

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号：S1500524070002
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编：100031

基建开门红背后：口径调整的变与不变

2026年3月17日

- **投资是开年数据中最值得关注的亮点之一。**年初数据显示，1-2月投资止跌企稳，V型反弹明显超出市场预期；社零有回升，表现多与春节假期的特征吻合；工业生产提速，工业增加值表现略超预期。虽然多项实体数据超预期，但对于社零和工增的回升市场有一定程度的预期，而明显超出市场预期的是投资从去年的负增长区间反弹、实现转正，这也是开年数据中最值得关注的亮点之一。
- **基建是投资实现“开门红”的主力。**在这份投资“开门红”的数据中，我们认为基建是尤为重要的主力。第一，基建投资增速明显反弹，成为拉动投资转正的关键。如果没有基建的回升，1-2月的投资数据可能还是负增长。第二，投资的主要反弹来自建筑安装工程增速大幅的回升，而非设备工器具的购置。第三，地产投资虽有反弹，但观察地产投资的关键还是施工端和需求端，而这两个层面目前尚未看到明显改善的迹象。
- **基建口径调整下的变与不变。**首先，电力、热力、燃气及水的生产和供应业一直都在固定资产投资的统计盘子里面，这次口径调整并不影响全部固定投资本身，即使不调整，投资增速转正也不会改变。其次，基建公布口径调整是开年基建高增的原因之一，但并非重要原因，我们认为，不含公用事业的基建增速涨幅或也不小。再者，同花顺口径下的基建投资指标和统计局全口径下的基建投资指标，有重叠但范围并不完全一致。
- **风险因素：**稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期等。

目录

一、投资是开年数据中最值得关注的亮点之一	3
二、基建是投资实现“开门红”的主力	5
三、基建口径调整下的变与不变	7
风险因素	9

表目录

表 1：不同基建指标口径对比	8
----------------------	---

图目录

图 1：1-2 月，固投累计同比增速实现 V 型反弹	3
图 2：社零的回升表现多符合春节假期的特征	4
图 3：工业生产的恢复势头好于服务业	4
图 4：年初失业率表现好于去年	5
图 5：固投的反弹主要来源于建筑安装工程	6
图 6：固投反弹主要分项是建筑安装工程	6
图 7：房屋新开工和施工面积没有好转	7
图 8：新口径下，基建增速也有明显回升	8

一、投资是开年数据中最值得关注的亮点之一

今年1-2月，社零、工增等多项实体经济数据都好于市场预期，但社零和工增的回升市场有一定程度的预期，而明显超出市场预期的是投资从去年的负增长区间反弹、实现转正，这也是开年数据中最值得关注的亮点。

投资止跌企稳，V型反弹明显超出市场预期。投资端，今年1-2月固定资产投资增速1.8%，较2025年全年3.8%的降幅收窄2个百分点。这与市场预期的投资增速继续下滑明显不同。其中，基础设施投资增速11.4%，增速明显加快；房地产开发投资增速-11.1%，回升6.1个百分点；制造业投资增速3.1%，回升2.5个百分点(图8)。

