



见微知著系列之六十八

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

稳增长落地，如何跟踪？

2023年四季度，“万亿国债”、地产“三大工程”等新一轮稳增长落地。基本面已反映哪些变化，后续如何跟踪？

一问：“稳增长”三步走落地进展？中央增发国债、准财政放量、产业政策保驾护航

第一步：中央财政增发“万亿国债”，2023年12月两批超8000亿元项目清单下达、基建投资增速明显回升。项目清单下达的同时，资金或也在“加速”拨付，2023年12月广义财政支出增速转正至1.3%、基建类财政支出增速升至4.7%。随着资金到位加快，2023年12月水利环境投资同比12.1%、较上月大幅回升15.8个百分点。

第二步：“准财政”放量、近两月PSL新增共5000亿元，助力地产“三大工程”加速布局。PSL放量的同时，三大政策行为地方“三大工程”项目频频授信，各地加速布局“三大工程”。2023年11月底，杭州市116个“平急两用”项目率先开工；12月底深圳首批13个配售型保障房项目开工；广州、深圳、上海加快推进城中村改造。

第三步：产业政策保驾护航，2024年1月各地加快重大项目开工。2023年7月起工信部连续发布、实施10大行业稳增长方案，预计2024年10大行业工业增加值同比3.9%左右、接近上年两年复合增速的4.1%，工业经济有望保持稳定。产业政策支持下，2024年1月各地重大项目开工投资额5.4万亿元，为2020年以来同期次高。

二问：政策落地，基本面如何变化？基建央企订单“爆发”，水利合同金额同比高增

建筑业PMI是最早出现积极变化的宏观指标之一，2023年末建筑业景气显著回升、2024年初春节临近指标有所回落。

2023年12月，建筑业PMI、从业人员指数分别升至56.9%、51.7%。2024年1月春节临近、建筑务工人员集中返乡，建筑业PMI、从业人员指数分别回落至53.9%、50.1%。以四川南充为例、春节前20天起城市迁入强度明显走高。

企业订单得到印证，2023年末主要基建央企订单“爆发”，尤其是水利合同金额同比高增。2023年12月主要基建央企订单显著放量，当月新签合同额同比增长22.3%、较11月提升10.5个百分点。细分领域上，中国电建水利项目新签合同额明显增长，2023年11、12月当月同比分别为478%、369%，2024年1月保持较快增长、同比72.7%。

关注基建、地产相关链条营收、库存变化，“稳增长”落地或能有效提振相关链条终端需求。2023年12月，代表基建央企新开工面积明显回升，建筑业整体新开工面积累计同比-7.8%、较三季度回升3.4个百分点。相应地，2023年12月部分原材料行业营收同比转正至1.1%、加工冶炼行业营收同比降幅收窄至-1.1%

三问：高频数据，已传递哪些信号？建筑业新开工“回暖”，大型挖机销量显著反弹

冬春季是水利项目施工黄金期，近期大型挖掘机销量大幅反弹，或指向水利施工加快。2023年12月，伴随水利投资增速回升、挖机销量同比较上月大幅提升36个百分点至-1%；其中大型挖机销量涨幅最大，当月同比9.4%，高于中挖和小挖的-2.4%、-4.7%。此外，重大水利工程项目较多的华南地区、灾后重建的华北地区挖机销量涨幅较大。

“三大工程”重点布局的超大特大城市，水泥产量等相关指标变化需重点关注。回溯过往，水泥产量增速略领先于房地产投资增速。中性情景下，地产“三大工程”年均投资或在1.2万亿元左右。重点城市中，上海、广东等地推进较快，相关地区的水泥供需变化值得重点关注。2023年12月，上海水泥产量同比0.8%，高于全国的-5.9%。

本轮稳增长落地恰逢部分行业“停工”，高频数据反馈暂时较为有限，节后重点关注挖机开工小时、粉磨开工率、水泥出货率、钢铁消费量等数据变化。2023年四季度，挖机平均开工小时数较三季度提升9.2%，水利项目施工已有积极变化。入冬后地产链施工有所放缓，11月起粉磨开工率、水泥出货率等呈现回落，重点关注节后数据变化。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、热点思考：稳增长落地，如何跟踪？	5
1.1、一问：“稳增长”三步走落地进展？	5
1.2、二问：政策落地，基本面如何变化？	7
1.3、三问：高频数据，已传递哪些信号？	9
2、生产高频跟踪：工业生产降幅走扩，建筑业开工水平偏弱	12
3、需求高频跟踪：新房成交延续下滑，出行活跃度攀升，BDI 指数回落	15
风险提示	20

图表目录

图表 1：“万亿国债”两批超 8000 亿元清单下达	5
图表 2：2023 年 12 月水利环境投资增速显著回升	5
图表 3：2023 年 12 月广义财政支出累计同比转正	5
图表 4：2023 年 12 月基建相关公共财政支出增速创新高	5
图表 5：2023 年末，各地加速布局“三大工程”	6
图表 6：近两月 PSL 新增共 5000 亿元	6
图表 7：工信部连续出台 10 大行业稳增长方案	6
图表 8：近两月 PSL 新增共 5000 亿元	6
图表 9：工信部连续出台 10 大行业稳增长方案	7
图表 10：建筑业 PMI 及从业人员指数	7
图表 11：2021、2022 年农民工行业分布占比	7
图表 12：春节前 20 天左右南充市迁入强度明显走高	8
图表 13：大年初六前后南充市人口密集迁出	8
图表 14：2023 年末主要基建上市公司订单显著放量	8
图表 15：2023 年末代表基建央企水利订单同比高增	8
图表 16：2023 年 12 月代表基建央企新开工面积回升	9
图表 17：建筑业新开工与部分行业营收增速走势同步	9
图表 18：黑色、有色金属采选，金属制品等行业实际库存处于低位	9
图表 19：挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步	10
图表 20：华南、华北地区挖机销量涨幅较大	10
图表 21：2023 年 10-12 月不同类型挖机销量情况	10
图表 22：2023 年 12 月大型挖机销量涨幅最大	10
图表 23：水泥产量增速略领先于房地产投资增速	10



图表 24:	关注“三大工程”重点布局地区水泥产需.....	10
图表 25:	四季度挖掘机开工时长较为稳定.....	11
图表 26:	四季度粉磨开工率通常呈现季节性回落.....	11
图表 27:	11 月起水泥出货率亦趋于回落.....	11
图表 28:	螺纹钢表观消费可较好映射地产、基建链施工.....	11
图表 29:	本周, 全国高炉开工率小幅回落.....	12
图表 30:	本周, 钢材周表观消费持续减少.....	12
图表 31:	本周, 钢材社会库存继续上行.....	12
图表 32:	本周, 钢厂盈利率与有所减少.....	12
图表 33:	本周, 纯碱开工率有所回升.....	13
图表 34:	本周, 国内 PTA 开工率延续下滑.....	13
图表 35:	本周, 涤纶长丝开工率降幅走扩.....	13
图表 36:	本周, 汽车半钢胎开工率季节性下滑幅度增加.....	13
图表 37:	本周, 铝行业平均开工率明显回落.....	13
图表 38:	本周, 电解铜开工率显著下滑.....	13
图表 39:	本周, 电解铝现货库存有所回升.....	14
图表 40:	本周, 社铜库存持续回升.....	14
图表 41:	本周, 全国水泥粉磨开工率延续下滑.....	14
图表 42:	本周, 水泥出货率持续减少.....	14
图表 43:	本周, 水泥库容比略有回落.....	14
图表 44:	本周, 水泥价格进一步回落.....	14
图表 45:	本周, 玻璃产量有所回升.....	15
图表 46:	本周, 玻璃周表观消费小幅上涨.....	15
图表 47:	本周, 玻璃现货价格微涨.....	15
图表 48:	本周, 沥青开工率逆与上周持平.....	15
图表 49:	本周, 全国商品房成交环比回落.....	16
图表 50:	本周, 一线城市成交有所下滑.....	16
图表 51:	本周, 二线城市成交小幅下滑.....	16
图表 52:	本周, 三线城市成交回落.....	16
图表 53:	本周, 全国二手房成交小幅回升.....	16
图表 54:	本周, 一线城市二手房成交延续回落.....	16
图表 55:	上周, 全国整车货运流量微跌.....	17
图表 56:	上周, 多省市公路货运流量涨跌参半.....	17
图表 57:	上周, 铁路货运量显著下滑.....	17
图表 58:	上周, 高速公路货运量小幅增长.....	17



图表 59: 上周, 邮政快递揽收量环比增加	17
图表 60: 上周, 邮政快递投递量环比亦有增加	17
图表 61: 本周, 全国迁徙规模指数小幅提升	18
图表 62: 本周, 执行航班架次明显增加	18
图表 63: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所减少	18
图表 64: 本周, 绝大多数样本城市地铁客流量环比下滑	18
图表 65: 本周, 全国拥堵延时指数有所下滑	18
图表 66: 本周, 大多样本城市拥堵指数明显回落	18
图表 67: 上周, 票房收入季节性回落	19
图表 68: 上周, 观影人数季节性回落	19
图表 69: 上周, 乘用车零售量环比小幅回落	19
图表 70: 上周, 乘用车批发量环比回落	19
图表 71: 上周, 出口集装箱运价指数涨幅放缓	20
图表 72: 上周, 欧洲航线运价延续增加、但涨幅收窄	20
图表 73: 上周, 日本航线运价由涨转跌	20
图表 74: 本周, BDI 运价指数有所回落	20



1、热点思考：稳增长落地，如何跟踪？

2023年四季度，“万亿国债”、地产“三大工程”等新一轮稳增长落地。基本面已反映哪些变化，后续如何跟踪？本文梳理，供参考。

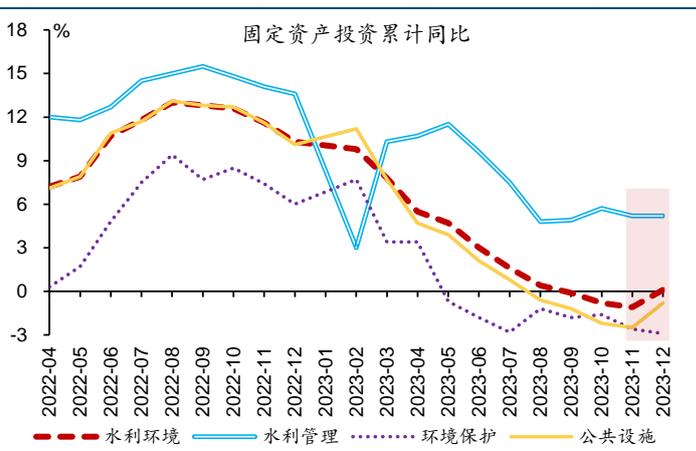
1.1、一问：“稳增长”三步走落地进展？

第一步：中央财政增发“万亿国债”，2023年12月两批超8000亿元项目清单下达、基建投资增速明显回升。项目清单下达的同时，国债资金可能也在“加速”拨付；2023年12月广义财政支出累计同比1.3%、结束了连续6个月的负增长，基建相关公共财政支出增速亦回升至4.7%、为年内新高。“万亿国债”前两批项目主要投向水利基建、公共设施等领域；随着资金到位加快，2023年12月水利环境投资同比12.1%、较上月大幅回升15.8个百分点，带动基建投资增速整体上升5.4个百分点至10.7%。

图表1：“万亿国债”两批超8000亿元清单下达

批次	领域	项目详情	资金规模(亿元)
第一批 2379亿元	灾后恢复重建和提升防灾减灾能力	优先支持北京、天津、河北等省(市)开展灾后恢复重建，同步提升区域防灾减灾救灾能力。灾后恢复重建和提升防灾减灾能力项目1500多个。	1075
	东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设	东北和京津冀地区高标准农田建设项目1300多个，用于支持全国1336个县新建、改造提升高标准农田以及修复灾毁农田共5400万亩，亩均投资补助标准由1500元左右提高到2400元左右。	1254
	重点自然灾害综合防治体系建设工程领域项目	首批项目主要对应气象基础设施项目建设，将用于支持全国30个省、自治区、直辖市和计划单列市的45个气象基础设施项目建设。	50
第二批 5646亿元	以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程	支持183个项目，实施内容包括大江大河大湖干流防洪治理、南水北调防洪影响处理工程、大中型水库建设、蓄滞洪区围堤建设。	983
	其他重点防洪工程	支持5311个项目，实施内容包括主要支流、中小河流、山洪沟治理和重点区域排涝能力建设，水文基础设施，小型水库工程，病险水库水闸除险加固及安全监测工程，海堤治理。	1748
	灌区建设改造和重点水土流失治理工程	支持1511个项目，实施内容包括灌区建设改造，侵蚀沟治理，丹江口库区水土流失治理。	1115
	城市排水防涝能力提升行动	支持2372个项目，聚焦易发生内涝灾害、排水防涝基础设施薄弱的重点城市，兼顾部分重点县城，支持排水管道、排涝泵站、调蓄设施、排涝通道建设、重要节点防护设施以及移动排涝装备购置等内容。	1400
	自然灾害综合防治体系建设工程(森林草原防火阻隔系统)	支持280个项目。	400

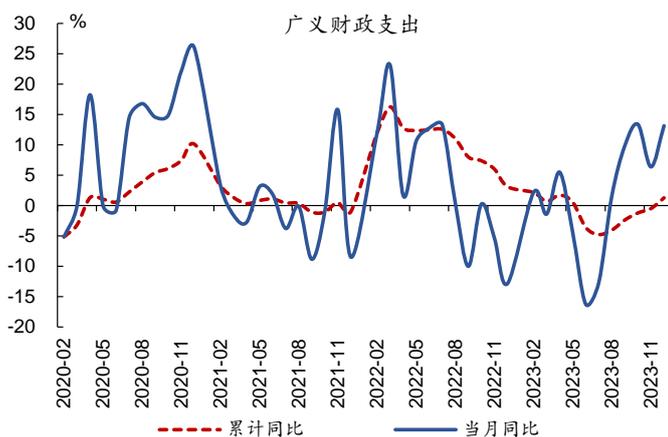
图表2：2023年12月水利环境投资增速显著回升



来源：发改委、国金证券研究所

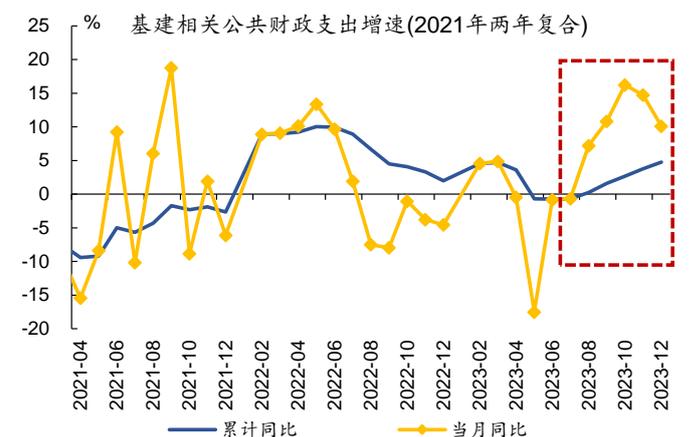
来源：Wind、国金证券研究所

图表3：2023年12月广义财政支出累计同比转正



来源：发改委、国金证券研究所

图表4：2023年12月基建相关公共财政支出增速创新高



来源：Wind、国金证券研究所

第二步：“准财政”放量、近两月PSL新增共5000亿元，助力地产“三大工程”加速布局。2023年12月、2024年1月PSL合计新增5000亿元，期间三大政策行为地方“三大工程”项目频频授信，PSL大概率是为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。资金支持下，各地加速布局“三大工程”。保障房建设方面，2023年底深圳首批13个配售型保障房项目率先开工；城中村改造方面，广州、深圳、上海等地推进较快；“平急两用”方面，2023年11月底，杭州市116个项目已率先开工。

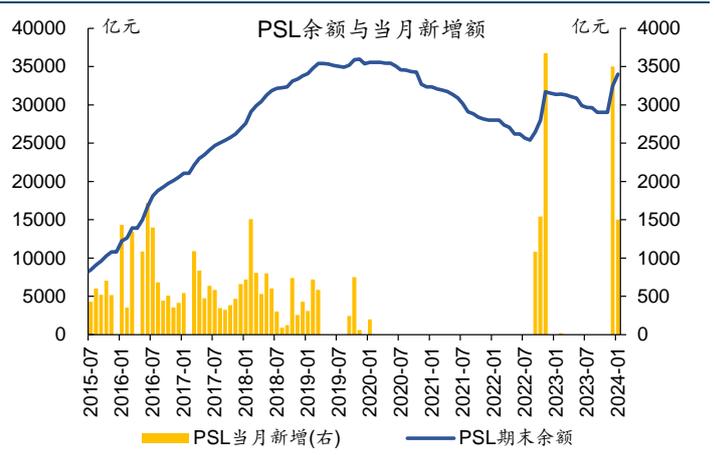


图表5: 2023年末, 各地加速布局“三大工程”

类型	部门/城市	事件	时间	事件
保障性住房	深圳	深圳市首批配售型保障性住房集中开工	2023年12月28日	据深圳特区报报道, 12月28日, 深圳市首批配售型保障性住房建设集中开工, 共有13个项目, 总用地面积17.7万平方米, 配售型保障性住房建设面积75.7万平方米, 总投资约125亿元, 房源合计1万套房。
	上海	《上海市促进在线新经济健康发展的若干政策措施》	2024年1月4日	文件提出, 完善在线新经济生态园综合配套环境, 加强保障性租赁住房建设, 按照“产城融合、职住平衡”的原则, 到2025年, 在三个生态园及周边建设新增保障性租赁住房5万套房。
平急两用基础设施	北京	建一批“平急两用”项目	2023年12月28日	北京将编制“北京市韧性城市专项规划”, 同时, 围绕旅游居住设施、医疗应急服务、物流枢纽、高速公路服务区旅居以及多功能公共服务设施等5类设施, 谋划建设一批“平急两用”项目。
	宁波	宁波市首个平急两用项目新进展	2023年12月28日	从海曙区住建局房屋管理中心获悉, 海曙区WCH-04-01-1地块保障性租赁住房项目(健康驿站)已经完成主体结构施工, 进入装修阶段, 这是宁波市首个平急两用公共基础设施类的保障性租赁住房项目, 建成后可提供房源1611套(间), 解决3000余名居民的安居问题。
城中村改造	上海	浦东新区首个以产业项目带动的“城中村”改造项目启动	2023年12月22日	今年上半年, 浦东新区提速4年加快推进面上改造, 今年不但提前超额完成1100户回租房, 54个“城中村”点位改造的任务, 实现累计受益居民1.5万户, 还提前超额达成各类配套安置房开工目标, 推动2个“城中村”项目获市里认定, 加快北蔡联勤、新场蒋桥、合庆老集镇3个项目报市里批复。
	长沙	全国超特大城市城中村改造项目首笔贷款长沙落地	2023年12月23日	12月23日, 长沙市望城区大泽湖片区城中村改造项目一期工程获得国家开发银行省分行配套贷款1000万元, 实现了当天发放、当天支付, 是全国发放的首笔超特大城市城中村改造项目配套贷款, 专项用于支持城中村改造项目范围内产业载体配套基础设施建设。

来源: 中新网、中房网、地方政府官网、国金证券研究所

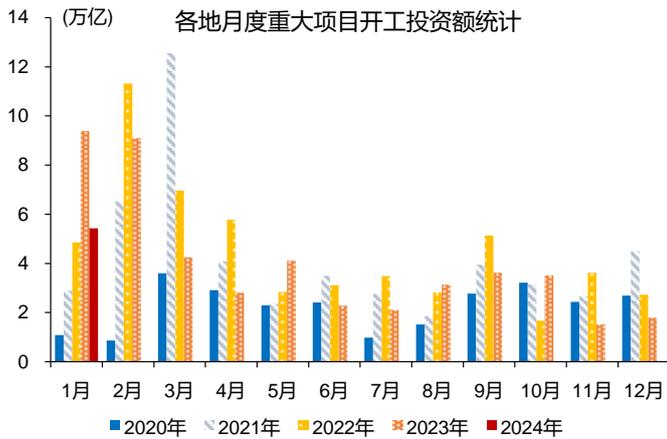
图表6: 近两月 PSL 新增共 5000 亿元



来源: Wind、国金证券研究所

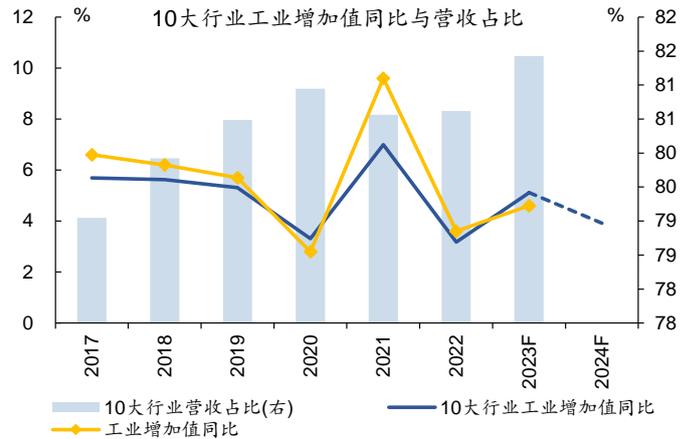
第三步: 产业政策保驾护航, 2024年1月各地加快重大项目开工。2023年7-9月, 工信部连续出台10大行业稳增长方案, 计划通过加快数字化转型、扩大消费需求、加大财税金融支持等方式稳定各行业生产、营收等。2024年, 预计10大行业工业增加值同比3.9%左右、接近上年两年复合增速的4.1%, 工业经济有望保持稳定。产业政策支持下, 2024年1月各地重大项目开工投资额5.4万亿元, 为2020年以来同期次高、仅低于2023年。

图表7: 工信部连续出台10大行业稳增长方案



来源: 工信部、国金证券研究所

图表8: 近两月 PSL 新增共 5000 亿元



来源: 工信部、Wind、国金证券研究所



图表9：工信部连续出台 10 大行业稳增长方案

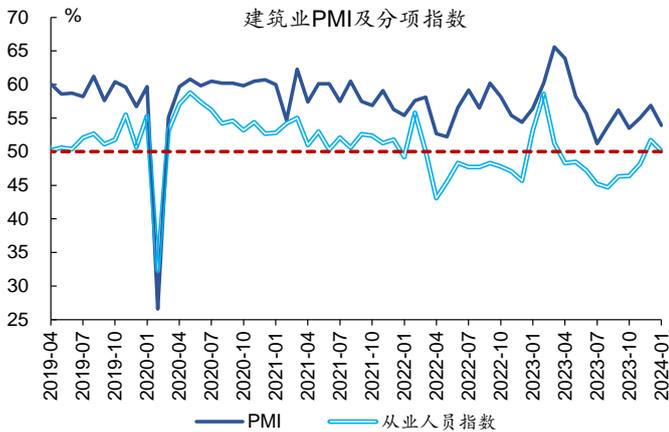
发布日期	文件名称	目标行业	主要目标
2023/7/28	三部委关于印发轻工业稳增长工作方案（2023—2024年）的通知	轻工业	2023—2024年轻工业增加值平均增速4%左右，规上企业营业收入规模突破25万亿元。
2023/8/25	七部门关于印发《石化化工行业稳增长工作方案》的通知	石化、化工	2023—2024年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速5%左右。2024年，石化化工行业（不含油气开采）主营业务收入达15万亿元，乙烯产量超过5000万吨，化肥产量（折纯量）稳定在5500万吨左右。
2023/8/25	七部门关于印发《钢铁行业稳增长工作方案》的通知	钢铁	2023—2024年，钢铁行业稳增长的主要目标是：2023年，钢铁行业供需保持动态平衡，全行业固定资产投资保持稳定增长，行业研发投入力争达到1.5%，工业增加值增长3.5%左右；2024年，行业发展环境、产业结构进一步优化，工业增加值增长4%以上。
2023/8/25	七部门关于印发《有色金属行业稳增长工作方案》的通知	有色金属	2023—2024年，有色金属行业稳增长的主要目标是：铜、铝等主要产品产量保持平稳增长，十种有色金属产量年均增长5%左右。营业收入保持增长，固定资产投资持续增长，铜、铅等冶炼品单位能耗年均下降2%以上。力争2023年有色金属工业增加值同比增长5.5%左右，2024年增长5.5%以上。
2023/8/25	八部门关于印发《建材行业稳增长工作方案》的通知	建材	2023—2024年，建材行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，2023年和2024年，力争工业增加值增速分别为3.5%、4%左右。
2023/9/1	工信部等七部门关于印发《机械行业稳增长工作方案（2023—2024年）》的通知	机械	2023—2024年，机械行业运行保持平稳向好态势，重点产业链供应链韧性和安全水平持续提升，产业发展质量效益不断增强。具体目标有：力争营业收入平均增速达到3%以上，到2024年达到8.1万亿元。
2023/9/1	工信部等七部门关于印发汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）的通知	汽车	2023年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量2700万辆左右，同比增长约3%，其中新能源汽车销量900万辆左右，同比增长约30%；汽车制造业增加值同比增长5%左右。
2023/9/4	工信部关于印发电力装备行业稳增长工作方案（2023—2024年）的通知	电力装备	发挥电力装备行业带动作用，同时考虑目标可实现性，通过实施一系列工作举措，稳定电力装备行业增长，力争2023-2024年电力装备行业主营业务收入年均增速达9%以上，工业增加值年均增速9%左右。
2023/9/5	关于印发电子信息制造业2023—2024年稳增长行动方案的通知	电子信息	2023—2024年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速5%左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破24万亿元。

来源：工信部、国金证券研究所

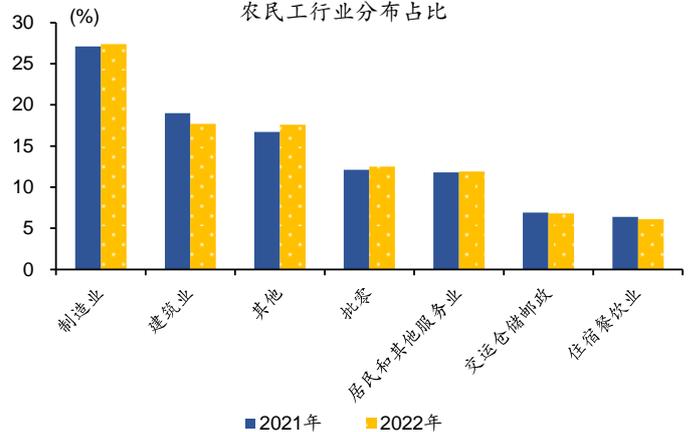
1.2、二问：政策落地，基本面如何变化？

建筑业 PMI 是最早出现积极变化的宏观指标之一，2023 年末建筑业景气显著回升、2024 年初春节临近指标有所回落。2023 年 12 月，“稳增长”落地提速带动建筑业 PMI、从业人员指数分别回升 1.9、3.5 个百分点至 56.9%、51.7%。2024 年 1 月，春节临近，“稳增长”落地放缓，建筑业 PMI、从业人员指数分别回落至 53.9%、50.1%。建筑业属于劳动密集型行业，吸纳的农民工就业较多、受春节人口流动的影响较大。以四川南充（劳务输出型城市）为例，春节前 20 天左右城市迁入强度明显走高、初六前后人口密集迁出。

图表10：建筑业 PMI 及从业人员指数



图表11：2021、2022 年农民工行业分布占比



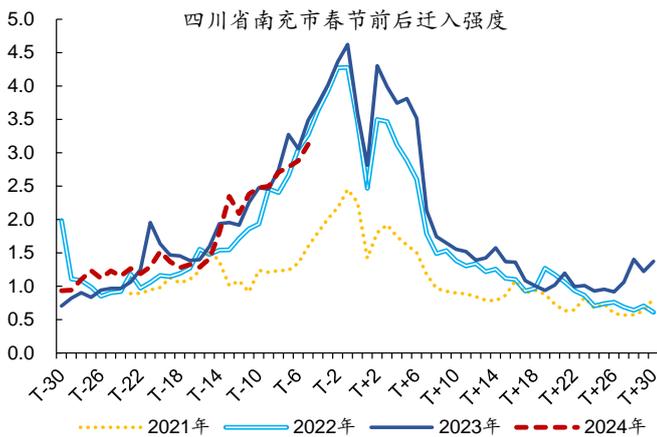
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

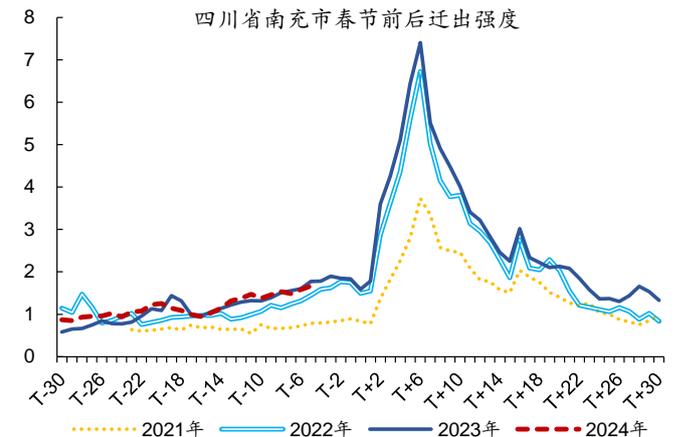


图表12: 春节前20天左右南充市迁入强度明显走高

图表13: 大年初六前后南充市人口密集迁出



来源: iFinD、国金证券研究所

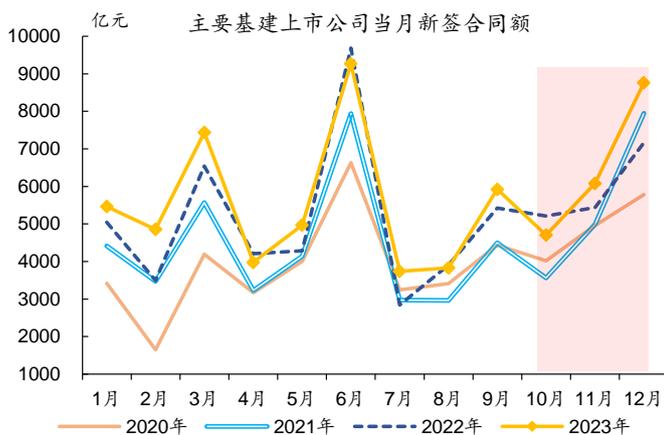


来源: iFinD、国金证券研究所

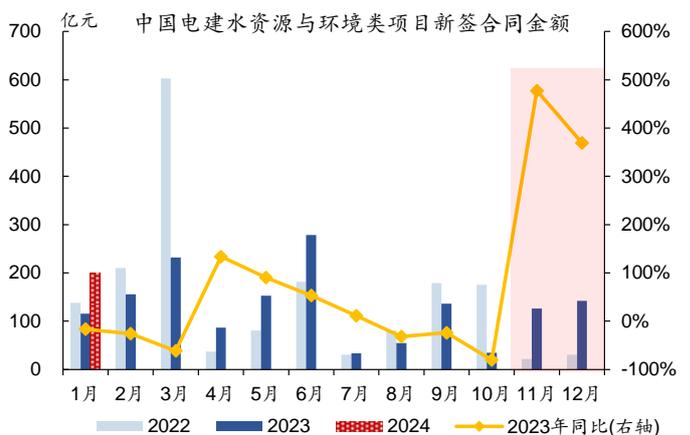
企业订单得到印证, 2023 年末代表性基建央企订单“爆发”, 尤其是水利合同金额同比高增。对应于 2023 年 12 月基建投资增速反弹, 主要基建上市公司订单显著放量, 当月新签合同额同比增长 22.3%、较 11 月提升 10.5 个百分点, 带动全年同比增速回升至 9.1%。细分领域上看, 代表基建央企水利项目新签合同额明显增长, 2023 年 11、12 月当月同比分别录得 478%、369% 的高增速, 2024 年 1 月保持较快增长、当月同比 72.7%。

图表14: 2023 年末主要基建上市公司订单显著放量

图表15: 2023 年末代表基建央企水利订单同比高增



来源: iFinD、国金证券研究所¹



来源: iFinD、国金证券研究所

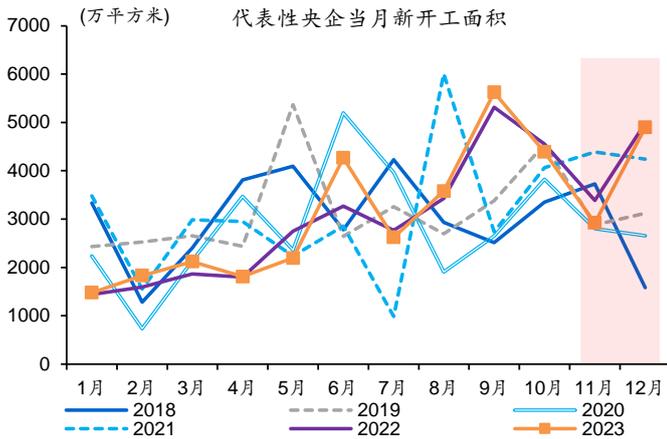
关注基建、地产相关链条营收、库存变化, “稳增长”落地或能有效提振相关链条终端需求。“万亿国债”、地产“三大工程”等, 主要对基建、地产相关链条终端需求形成支撑; 经验显示, 建筑业新开工与部分原材料、加工冶炼行业营收增速走势同步。2023 年 12 月, 代表基建央企新开工面积明显回升, 建筑业整体新开工面积降幅亦有明显收窄, 四季度累计同比-7.8%、较三季度回升 3.4 个百分点。相应地, 2023 年 12 月部分原材料行业营收同比转正至 1.1%、加工冶炼行业营收同比降幅收窄至-1.1%。此外, “稳增长”落地或带动相关链条补库需求, 当前黑色、有色金属采选, 金属制品等行业实际库存偏低。

¹ 说明: “主要基建上市公司”共包括中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶共 4 家公司。

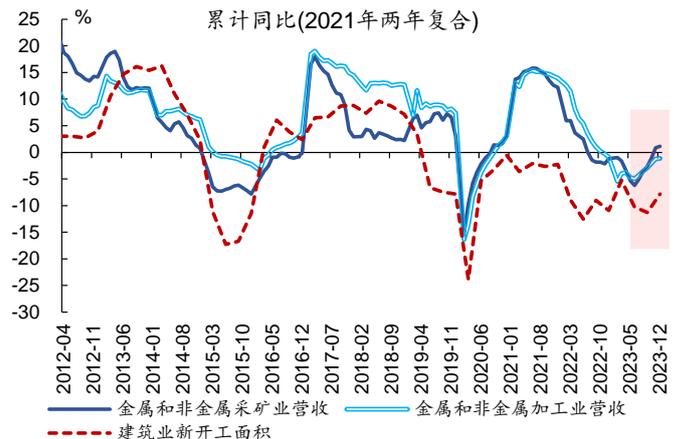


图表16: 2023年12月代表基建央企新开工面积回升

图表17: 建筑业新开工与部分行业营收增速走势同步



来源: iFind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 黑色、有色金属采选, 金属制品等行业实际库存处于低位

分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		12月所处历史分位数	2023-10	2023-11	2023-12	12月所处历史分位数	2023-10	2023-11	2023-12
中游装备制造	专用设备制造	74.5	13.00	16.30	13.90	73.9	13.30	16.60	14.20
上游原材料	煤炭开采和洗选	22.8	2.40	-6.50	-6.90	68.2	13.40	5.00	5.00
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	31.8	-6.60	-5.50	1.60	65.8	2.20	3.00	9.90
上游原材料	石油和天然气开采	39.3	-8.10	-3.80	-3.20	61.6	3.50	7.10	7.00
上游制造	化学纤维制造	49.6	-1.50	2.10	10.20	58.7	1.90	5.20	12.90
下游制造	纺织	47.0	4.80	5.90	6.90	57.9	8.40	9.30	10.10
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	54.4	2.10	0.70	-1.40	57.5	3.40	2.10	0.00
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	34.8	1.00	1.10	3.80	53.3	11.90	11.30	13.40
上游制造	化学原料和化学制品制造	10.8	-1.40	-2.80	-1.10	46.4	8.10	6.50	7.90
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	27.4	2.80	3.30	-1.80	43.0	6.60	6.60	1.20
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	42.7	9.80	11.90	11.50	41.7	9.40	11.60	11.30
上游制造	橡胶和塑料制品	23.5	-0.40	0.00	1.60	40.9	3.10	3.50	5.10
上游原材料	非金属矿采选	26.2	2.00	8.70	3.80	40.3	1.30	8.30	3.60
上游制造	非金属矿物制品	11.1	-0.50	-5.30	-2.30	38.9	5.90	1.30	4.40
下游制造	医药制造	41.3	8.50	7.90	10.00	38.4	8.20	7.60	9.70
上游制造	金属制品	23.3	-0.20	1.80	2.40	35.9	3.10	5.00	5.50
公用事业	燃气生产和供应	31.1	-4.20	-0.90	0.20	34.0	-5.80	-2.20	-0.90
中游装备制造	汽车制造	31.9	0.00	2.80	2.30	33.3	1.10	4.00	3.50
中游装备制造	电气机械和器材制造	26.5	5.40	4.00	5.10	30.2	6.40	5.30	6.60
上游原材料	有色金属矿采选	24.3	-3.70	-3.70	-7.10	30.0	-9.40	-9.60	-13.10
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	26.4	-1.50	-1.20	-0.30	30.0	-1.00	-0.70	0.30
下游制造	造纸和纸制品	22.8	-7.50	-10.40	-4.50	29.9	-2.30	-5.10	0.80
下游制造	烟草制品	26.6	17.80	24.80	0.70	27.0	17.00	23.90	-0.20
下游制造	农副食品加工	27.3	4.30	4.00	1.00	26.0	3.40	4.20	1.60
中游装备制造	通用设备制造	22.6	4.00	3.10	4.10	23.3	4.30	3.40	4.40
上游原材料	黑色金属矿采选	3.3	-18.50	-18.30	-16.90	22.2	-13.40	-14.80	-15.00
下游制造	食品制造	8.1	2.90	0.80	0.50	18.9	3.40	1.40	1.10
公用事业	电力、燃气及水的生产和供应	21.2	1.10	0.90	-0.50	18.6	-0.60	-0.50	-1.70
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	17.0	1.90	5.40	4.40	16.9	0.70	4.20	3.20
公用事业	水的生产和供应	8.1	12.80	11.30	-13.20	9.2	12.40	10.80	-13.80
下游制造	纺织服装、服饰	4.3	-1.30	-1.50	-2.90	5.8	-2.20	-2.40	-3.70
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	0.0	-1.70	-3.30	-3.50	0.0	-0.40	-1.80	-1.80

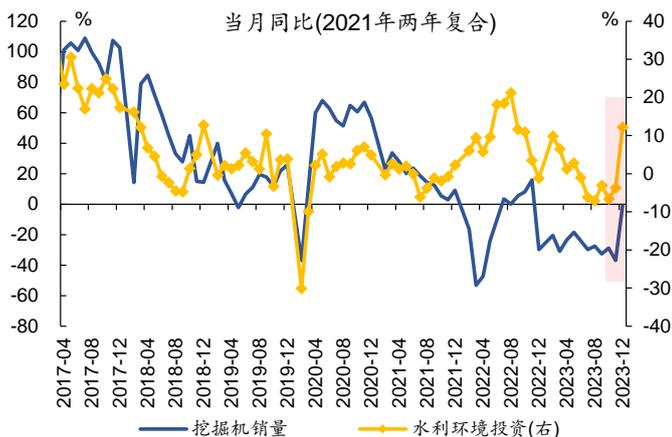
来源: Wind、国金证券研究所

1.3、三问：高频数据，已传递哪些信号？

冬春季是水利项目施工黄金期，近期大型挖掘机销量大幅反弹，或指向水利施工加快。经验上，挖掘机销量与水利环境投资增速具有一定同步性。2023年12月水利环境投资增速显著回升，挖掘机销量同比-1%、降幅较上月大幅收窄36个百分点。水利项目施工动用大型工程机械较多，分不同类型挖机看，大型挖机销量涨幅最大，2023年12月当月同比9.4%，高于中挖和小挖的-2.4%、-4.7%。不同地区来看，建设国家重大水利工程较多的华南地区、“万亿国债”灾后重建重点支持的华北地区挖机销量涨幅较大。

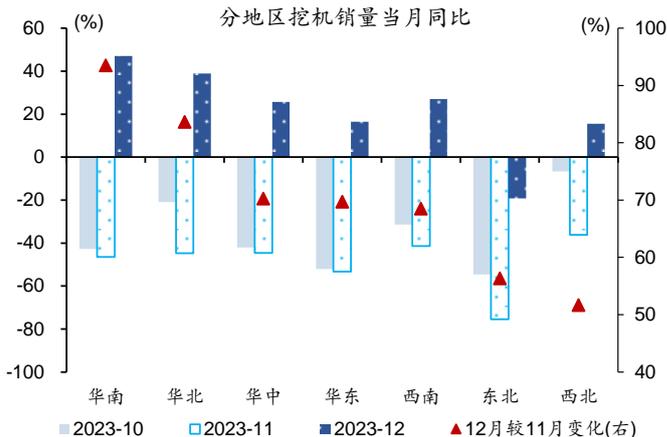


图表19: 挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步



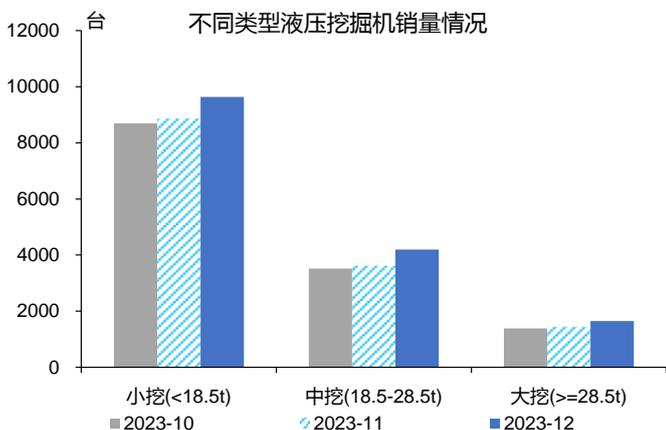
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 华南、华北地区挖机销量涨幅较大



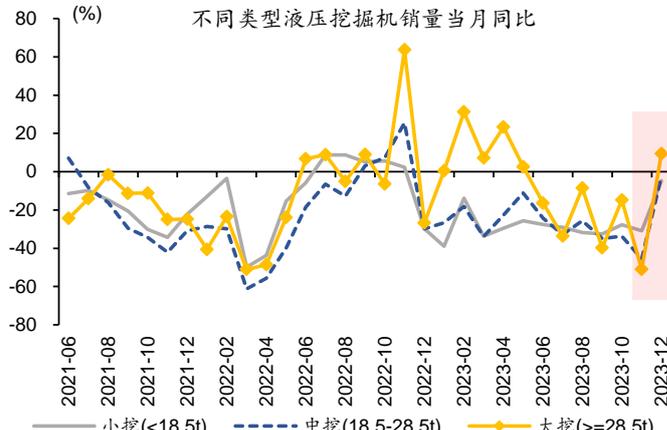
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 2023年10-12月不同类型挖机销量情况



来源: iFinD、国金证券研究所

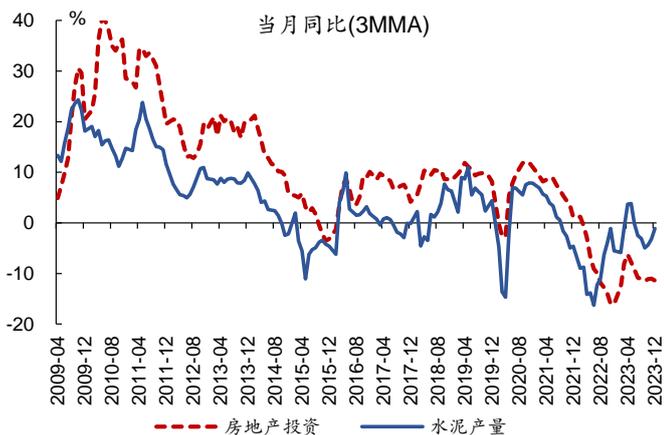
图表22: 2023年12月大型挖机销量涨幅最大



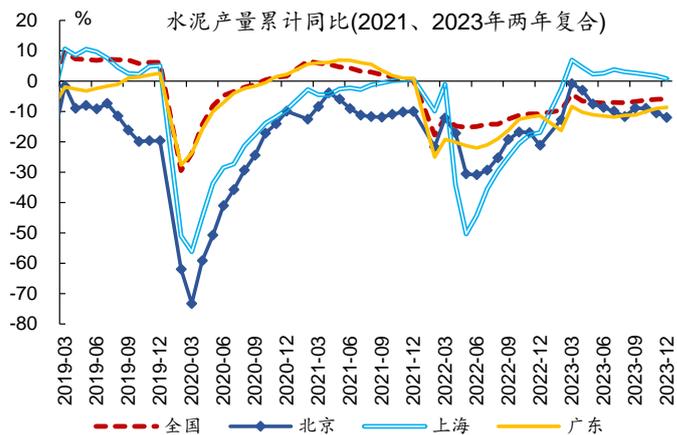
来源: Wind、国金证券研究所

水泥产量略领先于房地产投资，“三大工程”重点布局的超大特大城市，相关指标变化需重点关注。中性情景下，地产“三大工程”年均投资或在1.2万亿元左右，预计能够有效对冲房地产投资下行压力。回溯过往，水泥产量增速略领先于房地产投资增速，可作为地产链建设环节的跟踪指标。本轮“三大工程”推进聚焦城区常住人口较多的超大特大城市，从各地进展来看，上海、广东等地推进较快，相关地区的水泥产需变化值得重点关注。2023年12月，上海水泥产量同比0.8%，高于全国、广东、北京的-5.9%、-8.6%、-12%。

图表23: 水泥产量增速略领先于房地产投资增速



图表24: 关注“三大工程”重点布局地区水泥产需



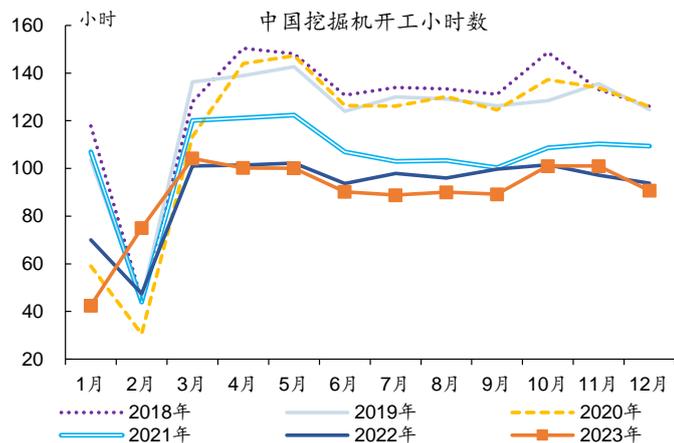


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

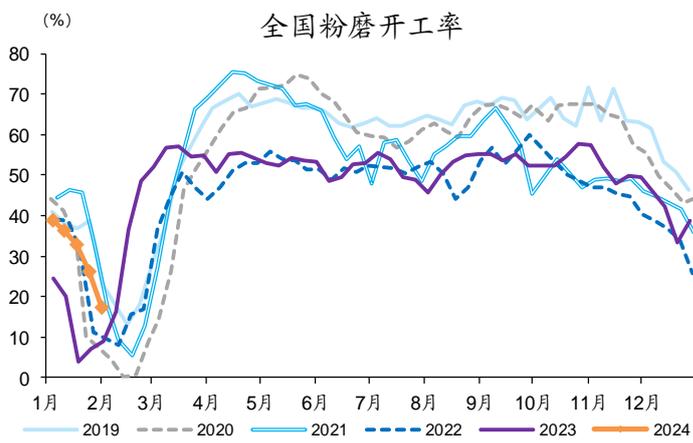
本轮稳增长落地恰逢部分行业“停工”，高频数据反馈暂时较为有限，节后重点关注挖机开工小时、粉磨开工率、水泥出货率、钢铁消费量等数据变化。水利项目施工受冬季影响较小，2023年四季度，挖机平均开工小时较三季度提升9.2%。相比之下，入冬后地产链施工会有所放缓，粉磨开工率通常在每年的11-12月趋于回落。除此之外，水泥出货率、螺纹钢表观消费等指标，亦能映射地产和基建链条实物工作量，重点关注节后数据变化。

图表25: 四季度挖掘机开工时长较为稳定



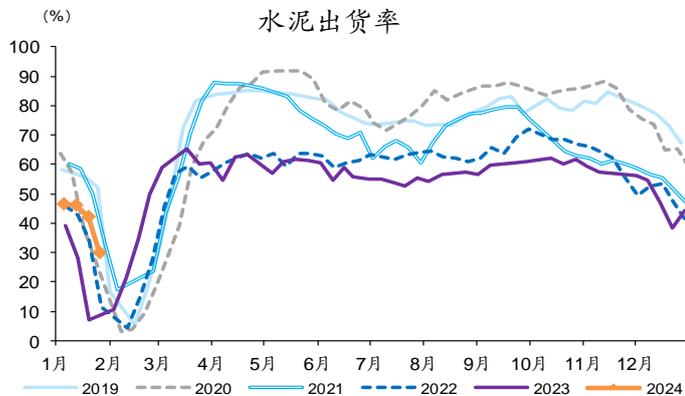
来源: iFind、国金证券研究所

图表26: 四季度粉磨开工率通常呈现季节性回落



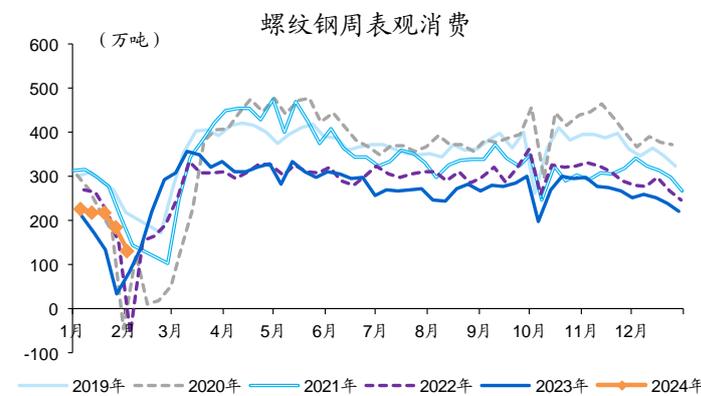
来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 11月起水泥出货率亦趋于回落



来源: iFind、国金证券研究所

图表28: 螺纹钢表观消费可较好映射地产、基建链施工



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) “稳增长”三步走落地进展？第一步：中央财政增发“万亿国债”，2023年12月两批超8000亿元项目清单下达、基建投资增速明显回升。第二步：“准财政”放量、近两月PSL新增共5000亿元，助力地产“三大工程”加速布局。第三步：产业政策保驾护航，2024年1月各地加快重大项目开工。

(2) 政策落地，基本面如何变化？建筑业PMI是最早出现积极变化的宏观指标之一，2023年末建筑业景气显著回升、2024年初春节临近指标有所回落。企业订单得到印证，2023年末主要基建央企订单“爆发”，尤其是水利合同金额同比高增。关注基建、地产相关链条营收、库存变化，“稳增长”落地或能有效提振相关链条终端需求。

(3) 高频数据，已传递哪些信号？挖掘机是水利工程中最常用的机械设备之一，近期大型挖掘机销量大幅反弹，或指向水利施工加快。水泥产量略领先于房地产投资，“三大工程”重点布局的超大特大城市，相关指标变化需重点关注。本轮稳增长落地恰逢部分行业“停工”，高频数据反馈暂时较为有限，节后重点关注挖机开工小时、粉磨开工率、水泥出货率、钢铁消费量等数据变化。

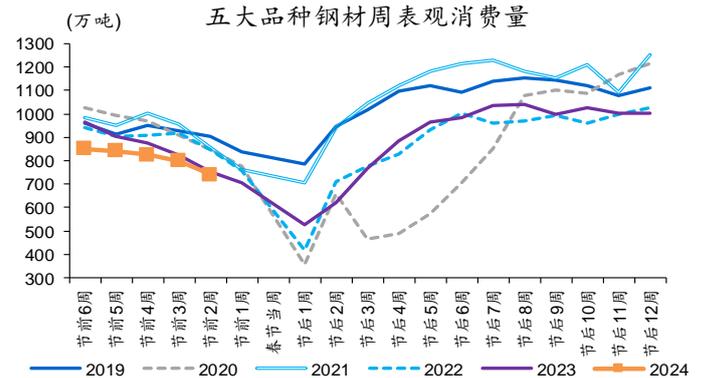
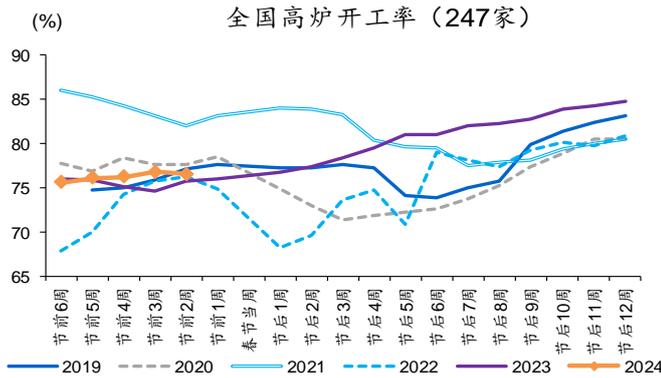


2、生产高频跟踪：工业生产降幅走扩，建筑业开工水平偏弱

上游生产方面，高炉开工转为回落、社会库存持续增加。本周(01月28日至02月03日)，春节将至、冬储接近尾声，高炉开工率小幅回落、环比减少0.3%；钢材市场延续淡季特征、表观消费环比减少7.5%、降幅较上周走扩4.3个百分点。在供强需弱的季节性格局下，社会库存六连涨、本周环比增加9.6%。此外，全国247家钢厂盈利率环比减少0.4个百分点，处于较低水平，刺激钢厂产能释放的作用有限。

图表29：本周，全国高炉开工率小幅回落

图表30：本周，钢材周表观消费持续减少

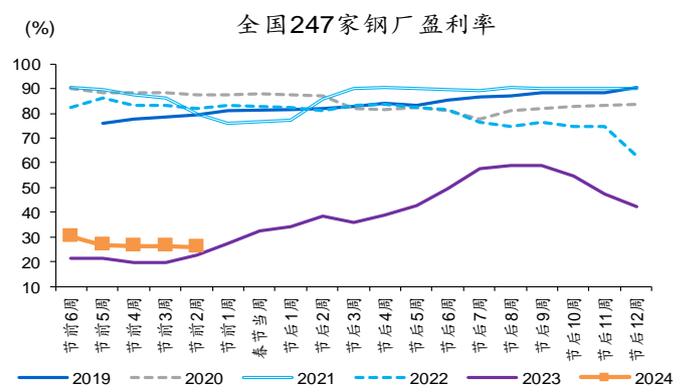
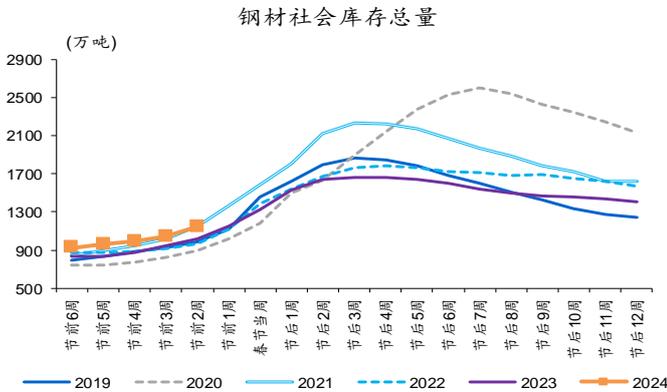


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表31：本周，钢材社会库存继续上行

图表32：本周，钢厂盈利率与有所减少



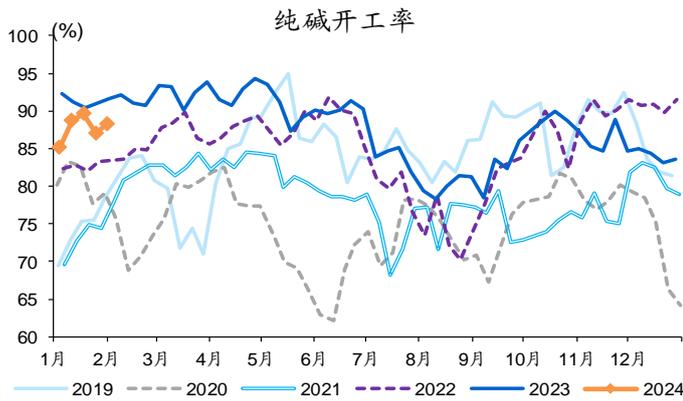
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

春节临近，多数中游开工率下行幅度加大。本周(01月28日至02月03日)，纯碱节前仍在集中补库，开工率环比增加1.3%、较去年农历同期减少2.9个百分点。相较之下，PTA供给延续小幅走弱，开工率环比减少0.9%、降幅增加0.5个百分点；对应涤纶长丝开工率进一步下滑、环比减少4.9%、降幅增加3.5个百分点。此外，汽车半钢胎开工率季节性下滑特征明显、环比减少5.0%、较上周走扩4.8个百分点。

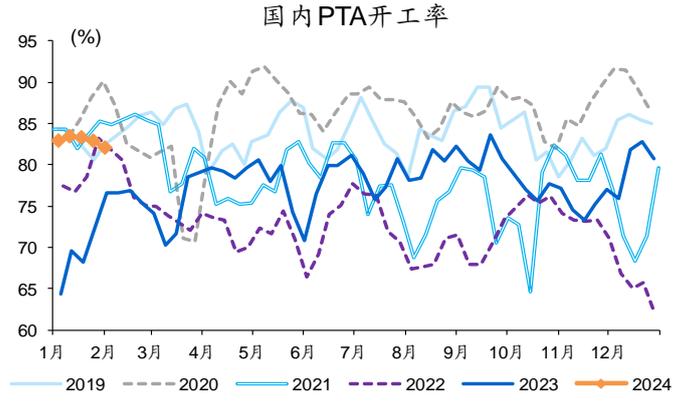


图表33: 本周, 纯碱开工率有所回升



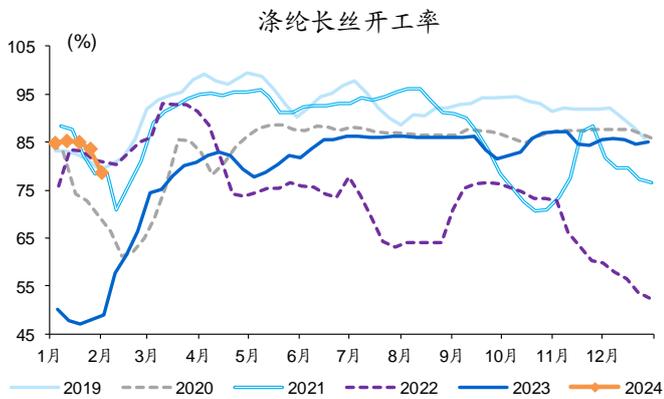
来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 本周, 国内PTA开工率延续下滑



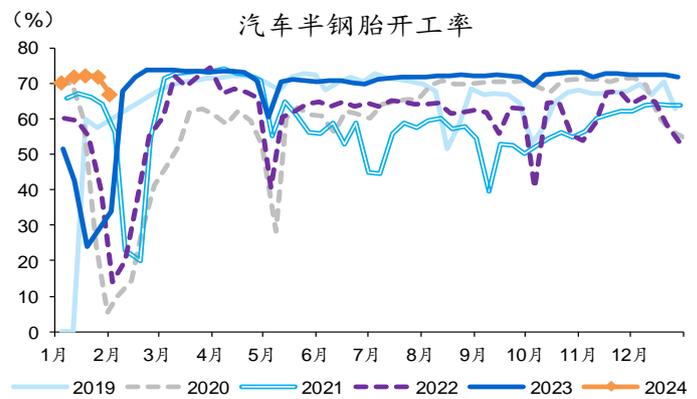
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 本周, 涤纶长丝开工率降幅走扩



来源: Wind、国金证券研究所

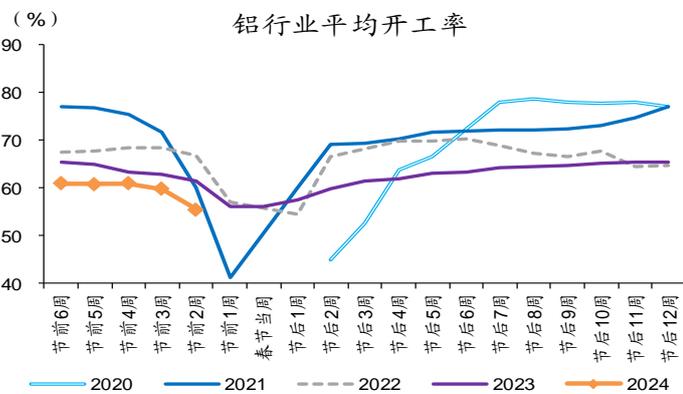
图表36: 本周, 汽车半钢胎开工率季节性下滑幅度增加



来源: Wind、国金证券研究所

主要工业金属开工季节性下滑特征明显、库存显著提升。本周(01月28日至02月03日), 铝行业、铜杆开工率均有明显走弱、分别环比减少4.2个百分点至55.5%、13.4个百分点至62.0%, 是去年农历同期的90.4%、126.5%。库存方面, 电解铝、社铜库存回补明显, 分别较前周增加8.0个百分点至47.2万吨、18.0个百分点至11.2万吨。

图表37: 本周, 铝行业平均开工率明显回落



来源: Wind、国金证券研究所

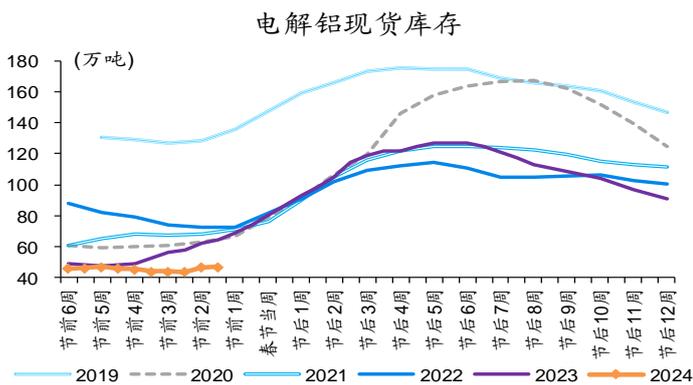
图表38: 本周, 电解铜杆开工率显著下滑



来源: Wind、国金证券研究所

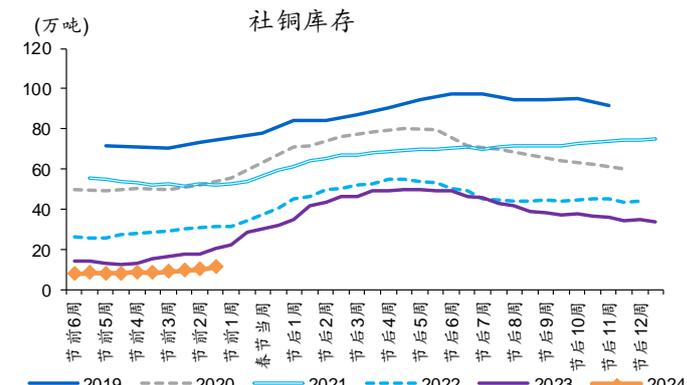


图表39: 本周, 电解铝现货库存有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

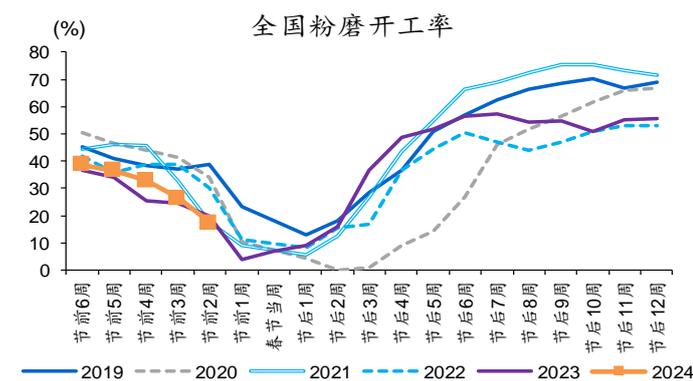
图表40: 本周, 社铜库存持续回升



来源: Wind、国金证券研究所

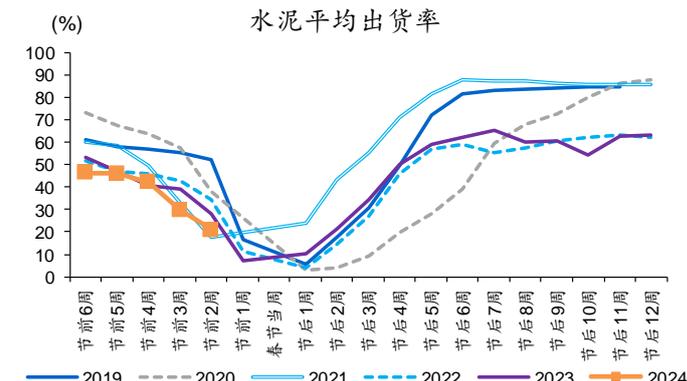
建筑业方面, 水泥产需延续淡季特征, 周内价格持续回落。本周(01月28日至02月03日), 全国粉磨开工率、水泥出货率延续季节性回落态势, 降幅显著、分别较前周减少8.9个百分点至17.4%、9.0个百分点至20.8%, 是去年农历同期的87.2%、74.1%。需求偏弱, 对应本周水泥库容比较上周回落0.8个百分点、是去年农历同期的91.5%; 周内均价进一步下滑、环比减少0.4%。

图表41: 本周, 全国水泥粉磨开工率延续下滑



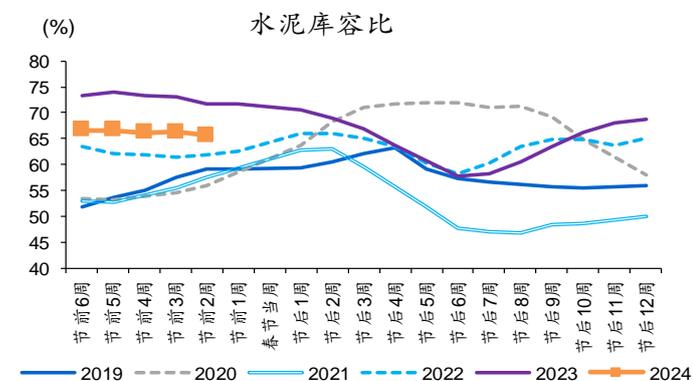
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 本周, 水泥出货率持续减少



来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 本周, 水泥库容比略有回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 本周, 水泥价格进一步回落



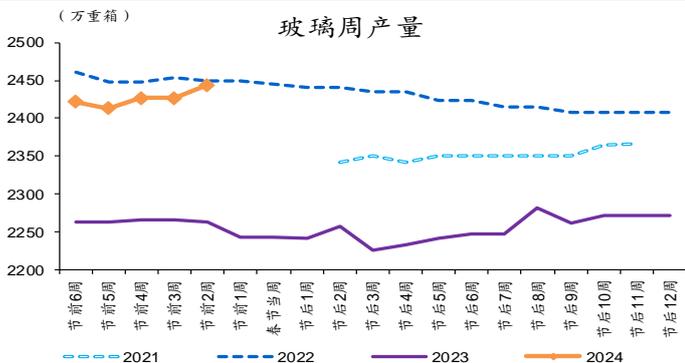
来源: Wind、国金证券研究所

玻璃产需维持韧性、价格有所回升, 沥青开工率与上周持平、仍处近年低位。本周(01月28日至02月03日), 玻璃产需维持韧性、周产量与表观消费较上周分别回升0.7%、



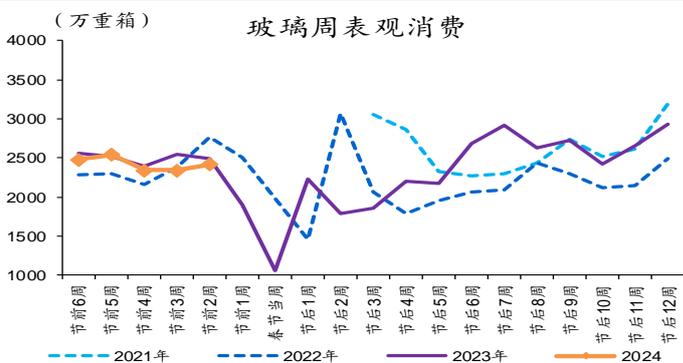
3.1%，是去年农历同期的108.0%、97.1%；对应玻璃价格微涨、环比增加0.2%。此外，沥青开工率与上周持平，仍处于近年同期相对低位，是2022年、2023年农历同期94.5%、100.9%，反映当前基建开工情况亦偏弱。

图表45：本周，玻璃产量有所回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表46：本周，玻璃周表观消费小幅上涨



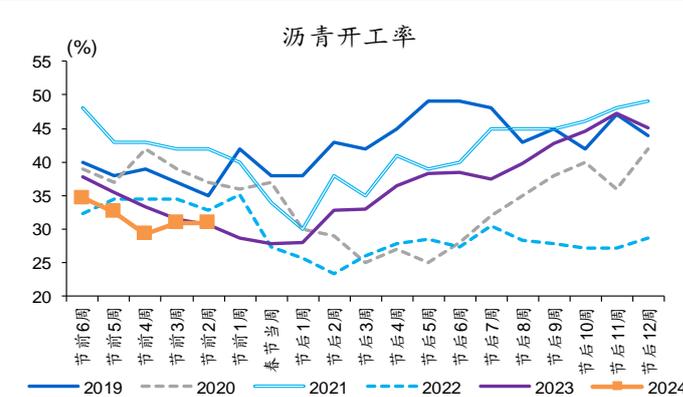
来源：Wind、国金证券研究所

图表47：本周，玻璃现货价格微涨



来源：Wind、国金证券研究所

图表48：本周，沥青开工率逆与上周持平



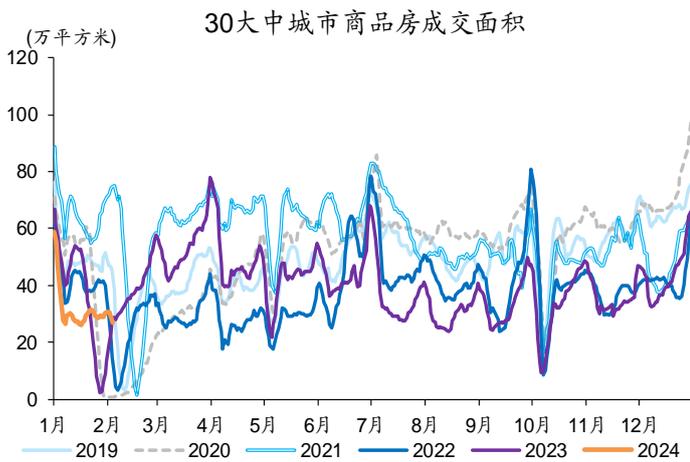
来源：Wind、国金证券研究所

3、需求高频跟踪：新房成交延续下滑，出行活跃度攀升，BDI 指数回落

新房成交面积小幅下滑、二手房成交则有回升。本周（01月28日至02月03日），春节临近，地产成交整体偏弱，全国30大中城市商品房成交小幅回落、环比减少7.5%。分城市看，各线城市成交均有所下滑，一线、二线、三线城市分别环比减少8.3%、6.9%、7.5%。此外，全国代表城市二手房成交有所回升、环比增加3.5%，其中一线城市成交延续下滑、较上周减少6.5%。

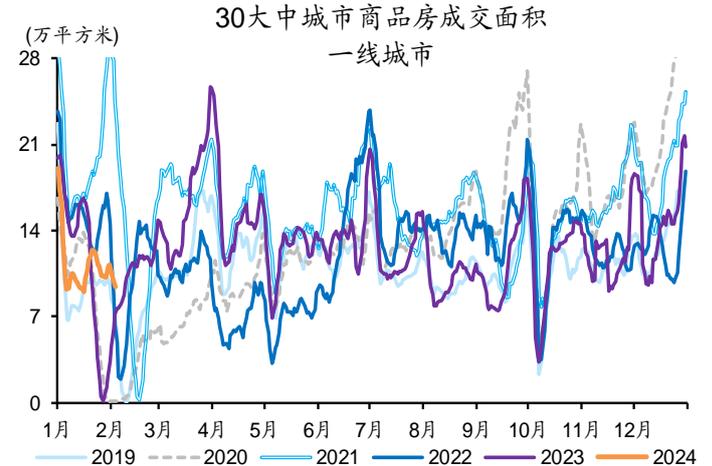


图表49: 本周, 全国商品房成交环比回落



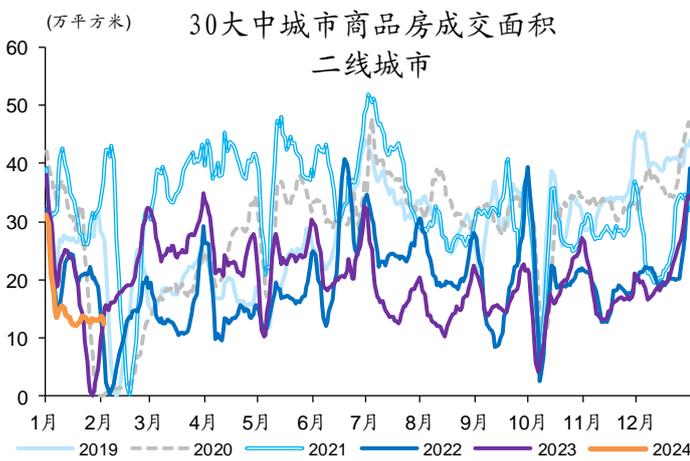
来源: Wind、国金证券研究所

图表50: 本周, 一线城市成交有所下滑



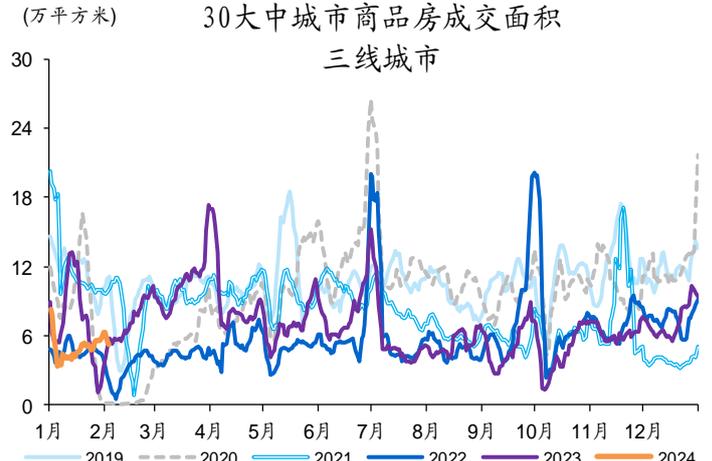
来源: Wind、国金证券研究所

图表51: 本周, 二线城市成交小幅下滑



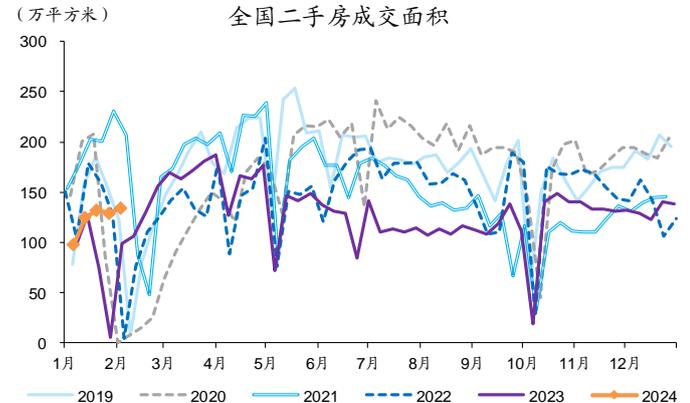
来源: Wind、国金证券研究所

图表52: 本周, 三线城市成交回落



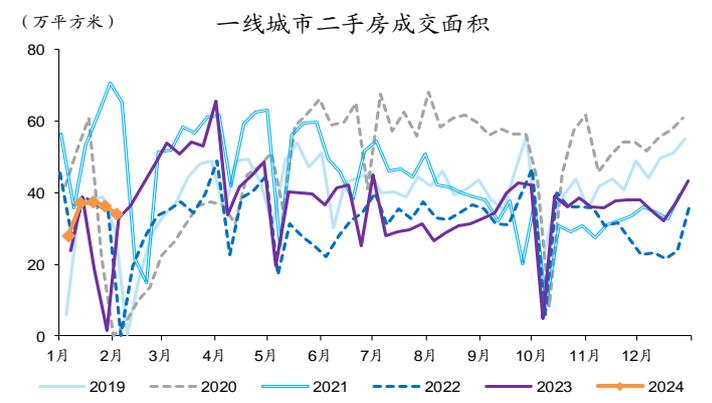
来源: Wind、国金证券研究所

图表53: 本周, 全国二手房成交小幅回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 本周, 一线城市二手房成交延续回落



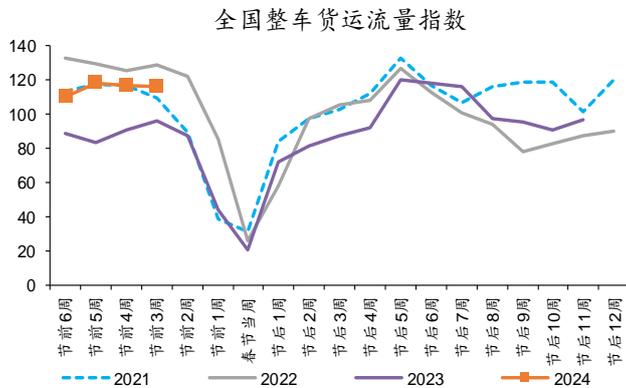
来源: Wind、国金证券研究所

全国整车货运流量微跌, 但邮政业务量持续上涨。上周(01月22日至01月28日), 春节临近, 生产性消费需求回落。整车货运流量较上周微跌0.6个百分点; 多省市公路货运

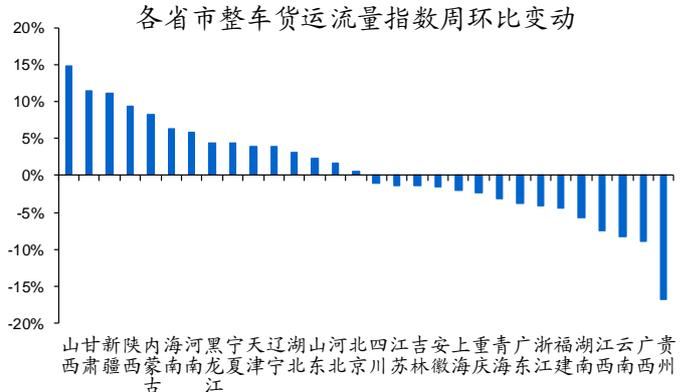


流量涨跌参半，其中贵州、广西、云南等省市跌幅较大、环比分别减少 16.8%、9.0%、8.3%。陆路方面，铁路货运量环比下降 2.2%；公路货运量环比增长 1.6%。相较之下，年货节开启，生活性消费需求增加，快递揽收、投递延续回升，环比分别增加 5.4%、5.5%。

图表55: 上周，全国整车货运流量微跌



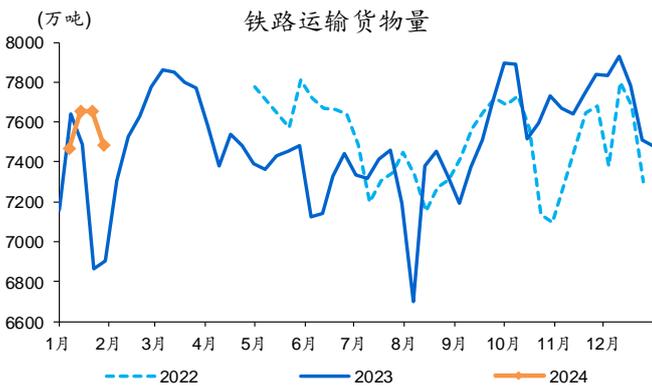
图表56: 上周，多省市公路货运流量涨跌参半



来源: G7、国金证券研究所

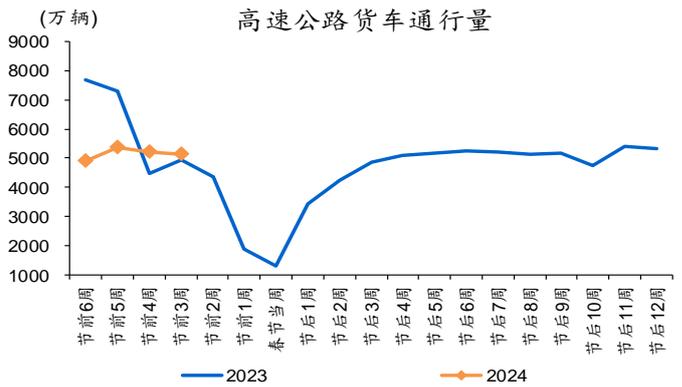
来源: G7、国金证券研究所

图表57: 上周，铁路货运量显著下滑



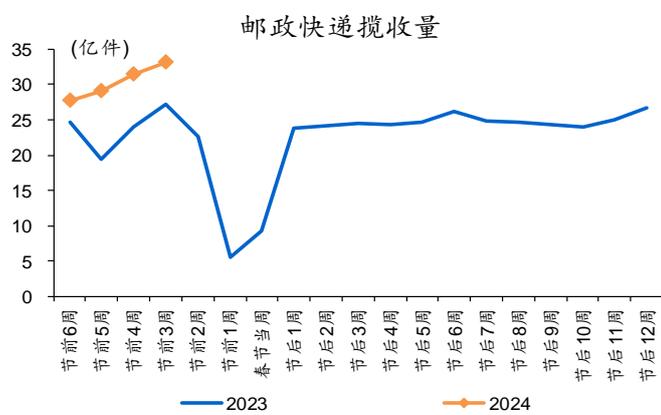
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表58: 上周，高速公路货运量小幅增长



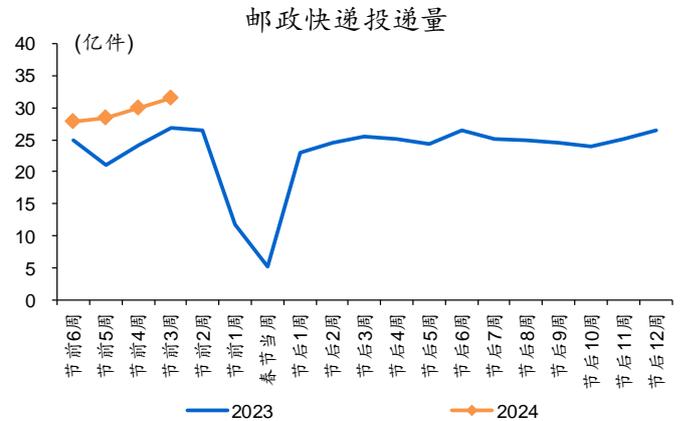
来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表59: 上周，邮政快递揽收量环比增加



来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表60: 上周，邮政快递投递量环比亦有增加



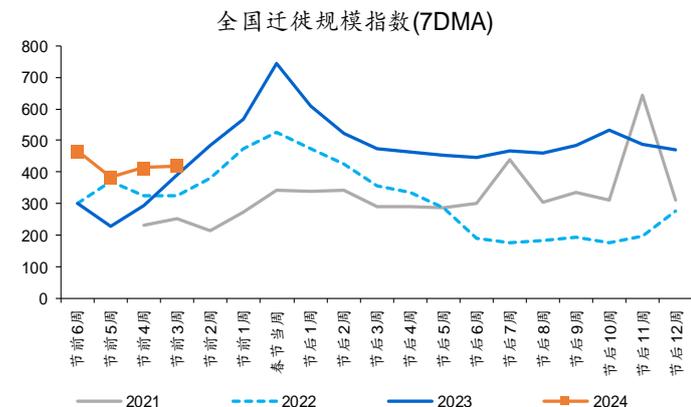
来源: 交通运输部、国金证券研究所

春运开启，跨区出行活跃度大幅提升，执行航班架次明显增加。本周（01月28日至02月03日），全国迁徙规模指数大幅提升、较上周增加 22.6 个百分点，是 2022 年、2023 年农历同期的 120.1%、94.3%。此外，国内、国际执行航班架次均有增加，分别较上周上



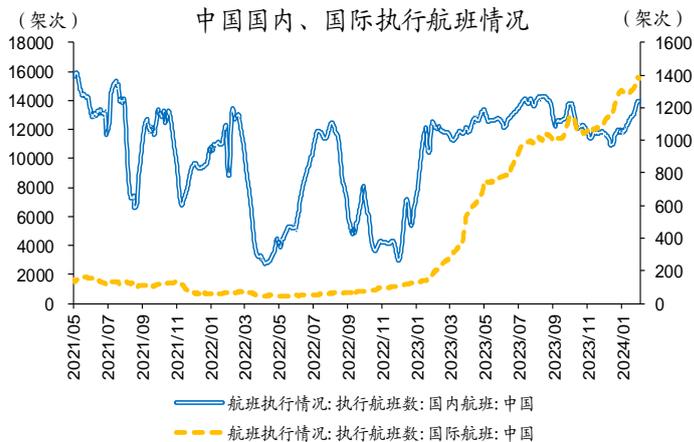
涨 11.7%、5.1%。

图表61: 本周, 全国迁徙规模指数小幅提升



来源: 百度地图、国金证券研究所

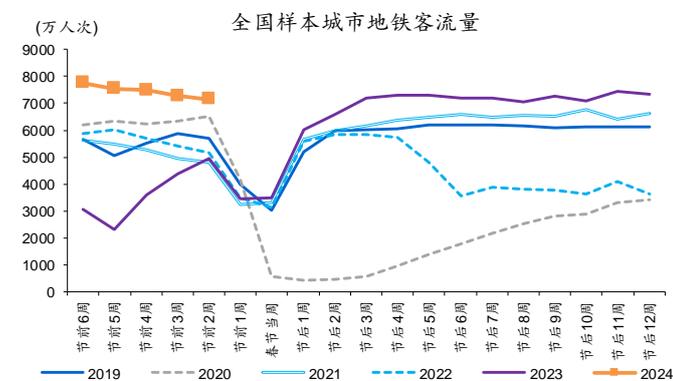
图表62: 本周, 执行航班架次明显增加



来源: Wind、国金证券研究所

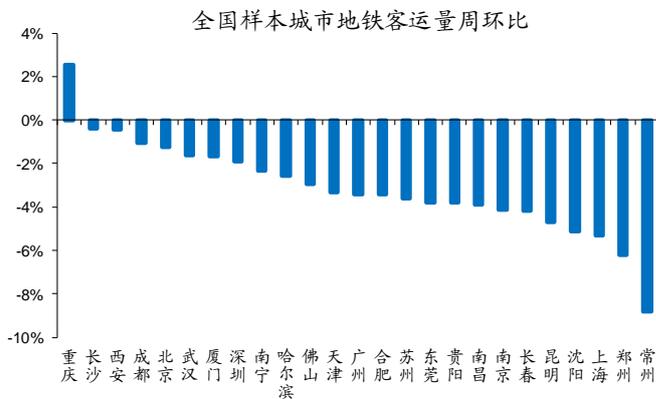
市内出行人数减少, 地铁客流量、拥堵延时指数均有回落。本周 (01月28日至02月03日), 全国样本城市地铁日均客流量续降、较上周减少 5.2%、是去年农历同期 150.0%; 其中常州、郑州、上海等城市地铁客流降幅较为明显, 分别较上周减少 8.8%、6.2%、5.3%。全国拥堵延时指数也有回落、环比减少 3.7%、较去年农历同期降低 1.7 个百分点, 其中海口、呼和浩特、哈尔滨等城市的市内拥堵情况缓解较为明显, 分别较前周减少 16.3%、13.5%、13.3%。

图表63: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所减少



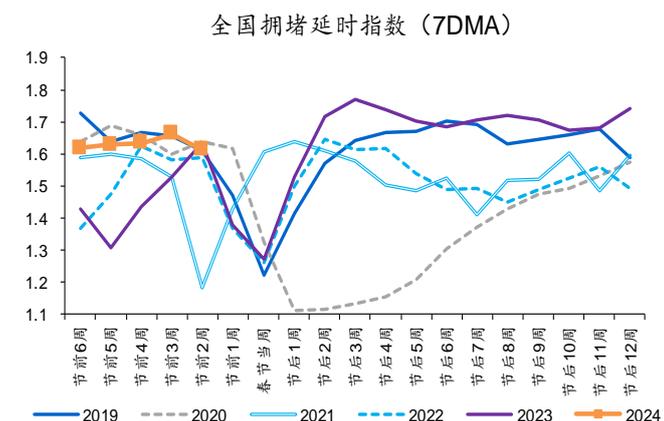
来源: Wind、国金证券研究所

图表64: 本周, 绝大多数样本城市地铁客流量环比下滑



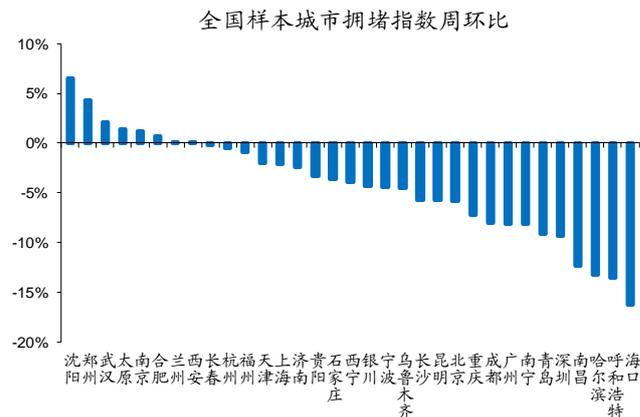
来源: Wind、国金证券研究所

图表65: 本周, 全国拥堵延时指数有所下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表66: 本周, 大多样本城市拥堵指数明显回落



来源: Wind、国金证券研究所



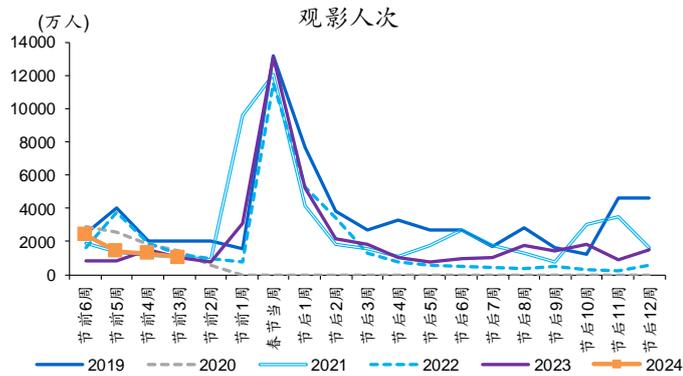
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

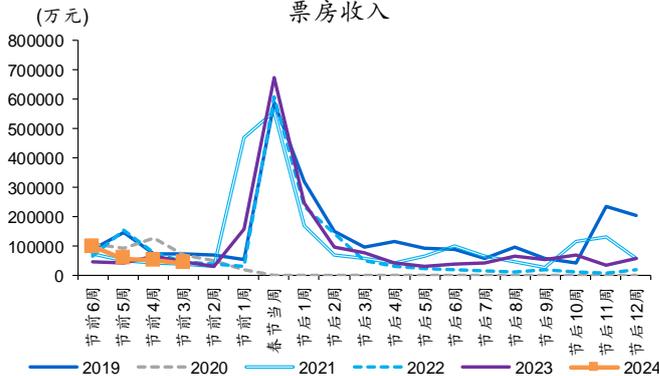
电影票房收入延续季节性回落, 汽车消费环比减少。上周(01月22日至01月28日), 电影票房日均收入、场均观影人次延续回落、分别较前周减少19.4%、18.2%, 处于近年低位。汽车消费方面, 乘用车零售和批发消费绝对值回升、分别环比增加9.2%、18.2%; 五周平均销量环比小幅回落、分别减少3.9%、3.1%。

图表67: 上周, 票房收入季节性回落

图表68: 上周, 观影人数季节性回落



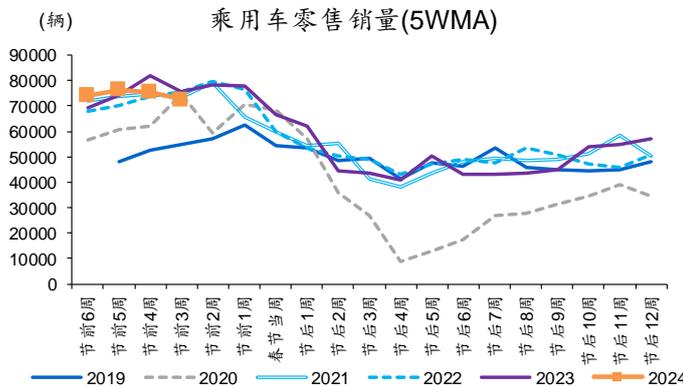
来源: Wind、国金证券研究所



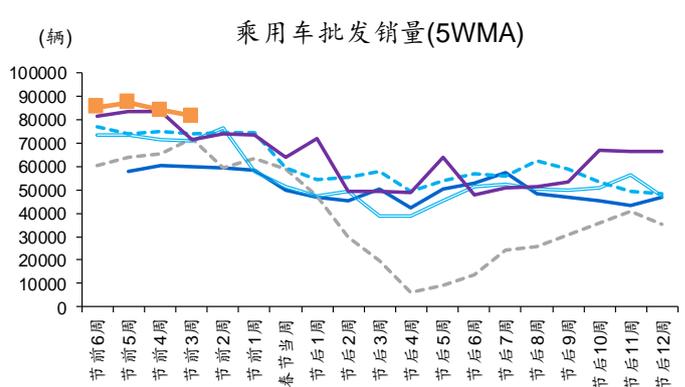
来源: Wind、国金证券研究所

图表69: 上周, 乘用车零售量环比小幅回落

图表70: 上周, 乘用车批发量环比回落



来源: Wind、国金证券研究所

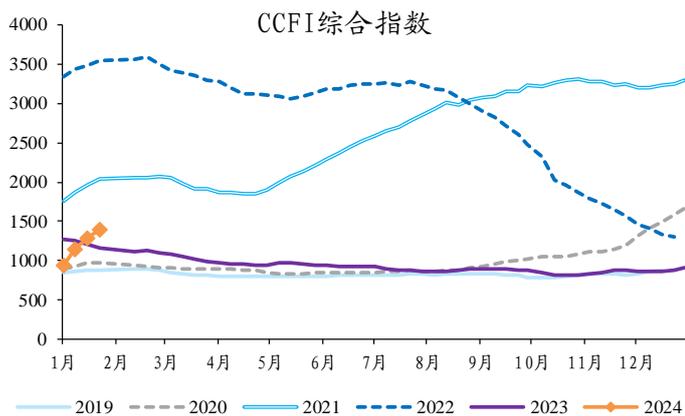


来源: Wind、国金证券研究所

出口方面, CCFI 综合指数上行速度进一步放缓, BDI 运价有所回落。上周(01月21日至01月27日), 市场逐渐适应红海地区紧张局势、叠加春节需求减弱趋势, CCFI 综合指数上行速度进一步放缓, 环比增加9.0%、较前周收窄3.9个百分点; 其中, 欧洲航线指数环比增加12.9%、较前周收窄10.1个百分点; 日本航线运价由涨转跌、环比减少0.4个百分点。本周(01月28日至02月03日), 市场运输需求有所回落, BDI 运价指数有所下滑、较上周减少5.9个百分点。

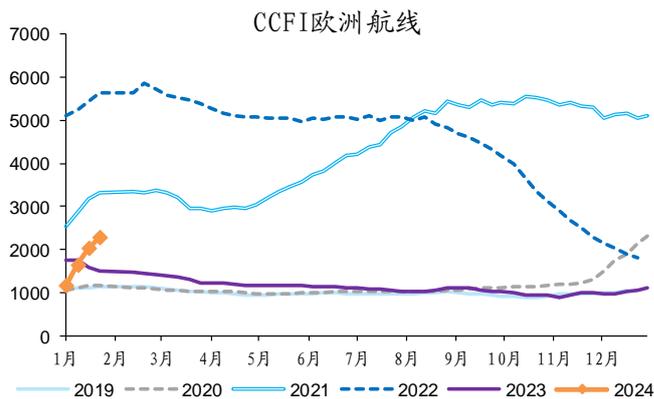


图表71: 上周, 出口集装箱运价指数涨幅放缓



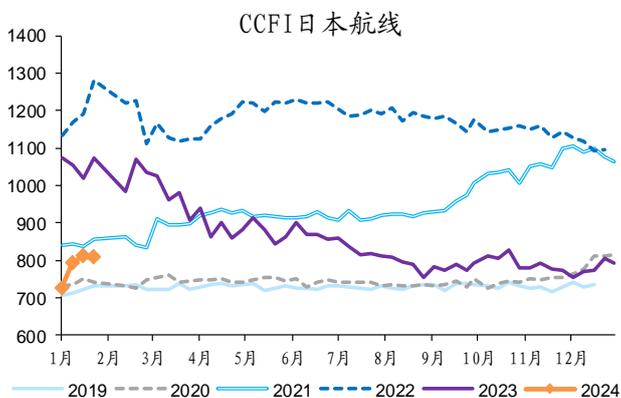
来源: Wind、国金证券研究所

图表72: 上周, 欧洲航线运价延续增加, 但涨幅收窄



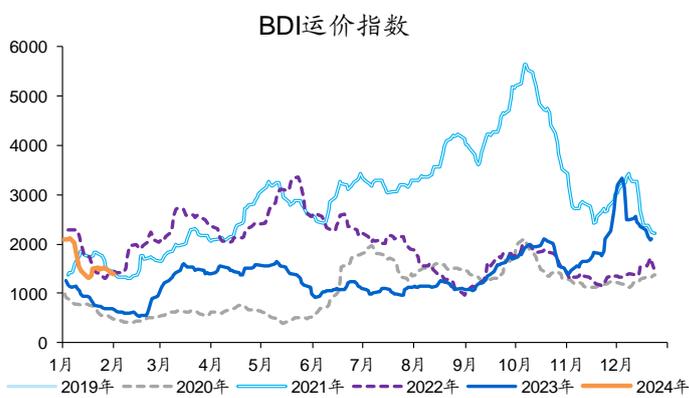
来源: Wind、国金证券研究所

图表73: 上周, 日本航线运价由涨转跌



来源: Wind、国金证券研究所

图表74: 本周, BDI 运价指数有所回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究