

## 宏观经济月报

# 经济持续向好，春季行情可期

### 投资要点：

**经济数据持续回暖。**最新公布的经济数据显示，供给侧和需求侧均稳步恢复，工业高质量发展扎实推进。供给侧，工业生产加快复苏，规模以上工业增加值11月同比实际增长6.6%，10月份为4.6%。分行业看，增长面和回升面均超六成，制造业高端化、智能化、绿色化特点突出。经营效益方面，营业收入以及利润率、毛利率均逐渐修复，有力带动企业利润总额累计同比跌幅不断收窄。需求侧，社消零售总额同比增速加快。投资方面，全国固定资产投资与民间投资增速走平，分类别来看，制造业投资同比增速稳中有升，基建投资同比增长延续放缓，两者增速均大于全部投资增速。进出口整体延续向好态势，出口同比增速转正。通胀方面，受高基数及油价影响，CPI和PPI同比跌幅略有扩大，但核心CPI保持稳定。

**政策端利好陆续落地。**政策方面，12月中央经济工作会议召开，释放了重要的政策信号，为明年中国经济发展指明了方向。与此同时，相关稳增长的政策措施也在陆续落地。一是房地产方面，北京、上海相继调整优化购房政策，本次北京、上海房地产政策的调整优化主要作用于需求侧，旨在更好满足居民刚性和改善性住房需求，有望带动房地产市场需求回升，促进房地产市场平稳健康发展。二是财政政策方面，此前增发的万亿国债项目清单陆续下达，后续有望形成实物工作量，带动经济预期提升。三是国有大行年内第三次下调存款利率，有助于缓解银行净息差压力，同时为后续降息打开空间。

**“春季躁动”值得期待。**除去前述的经济基本面向好以及利好政策措施相继落地外，当前A股市场各项积极因素正在不断累积，一是当前A股主要宽基指数估值已处于历史底部区域，公募基金重仓股相对估值同样也已落至历史低位。二是海外海外加息周期结束，全球流动性环境边际好转。美联储12月暂停加息，维持联邦基金利率不变。此外，从历史经验来看，A股市场的季节效应显著，A股在年初尤其是2月上涨概率是全年最高的，从2000年至2022年万得全A指数在2月上涨的概率有78%。从行情背后的逻辑来看，2月上涨概率较高背后存在着事件驱动的影响，每年2月份之后是3月份的两会，是对未来经济政策有方向性影响的重要会议，使得市场容易产生政策预期。多重因素利好下，我们认为后续“春季躁动”行情值得期待。

### 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号：S0210523060005  
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成  
执业证书编号：S0210523060003  
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号：S0210523060002  
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号：S0210523060006  
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《人民币汇率点评：本轮人民币汇率波动原因及影响》—2023.07.01
- 2、《利润降幅收窄，结构分化明显：工业企业利润数据点评》—2023.06.30
- 3、《新兴产业投资稳步增长、制造业支持政策有望加码》—2023.06.29

## 正文目录

1	经济数据持续回暖.....	1
2	政策端利好陆续落地.....	5
3	“春季躁动”值得期待.....	7
4	风险提示 .....	8

## 图表目录

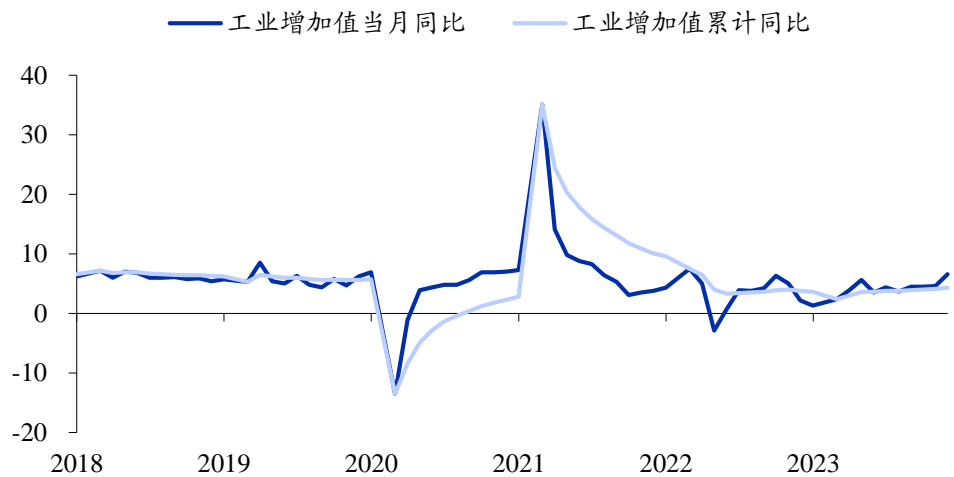
图表 1:	11 月工业增加值当月同比增速明显上升 (%) .....	1
图表 2:	11 月三大门类工业增加值同比增速上升 (%) .....	2
图表 3:	11 月主要行业增加值同比变化情况 .....	2
图表 4:	工业企业利润总额同比增速变化情况 (%) .....	3
图表 5:	11 月社会消费品零售总额同比增速持续回升 (%) .....	3
图表 6:	固定资产投资及民间投资累计同比增速走势 (%) .....	4
图表 7:	CPI 和 PPI 同比增速 (%) .....	5
图表 8:	万得全 A 在 2 月份上涨的概率最高 .....	8
图表 9:	2010 年以来 1-2 月行情中表现最好的前五大行业 .....	8

## 1 经济数据持续回暖

从统计局公布的最新经济数据来看，经济延续向好态势，供给侧和需求侧均稳步恢复，工业高质量发展扎实推进。

**工业生产加快复苏。**11月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），10月份为4.6%。从环比看，11月份，规模以上工业增加值比上月增长0.87%。1—11月份，规模以上工业增加值同比增长4.3%，较前10个月小幅上升0.2%。

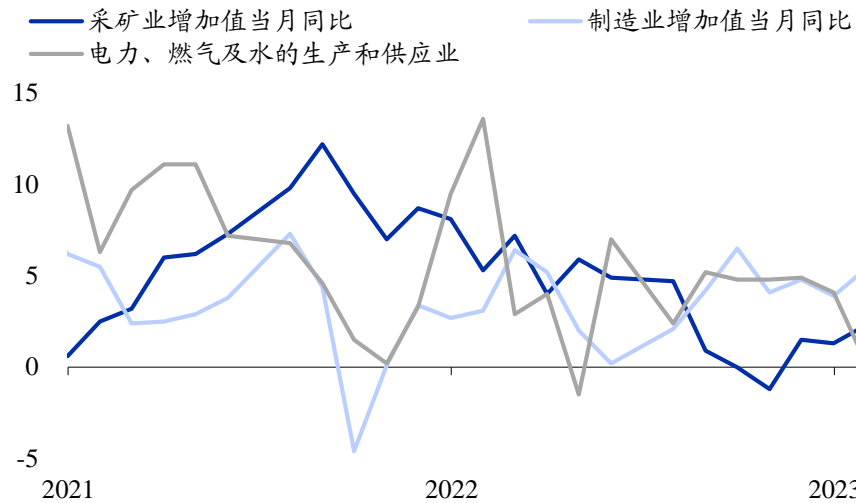
图表 1：11月工业增加值当月同比增速明显上升（%）



来源：iFind、华福证券研究所

**结构上看，三大门类工业增加值同比增速均有所加快。**11月份，采矿业增加值同比增长3.9%，较10月份加快1个百分点；制造业增长6.7%，10月份为5.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.9%，较10月份大幅提升8.4个百分点。

**分行业看，增长面和回升面均超六成，制造业高端化、智能化、绿色化特点突出。**11月份，在工业41个大类行业中，28个行业增加值实现增长，26个行业增加值增速较上月加快或降幅收窄，增长面和回升面均超过60%。并且，制造业高质量发展亮点突出。从结构上看，装备制造业支撑作用增强，对全部规上工业增长贡献率达50.7%，较上月提高5.6个百分点，其中汽车和电气行业高位加快，两者增加值同比分别增长20.7%、10.2%，较上月加快9.9、0.4个百分点。另一方面，高技术制造业明显回升，高技术产品较快增长；新动能产品增势良好，“新三样”（新能源汽车、太阳能电池、汽车用锂离子动力电池）产品产量快速增长。

**图表 2: 11 月三大门类工业增加值同比增速上升 (%)**


来源: iFind、华福证券研究所

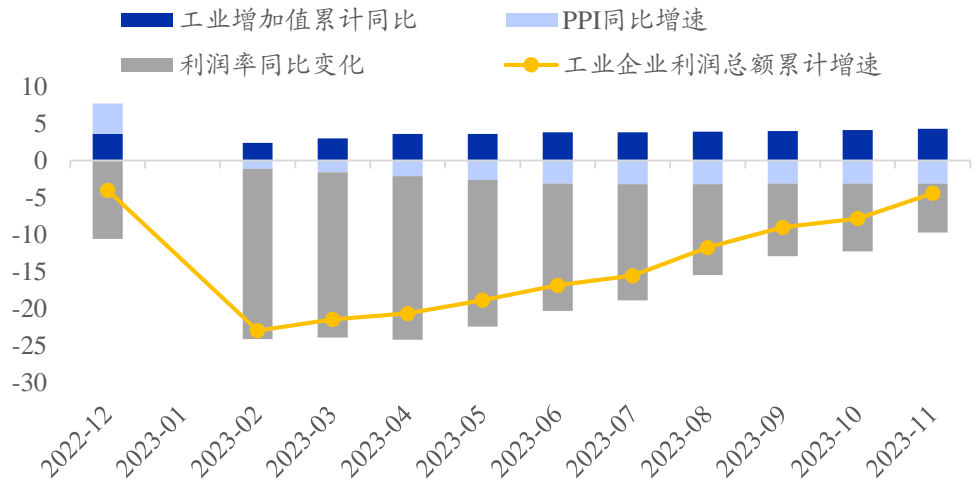
**图表 3: 11 月主要行业增加值同比变化情况**

行业	当月同比(%)			累计同比(%)		
	2023-11	2023-10	变化值	2023-11	2023-10	变化值
煤炭开采和洗选业	5.2	3.3	1.9	2.0	1.6	0.4
石油和天然气开采业	1.8	0.4	1.4	3.7	3.9	-0.2
农副食品加工业	-0.5	0.7	-1.2	0.3	0.4	-0.1
酒、饮料和精制茶制造业	4.8	3.4	1.4	0.6	0.1	0.5
纺织业	2.1	2.0	0.1	-0.8	-1.0	0.2
化学原料及化学制品制造业	9.6	12.1	-2.5	9.5	9.5	0.0
医药制造业	-8.1	-10.4	2.3	-6.0	-5.7	-0.3
橡胶和塑料制品业	7.4	6.0	1.4	3.1	2.6	0.5
非金属矿物制品业	-0.6	-1.1	0.5	-0.6	-0.6	0.0
黑色金属冶炼及压延加工业	5.1	7.3	-2.2	7.5	7.8	-0.3
有色金属冶炼及压延加工业	10.2	12.5	-2.3	8.4	8.3	0.1
金属制品业	6.0	5.5	0.5	2.7	2.3	0.4
通用设备制造业	0.8	-0.1	0.9	1.7	1.8	-0.1
专用设备制造业	1.9	2.7	-0.8	3.6	3.8	-0.2
汽车制造业	20.7	10.8	9.9	12.3	11.3	1.0
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备	12.7	9.6	3.1	6.9	6.3	0.6
电气机械及器材制造业	10.2	9.8	0.4	13.2	13.6	-0.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	10.6	4.8	5.8	2.6	1.7	0.9
电力、热力的生产和供应业	9.2	0.9	8.3	4.1	3.5	0.6

来源: iFind、华福证券研究所

营业收入以及利润率、毛利率均逐渐修复,有力带动企业经营效益回升。1-11 月营业收入毛利率和利润率均稳步改善,分别回升至 15.1%和 5.8%。营收端,1-11 月份,规模以上工业企业营业收入同比增长 1.0%,单月企业营收同比增长 6.1%,连续 5 个月回升。成本端,营业成本维持低增速,累计同比增长 1.1%。

