

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- 经济维度：总量平稳，结构变化。体现在全国水泥价格指数保持平稳，但华东水泥价格领先回升；CCFI中国出口集装箱运价指数底部回升，同期地中海航线、波红航线、欧洲航线涨幅明显；中国制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，较上月回落0.4个百分点，但高技术制造业和装备制造业PMI表现良好，始终处于景气区间。
- 市场维度：资金的需求相较供给偏弱。体现在使用5年期中短期票据到期收益率（AA+）与中债5年期国开债到期收益率的差值来计算信用利差，截至2024年1月5日，信用利差收窄到99.84个BP，2019年以来，前期回落至100个BP以下，分别是2020年初和2022年11月。主因在于中短期票据到期收益率的回落，或指向低信用等级企业的资金需求相较于资金供给偏弱。
- 高频数据：生产高位平稳，基建维持平稳，地产销售回落，出口运价向上，内需高位波动
- 风险提示事件：政策变动风险；经济波动超预期风险。

内容目录

1. 经济维度：总量平稳，结构变化	- 3 -
2. 市场维度：资金的需求相较供给偏弱	- 4 -
3. 高频数据：生产高位平稳，基建维持平稳，地产销售回落，出口运价向上，内需高位波动	- 5 -
4. 风险提示	- 13 -

图表目录

图表 1: 信用利差走势(%).....	- 4 -
图表 2: 生产端部分高频指标 (开工率单位为%, 产量单位为万吨)	- 6 -
图表 3: 基建部分高频指标 (库存单位为万吨)	- 6 -
图表 4: 基建部分高频指标 (水泥价格分区域)	- 6 -
图表 5: 商品房成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)	- 7 -
图表 6: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)	- 7 -
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)	- 8 -
图表 8: 外贸相关高频指标	- 8 -
图表 9: 外贸相关高频指标 (区域指数)	- 10 -
图表 10: CDFI 运价指数及细分运价指数.....	- 10 -
图表 11: BDI 指数及细分运价指数.....	- 11 -

1. 经济维度：总量平稳，结构变化

总量平稳、结构变化，典型代表例如水泥价格指数，例如全国水泥价格指数自去年以来保持相对平稳的总体态势，但区域结构发生了分化，尤其是华东区域的水泥价格指数领先回升。截至1月3日，全国水泥价格指数报113.20点，呈现出短期平稳波动的态势。时间维度拉长，从去年7月份以来，水泥价格指数呈现出低位波动的态势，在一定程度上表明整体地产投资和基建投资的力度相对平稳。月度经济数据的表现也相对明显，房地产开发投资仍在下行区间，基建投资的累计同比增速也呈现出缓步回落的态势。但在全国水泥价格相对平稳的背景下，呈现出明显的区域分化走势，以去年7月3日作为基期计算截至2024年1月5日的波动幅度，其中华东区域水泥价格上涨了4.1%，长江流域水泥价格上涨了4.9%；而华北、西北下降幅度相对偏大，分别下跌了13.4%和10.0%。我们认为，在房价仍处波动区间，房地产销售面积尚未企稳的背景下，房地产开发投资拉动水泥价格的空间相对有限，基建仍有望成为拉动水泥价格的主要力量。而华东区域、长江流域仍然有望成为基础设施建设的重点载体，对区域水泥价格形成拉动；而伴随着气温逐步回暖，北方区域的基建项目逐步开工，也有望对水泥价格形成支撑。

与此同时，以出口运价指数为代表，总量保持平稳，但结构性出现了分化。从CCFI中国出口集装箱运价指数来看，自10月底以来，累计上涨约15.4%，呈现出触底回升的态势。但CCFI指数的上行，或难以指向出口端整体的回暖，从近期工业企业出口交货值指数来观察，仍然处于负值区间；从近期制造业PMI中的新出口订单来观察，也处于景气线下，且收缩幅度加大的格局。进一步观察细分区域航线运价指数，差异化特征明显；美东美西、日本航线运价指数的涨幅相对偏低；包括韩国、东西非航线同期运价指数出现下跌态势。而同期运价指数上行比较明显的，包括地中海航线、波红航线、欧洲航线，涨幅超过20%。与此同时，以德国为代表，IFO商业景气指数12月录得86.4，较上月回落0.8，整体处于2021年以来的低位，由于德国是欧洲第一大经济体，德国数据的表现或指向欧洲的需求并未出现明显回暖。在整体出口相对偏弱，欧洲等地需求并未明显回暖的情况下，部分航线运价指数上涨明显，或反应了部分区域由于地缘政治事件，导致供给相对需求走弱的态势。

另外，结构性变化还体现在制造业PMI指数上，高技术制造业和装备制造业PMI表现良好。12月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为49.0% (前值49.4%)，较上月回落0.4个百分点，仍在景气线下。从往年数据来看，往年12月数据一般相较11月平稳略落，12月制造业景气表现符合季节性规律。从生产与需求来看，生产当月50.2% (前值50.7%)，回落0.5个百分点，但仍在景气线上，表明生产仍在扩张区间，但年末扩张斜率有所放缓。新订单当月48.7% (前值49.4%)，回落0.7个百分点；新出口订单45.8% (前值46.3%)，回落0.5个百分点；新订单与新出口订单的差值2.9个百分点 (前值为3.1个百分点)，指向内需小幅波动，出口拖累新订单的表现。与此同时，高技术制造业持续景气，体现出高质量发展继续推进的态势，根据中国物流与采购联合会公布的数据，

2023年12月高技术制造业PMI录得50.3%，从2023年1月以来，除个别月份的突发因素，导致景气度波动，高技术制造业持续处于景气线上，反应了行业整体扩张的态势。与此同时，高技术制造业与制造业整体PMI的差值，也持续处于正值区间，更加反应了高技术制造业的突出表现。与此同时，装备制造业的技术含量也相对较高，自2022年底以来，持续处于景气区间，均反应了高质量发展在制造业领域持续体现的特征。

2. 市场维度：资金的需求相较供给偏弱

从资金面来观察，使用5年期中短期票据到期收益率（AA+）与中债5年期国开债到期收益率的差值来计算信用利差（考虑到国债的免税政策，用国开债收益率作为无风险利率可以剔除税收溢价）。由于低信用等级企业融资外部依赖度更高，信用利差变化，意味着融资成本变动，对低信用等级企业的影响可能会更明显。

根据2020年以来信用利差的走势观察，呈现出“四升四降”的总体走势，本轮回落可以从2023年1月份开始，在2023年中出现了小幅反弹，但自2023年11月初以来，信用利差呈现出持续回落的态势。截至2024年1月5日，信用利差收窄到99.84个BP，2019年以来，前期回落至100个BP以下，分别是2020年初和2022年11月。

图表 1：信用利差走势(%)



来源：WIND、中泰证券研究所

由于信用利差反映的是信用债到期收益率相较于市场无风险利率的溢价，该部分溢价代表了用于补偿投资者承担信用风险而增加的收益率。从去年11月以来的信用利差持续收窄，以11月2日为基准，信用利差

收窄了 22.59 个 BP，同期 5 年期国开债到期收益率从 2.5670% 下降到 2.5157%，下降约 5.13 个 BP，而 5 年期中短期票据到期收益率下降约 27.72 个 BP。因此 5 年期中短期票据到期收益率回落是主要原因。而中短期票据到期收益率的回落，或指向低信用等级企业的资金需求相较于资金供给偏弱。

从市场面来观察，支撑红利策略的逻辑继续演绎。截至 1 月 5 日，红利指数（000015）报收 2909.14 点，较 2023 年末累计上涨约 3.98%，在 A 股市场核心指数中排名靠前。红利投资通常是指投资能带来稳定现金红利的企业，以期获得短期现金回报及长期资本回报的策略。2023 年全年，中证红利全收益指数收益 6.34%，大幅跑赢了沪深 300 和上证 50 等核心指数。背后的逻辑或许在于红利策略包括资本利得和股息收入两种回报来源，其中资本利得取决于二级市场表现，而稳定的股息收入可以获得稳定的现金分红，提升投资业绩和稳定性。此外，长期稳定的现金分红是衡量上市公司盈利状况是否成熟稳定的标志，而且股息支付率高的公司往往估值较低，安全边际高，预期收益的波动相对较小，抗风险能力强。

红利投资通常会利用股息率来选股，股息率=现金分红总额/总市值，而股息率取决于红利支付率、估值两个要素，可以把上述公式进一步拆解，股息率=现金分红总额/总市值=(现金分红总额/净利润)*(净利润/总市值)=红利支付率/PE，红利支付率高的公司，盈利通常较为稳定，但同时成长空间也相对较小。因此在经济高速增长背景下，高股息公司的吸引力可能会相对偏低，但是在经济向上斜率并不明显情况下，由于红利策略相关标的具有稳定的盈利和分红，抗风险能力较强，较少受到经济波动和信用环境紧缩的影响，能够提供一定的防御作用和较高的股息收入。

现阶段，整体经济处于回升阶段，但斜率相对偏温和，12 月中国制造业采购经理指数（PMI）中，新订单指数为 48.7%（前值 49.4%），回落 0.7 个百分点；新出口订单为 45.8%（前值 46.3%），回落 0.5 个百分点；新订单与新出口订单的差值 2.9 个百分点（前值为 3.1 个百分点），指向内需小幅波动；由于新订单与产成品库存的差值来刻画库存周期，对于经济具有一定的前瞻性，差值为 0.9 个百分点，较上月收窄，反映需求侧的扩张相较库存去化有所放慢，表明经济向上回升的节奏也有反复。在经济回升有所反复的背景下，货币政策持续宽松，低利率背景下债券吸引力相对下降，此时红利资产的“类固收”性质凸显，能够通过股息回报提供稳定收益。

3. 高频数据：生产高位平稳，基建维持平稳，地产销售回落，出口运价向上，内需高位波动

从生产端来看，保持高位波动，截至 1 月 5 日唐山 Custeel 高炉开工率为 92.77%（前值 92.77%），保持平稳，高于往年同期水平；全国 247

家高炉开工率 75.65%（前值 75.17%），小幅回升，与往年同期基本接近；PTA 产业链负荷率小幅上行；汽车半钢胎开工率较上年末小幅上行。

图表 2：生产端部分高频指标（开工率单位为%，产量单位为万吨）

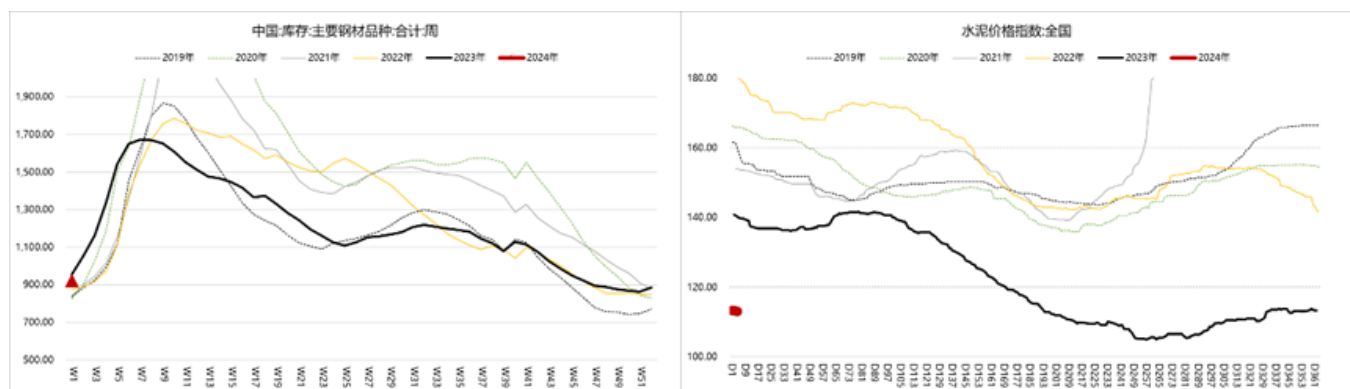


来源：WIND、中泰证券研究所

从内需端看，基建上，截至 1 月 6 日主要钢材品种库存小幅回升，截至 1 月 5 日全国水泥价格保持平稳，反应基建总体平稳发力；但从区域来看，华东、长江两个区域水泥价格领先回升。

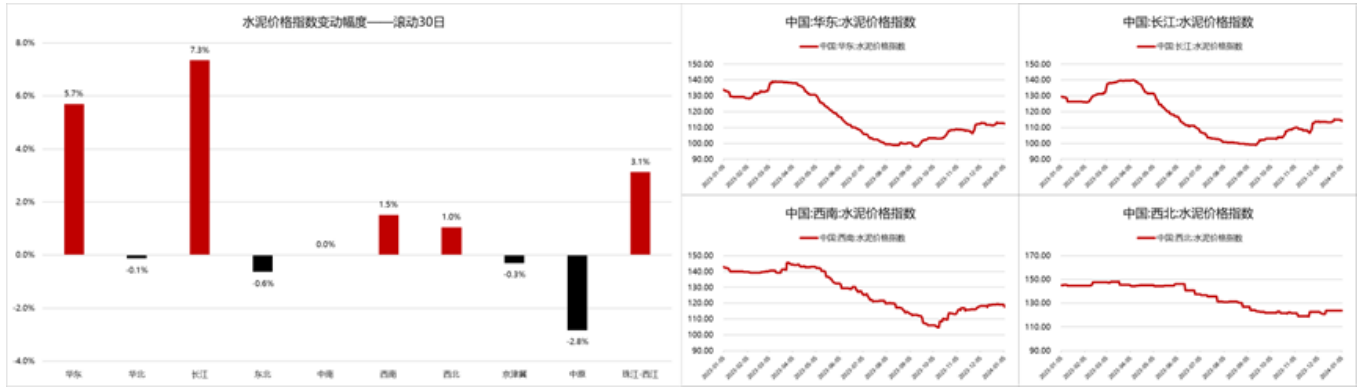
地产上，截至 1 月 6 日，30 大中城市商品房成交面积回落，一线城市、二线城市、三线城市同步回落；从土地成交情况来看，2023 年最后一周 100 大中城市成交土地面积、住宅用地面积出现回落。2023 年最后一周，乘用车批零数据回升，整体呈现出年末冲量态势；地铁客运量保持平稳；电影票房持续回升。

