

研究所

宏观研究

近期研究报告

《平滑信贷投放，二季度宽信用可期》
- 2024.03.18

开局良好，增量是预期修复的关键

● 核心观点

1-2月经济数据公布，生产、消费和固定资产投资均好于预期，显示经济基本面持续稳健修复。

(1) 生产修复超预期，制造业、燃气及水的生产和供应是主要贡献，其中高新技术产业边际改善幅度最为显著，与当前发展新质生产力导向相一致；从细分行业看，上游原材料和下游消费累计同比增速较为明显边际改善；中游设备制造业呈现分化；上游采掘业累计同比增速边际放缓。生产端1-2月表现优于需求端，一种可能是低基数+外需提升下的供需平衡。另一种可能是拉动生产稳增长，若该预期成立，那么短期PPI增速或仍将承压，需要密切关注。往后看，生产仍将有支撑，增速或将保持韧性。

(2) 消费持续修复仍有压力，促消费政策或将成为重要支撑。1-2月消费略好于预期，汽车消费是重要贡献，但1-2月消费复合增速水平低于2023年同期复合增速水平，指向消费持续修复承压。往后看，后续促消费政策仍需加速落地，同时有效降低全社会物流成本，将会降低以新型线上消费模式为代表的新消费业态的交易成本，进一步促进新消费业务持续增长。

(3) 投资端，一是房地产投资尚未止跌企稳，但从销售、投资等各个分项看，政策效果逐渐显现，房企投资意愿有所回升，土地购置或是当前投资跌幅边际收窄的主因。向后看，年内房地产投资增速止跌企稳信号或将逐步释放。二是基建投资超预期回升，但专项债发行节奏相对靠后、基建相关产业链开工率处于低位，基建投资增速回升主因或是财务支出法统计的影响，或可能平滑全年投资节奏。向后看，年内基建投资韧性仍在；三是制造业投资增速好于预期，低基数和外需拉动或是主因。往后看，大规模设备更新改造、短期出口韧性

仍将支撑制造业投资韧性，制造业投资有望创阶段性高点。

（4）整体来看，根据 1-2 月经济数据研判，1-2 月 GDP 增速在 4.8% 左右水平，同时消费、投资、进出口短期韧性仍强，预计一季度 GDP 增速有望保持在 4.8%-5% 左右水平，基本持平全年经济增长预期目标。值得注意的是，房地产投资增速可能涵盖土地购置费用，存在高估可能；贸易差额只涵盖商品贸易差额，并未计算服务贸易差额，亦会产生一定偏差。

● **风险提示：**

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 1-2 月工业增加值累计同比超预期 (%)	6
图表 2: 1-2 月三大产业工业增加值同比增速 (%)	6
图表 3: 1-2 月分行业工业增加值同比变化情况 (%)	7
图表 4: 1-2 月社会消费品零售情况 (%)	9
图表 5: 1-2 月网上零售情况 (%)	9
图表 6: 1-2 月房地产投资增速跌幅收窄 (%)	11
图表 7: 1-2 月房地产销售增速尚未止跌企稳 (%)	11
图表 8: 1-2 月房屋施工面积、新开工面积和竣工面积同比增速 (%)	12
图表 9: 土地购置费率同比增速持续走低 (%)	12
图表 10: 1-2 月房地产企业资金来源情况 (%)	12
图表 11: 1-2 月水泥价格指数低于往年同期	13
图表 12: 1-2 月石油沥青装置开工率 (%)	13
图表 13: 1-2 月沥青库存高于 2023 年同期水平	13
图表 14: 1-2 月螺纹钢库存情况	13
图表 15: 1-2 月制造业投资情况 (%)	15
图表 16: 1-2 月各细分行业投资增速情况 (%)	15

事件：1-2月，工业增加值累计同比7%，前值6.8%，预期值4.3%；社零累计同比5.5%，前值7.4%，预期值5.4%；固定资产投资累计同比4.2%，前值3%，预期值3%，其中：房地产投资累计同比-9%，前值-9.6%；基建投资（不含电力）累计同比6.3%，前值8.2%；制造业投资累计同比9.4%，前值6.5%。

1 生产：低基数+外需拉动，推动生产增速超预期

工业生产延续2023年以来持续修复态势，边际持续改善。1-2月，工业增加值累计同比增速为7%，较预期高2.7pct，较2023年高2.4pct。但生产保持边际持续改善趋势，2月份规模以上工业增加值环比增长0.56%。

从三大产业来看，制造业、燃气及水的生产和供应是主要贡献，其中高新技术产业边际改善幅度最为显著，与当前发展新质生产力导向相一致。1-2月采矿业累计同比增速为2.3%，持平2023年增速水平；制造业累计同比7.7%，较2023年全年增速水平高2.7pct；电力、燃气及水的生产和供应累计同比增速7.9%，较2023年全年增速水平高3.6pct。值得注意的是，高技术产业累计同比7.5%，较2023年全年增速水平高4.8pct，边际改善幅度最为显著，与当前发展新质生产力的导向相一致。