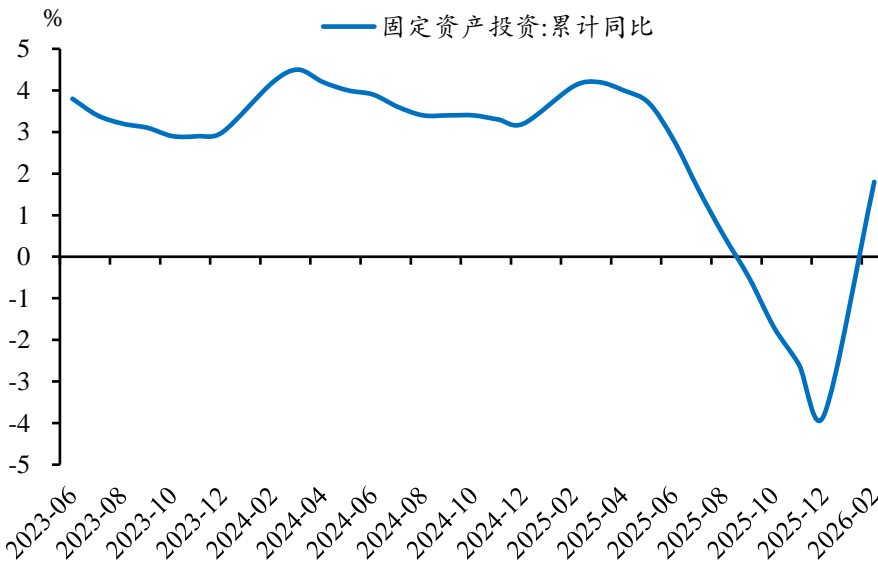
社零的回升表现，多与春节假期的特征吻合。从消费看，在春节假期延长、政策持续等背景下，市场普遍预期1-2月社会消费品零售总额同比增速较2025年12月实现明显回升。今年1-2月的社零增速为2.8%，高于市场预期的2.6%。然而，社零的回升表现更多与春节假期的特征相吻合。**一方面**，环比来看，社零环比增速虽高于去年同期，但实际上与2023年同期水平相差不大。**另一方面**，从结构上看，往年前2月，餐饮社零增速均优于商品社零，当前餐饮社零增速和商品社零增速也符合这一春节假期的特征。

工业生产提速，工业增加值表现略超预期。1-2月规模以上工业增加值同比6.3%，较去年全年加快1.1个百分点。一方面，高技术制造业景气度一直较高，工业增加值或受到高技术制造业的持续贡献。1-2月，规模以上高技术制造业增加值同比增长13.1%，对全部规模以上工业增长贡献率达31.5%。另一方面，年初工增超预期或与年初出口高增有关。在有出口的40个大类行业中，八成行业的出口增速较去年年底提升，超六成行业的出口交货值在增长。

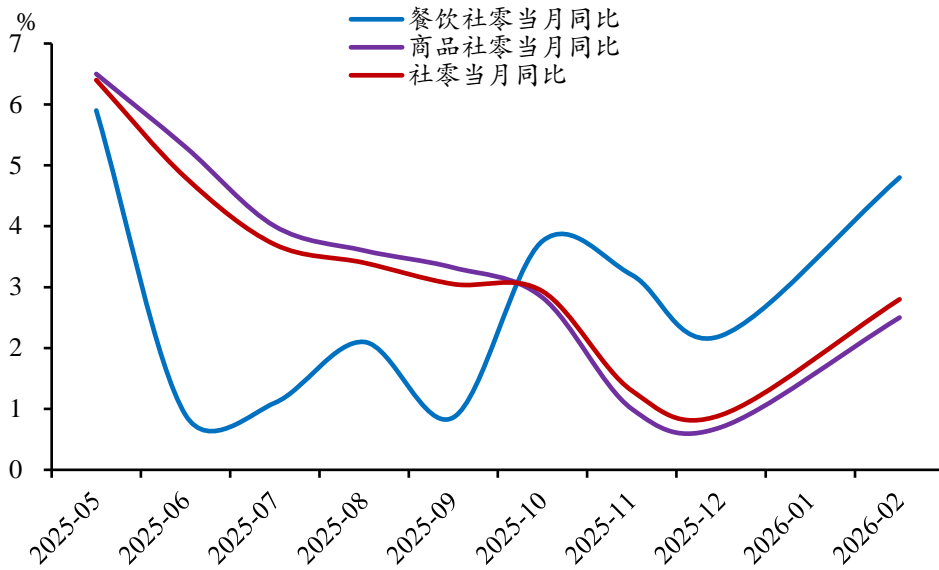
就业方面，今年前两个月，全国城镇调查失业率的表现好于去年同期，历史数据显示，当前就业市场的失业率或是局部高点，今年上半年里失业率或将走低。

总体来看，社零和工增虽然也高于预期，但市场对其回升有一定程度的预期，明显超出市场预期的是投资，这也是该份开年数据中最值得关注的亮点之一。

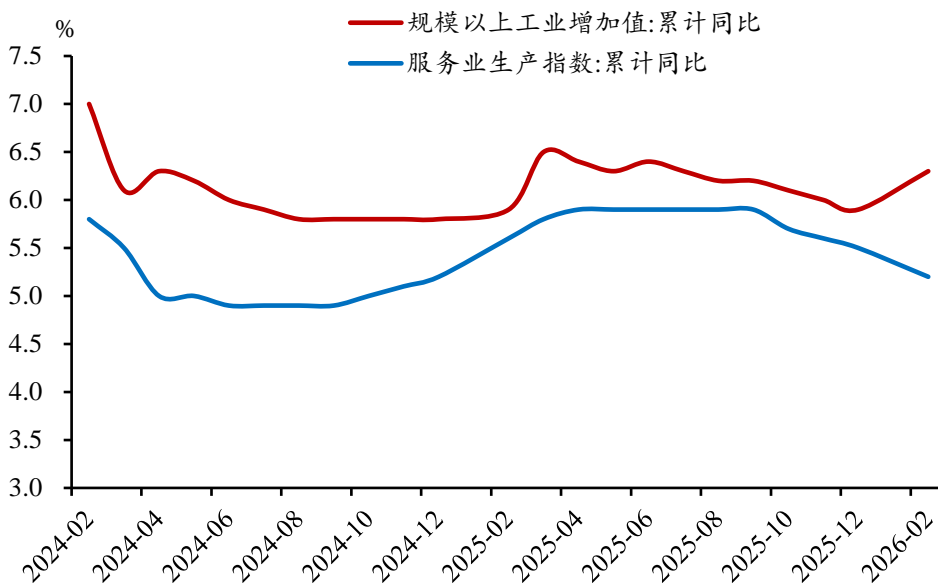
图1：1-2月，固投累计同比增速实现V型反弹



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

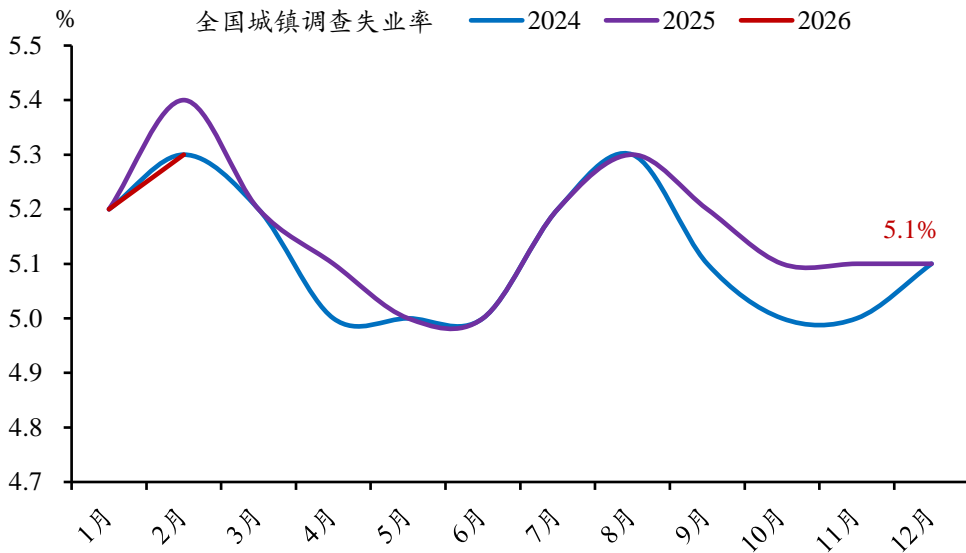
图 2：社零的回升表现多符合春节假期的特征


资料来源: ifind, 信达证券研发中心, 2026 年 2 月数据为累计增速

图 3：工业生产的恢复势头好于服务业


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：年初失业率表现好于去年



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、基建是投资实现“开门红”的主力

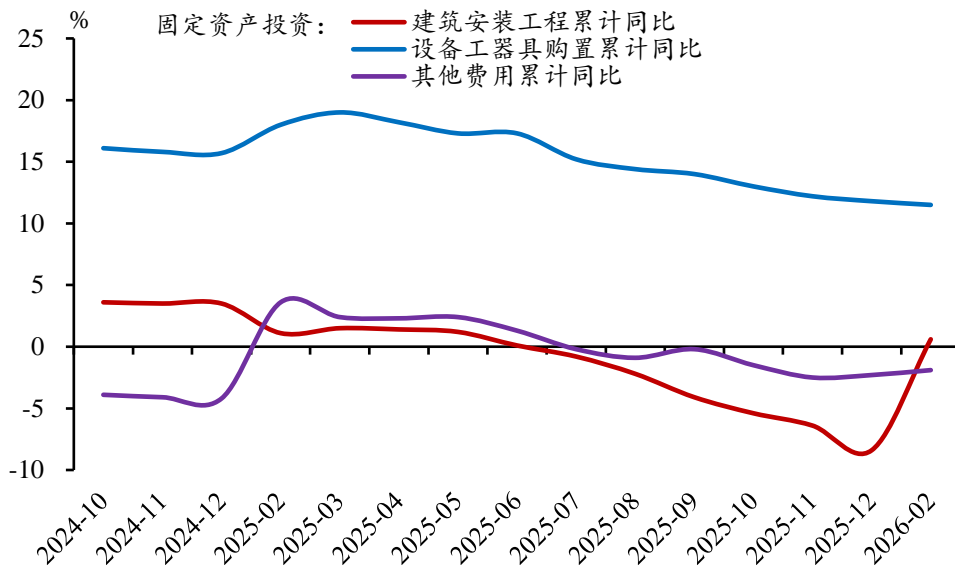
在这份投资“开门红”的数据中，我们认为基建是尤为重要的主力。

