

# 研报精选

2024年3月3日 第160期

## 宏观专栏

### 春节假期扰动生产——2月PMI点评

2月中采制造业PMI环比下降0.1ppt至49.1%，非制造业商务活动指数环比上升0.7ppt至51.4%。报告认为，春节假期因素扰动生产，供应商配送时间相应延长。春节假期对生产人员因素的影响可能要大于对物流因素的影响。在排除季节性因素后，需求收缩继续边际缓解。

### 从宏观聊美股大涨后的三种可能性

报告将美国经济分为“硬着陆”、“软着陆”和“不着陆”三种情形，认为软着陆的可能性仍然较高，而美股最大的上行风险或来自于科技进步带来生产率提升，最大的下行风险或是政策错误导致“二次通胀”。

## 专题聚焦

### 新型电力系统电价机制：保障煤电发挥支撑调节价值

报告认为，新电价机制重点在于电量电价和容量电价的平衡设计，其中电量电价需适应电价波动区间扩大和容量补偿后中枢下移的趋势性变化，灵活反映燃煤成本和电力供需情况。

### 如何寻找企业出海机遇？

报告认为，当前我国企业出海面临新宏观范式和产业趋势，或将受到四重“再布局”的影响。总体上看，我国企业出海加速，将原有国内市场空间延展至全球市场，这一过程可能带来企业价值的重估。

## 宏观专栏

### 春节假期扰动生产——2月PMI点评

2月中采制造业PMI环比下降0.1ppt至49.1%，基本与Bloomberg预测中值(49.0%)一致；2月非制造业商务活动指数环比上升0.7ppt至51.4%。春节扰动生产，供应商配送时间也延长，春节假期导致的生产人员因素可能要大于物流因素。排除季节性因素后，需求收缩继续边际缓解。小型企业仍弱，高耗能行业边际改善。基建发力，房地产仍弱。春节假期服务消费是亮点。

**春节扰动生产。**2月生产环比回落1.5ppt至49.8%，是下拉整体PMI的主要因素，回落原因主要在于春节错位因素。由于2024年春节假期比往年多一天，且是疫情后的首个完整的春节假期，居民返乡、出游等需求上升，或对生产形成了扰动。与季节性相似的2021年2月相比，2024年2月生产回落幅度基本相似。春节假期对于生产的扰动也能体现在供应商配送时间分项上，2月供应商配送时间分项环比下降2.0ppt，显示供应商配送时间边际延长，上拉整体PMI0.3ppt。除了生产人员因素以外，物流因素可能也导致了供应商配送时间的延长。虽然春运旅客发送量大幅回升，但是货运物流增速或有所回落，1-2月整车货运物流指数同比上升3.9%，增速较2022年12月的7.9%也有所回落。相比来看，我们认为春节假期导致的生产人员因素可能要大于物流因素，产成品库存环比回落1.5ppt，更甚于原材料库存的环比回落幅度（0.2ppt）。

**排除季节性因素后，需求收缩继续边际缓解。**2月新订单环比持平1月，为49.0%，仍然处于收缩区间，其中新出口订单环比下降0.9ppt至46.3%。但是2024年2月新订单环比要高于季节性相似的2013、2021年2月，或显示需求收缩延续了1月的边际缓解态势。因此，虽然2月主要原材料购进价格环比下降0.3ppt至50.1%，但是出厂价格环比上升1.1ppt至48.1%。

**小型企业仍弱，高耗能行业边际改善。**从企业规模来看，大中型企业边际持平或改善，但是小型企业环比下降0.8ppt至46.4%，仍然偏弱。从大类行业来看，2月高技术制造业、装备制造业、消费品行业、高耗能行业分别环比-0.3ppt、-0.6ppt、-0.1ppt、+0.3ppt至50.8%、49.5%、50.0%、47.9%。其中高耗能行业虽

然已经连续三个月边际改善，但仍然处于收缩区间且绝对水平仍较低，或持续反映了房地产的下拉作用。从具体行业来看，金属制品业(+13.6ppt)、非金属矿物制品业(+8.3ppt)、石油加工及炼焦业(+7.4ppt)边际改善幅度较大，化学原料及化学制品制造业(-13.5ppt)、汽车制造业(-13.0ppt)、纺织服装服饰业(-12.1ppt)边际下降幅度较大。

**基建发力，房地产仍弱。**虽然2月建筑业商务活动指数环比下降0.4ppt至53.5%，但是强于季节性相似的2013、2021年2月。其中土木工程建筑业环比上升8.5ppt，或显示基建已经开始发力。而房屋建筑业环比下降4.6ppt，房地产业环比下降2.2ppt，或反映了房地产的持续偏弱。展望未来，我们认为这种结构性分化或继续持续。

**春节假期服务消费是亮点。**2月服务业商务活动指数环比上升0.9ppt至51.0%，为连续第二个月改善，且显著强于季节性相似的2013、2021年2月。分行业来看，住宿业、餐饮业、电信广播电视和卫星传输服务业、运输业等对应春节服务消费的行业环比上升幅度排名靠前。我们预计未来服务消费好于商品消费的态势或仍有所持续。

---

以上观点来自：2024年3月1日中金公司研究部已发布的《春节假期扰动生产——2月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 宏观专栏

### 从宏观聊美股大涨后的三种可能性

今年以来美国股市表现较好，标普突破5000点大关，成为一个重要里程碑。美股的上涨既有宏观因素驱动，也有人工智能热潮的推波助澜，现在的问题是未来能否持续？本篇报告中，我们试图从宏观的视角做一些探讨，我们将美国经济分成三种情形，分别是“硬着陆”、“软着陆”和“不着陆”，在不同情形下，美联储货币政策选择不同，美股的表现也会不一样。结合最新数据，我们认为软着陆的可能性仍然较高，但也提示不着陆的概率在上升，美股最大的上行风险或来自于科技进步带来生产率提升（productivity growth），最大的下行风险或是政策错误导致“二次通胀”。

#### 1. 硬着陆：美联储大幅降息，股票下跌

“硬着陆”（hard landing）是指美国经济陷入衰退，按照NBER的定义，这需要满足实际GDP连续两个季度萎缩。历史表明，美联储在衰退期间会大幅降息，美债收益率大幅下行，美股一般在衰退前就开始下跌，原因是市场认为衰退将导致企业盈利恶化，从而“杀盈利”。我们发现，自1960年以来的9次衰退中，美股从衰退开始前高点到衰退期间的低点平均的跌幅为32%，其中最大为57%，最小为16%。也就是说，如果经济走向衰退，美股大概率将出现20%以上的回调。

去年以来，市场对于美国经济衰退的担忧一直存在，但到目前为止尚未兑现。3月份的硅谷银行事件曾让市场担心金融风险的爆发可能会引发衰退，但由于美联储与财政部及时出手救助，风险并未蔓延，信贷条件也没有大幅恶化。此外，美联储加息对经济增长的压力也是担心衰退的一个重要原因，但正如我们在报告《[美国经济为何没有衰退？](#)》中所说，本轮周期比较特殊，加息的影响一直没有传导至劳动力市场，这使得衰退的关键指标——就业——始终没有恶化，而其它预测衰退的先行指标却集体犯错。就业为何有韧性？一是因为疫情后的货币财政大刺激使得留在劳动力市场中的群体具有收入效应，而退出劳动力市场的群体又享受财富效应，支撑了需求。二是“提前退休”导致劳动力

供给下降，迫使企业减少裁员，“囤积”劳动力，这进一步降低了失业人数。

最新数据显示，美国1月份新增非农就业人数好于预期，失业率仍处于历史低位，周度的初次申请失业金人数也仍然较低，这些都表明劳动力市场还比较健康。另外从劳动力市场贝弗里奇曲线看，过去两年空缺职位数的下降并未伴随失业率上升，这也印证了本轮周期中就业的韧性超越了一般周期。就业的韧性意味着消费者支出受到支撑，在此基础上，去年底降息预期使得金融条件边际转松，这使得房地产和制造业数据也出现了一些起色。我们认为，如果没有突发性的外部冲击，美国经济在短期内或不会大幅回落。

我们在《[海外宏观2024年展望：迎接高利率挑战](#)》中预测美国衰退的概率为15%，结合最新数据，我们维持这一判断。不过，也有两方面风险值得关注：一个是商业地产和中小银行的风险。由于居家办公普及，商业办公楼的空置率在疫情后上升，这增加了违约风险，对那些在商业办公楼领域敞口较大的银行不利。另一个是加息对经济活动的滞后效应。如果美国利率在高位停留的时间太久，一些消费者和企业的再融资压力将上升，他们的违约风险也将增加。

## 2. 软着陆：美联储小幅降息，股票上涨

“软着陆”（soft landing）指的是在货币政策紧缩后，经济增长保持稳健，但通胀持续回落。历史表明，美联储在引导软着陆的过程中往往会采取小幅降息（比如1995年和2019年），美债收益率会下行，美股则会上涨。这是因为经济增长的韧性能够支撑企业盈利，同时央行降息能够降低无风险利率和融资成本，进而支撑估值扩张。自1965年以来的4次软着陆中，美股在联储转向降息后的当年平均的涨幅为21%，其中最大为34%，最小为2%。

当前市场的主流预期是美国经济有望软着陆，这接近于我们年度展望报告中的基准情形，对应概率为60%。从经济增长来看，2023年第四季度实际GDP环比折年率3.3%，高于1.8%的美国经济长期潜在增速，实际GDP同比增速为3.1%，自2023年初以来呈现上升趋势。从通胀看，美联储最关注的指标——核心PCE通胀率——自2022年9月以来呈现下降趋势，这部分得益于供应链的修复和劳动力供给的改善。不过，最近公布的2024年1月份的核心CPI和PPI数据

均超预期，这意味着通胀下降的速度有所减缓，市场可能低估了通胀的粘性。

美联储方面，由于通胀数据超预期，官员们对于降息的态度正变得越来越谨慎，这也导致交易员大幅下调了对于美联储降息的预期。不过，官员们并未彻底放弃降息的选项，在最近的讲话中，今年的两位FOMC票委——亚特兰大联储主席博斯蒂克和旧金山联储主席戴利——均表示，如果通胀如期放缓，年内降息2-3次仍是他们的基准情形<sup>1</sup>。美联储理事杰斐逊认为，今年晚些时候降息可能是适当的<sup>2</sup>。美联储理事沃勒也表示，仍预计会在今年进行降息，尽管当前并无迫切性<sup>3</sup>。我们认为，软着陆情形下，美联储或将采取小幅度的降息，美债收益率将有所下降，但下降的幅度有限。经济的韧性叠加利率下降有利股市，美国股票的吸引力将高于债券。

**生产率提升的乐观情形：**在软着陆的情形下，我们还需要考虑一种乐观情形，即新一轮科技革命带来了生产率的提升（productivity growth）。过去两年，美国企业在人工智能领域投入巨大，再加上居家办公普及，数字经济蓬勃发展，这些都可能带来生产效率的提升。生产率的提升意味着经济潜在增速上升，通胀风险不再令人担忧，对于股票而言，这意味着未来还有进一步上涨的空间。事实上，当前美股大涨的背后已经体现了市场对于人工智能的乐观预期，最近芯片制造商英伟达公布的第四季度财报好于预期，其股价大涨点燃了市场情绪，全球股市风险偏好明显上升，美国、日本和欧洲的基准股指均因此而创下新高。

### 3. 不着陆：美联储暂缓降息，美股震荡

我们定义的“不着陆”（no landing）是指在货币紧缩后，经济在较长时间内保持强劲，且通胀下降受阻，甚至反弹。这种情形下，美联储降息将面临较大阻力，降息的时点会被大幅推迟，甚至可能暂不降息。美债收益率在经历了降息预期驱动的下行后重新上升（即先下后上），股票一方面受益于强劲的经

<sup>1</sup> <https://www.reuters.com/markets/rates-bonds/traders-see-rising-chance-fed-defers-first-rate-cut-beyond-june-2024-02-16/>

<sup>2</sup> <https://www.reuters.com/business/feds-jefferson-says-he-is-cautiously-optimistic-about-inflation-2024-02-22/>; <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-02-22/fed-s-jefferson-warns-of-easing-too-much-on-improving-inflation?embedded-checkout=true>

<sup>3</sup> <https://nz.finance.yahoo.com/news/feds-waller-sees-no-rush-003738786.html>

济表现，另一方面也会受到无风险利率上升的压制，整体呈现震荡走势。

考虑到美国经济在高利率下展现了较强的弹性，我们预测这种情形的概率为**25%**。去年第四季度的实际GDP增速远高于潜在增速，今年初的就业数据表现强劲，这些都超出了我们此前的预期。通胀方面，虽然目前暂未看到反弹的迹象，但最近服务业通胀下降受阻，叠加红海航运中断可能推高商品通胀，可能意味着后续通胀走势存在较大不确定性。

**“二次通胀”的悲观情形：**不着陆情形下的一种特殊环境是二次通胀，即通胀在下降后大幅上升，类似于上世纪70年代末期的第二波通胀反弹。这种情形下，美债收益率将大幅上升，金融条件收紧，从而导致股市下跌，“股债双杀”。进一步看，如果“二次通胀”发生在降息落地之前，那么美联储将放弃降息，市场的降息预期将彻底落空；如果发生在降息落地之后，则更为尴尬，这意味着美联储再次犯下了70年代的政策错误，重蹈了覆辙。届时美联储可能不得不重新加息，资产价格将大幅波动，美国股市也可能显著回调。

---

以上观点来自：2024年2月25日中金公司研究部已发布的《从宏观聊美股大涨后的三种可能性》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

## 专题聚焦

### 新型电力系统电价机制：保障煤电发挥支撑调节价值

煤电在新型电力系统中具有重要的支撑调节作用，但煤电企业面临燃煤成本高位波动、新能源渗透率上升导致利用小时数下降等双重压力。新电价机制需考虑保障煤电企业获得合理利润，而合理利润水平的界定则取决于煤电发展阶段。短时间内尖峰负荷上升仍需煤电装机增长以提供可靠容量，此时合理利润率应与装机投资增速相匹配；装机达峰后，新增煤电投资需求较小，煤电“备而不用”、经营风险下降等特征越来越类似公用事业定价，此时合理利润率趋近于资本成本。因此为适应煤电发展阶段的变化，合理利润率水平及其电价机制也从促进投资向维持经营转变。

目前中国电价机制正在逐渐适应煤电转型，2024年起实施的容量电价不仅有望让煤电企业回归合理利润区间，还能激励煤电提高顶峰意愿，有效降低用户停电风险。展望未来，我们认为新电价机制重点在于电量电价和容量电价的平衡设计，其中电量电价需适应电价波动区间扩大和容量补偿后中枢下移的趋势性变化，灵活反映燃煤成本和电力供需情况。容量电价则需和现货市场统筹设计，推动容量成本回收机制从容量补偿向容量市场转变，以发挥市场在可靠性资源配置中的作用。

► 建设新型电力系统是实现双碳目标的核心环节，其主要任务就是在保障电力供应安全的基础上最大化消纳风电光伏等新能源。由于新能源发电间歇性、波动性大的特点，电力系统对支撑调节性资源的需求逐渐上升。与其他电源相比，煤电具有体量大、成本低、受地形约束小、长短周期皆可调等优势，煤电的角色也正逐步由主力电源向支撑调节电源转变。

► 与煤电角色转变相对应的，是中国电价机制转变的“滞后”，煤电企业面临一定经营压力。一是“市场煤、计划电”，电价变化不能完全反映燃煤成本变化，导致“煤电顶牛”，这在2021年后煤价上涨后变得尤为突出。二是新能源渗透率上升导致煤电利用小时数下降，仅靠电量电费收入难以弥补固定成本。

► 若电价机制不进行及时调整，未来煤电企业经营压力可能会越来越大。一方面，供需紧平衡格局或导致煤炭价格的高位波动。这是由于在煤炭供给侧，供给弹性在资本支出意愿不高、生态环保和安全生产要求趋严等因素的驱动下会趋势性下降；而在需求侧，极端天气频发带来制冷和南方供暖需求上升，叠加用于调节可再生能源的煤电需求上升，对煤电需求有一定支撑作用。另一方面，随着中国风电光伏渗透率进一步上升，未来煤电利用小时数或将进入快速下降区间，使得煤电收益承压强度增大。

► 新电价机制的核心在于如何为转型中的煤电企业适配一个合理的利润水平。我们从三个层次进行了探索：一是煤电企业收入至少应能覆盖生产经营成本，即息税前利润不能小于0；二是煤电企业实际收益率应能覆盖资本成本，否则企业的生产经营活动实际上没有为股东和债权人创造增量价值，这关系到煤电企业的生存问题和能否长期可持续经营；三是补偿资本成本后的剩余利润与新增煤电投资需求挂钩，其原则就是高收益率与高投资增速相匹配，低收益率与低投资增速相匹配。

► 未来煤电或将经历两个发展阶段，一是煤电装机达峰前的装机容量增长阶段，电力系统还需要增加煤电装机容量以应对尖峰负荷的快速增长。此时煤电企业不仅需要维持存量机组生存，还需要合理的利润水平去满足新增煤电投资，这一因素需纳入电价机制设计中统筹考虑。二是达峰后的类公用事业阶段，中国碳排放达峰并逐渐降低以实现2060年碳中和目标，随着其他支撑调节电源快速发展、老旧煤电机组逐渐退役，煤电装机容量将不断下降，煤电机组越来越多时间“备而不用”。由于新增煤电投资需求较小、煤电企业经营风险下降，此时合理的利润水平将逐渐趋近于资本成本，体现收益与风险相匹配原则。换句话讲，此时电价机制设计目标是维持现有煤电机组生存，甚至可能需要对标行业先进设定电价以淘汰部分落后机组。总的来说，随着未来煤电从装机增长阶段向类公用事业阶段转型，合理的利润率水平以及电价机制主要设计目标也从促进投资向维持经营转变。

► 未来针对煤电的电价机制改革，重点在于对电量电价和容量电价的平

衡设计。未来，电量电价波动区间将因燃煤成本和煤电需求波动而有所扩大，同时容量电价出台后电量电价波动中枢将有所下移，电量电价机制需要适应这一新形势变化并灵活反映电力供需。具体来说，根据基准价和浮动范围的不同变化，会产生不同的电量电价设计方案，但各有利弊。若因容量电价出台而调低煤电基准价，或者设定电量电价与容量电价之和上限，有利于顺利将煤价下降红利传导给工商业用户，但煤价一旦上涨又会导致燃煤成本淤积在煤电企业内部。若不调低煤电基准价，虽然有利于煤电企业盈利修复，但存在寡头垄断抬高报价的潜在风险。

► 容量电价与电量电价的有机衔接需重点结合电力现货市场改革进行统筹设计，主要有两种组合方式，即“全容量成本补偿+成本型电力现货市场”或“部分容量成本补偿+策略报价型电力现货市场”。短期来看，为防止电价过高波动的风险，第一种方式或更适合尚处于改革初期的中国市场。但从更长期视角出发，随着新能源参与市场交易比重提高，电力供给曲线波动性加强，为了进一步提高煤电、气电、抽蓄等可靠性资源的配置效率，第二种方式或是电力市场化改革的最终方向。

---

以上观点来自：2024年2月23日中金研究院已发布的《新型电力系统电价机制：保障煤电发挥支撑调节价值》

王帅 联系人 SAC 执证编号：S0080122070042

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381

郑宽 联系人 SAC 执证编号：S0080122080271

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

## 专题聚焦

### 如何寻找企业出海机遇？——新宏观范式和产业趋势下看我国产业出海

当前我国企业出海面临新宏观范式和产业趋势。“大缓和”时期全球化奠定了效率较高的世界产业链体系，但在近年全球增长放缓、分配问题加剧、各国债务压力背景下，原本受益于全球向上螺旋的国际分工受阻，需求国受产能约束引发通胀，制造国需求不足物价受制，原有增长模式受到新挑战。全球宏观范式发生重大转变，主要海外经济体迈入高通胀、高利率、高债务、低增长的“三高一低”新格局，对我国企业出海产生深远影响。从产业趋势上看，近期OpenAI发布最新视频生成模型Sora引发市场关注，AI产业趋势加速；经过十多年努力全球绿色能源转型也已初见成效。

对于我国企业出海而言，新宏观范式和产业趋势意味着什么？从总量上看，需求减缓和全球化变局意味着局部产能过剩成为无法回避的问题，但需要辩证看待。去年底的中央经济工作会议指出当前“部分行业产能过剩”<sup>4</sup>。产业发展中供需错配现象时有发生，但伴随供给端竞争加剧，可能带来效率提升，并有望推动进一步创新促使新需求产生。从结构上看，我们认为企业出海或将面临四重“再布局”影响：（1）区域“再布局”：全球百年未有之大变局，美国再工业化，欧洲产业政策，近岸外包、友岸外包加速；（2）产业“再布局”：AI/智能化、绿色能源转型；（3）需求“再布局”：伴随区域“再布局”和各经济体发展进入不同阶段，各经济体的需求及相对消费实力或将发生变迁，如东南亚等可能受益于产业链转移趋势，带动当地经济发展并抬升消费水平，日本或将走出“失落的三十年”，但欧美可能面临经济下行压力；（4）资金“再布局”：全球FDI和金融资金流向的再分配。

当前我国企业出海典型模式有哪些？当前我国产业出海存在三种典型模式：**模式1：国内增量有限/产能充裕，去海外寻找增量。**其中又可分成三种情况讨论：（1）国内产能充裕、红海竞争，出海成为必选项；（2）如家电等产业，

<sup>4</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content\\_6919834.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202312/content_6919834.htm)

国内增量面临约束、竞争格局稳定；（3）对于部分新兴产业而言，国内渗透率有限，资金寻求更好回报；**模式2：供应链出海**，如汽车零部件、电子产业链；**模式3：商业模式出海**，如TikTok、Shein等典型企业。

新宏观范式和产业趋势如何影响企业出海？从总体上看，我国企业出海加速，企业出海本质是“大盘成长”或“大盘再成长”逻辑，有全球竞争力的龙头企业定价需求侧扩容，从原有国内市场空间延展至全球市场过程中，可能带来重估，并成为未来投资核心逻辑之一。企业出海过程也伴随着产业升级的过程，伟大的企业往往诞生于变局中。



以上观点来自：2024年2月26日中金公司研究部已发布的《如何寻找企业出海机遇？——新宏观范式和产业趋势下看我国产业出海》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

朱嘉懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123040067

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2024.2.26 中国图说中国宏观周报：期货指标隐含未来PPI改善  
 2024.3.1 中国宏观热点速评：春节假期扰动生产——2月PMI点评

### 策略及大宗商品

- 2024.2.26 主题策略：如何寻找企业出海机遇？——新宏观范式和产业趋势下看我国产业出海  
 2024.2.29 大宗商品：黑色金属：铁矿展望更新：高不胜寒  
 2024.3.1 主题策略：行业配置月报：继续关注科技成长  
 2024.3.1 大宗商品：农产品：农桑时录（20）：“远近高低”各不同  
 2024.3.2 主题策略：科创板系列（24）：2023年业绩快报总结：曙光渐现，关注亮点  
 2024.3.2 全球资金流向监测：如何看待北向大举流入？

### 固定收益

- 2024.2.26 资产证券化分析周报：出险地产类REITs的二级折价信号  
 2024.2.26 信用分析周报：中国信用债评级调整周报  
 2024.2.27 招投标备忘录：国开债24年第2、3期增发——利率债招标分析  
 2024.2.28 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报  
 2024.2.29 简评：楚天转债上市定价分析  
 2024.2.29 简评：商业银行与广义基金大幅配置存单，境外机构继续增持——2024年1月中债登、上清所债券托管数据点评  
 2024.2.29 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报  
 2024.2.29 专题研究：数据资产入表，对城投影响几何？  
 2024.3.1 简评：走出弯路：3月十大转债  
 2024.3.1 简评：PMI低位运行，预计宽松力度逐步加码，债牛未尽——2月PMI数据分析  
 2024.3.1 固收+：“合成期权”对固收+配置的参考价值  
 2024.3.2 简评：益丰药房转债投资价值分析  
 2024.3.2 信用债收益率跟踪周报：收益率先下后上，短端信用利差保护空间相对较大

2024.3.2 中国利率策略周报：美债供需和通胀博弈延续，利率水平短期升长期降

## 行业

- 2024.2.26 机械：解读新一轮大规模设备更新激励政策
- 2024.2.26 REITs：公募REITs周报（2.19-2.23）：市场延续反弹，关注一级发行上市推进
- 2024.2.26 机械：中金通用自动化周报：英伟达入驻人形机器人赛道，政策引导新一轮大规模设备更新
- 2024.2.26 有色金属：以旧换新政策提振有色需求，铜供应扰动增加
- 2024.2.26 旅游酒店及餐饮：酒店集团产品更新升级需求几何？
- 2024.2.26 煤炭：煤炭周度观察（2.19-2.23）：安监趋严，供给侧收紧或超预期
- 2024.2.26 银行：银行高股息投资指南
- 2024.2.26 机械：复合集流体月报：板块超跌，信心逐渐修复
- 2024.2.26 物业管理：简评物管板块近日上漲行情
- 2024.2.27 化工：化工估值处底部区间，部分产品价格回暖
- 2024.2.27 交通运输物流：降低社会物流成本或对高速板块影响有限
- 2024.2.27 不动产与空间服务：周评#379：年初至今新房销售累计降约四成
- 2024.2.27 东南亚研究：国别研究系列之越南篇（二）：金融、地产、制造业三大支柱行业概览
- 2024.2.27 汽车及零部件：重卡跟踪月报：1月批发如期高增，期待3月旺季下天然气重卡反弹机会
- 2024.2.27 家电及相关：白电排产预期上调，期待以旧换新政策落地
- 2024.2.27 科技硬件：云计算资本开支观察（4Q23）：多模态AI应用推动硬件需求，Capex指引进一步上修
- 2024.2.27 科技硬件：全球观察-爱德万测试：全球半导体测试设备龙头，AI+HBM驱动新增长
- 2024.2.28 银行：近期银行股票投资的几个市场疑虑
- 2024.2.28 金融：理财或逐步减配存款，转向中长期债券
- 2024.2.28 电力电气设备：氢能月报：电解槽行业复盘及展望
- 2024.2.28 主题研究：中金看海外公司 | Enphase：美国微逆龙头厂商，高盈利维持
- 2024.2.28 电力电气设备：电表专题：电网数字化引领电表升级，国内外需求共振
- 2024.2.29 主题研究：补库在即，把握锂电春耕行情

- 2024.2.29 金融：日本资本市场系列（1）：走近日交所，投资日本市场的风向标
- 2024.3.1 机械：氢能迎政策催化，平价周期有望缩短
- 2024.3.1 航空航天科技：首颗组网星成功发射，卫星互联网进入发展新阶段
- 2024.3.1 主题研究：光伏北向资金监测（11）：2月市场回暖北向加仓居多，3月关注排产及价格修复
- 2024.3.1 机械：中金看海外 公司 | 基恩士：高盈利的全球机器视觉龙头企业
- 2024.3.2 科技硬件：AI浪潮之巅系列：AIPC，AI端侧落地第一站
- 2024.3.2 可选消费：新人口结构下的中国消费企业应对
- 2024.3.2 软件及服务：全球观察-Snowflake：迎管理层更迭，指引逊于预期，关注AI与新产品进展



## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn