

分析师: 肖雨

执业证书编号: S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

联系人: 张可迎

Email: zhangky04@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- **工增: 外需走弱, 补库需求仍不足。**12 月生产两年复合增速回落, 电热燃水在低基数下增长较快。内需方面, 2 月 PMI 新订单指数为 49.0%, 与 1 月份持平, 仍处在枯荣线之下。外需放缓, PMI 新出口订单指数 46.3%, 环比下降 0.9pct。2 月产成品库存和原材料库存回落, 反映企业仍处在去库存阶段, 供给端尚未修复。考虑到当前需求较弱、补库需求不足, 生产端也较为疲弱, 预计 2024 年 1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%, 相比 12 月份回落 0.8 个百分点。
- **固投: 基建、地产预计走弱。**12 月份基建投资加速恢复, 地产投资是主要拖累。地产方面, 1-2 月份商品房交易市场、土地市场边际走弱; 基建方面, 1-2 月新增专项债发行不及预期, 石油沥青装置开工回落, 基建投资预计下行。制造业景气度回落、地产销售有所降温、基建开工与景气度回落, 1-2 月固定资产投资同比增速可能回落。预计 1-2 月固定资产投资累计同比增速回落 0.2 个百分点至 2.8% 左右。
- **社零: 餐饮、汽车零售恢复较快。**12 月份社零不及预期, 社零整体和商品零售同比增速回落, 餐饮回升。1、2 月服务业 PMI 分别为 50.1%、51.0%, 有所回升。1-2 月大宗可选消费品汽车日均销量较去年 12 月份和 1-2 月份均有所增长, 一定程度反映出国内整体消费环境回暖, 预计消费品市场继续呈复苏态势, 2023 年 12 月, 社零在低基数下同比增长 7.4%, 预计 2024 年 1-2 月份社零在基数回归正常的情况下, 同比增速回落至 6.0%。
- **外贸: 预计进口回落、出口回升。**12 月份出口走弱, 进口环比改善。需求端, 美、日、欧制造业 PMI 均处在枯荣线以下, 外需仍较弱。从供给端看, 1-2 月 PMI 新出口订单先升至 47.2%、后降至 46.3%, 相比去年 12 月份上升 0.5pct。1-2 月中国出口集装箱运价综合指数 CCFI 环比回升; 波罗的海干散货指数 (BDI) 较 12 月份有所回落。结合高频数据, 预测 1-2 月出口同比增速在低基数下小幅回升 0.2 个百分点至 2.5%。1、2 月 PMI 进口指数先升至 46.7%、后降至 46.4%, 与去年 12 月份持平。价格方面, 1-2 月原油价格较去年 1-2 月份有所回落, 不利于进口金额增长。预计 1-2 月进口同比增速放缓 0.2 个百分点至 0%。
- **物价: 预计 PPI 降幅扩大、CPI 回正。**PMI 主要原材料购进价格指数回落 0.3 个百分点至 50.1%。再结合动力煤、螺纹钢、水泥价格等高频数据, 预测 2 月 PPI 同比增速回落 0.2 个百分点至 -2.7%。由于春节错位原因, 2 月 28 种重点监测蔬菜价格月度均值与去年同期持平; 猪肉平均批发价同比上涨 2.7%。预测 2 月 CPI 同比增速有望回正, 增速为 0.1%。
- **金融: 信贷、社融预计同比少增。**2 月 30 大中城市的商品房成交面积同比回落 64.2% (前值 -6.9%), 可能带动居民中长期贷款继续同比少增。2 月汽车日均销量同比上升, 有望带动居民短期贷款同比多增。2 月地产、基建预计同比走弱, 企业中长期贷款增速同比少增。预计 2 月新增人民币贷款同比少增 3000 亿元, 即 1.5 万亿元。受地产拖累, 预计表外贷款 (委托, 信托, 未贴现) 仍然同比减少。直接融资方面, 股票融资波动不大, 企业债净融资额同比减少约 2200 亿元, 政府债券净融资与去年同期基本持平。预测 2 月新增社融 2.3 万亿元, 同比少增约 8000 亿元, 社融存量增速为 9.2%。
- **风险提示:** 预测模型和方法不够准确, 高频数据更新不及时或提取失误。

内容目录

一、工业：外需走弱，补库需求仍不足	- 4 -
二、固投：基建、地产预计走弱	- 5 -
三、社零：餐饮、汽车零售恢复较快	- 7 -
四、外贸：预计进口回落、出口回升	- 8 -
五、物价：预计 PPI 降幅扩大、CPI 回正	- 10 -
六、金融：信贷、社融预计同比少增	- 13 -

图表目录

图表 1: 2 月宏观数据预测 (%，亿元)	- 4 -
图表 2: 12 月工业增加值同比增速回落 (%)	- 4 -
图表 3: 工业增加值三大类别同比增速 (%)	- 4 -
图表 4: 2 月内需环比持平、外需有所回落 (%)	- 5 -
图表 5: 主要行业开工率变化情况 (%)	- 5 -
图表 6: 12 月固定资产投资同比增速回升 (%)	- 6 -
图表 7: 1-2 月商品房成交面积有所回落 (万平方米)	- 6 -
图表 8: 1-2 月石油沥青装置开工率同比回落 (%)	- 7 -
图表 9: 1-2 月建筑业 PMI 持续回落 (%)	- 7 -
图表 10: 12 月社零两年复合同比增速回落 (%)	- 7 -
图表 11: 餐饮收入恢复较快 (%)	- 7 -
图表 12: 各类商品零售额同比增速 (%)	- 8 -
图表 13: 1-2 月服务业 PMI (%)	- 8 -
图表 14: 1-2 月汽车销量回落 (辆)	- 8 -
图表 15: 12 月进口两年复合增速上行 (美元计价, %)	- 9 -
图表 16: 2 月美欧日制造业 PMI 环比回落 (%)	- 9 -
图表 17: 1-2 月 PMI 新出口订单先升后降 (%)	- 10 -
图表 18: 1-2 月国内出口运价指数回升	- 10 -
图表 19: 1-2 月 PMI 进口指数与 2023 年 12 月持平 (%)	- 10 -
图表 20: PPI 环比回升 (%)	- 11 -
图表 21: 2 月 CRB 指数同比增速回升 (%)	- 11 -
图表 22: 2 月螺纹钢、动力煤价格下行 (元/吨)	- 11 -
图表 23: 2 月水泥价格指数同、环比均回落	- 12 -

图表 24: 2 月 PMI 原材料购进价格指数回落 (%)	- 12 -
图表 25: 1 月 CPI 同比回落、PPI 降幅收窄 (%)	- 12 -
图表 26: 2 月蔬菜价格同比持平、猪肉价同比回升 (元/公斤)	- 13 -
图表 27: 新增信贷结构拆分 (亿元)	- 13 -
图表 28: 新增社融结构拆分 (亿元)	- 14 -
图表 29: 2 月新增人民币贷款规模通常季节性回落 (亿元)	- 14 -

2 月份主要宏观数据即将公布，我们基于指标趋势的判断，结合高频数据和政策的边际变化，对各项数据进行前瞻，供投资者参考。

图表 1: 2 月宏观数据预测 (%，亿元)

同比 (%)	2024 年 2 月 E	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2022-12	2022-11
规上工业增加值	6.0	--	6.8	6.8	4.6	1.3	2.2
固定资产投资	2.8	--	3.0	2.9	1.4	3.3	0.8
社会消费品零售总额	6.0	--	7.4	7.4	7.6	-1.8	-5.9
出口总额 (美元计价)	2.5	--	2.3	0.5	-6.6	-12.6	-10.4
进口总额 (美元计价)	0.0	--	0.2	-0.6	3.0	-7.5	-11.1
CPI: 当月同比	0.1	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	1.8	1.6
PPI: 当月同比	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-0.7	-1.3
新增人民币贷款	15000	49200	11700	10900	7384	14000	12100
新增社融	23000	65017	19326	24547	18441	13058	19837
社融存量: 累计同比	9.2	9.5	9.5	9.4	9.3	9.6	10.0

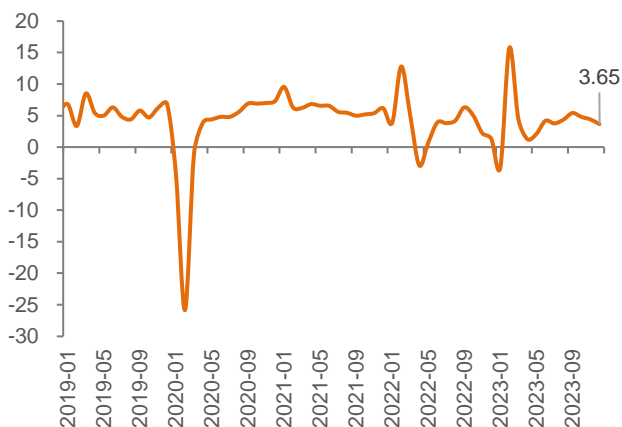
来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 规上工业增加值、固投、社零、进出口增速均为 1-2 月合计估算。

一、工业: 外需走弱, 补库需求仍不足

12 月生产两年复合增速回落, 电热燃气在低基数下增长较快。12 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.8%, 两年复合同比增长 3.7%, 季调后环比增长 0.52%, 较上月分别增长 0.2pct、下降 0.7pct 和下降 0.4pct。分类别来看, 采矿业同比增长 4.7%、较上月上升了 0.8pct; 制造业同比增长 7.3%, 较上月下降了 2.6pct; 电力、燃气及水的生产和供应业低基数下同比增长 7.1%, 较上月上升了 0.4pct, 2022 年 12 月同比增速仅为 0.2%。分行业来看, 12 月份增速较高的三个行业分别为汽车制造 (20.0%)、有色金属 (12.9%)、化学制品 (11.0%), 均在低基数下保持两位数增长, 可能是带动制造业回升的主要增长点。

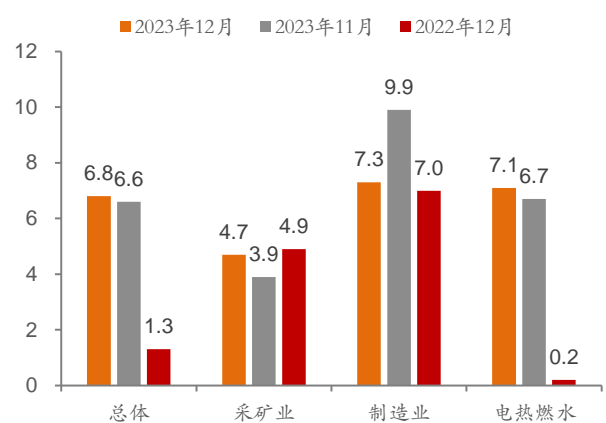
图表 2: 12 月工业增加值同比增速回落 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 2021、2023 年同比增速为两年复合增速

图表 3: 工业增加值三大类别同比增速 (%)



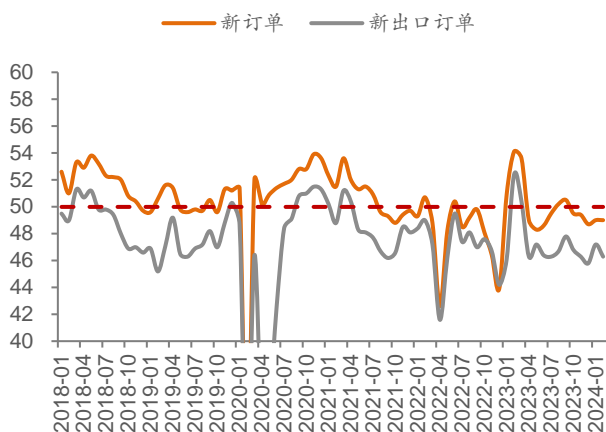
来源: Wind, 中泰证券研究所

2 月份制造业 PMI49.1%，环比下降 0.1pct；非制造业 PMI51.4%，环比上升 0.7pct，其中建筑业环比回落 0.4pct 至 53.5%，服务业环比回升 0.9pct 至 51.0%。

需求端仍偏弱，外需仍形成较大拖累。 内需方面，2 月 PMI 新订单指数为 49.0%，与 1 月份持平，仍处在枯荣线之下。外需放缓，PMI 新出口订单指数 46.3%，环比下降 0.9pct。

企业仍处在去库存阶段。 2 月 PMI 生产指数 49.8%，环比下降 1.5pct，回落至枯荣线以下。2 月产成品库存和原材料库存回落，反映企业仍处在去库存阶段，供给端尚未修复。2024 年年初至 2 月底，开工率涨跌互现，其中螺纹钢和石油沥青分别累计回落 2.59%、4.10%，PTA 累计回升 2.02%，汽车轮胎累计回升 20.38%。春节后工业生产开工率回升，春节前至 2 月底主要螺纹钢厂家开工率、石油沥青装置开工率、PTA 开工率和汽车全钢胎开工率分别累计回升 7.24pct、1.60pct、0.36pct 和 50.00pct。

图表 4：2 月内需环比持平、外需有所回落（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：主要行业开工率变化情况（%）

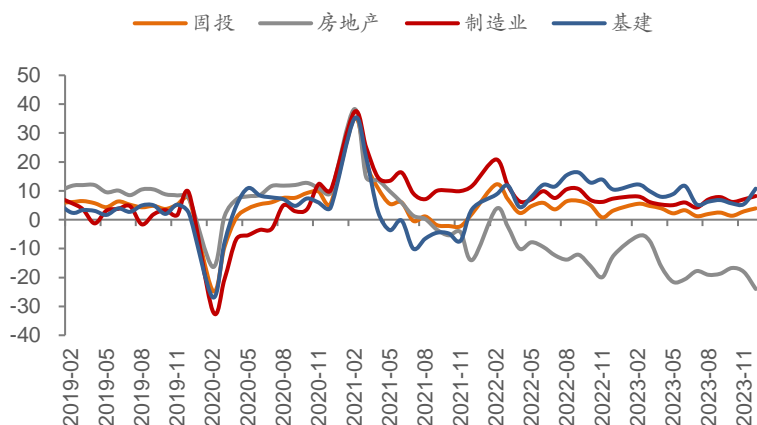


来源：Wind，中泰证券研究所

考虑到当前需求较弱、补库需求不足，生产端也较为疲弱，预计 2024 年 1-2 月全国规模以上工业增加值同比增速 6.0%，相比 12 月份回落 0.8 个百分点。

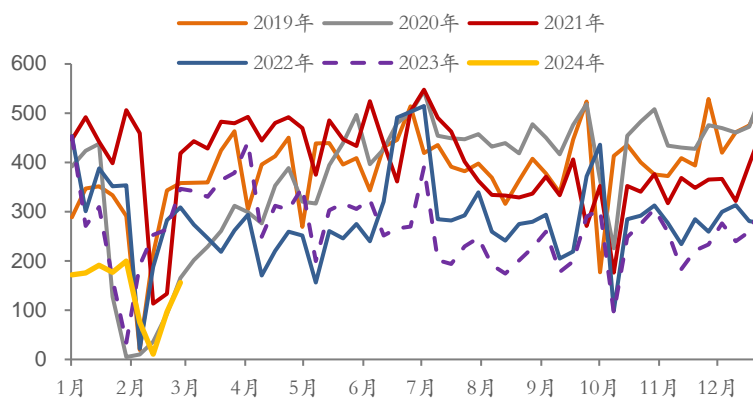
二、固投：基建、地产预计走弱

12 月份基建投资加速恢复，地产投资是主要拖累。 1-12 月固定资产投资累计同比增长 3.0%（前值 2.9%），当月同比增速 3.9%（前值 2.9%）。分项来看，制造业投资有所修复，12 月同比增速 8.2%（前值 7.1%）；地产投资 12 月同比增速持续为负，为 -24.0%（前值 -18.1%），降幅走阔；基建投资加速修复，当月同比增速 10.7%（前值 5.4%）。

图表 6: 12 月固定资产投资同比增速回升 (%)


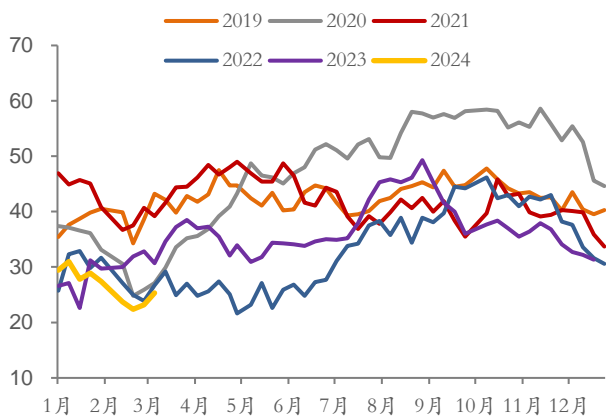
来源: WIND, 中泰证券研究所

1-2 月份商品房交易市场、土地市场边际走弱。从新房成交情况来看, 1-2 月份商品房单周成交量符合季节性趋势, 春节前处于相对高位, 春节期间成交回落, 春节后销售回暖。但 2024 年 1-2 月销售情况并不乐观, 春节前后销售面积均低于往年同期水平, 1-2 月商品房成交面积之和相比 2023 年 1-2 月下滑 39.2% (前值-10.4%)。1-2 土地成交面积同比回落 14.4% (前值-7.5%)。

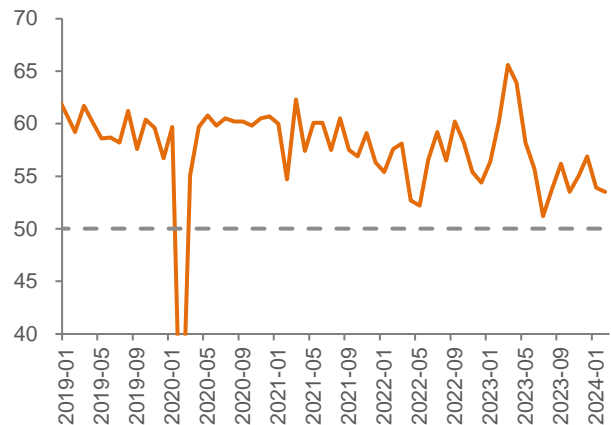
图表 7: 1-2 月商品房成交面积有所回落 (万平方米)


来源: WIND, 中泰证券研究所

1-2 月新增专项债发行不及预期, 石油沥青装置开工回落, 基建投资预计下行。1-2 月新增专项债实际发行规模不及计划发行规模 (4034 亿元 & 5138 亿元)。从地方债提前批历年下达的时间来看, 2019 年、2020 年、2022 年、2023 年提前批额度均在前一年 11 月-12 月下达, 2021 年在当年 3 月初下达, 2024 年提前批下达时点在 2 月份, 相对较晚, 因此新增专项债发行进度可能相对后置。1-2 月石油沥青开工率同比下行 1.9pct。1、2 月份建筑业 PMI 分别收于 53.9% 和 53.5%, 相比 2023 年 12 月份 (56.9%) 持续下行。

图表 8: 1-2 月石油沥青装置开工率同比回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

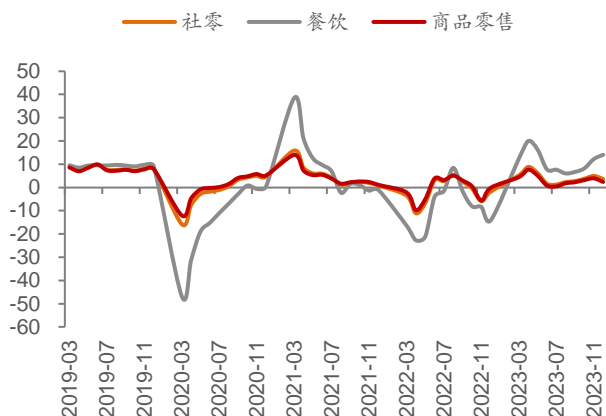
图表 9: 1-2 月建筑业 PMI 持续回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

制造业景气度回落、地产销售有所降温、基建开工与景气度回落, 1-2 月固定资产投资同比增速可能回落。**预计 1-2 月固定资产投资累计同比增速回落 0.2 个百分点至 2.8% 左右。**

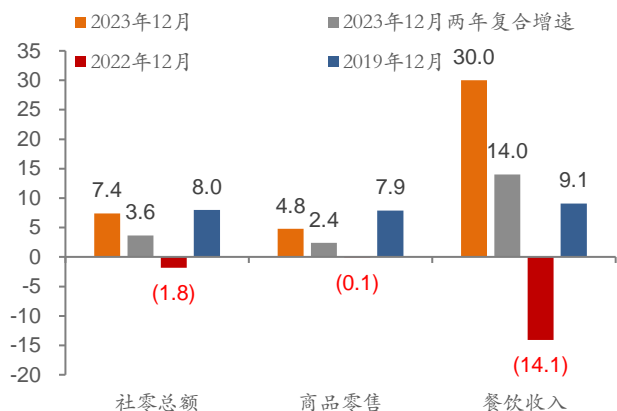
三、社零: 餐饮、汽车零售恢复较快

12 月份社零不及预期, 社零整体和商品零售同比增速回落, 餐饮回升。12 月社会消费品零售总额同比增长 7.4%。分商品零售和餐饮收入两类来看, 商品零售走势与社零总体基本一致, 当月增速为 4.8% (前值 8.0%); 餐饮收入增速较高, 当月增速为 30.0% (前值 25.8%)。从消费分项来看, 1) 受基数影响, 12 月份金银珠宝、服装鞋帽等社交类消费排名靠前, 药品消费负增长。一方面, 元旦假期出行、社交需求上升, 另一方面, 2022 年 12 月份受疫情影响, 社交出行类需求较弱, 相关消费均为负增长。2) 地产相关的消费, 家具、家电、建筑装潢依然疲弱。消费增速分别为 2.3%、-0.1% 和 -7.5%, 仅家具消费实现同比正增长。

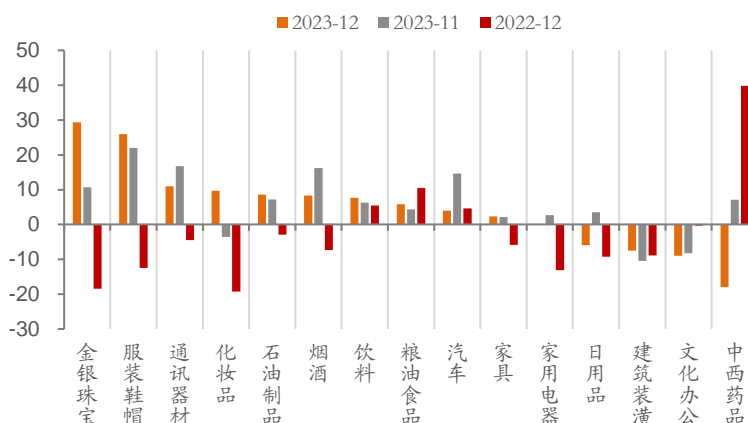
图表 10: 12 月社零两年复合同比增速回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年、2023 年为两年复合增速

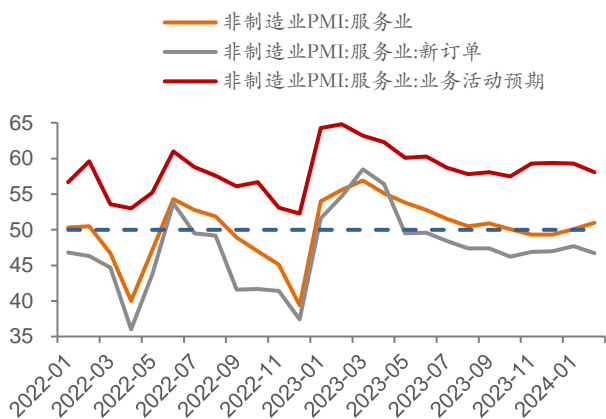
图表 11: 餐饮收入恢复较快 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

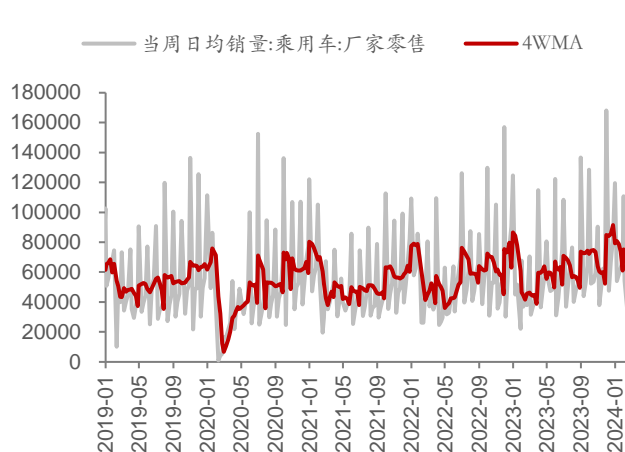
图表 12: 各类商品零售额同比增速 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

1-2月服务业 PMI、汽车销售有所回升。1、2月服务业 PMI 分别为 50.1%、51.0%，有所回升。但服务业订单有所回落，新订单 PMI 于 1 月份升至 47.7%、2 月份回落至 46.7%；服务业业务活动预期持续回落至 59.3%、58.1%。从高频数据来看，1-2 月大宗可选消费品汽车日均销量较去年 12 月份和 1-2 月份均有所增长，一定程度反映出国内整体消费环境回暖，预计消费品市场继续呈复苏态势，2023 年 12 月，社零在低基数下同比增长 7.4%，预计 2024 年 1-2 月份社零在基数回归正常的情况下，同比增速回落至 6.0%。

图表 13: 1-2 月服务业 PMI (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 1-2 月汽车销量回落 (辆)


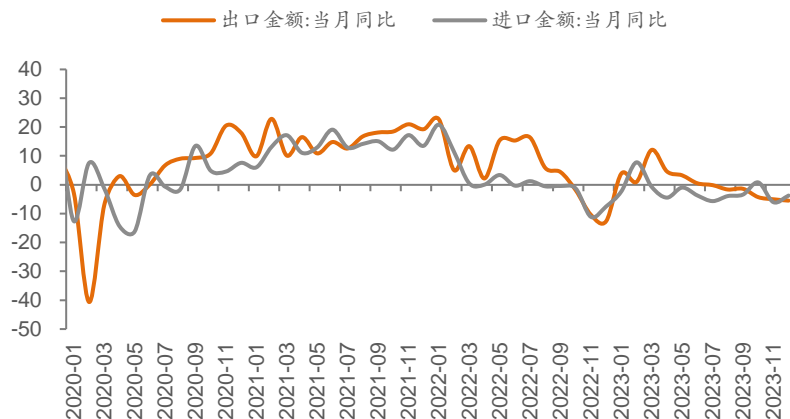
来源: WIND, 中泰证券研究所

四、外贸: 预计进口回落、出口回升

12 月份出口走弱，进口环比改善。12 月份出口同比增速 2.3%，两年复合增速为 -5.5%。剔除基数影响，考虑两年复合增速，降幅自 9 月份以来持续走阔。分国别来看，新兴国家对出口起支撑作用，发达国家拖累出口。

12 月份进口同比增速 0.2%，两年复合增速为-3.8%。12 月份进口情况相比 11 月份有所改善，进口金额同比增速上升 0.8pct，两年复合增速上升 2.2pct。分产品来看，金属、汽车对进口增速起到支撑作用。分国别来看，我国从新兴国家以及发达国家进口金额均环比改善。

图表 15: 12 月进口两年复合增速上行 (美元计价, %)

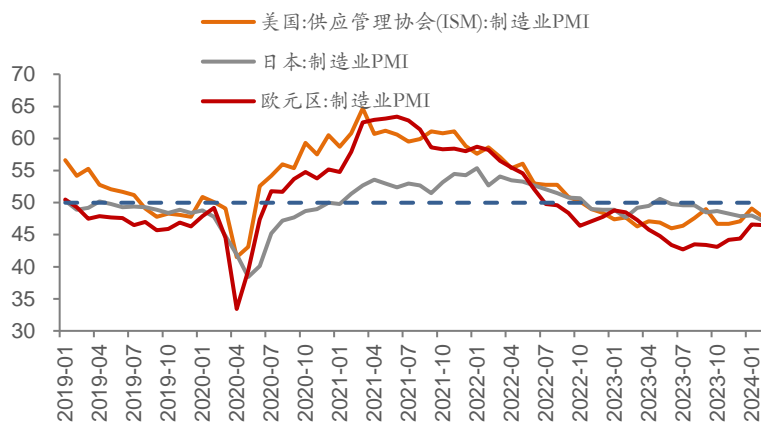


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年、2023 年为两年复合增速

需求端, 2 月美国制造业 PMI47.8%, 欧元区制造业 PMI46.5%, 日本制造业 PMI47.2%, 分别环比回落 1.3 个百分点、0.1 个百分点和 0.8 个百分点, 均处在枯荣线以下, 外需仍较弱。

图表 16: 2 月美欧日制造业 PMI 环比回落 (%)

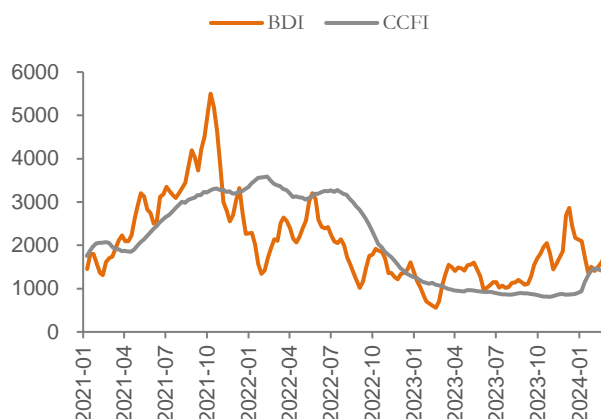


来源: WIND, 中泰证券研究所

从供给端看, 1-2 月 PMI 新出口订单先升至 47.2%、后降至 46.3%, 相比去年 12 月份上升 0.5pct。高频数据显示, 1-2 月中国出口集装箱运价综合指数 CCFI 环比回升; 波罗的海干散货指数 (BDI) 较 12 月份有所回落。结合高频数据, 预测 1-2 月出口同比增速在低基数下小幅回升 0.2 个百分点至 2.5%。

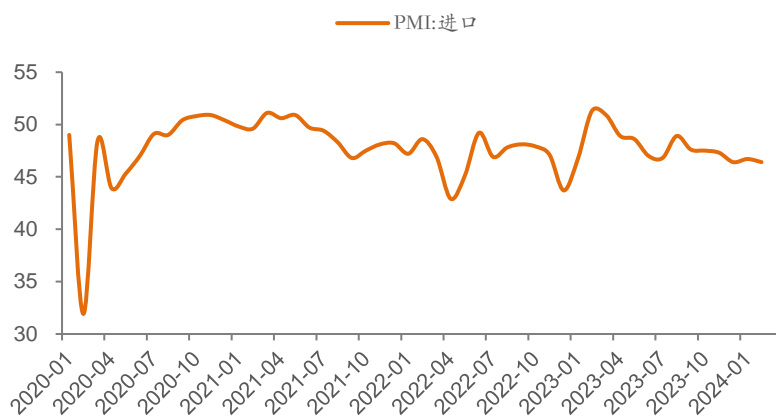
图表 17: 1-2 月 PMI 新出口订单先升后降 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 18: 1-2 月国内出口运价指数回升


来源: WIND, 中泰证券研究所

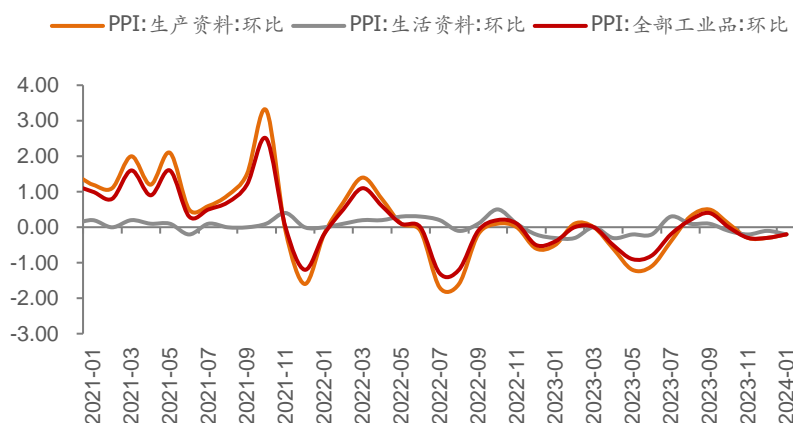
1、2 月 PMI 进口指数先升至 46.7%、后降至 46.4%，与去年 12 月份持平。价格方面，1-2 月原油价格较去年 1-2 月份有所回落，不利于进口金额增长。预计 1-2 月进口同比增速放缓 0.2 个百分点至 0%。

图表 19: 1-2 月 PMI 进口指数与 2023 年 12 月持平 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

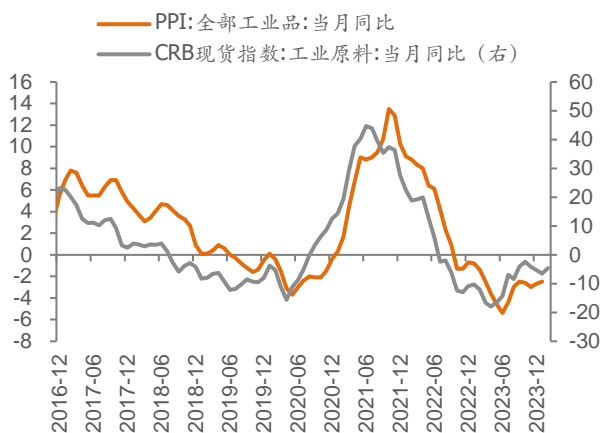
五、物价：预计 PPI 降幅扩大、CPI 回正

1 月 PPI 同环比降幅收窄。1 月 PPI 同比增速-2.5%，降幅收窄 0.2 个百分点，环比回落 0.2%。其中生活资料价格环比降低 0.2%，生产资料价格环比降低 0.2%。

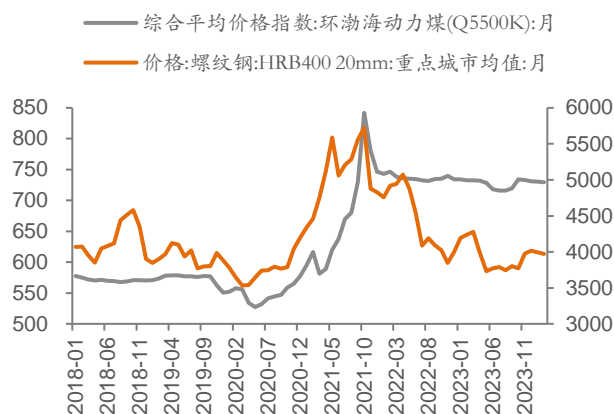
图表 20: PPI 环比回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

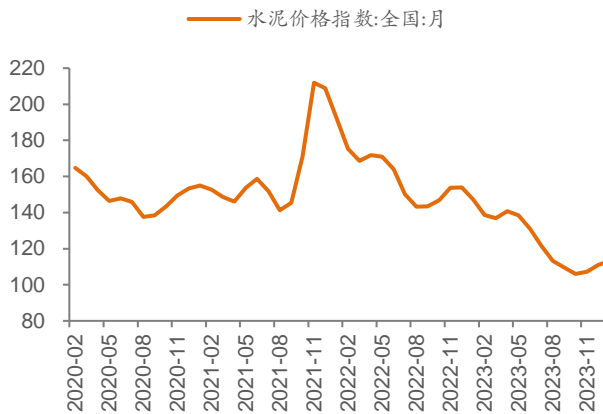
预计原材料价格回落, PPI 仍处于负区间。高频数据显示, 2月 CRB 现货指数同比回落 4.6%; 环渤海动力煤价格环比下跌 0.3%, 同比下降 0.4%; 螺纹钢价格环比回落 0.2%, 同比回落 0.5%; 水泥价格指数环比回落 3.4%, 同比回落 21.6%; PMI 主要原材料购进价格指数回落 0.3 个百分点至 50.1%。根据高频数据, **预测 2 月 PPI 同比增速回落 0.2 个百分点至 -2.7%。**

图表 21: 2 月 CRB 指数同比增速回升 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 22: 2 月螺纹钢、动力煤价格下行 (元/吨)


来源: WIND, 中泰证券研究所

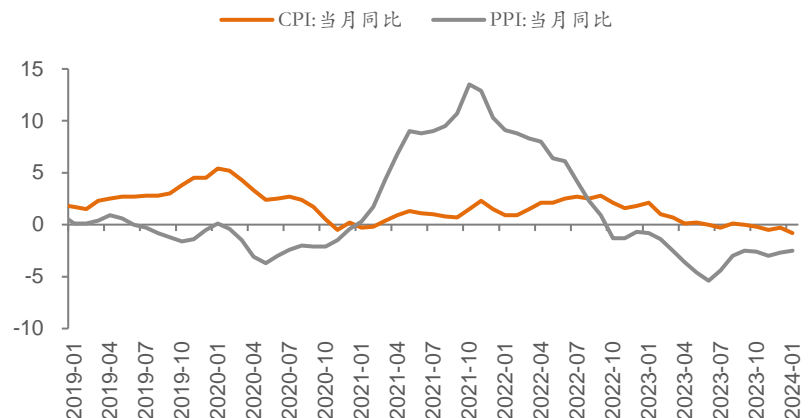
图表 23: 2 月水泥价格指数同、环比均回落


来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 24: 2 月 PMI 原材料购进价格指数回落 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

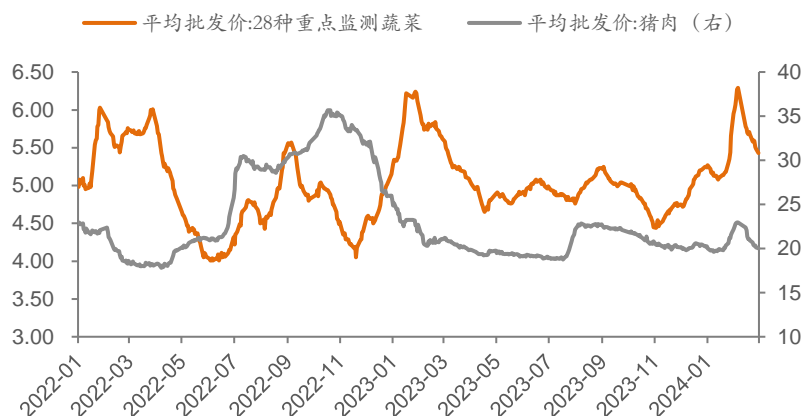
蔬菜、猪肉价格回落带动 1 月 CPI 同比降幅扩大。1 月 CPI 同比下行 0.8% 降幅走阔 0.5 个百分点。CPI 同比下行主要受到蔬菜、猪肉价格回落等因素影响。

图表 25: 1 月 CPI 同比回落、PPI 降幅收窄 (%)


来源: WIND, 中泰证券研究所

高频数据显示, 由于春节错位原因, 2 月 28 种重点监测蔬菜价格月度均值与去年同期持平; 猪肉平均批发价同比上涨 2.7%。根据高频数据, 预测 2 月 CPI 同比增速有望回正, 增速为 0.1%。

图表 26: 2 月蔬菜价格同比持平、猪肉价同比回升 (元/公斤)

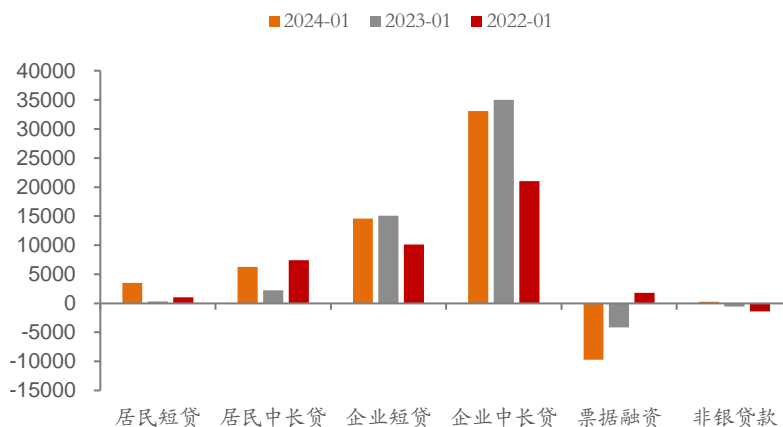


来源: WIND, 中泰证券研究所

六、金融: 信贷、社融预计同比少增

1 月居民新增中长贷和企业新增中长贷季节性回升, 居民中长贷同比多增、企业中长贷同比少增。1 月新增人民币贷款 4.92 万亿元, 同比多增 200 亿元。从结构上看, 居民户短期贷款和中长期贷款同比增加 3187 亿元和 4041 亿元, 企业短期贷款和中长期贷款分别同比少增 500 亿元和 1900 亿元。

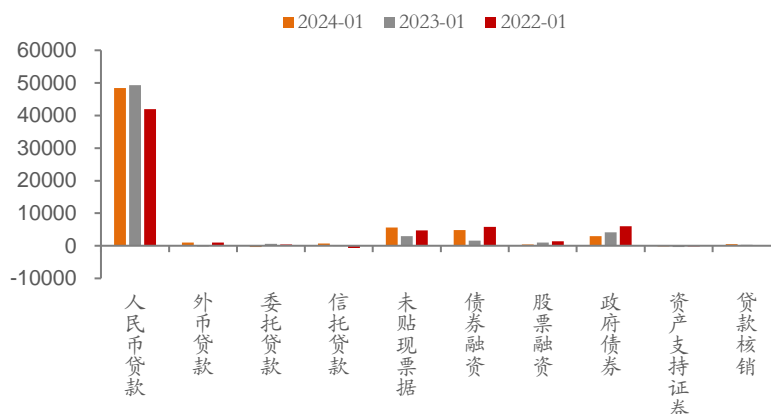
图表 27: 新增信贷结构拆分 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

1 月社融季节性回升, 企业债和新增未贴现汇票是主要拉动项。1 月新增社融 6.5 万亿元, 同比多增 5061 亿元。分结构来看, 拉动新增社融同比增长的是新增企业债券和新增未贴现汇票, 分别同比增加 3197 亿元和 2672 亿元。政府债券、委托贷款和人民币贷款是主要拖累。

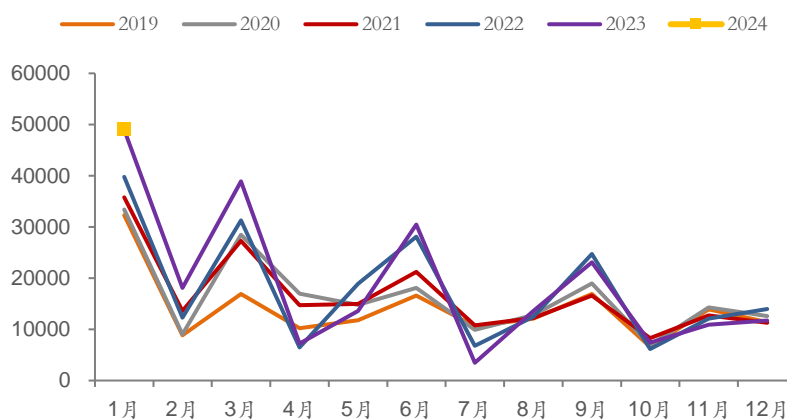
图表 28: 新增社融结构拆分 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

观察历史数据, 2 月新增人民币贷款规模通常季节性回落。从高频数据来看, 2 月 30 大中城市的商品房成交面积同比回落 64.2%(前值-6.9%), 可能带动居民中长期贷款继续同比少增。2 月汽车日均销量同比上升, 有望带动居民短期贷款同比多增。2 月地产、基建预计同比走弱, 企业中长期贷款增速同比少增。**预计 2 月新增人民币贷款同比少增 3000 亿元, 即 1.5 万亿元。**

图表 29: 2 月新增人民币贷款规模通常季节性回落 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

从信贷以外的分项来看, 受地产拖累, 预计表外贷款(委托, 信托, 未贴现)仍然同比减少。直接融资方面, 股票融资波动不大, 企业债净融资额同比减少约 2200 亿元, 政府债券净融资与去年同期基本持平。**预测 2 月新增社融 2.3 万亿元, 同比少增约 8000 亿元, 社融存量增速为 9.2%。**

风险提示: 预测模型和方法不够准确, 高频数据更新不及时或提取失误。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。