

广谱型修复带动预期纠偏 - 前 2 月中国经济数据解读



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

走势评级:

股指: 震荡

报告日期:

2024 年 03 月 19 日

★1-2 月经济数据解读:

1、1-2 月, 中国工业增加值累计同比 7%, 服务业生产指数累计同比 5.8%、社零累计同比 5.5%、固定资产投资累计同比 4.2%, 数据反映出生产端强于需求端的特征。四项数据分别相较于 2023 年 12 月上行 3%、2.1%、2.8%、0.6%, 显示出中国经济在前两月迎来广谱型扩张。从修复力度上看, 生产端相较需求端增长更为夯实。若以工业增加值和服务业生产指数拟合前两个月 GDP 同比增速, 则实际增速达到约 6.3%左右, 高于全年 5% 的增长目标, 为实现全年目标打下良好基础。

2、房地产投资近两位数的负增长仍是经济修复最大拖累。且 2024 年三大工程建设能起到对冲地产投资下行的作用, 但房企本身的经营压力仍需要市场回暖才能解决。

★投资建议

前 2 月经济数据表明国内修复力度尚可, 内外循环均有所拉动。尤其是外需带动下制造业产出超预期, 同时带动国内就业维持在相对平稳水平, 如前两个月失业率均值 5.25%, 好于近五年平均水平。对于后市经济走势, 我们认为, 一季度财政发力相对偏慢, 后续广义财政有望开始加速, 带动生产端 PPI 上行, 进而缓解企业利润压力。同时国内新质生产力的发展以及设备更新改造的全面推进, 将对投资端依旧形成拉动, 固定资产投资增速有望再上台阶。对于资本市场而言, 当前 A 股更多演绎自下而上的产业逻辑, 对于宏观数据呈现一定程度脱敏。但本质上前 2 月数据释放了积极信号, 对于化解 A 股分子端的压力有积极作用, 股市回调压力减轻, 我们认为 A 股将维持震荡走势。

★风险提示:

中国经济修复不及预期, 美国降息预期波动, 海外地缘政治风险。

王培丞

高级分析师 (股指)

从业资格号: F03093911

投资咨询号: Z0017305

Tel: 8621-63325888

Email: peicheng.wang@orientfutures.com



扫描二维码, 微信关注“东证繁微”小程序

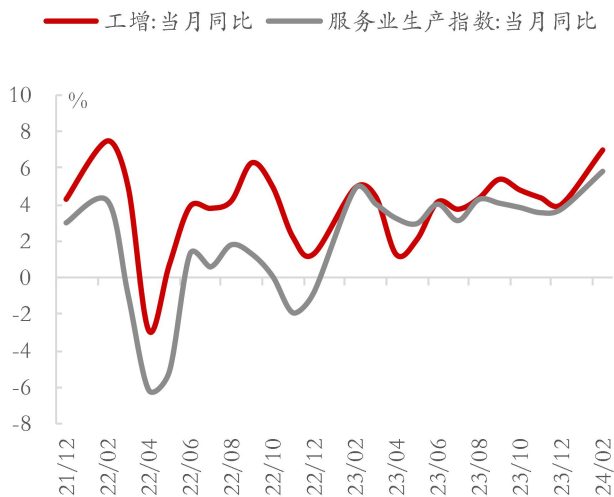
3月18日，国家统计局发布了2024年1-2月中国经济数据，对此我们做如下解读。

