

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: 高基数下工增增速预计回落。**1-2 月增速比 12 月高 0.2 个百分点, 比去年同期高 4.6 个百分点, 多数行业实现正增长。生产端, 企业补库需求仍有待提升。3 月份开工率涨跌互现, 共同点在于 2023 年同期开工率绝对水平和增长斜率均较快, 因此生产端同比增速在高基数影响下可能有所回落。**预计 2024 年 3 月全国规模以上工业增加值同比增长 5.0%, 相比 1-2 月份回落 2.0 个百分点。**
- **固投: 基建、地产预计走强。**2024 年 1-2 月固定资产投资同比增长 4.2%, 较去年 12 月份单月同比增速上升 0.3 个百分点。从三大投资分项来看, 制造业投资修复动能回升, 基建投资增速环比回落但好于预期, 地产投资降幅收窄。地产方面, 3 月份商品房交易热度上升, 3 月份商品房单周成交量符合季节性趋势持续回升, 但斜率高于 2023 年同期。基建方面, 3 月份建筑业 PMI 回升幅度较大, 建筑业与地产、基建相关度较高, 可能受近期部分地区商品房销售改善以及“三大工程”落地有关, 同时去年增发的国债大部分于今年使用, 主要投向基建等领域。3 月份石油沥青开工率有所回升, 且斜率高于去年同期。在需求改善, 制造业景气度回升、地产销售有所升温、基建开工率回升斜率较大, 3 月固定资产投资同比增速可能回升, **预计 3 月固定资产投资累计同比增速回升 0.3 个百分点至 4.5% 左右。**
- **社零: 服务业、汽车零售恢复较快。**12 月份社零超预期, 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%, 高于 Wind 一致预期值 5.4%, 低于前值 7.4%。3 月服务业 PMI、汽车销售有所回升。3 月服务业 PMI 为 52.4%, 回升 1.4 个百分点, 服务业订单回升 0.5 个百分点至 47.2%, 服务业业务活动预期回升 0.1 个百分点至 58.2%。从高频数据来看, 3 月厂家零售商用车四周移动平均日均销量恢复增长较快, 并高于去年同期水平, **预计 2024 年 3 月份社零在基数回归正常的情况下, 同比增长 5.5%, 持平于 1-2 月份。**
- **外贸: 预计出口回落、进口回升。**1-2 月进、出口超预期回升。需求端, 3 月美国制造业 PMI 为 50.3%, 自 2022 年 10 月份以来首次升至枯荣线以上, 欧元区、日本制造业 PMI 均处在枯荣线以下。3 月 PMI 新出口订单升至 51.3%, 相比 2 月份上升 4.0 个百分点。高频数据显示, 3 月中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI)、波罗的海干散货指数 (BDI) 同、环比均有所回升。结合高频数据, **预测 3 月出口同比增速在高基数下可能转负, 增速为 -3.0%。**3 月 PMI 进口指数升至 50.4%, 自去年 3 月份以来再度升至枯荣线以上。价格方面, 3 月原油价格较去年同期有所回升, **预计 3 月进口同比增速在高基数下放缓至 1.0%。**
- **物价: 预计 PPI 持平、CPI 增速放缓。**高频数据显示 3 月份原材料价格回落, PMI 主要原材料购进价格指数回升 0.4 个百分点至 50.5%, PMI 出厂价格指数回落 0.7 个百分点至 47.4%。**预测 3 月 PPI 同比增速仍处在负区间, 同比增速 -2.7%, 与 2 月份持平。**3 月 28 种重点监测蔬菜价格月度均值和猪肉平均批发价分别同比回落 1.9% 和 2.0%, 但原油价格有所上涨, **预测 3 月 CPI 同比增速减少 0.3 个百分点至 0.4%。**
- **金融: 信贷、社融预计同比少增。**2 月份金融数据不及预期, 主因春节因素叠加“平滑信贷”对 1、2 月份信贷总量产生的影响。从结构看, 实体融资需求仍然偏弱, 具体表现在居民和企业中长端贷款较弱, 社融结构中人民币贷款同比减少, M1 持续走低。观察历史数据, 3 月新增人民币贷款规模通常季节性回升。从高频指标来看, 3 月份 6M 国股银票转贴现利率处于低位, **预计 3 月新增人民币贷款为 2021-2023 年 3 月份均值 (32500 亿元), 同比少增 6400 亿元。**从信贷以外的分项来看, 今年政府债发行偏慢, 3 月份净融资与去年同期以及 2 月份相比均有所下降。**预测 3 月新增社融约 4.5 万亿元, 同比少增约 9000 亿元, 社融存量增速为 8.7%。**
- **GDP: 基数正常化, 一季度约 5.5%。**总体来看, 一季度经济数据超预期改善。规模以上工业增加值增长较快, 地产、制造业投资环比改善, 基建投资增速受到今年专项债发行偏慢影响有所放缓, 消费在春节假期旅游需求带动下超预期增长。利用生产法原理, 我们用今年前 3 个月工增累计同比 (6.2%) 增速和服务业生产指数 (5.9%) 估算一季度 GDP 增速, **我们预计基数正常化下一季度 GDP 增速为 5.5%, 高于 2023 年 Q4 (5.2%)。**
- **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等。

## 内容目录

一、工业：高基数下工增增速预计回落 .....	- 4 -
二、固投：基建、地产预计走强 .....	- 5 -
三、社零：服务业、汽车零售恢复较快 .....	- 7 -
四、外贸：预计出口回落、进口回升 .....	- 8 -
五、物价：预计 PPI 持平、CPI 增速放缓 .....	- 10 -
六、金融：信贷、社融预计同比少增 .....	- 12 -
七、GDP：基数正常化，一季度约 5.5% .....	- 14 -

## 图表目录

图表 1: 3 月宏观数据预测 (%，亿元) .....	- 4 -
图表 2: 规上工业增加值同比增速高于前值 (%) .....	- 4 -
图表 3: 工增三大类 1-2 月份同比增速 (%) .....	- 4 -
图表 4: 3 月库存指数回升，但仍在枯荣线之下 (%) .....	- 5 -
图表 5: 247 家高炉开工率变化情况 (%) .....	- 5 -
图表 6: PTA 开工率变化情况 (%) .....	- 5 -
图表 7: 1-2 月固投同比增速有所回升 (%) .....	- 6 -
图表 8: 3 月商品房成交面积回升 (万平方米) .....	- 6 -
图表 9: 3 月石油沥青装置开工率有所回升 (%) .....	- 7 -
图表 10: 3 月建筑业 PMI 回升 (%) .....	- 7 -
图表 11: 社零总体增速、商品零售、餐饮增速 (%) .....	- 7 -
图表 12: 餐饮收入恢复较快 (%) .....	- 7 -
图表 13: 3 月服务业 PMI 回升 (%) .....	- 8 -
图表 14: 3 月汽车销量回升 (辆) .....	- 8 -
图表 15: 进出口同比增速与贸易差额 (%，亿美元) .....	- 8 -
图表 16: 3 月美国制造业 PMI 升至枯荣线以上 (%) .....	- 9 -
图表 17: 3 月 PMI 新出口订单升至 51.3 (%) .....	- 9 -
图表 18: 3 月国内出口运价指数相比去年同期回升 .....	- 9 -
图表 19: 3 月 PMI 进口指数升至 50.4 (%) .....	- 10 -
图表 20: 3 月原油价格同、环比上涨 (美元/桶) .....	- 10 -
图表 21: 2 月份 CPI 同比增速回正、PPI 降幅扩大 (%) .....	- 10 -
图表 22: CPI 八大类同比增速 (%) .....	- 11 -

图表 23: 3 月 CRB 指数同比增速回落 (%) .....	- 11 -
图表 24: 3 月螺纹钢、动力煤价格下行 (元/吨) .....	- 11 -
图表 25: 3 月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%) .....	- 12 -
图表 26: 3 月 PMI 制造业出厂价格指数回落 (%) .....	- 12 -
图表 27: 3 月蔬菜和猪肉价同、环比均回落 (元/公斤) .....	- 12 -
图表 28: 3 月新增人民币贷款规模通常季节性回升 (亿元) .....	- 13 -
图表 29: 3 月票据利率较低 (%) .....	- 13 -
图表 30: 3 月政府债净融资同环比均有所下降 (亿元) .....	- 14 -

3 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: 3 月宏观数据预测 (%，亿元)

同比 (%)	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
GDP	4.8	--	--	5.2	--	--
规上工业增加值	5.0	7.0	--	6.8	6.6	4.6
固定资产投资	4.5	4.2	--	3.0	2.9	1.4
社会消费品零售总额	5.5	5.5	--	7.4	5.5	7.6
出口总额 (美元计价)	-3.0	7.1	--	2.3	0.5	-6.6
进口总额 (美元计价)	1.0	3.5	--	0.2	-0.6	3.0
CPI: 当月同比	0.4	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2
PPI: 当月同比	-2.7	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6
新增人民币贷款	32500	14500	49200	11700	10900	7384
新增社融	45000	15211	65364	19326	24547	18441
社融存量: 累计同比	8.7	9.0	9.5	9.5	9.4	9.3

来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 工增、固投、社零进出口 2 月份增速均为 1-2 月合计。

## 一、工业: 高基数下工增增速预计回落

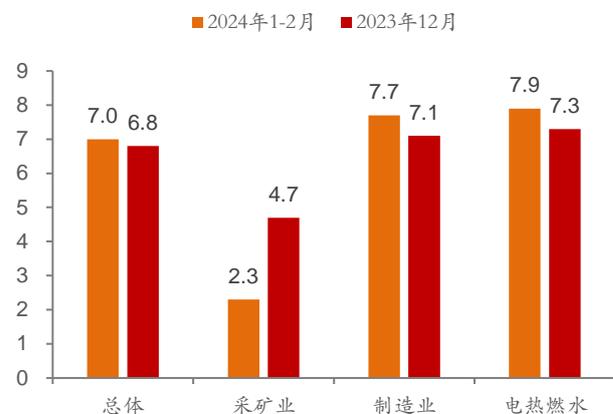
1-2 月工业增加值同比增加 7.0%，高于 Wind 一致预期 4.3%。1-2 月增速比 12 月高 0.2 个百分点，比去年同期高 4.6 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.3%，制造业增长 7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.9%。分行业，多数行业实现正增长。1-2 月电子、橡胶塑料、有色、运输设备、化学制品等行业工业增加值排名靠前，增速均超过 10%，医药负增长，增速为 -3.5%，大部分行业同比增速有所回升。

图表 2: 规模以上工业增加值同比增速高于前值 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 工增三大类 1-2 月份同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

生产端，企业补库需求仍有待提升。3 月份 PMI 生产指数为 52.2，环比上升 2.4 个百分点，基本符合季节性规律。原材料和产成品库存分别上

升 0.7、1.0 个百分点至 48.1、48.9，补库需求有所改善但仍然偏低。

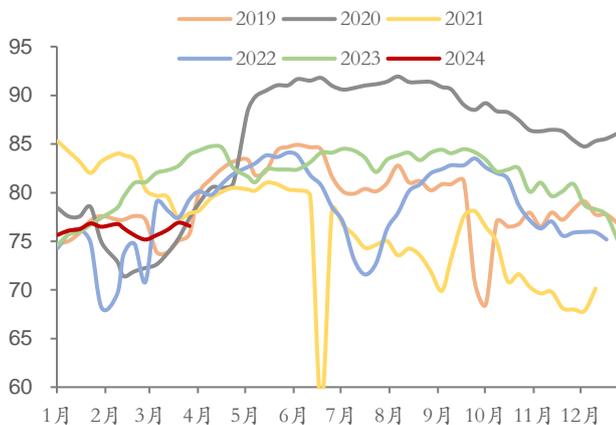
2024 年 3 月份开工率涨跌互现，其中 247 家高炉开工率由月初 75.2% 升至月末 76.6%，PTA 开工率由月初 73.7% 降至月末 68.5%，共同点在于 **2023 年同期开工率绝对水平和增长斜率均较快，因此生产端同比增速在高基数影响下可能有所回落。预计 2024 年 3 月全国规模以上工业增加值同比增速 5.0%，相比 1-2 月份回落 2.0 个百分点。**

**图表 4: 3 月库存指数回升，但仍在枯荣线之下 (%)**



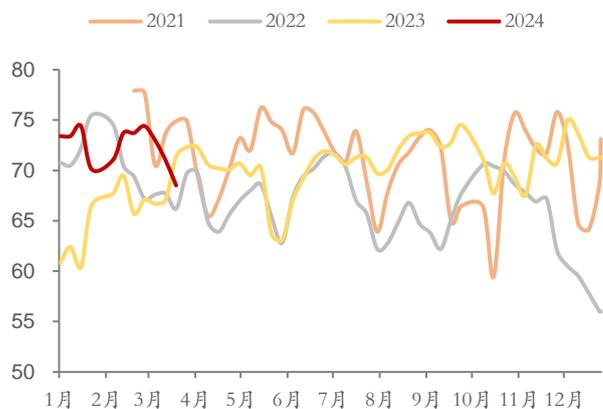
来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 5: 247 家高炉开工率变化情况 (%)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

