

生产好于需求静待稳增长政策效应释放，权益或仍有一定修复空间

——宏观经济与大类资产配置月报（2024年1-2月）



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

执行院长 袁海霞

hxyuan@ccxi.com.cn

研究员 张林

lzhang01@ccxi.com.cn

研究员 张文宇

wyzhang@ccxi.com.cn

研究员 王晨

chwang01@ccxi.com.cn



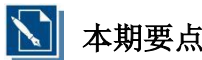
相关报告

2024年中国经济：稳与进、破与立中寻求再平衡——2023年宏观经济及大类资产配置分析与2024年展望

低基数支撑经济数据改善，建议关注债券配置机会（2023年11月）

供需失衡有所加剧，资产配置建议以均衡为主——宏观经济与大类资产配置月报（2023年10月）

经济呈波浪式修复并筑底回升，建议关注风险资产结构性机会——2023年三季度宏观经济及大类资产配置分析与四季度展望



本期要点

主要观点

主要宏观统计数据稳中有升，生产端指标改善幅度更大。1-2月宏观经济起步平稳。具体来看，工业增加值边际回升，增长面有所扩大，高技术制造业、消费品制造业增加值增速较高。固定资产投资较前值边际回升，但与上年同期相比，固定资产投资增速回落了1.3个百分点，其中设备更新改造拉动制造业投资加快，经济“开门红”重大项目加快施工基建投资增速边际回升，稳地产政策助力房地产投资降幅较前值边际收窄但较上年同期仍显著走弱。2月出口累计同比7.1%，增速较上年12月显著加快，主要得益于去年的低基数，两年复合增速为-1%（美元计价）。社会消费品零售总额累计同比较上年12月回落1.7个百分点至5.5%，但相较上年同期加快2个百分点，其中服务消费的增长边际放缓。总体来看，1-2月经济亮点依然在于工业增加值与制造业投资的较高增长，但供需失衡的基本矛盾仍未见显著好转。在此背景下，价格水平总体仍在低位运行，1-2月CPI累计同比零增长，PPI累计同比依然延续为负。居民“去杠杆”的倾向依然延续，新增贷款再次出现收缩，房地产延续下行之下居民部门资产负债表受损依然是制约消费需求与融资需求改善的重要因素。中美货币政策分化、中美利差保持倒挂，2月人民币即期汇率小幅走贬，整体走势平稳，短期人民币汇率仍将承压。2024年政府工作报告提出GDP增速目标为5%左右，稳增长政策基调延续，我们维持对于2024年GDP增速为5%左右的判断。

从大类资产配置看，1月1日-3月15日，节后股债双强格局强化，煤焦钢矿、非金属建材等商品指数表现不佳。后续看，在经济稳中有升、股票市场估值仍较低以及证监会密集出台推动上市公司高质量发展等因素影响下，短期内股票市场仍有修复空间，但中长期仍需取决于基本面实质性改善情况；债市收益率或呈低位波动走势。从大宗商品看，“OPEC+”延长减产协议但需求仍偏弱下，原油或区间震荡，建议关注价格回调后的黄金配置价值。

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；
gzhao@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

1-2月，宏观经济整体稳中有升，其中生产端指标改善幅度更大。从主要统计指标来看，工业增加值、固定资产投资以及出口的累计同比增速皆较上年12月明显改善，但社会消费品零售总额累计同比较上年12月有所回落，其中服务消费的增长边际放缓。总体来看，1-2月经济运行的亮点在于工业增加值与制造业投资的较高增长，但供需失衡的基本矛盾仍未见显著好转，价格水平总体仍在低位运行，CPI低位波动，PPI降幅边际扩大，此外居民“去杠杆”的倾向依然延续，新增贷款再次出现收缩。2024年政府工作报告提出，2024年经济增长预期目标为5%左右，符合市场预期，也与我们在此前年度报告中的预测一致¹，从当前经济修复的情况来看，实现今年预期增速目标并非易事，仍需政策聚焦发力，各方合力筑牢经济底部。

1月1日-3月15日，节后股债双强格局强化，煤焦钢矿、非金属建材等商品指数表现不佳。后续看，在经济稳中有升、股票市场估值仍较低以及证监会密集出台推动上市公司高质量发展等因素影响下，短期内股票市场仍有修复空间，但中长期仍需取决于基本面实质性改善情况；债市收益率或呈低位波动走势。从大宗商品看，“OPEC+”延长减产协议但需求仍偏弱下，原油或区间震荡，建议关注价格回调后的黄金配置价值。

表 1：2024 年 1-2 月主要宏观数据一览

	2024						
	三年复合增速	两年复合增速	1-2月	2023年12月	2023年	2023年1-2月	同比变化
工业增加值（同比，%）	5.6	4.7	7.0	6.8	4.6	2.4	↑
服务业生产指数（累计同比，%）	5.2	5.6	5.8	8.5	8.1	5.5	↑
投资（累计同比，%）	7.2	4.8	4.2	3.0	3.0	5.5	↓
制造业投资	12.7	8.7	9.4	6.5	6.5	8.1	↑
房地产投资	-3.8	-7.4	-9.0	-9.6	-9.6	-5.7	↓
基建投资(不含电力)	7.8	7.6	6.3	5.9	5.9	9.0	↓
民间投资	4.1	0.6	0.4	-0.4	-0.4	0.8	↓
社零额（累计同比，%）	5.2	4.5	5.5	7.4	7.2	3.5	↑
出口：同比（%，美元）	4.1	-1.0	7.1	2.3	-4.6	-8.4	↑
进口：同比（%，美元）	2.8	-3.5	3.5	0.2	-5.5	-10.0	↑
贸易顺差（亿美元）	-	-	1251.6	753.4	8232.2	1037.9	↑
CPI（同比，%）	0.8	0.7	0.0	-0.3	0.2	1.5	↓
PPI（同比，%）	1.6	-1.9	-2.6	-2.7	-3.0	-1.1	↓

¹ 详见《2024年中国经济：稳与进、破与立中寻求再平衡——2023年宏观经济及大类资产配置分析与2024年展望》

M2: 同比 (%)	10.3	10.8	8.7	9.7	9.7	12.9	↓
新增社会融资规模 (亿元)	-	-	80600	19400	355875	91566	↓

(注：↓↑分别代表今年1-2月相比上年同期的回落与提升)

表 2: 部分高频数据迷你图

	迷你图	01-27	02-03	02-10	02-17	02-24	03-01	03-08	03-15	03-22	
生产	螺纹钢产量(万吨)	226.95	215.76	196.85	192.18	191.99	210.35	220.51	218.49	211.65	
	高炉开工率 (%)	76.84	76.50	76.78	76.35	75.61	75.17	75.62	76.17	76.92	
	PTA开工率 (%)	82.91	82.06	82.42		83.08	82.78	82.94	82.56	80.98	
	PTA产业链负荷率 (%)	82.03	81.70	81.90	82.73	82.59	82.50	82.50	81.51	80.11	
	汽车全钢胎开工率 (%)	59.64	44.64	20.13	3.13	43.18	70.12	69.65	70.35	70.13	
	汽车半钢胎开工率 (%)	72.01	67.06	41.93	21.93	63.06	78.10	78.56	79.55	80.12	
基建	水泥发运率 (%)	27.95	20.43			15.40	19.73	22.38	29.49	32.95	
	水泥磨机运转率 (%)	25.16	16.88			12.72	17.96	19.90	31.13	34.89	
	石油沥青装置开工率 (%)	28.90	27.40	23.70	22.40	23.20	25.30	26.90	28.70	32.70	
房地产	30大中城市商品房成交面积 (万平方米)	176.82	200.01	75.85	10.79	96.88	159.14	129.78	163.78	210.83	
	中国:30大中城市:一线城市:商品房成交面积:当周值	53.04	42.13	10.97	2.53	24.98	36.81	30.97	37.61	53.09	
	中国:30大中城市:二线城市:商品房成交面积:当周值	89.23	111.14	47.18	6.74	51.25	89.25	66.26	77.61	114.22	
	中国:30大中城市:三线城市:商品房成交面积:当周值	34.55	46.74	17.70	1.53	20.66	33.08	32.56	31.44	43.52	
	100大中城市成交土地占地面积 (万平方米)	1145.45	1407.69	374.04	362.88	1755.07	1826.34	1,716.07	1,106.95		
	中国:二手房出售挂牌量指数	27.53	12.19	21.99	51.52	56.90	57.13	54.60			
消费	中国:二手房出售挂牌价指数	174.40	174.28	174.14	173.64	173.04	172.35	172.20			
	乘用车日均零售销量同比 (%)	155.00	85.00	48.00	-32.00		-16.00		4.00	24.00	
	乘用车日均批发销量同比 (%)	138.00	52.50	8.00	-52.00		20.50		-2.00	58.00	
	电影票房 (万元)	41100.00	31400.00	262700.00	609800.00	191200.00	79000.00	82000.00	54,100.00	39,900.00	
	国内航班执行数 (架次)	93346.00	97543.00	96060.00	100238.00	95877.00	95211.00	85757.00	84,975.00	87,166.00	
	整车货运流量指数	116.05	101.43	43.18	36.40	74.20	89.64	96.50	102.15	113.40	
出口	北上广深地铁客流量 (万人)	25831.97	24807.27	16568.50	13341.79	24858.21	25887.09	26628.91	26739.55	27,381.49	
	韩国旬度出口 (%)		01-20	01-30	02-10	02-20	02-30	03-10	03-20	03-30	04-10
	上海出口集装箱运价指数		-1.00	18.00	-14.60	-7.80	4.80	-13.40	11.20		
	波罗的海干散货指数	2179.09	2217.73	2166.31		2109.91	1979.12	1885.74	1772.92	1,732.57	
CPI	美国周度经济指数	1503.00	1410.00	1491.40	1586.00	1711.00	2025.00	2272.00	2357.20	2,306.20	
	美国周度经济指数	1.32	1.94	1.37	1.47	1.58	2.00	1.60	1.88		
	食用农产品价格指数	112.01	115.82		114.20	110.89	109.00	108.13	107.81		
	农产品批发价格200指数	125.65	129.75	136.68	136.68	130.92	128.36	126.44	125.57	124.20	
	猪肉平均批发价 (元/公斤)	20.04	21.27	22.71		21.48	20.38	20.10	20.05	20.15	
	28种重点监测蔬菜平均批发价 (元/公斤)	5.16	5.50	6.12		5.72	5.55	5.36	5.28	5.16	
PPI	生产资料价格指数	107.35	107.56		107.67	107.78	107.56	107.67	107.45		
	南华综合指数	2539.36	2518.92	2483.74		2507.90	2515.52	2542.40	2536.17	2,575.72	
	布伦特原油期货价格 (美元/桶)	82.81	82.89	82.34	85.88	85.74	84.76	85.37	84.51	86.03	
	螺纹钢价格 (HRB400 20mm) (元/吨)	4037.40	4041.00	4031.00		4030.50	3988.60	3895.00	3748.80	3,704.80	
	秦皇岛动力末煤平仓价 (Q5500) (元/吨)	908.80	905.20	911.00		935.83	923.80	916.80	888.00	844.80	
	水泥价格指数	109.50	108.35	107.49		106.98	107.14	107.07	106.49	106.04	

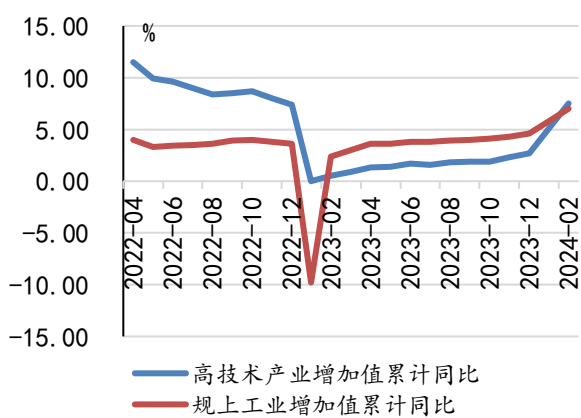
一、工业生产延续改善、服务业生产边际回落，后续生产仍有韧性

工业生产延续改善且增长面扩大，其中高技术制造业、消费品制造业增加值增速均边际加快，后续生产保持韧性仍有支撑。1-2月工业增加值同比增长7%，较上年12月回升2.4个百分点，较去年同期调升4.6个百分点。41个工业大类行业中，有39个行业同比正增长，27个行业增加值增速较上年12月份加快或降幅收窄，工业生产的成长面相较上年12月有所扩大，消费品制造业增加值增长4.7%，较上年12月加快4.4个百分点，其中在13个消费制造业行业中有12个行业实现正增长，其中家具、食品、文教工美等行业工业增加值增速高于整体。或受设备更新及升级改造投资影响，高技术制造业增加值增长7.5%，较去年12月加快1.1个百分点。后续来看，工业生产保持韧性仍有支撑，一是宏观政策组合发力见效继续支持生产，大规模设备更新改

造也将带动相关行业生产向好；二是发展新质生产力要求下高技术及装备制造领域的增加值保持较快增长，或支撑工业生产延续稳定，全年工业增加值增速维持在5%以上或问题不大；三是出口短期仍具韧性也将对工业生产带来一定支撑，1-2月出口交货值由负转正，由上年底的-3.9%回升至0.4%。但与此同时也要看到工业生产仍受需求偏弱的制约，工业增加值两年复合增速为4.7%，较5%以上的常态水平仍有差距。综合来看，稳增长政策基调以及加快发展新质生产力的一系列政策支持下短期内工业生产仍将保持较高增速水平，但实现生产的持续性修复及增长仍需加快需求端的修复，进一步缓解供需失衡的矛盾。

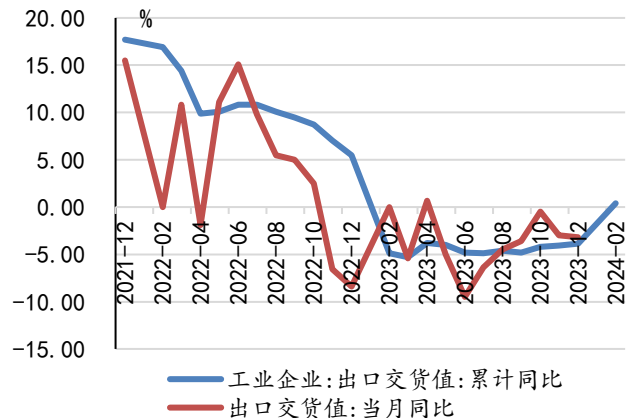
服务业生产同比边际回落且不及工业生产增速，不过节日效应带动出行、餐饮等线下服务行业生产表现较好，随着清明及五一假期到来，相关服务行业生产边际改善仍有支撑。1-2月服务业生产指数同比5.8%，较上年12月当月回落2.7个百分点。春节旅游出行消费火热，带动相关行业服务业生产表现较好，住宿和餐饮业生产指数同比增长12.1%，显著高于服务业生产指数同比。后续看，从支撑因素来看，清明小长假、五一假期的到来将继续支撑接触型服务业保持较高增速水平。但与此同时也要看到，后续服务业生产仍将承压，一是3月至5月，服务业生产面临较高基数。二是回补效应进一步释放，服务业恢复性增长动力持续减弱。结合非制造业PMI指标来看，2月非制造业服务业PMI新订单指数较前值回落1个百分点，为46.7%。综合来看，短期内服务业生产仍将承压，但随着假期到来，旅游出行等相关服务行业生产仍将有支撑。

图 1：工业增加值、高技术制造业增加值边际回升



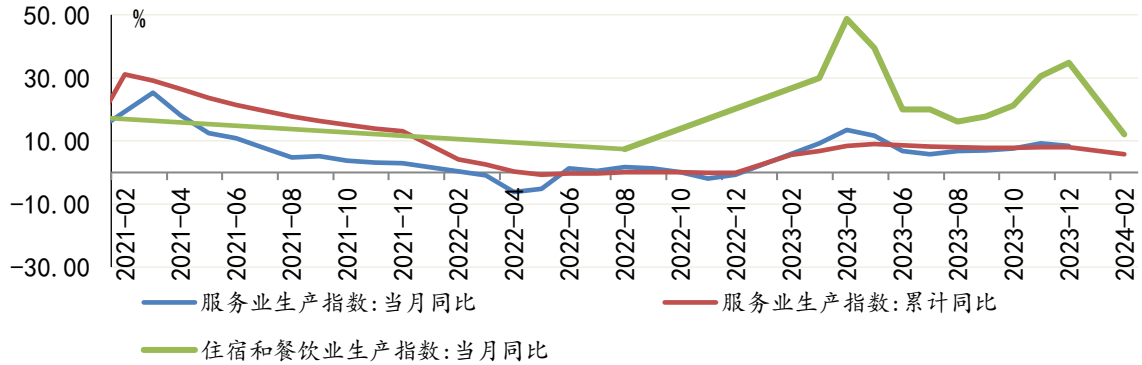
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：工业企业出口交货值同比由负转正



数据来源：Choice, 中诚信国际整理

图 3：服务业生产边际回落



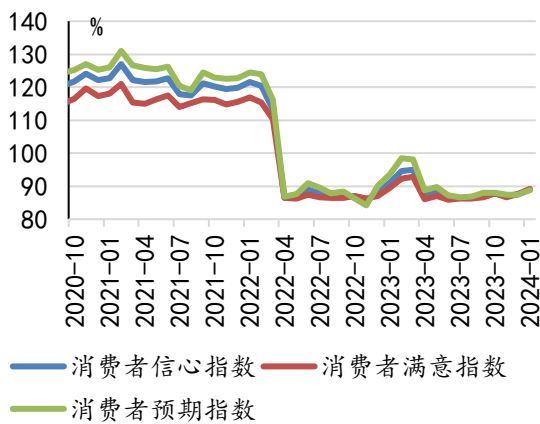
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、投资表现好于消费，出口维持正增长仍有支撑

社会消费品零售总额（社零额）同比增速低于前值，服务消费边际回落但仍好于商品消费，节日效应带动旅游餐饮等线下消费表现较好，但人均消费支出水平仍较弱。1-2月社零额同比增长5.5%，较2023年12月当月同比回落1.9个百分点，较上年12月累计同比回落1.7个百分点，两年复合增速为4.5%，仍位于较低水平，2月环比（季调）0.03%，较1月回落0.14个百分点。结构上来看，1-2月消费主要呈现以下几个特点：一是服务强、商品弱特征延续。1-2月服务零售额同比为12.3%，低于上年12月7.7个百分点，但显著高于社零额增速，服务零售同比高于商品零售同比7.7个百分点，商品零售同比增长4.6%，较上年12月当月回落0.2个百分点。二是旅游出行等相关消费较好，但人均消费支出仍偏弱。假期因素拉动出游、票房等服务消费。文化和旅游部数据中心数据显示，2024年春节全国国内旅游出游人次和国内游客出游总花费较2023年和2019年均有增长，春节档票房收入总额较19年增长18.9%。不过虽然2024年春节旅游消费市场活跃，但是人均消费支出较2019年回落10%，显示居民消费能力及消费意愿仍偏弱。三是汽车、通讯器材类大件商品表现较好，对社零额的支撑作用加强。汽车累计同比为8.7%，较前值回升2.8个百分点，或与车市旺季厂家与经销商降价促销有关，上年同期基数较低，通讯器材类消费同比16.2%，均显著高于社零额增速水平，此外春节带动消费需求，食品饮料烟酒消费同比较前值回升3.8个百分点为9.8%。后续看，从积极因素来看，一是今年政府工作报告指出2024

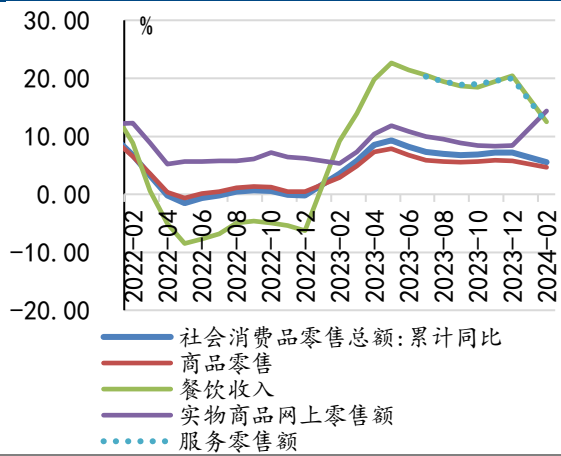
年要着力扩大内需、促进消费稳定增长、激发消费潜能，后续促进消费政策效果或将显现，新一轮消费品以旧换新也将激发相关的消费需求；二是居民超额储蓄释放也仍有空间并支持消费修复。从制约因素来看，一是随着假日拉动因素的结束，服务消费增长可能将出现边际回落的情况；二是房地产市场保持低迷房地产相关商品消费或仍将承压。综合来看，消费持续改善的基础依然不牢，居民消费意愿、消费能力的提升仍需加大政策呵护力度。

图 4：消费信心不足



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

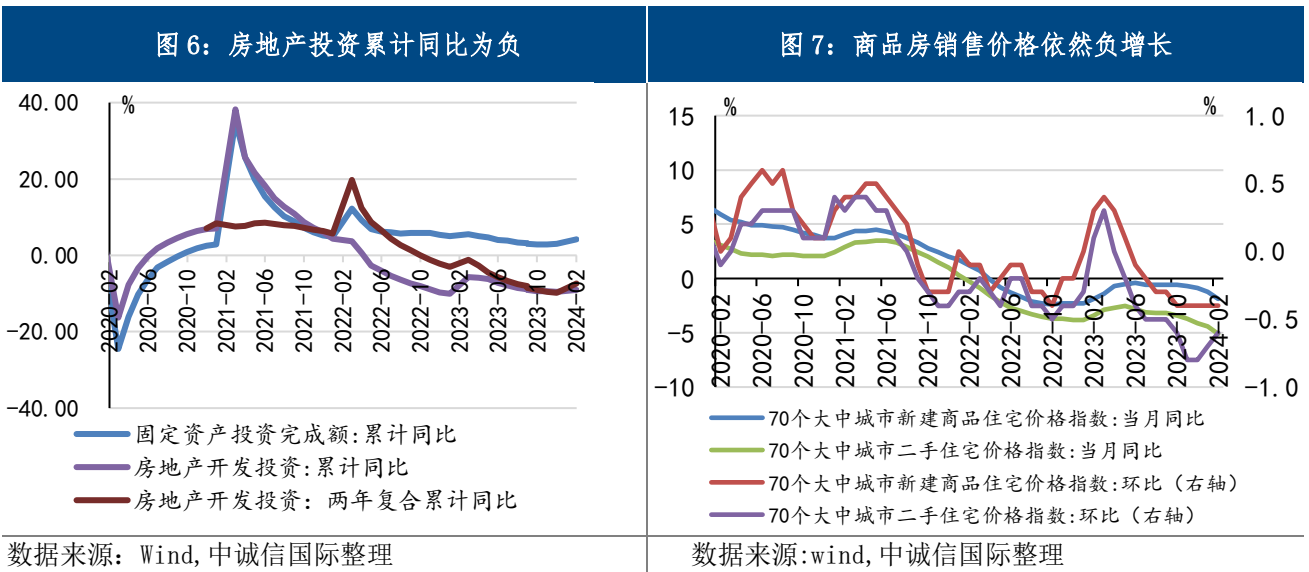
图 5：社零额同比边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

房地产对固定资产投资的拖累边际减轻但仍为主要拖累项，商品房销售量、价均仍低迷，房地产投资年内能否转正不确定性仍大。1-2月房地产开发投资累计同比为-9%，房地产开发投资降幅较上年12月收窄0.6个百分点，对固定资产投资的拖累边际减轻，或与三大工程推进叠加年初土地市场升温有关。不过1-2月房地产开发投资较上年同期降幅扩大3.3个百分点，房地产开发投资增速已经连续21个月下降。此外，1-2月全国新建商品房销售面积11369万平方米、同比下降20.5%，新建商品房销售额10566亿元、同比下降29.3%，房地产下行趋势仍未得到有效遏制。从高频数据来看，3月以来30大中城市商品房成交面积的当周值始终处于220万平米之下，不及上年同期值；100大中城市成交土地占地面积3月以来呈边际走低的态势。从价格数据来看，2月70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格同比继续下降，且降幅皆较上月扩大，但住宅销售价格环比降幅总体继续收窄。总体来看，政策调整以及各地“因城施策”措施或减缓了房地产市场的下行速度与幅度，但房地产深度调整的趋势仍在延续，特别是销售与价格之间的负向循环依然未能打破。后续来看房地产企稳

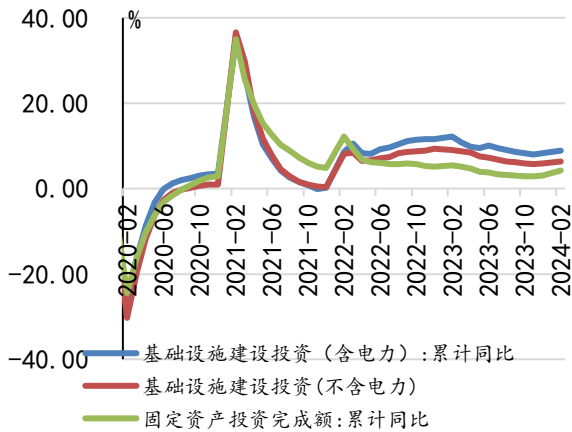
回升仍有支撑，保交楼、因城施策、三大工程均对房地产投资形成一定助力，且今年政府工作报告也提出在消费与内需领域“减少限制性措施”，“加快构建房地产发展新模式”，政策效果或也将有助于房地产投资延续降幅收窄。但与此同时也要看到，稳地产仍面临一定制约，当前消费者信心指数仍位于历史低位，结合居民按揭贷款情况来看，房地产销售依然面临较大下行压力。综合来看，短期内房地产仍将位于深度收缩区间，房地产投资增速年内转正的概率或较低。



基建投资同比边际改善但仍显著低于去年同期，后续财政支出或将加快发力支持基建投资继续发挥托底作用。年初多地重大项目密集开工建设，奋战经济“开门红”，1-2 月基建投资（不含电力）同比增长 6.3%，较 2023 年 12 月末回升 0.4 个百分点，但是较上年同期回落 2.7 个百分点。基建投资（含电力）同比增长 9%，较 2023 年 12 月末回升 0.72 个百分点，但较上年同期回落 3.2 个百分点，或与 1-2 月专项债发行节奏偏慢有关，且化债约束或也部分制约了基建提速的空间。从支撑因素看，后续财政支出或将加快发力支持基建投资。2024 年政府工作报告指出，2024 年拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿，较上年增加 1000 亿元，且从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年先发行 1 万亿元，从 1-2 月政府债发行情况来看，新增专项债累计发行 4033.70 亿元，完成全年新增限额（3.9 万亿）的 10.34%，慢于去年同期约 12 个百分点，或与上年四季度增发国债资金较为充裕以及为避免资金闲置而放慢审批节奏有关。2023 年 1 万亿元增发国债项目 2 月份已全部下达完毕，结合金融数据来看，2 月新增财政存款为负，或表明已经在加快财政支出。预计 3 月起专项债发行有望提速，

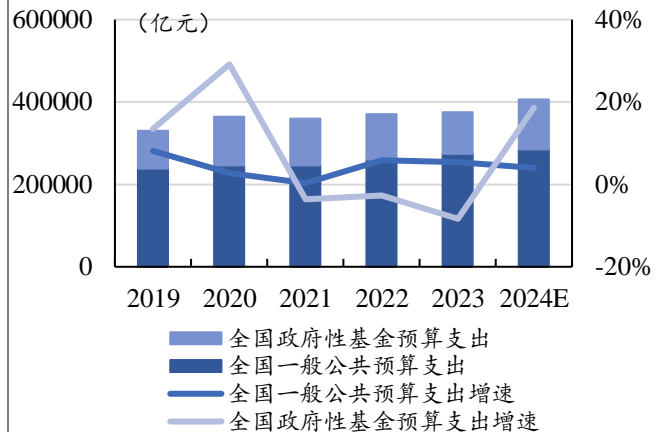
对于基建投资带来一定支撑。从制约因素看，基建发力空间及其对于增长的支撑仍受到基建效率边际走弱、项目储备不足等因素的制约，如重点省份化债背景下严控新项目审批制约项目数量等。综合来看，短期内基建投资将继续发挥压舱石作用，对固定资产投资及经济修复起到重要的带动作用。

图 8：基建投资同比边际改善



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 9：2024 年财政支出力度进一步增加

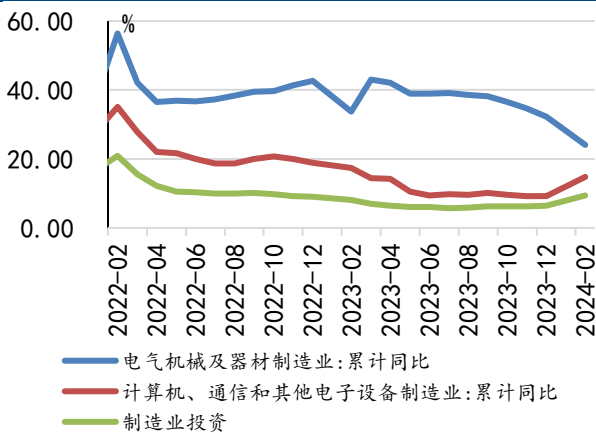


数据来源: wind, 中诚信国际整理

制造业投资延续 2023 年 8 月以来的回升走势，高技术制造业投资、装备制造业投资均保持快速增长，民间投资同比由降转升，后续设备更新与升级改造或继续推动制造业投资保持较高增速水平。1-2 月制造业投资累计同比增长 9.4%，较上年 12 月加快 2.9 个百分点，较上年同期加快 1.3 个百分点，或与设备更新与改造推动制造业投资加快有关，同期设备工具购置投资增长为 17%，为 2021 年 3 月以来的最高值。制造业投资与基建投资共同支撑固定资产投资同比增长 4.2%，高于前值 1.2 个百分点。从行业来看，设备更新与改造或主要集中在装备制造领域，装备制造类投资增速依然较快，其中通用设备制造、专用设备制造、电器机械及器材制造、铁路船舶与航空航天等运输设备制造的投资增速分别为 11.3%、12%、24.1%与 25%。高技术制造业投资增速也较高，同比增长 10.0%，比制造业投资整体高 0.6 个百分点，其中信息化学品制造业和航空、航天器及设备制造业投资分别增长 43.2%、33.1%，均位于较高增速水平。制造业投资改善背景下民间投资也出现一定改善，同比增长由负转正，为 0.4%，其中民间项目投资（扣除房地产开发民间投资）增长 7.6%，制造业民间投资增长 11.6%。后续看，制造业投资保持较高增速仍有支撑，一是加快发展新质生产力政策促进，以及新一轮设备更新和消费品以旧换新政策的推动下，高技术制造业、装备制

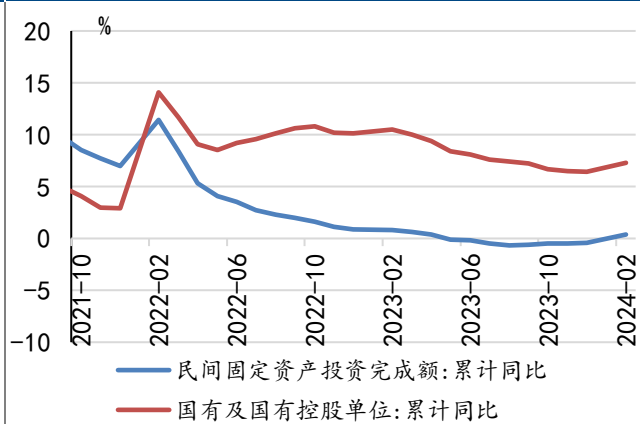
制造业依然将保持较高增长；二是加强民间投资保障以及向民间资本推介项目等措施也将有助于推动民间投资维持正的增长。从制约因素看，部分高技术领域或存在产能过剩的压力与风险，相关投资的有效性，特别是能否实现供给侧结构性改革与扩消费的有机结合仍待检验。综合来看，随着政策持续发力稳经济、稳内需，设备更新升级的持续推进，加之出口短期保持韧性，也为制造业投资提供了一定外部需求的支撑，短期制造业投资仍将保持较高增速水平。

图 10：装备制造类投资增速较快



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

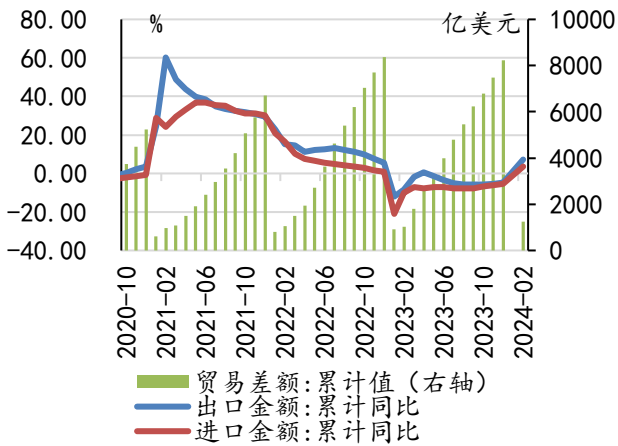
图 11：民间投资增速由降转升



数据来源：wind, 中诚信国际整理

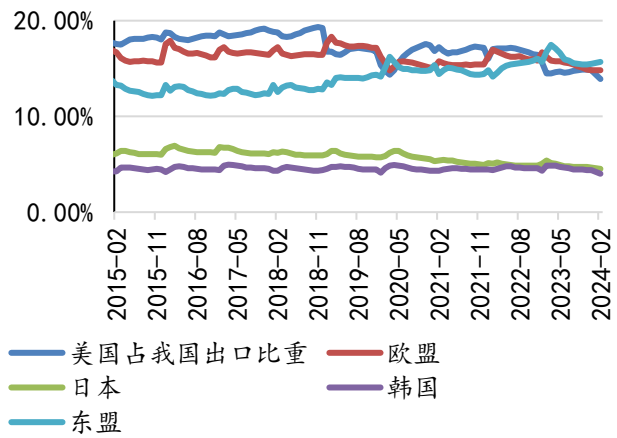
基数效应叠加东盟及美国的外需仍有韧性出口增速边际回升，对美国及东盟出口同比有负转正，后续出口增速保持正增长仍有支撑。1-2月出口同比增长7.1%，较2023年12月当月同比提升4.8个百分点。具体来看，出口产品方面，机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品增速均较前值有所回升。从出口区域来看，1-2月我国对东盟、美国、欧盟出口同比均较上年12月边际回升，其中对美国及东盟出口同比有负转正。后续来看，出口保持正增长仍有支撑，一是下半年欧美央行或进入降息通道，有望提振海外商品需求，且主要经济体或相继进入补库阶段，海外需求韧性或继续支撑后续出口；二是2024年政府工作报告对稳外贸工作提出一系列重要部署，包括提升对出口企业的金融服务支持、支持外贸新业态，等等，多政策举措的出台落地有利于稳定外贸基本盘。从制约因素来看，3月当月出口同比在上年同期基数走高下或有所回落，同时全球经济仍较为疲弱，外需整体仍承压，后续出口增速回升的可持续性仍需观察。综合来看，我们维持此前判断，出口全年或正增长，但幅度或较为温和。

图 12: 出口同比边际回升



数据来源: Wind, 中诚信国际研究院

图 13: 主要贸易伙伴占我国出口比重 (美元计价)



数据来源: wind, 中诚信国际研究院

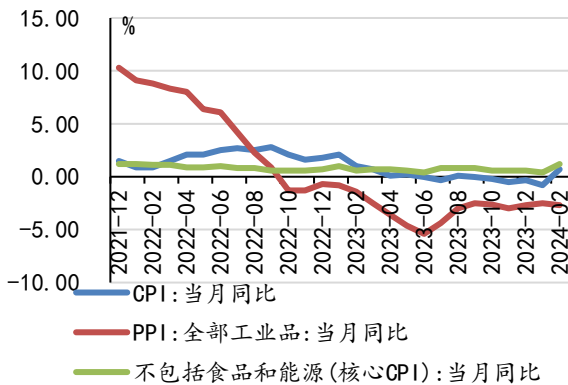
三、价格水平保持低迷，价格持续回升基础仍不牢固

春节错位叠加服务消费支撑，CPI 同比由负转正，短期内仍呈低位波动。春节错位影响，叠加假期消费需求增加，2月CPI同比止降转升，由前值的-0.8%回升至0.7%，CPI 环比上涨1%，涨幅较上月扩大0.7个百分点，为近3年来高点，其中服务消费表现较好带动扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%，涨幅比上月扩大0.8个百分点，为2022年2月以来最高涨幅。后续看，从支撑因素来看，随着需求的持续改善，多项稳增长、稳物价政策的落地支持，物价水平低位企稳仍有支撑，CPI 同比或将位于正增速区间。从制约因素来看，随着节日效应逐步消退，猪肉进入消费淡季，旅游出行等服务消费需求减弱，CPI 同比价格向上修复仍受扰动。综合看，短期内CPI 同比或将位于正增速区间但整体保持低位波动。

生产淡季叠加中游制造业价格承压，PPI 同比降幅扩大，上半年难见转正。2月工业生产处于传统生产淡季，PPI 环比延续为负降幅与上月持平，同比降幅边际扩大，其中生活资料同比降幅收窄但已经连续10个月为负，生产资料价格同比降幅扩大，中游的化工、冶金、部分装备制造业价格仍承压，此外节日效应虽带动下游需求边际改善但整体仍偏弱，生活资料下的食品类和耐用消费品价格同比降幅收窄但仍位于负增长区间。后续看，从支撑因素看，美联储货币政策转向有助于支撑大宗商品价格，同时3.9万亿新增专项债、万亿特殊国债推进相关重大项目建设支撑基建等相关行业原材料价格，此外大规模设备更新改造、消费品以旧换新等政策落实或带动相关行业供需结构调整优化、助力价格修复，叠加PPI 翘尾因素的拖累逐渐减弱，预计下半年

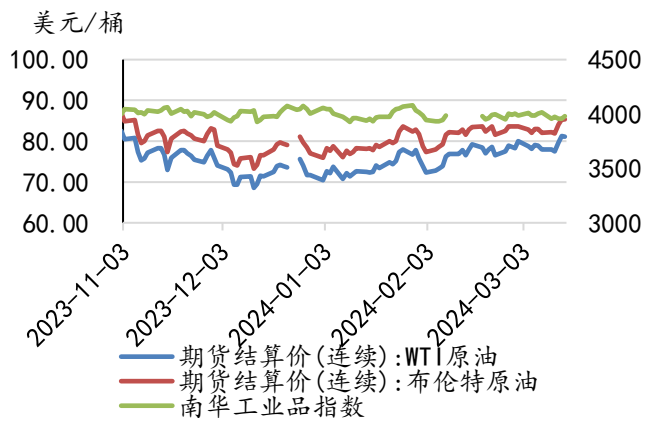
PPI 或逐步企稳回升，个别月份或出现转正。从制约因素看，翘尾因素拖累叠加房地产等部分行业需求仍偏弱、相关行业工业品价格承压。综合看，PPI 短期内或仍位于负增速区间，上半年或难见转正。

图 14：CPI 同比持续位于低位



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 15：原油等大宗商品价格波动回升

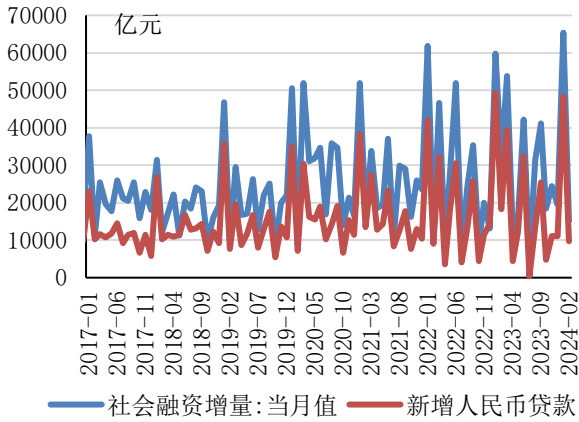


数据来源: Wind, 中诚信国际整理

四、基数较高新增社融边际回落，居民信贷仍偏弱

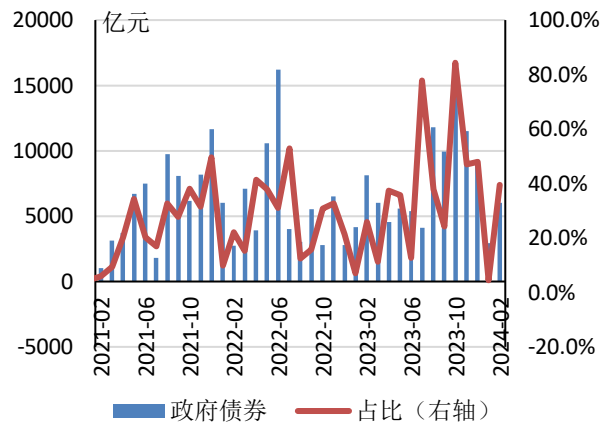
新增社融规模大幅回落，政府债券发行节奏偏慢，进一步拖累社融增速改善。2月新增社融 1.52 万亿，同比少增 1.6 万亿；存量社融增速为 9%，较上月回落 0.5 个百分点。为了剔除春节错位因素影响，将 1-2 月数据累计进行分析，1-2 月新增社融 8.06 万亿，较上年同期少增 1.1 万亿，考虑到较高基数融资表现并不差，仍为历史同期次高水平。信贷同比少增和未贴现票据同比多减是本月社融回落的主因，此外政府债券受发行节奏放缓影响同比少增以及企业债券同比少增均对社融增速改善形成拖累。后续来看，从支撑因素来看，政府债券发行提速、超长期特别国债发行、大规模设备更新和消费品以旧换新均将对社融边际回升带来支撑。从制约因素来看，人民币贷款同比少增 8411 亿元，除因由平滑信贷波动以及去年同期信贷靠前发力、积压信贷需求集中释放所形成的较高基数导致外，或也一定程度反映信贷需求仍偏弱。综合来看，预计后续新增社融规模环比或有所回升，存量社融增速或有所反弹。

图 16：社融增量规模边际回落



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

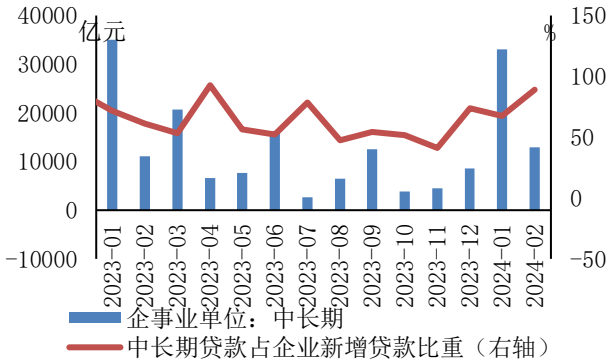
图 17：政府债发行偏慢，对社融支撑减弱



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

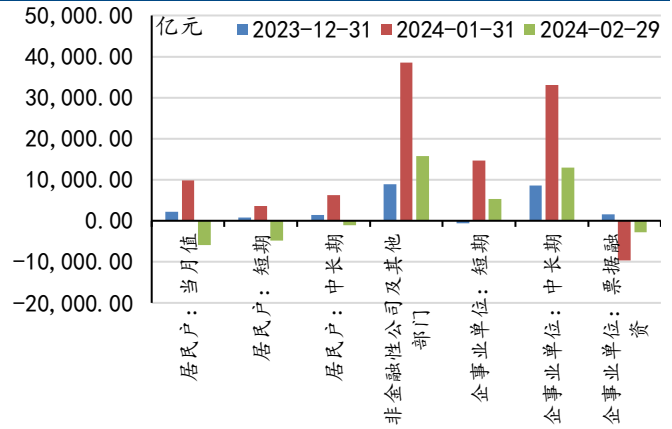
居民部门新增信贷再次出现收缩，居民部门去杠杆的倾向仍存，政策发力下企业部门融资仍维持韧性。2月新增信贷1.45万亿，同比少增3600亿元。从居民部门来看，居民部门贷款再次出现收缩，短贷及按揭贷款都在收缩。居民短期贷款同比少增6086亿元，或与1月开门红高增长透支部分居民短贷需求所导致；居民中长期贷款同比减少1901亿元，与近期房地产销售持续偏弱一致。从企业部门来看，2月企业部门贷款同比少增400亿元，其中，企业短贷同比少增485亿元，中长期贷同比多增1800亿元。后续来看，从支撑因素来看，在三大工程、财政支出或加大（财政存款减少）以及对于重点领域信贷投放加大的支撑下，企业中长期贷款或继续保持较高增长，企业部门融资仍有支撑。从制约因素来看，房地产市场低迷尚未扭转，同时结合1-2月居民部门贷款数据来看，居民部门新增贷款仅为3894亿元，创近10年来新低，反映出居民部门信心不足、收入预期仍较弱，提前还款、去杠杆的意愿较强，居民部门去杠杆的倾向仍存。综合来看，随着稳增长政策逐渐释放、PSL支持项目逐步落地、以及装备制造投资增速保持较高增速水平，企业部门融资仍保持韧性，但房地产市场低迷以及消费信心不足，居民部门信贷仍承压。

图 18：企业中长期贷款仍处高位，占比有所回升



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

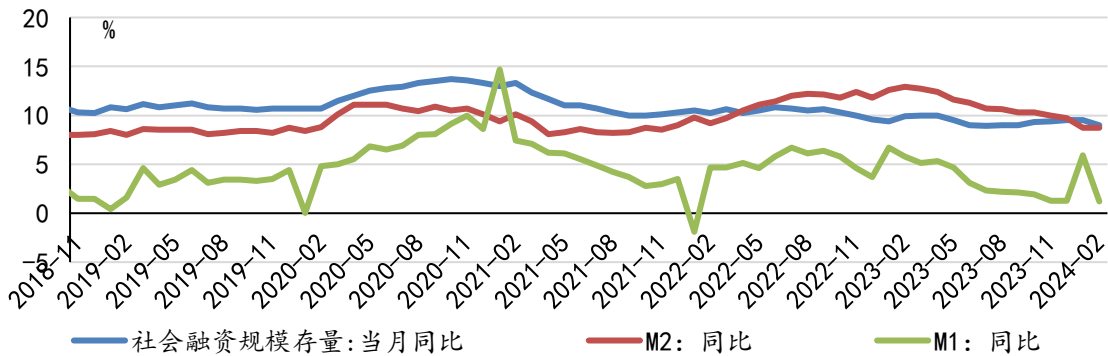
图 19：信贷各分项规模变化情况



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

春节错位导致 M1 增速大幅回落，M2-M1 剪刀差大幅走扩，资金活化程度有待观察。2月 M2 同比增速为 8.70%，与上月持平。M1 同比增速为 1.2%，较上月大幅下降 4.7 个百分点，但较去年 12 月仅小幅下降 0.1 个百分点。M2 与 M1 同比的剪刀差扩大至 7.5%，较前值走扩 4.7 个百分点，一定程度上反映出资金活化程度仍然不强，但考虑到春节错位因素影响，仍有待进一步观察。

图 20：M1 增速大幅回落



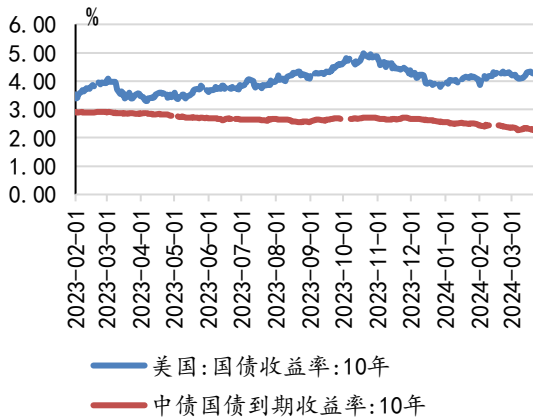
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

五、人民币汇率小幅走贬，后续或在 7.2 左右双向波动

人民币汇率波动走弱，国内外货币政策保持分化、中美利差保持倒挂，短期内人民币仍承压。2月人民币汇率小幅走贬，美元兑人民币即期汇率由1月底的7.18走贬至2月底的7.19。人民币汇率小幅走贬受到中美利差倒挂、美国经济保持韧性以及通

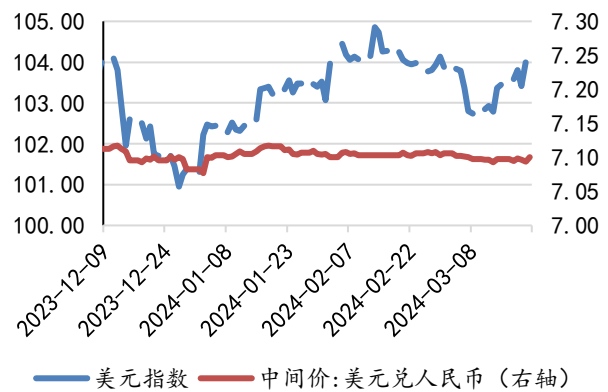
胀超预期反弹美联储降息时间预期推迟，加之中国降准降息、中美货币政策保持分化等多重因素影响。后续来看，从支撑因素看，一是美联储、欧央行年中或开启降息通道，3月美联储发布的最新点阵图显示，全年或有三次降息，后续人民币汇率走贬的外部压力边际缓解。二是我国宏观基本面向好修复的态势没有改变，1-2月多经济数据超预期改善，随着稳增长基调下多政策举措出台落地提振经济，将对人民币汇率形成支撑。从制约因素看，一是短期内中美利差倒挂的现象或延续。2月份10年国债到期收益率月度均值为2.4%，同期美国10年国债收益率月度均值为4.2%。欧美推迟降息时点，中美利差倒挂在短期内仍将延续。二是国内经济基本面修复的基础仍不牢固，供需失衡的问题尚未根本性扭转，对人民币汇率的支撑程度仍依赖于经济修复的力度。综合看，短期随着一系列稳增长政策落地见效、中国经济延续修复，或支撑人民币汇率企稳，但中美货币政策保持分化、中美利差持续倒挂下，人民币汇率仍承压，或在7.2附近双向波动。

图 21：中美利差保持倒挂



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：美元指数和人民币汇率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

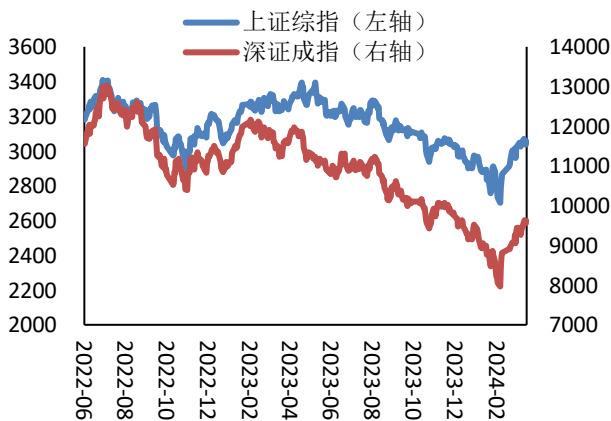
六、大类资产配置：大宗商品表现分化，短期内权益仍有修复空间

(一) 大类资产回顾：节后股债双强，大宗商品表现分化

1月1日-3月15日，节后股债双强格局强化，煤焦钢矿、非金属建材等商品指数表现不佳。分类别看，股票市场整体呈波动上涨走势，统计区间内上证综指、深证成指有所上涨，涨幅分别为2.68%、0.92%，其中2月初在证监会部署维护资本市场稳