从分行业增加值来看，上游原材料和下游消费累计同比增速较为明显边际改善；中游设备制造业呈现分化；上游采掘业累计同比增速边际放缓。上游原材料和下游消费各个细分行业增速均边际改善；中游设备制造业增速出现一定分化，专用设备制造业、汽车制造、电气机械及器材制造业增速边际走弱，电子信息制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增速边际明显改善；上游采掘业增速边际走弱。

从增速绝对值看，上游原材料的橡胶和塑料制品业（13.1%）、有色金属冶炼及压延工业（12.5%）、化学原料及化学制品制造业（10%）；中游设备制造电子信息制造业（11.20%）、铁路、船舶、

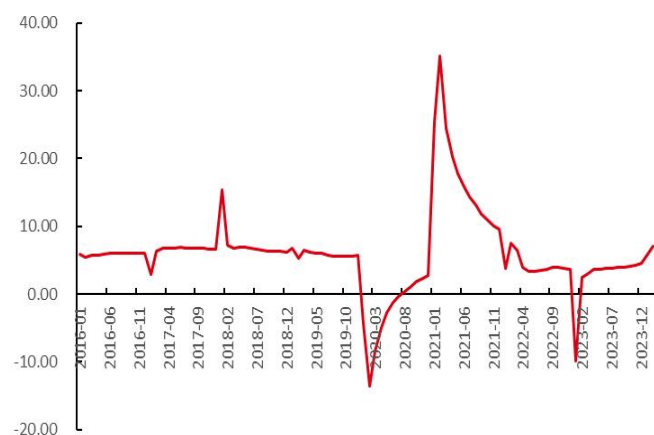
航空航天和其他运输设备制造业（11%）五个行业累计同比保持高位；上游采掘的煤炭开采和洗选业（1.4%）、石油和天然气开采业（3%），上游原材料医药制造业（-3.5%）、中游设备制造专用设备制造业（2%）、下游消费农副食品加工业（2.3%）累计同比增速处于相对较低水平。从边际变化来看，上游原材料的橡胶和塑料制品业（9.4%）和非金属矿物质品（4.4%）、中游设备制造的电子信息制造业（11.2%）以及下游消费的酒、饮料和精制茶制造业（7.3%）、纺织业（7.2%）等行业增速提升较多；中游设备制造的电气机械及器材制造业（-8.3%）、汽车制造业（-3.2%）、专用设备制造业（-1.6%），上游采掘的煤炭开采和洗选业（-1%）、石油和天然气开采业（-0.7%）增速回落较多。

1-2 月，生产超预期修复原因或是低基数效应+外需拉动。一是低基数效应影响，2023 年 1-2 月存在外部冲击扰动，生产有所放缓，而 2024 年工业生产相对平稳。从两年复合增速来看，2024 年 1-2 月累计同比年均复合增速为 4.7%，有所放缓，较 2023 年同期年均复合增速 4.9%低 0.2pct，指向存在相对较为明显的低基数效应。二是出口高增拉动生产增速走高。如纺织业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、汽车制造业、电子信息制造业、非金属矿物质品等均是出口增速保持高景气度行业，带动生产的高速增长。而非出口导向的专用设备、通用设备等增速相对较低。与此同时，1-2 月汽车出口高速增长进而带动橡胶和塑料制品生产走高，2 月 29 日当周中国全钢胎样本企业开工率为 70.12%，环比上周上涨 26.94 个百分点，同比回升 1.23 个百分点；半钢胎样本企业开工率为 78.10%，环比上涨 15.04 个百分点，同比上涨 4.44 个百分点。此外，1-2 月地产后周期产品出口大增，也带动了玻璃等非金属矿物质品生产回升（详见报告《关注全球流动性的两个“预期差”，我国出口需提“新”固“旧”》）。因此，生产端 1-2 月表现优于需求端，一种可能是低基数+外需提升下的供需平衡。另一种可能

也不排除拉动生产稳增长，若该预期成立，那么短期 PPI 增速或仍将承压，需要密切关注。

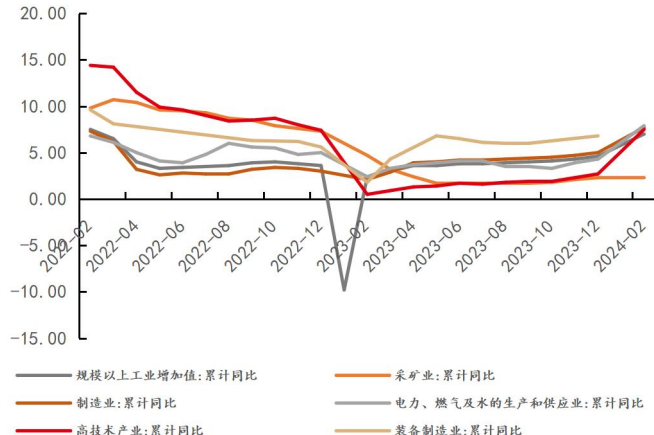
往后看，生产仍将有支撑，增速或将保持韧性：一是短期出口增速韧性加强，主因是地缘政治冲突导致的我国出口价格优势仍在，同时欧盟对中国电动汽车补贴倾销调查结束前（11 月前），欧洲有望维持突击进口汽车的动力，将会对我国出口形成一定支撑；二是大规模设备更新改造将会拉动企业投资扩产，有望带动中游设备制造业边际改善，如 2018 年设备更新改造，专用设备制造业增速保持高速增长；三是促消费政策落地，如以旧换新、降低汽车修复等，有利于扩大内部需求，亦会拉动生产。值得注意的是，欧元区对中国电动汽车开启补贴倾销调查、拜登称将针对中国汽车采取“前所未有”的行动等，或加剧贸易摩擦，对汽车制造业产生一定影响。

图表 1：1-2 月工业增加值累计同比超预期（%）



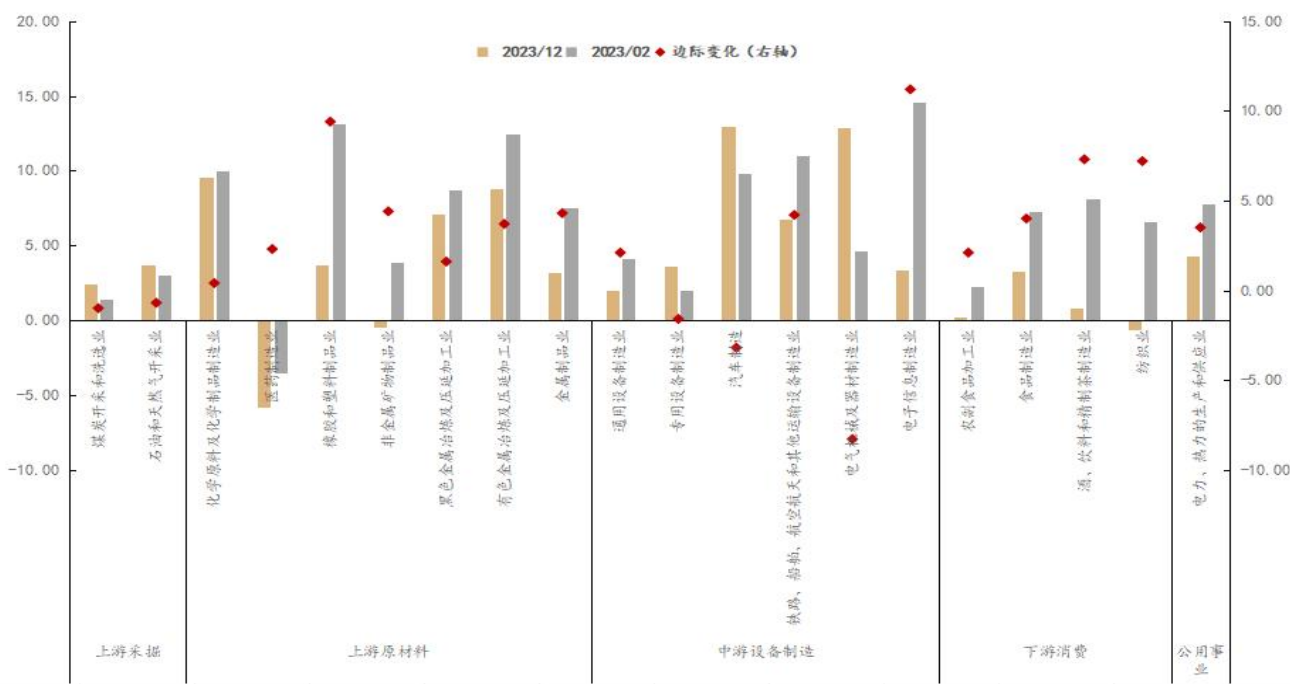
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 2：1-2 月三大产业工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 3：1-2 月分行业工业增加值同比变化情况（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 消费：消费持续修复仍有压力，促消费政策或将成为重要支撑

消费略好于预期，低于 2023 年全年增速，仍存持续修复空间。在低基数下，1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 5.5%，略好于预期，较预期高 0.1pct，较 2023 年同期高 2pct，较 2023 年全年增速回落 1.9pct；从两年复合增速来看，2024 年 1-2 月社会消费品零售增额累计同比年度复合增速为 4.5%，较 2023 年同期年度复合增速 5.1%低 0.6pct，增速有所放缓，消费复苏仍有压力；从环比增速来看，1 月和 2 月社会消费品零售总额环比增速分别为 0.17% 和 0.03%，环比增速边际放缓。其中，汽车累计同比增速 8.7%，较 2023 年全年增速回升 2.8pct，成为主要支撑。

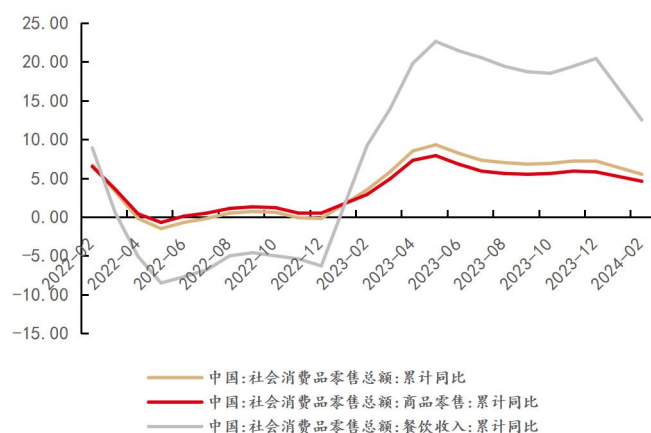
从结构分析，餐饮消费弱复苏，好于季节性，弱于 2023 年全年餐饮收入累计增速；商品零售恢复相对缓慢，弱于季节性，亦弱于 2023 年全年商品零售累计增速。1-2 月餐饮消费累计同比增速为

12.5%，较 2023 年餐饮收入同比增速回落了 7.9pct，好于 2023 年 1-2 月累计同比增速 9.2%，亦好于 2017-2019 年同期平均的 10%，整体来看餐饮消费呈现弱边际修复；1-2 月商品零售 4.6%，较 2023 年全年商品零售累计同比回落 1.2pct，好于 2023 年 1-2 月累计同比 2.9%，低于 2017-2019 年同期平均的 9%，整体来看商品消费恢复相对缓慢。

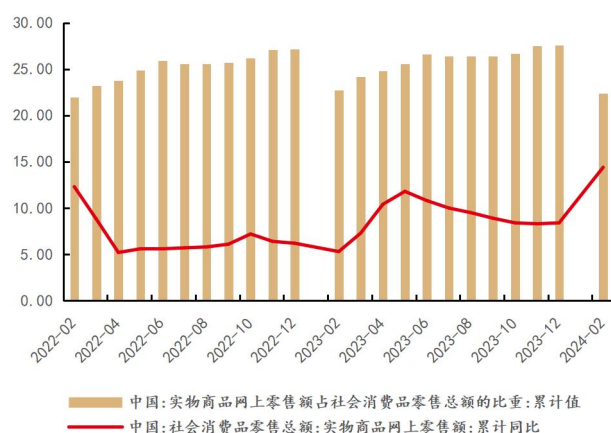
从限额以上批发和零售业来看，体育、娱乐用品类（11.3%）、家用电器和音像器材类（5.7%）、家具类（4.6%）、通讯器材类（16.2%）、建筑及装潢材料类（2.1%）及汽车类（8.7%）累计同比增速继续提高，其中，体育、娱乐用品类提速与春节假期打造文娱旅游有关，春节假期期间，全国营业性演出场次、票房收入同比分别增长 52.1% 和 80.1%；家用电器和音响器材、家具类、建筑及装潢材料类产品在国内房地产景气度尚未明显转暖，更可能是外需拉动，1-2 月地产后周期出口增速保持了高速增长，或形成了有效支撑。服装鞋帽针纺织品类（1.9%）、文化办公用品类（-8.8%）、石油及制品类（5%）累计同比增速边际放缓。

值得注意的是，以新型线上消费模式为代表的新消费业态保持了较快增长，对消费形成有力支撑。1-2 月全国网上零售额同比增长 15.3%，其中，实物商品网上零售额增长 14.4%，较 2023 年全年增速提高了 6pct，占社会消费品零售总额的比重为 22.4%。

往后看，在高基数影响下，消费持续修复仍有压力。居民收入水平有待持续修复，且预期亦有待持续修复。2023 年 12 月全国居民人均可支配收入累计同比 6.1%，较 2023 年 9 月上升 0.2pct，低于 2017-2019 年同期均值水平 6.54%，同时在预期持续修复背景下，居民行为相对谨慎，存在超额储蓄行为，在一定程度上影响消费支出（详见报告《平滑信贷投放，二季度宽信用可期》）。后续促消费政策仍需加速落地，如以旧换新、降低汽车首付比例等，同时有效降低全社会物流成本，将会降低以新型线上消费模式为代表的新消费业态的交易成本，进一步促进新消费业务持续增长。

图表 4：1-2 月社会消费品零售情况 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 5：1-2 月网上零售情况 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3 投资：地产投资尚未止跌企稳，基建投资或可平滑全年节奏，制造业投资韧性仍强

1-2 月固定资产投资累计同比增长 4.2%，好于预期，较 wind 市场预期高 1.2pct，较 2023 年同期增速水平低 1.3pct，好于 2023 年全年投资增速 3%，低于 2017-2019 年同期水平 7.8%；从两年复合增速来看，1-2 月固定资产投资累计同比年均复合增速为 4.85%，较 2023 年同期累计同比年度复合增速 8.8%低 3.95pct。其中，房地产投资累计同比-9%，是主要拖累；制造业投资和基建投资是主要支撑，累计同比分别为 9.4%和 6.3%。

3.1 房地产投资：跌幅收窄，政策性支持效果逐步显现

1-2 月，房地产投资累计同比增速-9%，好于 2023 年全年投资增速 9.6%，跌幅收窄，指向投资增速边际改善，但较 2023 年同期增速跌幅扩大 3.3pct；从两年复合增速来看，1-2 月房地产投资累计同比年度复合增速-9.63%，较 2023 年同期年度复合增速-1.14%低 8.49pct，指向存在低基数效应影响。销售端、投资端、资金端均未显示边际回升的迹象，预计 1-2 月房地产投资增速跌幅收窄或是

房企土地购置同比增加贡献。据中指数据，1月—2月，百强房企拿地总额达到1577亿元，同比大幅增长30.6%。意味着，房企投资热情有所恢复。同时，核心城市土地溢价率有所上升。比如，合肥三宗宅地出让，最高溢价达到了54%，甚至还拍出了历史单价地王；杭州新年的首场土拍，7宗地块平均溢价率也达到19.1%。

从销售端看，房地产销售景气度尚未明显转暖。1-2月销售累计同比增速-29.30%，较2023年全年增速跌幅扩大22.8pct，降幅扩大十分明显；1-2月商品房销售面积累计同比-20.5%，降幅较2023年全年扩大7.8pct。年前房地产调控政策优化、降低房贷利率政策等政策效果在1-2月数据中仍未大幅显现，销售数据走弱，叠加2月居民中长期贷款走弱，或缘于居民对于未来就业和收入预期不稳定导致，居民购房意愿有所下降。

从投资端看，需求拉动较弱，新开工、施工和竣工面积走弱。1-2月房屋施工面积累计同比增速为-11%，较2023年全年增速回落3.8pct；1-2月房屋新开工面积累计同比增速-29.7%，较2023年全年增速回落9.3pct；1-2月竣工面积出现累计同比-20.2%，较2023年全年增速回落4.8pct。其中，在保交楼政策指导下，2023年竣工面积增速显著提升，而在拿地、开工放缓的背景下，2023年竣工提速后，进一步导致2024年竣工面积边际回落。

从资金来源看，销售走弱增大回款压力，政策支持效果开始显现。1-2月房地产开发资金累计同比-24.10%，较2023年全年回落10.5pct，其中，房地产销售尚未明显回暖，房企销售回款压力仍大，是主要拖累。1-2月定金及预收款累计同比-34.80%，较2023年全年增速回落22.9pct，创2022年8月以来的新低；1-2月个人按揭贷款累计同比-36.60%，较2023年全年增速回落27.5个百分点，创近五年新低。后续在政策维稳房地产市场稳定健康发展要求下，房地产融资协调机制持续推进，政策引导的金融支持力度有所增大，商业银行贷款累计增速边际回升。1-2月国内贷款累计同比增速-10.3%，虽较2023年全年增速-9.9%跌幅扩大0.5pct，但应考

虑的是 2023 年 11 月政策效果开始，2023 年 11 月和 12 月国内贷款增速跌幅已开始收窄，后因春节影响，1-2 月政策效果有所减弱，但政策效果仍有显现，1-2 月跌幅低于 2023 年 2 月同期增速。

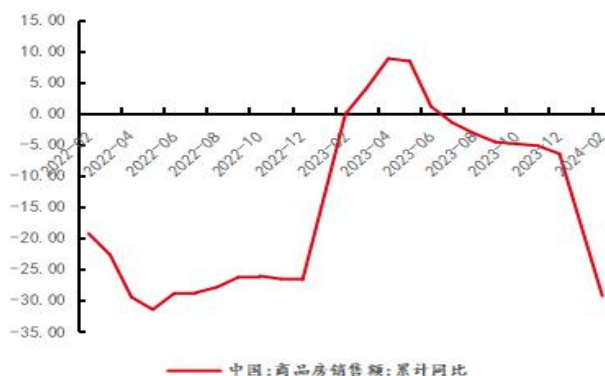
往后看，年内房地产投资增速止跌企稳信号将逐步释放。一是进入三月以来，房地产销售有所回温，根据诸葛数据研究中心监测数据显示，2024 年第十周，重点十城二手住宅成交量为 14463 套，环比上涨 11.23%，同比下降 35.9%，成交量已现环比“三连升”，同比降幅连续小幅收窄，或意味着政策效果存在一定滞后性，有待密切跟踪房地产市场变化。二是政策支持持续推进，对不同所有制房地产企业的合理融资需求一视同仁提供资金支持，叠加房地产融资协调机制持续推进，有助于保障房地产市场平稳健康发展。截至 3 月 12 日，全国 31 个省 312 个城市已经建立了房地产融资协调机制，涉及项目超过 6000 个，其中 82% 是民营和混合所有制企业的项目。随着后续“白名单”项目的不断扩围，房地产项目融资落地、复工续建和竣工交付，保障购房人合法权益，稳定市场预期，增强市场信心，从而推动需求端逐步企稳回升，进而逐步恢复房地产企业内源性融资和自身“造血”能力，实现房地产行业的良性循环。三是加快保障性住房建设和供给，也将对房地产投资产生支撑作用。

图表 6：1-2 月房地产投资增速跌幅收窄（%）



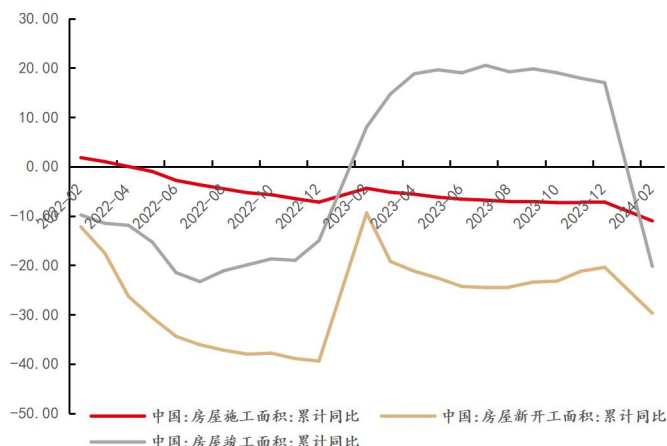
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 7：1-2 月房地产销售增速尚未止跌企稳（%）

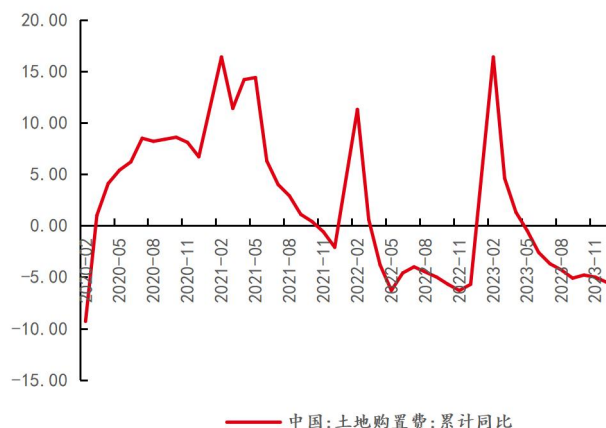


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 8：1-2 月房屋施工面积、新开工面积和竣工面积同比增速 (%)



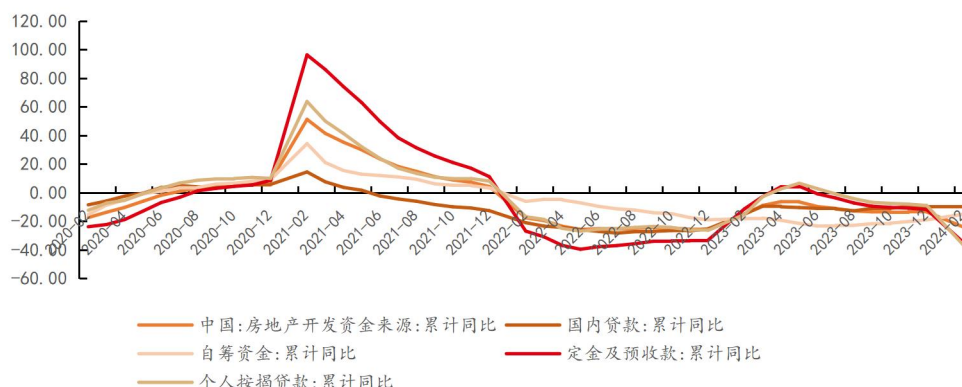
图表 9：土地购置费率同比增速持续走低 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 10：1-2 月房地产企业资金来源情况 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

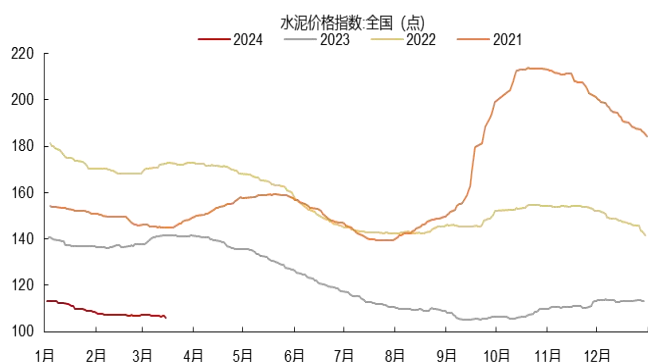
3.2 基建投资：年内投资韧性仍在

1-2 月基建投资（不含电力）增速 6.3%，较 2023 年全年增速回升 0.4 个百分点，较 2023 年同期水平低 2.7pct。从两年平均增速来看，1-2 月基建投资（不含电力）累计同比年度复合增速为 7.6%，较 2023 年同期年度复合增速 8.5%低 0.9pct，指向 2023 年基建投资基数并不低，这或与 2023 年财政前置发力有关，而 2024 年专项债发行节奏相对靠后。1-2 月基建投资（不含电力）累计同比增速较 2023 年回升，主因或是统计方法带来的增速回升。尽管结转 2023 年特别国债和 PSL 资金，基建资金应有一定保障，但从 2024 年专

项债提前批下达时间和发行节奏以及基建产业相关产业链来看，水泥需求、石油沥青装置开工率、螺纹钢产量均处于较低水平，较低的开工率或不能足以支撑基建投资实现较高速增长。因此，结合 1 月 M1 同比增速高增或因清理拖欠企业账款专项行动的影响，可能的一种解释是在财务支出法下，因基建项目建设资金在 1-2 月可能存在集中支付的可能，提高了 1-2 月基建投资同比增速水平。

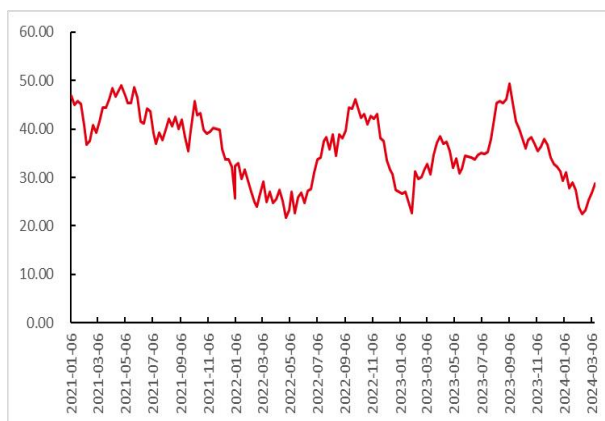
往后看，基建投资仍有支撑，年内将保持韧性。2024 年化债延续 2023 年基调和节奏，2024 年广义财政资金虽较 2023 年有所收窄，但考虑结转 2023 年特别国债和 PSL 资金，同时年内仍将发行 1 万亿超长期特别国债，叠加扩大专项债使用范围，这会对基建投资仍将形成有效支撑。

图表 11：1-2 月水泥价格指数低于往年同期



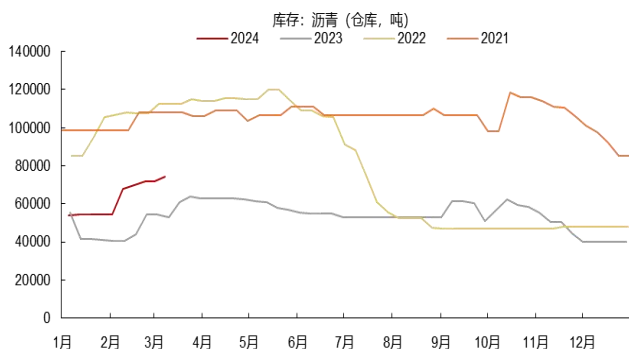
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 12：1-2 月石油沥青装置开工率 (%)



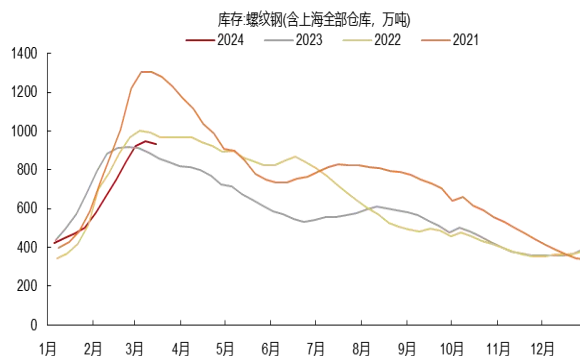
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 13：1-2 月沥青库存高于 2023 年同期水平



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 14：1-2 月螺纹钢库存情况



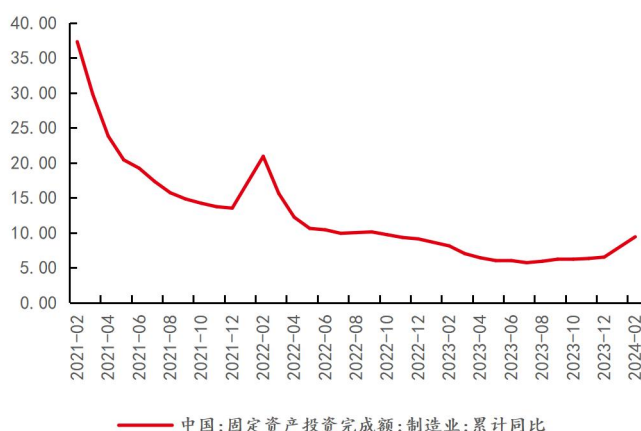
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.3 制造业投资：低基数+外需拉动投资增速，年内投资或创阶段性高点

1-2 月制造业投资累计增速 9.4%，较 2023 年全年增速回升 2.9pct，较 2023 年同期高 1.3pct，好于 2017-2019 年同期均值水平 4.7%。从细分行业来看，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、纺织业、有色金属冶炼及压延加工业、食品制造业和通用设备制造业投资增速边际变动较为明显；汽车制造业、电气机械及器材制造业、化学原料及化学制品制造业、医药制造业、专用设备制造业等行业投资增速边际回落。1-2 月制造业投资增速回升原因：一是低基数效应影响。2023 年因外部冲击扰动，投资增速有所放缓。从两年平均增速来看，1-2 月制造业累计同比年度复合增速为 8.75%，较 2023 年同期年度复合增速 14.32%低 5.57pct，指向 2023 年制造业投资存在一定低基数效应影响。二是出口拉动制造业投资增长，如船舶 1-2 月出口增速高达 173.1%，通用设备 1-2 月出口增速 32%，纺织业 1-2 月出口增速 15.5%，较高的出口增速拉动相关产业投资扩产。

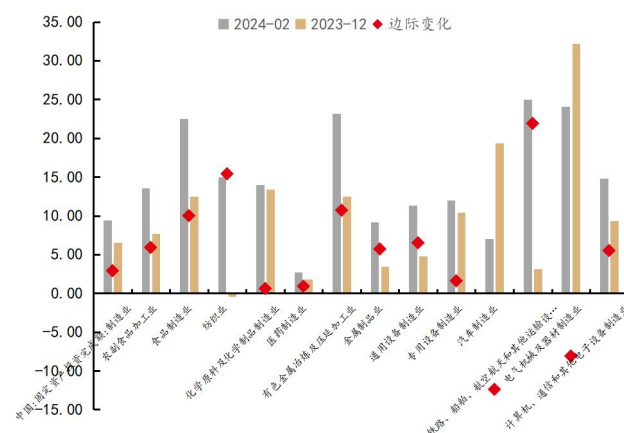
往后看，年内制造业投资有望创造阶段性高点。一是大规模设备更新改造支撑制造业投资增速回升。由于政策存在一定滞后性，目前大规模设备更新改造带动效应应尚未显现，参考 2018 年设备更新改造情况，三季度专用设备制造业增速快速走高，可预期后续制造业投资增速有望边际回升。二是短期出口仍存韧性，出口拉动型投资增速回升有望持续，但出口中长期承压，或无法对制造业投资产生持续长期拉动效应。

图表 15: 1-2 月制造业投资情况 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 16: 1-2 月各细分行业投资增速情况 (%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

4 一季度经济增长或持平全年经济增长预期目标

根据 1-2 月经济数据研判, 1-2 月 GDP 增速在 4.8% 左右水平, 同时, 根据前文分析, 消费、投资、进出口短期韧性仍强, 预计 3 月经济呈现边际向好态势, 考虑 2023 年 3 月基数效应, 预计一季度 GDP 增速有望保持在 4.8%-5% 左右水平, 基本持平全年经济增长预期目标。值得注意的是, 房地产投资增速可能涵盖土地购置费用, 存在高估可能; 贸易差额只涵盖商品贸易差额, 并未计算服务贸易差额, 可能会存在一定偏差。

风险提示

美国房地产市场超预期下行; 美国消费疲软; 海外地缘政治冲突加剧。