

2月PMI继续好于季节性

——对2月PMI和高频数据的思考及未来经济展望

专题内容摘要

核心观点：

2月PMI综合指数较上月回落0.1个百分点，降幅小于可比的历史平均水平0.3个百分点。从结构上来看，近半数分项指数有超季节性的表现。2月实体相关高频数据有所分化，表现较为亮眼的包括上游工业行业，以及一些消费方面的高频指标。结合1、2月PMI与高频数据表现，我们认为，1-2月工业生产乃至总体经济大概率也有望环比迎来回升。展望未来，我们维持对中国经济或在2024年上半年重回复苏轨道的判断。

➤ 2月PMI表现继续好于季节性

2月PMI指数为49.1%（前值49.2%），符合市场一致预期。在2013-2019年间春节在2月的可比年份，2月PMI指数平均较上月回落0.4个百分点，今年2月PMI指数较上月回落0.1个百分点，表现明显好于季节性。主要分项指数中，需求相关的分项指数表现好于季节性，其中内需的改善好于外需；供应商配送时间所代表的景气程度大幅超季节性上升；供给相关的分项指数则有所回落，库存也有所下滑，工业品价格指数环比或仍承压。

➤ 实体相关高频数据有所分化

上游工业行业表现较为积极，节后发电耗煤水平明显回升（+8.5pct），钢铁生产也基本保持平稳；中游部分工业行业包括纺织、轮胎生产有所回落，PTA生产则大体保持平稳；基建相关高频指标稍有回落，可能受到近期连续的雨雪天气影响；市内人口流动进一步环比回升（+2.5pct），显示消费或正在持续修复；但节后跨城交通有所回落，节后复工或有所放缓。此外，地产市场仍有待提振，航运价格在红海事件的影响下出现分化。

➤ 1-2月经济修复的两条主线

1-2月PMI指数的环比变动持续好于季节性。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度为0.73）。我们认为，1-2月工业生产乃至总体经济大概率也有望环比迎来回升。从高频数据看，1-2月经济修复或有两主线：第一，消费可能正在持续修复之中；第二，发电耗煤水平在节后回升可能意味着，尽管地产仍偏弱，但产能投资和基建投资仍然支撑了总需求，并使得总体工业生产有较强的韧性。

➤ 展望未来，我们维持经济将在上半年复苏的预测

中期来看，我们认为在2024年1季度或者2季度，GDP环比增速或将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏。一方面，从近期的数据来看，1月社融超预期、1-2月PMI表现强于季节性（好于季节规律0.4、0.3pct）以及春节消费的超预期回升，意味着经济新周期的正循环或正在启动。另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。比如，2月20日央行的“非对称”降息传递了强烈的稳增长和稳地产信号。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《特朗普若当选加征关税的可能不宜低估：——海外宏观周专题》2024.02.25
- 2、《春节期间国内外宏观数据有积极信号：——宏观专题研究》2024.02.17

正文目录

1.	2月PMI表现继续好于季节性	3
1.1	PMI指数回落的幅度小于历史同期	3
1.2	近半数分项指数有超季节性表现	5
2.	实体相关高频指标有所分化	10
2.1	上游发电与钢铁生产较为积极	10
2.2	基建相关指标受雨雪影响略有下行	11
2.3	部分中下游工业行业生产走弱	11
2.4	市内人流持续回升，消费或正在修复	13
2.5	节后迁徙指数回落，复工或有所放缓	14
2.6	地产市场仍待提振	15
2.7	航运价格指数表现分化	16
3.	未来经济展望	18
3.1	如何展望1-2月经济数据？	18
3.2	对后续经济复苏的展望	18
4.	风险提示	19

图表目录

图表 1:	实体经济重要指标 (基准预测)	3
图表 2:	中国 PMI 综合指数	4
图表 3:	可比年份各月 PMI 指数	4
图表 4:	PMI 综合指数变动	4
图表 5:	近半数分项指数有超季节性表现	5
图表 6:	PMI 新订单和生产子指数	6
图表 7:	PMI 新出口订单和进口子指数	6
图表 8:	新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	6
图表 9:	进口指数较上月变动 vs 进口环比	6
图表 10:	PMI 产成品和原材料价格子指数	7
图表 11:	国际大宗原材料价格指数	7
图表 12:	中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)	8
图表 13:	中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-2023)	8
图表 14:	PMI 产成品和原材料库存	8
图表 15:	重点发电集团日耗煤 (周平均)	10
图表 16:	重点企业粗钢日均产量	11
图表 17:	石油沥青装置开工率	11
图表 18:	PTA 开工率	12
图表 19:	江浙地区涤纶长丝开工率	12
图表 20:	汽车轮胎开工率 (全钢胎)	13
图表 21:	汽车轮胎开工率 (半钢胎)	13
图表 22:	19 城地铁客运量	14
图表 23:	春节假期国内出游情况 (较 2019 年同期增长)	14
图表 24:	春节假期全国日均旅客发送量 (营业性客运)	14
图表 25:	百度全国迁徙规模指数	15
图表 26:	100 大中城市成交土地溢价率	16
图表 27:	30 大中城市商品房成交面积 (当周值)	16
图表 28:	历年春节期间 30 大中城市新房销售面积	16
图表 29:	中国出口集装箱运价指数	17
图表 30:	国际干散货运价指数	17
图表 31:	PMI 较上月变动 vs 工业增加值环比	18
图表 32:	PMI 与荣枯线距离 vs 工业增加值环比	18

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	1-2月	3月	4月	5月	6月
GDP	/	4.5	/	/	5.4
固定资产投资	2.5	2.4	5.3	5.0	0.3
地产投资	-13.1	-17.8	-9.7	-7.7	-6.6
制造业投资	11.1	9.4	9.9	8.4	0.9
基建投资	7.7	7.3	9.0	8.1	3.1
社零	12.1	9.6	8.5	8.8	7.5
出口	1.0	-6.2	-3.0	5.8	6.5

资料来源：Wind，国联证券研究所

1. 2月PMI表现继续好于季节性

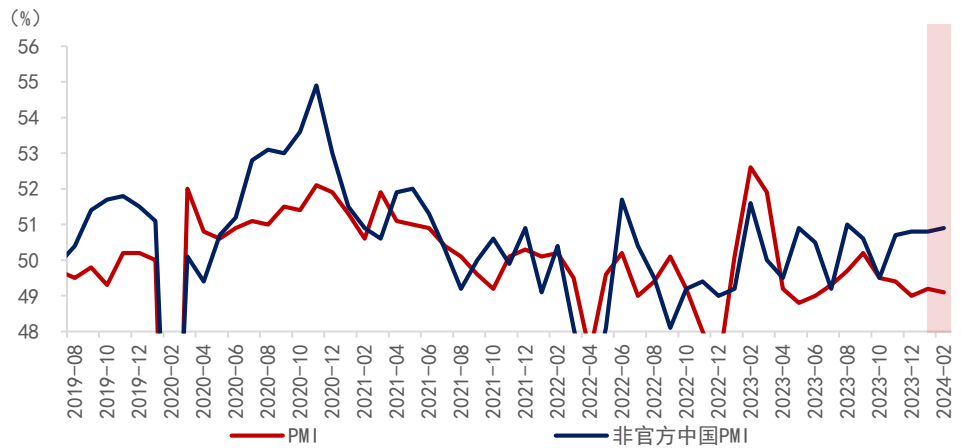
2月PMI指数为49.1%（前值49.2%），符合市场一致预期。在2013-2019年间春节在2月的可比年份，2月PMI指数平均较上月回落0.4个百分点，今年2月PMI指数较上月回落0.1个百分点，表现明显好于季节性。

从结构上来看，近半数分项指数均有超季节性的表现。主要分项指数中，需求相关的分项指数表现好于季节性，其中内需的改善好于外需；供应商配送时间所代表的景气程度大幅超季节性上升。供给相关的分项指数则有所回落，库存也有所下滑，受国际大宗原材料价格低位震荡的影响，2月工业品价格指数环比或仍承压。

1.1 PMI指数回落的幅度小于历史同期

2月PMI综合指数为49.1%，较上月（49.2%）下降0.1个百分点，符合市场的一致预期（49.1%）。

图表2：中国 PMI 综合指数



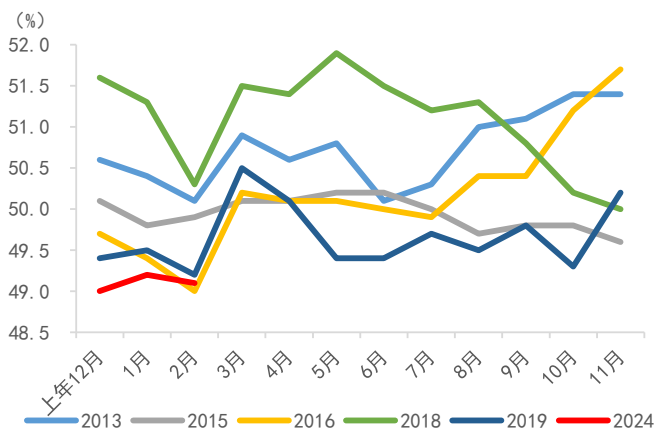
资料来源：Wind，国联证券研究所

2月 PMI 指数继续好于季节性。

考虑到 PMI 在 1-2 月的季节性规律会受春节的扰动，我们选择 2013-2019 年间春节和今年一样在 2 月的年份¹，计算 PMI 的季节性规律。我们发现，在历史可比年份，2 月 PMI 指数平均较上月回落 0.4 个百分点；而今年 2 月，PMI 仅回落 0.1 个百分点，表现明显好于季节性。

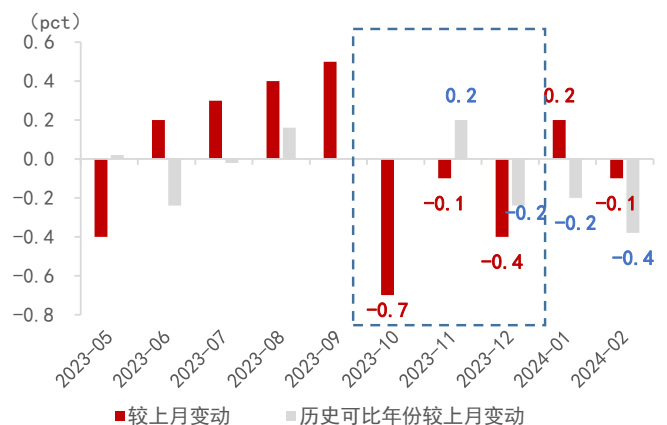
去年四季度以来，PMI 较上月的变动一直弱于季节性（图表 4），直至今今年 1 月份 PMI 指数超季节性反弹（好于季节规律 0.4 个百分点），我们提示，需要密切关注经济的二次探底是否已经结束。2 月 PMI 指数继续超季节性回升，我们认为，这可能进一步显示，经济或重新走向复苏。

图表3：可比年份各月 PMI 指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：PMI 综合指数变动



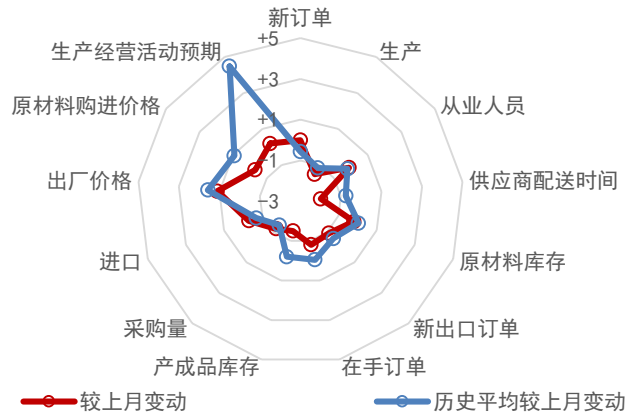
资料来源：Wind，国联证券研究所

¹ 2013、2015、2016、2018、2019 年春节均在公历 2 月

1.2 近半数分项指数有超季节性表现

近半数分项指数均有超季节性的表现。从主要分项指数来看，需求相关的分项指数表现好于季节性，其中内需的改善好于外需；供应商配送时间所代表的景气程度大幅超季节性上升。供给相关的分项指数则有所回落，存货情况弱于季节性，受国际大宗原材料价格低位震荡的影响，2月价格指数或仍承压。

图表5：近半数分项指数有超季节性表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

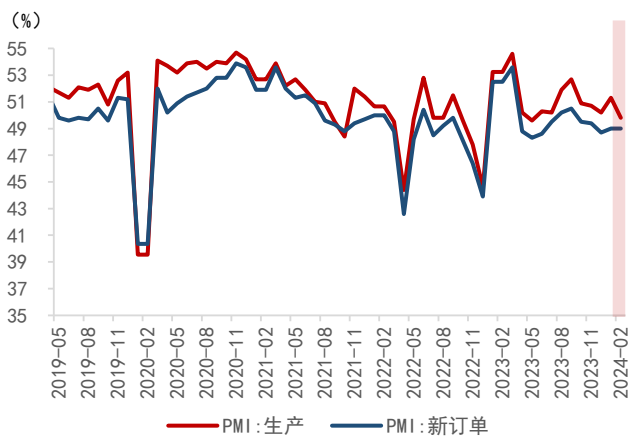
1.2.1 需求表现好于季节性，但生产有所走弱

需求指数表现强于季节性。2月新订单子指数为49.0%，与上月持平(前值49.0%)。观察季节性规律，历史可比年份平均较上月下降0.6个百分点(简称“往年变动”，下同)。2月需求指数的表现明显强于季节性规律。

- 其中，新出口订单指数为46.3%，较上月下降0.9个百分点，回落幅度大于往年变动(-0.6pct)0.3个百分点，表现弱于季节性；
- 而与内需更相关的进口子指数为46.4%，较上月环比回落0.3个百分点，回落幅度小于往年变动(-0.7pct)0.4个百分点，表现好于季节性。
- 这说明，2月内需的改善可能好于外需。

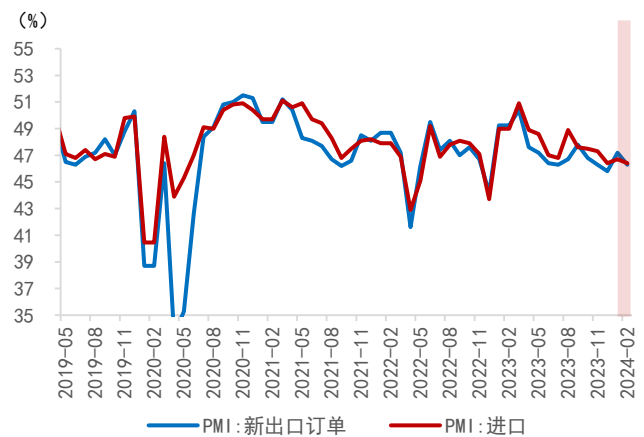
当然，需要注意的是，出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限，需谨慎参考。其中的一个原因是，PMI指数给予大小企业的权重相同，但是大小企业的外贸情况可能存在分化，这就导致进出口规模的变化与PMI指数的变动时常并不一致。

图表6: PMI 新订单和生产子指数



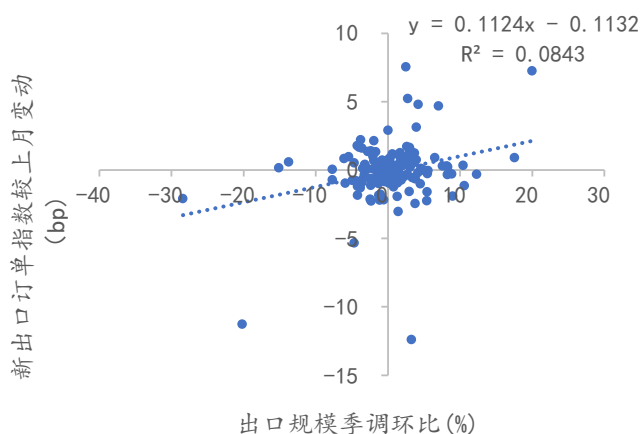
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: PMI 新出口订单和进口子指数



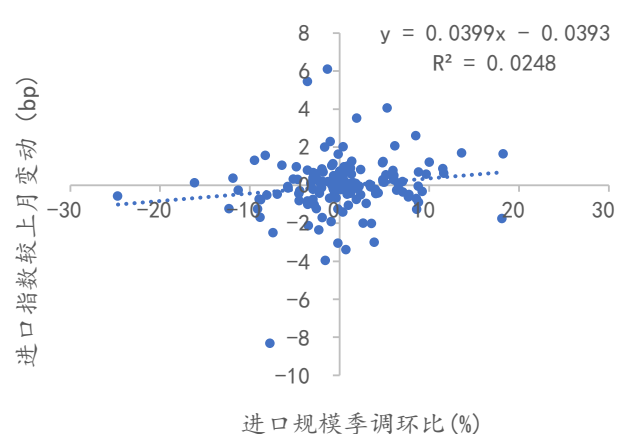
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: 新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2023.12

图表9: 进口指数较上月变动 vs 进口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2023.12

供给相关的分项指数有所回落。2月生产子指数为49.8%，较上月下降1.5个百分点，弱于往年变动（-1.2pct）0.3个百分点。

从绝对值上看，生产子指数（49.8%）明显高于订单指数（49.0%），似乎表明库存有被动累积的压力而需求仍然显著偏弱。然而，我们注意到 PMI 生产指数在过去很多年一直高于订单指数，可能主要与统计方面的因素有关。

1.2.2 价格指数或仍承压

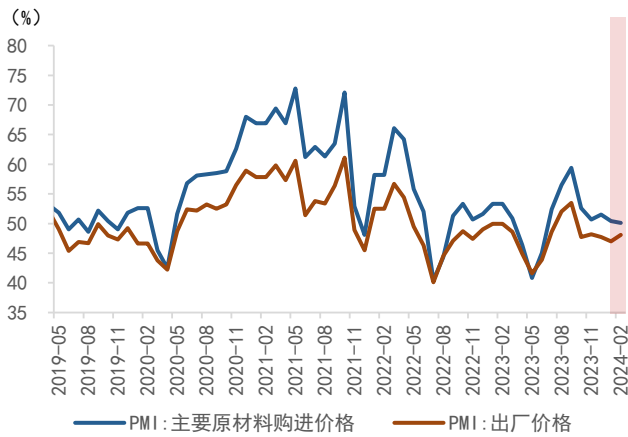
去年四季度以来，国际大宗原材料价格指数受原油价格影响而大幅下滑，尽管今年大宗原材料价格有所回升，但回升较为温和。2月原材料、产成品价格相关指数的表现也都弱于季节性。

其中，2月原材料购进价格子指数为50.1%，较上月回落0.3个百分点，对比历史可比年份里2月平均环比上升0.9个百分点，2月原材料价格表现明显弱于季节性。

产成品价格大幅反弹，但表现弱于季节性规律。2月产成品价格子指数为48.1%（前值47.0%），环比回升1.1个百分点。但考虑到产成品价格指数往年平均环比回升1.6个百分点，2月出厂价格的表现还是明显弱于季节性。

由此，我们认为，2月工业品价格可能仍有一定压力。

图表10: PMI产成品和原材料价格子指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

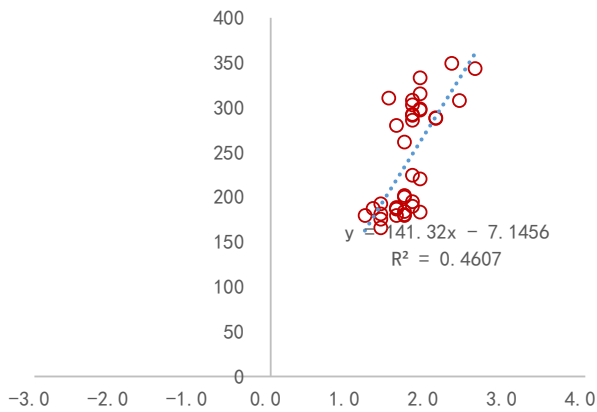
图表11: 国际大宗原材料价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

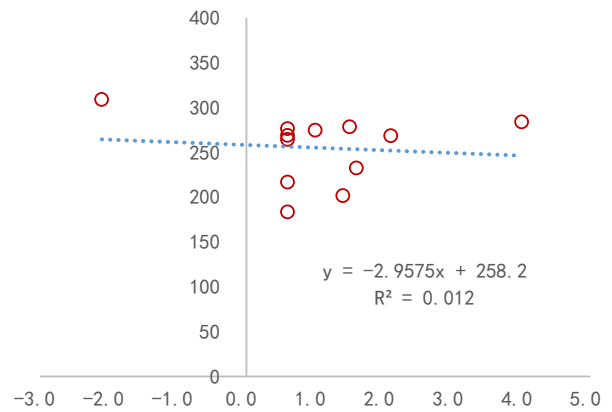
不过需要注意的是，我们认为，原材料价格的回落并不见得说明中国经济不景气。2021年以来，中国经济中地产投资的比重已经逐步降低，其对大宗原材料的价格的影响也明显下降（《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望》）。相反，偏低的原材料价格反而有利于以中游制造业为主的中国企业利润的回升。

图表12: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-2023)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

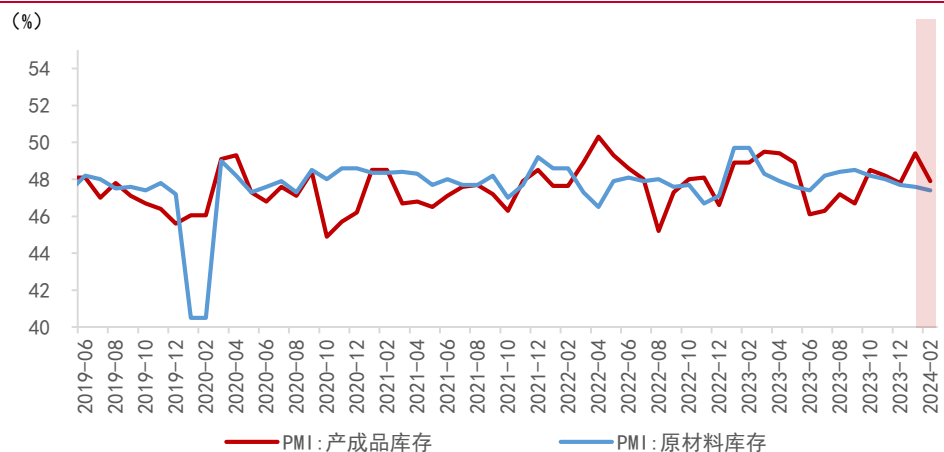
1.2.3 存货情况弱于季节性

从库存相关的指标来看,制造业企业有一定去库存的表现,可能与国际大宗原材料价格低位震荡、此前产成品库存上升较快有关。

2月原材料库存子指数为47.4%,较上月回落0.2个百分点,弱于往年变动(0.0pct),可能部分地与近期国际原材料价格仍处于低位震荡,影响厂商购入原材料的积极性有关。

继1月产成品库存子指数的大幅反弹(+1.6pct)后,2月产成品库存子指数为47.9%,较上月下降1.5个百分点(往年变动-0.2pct),也弱于季节性,可能部分地与上月产成品库存上升较快有关。

图表14: PMI 产成品和原材料库存



资料来源: Wind, 国联证券研究所

此外，供应商配送时间指数所代表的景气程度有所提高（该子指数以 100-子指数计入 PMI 综合指数）。2 月供应商配送指数下降至 48.8%（前值 50.8%），较上个月回落 2 个百分点（往年变动-0.8pct），降幅明显强于季节性。而一般情况下，该指数越低，意味着供应商配送越不及时，说明经济越是景气。

2 月供应商配送指数景气程度超季节性提高，一方面与人口流动持续保持活跃，在一定程度上导致了道路拥堵与配送时间增加有关，另一方面也说明经济扩张的速度可能有所加快。

2. 实体相关高频指标有所分化

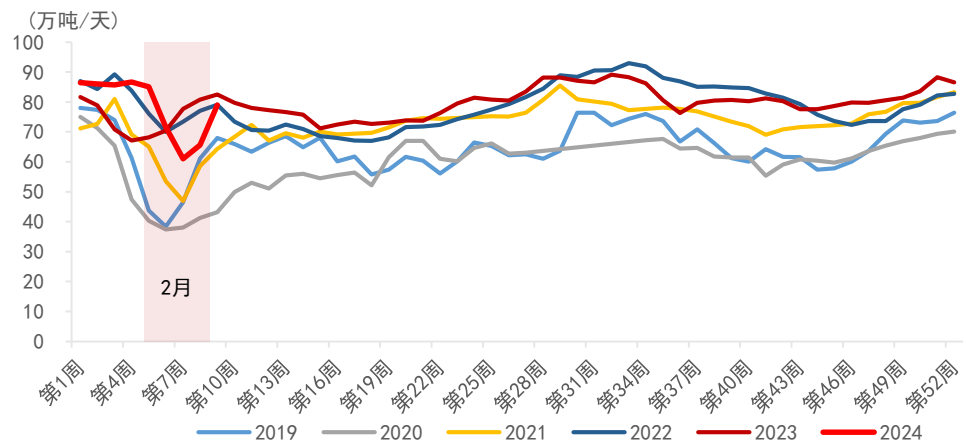
2月实体相关高频指标分化较大。上游工业行业表现较为积极，发电耗煤水平在节后明显回升，钢铁生产也基本保持平稳。中游部分工业行业包括纺织、轮胎生产有所回落，PTA生产则大体保持平稳；基建相关高频指标稍有回落，可能受到近期连续的雨雪天气影响；市内人口流动进一步环比回升，显示消费或正在持续修复；但节后跨城交通有所回落，节后复工或有所放缓。此外，地产市场仍有待提振，航运价格在红海事件的影响下出现分化。

2.1 上游发电与钢铁生产较为积极

上游工业行业表现较为积极，从日耗煤的情况推测，春节后发电量或出现明显回升，同时钢铁生产也基本保持平稳。

发电耗煤水平出现反弹。春节后的两周，主要发电企业日耗煤量较2019年同期复合平均增长12.0%，对比此前12月、1月较2019年同期复合平均增速均为3.5%，发电耗煤水平出现明显反弹，工业用电恢复或有加快。

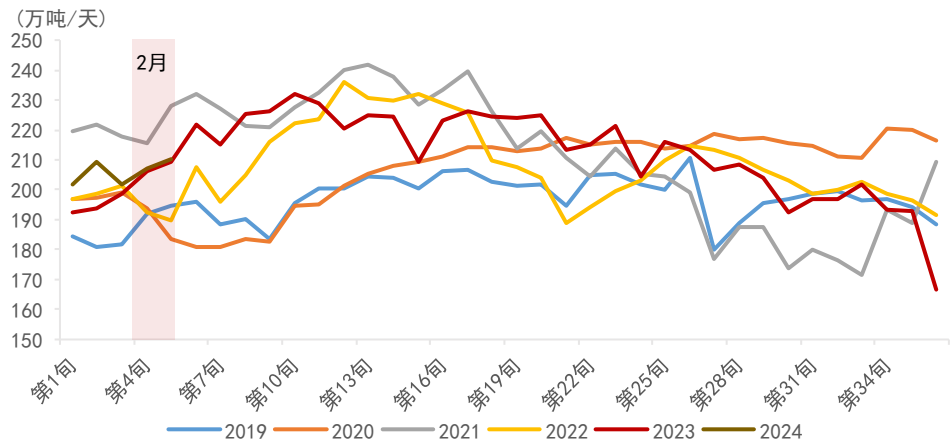
图表15：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：Wind，国联证券研究所

钢铁生产基本与上月持平。2019年和今年春节均在2月中上旬，相较2019年同期水平（2月前20天），2月中上旬的粗钢产量的复合平均增速为1.5%，与1月的复合平均增速（2.3%）大体相当。

图表16: 重点企业粗钢日均产量

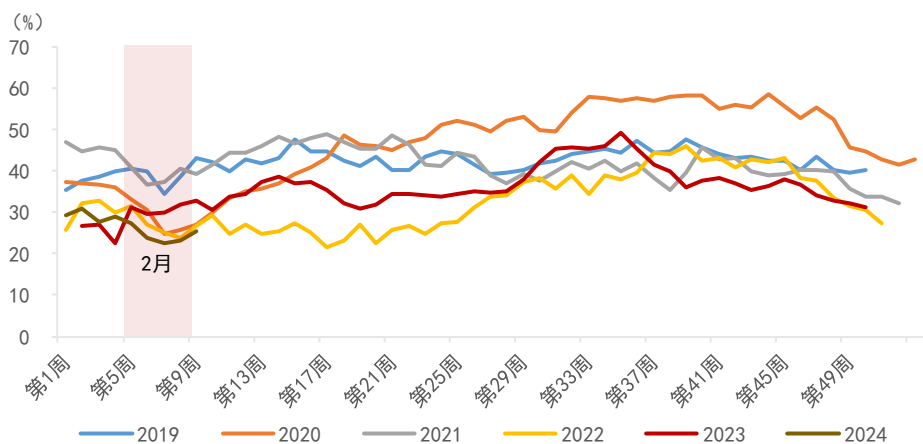


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 基建相关指标受雨雪影响略有下行

基建相关高频指标稍有回落。相较 2019 年同期（春节假期结束后十天），2 月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-5.9%（前值-5.0%），较 1 月稍有回落。考虑到发电量与钢铁生产仍表现得较为积极，我们认为石油沥青装置开工率的回落，可能还是与近期低温雨雪天气对项目施工造成扰动有关。

图表17: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

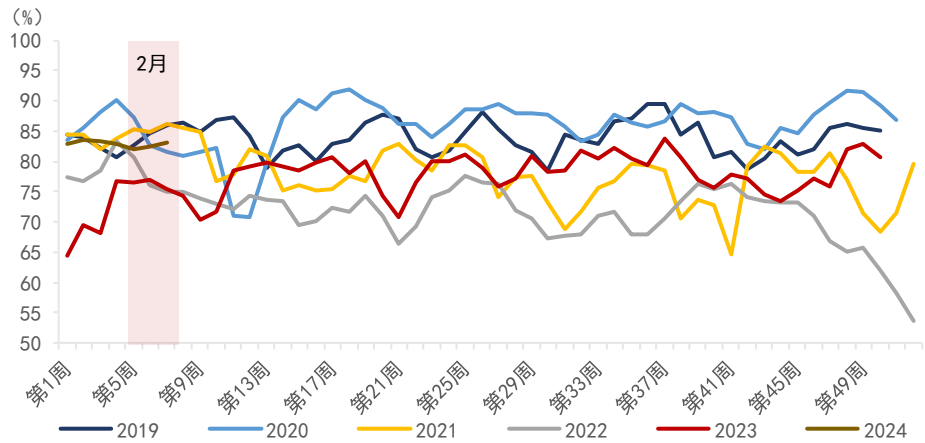
2.3 部分中下游工业行业生产走弱

与 PMI 中生产子指数的回落相一致，部分中下游工业行业的生产开工情况有所走弱。其中，除了 PTA 生产基本保持平稳外，纺织行业生产有一定的下行，而钢胎

的生产回落较为明显。

PTA 生产保持平稳。2 月春节假期结束后一周以来，相较 2019 年同期（春节假期结束后一周），PTA 开工率的复合同比增速为-0.4%（前值 0.1%），与上月基本相当。

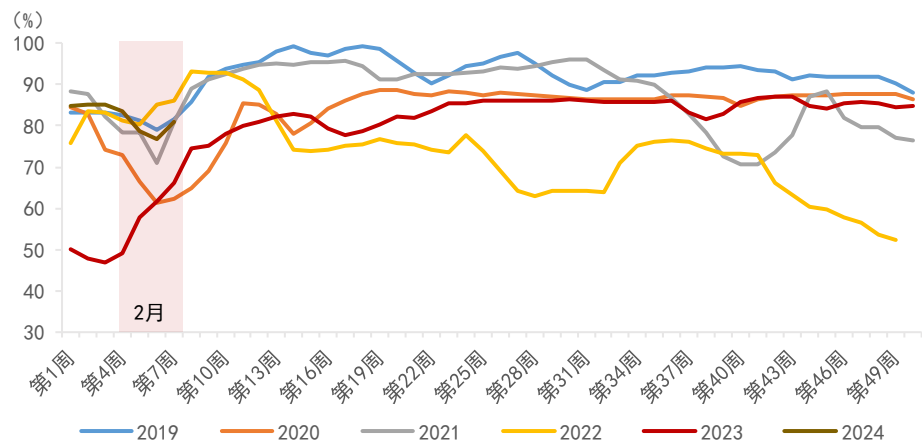
图表 18: PTA 开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

纺织行业生产有所回落。继 12、1 月纺织行业开工率持续好转后，2 月春节假期后，江浙涤纶长丝开工率较 2019 年同期（春节假期结束后一周）的复合平均增速为-0.6%，较上月（0.4%）有所回落。

图表 19: 江浙地区涤纶长丝开工率

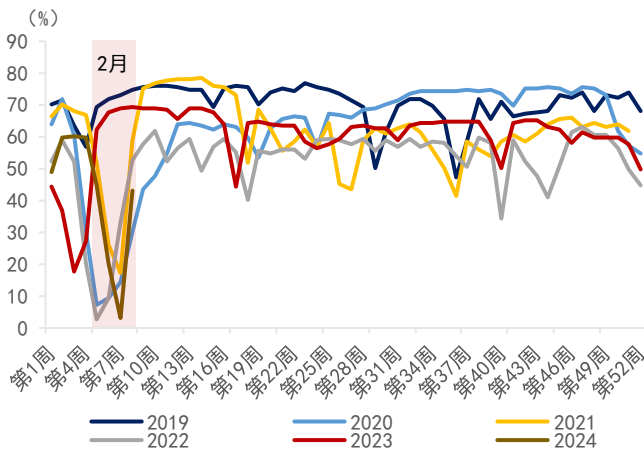


资料来源: Wind, 国联证券研究所

轮胎生产明显走弱。今年节后一周，相较 2019 年同期（春节假期结束后一周），

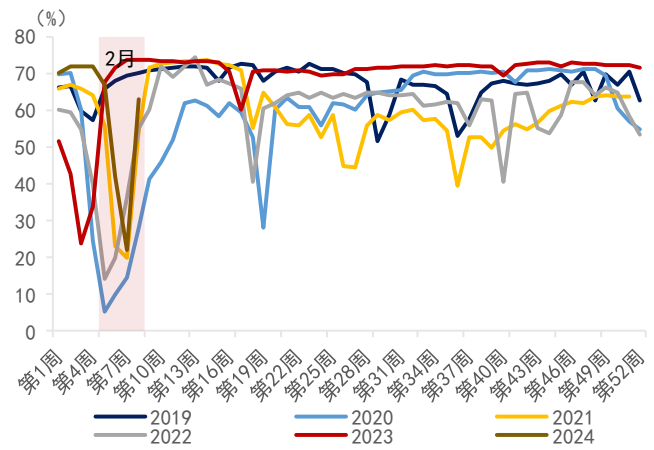
主要应用于轿车的半钢胎开工率继上月的回升后,2月复合平均增速回落至-0.9%(前值 2.7%);而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产同样也不及上月,较 2019 年同期(春节假期结束后一周)的复合平均增速为-9.0%,降幅相较上月(-2.7%)明显扩大。

图表20: 汽车轮胎开工率(全钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 汽车轮胎开工率(半钢胎)



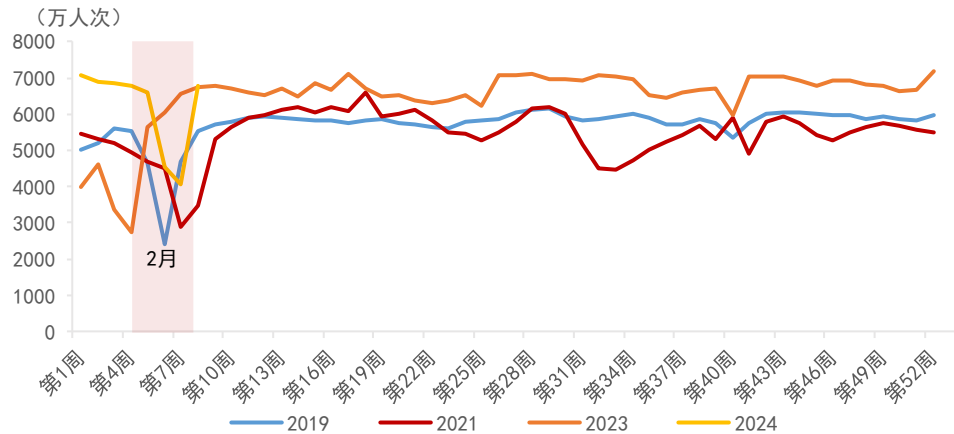
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.4 市内人流持续回升, 消费或正在修复

2月市内人口流动持续回升。2月春节假期期间(除夕至初六),地铁客运量较2019年的复合平均增速为4.7%,对比去年春节、国庆假期(-3.6%、2.3%),今年春节假期的地铁客运情况持续改善。

春节假期结束后一周,地铁客流仍持续上行,与2019年同期水平(春节假期结束后一周)相比复合平均增长7.8%,较1月与2019年同期水平相比的复合平均增速(5.3%)明显回升。

图表22: 19城地铁客运量

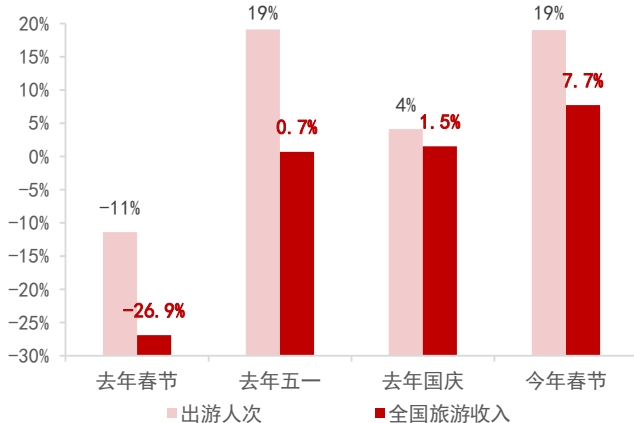


资料来源: Wind, 国联证券研究所

市内人口流动的回升, 利好线下消费。春节假期的部分数据也印证消费或正在持续回升。

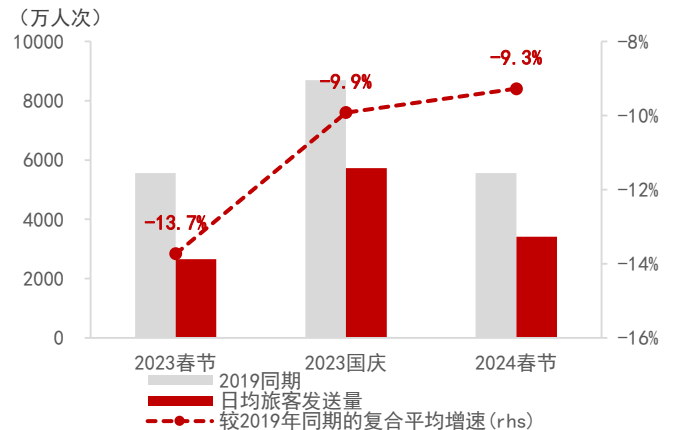
今年春节假期国内出游人次较 2019 年同期增长 19% (去年五一、国庆: 19.1%、4.1%); 国内旅游收入较 2019 年同比增长 7.7% (去年五一、国庆: 0.7%、1.5%), 显示消费需求有所修复。

图表23: 春节假期国内出游情况(较 2019 年同期增长)



资料来源: 中国政府网, 国联证券研究所

图表24: 春节假期全国日均旅客发送量 (营业性客运)



资料来源: 交通运输部, 国联证券研究所; 注: 统计范围为除夕至初六。

2.5 节后迁徙指数回落, 复工或有所放缓

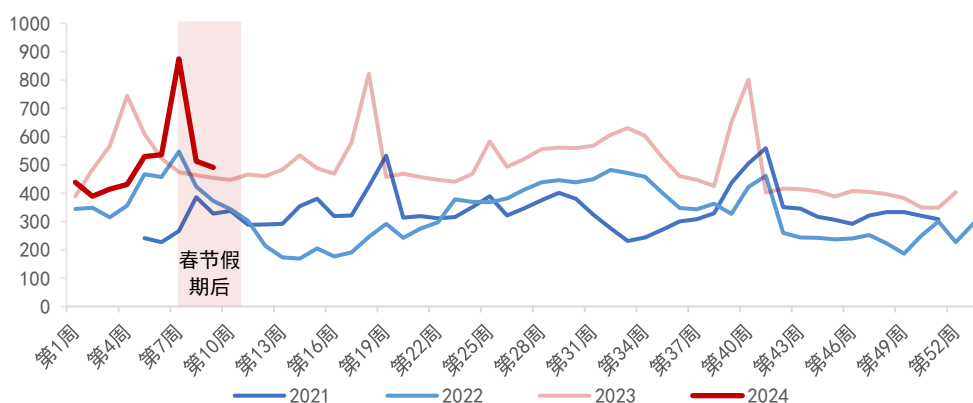
全国迁徙规模指数在节后回落, 节后复工或有所放缓。春节假期(除夕至初六), 百度全国迁徙规模指数日均为 748, 较 2023 年同期增长 7.4%, 较 2019 年同期的复

合平均增速为 6.3%（前值 6.0%）。

但春节假期后两周，迁徙规模指数大幅回落，较 2023 年同期增速降至-11.3%（春节假期 7.4%）。如果整体考虑春节假期与假期后两周，全国迁徙规模指数与 2023 年同期基本相当（同比增速-0.02%）。

节后迁徙规模回落的原因是复工节奏的前置，还是节后复工有所放缓甚至减少？考虑到春节假期全国出游人数较 2023 年大幅增长（图表 23），假期出游增加可能是春节假期全国迁徙规模指数的增长可能主要受假期出游的支撑，提前复工的现象并不明显，这也意味着节后复工情况可能有所放缓。一些微观的反馈也显示，2 月底持续的雨雪天气给招工带来了一定困难²。

图表 25：百度全国迁徙规模指数



资料来源：IifinD，百度地图，国联证券研究所；注：全国迁徙规模不区分迁入或迁出

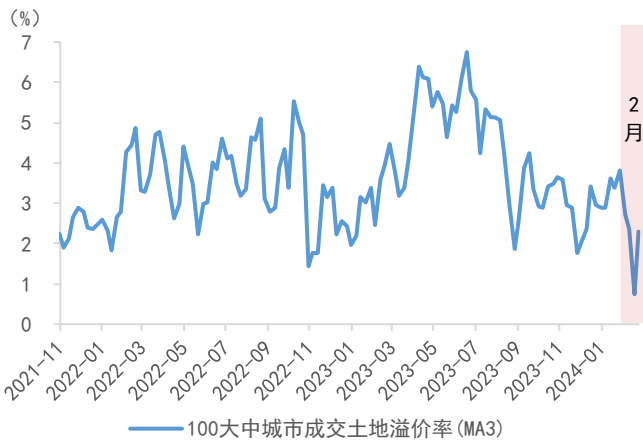
2.6 房地产市场仍待提振

房地产市场出现一些边际回落的迹象。土地市场方面，100 大中城市成交土地溢价率平均为 1.9%（前值 3.8%），较上月有所回落。

新房销售也较为低迷。相较 2019 年同期水平，2 月 30 大中城市新房销售面积的复合平均增速为-15.1%（12 月、1 月：-12.8%、-11.5%），降幅再度扩大。

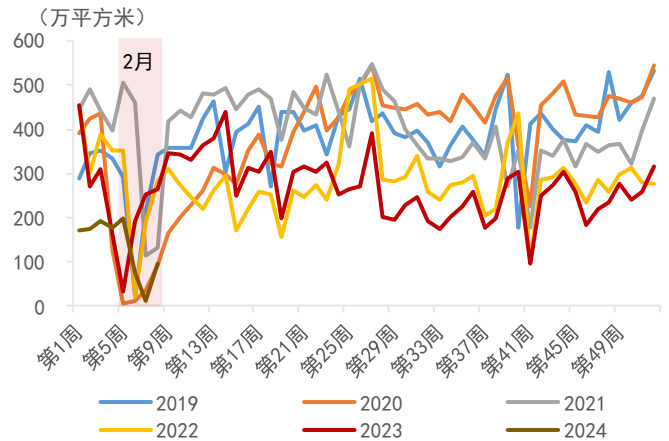
² http://news.cyol.com/gb/articles/2024-02/29/content_OVZXaYIWya.html

图表26: 100大中城市成交土地溢价率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: 30大中城市商品房成交面积(当周值)

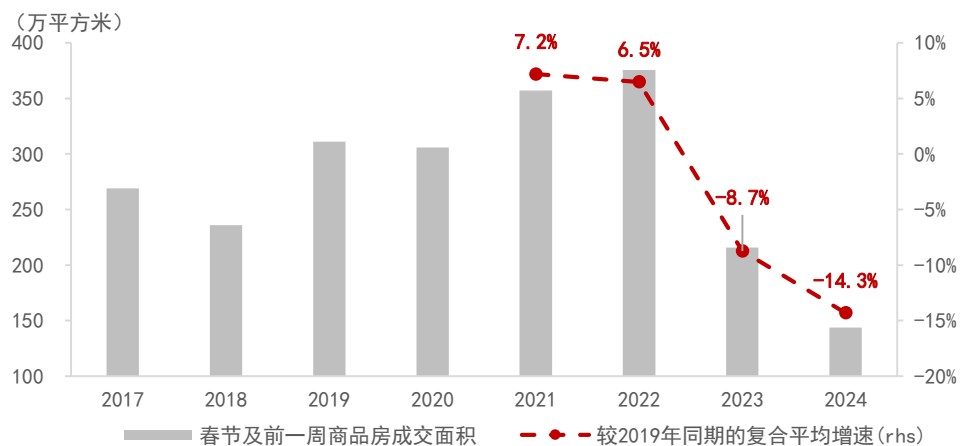


资料来源: Wind, 国联证券研究所

其中,今年春节假期“返乡置业”的情况也较为平淡。从30大中城市新房销售看,今年春节假期及前一周(2.2-2.15)较2019年春节同期(1.28-2.10),商品房成交面积的复合平均增速为-14.3%(前值-11.5%)。

地产销售的疲软可能与开发商推盘积极性偏弱有关。据克而瑞研究院监测,2月28个重点城市预计新增的商品房供应量环比下降21%,较去年春节月(1月)下降15%,市场信心有待进一步提振。

图表28: 历年春节期间30大中城市新房销售面积



资料来源: Wind, 国联证券研究所

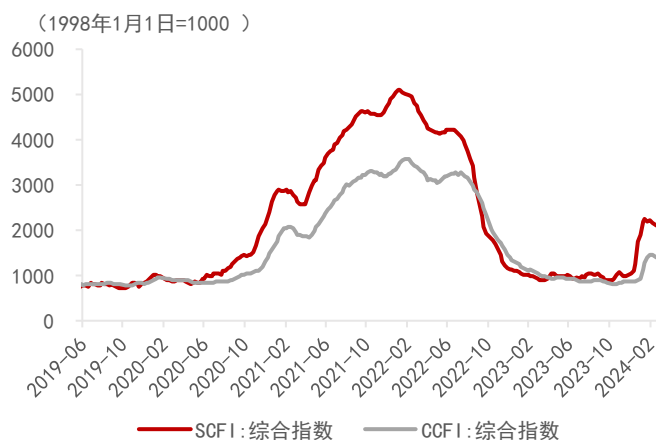
2.7 航运价格指数表现分化

出口部门价格数据出现分化,可能由于红海事件对不同船型影响存在时间差。2月出口集装箱运价指数高位回落;国际干散货运价指数则明显上行。

一方面，集装箱船运价有所回落，主要得益于集装箱运输已经针对红海危机作出调整。红海危机之初，集装箱船首先进行了绕道，目前大部分集装箱船已完成航线变更与船期调整，红海危机对航线供给的影响减弱，出口集装箱运价从高位有所回落。

但另一方面，2月干散货运价快速上行。这与红海危机的影响可能扩散到了集装箱船以外的船型有关，由于红海水域出现了一些的武装报复行动，更多的干散货船、油轮、LNG运输船也开始绕行红海，导致了干散货运力的紧张。

图表29：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表30：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 未来经济展望

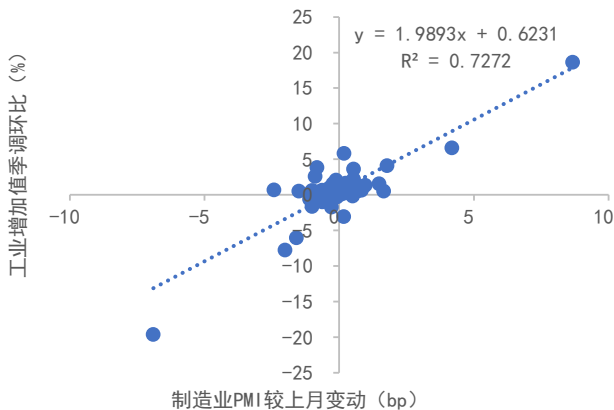
2月PMI指数表现继续好于季节性，叠加一些消费方面的高频经济数据改善，我们认为短期经济或好于市场一致预期。中国经济通过供给创造需求（《是时候强烈看多中国经济了》2023年10月27日），并将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。展望未来，我们维持对中国经济或在2024年上半年重回复苏轨道，且可能提前于地产企稳出现复苏的判断。

3.1 如何展望1-2月经济数据？

1月PMI指数超季节性回升，回升幅度好于可比的历史平均水平0.4个百分点。2月PMI指数继续好于季节性0.3个百分点。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。

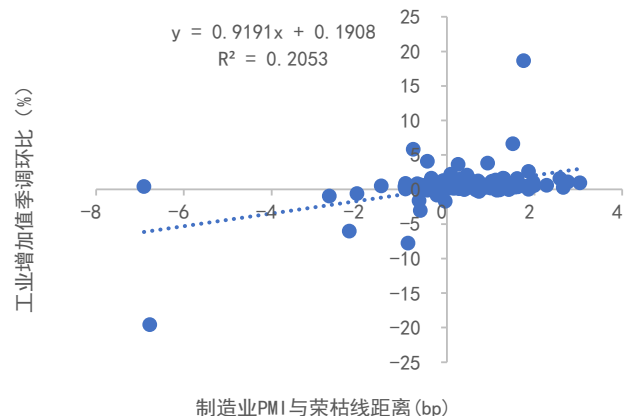
这意味着1-2月工业生产乃至总体经济大概率也有望迎来回升。

图表31：PMI较上月变动 vs 工业增加值环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表32：PMI与荣枯线距离 vs 工业增加值环比



资料来源：Wind，国联证券研究所

从高频数据来看，1-2月的经济修复或有两主线：第一，不论是春节假期的旅游消费数据，还是节后市内人口流动进一步回升，都显示消费可能正在持续修复之中；第二，发电耗煤水平在节后的明显回升可能意味着，尽管地产可能对总需求仍有拖累，但是产能投资和基建投资可能仍然支撑了总需求，并使得总体工业生产有较强的韧性。

3.2 对后续经济复苏的展望

中期来看，我们维持2024年1季度或者2季度GDP环比增速将重新回到1.1%-

1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。

一方面，我们认为宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。从近期的数据来看，1月社融超预期，1-2月PMI表现强于季节性，春节期间消费数据也出现超预期的回升。这可能意味着，企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入增长和消费回升可能正在一定程度上形成正向循环。以资本支出为核心的正循环可能已经可以对冲地产的下行，并推动中国经济逐步进入新的复苏周期。

另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。货币财政政策方面，2月20日央行宣布降低5年期以上LPR25个基点到3.95%，央行的“非对称”降息传递了强烈的稳增长和稳地产的信号。同时，在2023年年底中央政府发行1万亿国债投资基建稳增长之外，我们预计2024年仍将有较大规模特别国债发行，或有望对基建领域的投资进一步构成支撑。

4. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