

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

投资要点

- 3月21日，财政部公布1-2月财政收支数据，其中个人所得税同比下降15.9%，我们认为：

第一，由于2024年以来未对个人所得税采取专项附加扣除等调整措施，个税数据的表现，或表明纳税人群在收入端存在波动；

第二，估算纳税人群约在7000万附近波动，约相当于全国人口的5.0%；

第三，从年度数据上看，2023年个税累计同比下降1.0%，结合全国居民人均可支配收入同比增长6.3%，我们认为居民收入在内部结构上可能出现了分化，包含绝大多数人群的基础端收入稳定增长，但5%的纳税人群收入出现波动。

高频数据：生产高位平稳，基建运行仍弱，地产成交续升，土地出让仍弱，消费低位平稳，出口运价续落，进口运价波动。

- 风险提示事件：国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

相关报告

内容目录

1. 居民收入的差异化运动：个税与居民可支配收入的观察.....	- 3 -
2. 高频数据：生产高位平稳，基建运行仍弱，地产成交续升，土地出让仍弱，消费低位平稳，出口运价续落，进口运价波动.....	- 3 -
3. 风险提示.....	- 11 -

图表目录

图表 1: 生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）.....	- 3 -
图表 2: 基建部分高频指标（库存单位为万吨）.....	- 4 -
图表 3: 基建部分高频指标（水泥价格分区域）.....	- 4 -
图表 4: 商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）.....	- 4 -
图表 5: 部分重点城市二手房成交面积（面积单位为平方米）.....	- 5 -
图表 6: 土地成交部分高频指标（面积单位为万平方米）.....	- 6 -
图表 7: 消费相关部分高频指标（销量单位为辆，电影票房单位为万元）.....	- 7 -
图表 8: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数.....	- 7 -
图表 9: CCFI 指数不同航线表现.....	- 8 -
图表 10: 外贸相关高频指标（区域指数）.....	- 8 -
图表 11: CDFI 运价指数及细分运价指数.....	- 9 -
图表 12: BDI 指数及细分运价指数.....	- 10 -

1. 居民收入的差异化运动：个税与居民可支配收入的观察

3月21日，财政部发布2024年1-2月财政收支情况，其中个人所得税3262亿元，同比下降15.9%。考虑到2024年以来并未新增个人所得税改革，前期个税改革主要集中在2019年、2022年和2023年，例如在2019年开始实施的专项附加扣除；2022年新设3岁以下婴幼儿照护的扣除项目；2023年1月1日起提高了3岁以下婴幼儿照护、子女教育和赡养老人3项专项附加扣除标准。尤其是2023年相关改革，进一步降低了个人所得税征收基数。此背景下，2024年个税收入降幅扩大，或表明纳税人群在收入端有所波动。

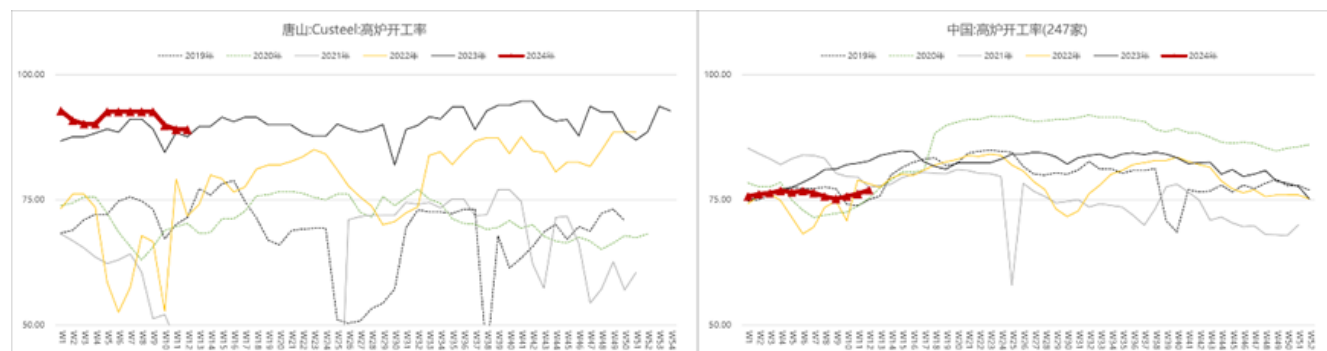
估算纳税人群或在7000万附近波动。2018年8月31日，全国人大常委会，通过了关于修改个人所得税法的决定。会后新闻发布会上，时任财政部副部长表示，修法后个人所得税的纳税人占城镇就业人员的比例，将由原先的44%下降到15%。根据2023年国家统计局的数据，城镇就业人员约4亿7032万人，按15%的比例计算，需要缴纳个人所得税的人员约为7055万人，相当于全国人口（140967万人）的5.0%。

从年度数据上看，2023年个人所得税累计同比下降1.0%，而根据国家统计局公布的数据，2023年全国居民人均可支配收入39218元，比上年增长6.3%，扣除价格因素，实际增长6.1%。上述两项数据的表现，或意味着居民的基础端整体稳固并有所提升，但占全国人口约5%的纳税人群收入有所波动，进一步向消费端映射，或指向消费的基础端稳固，但向上的弹性或相对有限。