注：由于2023年数据有一定基数扰动，故本文同比数据中，2023年数据为以2021年为基数的两年平均值。

1、修复动能延续，工业生产强劲

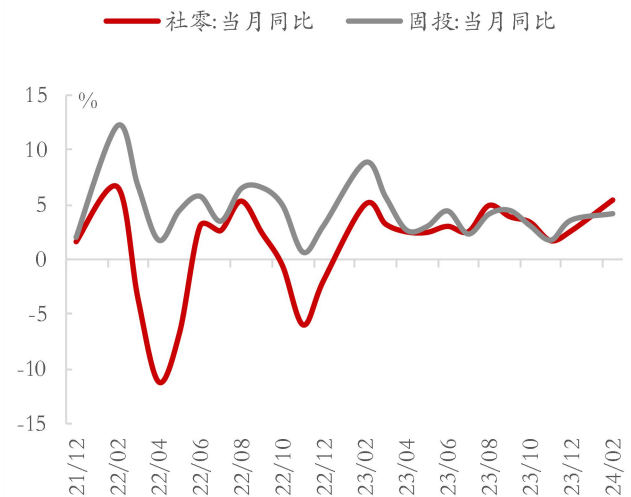
1-2月，中国工业增加值累计同比7%，服务业生产指数累计同比5.8%、社零累计同比5.5%、固定资产投资累计同比4.2%，数据反映出生产端强于需求端的特征。四项数据分别相较于2023年12月上行3%、2.1%、2.8%、0.6%，显示出中国经济在前两月迎来广谱型扩张。

图表 1：生产端同比增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2：需求端同比增速

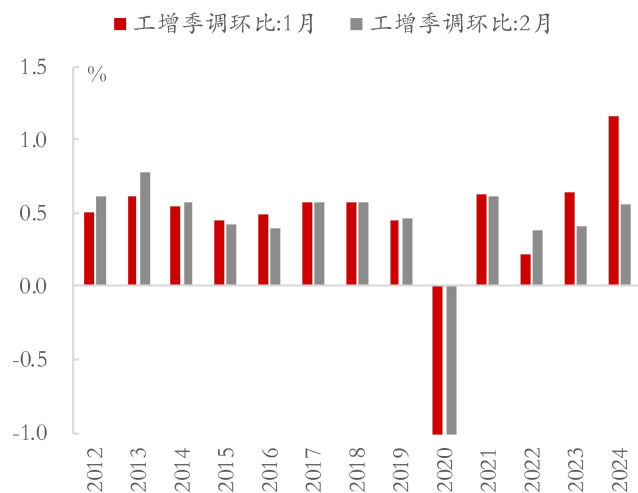


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

从修复力度上看，生产端相较需求端增长更为夯实。前两个月，工业增加值环比分别为1.16%、0.56%，其中1月份环比增速创下历史新高。而需求端方面，社会消费品零售总额环比增速分别为0.17%、0.03%，均处于季节性偏低水平；固定资产投资环比增速分别为0.24%、0.88%，1月份偏低、2月份则回归到季节性平均水平。

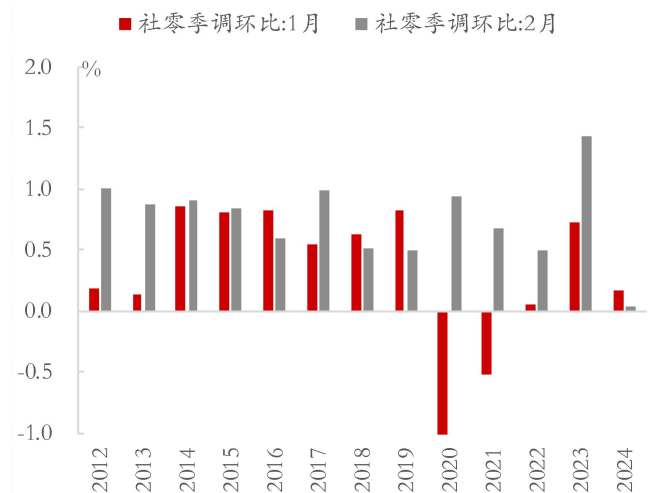
强劲的工业生产明显超出市场预期，受此影响，若以工业增加值和服务业生产指数按权重40%：60%来拟合前两个月GDP同比增速，则前两个月GDP实际增速达到约6.3%左右，高于全年5%的增长目标，为实现全年目标打下良好基础。

图表 3：今年前两月工业增加值环比增速偏强



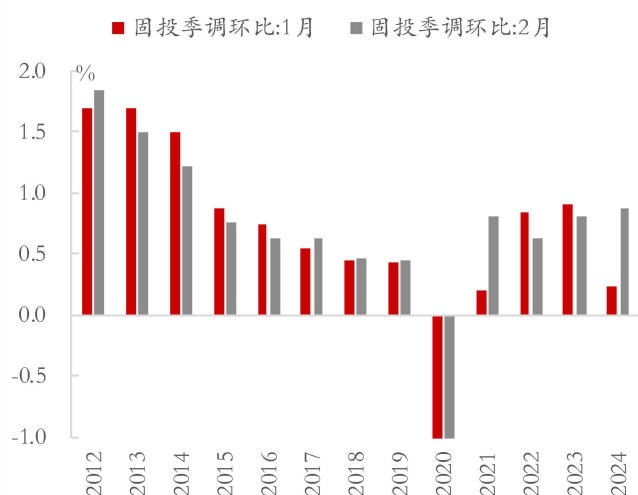
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 4：今年前两月社零环比增速弱于往年同期



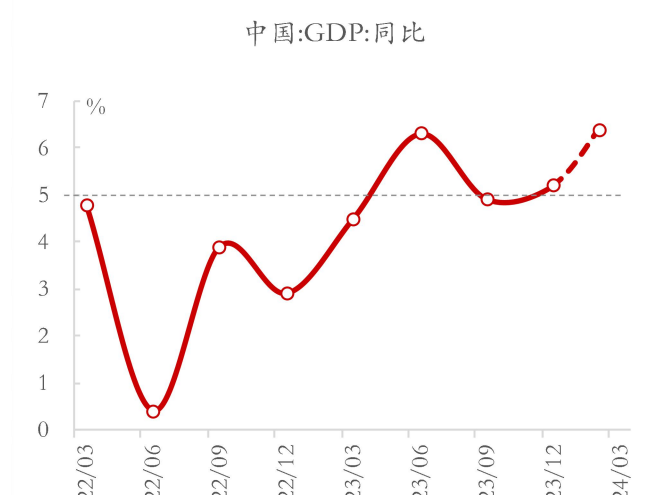
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：今年前两月固投环比增速基本符合季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：前两月经济指标拟合 GDP 增速已超 5%



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

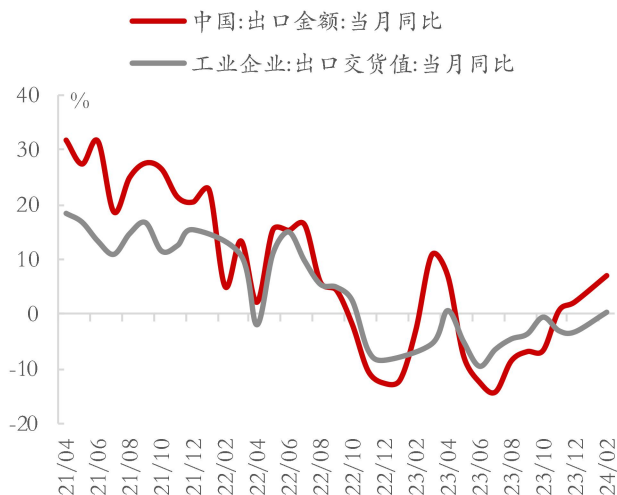
2、出口带动工业生产走强

具体地，前两个月工业生产超预期主要源于出口走强。1-2 月以美元计价中国出口增速达到 7.1%，规模以上工业企业出口交货值同比增速 0.4%，实现由负转正。工业三大门类中，采矿业、制造业、公用事业增速分别为 2.3%、7.7%、7.9%，分别较 2023 年 12 月扩张-2.5%、4.1%、0.8%，制造业成为对工业生产拉动最明显的分项。

