



# “重估”中国系列之六

宏观专题研究报告  
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）

zhaow@gjzq.com.cn

zhangyunjie@gjzq.com.cn

## “5%左右”目标，还有哪些预期差？

年初宏、微观数据“背离”，引发了市场对于政策力度、落地节奏的担忧。如何看待经济前景，增长目标能否实现？

### “周期”力量结合政策“发力”，均有利于2024年经济表现

国内库存偏低背景下，经济“下行”风险相对有限。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已从2023年6月末9.9%的历史高位、降至2023年末的7.1%，库存“筑底”特征也愈发明显。同时，产能周期传递“上行”信号、对经济也能起到有力支持，近三个季度产能利用率由74.3%连续回升至75.9%。

美国“补库”周期启动，我国外需形势也趋于改善。美国部分行业“补库”已开启，零售商实际库存增速从去年6月的6.3%连续回升至今年1月的8.5%；制造环节补库呈结构化，主要集中在交运、化工、金属、纺织服装等行业。除补库逻辑外，美国地产链等景气改善，还会对我国家具、相关机械器具等出口形成带动。

除此之外，财政力度有保障、可对经济形成有力支撑。经济修复程度与财政支持力度紧密相关，2024年广义财政预算支出增速升至7.9%，高于3%赤字率所隐含的7.4%名义GDP增速，财政对于经济的支持力度将明显加大。PSL、科技技改再贷款等“准财政”工具也已推出，过往经验显示，“准财政”发力往往能对目标领域起到良好支持效果。

### 年初宏、微观数据“背离”并非常态，政策仍将加快推进

年初宏观数据表现“靓丽”，主要受“工作日效应”等影响。1-2月，工业生产、投资需求明显升温，均好于预期。如工业增加值，其反映的是一定时期工业生产物量，与生产时长、效率等因素有关。2024年1-2月工作日共40天、2010年以来最多、较去年多2天；“工作日效应”对经济总量有正向贡献，尤其容易“放大”相关指标同比读数。

微观数据所映射的实物工作量落地偏慢，则与极端天气扰动、新增专项债发行滞后等有关。节后复工恰逢“冻雨”极端天气，影响人流出行、建筑等行业生产节奏，1-2月沥青开工率降至低位、粉磨开工率同比下降7%；此外，年初以来专项债发行进度过慢，可能也是重要因素，1季度仅发行全年额度的16.3%，过去几年一般在40%左右。

经济尚未进入平稳修复状态之前，“稳增长”政策取向不会发生任何变化，“逆周期”调控政策将保持较强延续性。“工作日效应”导致的数据阶段性增高，不会改变政策取向。参考近年经验，2020年下半年经济修复的同时，广义财政支出、社融增速持续抬升；若经济下行压力加大，还会有增量政策适时出台，如2022Q3政策性金融工具落地、PSL重启。

### 实现“5%左右”目标难度不大，库存回补等支持力度存在低估

GDP数据按照生产法核算，其中三产占比趋势性提高，二产内部结构深度调整、高端制造业等“新动能”发展壮大。城镇化进程中服务业需求不断增多，2012年三产GDP占比反超二产、2023年升至54.6%。二产中，建筑、采矿业占比总体稳定；制造业GDP占比有所回落，但结构更趋优化、2023年高技术制造业占工业增加值比重升至15.7%。

生产法核算下，实现经济增长目标难度不大，全年GDP同比或可达5.2%。二产方面，中游设备制造带动力强化，2023年增加值同比8%、营收占比反超加工冶炼升至42%；中美库存周期“共振”叠加设备更新，设备制造或延续“高景气”、带动二产GDP同比增长4.5%左右。对应需求侧，“补库”启动对GDP同比的贡献可能也有0.1-0.4个百分点。

第三产业对经济的拉动力或进一步增强，市场容易高估地产拖累，却忽视信息软件等新兴服务业投入加大、贡献上升。2023年信息软件增加值同比12%、占三产比重升至8%，房地产占比降至10.7%。2024年，地产销售改善有限情形下，其对三产GDP直接拖累大约为0.1个百分点；考虑生产、生活消费需求回升，预计三产GDP同比增长5.7%左右。

## 风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

一、“周期”力量结合政策“发力”，均有利于 2024 年经济表现	5
（一）“周期”的力量，有利于国内经济的持续修复	5
（二）除此之外，财政力度有保障、可对经济形成有力支撑	6
二、年初宏、微观数据“背离”并非常态，政策仍将加快推进	9
（一）年初宏、微观数据“背离”，引起了市场预期的分歧	9
（二）经济尚未回到平稳修复状态前，政策仍将保持较强延续性	11
三、实现“5%左右”目标难度不大，库存回补等支持力度存在低估	13
（一）生产法视角下，三产占比趋势性抬升、地产等“传统动能”影响力下降	13
（二）三产带动、库存回补等贡献下，实现“5%左右”目标难度不大	16
风险提示	19

## 图表目录

图表 1：实际利率与库存行为反向、且弱领先	5
图表 2：部分行业实际库存增速已呈现企稳改善	5
图表 3：2023 年 Q1 以来产能利用率、金属切削机床产量同比连续回升	5
图表 4：美国零售部门已开启“补库”	6
图表 5：美国地产周期带动我国部分对美商品出口	6
图表 6：美国细分行业库存状态与近期库存、销售增速表现	6
图表 7：经济修复程度与财政支持力度紧密相关	7
图表 8：2024 年广义财政预算支出增速达 7.9%	7
图表 9：2024 年政府债券新增达 9.9 万亿元	7
图表 10：2023 年新增国债的项目分布	7
图表 11：历年财政调入资金及结转结余	8
图表 12：历年广义财政“赤字”规模	8
图表 13：2023 年 12 月 PSL“重启”	8
图表 14：历年政策行新增贷款及占比情况	8
图表 15：2022 年的两批政策性开发性金融工具落地较快	9
图表 16：历年政策行新增贷款及占比情况	9
图表 17：1-2 月主要经济指标全面超预期	9
图表 18：1-2 月挖机开工小时数同比表现较低迷	9



图表 19: 基建投资与实物工作量落地仍有偏离 .....	10
图表 20: 春节后粉磨开工率回升速度偏慢 .....	10



图表 21: 2024 年 1-2 月工作日明显多于往年 .....	10
图表 22: PTA 开工率和日均产量呈现正相关 .....	10
图表 23: 2016-2024 年 1-2 月 PTA 开工率与日均产量情况 .....	10
图表 24: 2024 年春节后复工, 恰逢全国普遍降温 .....	11
图表 25: 2024 年春节后, 全社会跨区人流明显回落 .....	11
图表 26: 2024 年 1-3 月新增专项债发行进度偏慢 .....	11
图表 27: 2024 年春节后建筑类资金到位率不足五成 .....	11
图表 28: 2024 年 1-2 月工作日天数占比高于往年 .....	12
图表 29: 2024 年 3-12 月工作日天数与去年持平 .....	12
图表 30: 经济“回升向好”态势有待进一步稳固 .....	12
图表 31: 2020 年下半年广义财政支出力度进一步加大 .....	12
图表 32: 2022 年下半年留抵退税持续推进 .....	13
图表 33: 2022Q2 起央行密集推出阶段性结构货币工具 .....	13
图表 34: 3 月, 制造业 PMI 边际改善 .....	13
图表 35: 2024 年一季度制造业 PMI 读数整体偏低 .....	13
图表 36: GDP 与分行业增加值核算方法 .....	14
图表 37: 生产法 GDP 下的行业分类 .....	14
图表 38: 伴随城镇化率的提升、服务业需求不断增多 .....	14
图表 39: 第三产业细分行业 GDP 占比 .....	14
图表 40: 2010 年后第二产业 GDP 占比持续下降 .....	15
图表 41: 第二产业中制造业为主导 .....	15
图表 42: 采矿业、电热然产能利用率均处于历史高位 .....	15
图表 43: 高技术制造业占工增比重持续抬升 .....	15
图表 44: 2020 年后房地产 GDP 占比下滑 .....	16
图表 45: 2019 年后房地产贷款余额占比触顶回落 .....	16
图表 46: 土地出让收入占比及收入亦出现回落 .....	16
图表 47: 房地产投资占固定资产投资比重下降 .....	16
图表 48: 中游设备制造生产维持“高景气” .....	17
图表 49: 2023 年中游设备制造营收占比升至 41.9% .....	17
图表 50: 2023 年下半年工信部出台 10 大行业稳增长方案 .....	17
图表 51: 一产增加值对 GDP 增长的拉动较为稳定 .....	17
图表 52: 房地产增加值与房屋销售关联较高 .....	18
图表 53: 信息软件增加值保持两位数以上增速 .....	18
图表 54: 批零、住宿餐饮、租赁商务等与消费息息相关 .....	18
图表 55: 居民服务消费占比尚未回归 2019 年水平 .....	18



图表 56: 存货增加对 GDP 增长的拉动 .....	18
图表 57: 当前工业库存增速处于经验低位 .....	18
图表 58: 2010-2024 年工作日天数 .....	19
图表 59: 2023 年工业产能利用率进一步回落 .....	19



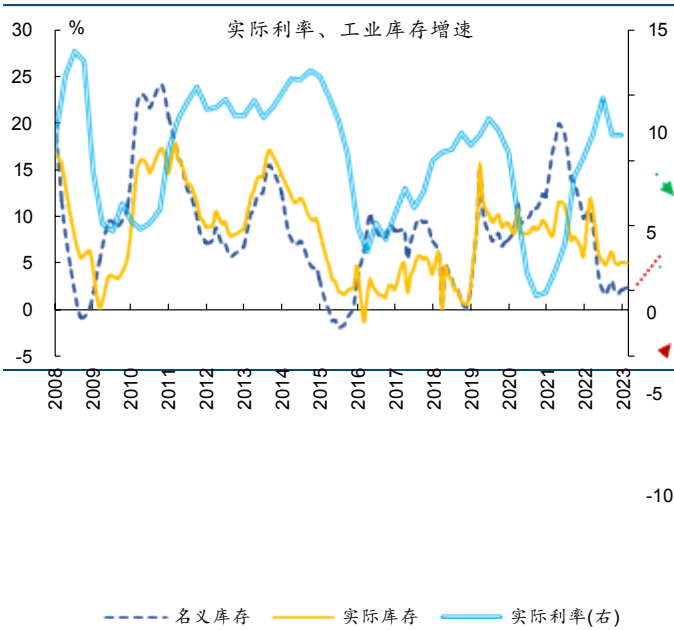
## 一、“周期”力量结合政策“发力”，均有利于2024年经济表现

### (一)“周期”的力量，有利于国内经济的持续修复

国内库存偏低背景下，经济“下行”风险相对有限。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已从2023年6月末9.9%的历史高位，降至2023年末的7.1%，未来进一步下行趋势也较为确定；库存“筑底”特征愈发明显，2024年2月名义库存增速2.4%、实际库存增速5%，分别处于14.1%、28.5%的历史较低分位。分行业看，化纤、纺织、橡塑制品、金属制品、印刷等行业库存增速已呈现企稳改善迹象。

图表1：实际利率与库存行为反向、且弱领先

图表2：部分行业实际库存增速已呈现企稳改善



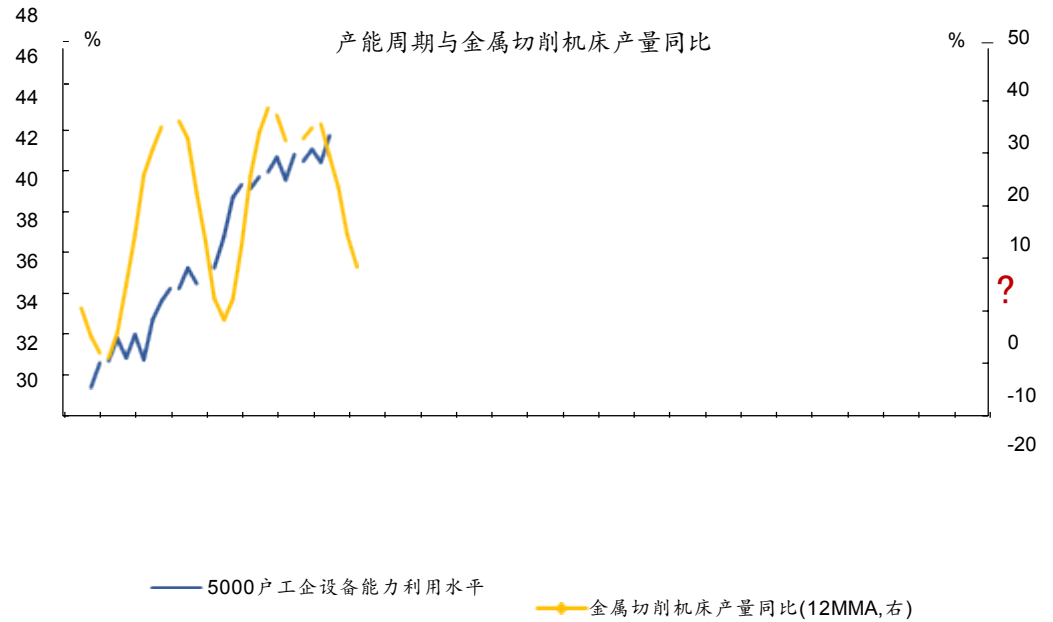
分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		12月所处历史分位数(%)	2023-11	2023-12	2024-02	12月所处历史分位数(%)	2023-11	2023-12	2024-02
上游原材料	煤炭开采和洗选	37.6	-6.50	-6.90	-2.10	78.9	5.00	5.00	13.30
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	69.7	5.40	4.40	14.00	69.1	4.20	3.20	13.40
上游制造	化学纤维制造	63.6	2.10	10.20	18.80	67.7	5.20	12.90	17.70
中游装备制造	专用设备制造	63.9	16.30	13.90	11.60	65.4	16.60	14.20	12.30
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	60.1	0.70	-1.40	1.40	62.1	2.10	0.00	2.40
上游原材料	石油和天然气开采	57.3	-3.80	-3.20	5.70	57.0	7.10	7.00	1.90
上游制造	橡胶、塑料及其他塑料制品	29.5	-5.50	1.60	0.20	52.5	3.00	9.90	4.80
上游制造	非金属矿物制品	19.9	-5.30	-2.30	0.10	49.8	1.30	4.40	7.90
下游制造	纺织	46.0	5.90	6.90	6.70	47.9	9.30	10.10	7.70
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	36.8	1.10	3.80	5.10	47.4	11.30	13.40	9.00
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	39.4	3.30	-1.80	2.80	46.4	6.60	1.20	2.60
上游制造	橡胶和塑料制品	26.7	0.00	1.60	2.40	42.2	3.50	5.10	5.40
上游制造	化学原料和化学制品制造	13.3	-2.80	-1.10	-0.10	41.6	6.50	7.90	6.30
下游制造	食品制造	28.9	0.80	0.50	4.60	41.6	1.40	1.10	5.40
上游原材料	非金属矿采选	17.8	8.70	3.80	0.80	38.9	8.30	3.60	3.00
公用事业	燃气生产和供应	31.7	-0.90	0.20	0.70	37.4	-2.20	-0.90	2.00
上游原材料	有色金属矿采选	34.0	-3.70	-7.10	-4.50	36.6	-9.60	-13.10	-10.20
下游制造	农副食品加工	25.4	4.00	1.00	0.50	36.4	4.20	1.60	4.30
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	34.7	11.90	11.50	8.50	35.3	11.60	11.30	8.90
上游制造	金属制品	25.7	1.80	2.40	3.10	33.9	5.00	5.50	4.90
中游装备制造	电气机械和器材制造	21.4	4.00	5.10	2.90	32.1	5.30	6.60	7.30
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	26.4	-1.20	-0.30	-0.30	31.0	-0.70	0.30	0.50
下游制造	皮革制品	28.8	24.80	0.70	2.80	29.0	23.90	-0.20	2.20
中游装备制造	汽车制造	26.7	2.80	3.80	0.20	28.8	4.00	3.50	1.70
下游制造	造纸和纸制品	20.2	-10.40	-4.50	-3.00	27.7	-5.10	0.80	0.00
中游装备制造	通用设备制造	23.8	3.10	4.10	4.30	25.6	3.40	4.40	4.80
下游制造	纺织业、服装	14.0	-1.50	-2.90	-0.90	13.4	-2.40	-3.70	-1.30
公用事业	水力生产和供应	22.1	11.10	-13.20	-8.70	13.1	10.90	-13.80	-9.60
公用事业	电力、热力生产和供应	11.1	0.90	-0.50	-6.90	12.1	-0.50	-1.70	-5.40
下游制造	医药制造	12.8	7.90	10.00	3.40	12.6	7.80	9.70	4.80
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	4.8	-3.30	-3.50	-1.10	7.2	-1.80	-1.80	0.60
上游原材料	黑色金属矿采选	4.1	-18.30	-16.90	-16.50	2.5	-14.80	-15.00	-30.60

来源：Wind、国金证券研究所

产能周期传递“上行”信号，近三个季度产能利用率连续回升。经验上，一轮完整的产能周期跨度为7-10年；最近一轮产能周期始于2016年初，2023年一季度产能利用率、金属切削机床产量增速分别降至74.3%、-9.4%的低位水平，已临近周期切换节点。随后，产能利用率连续三季度升至2023年末的75.9%、金属切削机床产量增速亦回正至1.5%，产能周期“上行”信号初现。产能利用率是对行业供需关系、景气程度的综合反映，产能扩张阶段企业生产强度不断提升，对于经济也能起到有力的支持效果。



图表3: 2023年Q1以来产能利用率、金属切削机床产量同比连续回升



来源: Wind、国金证券研究所

美国“补库”周期启动，我国外需形势也趋于改善。美国部分行业“补库”已开启，零售商实际库存增速于2023年6月末触底6.3%后，连续回升至2024年1月的8.5%；制造环节补库呈结构分化，主要集中在交运、化工、金属、纺织服装等行业，刚好属于中美贸易往来较为密切的品类。除补库逻辑外，美国地产链等景气改善也会对我国出口形成带动；2024

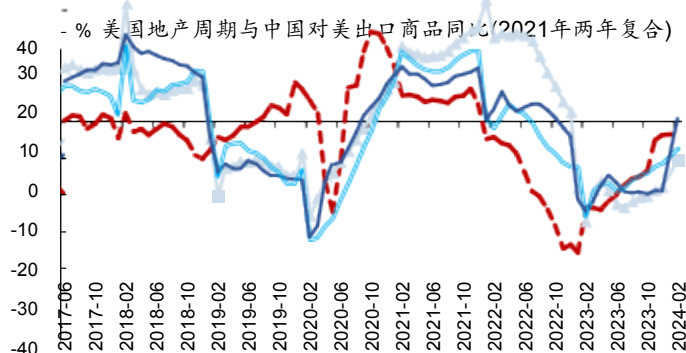




年 2 月，美国成屋销量增速持续回升至-3.3%，我国对美出口的家具寝具等同样出现回升。



图表5: 美国地产周期带动我国部分对美商品出口



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

美国细分行业库存状态	库存状态	行业	单位	库存增速				销售增速					
				2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
制造业	交通运输设备	%	制造业	2.86	2.42	5.79	1.42	1.04	0.57	1.66	2.91	-4.86	-7.53
制造业	基础化学品	%	制造业	-0.99	-0.69	-1.16	-1.21	-1.19	1.21	1.90	1.84	1.20	1.23
制造业	金属加工制品	%	制造业	2.25	2.05	4.56	-0.76	-0.76	2.88	2.64	2.02	1.16	-0.41
制造业	药品	%	制造业	-1.83	-1.84	-1.91	-2.94	-3.62	1.69	2.02	1.20	1.68	1.88
制造业	钢铁金属	%	制造业	-2.87	-5.17	-5.57	-3.87	-3.88	-0.10	0.26	-0.19	-1.27	-1.22
制造业	汽车和商用车	%	制造业	-3.50	-5.33	-6.82	-6.91	-6.87	0.92	-0.68	-1.96	-2.81	-1.43
制造业	塑料制品	%	制造业	-4.85	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	-1.08	-1.26	-1.66	-1.26	-1.26
制造业	医药器材和药品	%	制造业	-4.38	-5.21	-6.83	-6.21	-5.84	-6.29	-5.26	-4.17	-5.97	-6.47
制造业	石油及煤产品	%	制造业	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.66	-11.68	-12.11	-12.88	-12.12	-12.26
制造业	纺织制品	%	制造业	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	-5.26	-5.12	-3.71	-3.86	-4.42
制造业	计算机和电子设备	%	制造业	-8.86	-11.34	-15.68	-16.86	-18.38	-1.79	-4.96	-5.14	-5.89	-5.85
制造业	其他消费品	%	制造业	-4.99	-5.49	-5.92	-6.31	-6.88	-4.12	-3.79	-3.84	-4.81	-4.14
制造业	其他消费品	%	制造业	-6.89	-7.16	-8.45	-8.81	-9.21	-6.89	-7.16	-8.45	-8.81	-9.21
制造业	其他消费品	%	制造业	-14.86	-12.12	-9.21	-11.21	-14.81	-14.86	-12.12	-9.21	-11.21	-14.81
制造业	其他消费品	%	制造业	-6.42	-6.22	-5.29	-5.21	-5.21	-5.21	-5.12	-5.26	-5.26	-5.26
制造业	纺织厂	%	制造业	-4.29	-4.89	-4.91	-4.29	-4.11	-5.26	-5.48	-5.11	-5.81	-7.28
制造业	电子产品	%	制造业	-3.22	-4.46	-4.11	-3.71	-1.72	1.28	0.66	-0.22	-2.28	-2.42
制造业	金属和矿产, 不包括石油	%	制造业	-2.25	-4.49	-4.26	-3.26	-4.24	-6.77	-7.29	-9.99	-11.91	-13.21
制造业	家具, 家居用品, 电子产品和电器	%	制造业	-11.29	-12.22	-11.63	-11.04	-11.21	-6.12	-2.46	-5.26	-5.78	-6.92
制造业	化学和塑料制品	%	制造业	-14.14	-14.94	-13.88	-13.67	-13.01	-3.92	-6.21	-7.68	-8.27	-8.14
制造业	石油和石油产品	%	制造业	-12.11	-13.44	-13.54	-8.77	-7.66	-4.26	-1.69	0.99	-0.91	-6.25
制造业	机动车辆零件和附件	%	制造业	23.42	23.22	23.18	21.25	22.22	4.22	5.89	4.99	4.56	6.88
制造业	机械, 设备和用品	%	制造业	14.25	15.25	17.08	16.94	20.64	0.46	1.99	1.52	2.43	3.69
制造业	电气设备和电子设备	%	制造业	1.97	2.82	3.67	4.14	4.61	3.28	5.00	4.30	7.46	8.68
制造业	计算机和电子产品	%	制造业	-0.27	-0.28	-0.27	0.09	0.27	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17
制造业	家具和家居用品	%	制造业	-4.66	-4.20	-5.79	-3.02	-2.18	-2.88	-2.72	-2.22	-2.29	-2.12
制造业	金属和矿产	%	制造业	-5.21	-5.27	-6.21	-6.01	-6.22	-0.19	-0.01	0.27	1.31	2.29
制造业	建筑材料, 园艺设备, 商品和服务	%	制造业	-7.77	-7.28	-6.89	-6.26	-6.06	-5.14	-5.94	-4.46	-4.80	-4.84
制造业	印刷	%	制造业	-8.72	-9.16	-9.68	-8.27	-6.66	-0.61	-0.90	-2.56	-1.88	-1.64
制造业	家具和家居	%	制造业	-14.26	-14.99	-15.48	-15.02	-13.98	0.92	-2.04	-4.02	-2.87	2.25
制造业	服装, 鞋和配饰	%	制造业	-13.17	-12.66	-12.58	-14.81	-15.88	-6.26	-4.90	-6.86	-6.60	-8.34

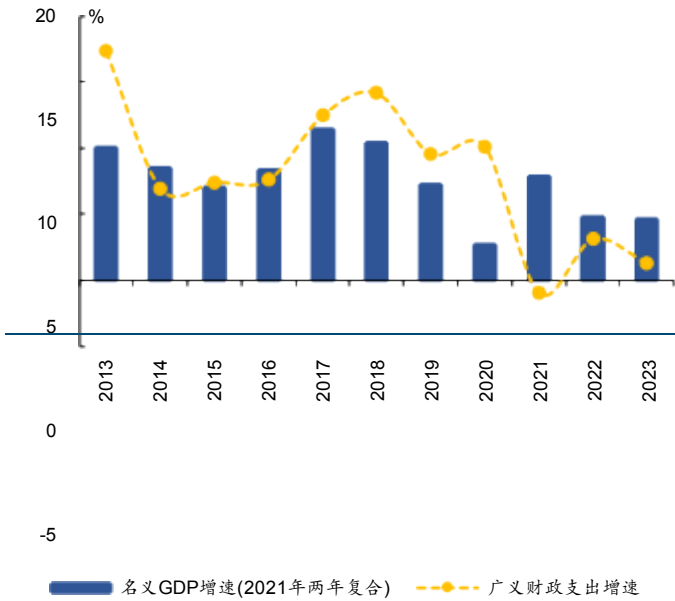
来源: CE IC、国金证券研究所

(二) 除此之外, 财政力度有保障、可对经济形成有力支撑

经济修复程度与财政支持力度紧密相关, 2024 年广义财政预算支出高于名义 GDP 增速, 有利于经济增长中枢抬升。正常年份, 广义财政支出增速大多略高于名义 GDP, 经济压力较大年份往往要高出更多。2023 年广义财政支出同比 1.3%, 明显低于名义 GDP 增速的 4.6%, 也明显低于年初预算的 5.9%; 2024 年广义财政预算支出增速升至 7.9%, 高于 3%赤字率所隐含的 7.4%名义 GDP 增速, 财政对于经济的支持力度将明显加大。

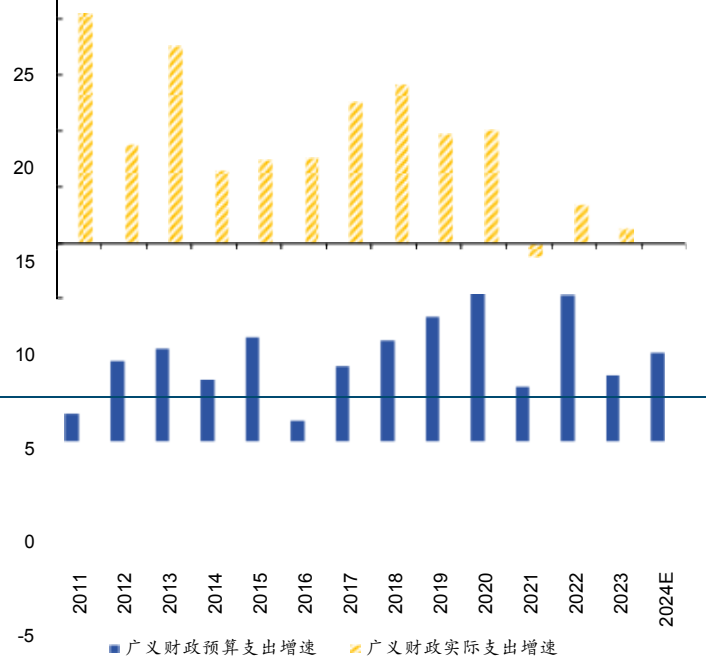


图表7: 经济修复程度与财政支持力度紧密相关



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

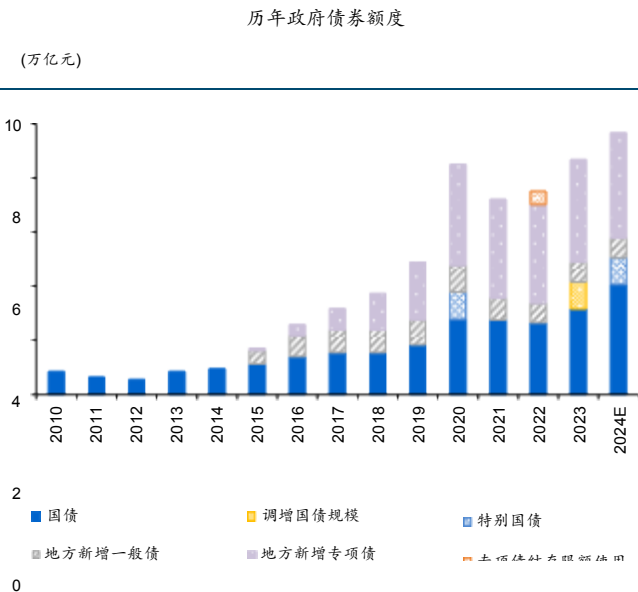
图表8: 2024年广义财政预算支出增速达7.9%



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

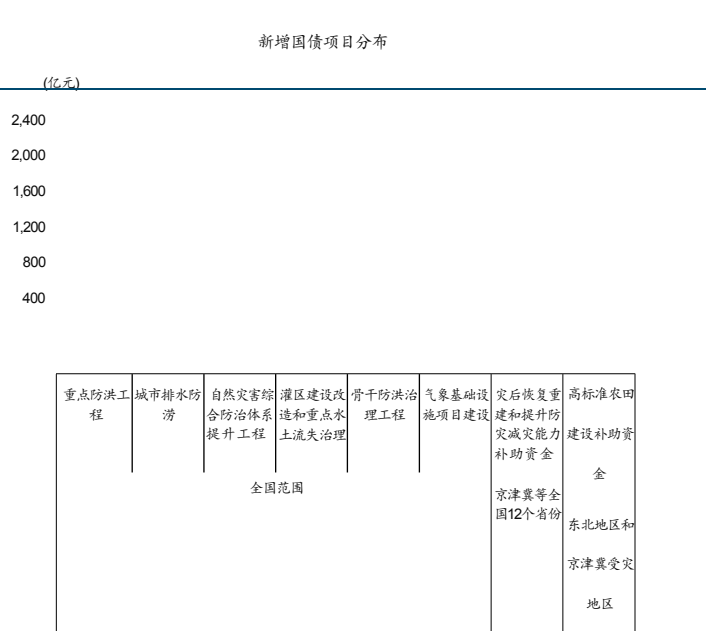
市场可能“低估”了财政力度, 在新增政府债、财政“余粮”、万亿国债实际落地等支持下, 2024年广义财政支出力度有保障。 仅从赤字率、地方专项债新增限额判断财政力度或有偏颇, 2024年万亿超长期特别国债发行开启, 叠加国债、地方政府债券新增额度, 政府债新增额度创新高、达9.9万亿元。2023年财政蓄力下, “余粮”规模明显增长、达2.1万亿元, 确定性的财政资金调入及结转结余或可有效支撑广义财政支出加码。同时, 2023年调增的万亿国债于2023年12月-2024年2月分三批次下达资金及预算, 实际资金使用落地大概率在2024年。

图表9: 2024年政府债券新增达9.9万亿元



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

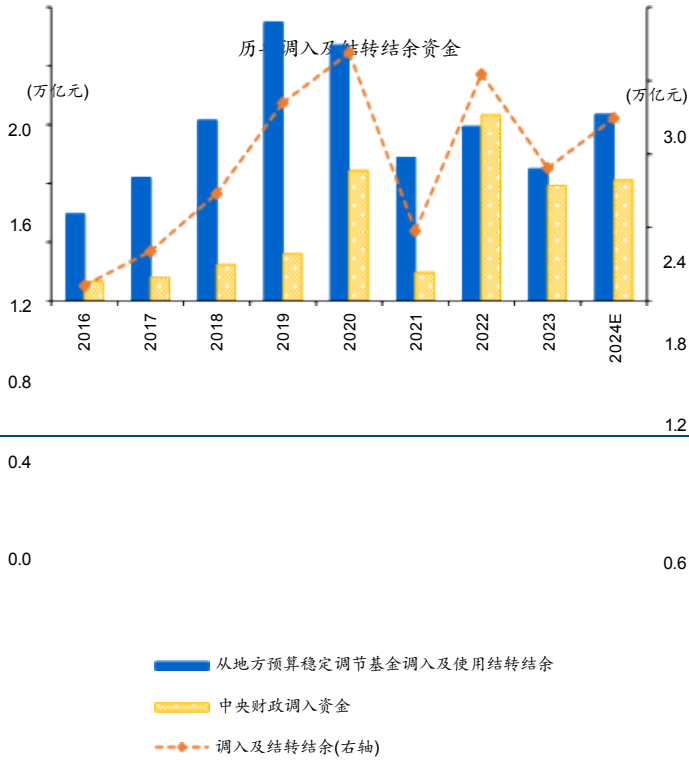
图表10: 2023年新增国债的项目分布



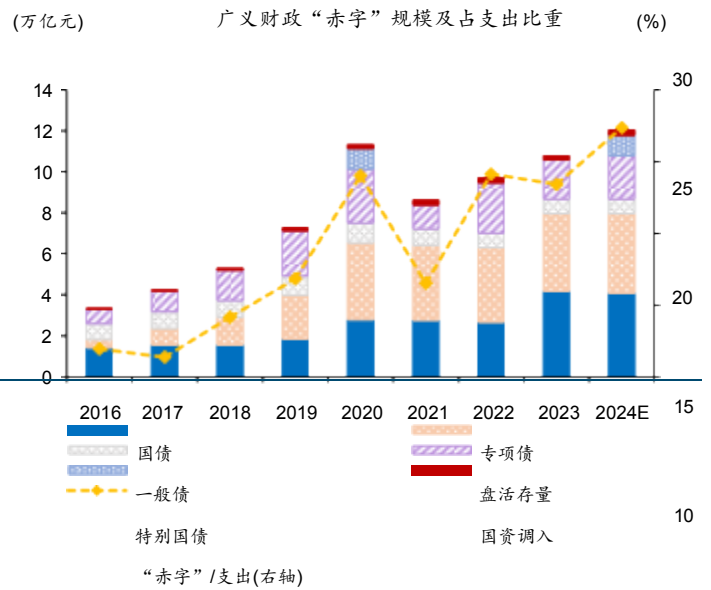
来源: 财政部、Wind、国金证券研究所



图表11: 历年财政调入资金及结转结余

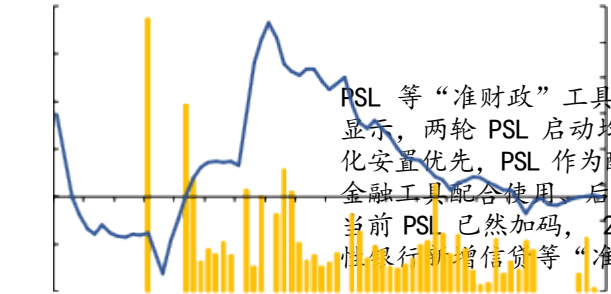


图表12: 历年广义财政“赤字”规模

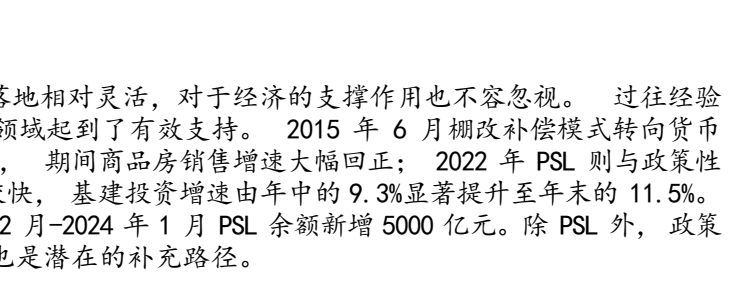


来源：财政部、Wind、国金证券研究所

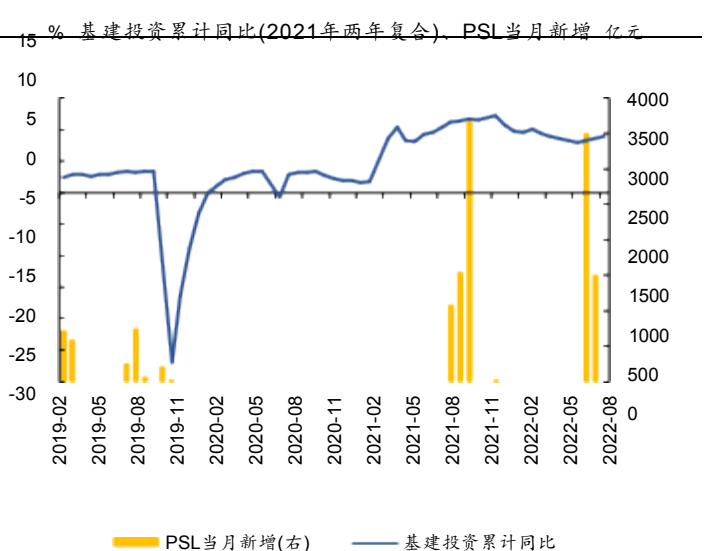
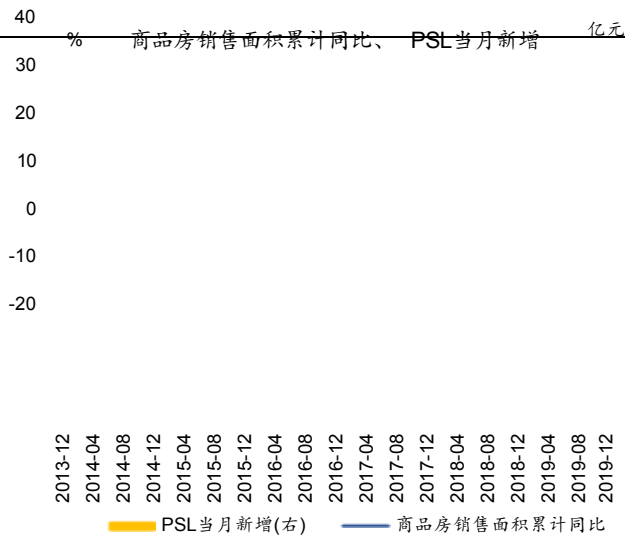
来源：财政部、Wind、国金证券研究所



图表13: 2023年12月PSL“重启”



图表14: 历年政策行新增贷款及占比情况





来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

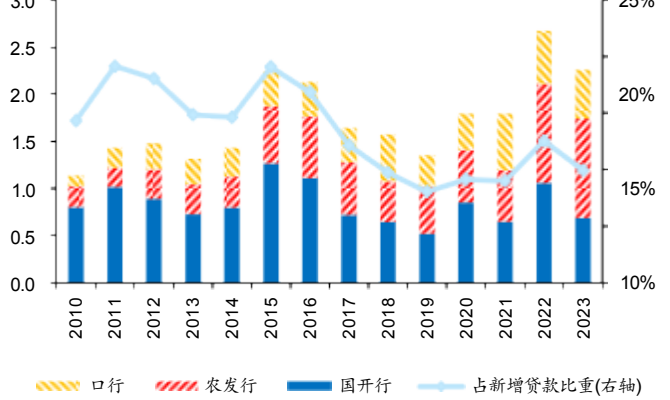


图表15: 2022年的两批政策性开发性金融工具落地较快

类型	部门	时间	进度
第一批 3000亿元 金融工具	中央政治局会议	2022/7/28	用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕,加大对企业的信贷支持,用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
	农发行	2022/8/20	农发基础设施基金投放已达900亿元
	国开行	2022/8/26	国开基础设施投资基金已投放2100亿元
第二批 3001亿元 金融工具	国务院常务会议	2022/8/24	在3000亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上,再增加3000亿元以上额度;依法用好5000多亿元专项债地方结存限额...核准开工一批条件成熟的基础设施等项目。
	农发行	2022/9/16	农发基础设施基金第二期投放完成1000亿元
	国开行	2022/9/20	国开基础设施投资基金新增额度已投放1500亿元
	进出口银行	2022/9/28	进银基础设施基金投放完成500亿元

来源: 中国政府网站、政策行网站、国金证券研究所

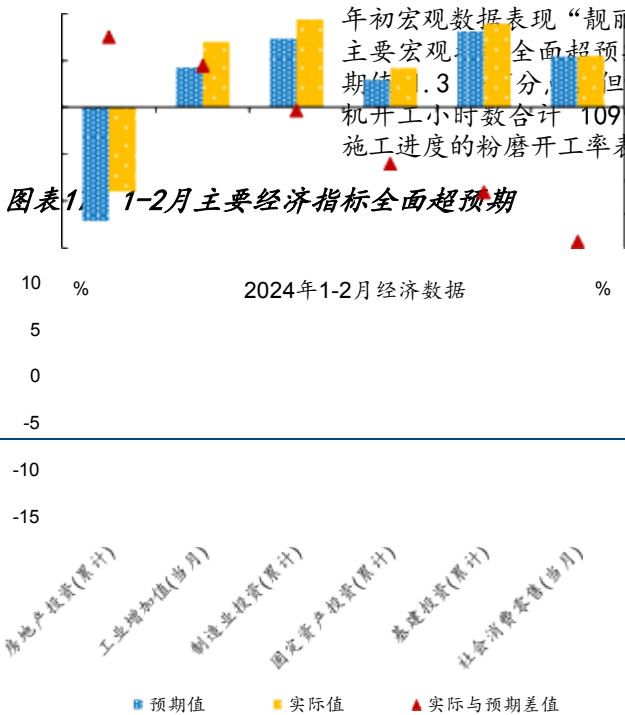
图表16: 历年政策行新增贷款及占比情况



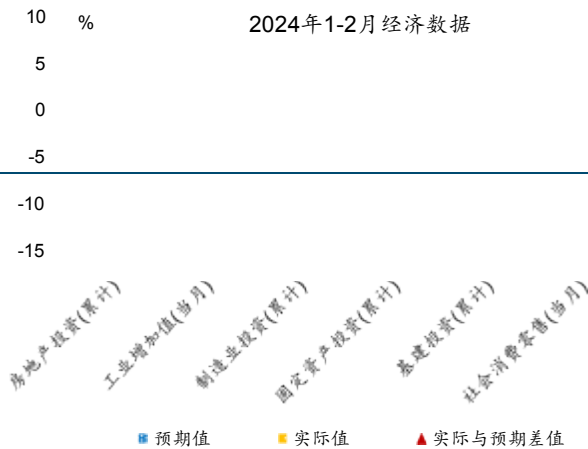
来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

## 二、年初宏、微观数据“背离”并非常态，政策仍将加快推进

### (一) 年初宏、微观数据“背离”，引起了市场预期的分歧

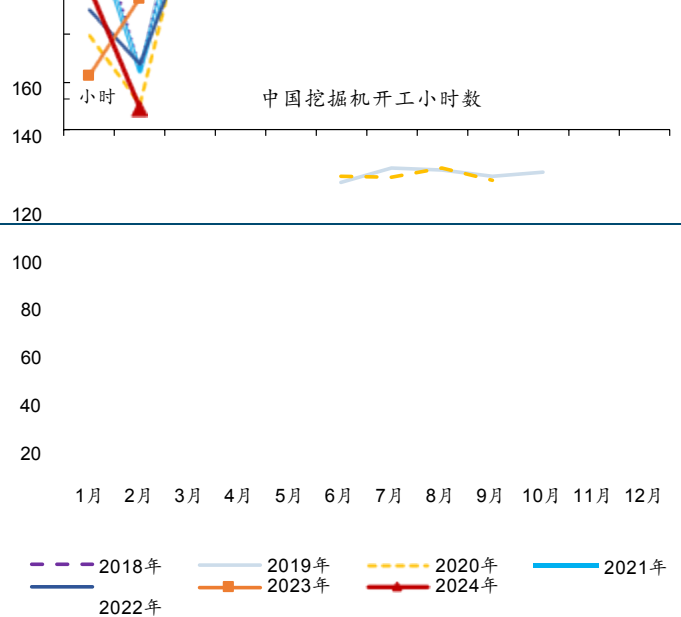


图表17: 1-2月主要经济指标全面超预期



来源: Wind、国金证券研究所

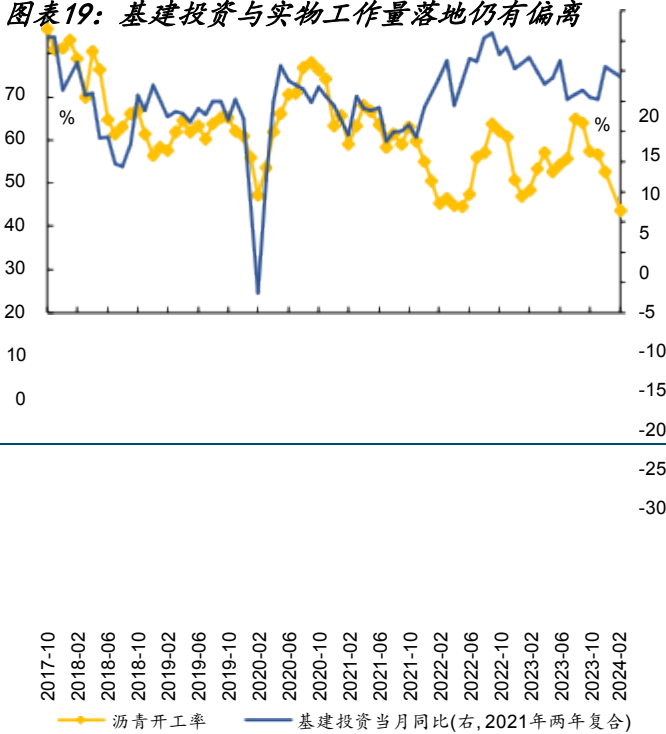
图表18: 1-2月挖掘机开工小时数同比表现较低迷



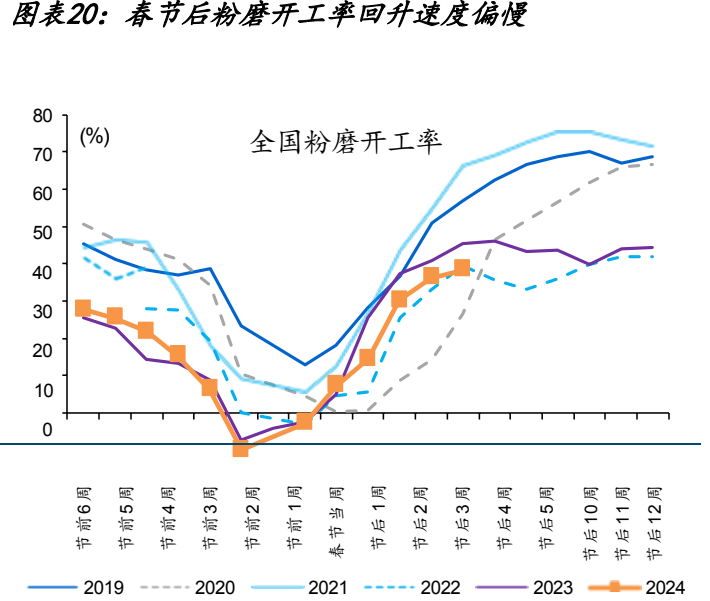
来源: Wind、国金证券研究所



图表19: 基建投资与实物工作量落地仍有偏离



图表20: 春节后粉磨开工率回升速度偏慢

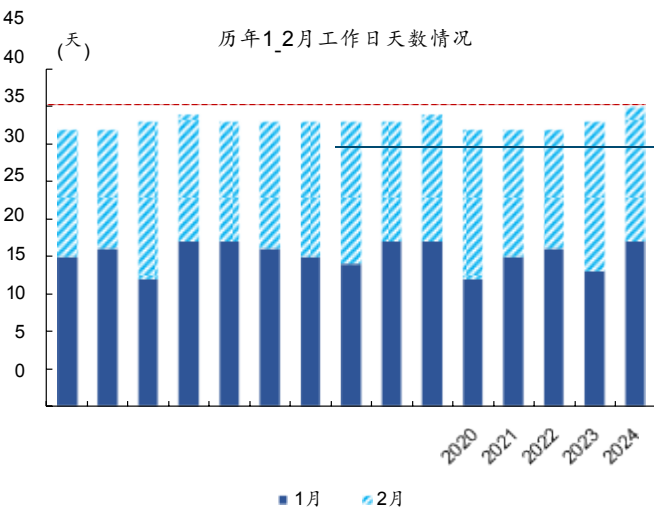


来源: Wind、国金证券研究所

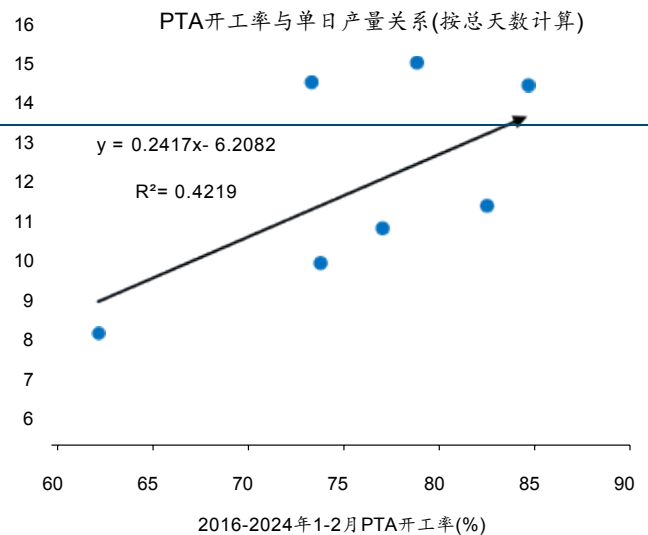
来源: Wind、国金证券研究所

宏观数据高企, 主要受到“工作日效应”的影响。以工业增加值为代表的宏观数据, 反映的是一定时期工业生产物量, 主要与生产效率、生产时长等因素有关。生产效率可通过开工率等指标刻画, 以化工行业为例, PTA 开工率和日均产量呈现较为显著的正相关关系; 生产时长则与天数相关, “工作日效应”下, 2024 年 1-2 月总天数较去年多 1 天, 工作日共 40 天、为 2010 年以来最多、较去年多 2 天。因此, 尽管微观层面的开工率等指标表现偏弱, 但生产时长对于总量有正向贡献, 尤其容易“放大”相关指标的同比读数。

图表21: 2024年1-2月工作日明显多于往年



图表22: PTA开工率和日均产量呈现正相关



来源: 国务院办公厅、国金证券研究所



图表23：2016-2024年1-2月PTA开工率与日均产量情况

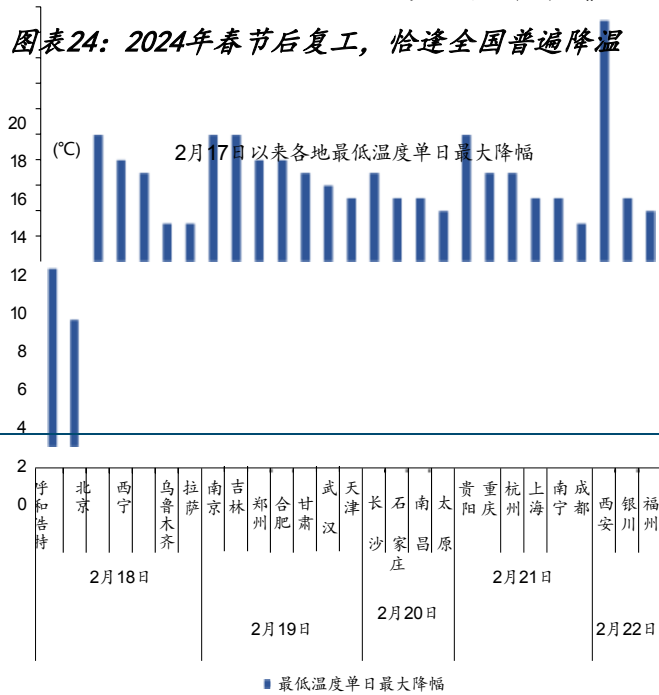
1-2月	PTA开工率 (%)	产量 (万吨)	单日产量 (万吨, 按工作日计算)	工作日天数	单日产量 (万吨, 按总天数计算)	总天数
2016年	62.2	484.9	12.8	38	8.1	60
2017年	73.9	586.5	15.9	37	9.9	59
2018年	77.1	647.8	17.0	38	11.0	59
2019年	82.6	686.4	17.6	39	11.6	59
2020年	84.7	754.2	21.0	36	12.6	60
2021年	84.8	863.9	23.3	37	14.6	59
2022年	78.9	902.7	24.4	37	15.3	59
2023年	73.3	870.0	22.9	38	14.7	59
2024年	83.0	1147.4	28.7	40	19.1	60



来源：Wind、国金证券研究所

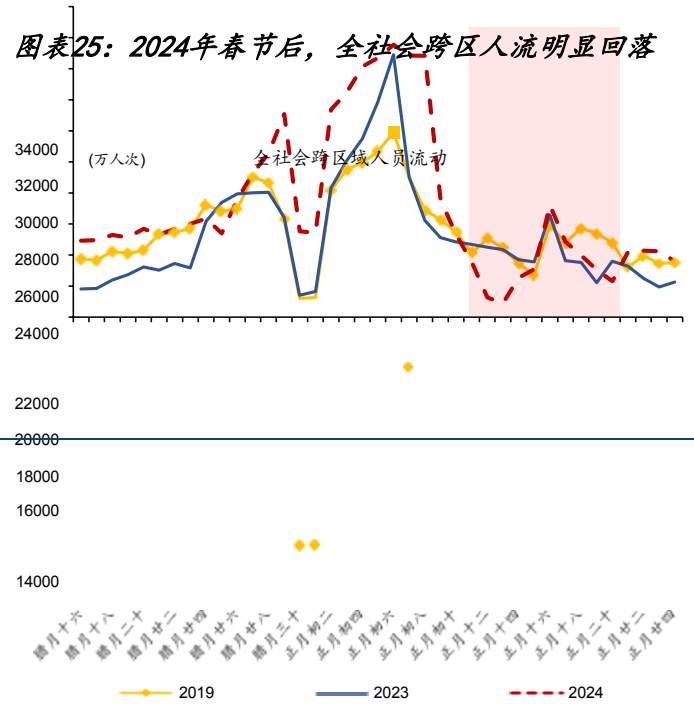
而微观数据所反映的政策落地偏慢，与节后复工恰逢“冻雨”极端天气，生产节奏遭遇扰动有关。春节后复工首日，寒潮东移南下、全国多地断崖式降温，部分中东部城市单日气温降幅达7-8度。气温急降叠加冷、暖湿气流交汇，中东部地区出现冻雨等极端天气，尤其罕见地侵袭了长三角、安徽北部、山东南部等地。极端天气扰动经济的逻辑，一方面是影响人流出行，2月中下旬全社会跨区人流明显回落，分别较2023、2019年同期下滑2.2、5.6个百分点；另一方面是影响建筑业、部分工业链条的生产节奏。（详见《极端天气，如何影响复苏节奏？》）

图表24：2024年春节后复工，恰逢全国普遍降温



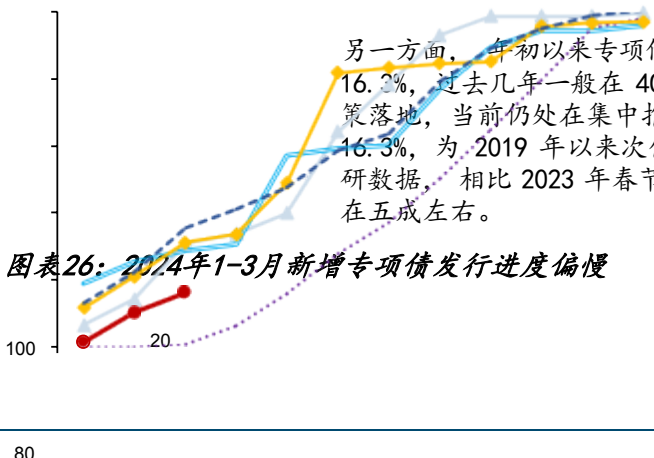
来源：中国天气网、国金证券研究所

图表25：2024年春节后，全社会跨区人流明显回落



来源：交通运输部、国金证券研究所

图表26：2024年1-3月新增专项债发行进度偏慢



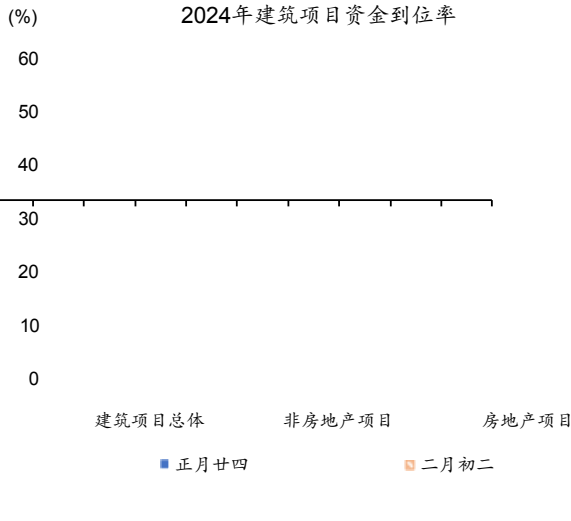
另一方面，年初以来专项债发行进度过慢，可能也是重要因素，1季度仅发行全年额度的16.3%，过去几年一般在40%左右。2023年四季度，“万亿国债”、地产“三大工程”等政策落地，当前仍处在集中推进阶段。受此影响，2024年1-3月新增专项债发行进度仅有16.3%，为2019年以来次低、仅高于2022年同期水平。在行业层面，据建筑网调研数据，相比2023年春节后第三周、第四周，2024年春节后第三周、第四周建筑项目开工到位率仅在五成左右。

图表27：春节后建筑资金到位率仅五成



80  
60  
40





来源：Wind、国金证券研究所

来源：百年建筑网、国金证券研究所

## (二) 经济尚未回到平稳修复状态前，政策仍将保持较强延续性

1-2 月宏观数据的“靓丽”表现，引发了市场对于政策会否更早“退出”的担忧；本文分析认为，这类担忧存在“过虑”，未来一段时期政策仍会保持发力状态、推动经济修复。

3 月份开始，“工作日效应”对于宏观数据的支撑作用趋于弱化。2024 年的“工作日效应”

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/945121233214011142>