2. 高频数据：生产高位平稳，基建运行仍弱，地产成交续升，土地出让仍弱，消费低位平稳，出口运价续落，进口运价波动

从生产端来看，保持高位平稳，截至3月22日唐山Custeel高炉开工率为89.05%（前值89.05%），高位平稳，高于往年同期水平；全国247家高炉开工率76.92%（前值76.17%），高位小幅回升，超过2019年同期水平；截至3月21日，PTA产业链负荷率77.15%（前值79.71%），高位回落；截至3月23日，汽车半钢胎开工率继续上行，且高于往年平均水平。

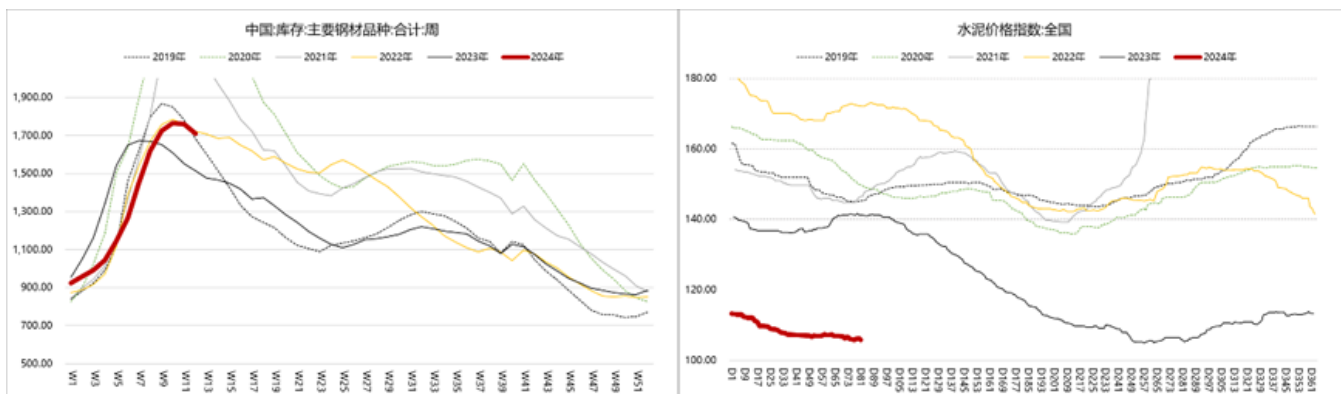
图表1：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）



来源：WIND、中泰证券研究所

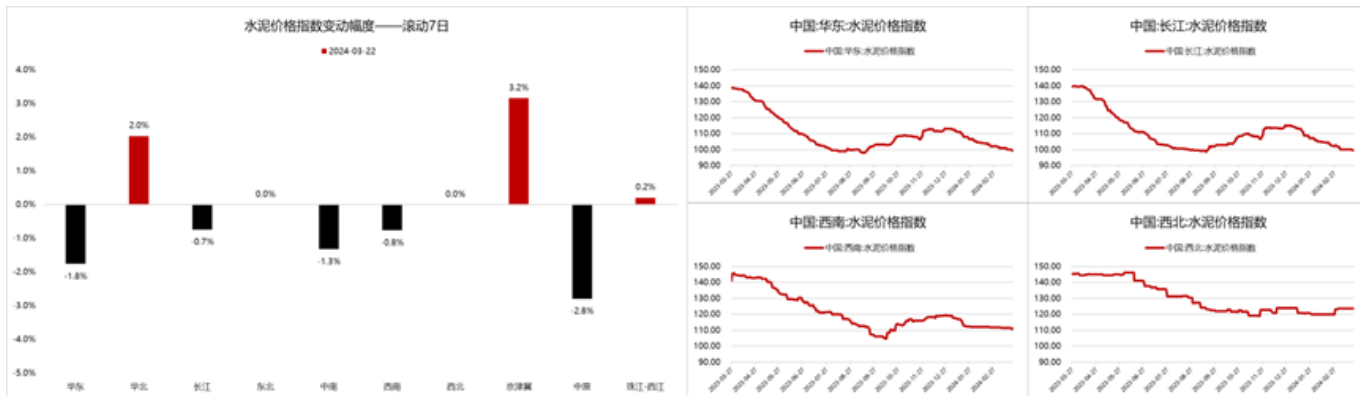
从内需端看，基建上，截至 3 月 23 日主要钢材品种库存季节性回落，但相较 2023 年同期仍然偏高，反应钢材去化速度相对偏慢；截至 3 月 22 日全国水泥价格低位继续下行，反应基建发力仍需等待；从区域来看，各区域价格相较 7 日前有所分化，其中华东、长江有所回落，华北、京津冀出现阶段上行。

图表 2：基建部分高频指标（库存单位为万吨）



来源：WIND、中泰证券研究所

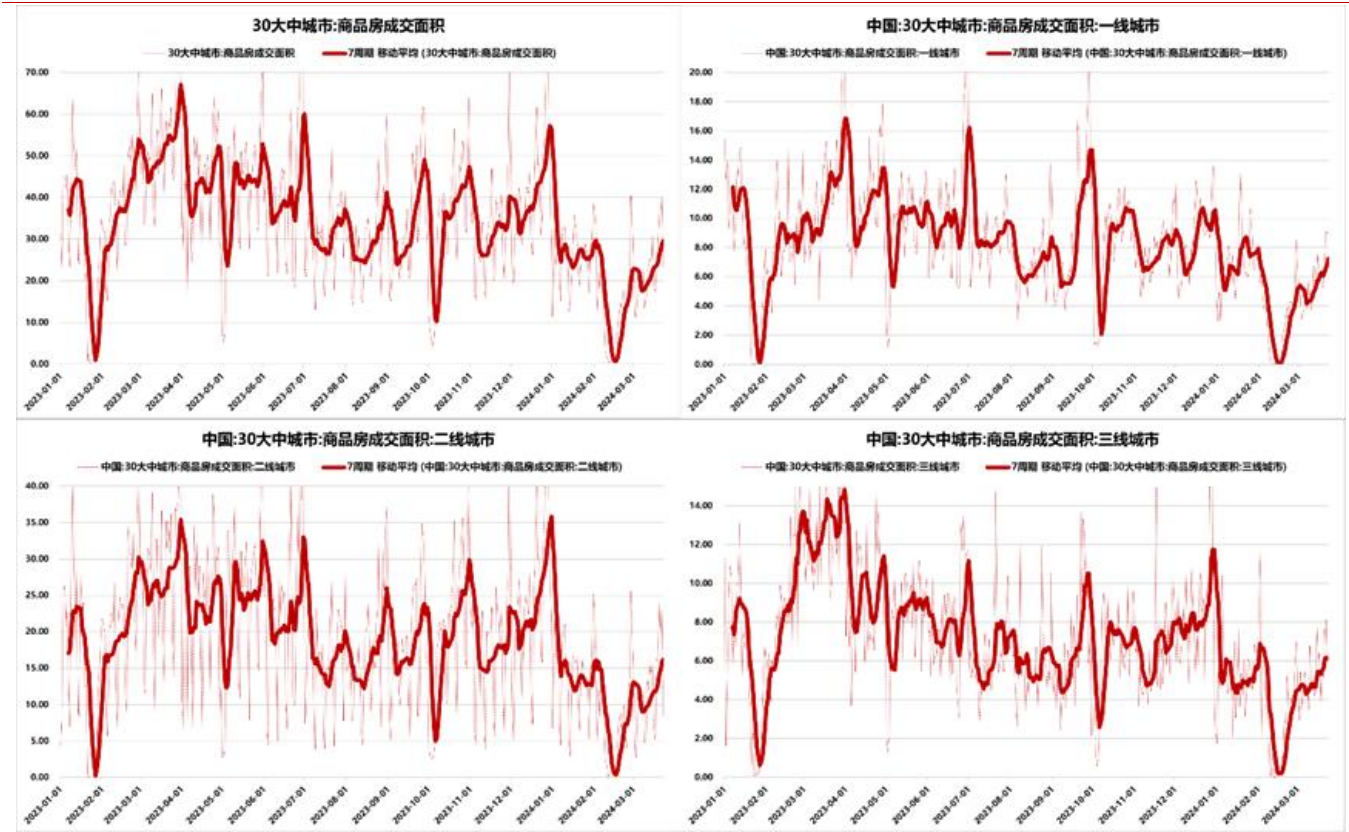
图表 3：基建部分高频指标（水泥价格分区域）



来源：WIND、中泰证券研究所

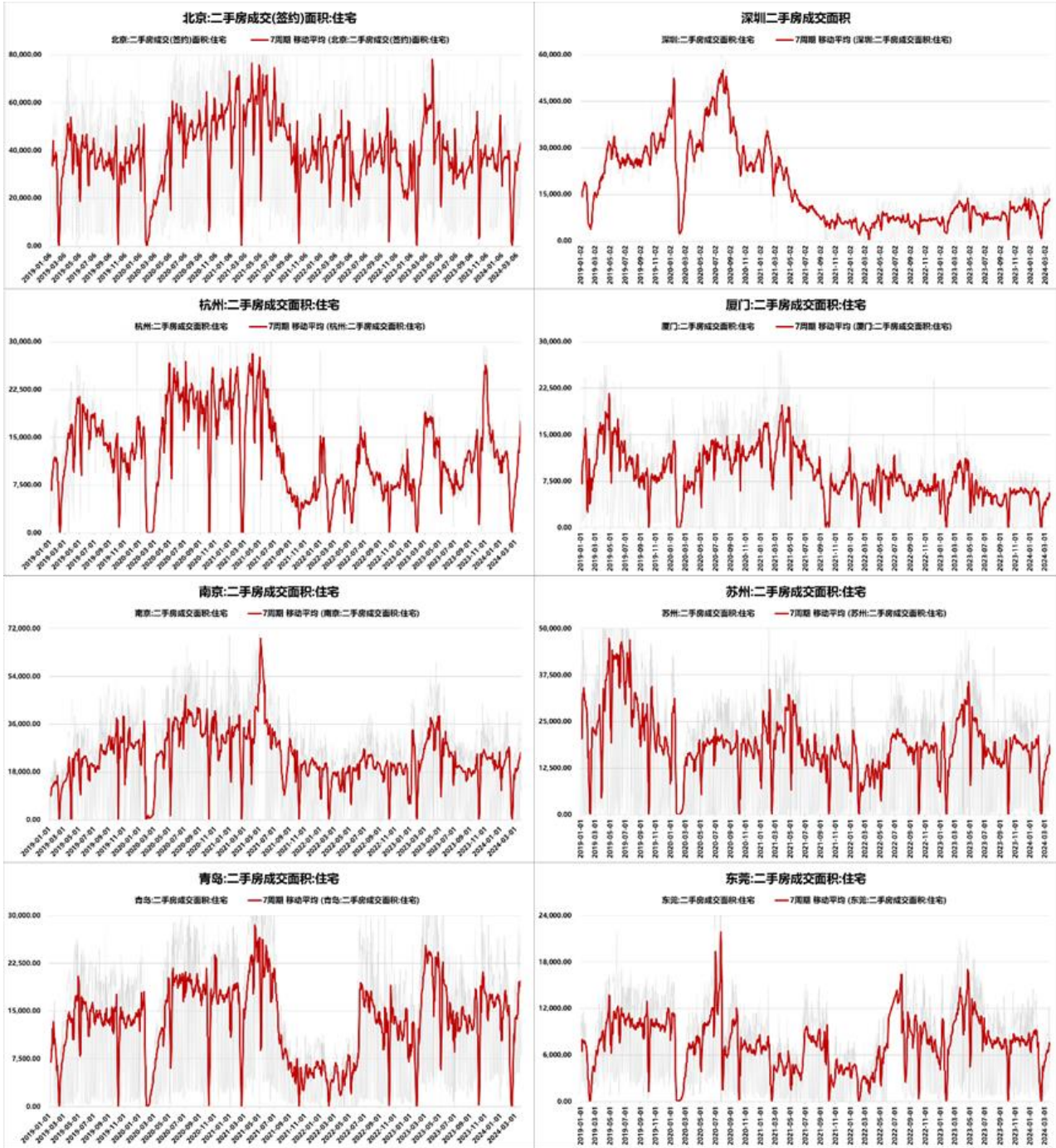
地产上，截至 3 月 23 日，30 大中城市商品房成交面积继续回升，一线、二线、三线同步回升；从部分重点城市二手房成交面积来看，绝大多数延续低位回升态势。从土地成交情况来看，截至 3 月 17 日，100 大中城市成交土地面积、住宅用地面积低位波动。乘用车批零数据低位波动；地铁客运量相对平稳；电影票房延续回落。

图表 4：商品房成交部分高频指标（面积单位为万平方米）



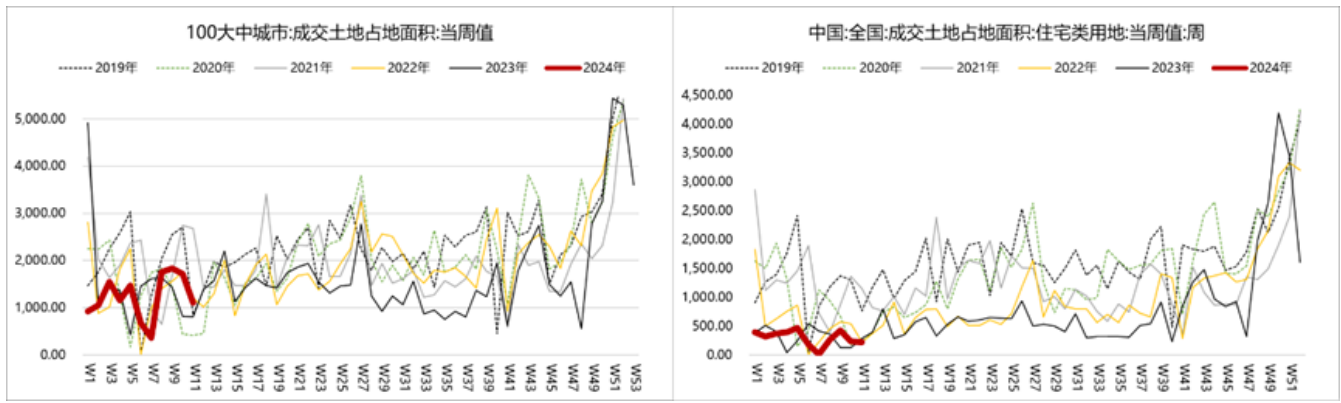
来源: WIND、中泰证券研究所

图表 5: 部分重点城市二手房成交面积 (面积单位为平方米)



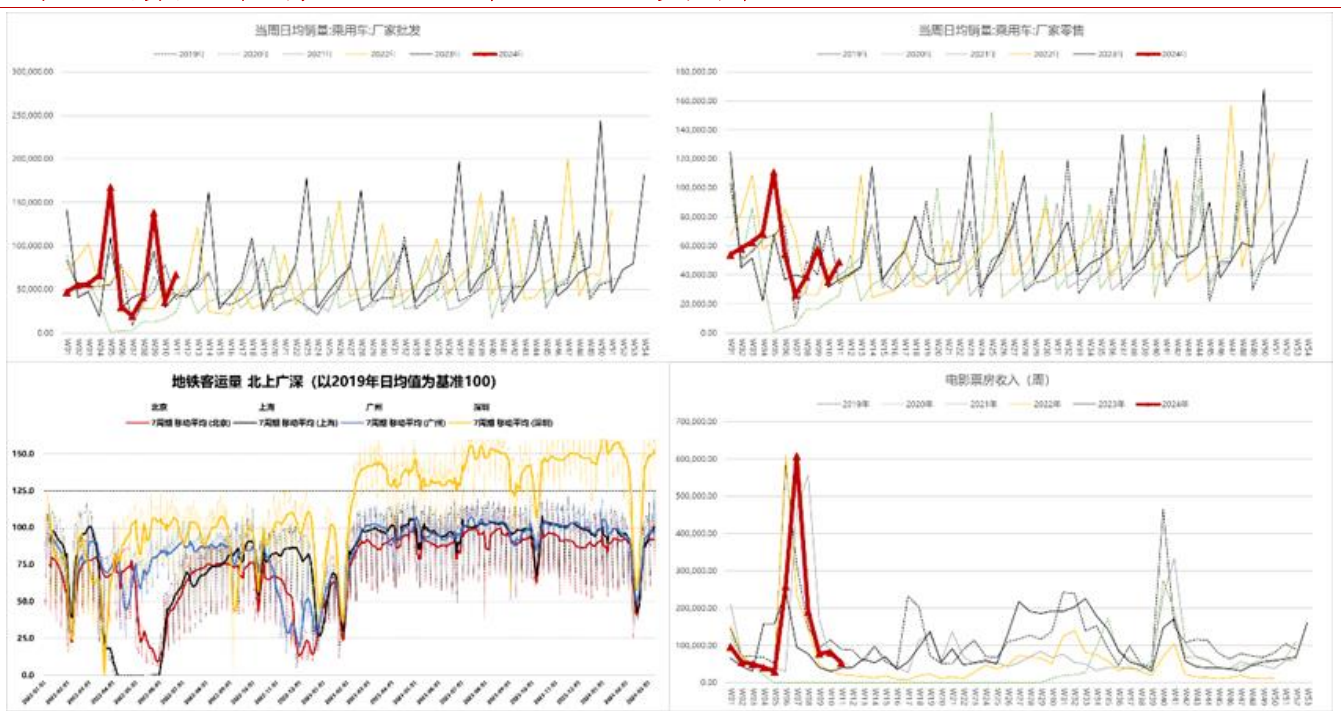
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 6: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源: WIND、中泰证券研究所

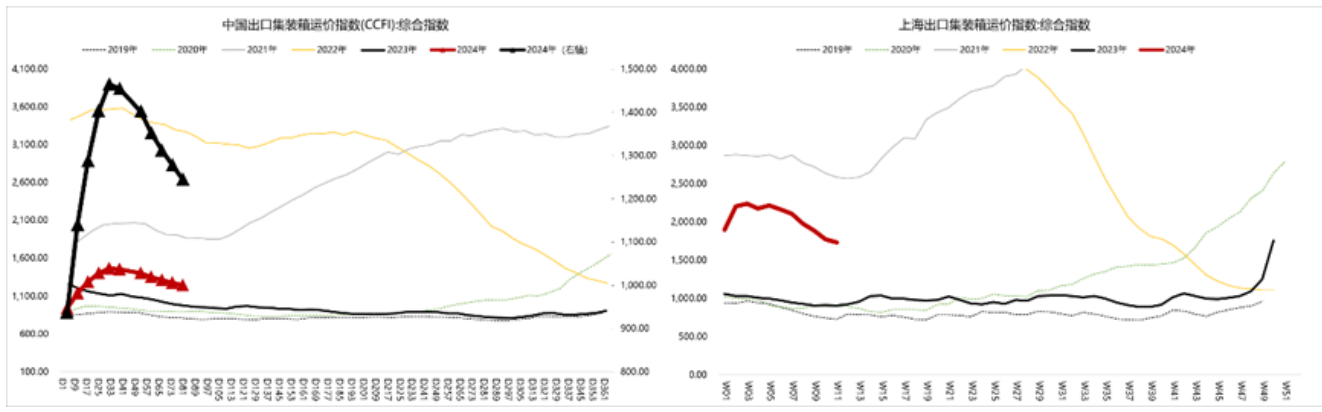
图表 7: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源: WIND、中泰证券研究所

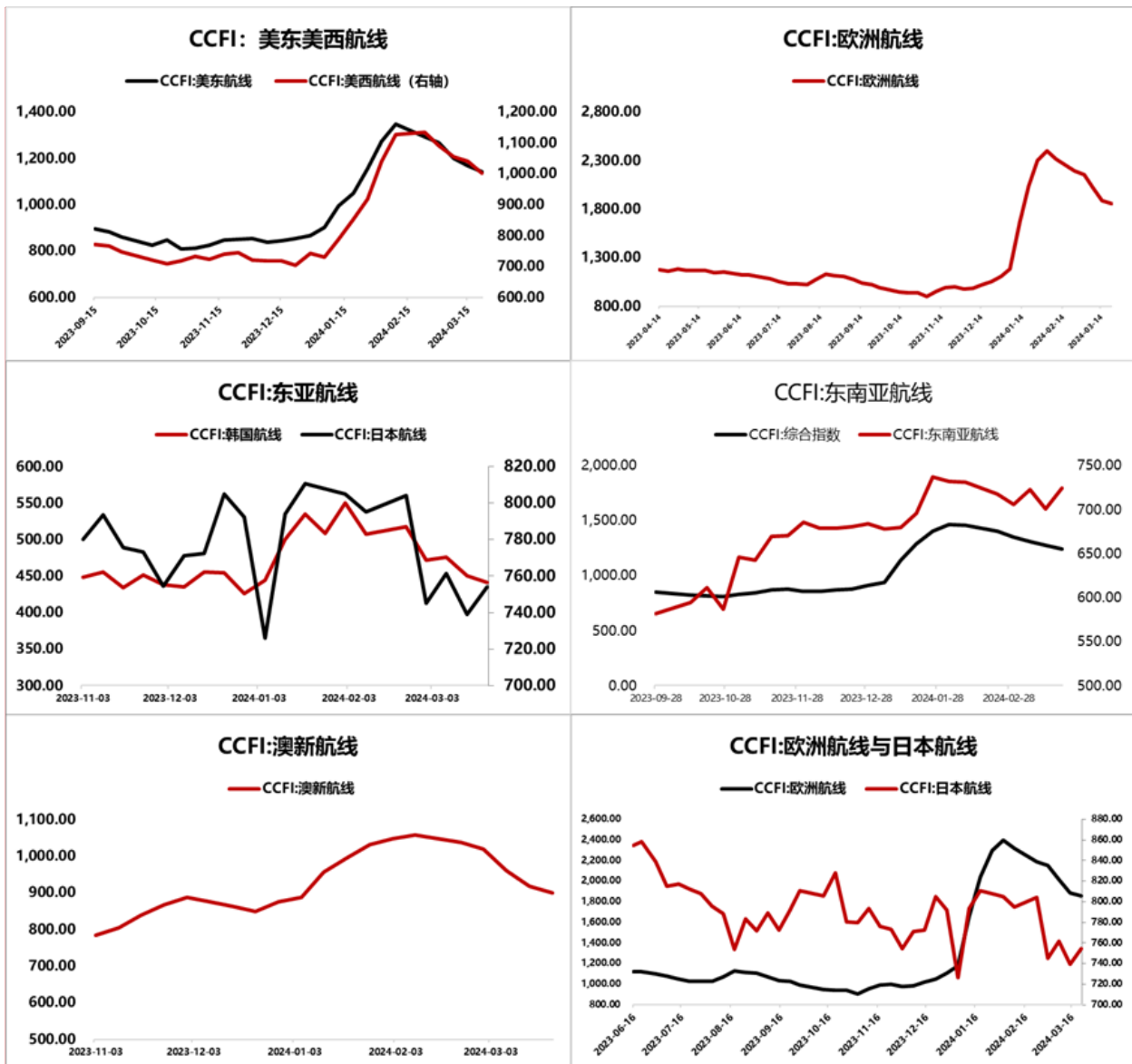
从外需端看, 出口运价指标继续回落。截至 3 月 22 日, 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报 1244.83 点 (前值 1278.28 点), 延续高位回落态势; 上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 报 1732.57 点 (前值 1772.92 点), 继续回落。从细分航线来看, 主要航线同步回落, 东南亚航线具有一定韧性。从部分区域运价指标来看, 覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数高位波动; 东南亚集装箱运价指数回落后反弹。

图表 8: 中国出口集装箱运价指数与上海出口集装箱运价指数



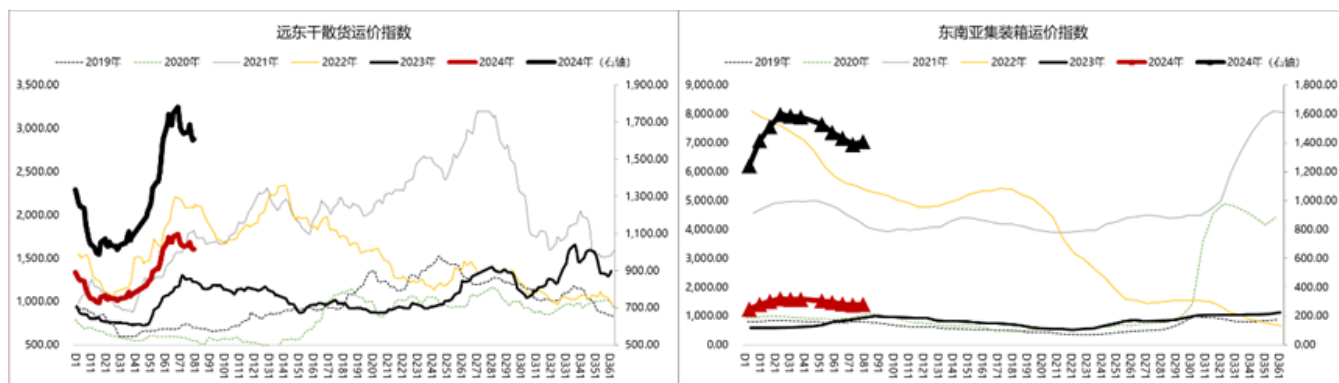
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 9: CCFI 指数不同航线表现



资料来源：WIND、中泰证券研究所

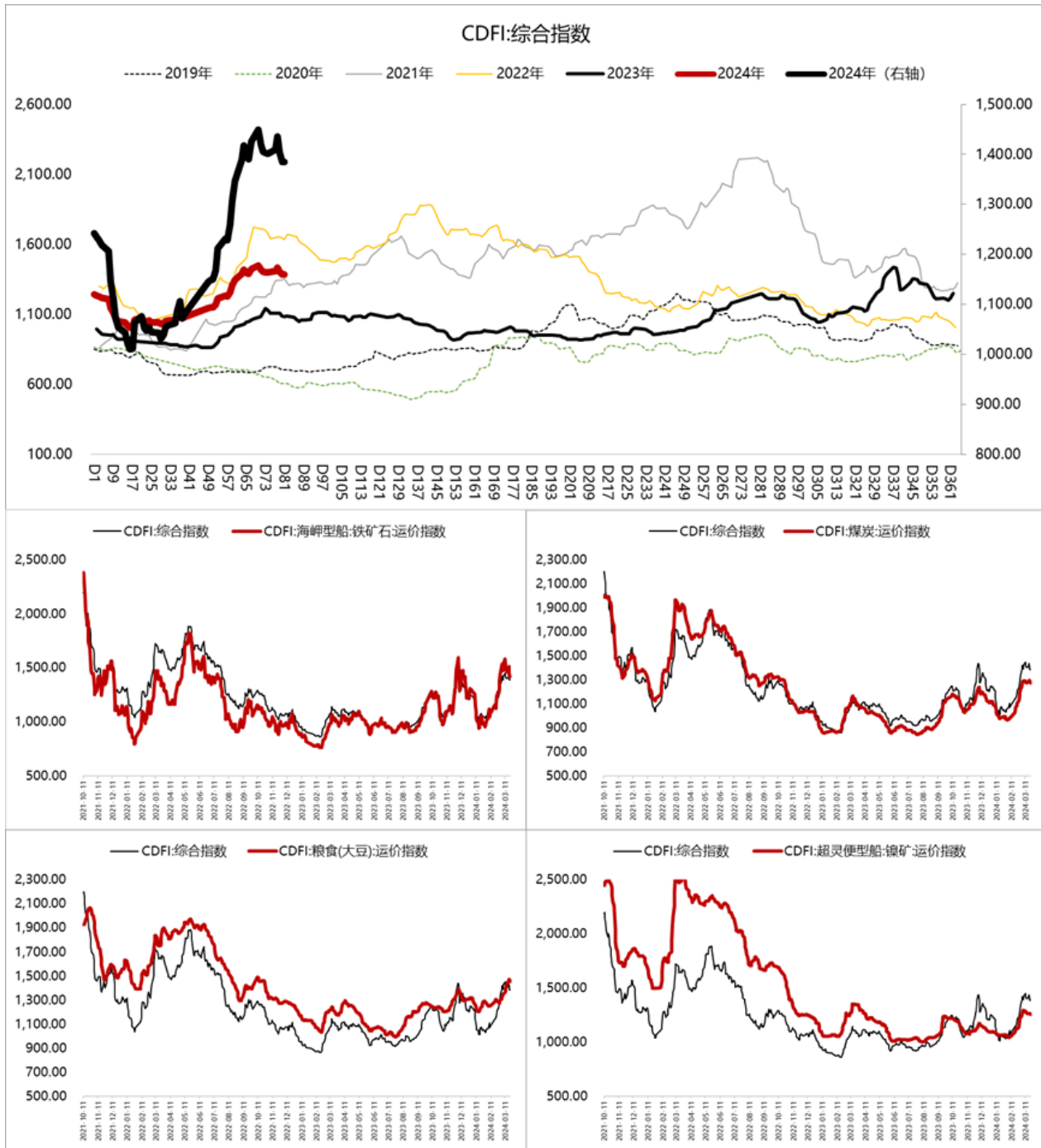
图表 10: 外贸相关高频指标 (区域指数)



资料来源：WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标高位波动，或反映内需平稳。截至3月22日，CDFI中国进口干散货运价指数录得1384.66点（上周1400.97点），高位波动，相较往年同期偏强；铁矿石、煤炭、镍矿等运价指数高位波动，粮食（大豆）运价指数继续上行。

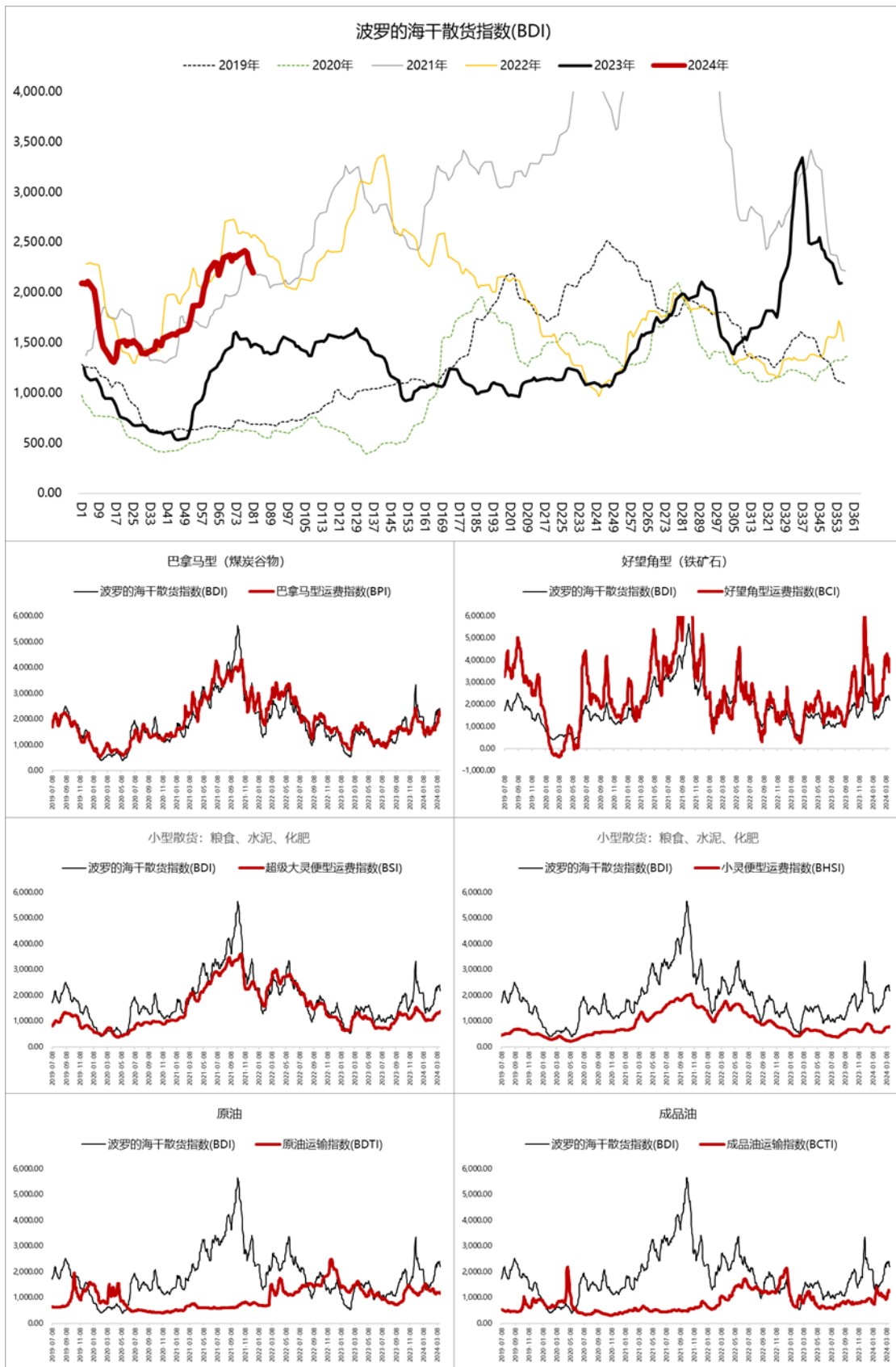
图表 11: CDFI 运价指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

从 BDI (波罗的海干散货指数) 来看, 由于 BDI 指数主要反映的是大宗资源类产品的供求关系, 由于中国进口产品多以该类物品为主, 因此, BDI 指数更多地可以反映中国进口状况的变化。截至 3 月 22 日, BDI 指数为 2196 点 (上周 2374 点), 高位波动, 细分运价指数有所分化。

图表 12: BDI 指数及细分运价指数



来源: WIND、中泰证券研究所

3. 风险提示

国内与海外政策变动风险；国内与海外经济波动超预期风险；国际经济贸易摩擦风险

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。