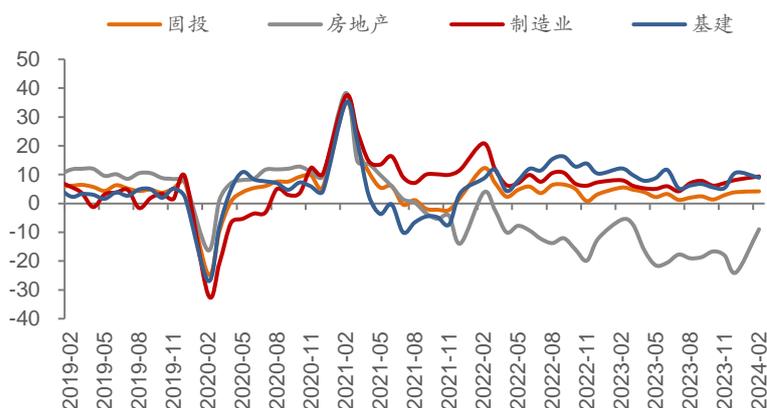
**图表 6: PTA 开工率变化情况 (%)**



来源: Wind, 中泰证券研究所

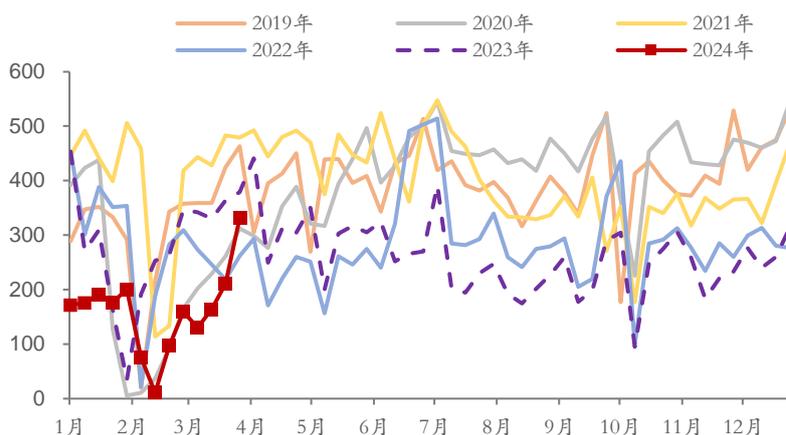
## 二、固投: 基建、地产预计走强

2024 年 1-2 月固定资产投资同比增长 4.2%，较去年 12 月份单月同比增速上升 0.3 个百分点，高于 Wind 一致预期。从三大投资分项来看，制造业投资修复动能回升，基建投资增速环比回落但好于预期，地产投资降幅收窄。1-2 月房地产、制造业、基建投资同比增速分别为 -9.0%、9.4%、9.0%，地产降幅收窄 15 个百分点，制造业增速相比前值回升 1.2 个百分点，基建增速相比前值回落 1.8 个百分点。

**图表 7: 1-2 月固投同比增速有所回升 (%)**


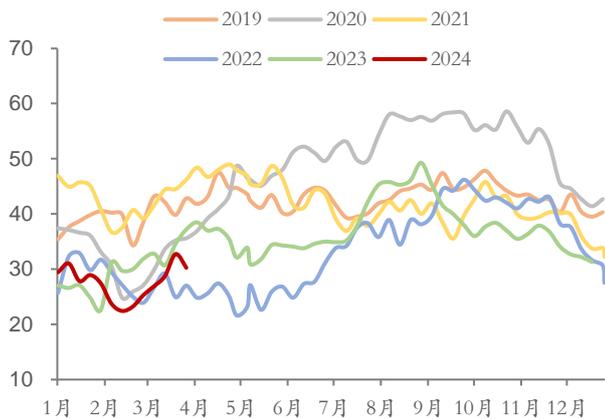
来源: WIND, 中泰证券研究所

**3 月份商品房交易热度上升。**从新房成交情况来看, 3 月份商品房单周成交量符合季节性趋势持续回升, 且斜率高于 2023 年同期。

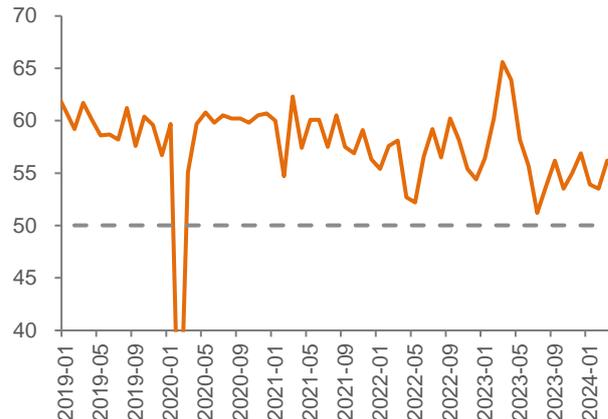
**图表 8: 3 月商品房成交面积回升 (万平方米)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**3 月份建筑业 PMI 回升幅度较大。**从非制造业 PMI 来看, 商务活动、建筑业和服务业均有所上升, 分别上升 1.6、2.7、1.4 个百分点至 53.0、56.2、52.4, 但整体表现弱于季节性。**建筑业与地产、基建相关度较高,**可能受近期部分地区商品房销售改善以及“三大工程”落地有关, 同时去年增发的国债大部分于今年使用, 主要投向基建等领域。3 月份石油沥青开工率有所回升, 由月初 26.9% 升至月末 30.2%, 斜率高于去年同期。

**图表 9: 3月石油沥青装置开工率有所回升 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

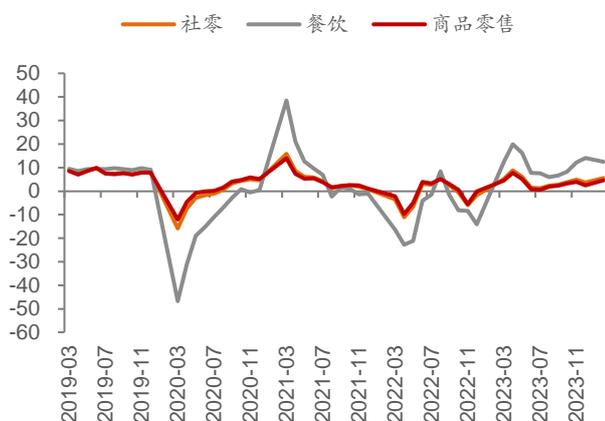
**图表 10: 3月建筑业 PMI 回升 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

需求改善, 制造业景气度回升、地产销售有所升温、基建开工率回升斜率较大, 3月固定资产投资同比增速可能回升。**预计3月固定资产投资累计同比增速回升0.3个百分点至4.5%左右。**

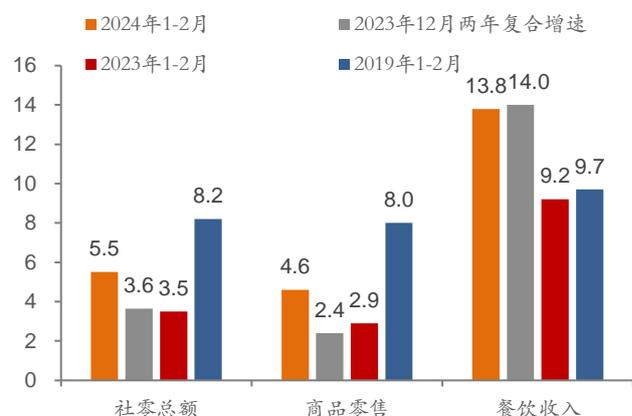
### 三、社零: 服务业、汽车零售恢复较快

1-2月份社零超预期。1-2月社会消费品零售总额同比增长5.5%, 高于Wind一致预期值5.4%, 低于前值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4.6% (前值4.8%); 餐饮收入增速较高, 当月增速为12.5% (前值30.0%)。从消费分项来看, 1) 通讯器材、烟酒、粮油食品、汽车、饮料增速排名靠前; 2) 地产相关的消费有所提升。地产方面, 家具、家电、建筑装潢消费增速分别为4.6%、5.7%、2.1%, 相比前值有所上升, 其中建筑装潢和家用电器由负转正。

**图表 11: 社零总体增速、商品零售、餐饮增速 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

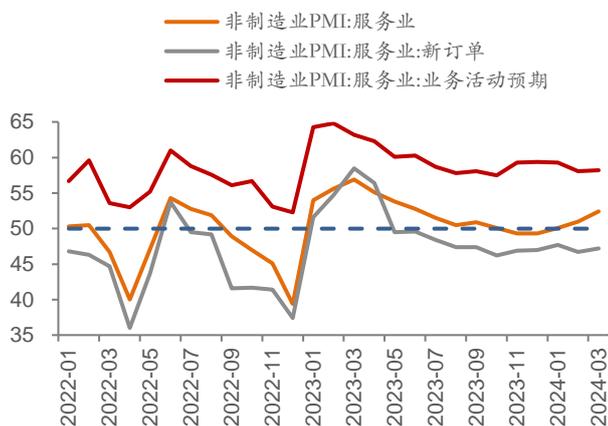
注: 2021年、2023年为两年复合增速

**图表 12: 餐饮收入恢复较快 (%)**


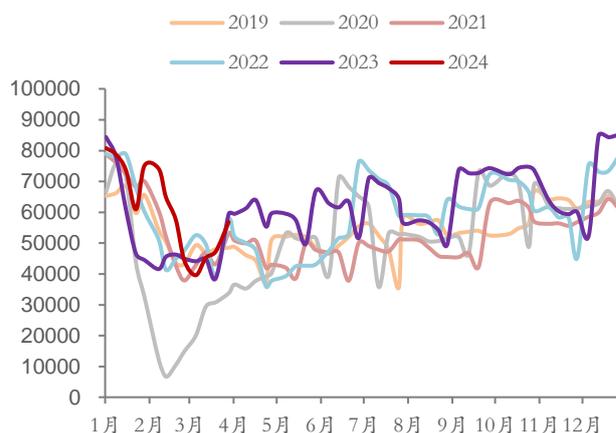
来源: WIND, 中泰证券研究所

3月服务业 PMI、汽车销售有所回升。3月服务业 PMI 为 52.4%, 回升

1.4 个百分点，服务业订单回升 0.5 个百分点至 47.2%，服务业业务活动预期回升 0.1 个百分点至 58.2%。从高频数据来看，3 月厂家零售商用车四周移动平均日均销量恢复增长较快，并高于去年同期水平，**预计 2024 年 3 月份社零在基数回归正常的情况下，同比增长 5.5%，持平于 1-2 月份。**

**图表 13: 3 月服务业 PMI 回升 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

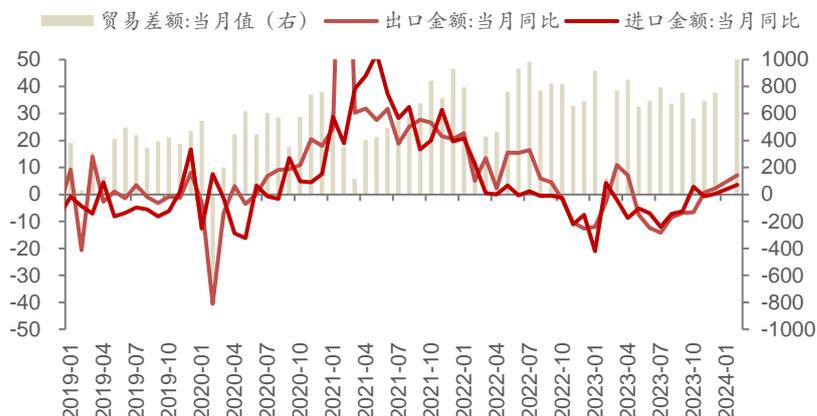
**图表 14: 3 月汽车销量回升 (辆)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

注: “当周日均销量:乘用车:厂家零售”进行 4 周移动平均处理。

#### 四、外贸: 预计出口回落、进口回升

**进、出口超预期回升。**按美元计价(下同), 1-2 月我国进出口总值 9308.6 亿美元, 增长 5.5%。其中, 出口 5280.1 亿美元, 增长 7.1%; 进口 4028.5 亿美元, 增长 3.5%; 贸易顺差 1251.6 亿美元, 扩大 20.5%。