第一，基建投资增速明显反弹，成为拉动投资转正的关键。1-2月，基建投资同比增长11.4%，不仅比去年全年快10.8个百分点，还比全部投资高了9.6个百分点。光是基建投资就拉动全部投资增长3个百分点，制造业投资则拉动全部投资增长0.8个百分点，相比于制造业投资和地产投资，基础设施投资是本次投资回升的第一拉动力。也就是说，如果没有基建的回升，1-2月的投资数据可能还是负增长。

第二，投资的主要反弹来自建筑安装工程增速大幅的回升，而非设备工器具的购置。在反内卷政策持续下，制造业投资反弹不免让市场困惑。但实际上，与制造业投资更相关的设备工器具购置的投资增速还在下行通道，本次投资的反弹主要来自于建筑安装工程的投资增速，我们认为，这或与基建、地产相关。结合基建投资增速和地产投资增速来看，与基建相关的可能性更大。

第三，地产投资虽有反弹，但施工端和需求端为未见改善。从历史数据上看，每年1-2月房地产开发投资同比增速常会出现降幅收窄或增速抬升的反弹，所以观察地产投资的关键还是施工端和需求端，而这两个层面目前尚未看到明显改善的迹象。1) **新开工面积延续下滑，施工端未见回暖。**2026年1-2月，全国房屋新开工面积同比-23.1%，延续2025年全年-20.4%的深度降幅。新开工是投资的先行施工端，持续下滑说明房企即便复工，也以保交付、赶存量项目为主，尚未体现出新增项目的扩张趋势，对投资的拉动作用相对较弱。2) **销售面积降幅扩大，需求端未见改善。**2026年1-2月，商品房销售面积同比-13.5%，较2025全年降幅(-8.7%)还大。

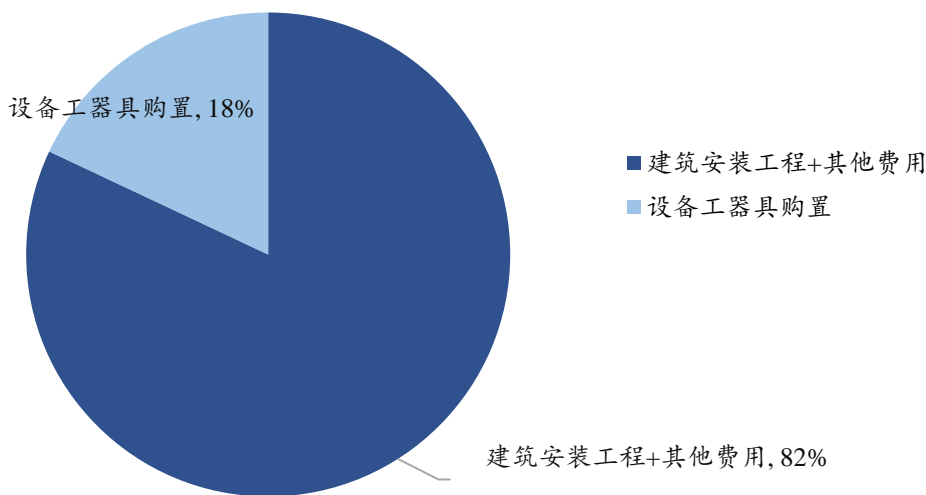
市场方面，昨日数据公布上证指数震荡走弱，债市也在下跌。我们认为，一是经济数据回暖下，经济“开门红”继续降低市场对宽松加码的期待，从而压制债市；二是数据相对好看，市场可能担心增长的可持续性，选择谨慎观望。展望来看，股市短期可能继续震荡消化数据；债市方面，经济回暖的表现压制了债市，短期可能继续调整，但考虑到货币政策整体宽松，调整空间可能有限，或不必要过度恐慌。

图 5：固投的反弹主要来源于建筑安装工程


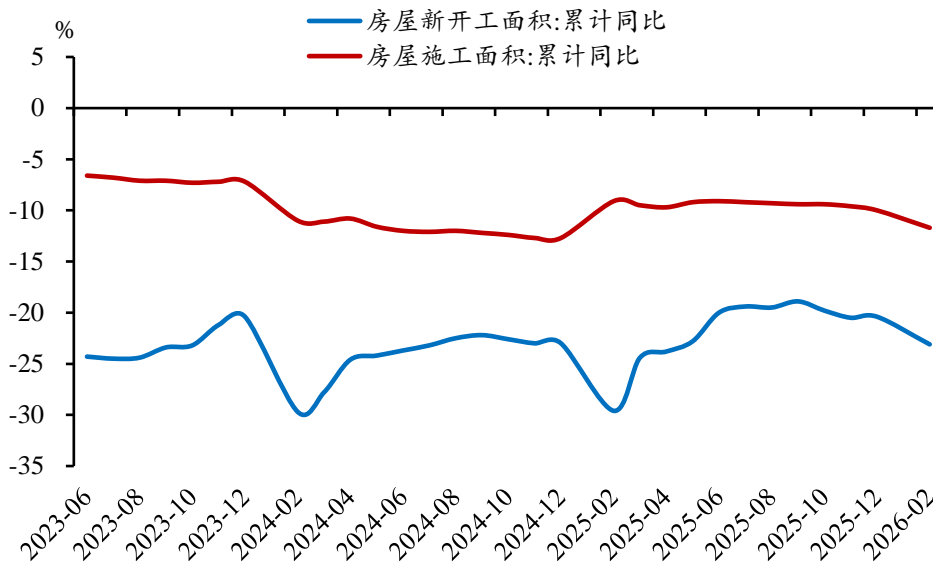
资料来源:国家统计局, 信达证券研发中心

图 6：固投反弹主要分项是建筑安装工程

固定资产投资构成占比 (2025年)



资料来源:国家统计局, 信达证券研发中心

图 7：房屋新开工和施工面积没有好转


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

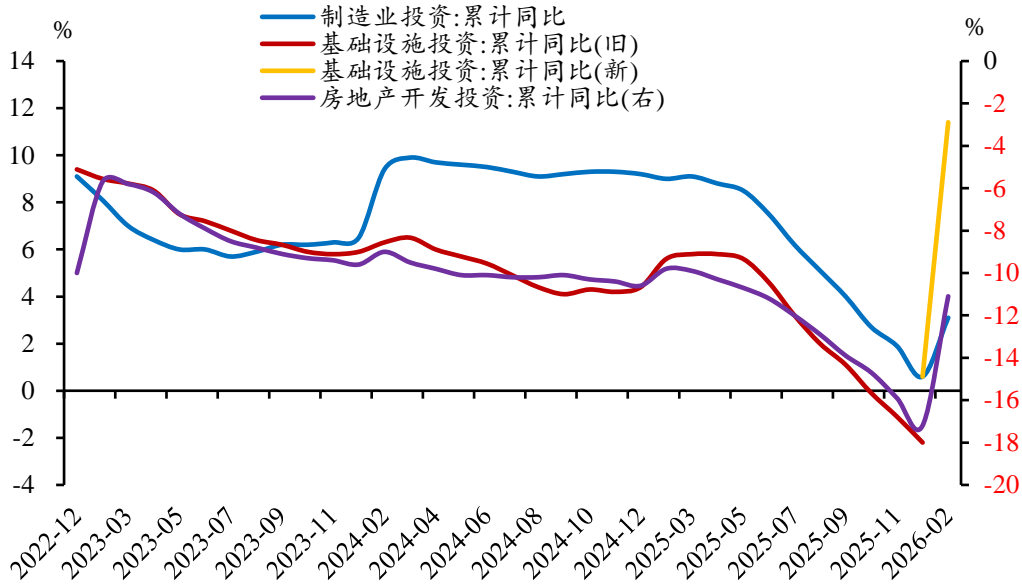
三、基建口径调整下的变与不变

年初基建作为投资“开门红”的主力，但统计局公布口径调整或给市场理解投资增速上增添几分困惑，我们认为有几点需要注意：

首先，这次口径调整并不影响全部固定投资本身，即使不调整，投资增速转正也不会改变。根据国家统计局的表述，在 2025 年之前，基建投资就有“全口径”和“不含电力等”两种口径，只不过为了避免工业和基础设施两大领域间的数据重复，以往国家统计局发布的基础设施数据中不包括电力、热力、燃气、水的生产和供应业。国家统计局在 3 月 16 日发布的 1-2 月固定资产投资数据中，基建数据将此前口径中未包含的电力、热力、燃气及水生产和供应业等纳入统计范围。这次调整并没有在原有的固定资产投资统计体系中新增任何行业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，作为国民经济行业，一直都在固定资产投资的统计盘子里面。这也意味着，即使没有调整基建口径，本次投资增速由负转正这一事实也不会发生改变。

其次，基建公布口径调整是开年基建高增的原因之一，但并非重要原因。国家统计局公布的口径从不含电力等口径，转向含电力等口径后，部分市场人士可能将本次基建高增的重要原因归咎于口径调整。实际上，基建（含电力等）投资增速从 2025 年的 0.6% 上升到 11.4%，而电力等公用事业行业投资增速从 9.1% 上升到 13.1%，前者涨幅明显高于后者，再加上公用事业在基建内占比或不及半，我们认为，不含公用事业的基建增速涨幅或也不小。

再者，同花顺口径下的基建投资和统计局全口径下的基建投资范围并不完全等同。统计局公布基建时的口径变化后，为了更清楚的厘清公布新旧口径的区别，我们对比了两个基建口径指标的范围。由于同花顺口径下也公布了基建指标，我们将其三者进行对比（见表 1）。不难看出，基建新口径仅纳入了公用事业，其余与旧口径一致，无变化；而同花顺口径下的基建，包含公用事业和仓储业，但不包含电信广播电视和卫星传输服务业、互联网和相关服务业。可见同花顺口径下的基建，与统计局新口径有重叠但并不完全一致。

图 8：新口径下，基建增速也有明显回升


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

表 1：不同基建指标口径对比

门类行业	大类行业	基础设施投资 (同花顺)	基础设施投资 (统计局)	基础设施投资(不含电力等) (统计局)
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	电力、热力生产和供应业	√	√	
	燃气生产和供应业	√	√	
	水的生产和供应业	√	√	
交通运输、仓储和邮政业	铁路运输业	√	√	√
	道路运输业	√	√	√
	水上运输业	√	√	√
	航空运输业	√	√	√
	管道运输业	√	√	√
	多式联动和运输代理业	√	√	√
	邮政业	√	√	√
	仓储业	√		
信息传输、软件和信息技术服务业	电信广播电视和卫星传输服务业		√	√
	互联网和相关服务业		√	√
水利、环境和公共设施管理业	水利管理业	√	√	√
	生态保护和环境治理业	√	√	√
	公共设施管理业	√	√	√

资料来源:ifind, 国家统计局, 信达证券研发中心

风险因素

稳增长政策力度不及预期，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。