

消费和出口可以更乐观一点

——2月宏观经济预测

核心要点:

- **全球流动性进一步趋紧。**2024年以来，美国10年期国债收益率从3.9%升至4.3%；同期中国10年期国债到期收益率从2.56%下降至2.34%，延续2023年12月从2.7%开始下行的趋势；对应中美利差从2023年底的-130BP再次扩大至接近-200BP。美元指数也从2023年末值101.38反弹至2月28日的103.9。
- **根据春节消费数据上调社会消费品零售增速至5.6%。**春节期间消费恢复速度快于2023年，尽管仍然面临人均消费下降的问题，但是消费人次上行带动消费总额恢复。2024年春节全国重点零售和餐饮消费增速达到8.5%，根据春节零售与全年零售关系的历史数据，全年消费增速可能在6.5%至7.5%之间。同时汽车销量保持较高增速，1至2月乘用车销量同比增长19%，而去年同期为-21%。
- **受美国库存周期筑底带动，中国出口增速也将进一步加速，一季度平均增速可能达到8.0%左右。**2023Q4美国利率见顶回落，美国销售总额增速实现转正，美国库存周期开始筑底，中国出口也在基数效应与美国销售额增长的驱动之下实现转正。2024年1至2月美国制造业PMI在连续保持在临界值以上，预计中国出口增速将继续加速上升，2月增速由于低基数可能接近20%。
- **价格方面，维持二季度CPI转正、三季度PPI转正的预测。**1月CPI同比-0.8%（前值-0.3%），环比+0.3%；PPI同比-2.5%（前值-2.7%），环比-0.2%。从环比看工业品需求仍然相对不足，消费品需求有一定恢复。预测CPI同比2月+0.4%，实现转正，但3月再次回落至-0.2%；预测PPI同比2月-2.3%、3月-2.2%，收窄降幅但斜率相对缓和。
- **宏观政策持续加力，资本市场已经企稳，但房地产销售改善不明显，预计货币供应量与社会融资增速实现企稳。**2月7日吴清任证监会党委书记、主席；20日5年期LPR调降25BP；23日中央财经委第四次会议部署设备更新、消费品以旧换新、降低物流成本。政策驱动之下，2月上证综指上涨8.13%、创业板指数上涨14.85%。房地产方面，城市房地产融资协调机制开始推进，但1月至2月住房销售改善尚不明显。展望2024年一季度，政府债发行加速可能仍是推动社会融资的主要因素，但消费与出口的恢复将带动货币活化与信用需求。预测2月与3月M1增速分别为2.5%、3.4%；M2增速从1月的8.7%回升至2月至3月的8.9%；社会融资增速2月降至9.0%，3月回升至9.2%。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

风险提示：

- 1.国内政策时滞的风险
- 2.海外经济衰退的风险
- 3.地缘政治的风险

表 1：2024 年 02 月 29 日预测（%）

分类	指标	年度	季度预测				月度预测		
		2024年	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.30	4.10	3.90	3.50	3.30	4.06	4.27	4.10
	中国10年期国债收益率	2.20	2.40	2.30	2.20	2.20	2.43	2.34	2.40
	美元指数	96.5	104.5	105.6	100.5	96.5	103.5	103.9	104.5
	USDCNY即期	7.05	7.20	7.30	7.15	7.05	7.18	7.20	7.20
通胀率	CPI: 当月同比	0.5	0.2	0.3	0.4	1.3	-0.8	0.4	-0.2
	PPI: 当月同比	-0.9	-2.4	-1.8	0.1	0.3	-2.5	-2.3	-2.2
货币 金融	M1: 同比	5.1	3.4	3.7	4.0	5.1	5.9	2.5	3.4
	M2: 同比	9.7	8.9	9.1	8.9	9.7	8.7	8.9	8.9
	社会融资存量: 同比	9.9	9.2	9.5	9.3	9.1	9.5	9.0	9.2
	社会融资规模新增(万亿元)	35.00	15.0	8.10	7.20	4.70	6.50	2.50	6.00
	信贷新增(万亿元)	23.40	10.62	5.46	4.53	2.80	4.92	1.60	4.10
进出口	出口(美元值): 当月同比	3.5	8.1	1.5	1.6	3.0	5.5	19.8	2.5
	进口(美元值): 当月同比	2.4	4.1	2.0	1.7	2.0	9.0	1.7	2.0
	贸易差额(亿美元): 当月值	8780	2200	2190	2250	2140	900	500	800
国内 经济	制造业PMI	-	-	-	-	-	49.2	50.0	50.2
	工业增加值: 当月同比	4.2	4.8	4.0	4.1	4.1	-	5.1	4.3
	社会消费品零售总额: 当月同比	5.6	5.3	4.8	6.2	5.9	-	5.5	5.0
	固定资产投资: 累计同比	3.5	2.4	2.9	3.6	3.5	-	2.3	2.9
	——制造业投资	5.0	5.5	5.1	5.3	5.0	-	6.0	5.5
	——房地产开发投资	-5.8	-6.6	-6.1	-6.0	-5.8	-	-6.4	-6.6
——基础设施建设投资	8.5	5.5	6.2	8.7	8.5	-	5.3	5.5	
GDP	实际GDP同比	4.8	4.4	4.6	5.0	5.2	-	-	-
	名义GDP同比	5.3	5.3	5.0	5.4	5.3	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