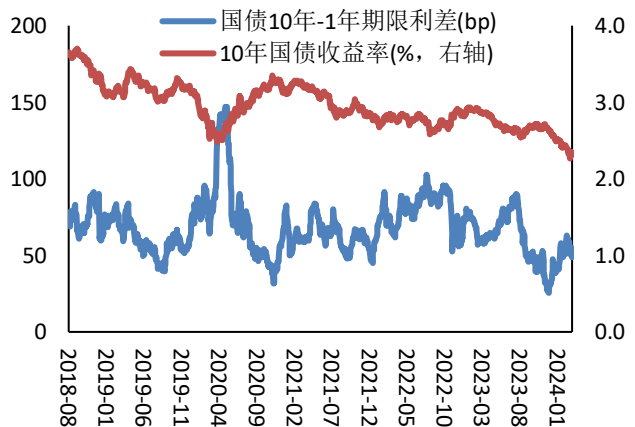
定工作、中央汇金加大 ETF 增持规模及力度等利好作用下，股票市场反弹明显、加速上涨。从资金流动看，2月北向资金净流入资金规模达 607.44 亿元，结束了连续 6 个月的净流出状态，3月上半月北向资金延续净流入；2月新发股票型基金 216 亿份，为 2022 年 8 月以来最高水平。从市场风格看，大盘指数表现较高，统计区间内上涨 4.37%，高于中盘指数涨幅，小盘指数呈下跌走势、跌幅为 3.44%。债市收益率整体呈波动下行走势，3月15日10年期国债收益率为 2.32%；年前全面降准落地释放万亿资金，资金面较为宽松，但同时权益持续上涨，在股债跷跷板效应以及流动性合理充裕下，收益率呈区间波动走势；年后 5 年期 LPR 超预期下调，长端债券相对贷款的性价比上升，机构配置力量或有所增强，叠加中小银行存款利率下调，部分资金或流入理财、债券等低风险资产，债市情绪有所升温，收益率波动下行。大宗商品整体呈区间波动走势，统计区间内商品指数小幅下跌 0.45%。分类别看，各细分商品指数表现分化较大，能源、有色、贵金属指数表现较好，涨幅分别为 9.88%、82.%、5.5%；煤焦钢矿、非金属建材指数跌幅较高，统计区间内分别下跌 15.75%、14.53%。

图 23：股票市场价格走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

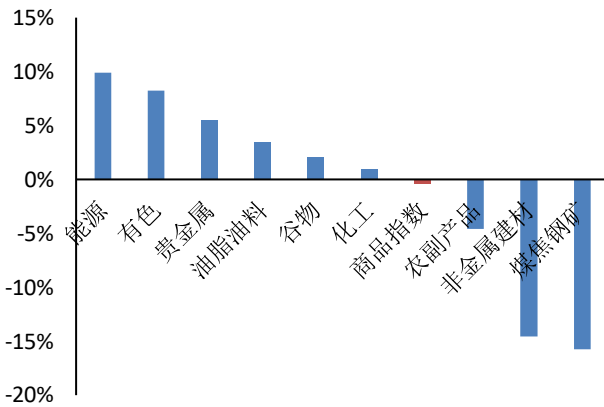
图 24：10 年期国债收益率走势



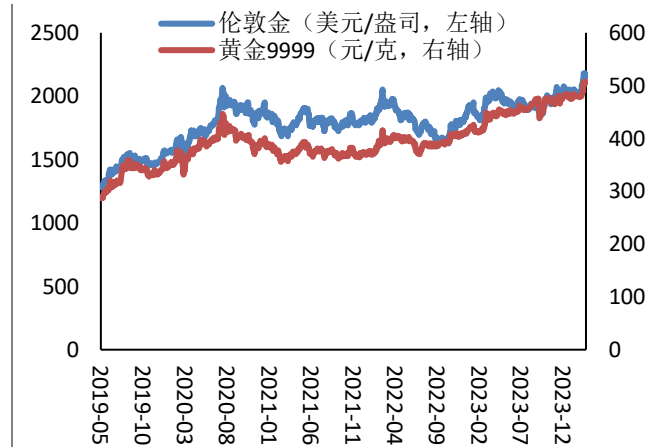
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 25：Wind 商品指数涨跌幅 (1.1-3.15)

图 26：黄金价格走势



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

（二）大类资产配置展望：股票市场短期仍有修复空间，债市收益率或低位波动

短期内股票市场仍有修复空间，债市收益率或低位波动，同时建议关注黄金回调后的配置机会。近期证监会集中出台《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》等四政策文件，有利于进一步推动上市公司高质量发展、增强投资者信心，叠加 1-2 月宏观数据显示经济基本面稳中有升，以及股票市场估值仍处于较低水平，短期内**股票市场**仍有修复空间，但中长期能否持续上涨或取决于需求不足、预期偏弱等问题的实质性改善。从**债券市场**，3 月 6 日 10 年期国债收益率达 2.265%，为 2002 年 5 月以来新低，且低于 MLF 利率（2.5%）23.5BP、低于 MLF 幅度为 2021 年以来最高水平，在央行仍强调“引导市场利率围绕政策利率波动”下，收益率进一步下行空间有限，叠加新增专项债额度 3.9 万亿以及 1 万亿特别国债待发，政府债券供给仍较高，或对流动性形成一定扰动。但当前经济修复基础尚不稳固，对债市或仍偏利好，收益率上行动力也较为不足，短期或呈低位波动走势。信用债方面，房地产融资协调机制继续推进等利好政策有望推动信心回暖，但 1-2 月新房销售仍较为低迷，仍需关注基本面实质性改善情况以及债务到期压力较大房企的债务接续压力，可阶段性参与头部房企超跌价值投资机会。从**大宗商品**看，近期“OPEC+”延长减产协议或仍对原油价格形成一定支撑，但美国和国有炼油厂开工率仍不高，或表明需求端依然较弱，短期内原油价格或呈现区间震荡走势。黄金方面，近期黄金价格已上涨至历史高位，叠加美债利率仍处于高位，短期内黄金价格或

面临回调风险；但从中长期看，美联储或于年中左右启动降息，以及各国央行增持黄金持续，或对黄金仍有一定支撑，价格回调仍是配置机会。整体而言，在经济稳中有升、股票市场估值仍较低以及证监会密集出台推动上市公司高质量发展等因素影响下，短期内股票市场仍有修复空间，但中长期仍需取决于基本面实质性改善情况；债市收益率或呈低位波动走势。从大宗商品看，“OPEC+”延长减产协议但需求仍偏弱下，原油或区间震荡，结合模型²配置权重，建议关注价格回调后的黄金配置价值

² 见附录

附录：均值方差模型介绍

本文大类资产配置观点主要依据基本面分析和模型结果，模型采用改进的均值方差模型。均值方差模型基于理性投资行为特点，在给定风险条件下最大化收益（或是在给定收益下最小化风险）为规划目标，求解资产配置组合，原理如下：

假设存在 n 种资产标的，其期望收益率 $R=(r_1, r_2, \dots, r_n)^T$ ，各标的权重 $w=(w_1, w_2, \dots, w_n)$ ， Σ 表示收益率的协方差矩阵， λ 表示风险厌恶水平。以投资者效用

最大为目标，可建立模型：

$$\begin{aligned} \max \quad & w^T R - \frac{\lambda}{2} w^T \Sigma w \\ \text{s.t.} \quad & \mathbf{1}^T w = 1 \\ & w^i \geq 0 \end{aligned}$$

均值方差模型将收益和风险量化，寻找出收益和风险之间的均衡点，但同时收益和风险的微小变化会改变有效组合构成，影响模型的稳健性。本文通过对各类标的资产设置最小配置权重、止损条件（短期内某一类资产亏损超过 10%，设置下期该类资产权重不超过某一数值）来提高模型的稳健性，并分别测试了不同滚动期限（30/60/90/120 个交易日）、止损条件下模型的表现结果，发现滚动期限³设置为 90 个交易日、止损条件设置为 30 个交易日内某一类资产亏损超过 10%时调低资产权重效果较好

³ 这里滚动期限是指求解当期模型权重所需的历史数据时间长度

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO5号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>