**图表 15: 进出口同比增速与贸易差额 (% , 亿美元)**


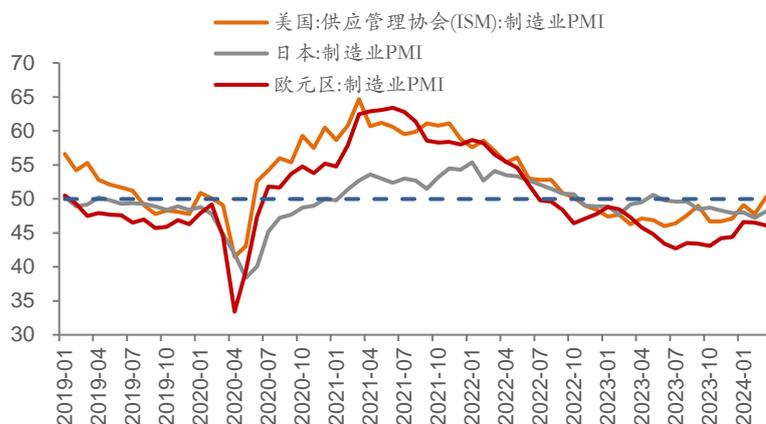
来源: WIND, 中泰证券研究所

注: 2021 年、2023 年为两年复合增速

**需求端,** 3 月美国制造业 PMI 为 50.3%, 自 2022 年 10 月份以来首次升至枯荣线以上, 欧元区制造业 PMI 46.1%, 日本制造业 PMI 48.2%, 分

别环比回落 0.4 个百分点、回升 1.0 个百分点，均处在枯荣线以下。

**图表 16: 3 月美国制造业 PMI 升至枯荣线以上 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

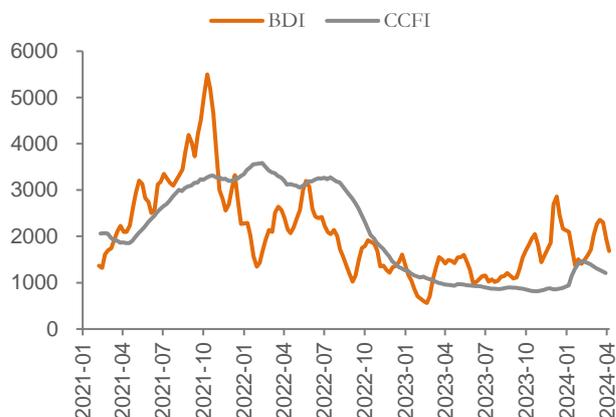
3 月 PMI 新出口订单升至 51.3%，相比 2 月份上升 4.0 个百分点。高频数据显示，3 月中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI)、波罗的海干散货指数 (BDI) 同、环比均有所回升。结合高频数据，预测 3 月出口同比增速在高基数下可能转负，增速为 -3.0%。

**图表 17: 3 月 PMI 新出口订单升至 51.3 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 18: 3 月国内出口运价指数相比去年同期回升**



来源: WIND, 中泰证券研究所

3 月 PMI 进口指数升至 50.4%，自去年 3 月份以来再度升至枯荣线以上。价格方面，3 月原油价格较去年同期有所回升，布伦特原油、WTI 原油分别同比上行 6.9%、9.5%。预计 3 月进口同比增速在高基数下放缓至 1.0%。

**图表 19: 3月 PMI 进口指数升至 50.4 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

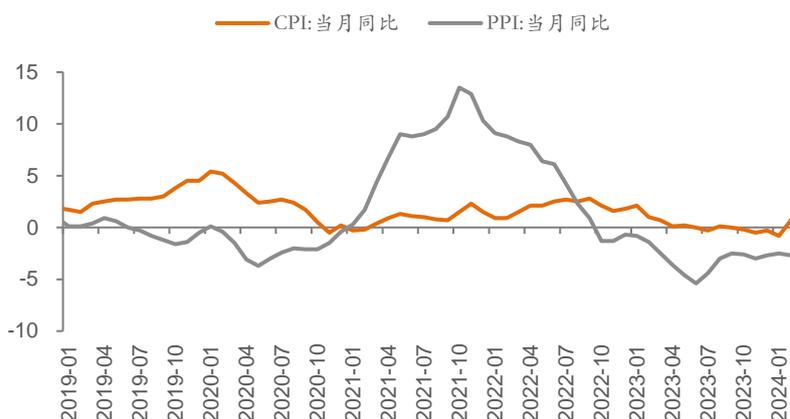
**图表 20: 3月原油价格同、环比上涨 (美元/桶)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

## 五、物价: 预计 PPI 持平、CPI 增速放缓

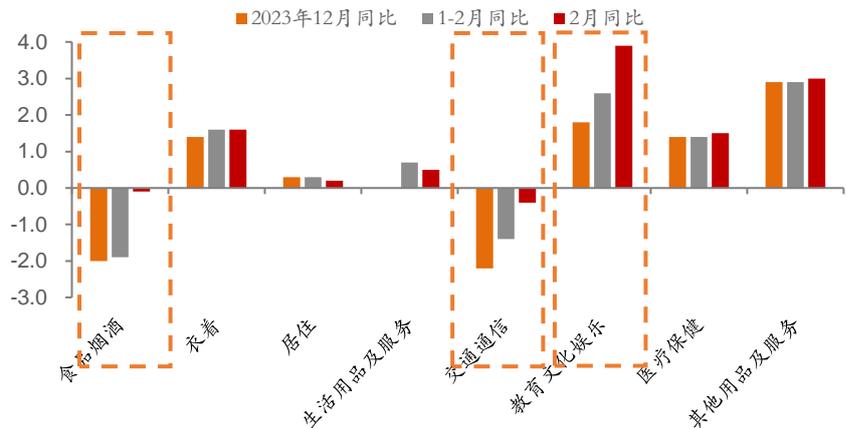
**2月 PPI 同比下降 2.7% (前值-2.5%)，低于 Wind 一致预期 (-2.5%)。**在 2 月份的 PPI 同比增速中，去年价格变动的翘尾影响约为-2.3 个百分点，新涨价影响约为-0.4 个百分点。从分项来看，生产资料价格由上月的同比-3.0%回落至-3.4%，生活资料价格回升 0.2 个百分点至-0.9%。

**2月 CPI 同比 0.7% (前值-0.8%)，高于预期值 0.4%，自 2023 年 9 月份以来首度回正。**CPI 同比增速回正，可能一方面受到春节错位因素影响，去年 2 月份春节后物价回落，而今年 2 月份春节物价上涨；另一方面，猪肉、旅游价格 1-2 月同比增速较快，是本次居民价格指数超预期上行的主要拉动项。

**图表 21: 2 月份 CPI 同比增速回正、PPI 降幅扩大 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

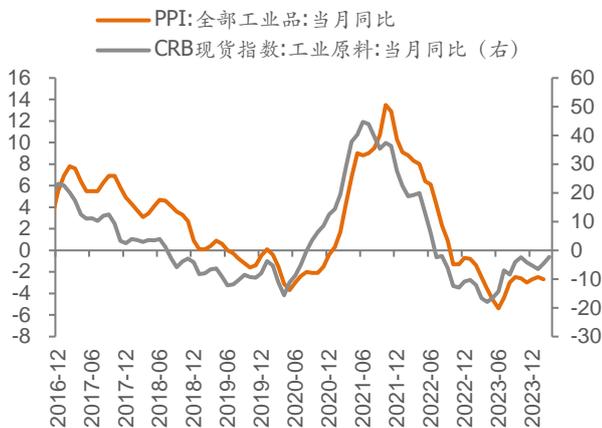
图表 22: CPI 八大类同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

3 月份原材料价格回落, 预计 PPI 仍处于负区间。高频数据显示, 3 月 CRB 现货指数同比回落 2.4%; 环渤海动力煤价格同比下降 2.5%; 螺纹钢价格同比回落 13.3%; 水泥价格指数同比回落 24.5%; PMI 主要原材料购进价格指数回升 0.4 个百分点至 50.5%, PMI 出厂价格指数回落 0.7 个百分点至 47.4%。根据高频数据, 预测 3 月 PPI 同比增速仍处在负区间, 同比增速-2.7%, 与 2 月份持平。

图表 23: 3 月 CRB 指数同比增速回落 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 24: 3 月螺纹钢、动力煤价格下行 (元/吨)



来源: WIND, 中泰证券研究所

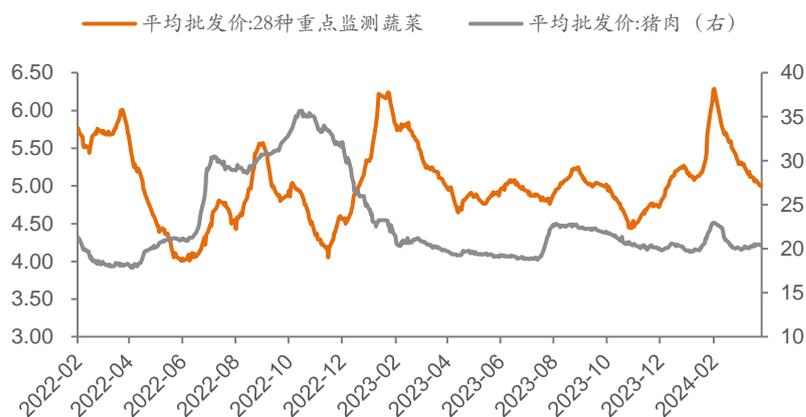
**图表 25: 3 月 PMI 原材料购进价格指数回升 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 26: 3 月 PMI 制造业出厂价格指数回落 (%)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

高频数据来看, 3 月 28 种重点监测蔬菜价格月度均值和猪肉平均批发价分别同比回落 1.9% 和 2.0%, 但原油价格有所上涨。**预测 3 月 CPI 同比增速减少 0.3 个百分点至 0.4%。**

**图表 27: 3 月蔬菜和猪肉价同、环比均回落 (元/公斤)**


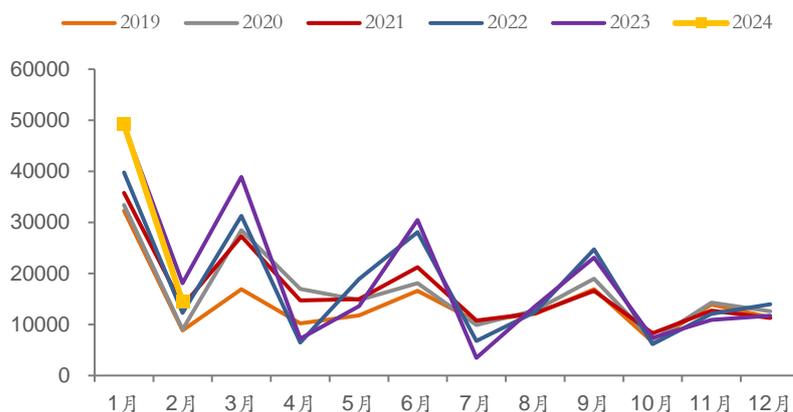
来源: WIND, 中泰证券研究所

## 六、金融: 信贷、社融预计同比少增

**2 月份金融数据不及预期。**2024 年 2 月, 人民币贷款新增 14500 亿元, 同比少增 3600 亿元; 社融新增 15211 亿元, 同比少增 16399 亿元。M1、M2 余额增速分别为 1.2、8.7%, 前者相比前值减少 4.7 个百分点, 后者持平。2 月份金融数据不及预期, 主因春节因素叠加“平滑信贷”对 1、2 月份信贷总量产生的影响。从结构看, 实体融资需求仍然偏弱, 具体表现在居民和企业中长端贷款较弱, 社融结构中人民币贷款同比减少, M1 持续走低。

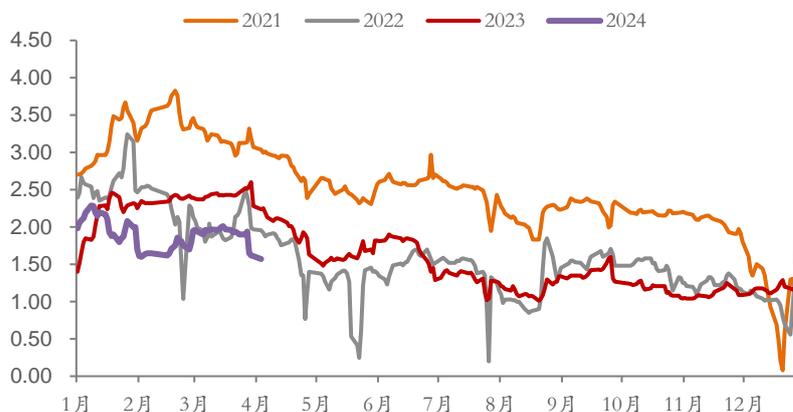
观察历史数据, 3 月新增人民币贷款规模通常季节性回升。从高频指标来看, 3 月份 6M 国股银票转贴现利率处于低位, **预计 3 月新增人民币贷款为 2021-2023 年 3 月份均值 (32500 亿元), 同比少增 6400 亿元。**

**图表 28: 3月新增人民币贷款规模通常季节性回升(亿元)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

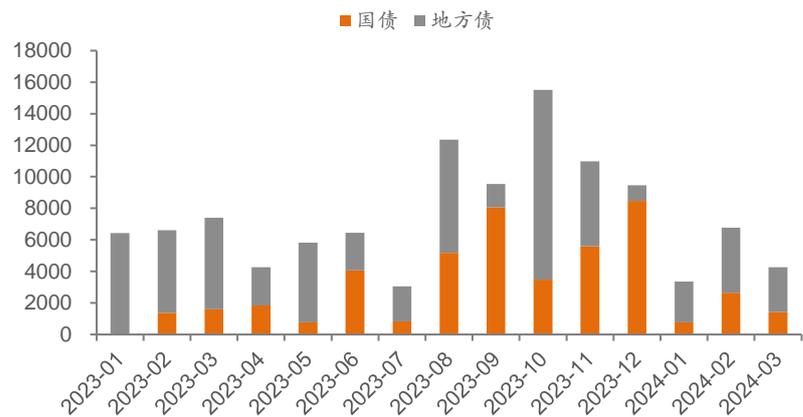
**图表 29: 3月票据利率较低(%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

从信贷以外的分项来看,今年政府债发行偏慢,3月份净融资与去年同期以及2月份相比均有所下降。**预测3月新增社融约4.5万亿元,同比减少增约9000亿元,社融存量增速为8.7%。**

**图表 30: 3 月政府债净融资同环比均有所下降 (亿元)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

## 七、GDP: 基数正常化, 一季度约 5.5%

总体来看, 一季度经济数据超预期改善。规模以上工业增加值增长较快, 地产、制造业投资环比改善, 基建投资增速受到今年专项债发行偏慢影响有所放缓, 消费在春节假期旅游需求带动下超预期增长。利用生产法原理, 我们用今年前 3 个月工增累计同比 (6.2%) 增速和服务业生产指数 (5.9%) 估算一季度 GDP 增速, 我们预计基数正常化下一季度 GDP 增速为 5.5%, 高于 2023 年 Q4 (5.2%)。

**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等。

## 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。