表 2：2024 年 02 月 02 日预测（%）

分类	指标	年度	季度预测				月度预测		
		2024年	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.30	3.80	3.90	3.50	3.30	3.99	4.10	3.80
	中国10年期国债收益率	2.20	2.60	2.40	2.30	2.20	2.43	2.40	2.60
	美元指数	96.5	100.0	98.2	101.2	96.5	103.5	102.0	100.0
	USDCNY即期	7.18	7.25	7.30	7.05	7.18	7.18	7.21	7.25
通胀率	CPI: 当月同比	0.5	0.0	0.3	0.6	1.0	-0.7	0.8	-0.1
	PPI: 当月同比	-0.5	-2.0	-1.3	0.6	0.7	-2.4	-1.8	-1.9
货币 金融	M1: 同比	3.7	2.0	2.3	2.4	3.7	4.48	1.00	1.00
	M2: 同比	10.8	10.6	10.1	10.0	10.8	9.85	10.07	10.06
	社会融资存量: 同比	9.9	9.5	9.8	9.5	9.9	9.59	9.36	9.5
	社会融资规模新增(万亿元)	35.00	15.0	8.10	7.20	4.70	6.50	2.50	6.00
	信贷新增(万亿元)	23.59	10.80	5.46	4.53	2.80	5.20	1.50	4.10
进出口	出口(美元值): 当月同比	1.5	-0.2	1.5	1.6	3.0	2.0	-4.6	0.8
	进口(美元值): 当月同比	1.5	0.0	2.0	1.7	2.0	9.0	-11.0	2.0
	贸易差额(亿美元): 当月值	8370	1790	2190	2250	2140	800	240	750
国内 经济	制造业PMI	-	-	-	-	-	49.2	-	-
	工业增加值: 当月同比	4.0	4.4	3.9	4.1	3.7	-	5.0	3.2
	社会消费品零售总额: 当月同比	5.1	5.3	4.8	4.7	5.3	-	5.5	5.0
	固定资产投资: 累计同比	3.6	2.9	3.3	4.1	3.6	-	2.4	2.9
	——制造业投资	4.1	5.1	5.1	5.6	4.1	-	6.0	5.1
	——房地产开发投资	-5.5	-6.4	-6.1	-5.9	-5.5	-	-6.4	-6.6
——基础设施建设投资	8.5	5.3	6.2	8.7	8.5	-	6.2	5.3	
GDP	实际GDP同比	5.0	5.0	5.0	5.2	4.9	-	-	-
	名义GDP同比	4.9	4.6	4.5	5.3	5.0	-	-	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