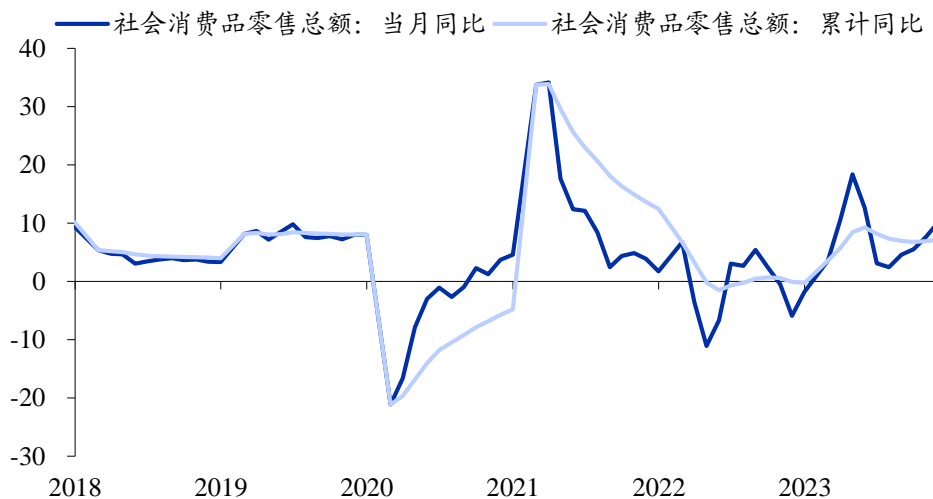
图表 4: 工业企业利润总额同比增速变化情况 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

**消费持续回升。**11月份,社会消费品零售总额 42,505 亿元,同比增长 10.1%。其中,除汽车以外的消费品零售额 38,191 亿元,增长 9.6%。1—11 月份,社会消费品零售总额 427,945 亿元,同比增长 7.2%,较 10 月份小幅上升 0.3 个百分点。其中,除汽车以外的消费品零售额 384,665 亿元,增长 7.3%。

图表 5: 11 月社会消费品零售总额同比增速持续回升 (%)

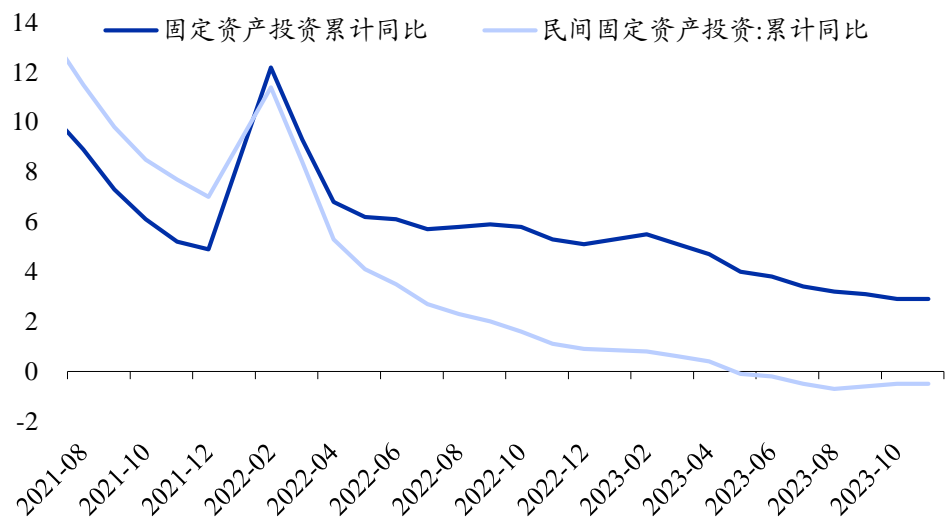


来源: iFind、华福证券研究所

**投资方面,全国固定资产投资与民间投资增速走平。**1—11 月份,全国固定资产投资(不含农户) 460,814 亿元,同比增长 2.9% (按可比口径计算)。从环比看,11 月份固定资产投资(不含农户)增长 0.26%。同期,民间固定资产投资 235,267 亿元,同比下降 0.5%,同比降幅走平。2022 年以来,累计民间投资占全国固定资产投资(不含农户)的比重持续下降,截至 2023 年 11 月,这一比重已经下降至 51.1%。

分类别来看，制造业投资同比增速稳中有升，基建投资同比增长延续放缓，两者增速均大于全部投资增速。1-11月份，制造业投资增长6.3%，增速比1-10月份加快0.1个百分点；基建投资累计同比增速为7.96%，剔除电力、热力、燃气及水生产和供应业后，基建投资同比增长5.8%，前10个月为5.9%。通过累计增速倒推，10月份制造业投资及基建投资（不含电热气水）当月同比增速分别为7.1%和5.0%，分别较10月份加快0.9和1.3个百分点。

图表6：固定资产投资及民间投资累计同比增速走势（%）



来源：iFind、华福证券研究所

进出口整体延续向好态势，出口同比增速转正。按美元计价，11月份我国进出口总额5154.7亿美元，与上年同期持平，同比增速连续四个月回升；其中，出口2919.3亿美元，同比上升0.5%，增速较上月提升了6.9个百分点，为今年5月份以来增速首次转正；进口2235.4亿美元，同比增速小幅下降至-0.6%；贸易顺差684亿美元。

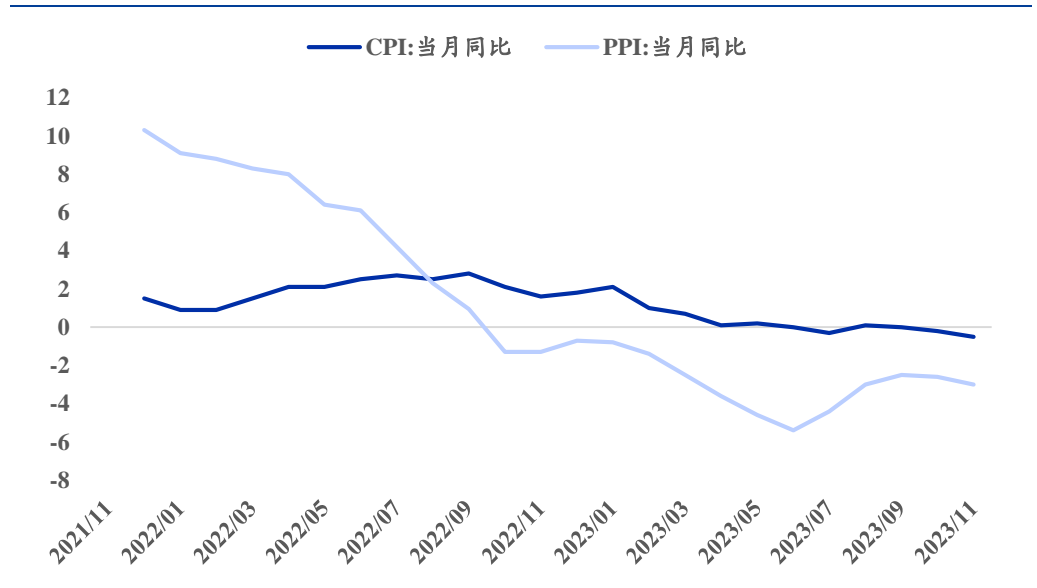
分国别来看，11月份，除欧盟外，我国对主要出口地区额的同比增速均出现了明显提升，特别是对美出口同比增速实现了2022年8月份以来的首次正增长。结构上看，出口产品升级趋势明显，机电产品对出口的拉动主要来自于高新技术产品出口值的提升。高新技术产品11月出口同比增长了2.9个百分点，10月份增速为-9.2%，大幅提升了12.1个百分点，对出口的拉动作用也由前一个月的向下拉动2.6个百分点上升至正向拉动0.7个百分点。

通胀方面，CPI和PPI同比跌幅小幅扩大，但核心CPI保持稳定。11月，从同比看，CPI下降0.5%，同比降幅比上月扩大0.3个百分点；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.6%，涨幅与上月相同，继续保持温和上涨。PPI同比下降3.0%，



跌幅比上月扩大 0.4 个百分点。近期价格指数同比下行原因是多方面的，主要是高基数的影响，去年同期俄乌战争使得国际能源、粮食价格大幅上涨，而今年两者波动下行，就造成价格分项对总指数的拖累。能源价格同比的由涨转降，对 CPI 同比的下拉影响较上月增加 0.19 个百分点；PPI 方面，石油和天然气开采业价格由 10 月上涨 1.7% 转为下降 3.3%，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业、石油煤炭及其他燃料加工业价格降幅均有所扩大。

**图表 7: CPI 和 PPI 同比增速 (%)**



来源: iFind、华福证券研究所

## 2 政策端利好陆续落地

政策方面，12 月中央经济工作会议召开，释放了重要的政策信号，为明年中国经济发展指明了方向。与此同时，相关稳增长的政策措施也在陆续落地。

具体来看，中央经济工作会议从七个方面对 2024 年经济工作做出了部署、指明了方向。

一是提出了包括部分行业产能过剩、社会预期偏弱、国内大循环存在堵点等在内的新困难和挑战，其中关于“产能过剩”的表述是 2019 年以来历次中央经济工作会议中首次提及。

二是提出要把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，唱响中国经济光明论，此次会议明确提出“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，总体基调更为积极。

三是提出以科技创新引领现代化产业体系建设，发展新质生产力。产业是经济之本，是生产力变革发展的具体落地载体，“新质生产力”的形成依靠整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业等新产业。

四是提出鼓励发展创业投资、股权投资，对金融行业意义重大。企业是研发投入的主要承担者，强化企业科技创新主体地位，需要发挥好金融支持科技创新功能。

五是在扩大内需方面，提出形成消费和投资相互促进的良性循环，我们认为后续在增加居民收入、刺激大宗消费、重点领域政府投资等方面，将有进一步政策陆续出台。

六是提出持续有效防范化解重点领域风险，具体风险方面，会议提出了要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等三方面风险，并严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。

七是提出推进新型城镇化和乡村全面振兴有机结合起来，促进各类要素双向流动，推动以县城为重要载体的新型城镇化建设，形成城乡融合发展新格局。这也是重要的新提法。

#### **此前稳增长相关的利好政策措施 12 月也在相继实施落地。**

一是房地产方面，北京、上海相继调整优化购房政策。12月14日，北京市住建委等五部门联合发布《关于调整优化本市普通住房标准和个人住房贷款政策的通知》，调整首套房、二套房的首付比例，首套房首付比例统一降至30%，二套房按城六区和非城六区划分，最低首付比例分别为50%和40%。本次政策优化还调整了普通住宅认定标准，相比于此前的普通住宅认定标准，新标准下各环线单价上限均有明显提高，且不再看总价。上海从12月15日起调整普通住房标准和优化差异化住房信贷政策，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减10个基点，最低首付比例为30%；自贸区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山6个行政区的二套房首付比例从50%降至40%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。本次北京、上海房地产政策的调整优化主要作用于需求侧，旨在更好满足居民刚性和改善性住房需求，有望带动房地产市场需求回升，促进房地产市场平稳健康发展。

二是财政政策方面，此前增发的万亿国债项目清单陆续下达，后续有望形成实物工作量，带动经济预期提升。根据国家发改委23日发布的消息，国家发展改革委近



日商有关部门下达 2023 年增发国债第二批项目清单，共涉及增发国债项目 9600 多个，拟安排国债资金超 5600 亿元。截至目前，前两批项目涉及安排增发国债金额超 8000 亿元，1 万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。特别国债加快落地，有望持续形成实物工作量，为实体经济带来实际动能。

三是国有大行年内第三次下调存款利率，有助于缓解银行净息差压力，同时为后续降息打开空间。12 月 21 日起，工、农、中、建、交等五大国有商业银行相继发布公告，下调存款挂牌利率。3 个月、6 个月、一年期定期存款挂牌利率下调 0.1 个百分点，三年期、五年期定期存款挂牌利率下调 0.25 个百分点。本轮存款利率调整为年内第三次下调，有助于降低银行负债端成本、减轻净息差压力。根据国家金融监督管理总局的数据，截至 2023Q3，商业银行净息差降至 1.73%，为 2010 年有数据披露以来的最低值。同时，负债端成本的进一步压降，也为资产端成本下行打开空间，2024 年降息或在路上。而存款利率的下行，一定程度有助于居民储蓄向消费和投资的转化，促进经济良性循环。

### 3 “春季躁动”值得期待

除去前述的经济基本面向好以及利好政策措施相继落地外，当前 A 股市场各项积极因素正在不断累积，后续“春季躁动”行情值得期待。

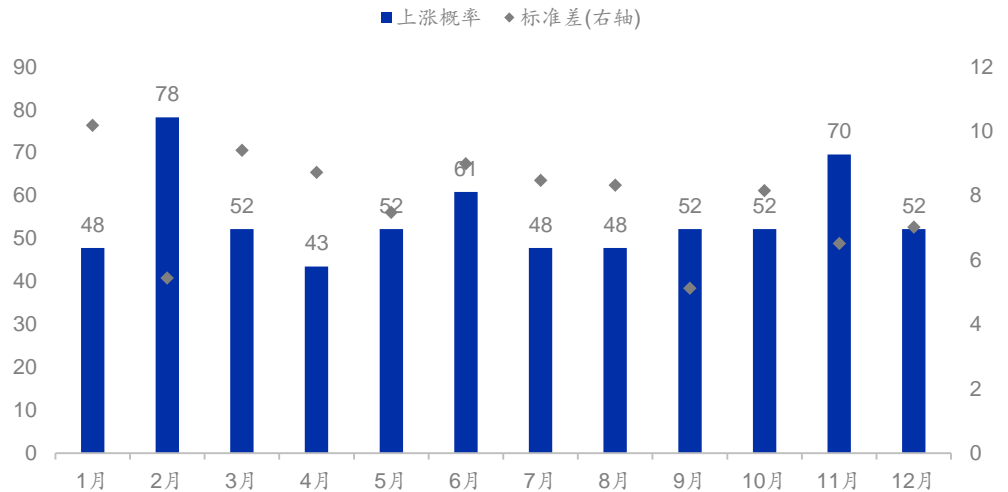
一是当前 A 股主要宽基指数估值已处于历史底部区域，公募基金重仓股相对估值同样也已落至历史低位。截至 12 月 27 日，作为市场整体代表的万得全 A 指数当前市净率为 1.44 倍，位于 2010 年至今 0.4% 的历史分位数水平。前 100 名基金重仓股市盈率中位数为 22.7 倍，位于 2010 年至今 14% 的历史分位数水平。前 100 名重仓股市盈率中位数除以全部 A 股市盈率中位数的值为 0.70，位于 2010 年至今 35% 的历史分位数水平。

二是海外海外加息周期结束，全球流动性环境边际好转。美联储 12 月暂停加息，维持联邦基金利率不变。根据 CME 数据，美联储最快或将在明年 3 月份进行首次降息。10 月份以来美债利率高位回落，全球流动性环境有所改善，截至 12 月 27 日，美债 3 个月、2 年期和 10 年期分别为 5.44%、4.22% 和 3.79%，相比 10 月初分别下行 18bp、92bp 和 90bp。

此外，从历史经验来看，A 股市场的季节效应显著，A 股在年初尤其是 2 月的上涨概率是全年最高的（即“春季躁动”）。从 2000 年至 2022 年万得全 A 指数在 2 月

上涨的概率有 78%。从行情背后的逻辑来看，2 月上涨概率较高背后存在着事件驱动的影响，每年 2 月份之后是 3 月份的两会，是对未来经济政策有方向性影响的重要会议，使得市场容易产生政策预期。图表 10 报告了 2010 年以来 A 股 1-2 月累计表现最好的前五大行业，计算机、有色金属、银行、通信和家用电器这几个行业进入涨幅榜前五次数较多。

**图表 8：万得全 A 在 2 月份上涨的概率最高**



来源：Wind，华福证券研究所

**图表 9：2010 年以来 1-2 月行情中表现最好的前五大行业**

年份	行业				
2010	传媒	社会服务	综合	计算机	环保
2011	家用电器	建筑材料	汽车	机械设备	国防军工
2012	有色金属	家用电器	煤炭	非银金融	房地产
2013	国防军工	环保	美容护理	传媒	医药生物
2014	计算机	电力设备	社会服务	综合	通信
2015	计算机	传媒	通信	纺织服饰	电子
2016	煤炭	银行	食品饮料	石油石化	农林牧渔
2017	钢铁	家用电器	国防军工	有色金属	建筑材料
2018	钢铁	社会服务	银行	家用电器	房地产
2019	非银金融	电子	计算机	农林牧渔	通信
2020	电子	计算机	通信	医药生物	电力设备
2021	石油石化	基础化工	有色金属	银行	农林牧渔
2022	煤炭	有色金属	石油石化	银行	综合

来源：Wind，华福证券研究所

注：最左边为表现最好行业，依次递推。

## 4 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn