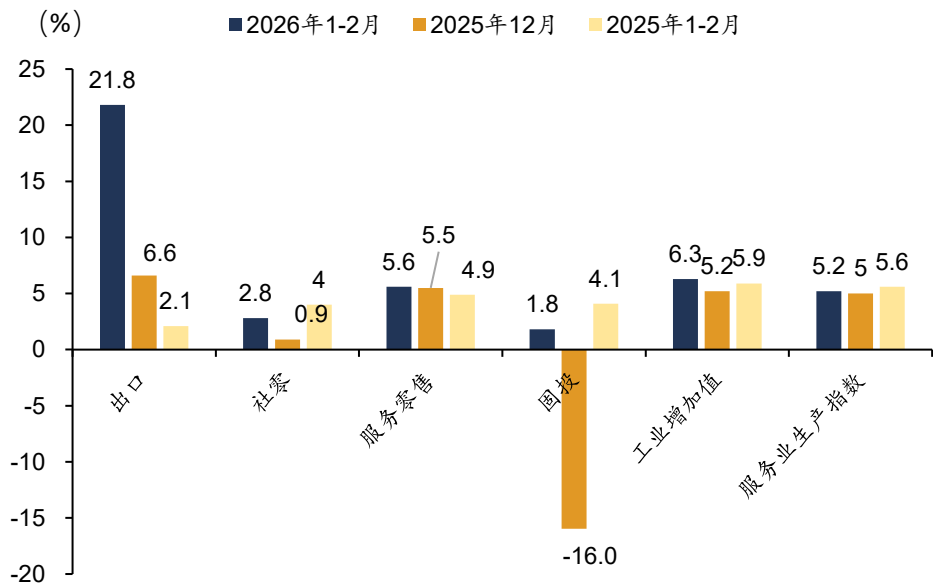
- **1-2月固定资产投资累计同比录得1.8%，扭转了去年底的负增长局面。**分三大类来看，广义基建投资同比增长9.8%，制造业投资同比3.1%，房地产投资同比-11.1%。
- **（1）制造业投资（+3.1%）：设备更新维持高增，行业投资分化。**制造业投资的结构分化加剧。“设备工器具购置投资”在设备更新政策的强力催化下，仍然是拉动制造业投资的核心引擎，1-2月设备工器具购置投资同比增长11.5%。高增长的先进制造（如计算机通信、运输设备）势头不减。分行业来看，制造业投资延续了去年的分化态势，化学原料和制品、医药制造、有色金属冶压、专用设备等行业投资负增长，其他均为正。需要注意的是，汽车制造业投资增速大幅下降，从12月11.7%降至年初的2.6%，而电气机械和电子设备两个行业投资增速由负转正。
- **（2）基建投资（+9.8%）：开年强劲增长。**基建投资大幅跳升至9.8%（前值-16.0%），是稳投资的第一主力。三大行业中，交运仓储同比9.1%，其中公路投资降幅从去年-6%收窄至-0.6%；水利环境和公共设施管理业投资同比增长8.3%，其中公共设施管理业投资增速从去年的-8.2%大幅回升至1-2月的11.6%；公用事业（电力热力燃气和水的生产供应）投资增速从去年底9.1%回升至1-2月的13.1%。
- **基建投资开年强劲，主要得益于政策层面对投资止跌回稳的重视程度提高，**我们认为去年底“两个五千亿”政策（五千亿政策性金融工具+五千亿限额以下专项债）的实物工作量大多落在今年一季度，加上年初专项债的提前批下达，并确保一定比例用于项目建设，共同带来了基建投资的高增长。
- **（3）房地产：投资降幅仍大，但部分城市二手房价止跌。政策严控增量，房地产投资继续下降。**1-2月房地产投资同比下降11.1%，较去年年末17.2%的累计降幅有所收窄。今年政府工作报告继续强调“控增量、去库存、优供给”，我们预计房地产投资压力仍然较大。
- **关注二手房市场的改善能否持续。**虽然1-2月新房销售面积下降13.5%，较去年底累计降幅8.7%有所扩大；但二手房市场出现了回暖信号，北京上海等城市二手房率先止跌。2月4个一线城市二手房房价环比降幅从-0.5%收窄至-0.1%，其中北上两城率先出现房价回暖，北京环比+0.3%、上海环比+0.2%。
- **风险提示：**房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

表1: 经济数据概览 (当期同比, %)

时间	生产		需求							时间	通胀	
	工业增加值	服务业生产	社零	固定资产投资	房地产投资	制造业投资	基建投资	出口	进口		CPI	PPI
2026-02	6.3	5.2	2.8	1.8	-11.1	3.1	9.8	21.8	19.8	2026-02	1.3	-0.9
2025-12	5.2	5.0	0.9	-16.0	-36.5	-10.5	-16.0	6.6	5.7	2026-01	0.2	-1.4
2025-11	4.8	4.2	1.3	-11.1	-29.9	-4.5	-11.9	5.9	1.9	2025-12	0.8	-1.9
2025-10	4.9	4.6	2.9	-11.2	-23.1	-6.7	-12.1	-1.2	0.9	2025-11	0.7	-2.2
2025-09	6.5	5.6	3.0	-6.8	-21.2	-1.9	-8.0	8.2	7.4	2025-10	0.2	-2.1
2025-08	5.2	5.6	3.4	-6.3	-19.4	-1.3	-6.4	4.3	1.4	2025-09	-0.3	-2.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 2026-02 为 1-2 月累计

图1: 开年经济跟去年底和年初的比较



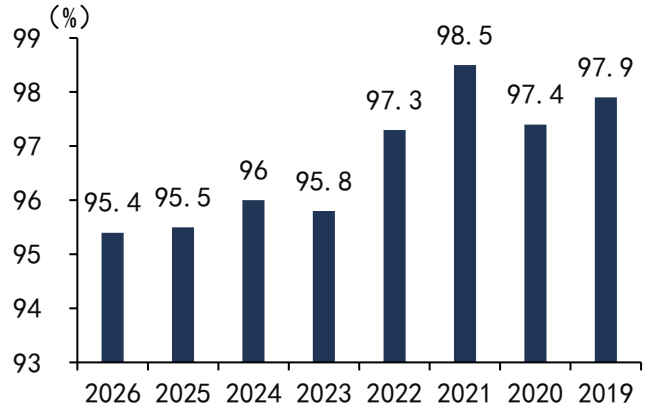
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 1-2 月为累计同比, 12 月为当月同比, 但服务零售只有累计同比, 12 月与 1-2 月不可比

图2: 工业增加值仍有韧性



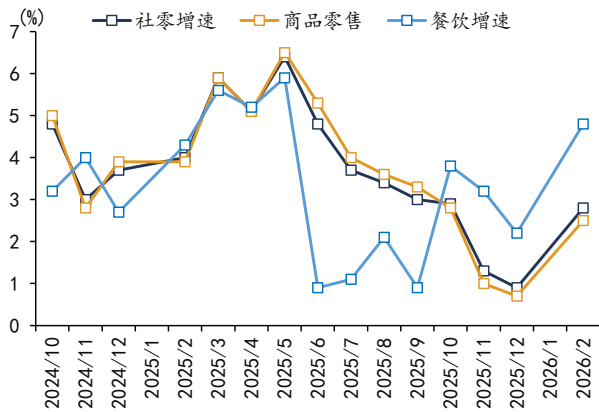
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 1-2月工业产销率承压



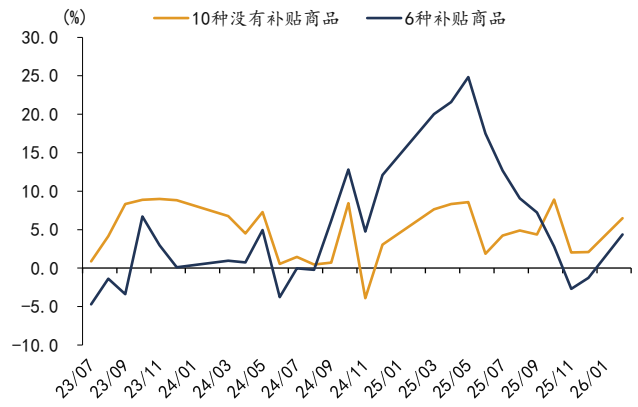
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 1-2月社零当月同比增速回升



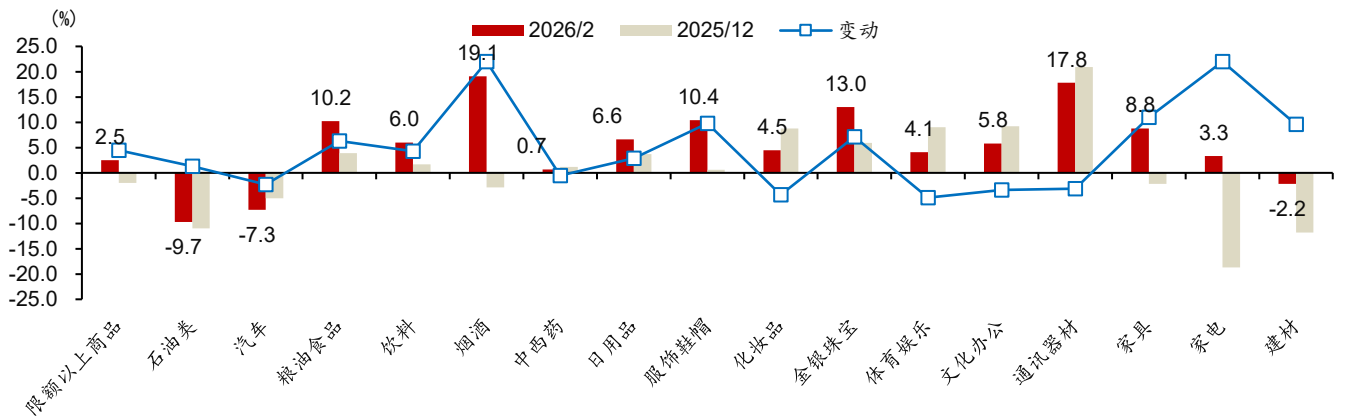
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 1-2月为累计

图5: “以旧换新”补贴品销售当月同比增速回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 均为各种商品销售增速的简单平均值; 1-2月为累计

图6: 分产品的限额以上商品当月同比零售增速



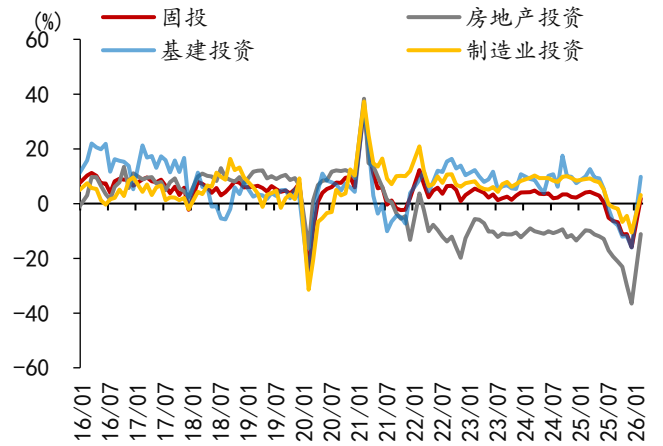
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 2026/2为1-2月累计同比

图7: 固投增速回升



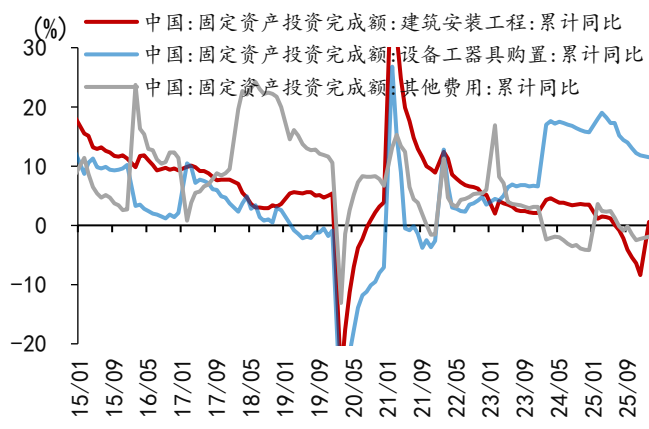
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 2026-02 为 1-2 月累计

图8: 固定资产投资及主要分项的增速 (当月同比)



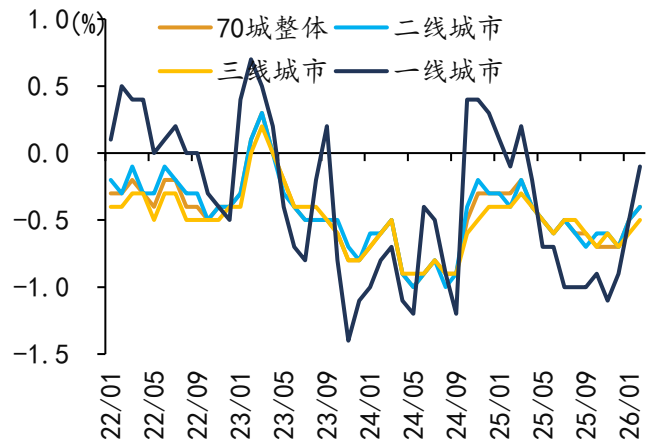
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 2026-02 为 1-2 月累计

图9: 设备更新增速仍然较高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 二手房价环比增速变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>