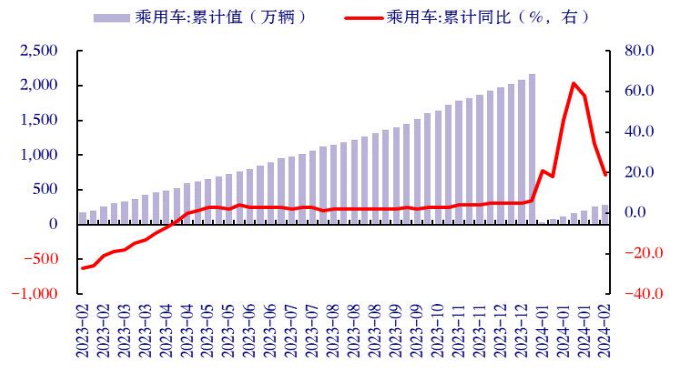
本期消费数据上调，预计全年消费数据强于预期。第一，春节期间消费均处于增长状态，恢复速度快于2023年。尽管仍然面临着人均消费恢复不足的问题，但是居民消费人次上行拉动了整体消费走高。2024年全国重点零售和餐饮消费增速达到8.5%，这个消费增速对全年消费增速有指导意义。根据春节零售与全年零售关系的历史数据，全年消费增速可能在6.5%至7.5%之间。第二，第一大消费品汽车的消费增速速度较快。1至2月份乘用车零售销量同比增长19%，去年同期此数字为-21%。1月份汽车消费表现亮眼，2月份汽车消费负增长，但考虑到春节假期影响，2月只是节日波动。

图 1：2024 年春节重点零售和餐饮消费增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

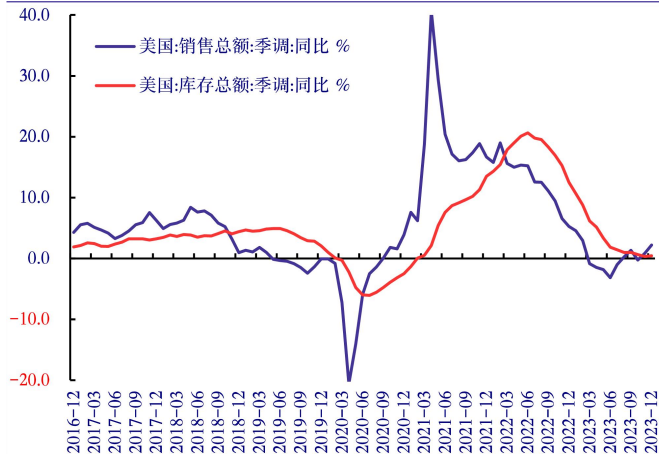
图 2：乘联会汽车销量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

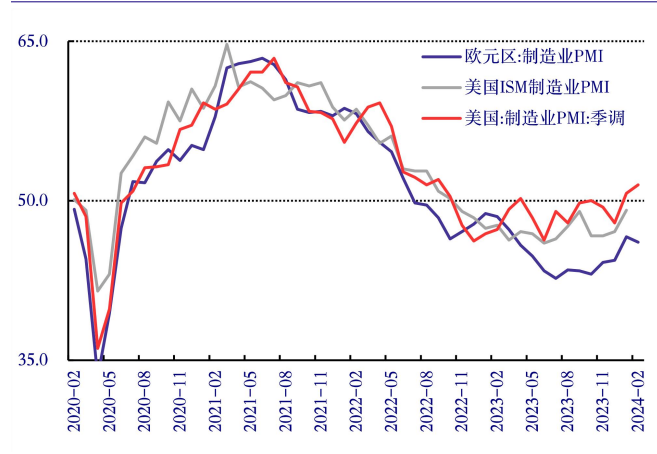
美国库存周期筑底，中国出口增速回升。2023Q4 美国利率见顶回落，同期美国销售总额增速实现转正，美国库存增速开始筑底；美国制造业 PMI 走出收缩区间，中国出口也在基数效应与美国销售额增长的驱动之下实现转正。2024 年 1 至 2 月美国制造业 PMI 连续保持在临界值以上，预计中国出口增速将继续加速上升，2 月增速由于低基数的影响可能接近 20%。

图 3：美国销售增速已经实现转正，预计一个季度后库存增速回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：2024 年 1 月至 2 月美国制造业 PMI 连续两个月维持在临界值以上



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券。

许冬石：宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系
中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn