

分析师：杨畅

执业证书编号：S0740519090004

电话：021-20315708

Email: yangchang@zts.com.cn

分析师：夏知非

执业证书编号：S0740523110007

Email: xiazf01@zts.com.cn

### 投资要点

- 从制造业景气来看：全球主要经济体呈现出“2强3弱3猛”格局，其中俄罗斯连续23个月位于扩张区间，并且提速；
- 从拉动力量来看：俄罗斯或已进入内需拉动模式。在工业生产持续上行背景下，出口贡献仍处于低位，也表明内需拉动俄罗斯经济增长过程中，发挥了重要作用；
- 从政策态度来看：2024年国情咨文显示发展经济的雄心。特别是在经济总量与收入分配、自主先进技术、人工智能、金融、基建、旅游、交运等与经济相关度偏高的领域，均显现了明显扩张性的意图。
- 风险提示事件：政策变动风险，国际经济波动超预期风险

### 相关报告

## 内容目录

1. 从制造业景气来看：俄罗斯连续 23 个月位于扩张区间，并且提速 .....	- 3 -
2. 从拉动力量来看：俄罗斯或已进入内需拉动模式.....	- 3 -
3. 从政策态度来看：2024 年国情咨文显示发展经济的雄心 .....	- 5 -
4. 风险提示.....	- 7 -

## 图表目录

图表 1: 全球主要经济体制造业 PMI 表现.....	- 3 -
图表 2: 经过季节性调整后的俄罗斯工业生产指数（以 2010 年为基期 100） ..	- 4 -
图表 3: 按照支出法拆解的俄罗斯不变价 GDP 构成.....	- 4 -
图表 4: 俄罗斯 2024 年国情咨文的国家技术主权项目 .....	- 5 -
图表 5: 俄罗斯 2024 年国情咨文与自主先进技术相关的目标设定 .....	- 6 -

## 1. 从制造业景气来看：俄罗斯连续 23 个月位于扩张区间，并且提速

4 月 3 日公布的全球摩根大通全球制造业 PMI 指数为 50.6%，较上月提高 0.3 个百分点，连续 3 个月位于景气线上，显示全球制造业逐步走出前期的收缩状态，进入扩张区间。在整体指数修复的背后，结构性变动非常明显，通过观察主要经济体相继公布的制造业 PMI 数据，可以归结为“2 强 3 弱 3 猛”：

**第一，“2 强”体现美国与中国的景气程度**，3 月美国制造业 PMI 为 51.9%，连续 3 个月处于景气线上。与此同时，3 月中国制造业 PMI 为 50.8%，较上月大幅提高 1.7 个百分点，呈现出了整体层面的积极变化。

**第二，“3 弱”体现在欧元区、日本以及越南的景气程度**，3 月欧元区 PMI 为 46.1%，较上月回落 0.4 个百分点；其中德国为 41.9%，较上月回落 0.6 个百分点，法国为 46.2%，较上月回落 0.9 个百分点。日本制造业 PMI 为 48.2%，仍然处于景气线下。而越南为 49.9%，较上月回落 0.5 个百分点，落至景气线下。

**第三，“3 猛”体现在俄罗斯、印度与巴西**，3 月俄罗斯制造业 PMI 为 55.7%，较上月提高 1.0 个百分点，连续 23 个月位于景气线上，并且扩张速度进一步提升；3 月印度制造业 PMI 为 59.1%，较上月大幅提高 2.2 个百分点，连续 33 个月位于景气线上，并且扩张速度进一步提升；巴西 3 月制造业 PMI 为 53.6%，连续 3 个月位于景气线上。

图表 1：全球主要经济体制造业 PMI 表现

制造业 PMI	在过去 12 个月的百分位	连续 12 个月走势	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
全球	92.3%		50.60	50.30	50.00	49.00	49.30	48.80	49.20	49.00	48.60	48.70	49.60	49.60
发达经济体	美国	84.6%	51.90	52.20	50.70	47.90	49.40	50.00	49.80	47.90	49.00	46.30	48.40	50.20
	欧元区	76.9%	46.10	46.50	46.60	44.40	44.20	43.10	43.40	43.50	42.70	43.40	44.80	45.80
	德国	46.1%	41.90	42.50	45.50	43.30	42.60	40.80	39.60	39.10	38.80	40.60	43.20	44.50
	法国	84.6%	46.20	47.10	43.10	42.10	42.90	42.80	44.20	46.00	45.10	46.00	45.70	45.60
	意大利	92.3%	50.40	48.70	48.50	45.30	44.40	44.90	46.80	45.40	44.50	43.80	45.90	46.80
	日本	30.7%	48.20	47.20	48.00	47.90	48.30	48.70	48.50	49.60	49.60	49.80	50.60	49.50
	英国	92.3%	50.30	47.50	47.30	46.20	47.20	44.80	44.30	43.00	45.30	46.50	47.10	47.80
新兴经济体	中国	92.3%	50.80	49.10	49.20	49.00	49.40	49.50	50.20	49.70	49.30	49.00	48.80	49.20
	印度	92.3%	59.10	56.90	56.50	54.90	56.00	55.50	57.50	58.60	57.70	57.80	58.70	57.20
	巴西	84.6%	53.60	54.10	52.80	48.40	49.40	48.60	49.00	50.10	47.80	46.60	47.10	44.30
	越南	89.2%	49.90	50.40	50.30	48.90	47.30	49.60	49.70	50.50	48.70	46.20	45.30	46.70
	南非	7.6%	0.00	50.80	49.20	49.00	50.00	48.90	49.90	51.00	48.20	48.70	47.90	49.60
	俄罗斯	92.3%	55.70	54.70	52.40	54.60	53.80	53.80	54.50	52.70	52.10	52.60	53.50	52.60

来源：WIND、中泰证券研究所

## 2. 从拉动力量来看：俄罗斯或已进入内需拉动模式

与制造业 PMI 指数相对应的是工业产出指数，根据俄罗斯统计局公布的最新数据，俄罗斯 2 月工业产出同比增长 8.5%（上月为 4.6%），连续 12 月同比正增长。根据季节性调整后的 2024 年 2 月俄罗斯工业生产指

数为 124.4，较上月环比上涨 1.5%，环比增速是自 2023 年 4 月以来的最高值；如果对比 2022 年，由于 2022 年 2 月发生了俄乌冲突，在短期工业生产指数承压后，在 2023 年 3 月，工业生产指数超过了 2022 年 2 月水平，并进入了上升通道。

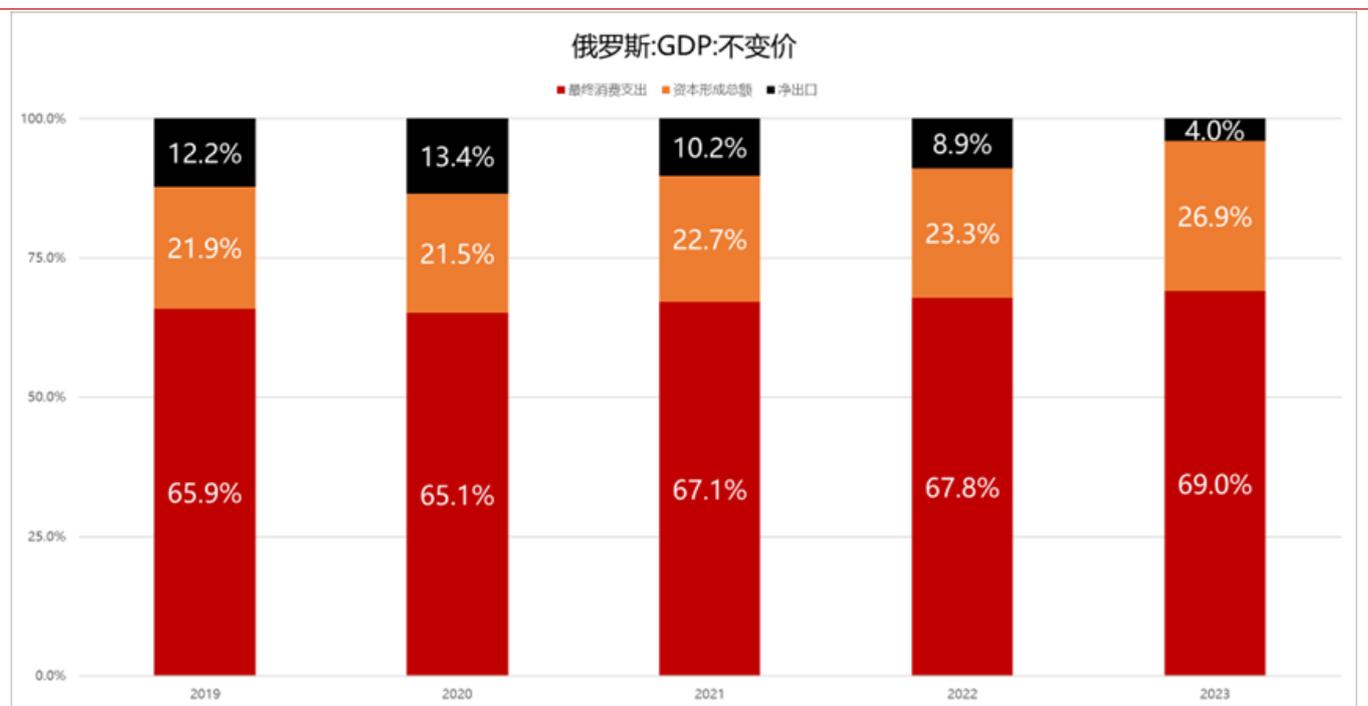
图表 2：经过季节性调整后的俄罗斯工业生产指数（以 2010 年为基期 100）



来源：WIND、中泰证券研究所

与此同时，从外贸数据来看，自 2022 年 2 月以来，俄罗斯货物出口持续下行，2024 年 1 月出口约 289.6 亿美元，相较于 2022 年 2 月 514.7 亿美元，下降幅度约 43.7%。在工业生产持续上行背景下，出口贡献仍处于低位，也表明内需拉动俄罗斯经济增长过程中，发挥了重要作用。从年度数据上观察，2023 年俄罗斯不变价 GDP 同比增长了 3.6%，相较于 2022 年同比下降 1.2%，出现了明显回升。从支出法分解来看，最终消费支出占比 69.0%，较上年提升了 1.2 个百分点，资本形成总额占比 26.9%，较上年提高了 3.6 个百分点，也表明内需是拉动俄罗斯 2023 年经济修复的主要力量。

图表 3：按照支出法拆解的俄罗斯不变价 GDP 构成



来源: WIND、中泰证券研究所

### 3. 从政策态度来看：2024 年国情咨文显示发展经济的雄心

根据俄罗斯总统针对 2024 年发表的最新国情咨文，共包括军事、外交、生育、老龄化、健康、人才教育、经济总量与收入分配、自主先进技术、金融、人工智能、农业、城镇化与基建、环保、旅游、交运、退伍军人优待等方面。在与经济相关度偏高的领域，部分内容值得关注：

**第一，经济总量与收入分配。**最新国情咨文提出，**增长总量上**，“增长速度，更重要的是增长质量，让我们有希望甚至可以断言，在不久的将来，我们可以再向前迈进一步：**进入世界四大经济体之列**”；**收入分配上**，“这种发展必须直接转化为我们公民家庭收入的增长”，“未来六年里，工资占 GDP 的比例将会增加。我们会将最低工资标准与通货膨胀率和全国平均工资增长率挂钩。**到 2030 年，最低工资标准应该再增加将近一倍，达到 35000 卢布。**”

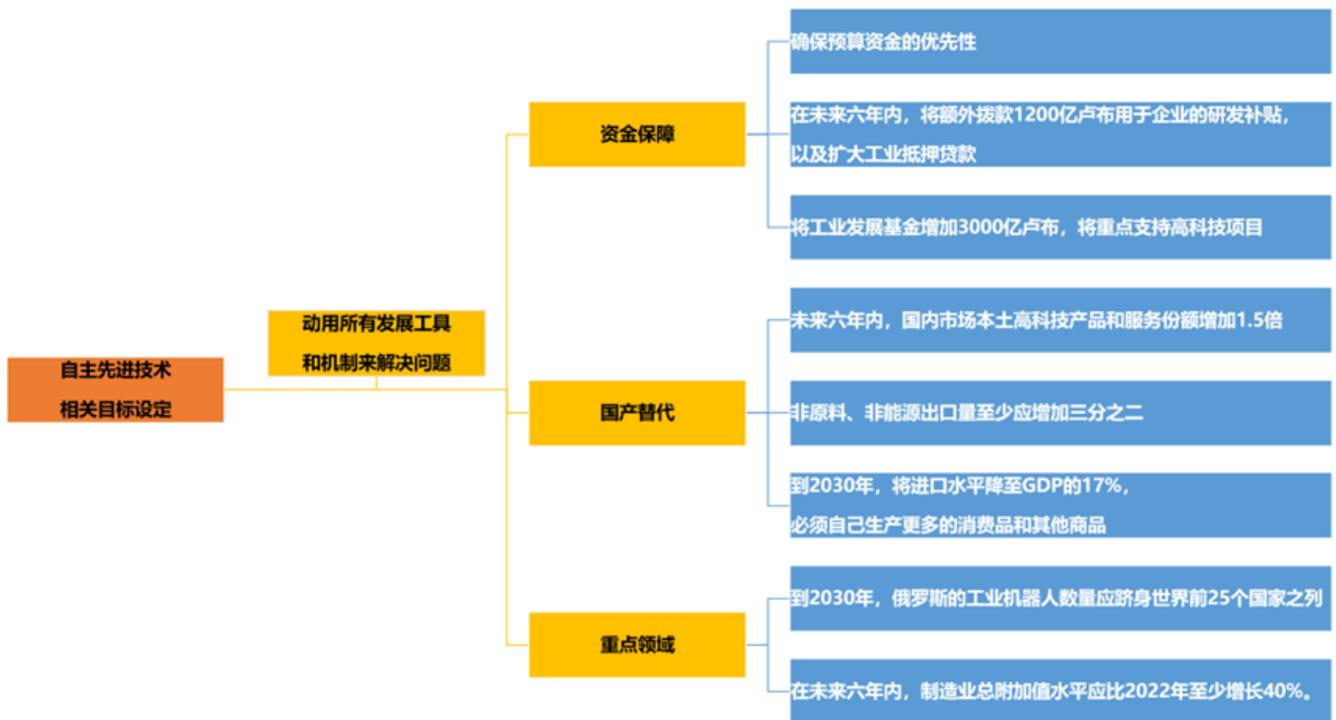
**第二，自主先进技术。**最新国情咨文提出，“将国家和商业领域在研发方面的总投入增加至**GDP 的 2%**，到 2030 年达到这一目标，并在这一指标上成为世界领先的科学强国之一”；“**私营企业对科学的投资必须大幅增加，到 2030 年至少增加一倍**”；“启动新的国家技术主权项目”，与之相对应的资金支持。

图表 4：俄罗斯 2024 年国情咨文的国家技术主权项目

三类划分	涉及对象
在敏感领域	例如在公民 <b>健康保护</b> 、 <b>食品安全</b> 等敏感领域，必须保持独立，并拥有所有关键技术
必须确保在支撑整个国家经济稳定性的跨领域实现技术主权	包括 <b>制造工具和机床</b> ， <b>机器人技术</b> ， <b>各种类型的交通工具</b> ， <b>无人驾驶航空、航海</b> 等系统， <b>数字经济</b> ， <b>新材料和新化学</b> 。
依托独特的国产研发成果	在 <b>航天、核能和新能源技术</b> 领域等方面，创造具有全球竞争力的产品

来源：根据俄罗斯官方网站整理、中泰证券研究所

图表 5: 俄罗斯 2024 年国情咨文与自主先进技术相关的目标设定



来源：根据俄罗斯官方网站整理、中泰证券研究所

**第三，金融。**最新国情咨文提出，“俄罗斯股市需要强化其作为投资来源的角色，到 2030 年，其市值应该比目前水平一番，达到 GDP 的 66%”；“国家将保险覆盖至非国家养老基金的自愿储蓄，且对于每年投资长期金融工具的金额高达 40 万卢布的公民，将实行统一的税收减免政策”。

**第四，人工智能。**最新国情咨文提出，“在诸如生成式人工智能和大型语言模型等革命性领域确保技术主权，我们需要增加我们的计算资源，**到 2030 年，国产超级计算机的总算力必须增加至少 10 倍**”；“需要确保国内 IT 解决方案投资的增长率必须至少是经济增长率的两倍”；“在十年内，必须确保俄罗斯几乎所有地区都能接入高速互联网。我们将解决这个问题，包括多次扩大我们的卫星集群，并将投入 **1160 亿卢布**用于其发展”。

**第五，农业。**最新国情咨文提出，“到 2030 年，俄罗斯农业生产量应该比 2021 年增长至少四分之一，**出口量将增长一倍半**”。

**第六，城镇化与基建。**最新国情咨文提出，“将北高加索和加里宁格勒地区、顿巴斯和新罗西斯克、克里米亚和塞瓦斯托波尔、北极和远东等地区的特别发展计划延长至 **2030 年**”；“有关 **22 个远东城市和大都市区**的发展总体规划已经准备就绪，类似的工作也正在北极地区的定居点进行”；“建议确定另外 **200 多个大、小城市的名单**，基础设施贷款应该在这里发挥作用”。

**第七，旅游。**最新国情咨文提出，“到 2030 年，我们将在全国所有国家公园内建设生态旅游基础设施”；“到 2030 年，**游客流量将几乎翻一番，达到每年 1.4 亿人次**”；“旅游业对俄罗斯 GDP 的贡献也将翻一番，达到 **5%**”。

**第八，交运。**最新国情咨文提出，“到 2030 年，俄罗斯的航空交通强度应比去年增加一倍半。在六年内，至少对 75 个机场进行基础设施现代化改造，这占了俄罗斯机场网络的三分之一以上。为此，我们将至少投入 2500 亿卢布用于这些目标。我们需要通过使用自己的国产飞机来更新我们航空公司的机队”；“中央交通枢纽的大规模现代化将继续进行。需要对内陆水网进行现代化改造。要解决在边境口岸的排队问题，边境货物检查的标准时间不应超过十分钟。贝阿大铁路（贝加尔—阿穆尔干线）和横贯西伯利亚铁路干线，作为**东方铁路三角**，其扩建第三阶段即将启动，到 2030 年，其年吞吐量将从 1.73 亿吨增加到 2.1 亿吨”；“**北极海路**的进一步发展是我们特别关注的领域。将确保北极海路全年通航，将增加北极舰队”；“计划在**国内造船厂**的基础上大规模更新商船队：**油轮、天然气运输船、集装箱船**。这将使俄罗斯企业能够在全球经济发生重大变化、物流条件不断变化的情况下，**建立有效的贸易流**”。

## 4. 风险提示

政策变动风险，国际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。