图表 3：基建部分高频指标（库存单位为万吨）

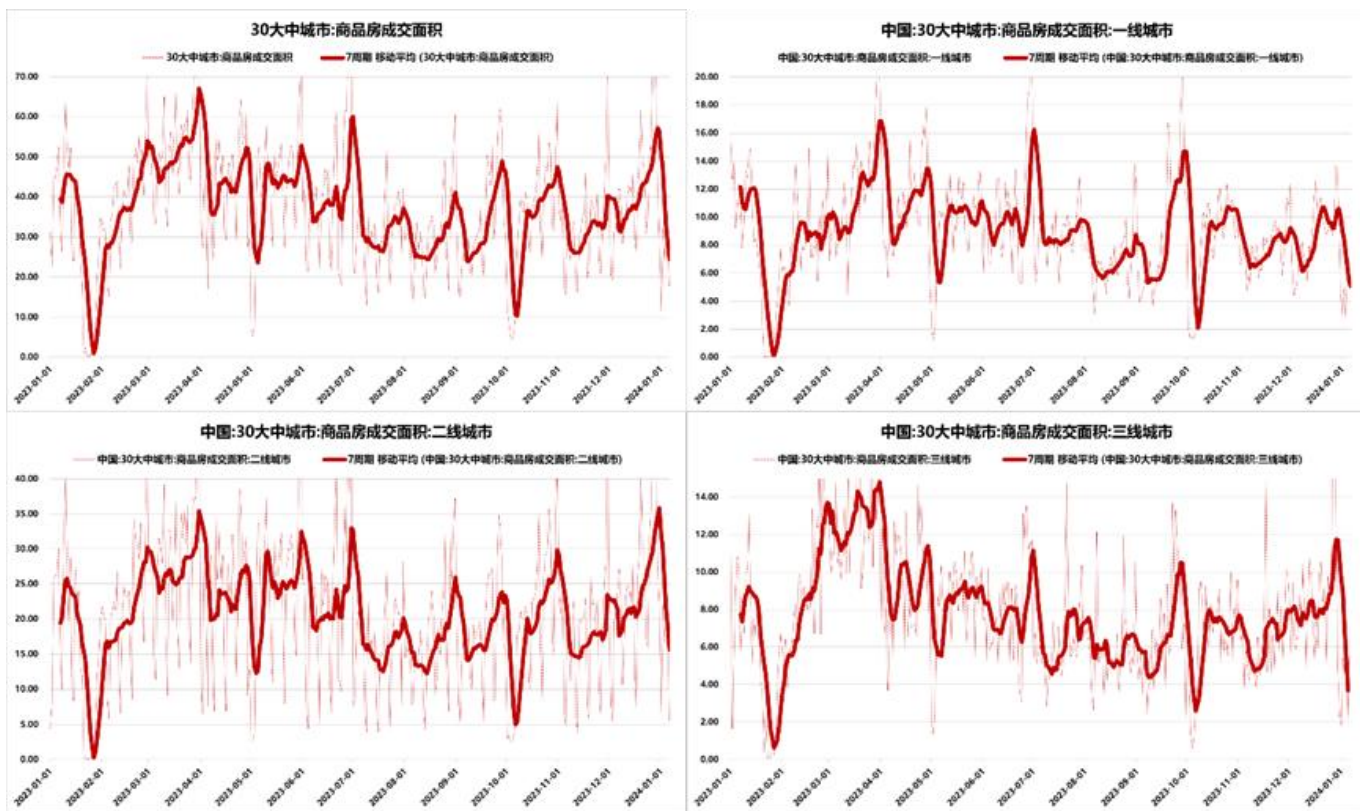


来源：WIND、中泰证券研究所

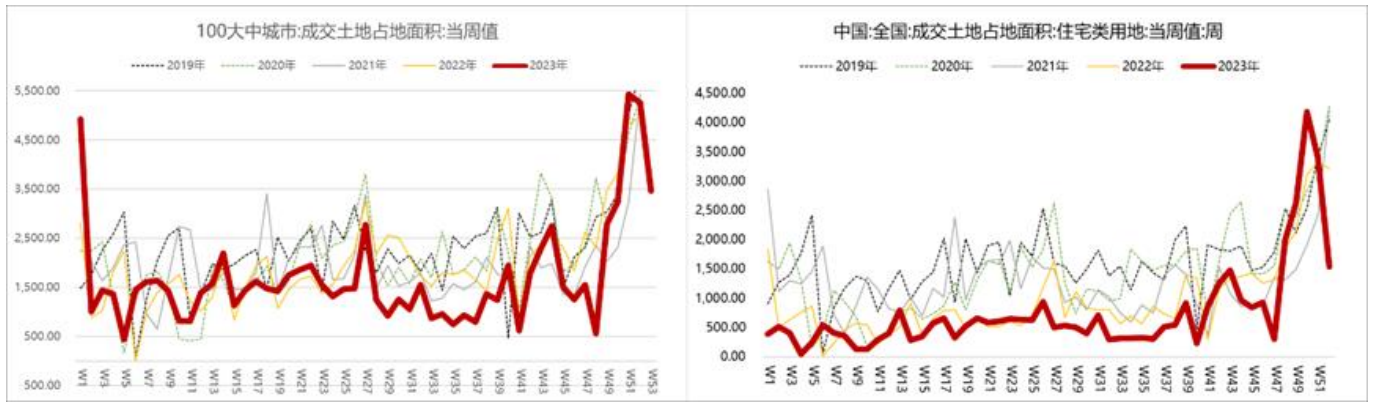
图表 4：基建部分高频指标（水泥价格分区域）



图表 5: 商品房成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)

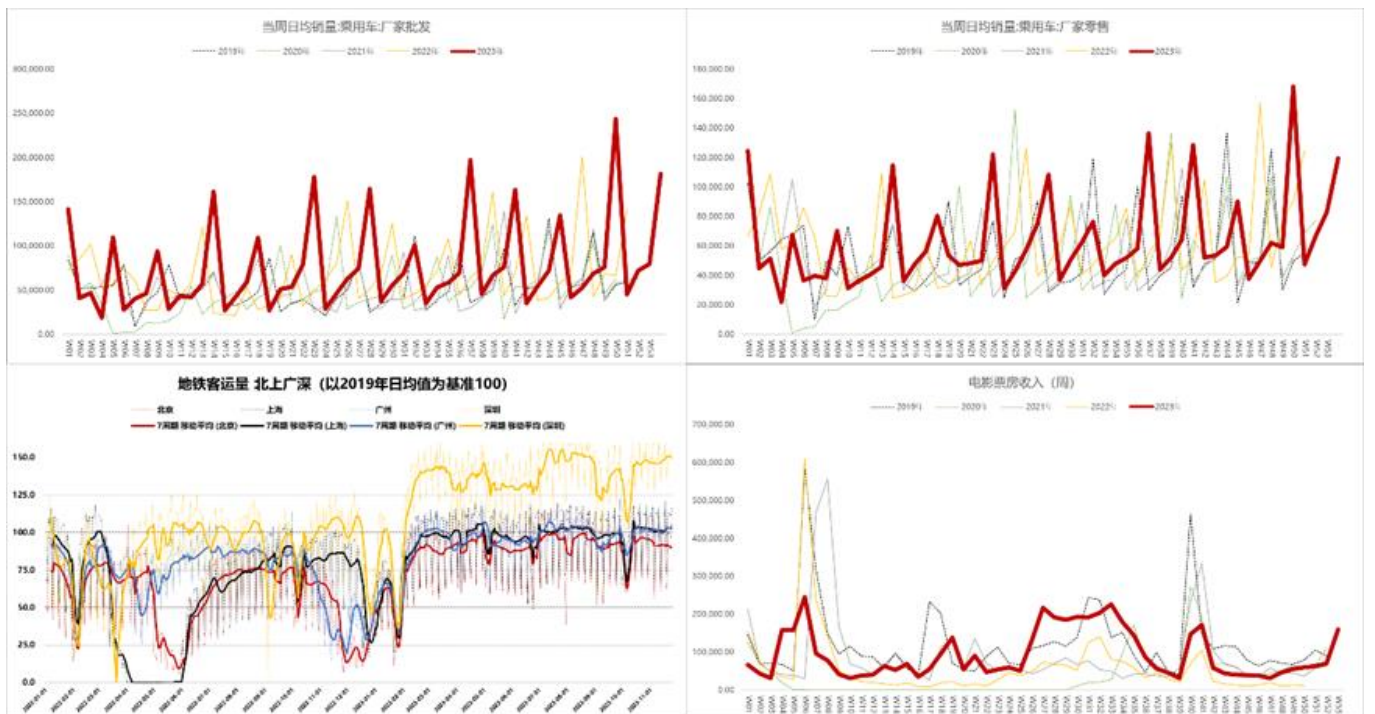


图表 6: 土地成交部分高频指标 (面积单位为万平方米)



来源: WIND、中泰证券研究所

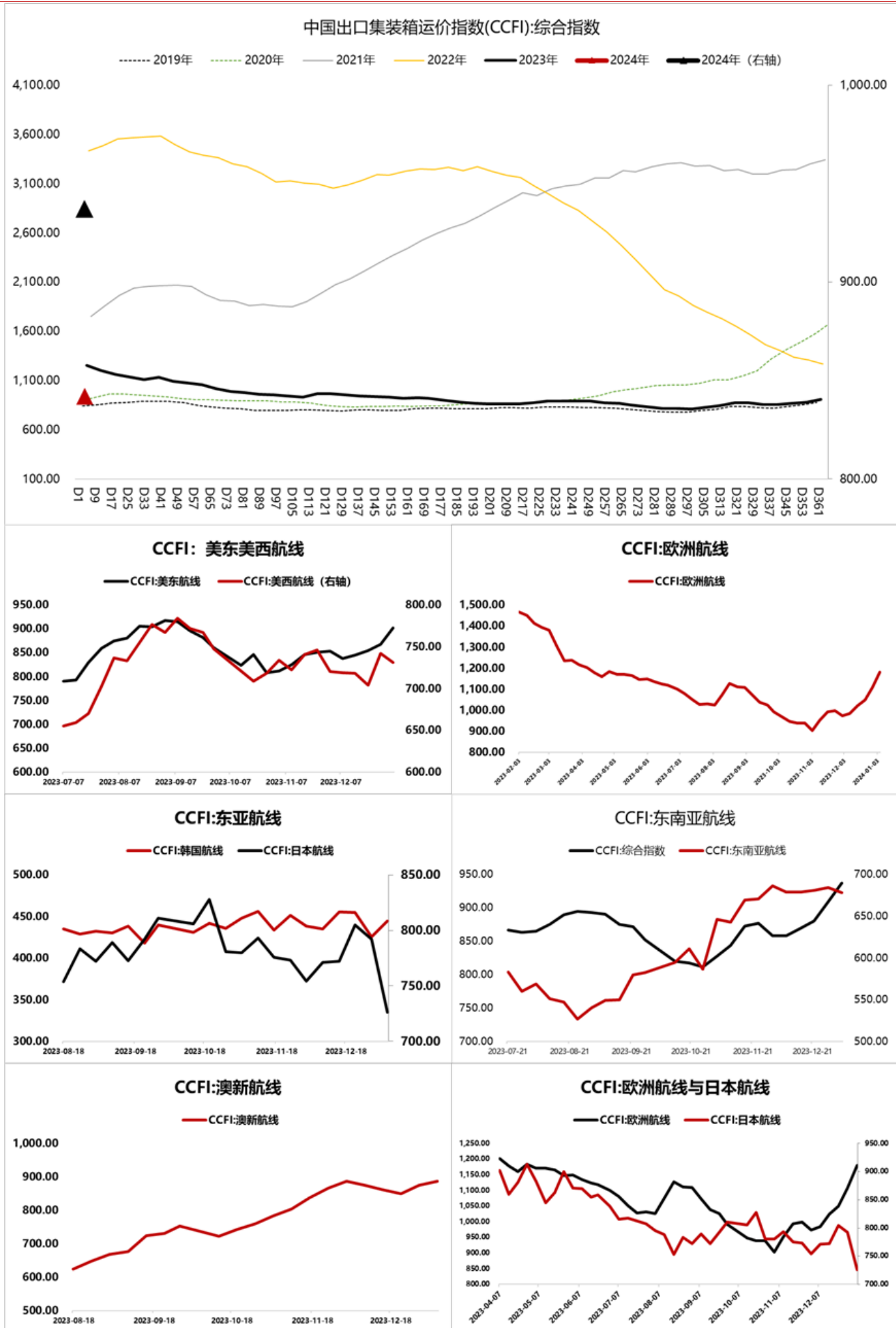
图表 7: 消费相关部分高频指标 (销量单位为辆, 电影票房单位为万元)



来源: WIND、中泰证券研究所

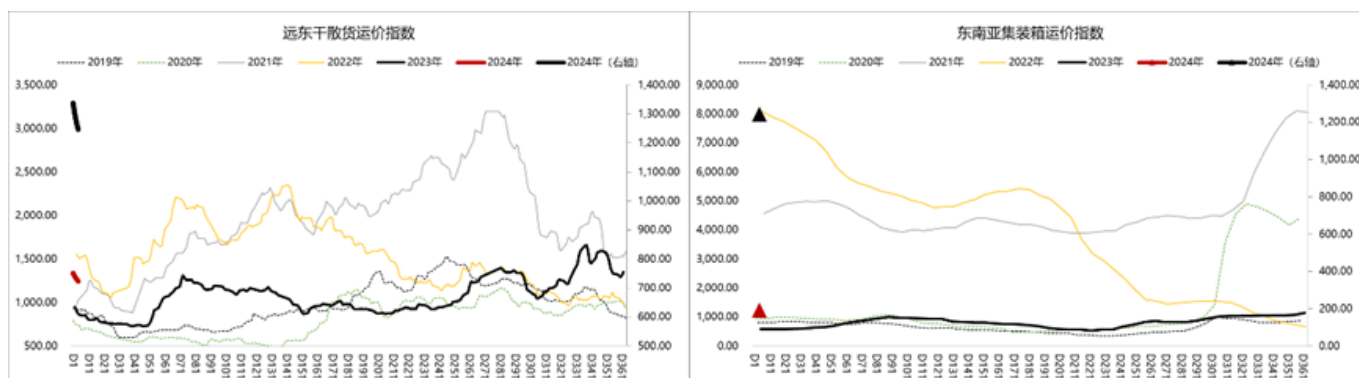
从外需端看, 出口相关指标的整体表现延续向上修复态势。截至 1 月 5 日, 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) 报 936.83 点 (前值 909.19 点), 呈现低位继续向上修复特征, 分航线看, 美东航线小幅上行、美西航线小幅波动; 欧洲航线明显向上; 东亚中日本航线明显回落; 东南亚航线保持高位平稳, 澳新航线保持高位。从部分区域运价指标来看, 覆盖远东区域范围内典型进出口航线的远东干散货运价指数高位波动; 东南亚集装箱运价指数继续高位上行。

图表 8: 外贸相关高频指标



来源：WIND、中泰证券研究所

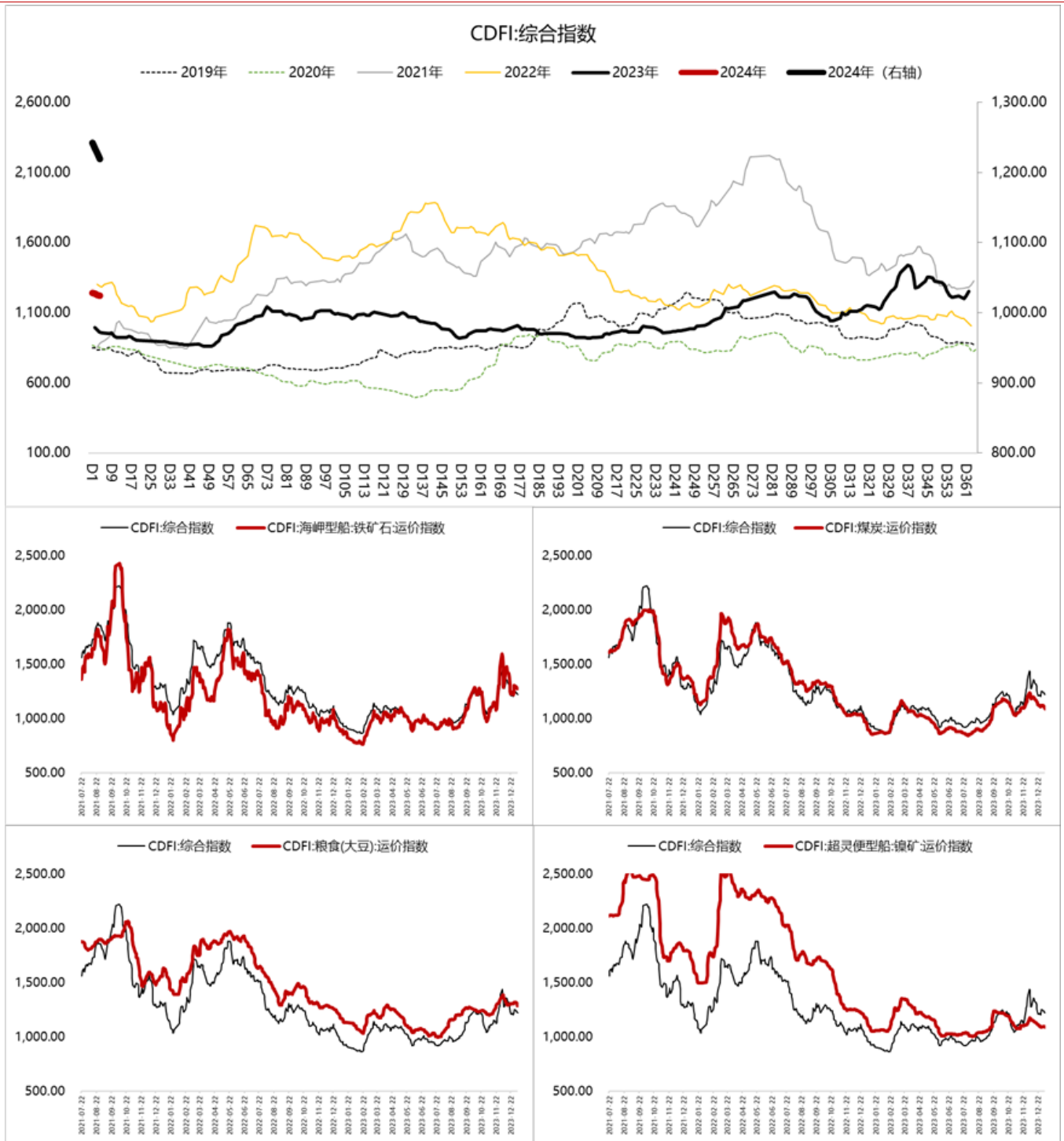
图表 9: 外贸相关高频指标 (区域指数)



来源：WIND、中泰证券研究所

进口相关高频指标小幅波动,或反映内需高位波动。截至1月5日,CDFI中国进口干散货运价指数录得1219.15点(上周1250.15点),高位小幅回落,从历年数据相比,超出了2019年和2022年的表现;铁矿石、粮食(大豆)等运价指数相对较强。

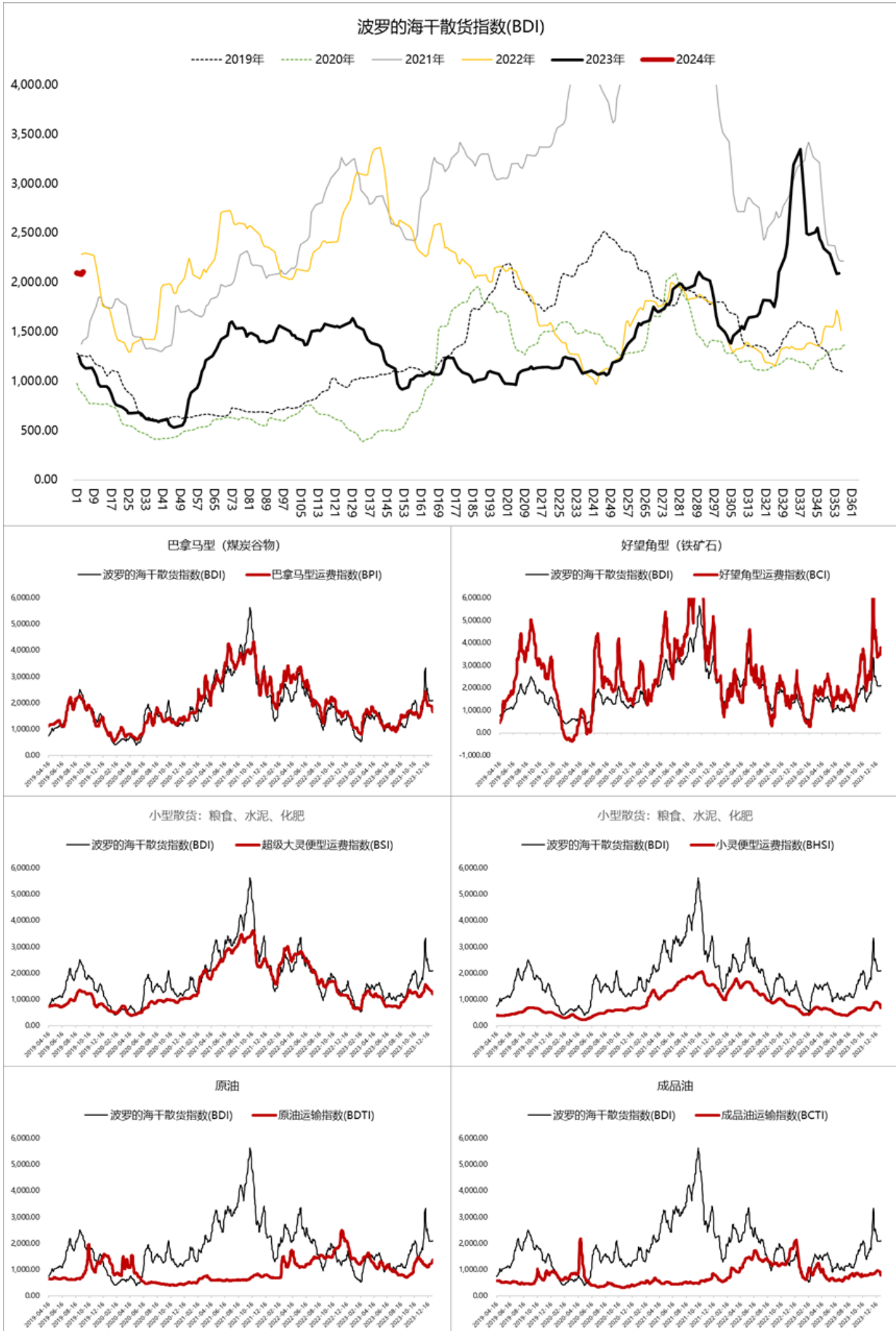
图表 10: CDFI 运价指数及细分运价指数



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1月5日，BDI指数为2110点（上周2094点），高位波动，铁矿石、原油运价指数韧性较强。

图表 11: BDI 指数及细分运价指数



来源：WIND、中泰证券研究所

4. 风险提示

政策变动风险；经济波动超预期风险。

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。