从行业视角看，食品制造业、茶饮制造业、纺织业、橡胶和塑料制品业、以及计算机电

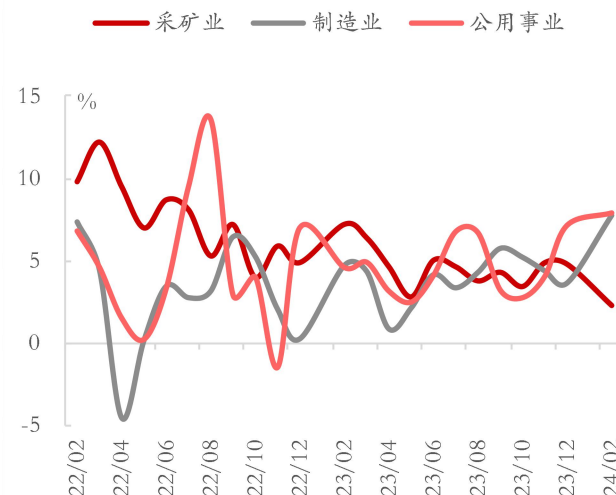
子制造业增加值增速较高，分别对应了内需边际走强以及出口链上劳动密集型产品和机电产品等高科技产品高增的逻辑。

图表 7：工业出口增速走高



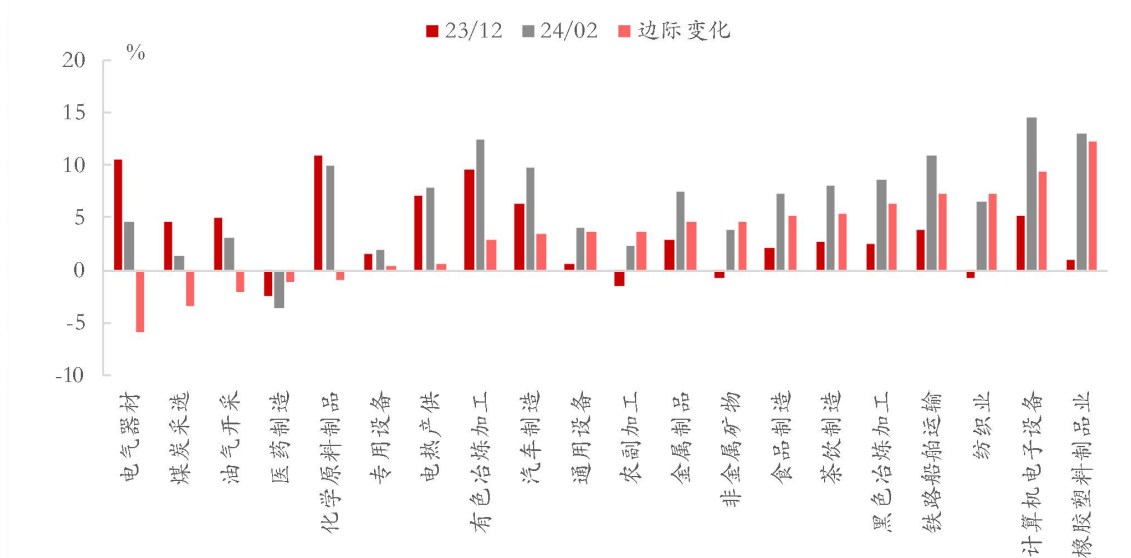
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：制造业增加值是拉动工业走强的主要原因



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 9：主要工业行业增速边际变化



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

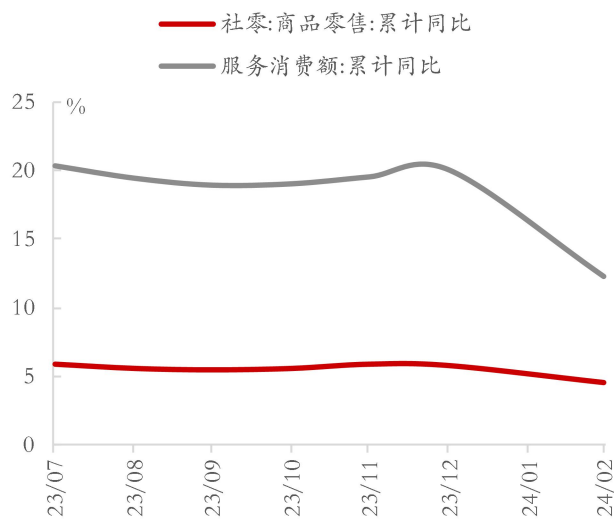
3、消费复苏，但社零的反映有所减弱

今年1-2月，春运人员出行高增、春节旅游收入修复程度超过去年，但社零环比增速却分别仅为0.17%、0.03%，远不及季节性平均水平。我们认为数据背后有几方面特征值得关注：

一方面是社零统计口径侧重于反映实物商品的消费，但未包括餐饮服务以外的其他服务消费，难以全面反映消费市场的发展情况。而居民消费向服务消费倾斜的趋势仍较强。1-2月商品零售增速4.6%，较去年底扩张2.3个百分点，餐饮收入增速12.5%，较去年底扩张6.8个百分点。餐饮收入在较高增速基础上进一步拔高。需要注意的是，国家统计局从去年8月起公布服务零售额，用以反映交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。今年前两个月服务消费额同比12.3%，仍要高于商品零售增速。

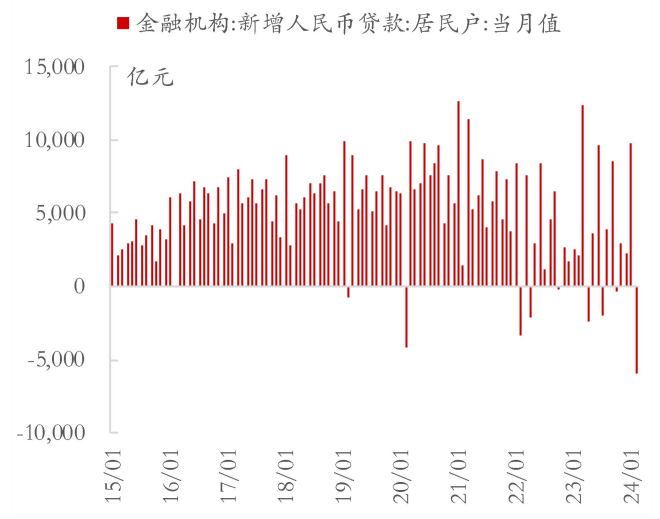
另一方面是居民部门需求存在内生压力。从央行公布的金融数据看，1-2月份居民部门新增信贷总额3894亿元，仅为近五年均值7047亿元的55%，单看2月份，居民部门新增贷款-5907亿元，缩表力度超过近十年同期水平。房地产持续下行、收入预期偏弱等因素对居民内需的压制仍将持续。

图表 10：前2月居民消费仍向服务消费倾斜



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：前2月居民部门缩表超季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、地产拖累固定资产投资

今年1-2月，固定资产投资增速为4.2%，较前值有所回升。数据体现出以下特征：

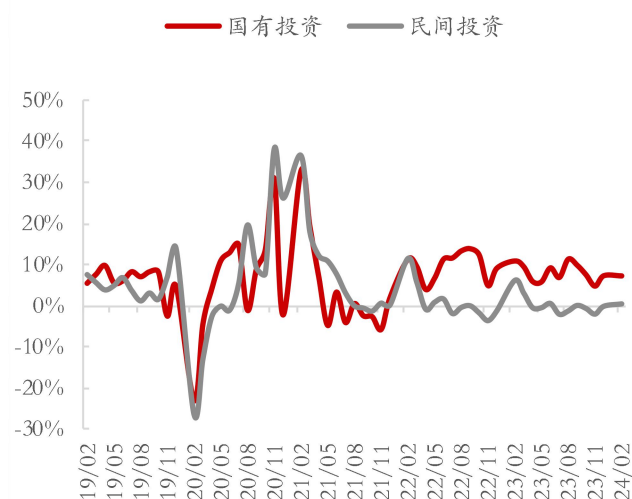
1) 国民投资增速分化仍大。民间投资增速0.4%、较去年底扩张0.6个百分点，国有投资7.3%，较去年底回落0.1个百分点，但仍保持较高增速。

2) 从结构上看,制造业、基建、地产增速分别为 9.4%、8.96%、-9%, 分别较 12 月扩张 1.6%、-1.64%、3.2%。地产在低基数下有所反弹,但将近两位数的负增长仍是拖累固定资产投资最大分项。制造业受国家宏观经济战略影响,高质量发展与现代化产业体系建对制造业提出更高要求,故制造业投资保持较高增长。而基建回落主要受到政府债券发行进度偏慢、重点 12 省份化债压降传统基建投资等因素影响。

3) 设备更新改造在固定资产投资中已有充分体现。从构成看,1-2 月固定资产投资中,建安投资、设备工器具购置、其他费用增速分别为 4.3%、17%、-2.4%, 分别较去年 12 月扩大 2.2%、11.2%、-5.5%。从 2 月中央财经委员会会议提到推动大规模设备更新改造起,近两月相关政策文件快速落地并形成实物工作量。

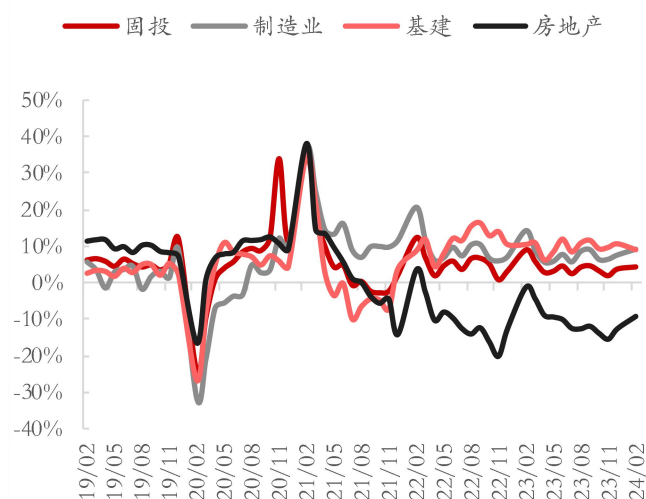
4) 房地产投资累计增速-9%,在低基数之下进一步下行。前两月商品房销售面积仅 11369 万平米,近年来仅高于受疫情干扰的 2020 年。从结构上看,施工、新开工、竣工面积增速分别为-11%、-29.7%、-20.2%, 分别较 2023 年 12 月扩张 2.8%、-19.4%、-35.7%。三者分化我们理解为应是在保交楼工作以及三大工程建设下,有更多存量停建项目复工,带动施工面积上行。而新开工和竣工则受制于地产商新建意愿不强、春节假期等因素而出现下行。从资金角度看,房企压力仍大,国内针对房企融资出台的相关政策见效偏慢。前两月房企开发资金同比增速-24.1%,较去年底回落 8.3 个百分点。其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款分别较去年底变化为+0.6%、-12.2%、-13.3%、-16%。住建部要求 3 月中旬以前地级市应建立房企白名单,便于金融系统向房企融资优化流程、降低门槛。但现实层面中,房企内源性融资以及销售回款才是缓解资金压力根本之道。2024 年三大工程建设对于房地产投资能起到拉动作用,但对于房企本身的经营压力仍需要市场回暖才能解决。

图表 12: 国有投资与民间投资增速



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 固定资产投资及分项同比增速



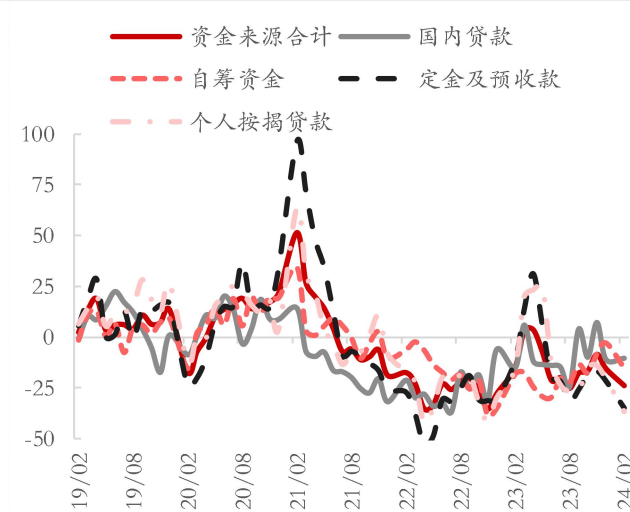
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 14: 设备工器具购置增速大幅上行



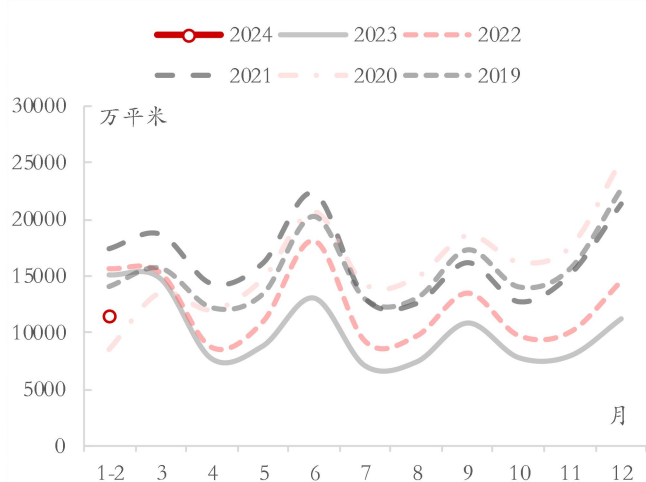
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 房企资金来源增速再度回落



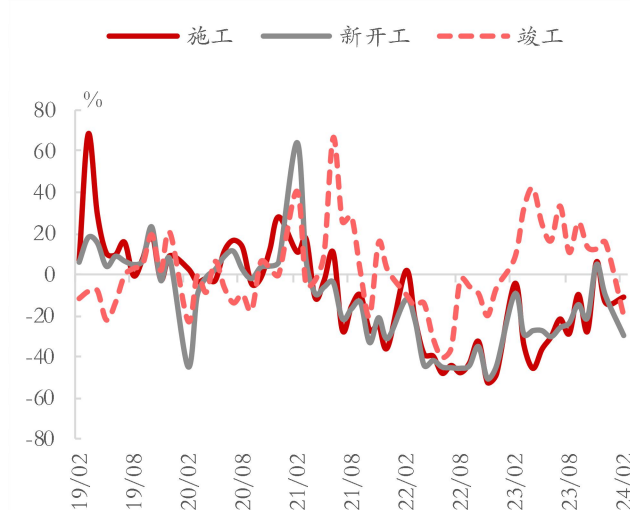
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 16: 商品房销售面积季节性



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 17: 新开工和竣工增速明显下行



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (2023 为两年平均)

5、投资建议

前 2 月经济数据表明国内修复力度尚可, 内外循环均有所拉动。尤其是外需带动下, 制造业产出超预期, 同时带动国内就业维持在相对平稳水平, 如前两个月失业率均值 5.25%, 低于近五年平均水平。对于后市经济走势, 我们认为, 一季度财政发力相对偏慢, 后续广义财政有望开始加速, 带动生产端 PPI 上行, 进而缓解企业利润压力。同时

国内新质生产力的发展以及设备更新改造的全面推进，将对投资端依旧形成拉动，固定资产投资增速有望再上台阶。对于资本市场而言，当前 A 股更多演绎自下而上的产业逻辑，对于宏观数据呈现一定程度脱敏。但本质上前 2 月数据释放了积极信号，对于化解 A 股分子端的压力有积极作用，股市回调压力减轻，我们认为 A 股将维持震荡走势。

6、风险提示

中国经济修复不及预期，美国降息预期波动，海外地缘政治风险。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com