

宏观经济宏观周报

今年以来国内经济增长的结构分化或加剧

核心观点

今年以来国内经济增长的结构分化或加剧。国信高频宏观扩散指数 1-2 月持续下行，且表现弱于历史同期平均水平，指向国内经济增长走弱。根据海关总署发布的数据，1-2 月国内人民币计价的出口同比增速明显上升至 10.3%，出口环比也创下 2015 年以来同期历史新高，表明 1-2 月国内出口景气明显回暖，背后大概率是海外补库存推动了国内出口增长。在出口回暖的大背景下，1-2 月中国工业用电量同比增速约为 9.7%，较去年 12 月上升 1.2 个百分点，维持在较高水平，表明 1-2 月国内整体经济仍较稳定，国信高频宏观扩散指数捕捉到的经济基本面与出口需求状况出现明显背离。

3 月以来国信高频宏观扩散指数表现仍偏弱，但考虑到海外补库存短期内难以结束，3 月国内出口大概率维持较高景气度，因此国内经济增长整体有望维持稳定，但结构分化或加剧。

本周国信高频宏观扩散指数 A 维持负值，指数 B 继续下行。从分项来看，本周投资领域景气有所回落，消费、房地产领域景气变化不大。从季节性比较来看，本周指数 B 标准化后有所下行，表现逊于历史平均水平，国内经济增长向上动力仍偏弱。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，预计下周（2024 年 3 月 22 日所在周）十年期国债利率将上行。

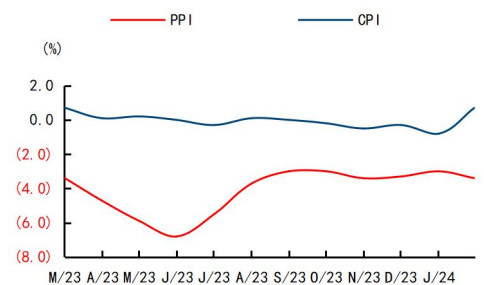
周度价格高频跟踪方面：

- (1) 本周食品、非食品价格均上涨。预计 2024 年 3 月 CPI 食品环比约为-3.0%，非食品环比约为-0.1%，CPI 整体环比约为-0.6%，3 月 CPI 同比或回落至 0.4%。
- (2) 2 月上旬国内流通领域生产资料价格小幅回落，中、下旬持续回升，3 月上旬继续上涨。预计 2024 年 3 月国内 PPI 环比转正，3 月 PPI 同比或小幅上行至-2.6%。

风险提示：政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观周报

基础数据	
固定资产投资累计同比	3.00
社零总额当月同比	7.40
出口当月同比	2.30
M2	8.70
市场走势	



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告	
《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数转跌为涨》	——2024-03-15
《货币政策与流动性观察-月初资金面保持宽松》	——2024-03-12
《宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数仍指向经济偏弱，利率偏低》	——2024-03-11
《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数略有下跌》	——2024-03-08
《宏观经济宏观周报-国内利率和股票价格仍明显偏低》	——2024-03-05

内容目录

周度观察：今年以来国内经济增长的结构分化或加剧	4
经济增长高频跟踪：国信高频宏观扩散指数 B 继续下行	4
周度资产价格：国内利率仍明显偏低	5
CPI 高频跟踪：食品、非食品价格均上涨	6
食品高频跟踪：食品价格上涨	6
非食品高频跟踪：非食品价格上涨	8
CPI 同比预测：3 月 CPI 同比或回落至 0.4%	10
PPI 高频跟踪：3 月上旬流通领域生产资料价格继续回升	10
流通领域生产资料价格高频跟踪：3 月上旬继续回升	10
PPI 同比预测：3 月 PPI 同比或小幅上行至-2.6%	10
风险提示	12

图表目录

图 1: 国信高频宏观扩散指数	5
图 2: 国信高频宏观扩散指数季节性分析(以阳历为基准)	5
图 3: 国信高频宏观扩散指数季节性分析(以农历为基准)	5
图 4: 十年期国债收益率周度均值与预测值一览	6
图 5: 上证综合指数周度均值与预测值一览	6
图 6: 农业部农产品批发价格 200 指数拟合值周度均值走势	7
图 7: 商务部农副食品价格指数拟合值	7
图 8: 商务部农副食品价格指数拟合值月环比与历史均值比较一览	8
图 9: 非食品价格指数拟合值	9
图 10: 非食品价格指数拟合值月环比与历史均值比较一览	9
图 11: 国信流通领域生产资料价格定基指数一览	10
表 1: 周度资产价格预测值一览	6

周度观察：今年以来国内经济增长的结构分化或加剧

国信高频宏观扩散指数 1-2 月持续下行，且表现弱于历史同期平均水平，指向国内经济增长走弱。根据海关总署发布的数据，1-2 月国内人民币计价的出口同比增速明显上升至 10.3%，出口环比也创下 2015 年以来同期历史新高，表明 1-2 月国内出口景气明显回暖，背后大概率是海外补库存推动了国内出口增长。在出口回暖的大背景下，1-2 月中国工业用电量同比增速约为 9.7%，较去年 12 月上升 1.2 个百分点，维持在较高水平，表明 1-2 月国内整体经济仍较稳定，国信高频宏观扩散指数捕捉到的经济基本面与出口需求状况出现明显背离。

3 月以来国信高频宏观扩散指数表现仍偏弱，但考虑到海外补库存短期内难以结束，3 月国内出口大概率维持较高景气度，因此国内经济增长整体有望维持稳定，但结构分化或加剧。

本周国信高频宏观扩散指数 A 维持负值，指数 B 继续下行。从分项来看，本周投资领域景气有所回落，消费、房地产领域景气变化不大。从季节性比较来看，本周指数 B 标准化后有所下行，表现逊于历史平均水平，国内经济增长向上动力仍偏弱。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，预计下周（2024 年 3 月 22 日所在周）十年期国债利率将上行。

周度物价高频跟踪方面：

（1）本周食品、非食品价格均上涨。预计 2024 年 3 月 CPI 食品环比约为-3.0%，非食品环比约为-0.1%，CPI 整体环比约为-0.6%，3 月 CPI 同比或回落至 0.4%。

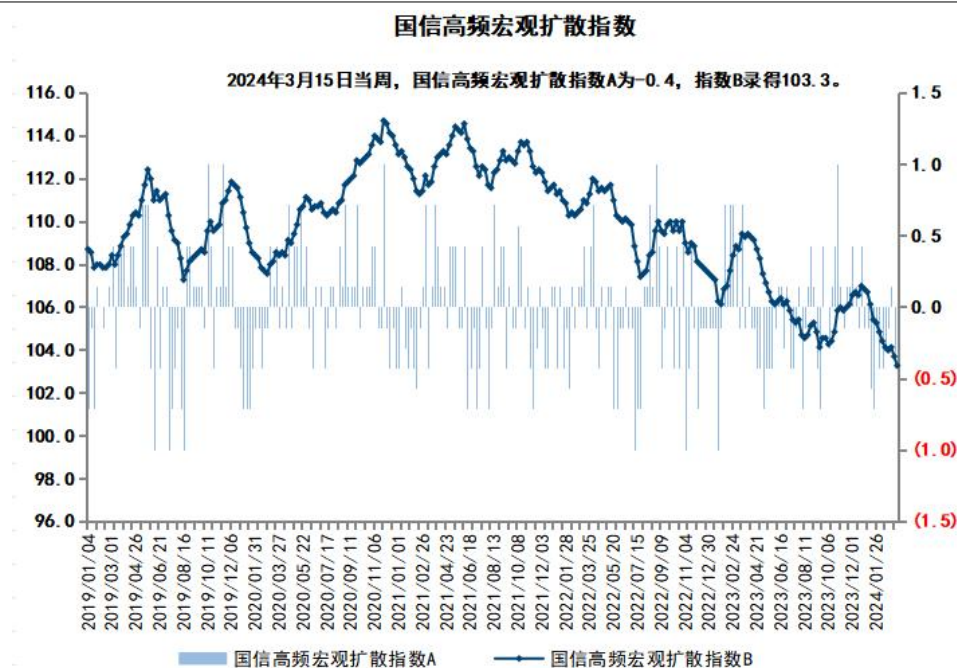
（2）2 月上旬国内流通领域生产资料价格小幅回落，中、下旬持续回升，3 月上旬继续上涨。预计 2024 年 3 月国内 PPI 环比转正，3 月 PPI 同比或小幅上行至 -2.6%。

经济增长高频跟踪：国信高频宏观扩散指数 B 继续下行

本周国信高频宏观扩散指数 A 维持负值，指数 B 继续下行。从分项来看，本周投资领域景气有所回落，消费、房地产领域景气变化不大。从季节性比较来看，本周指数 B 标准化后有所下行，表现逊于历史平均水平，国内经济增长向上动力仍偏弱。

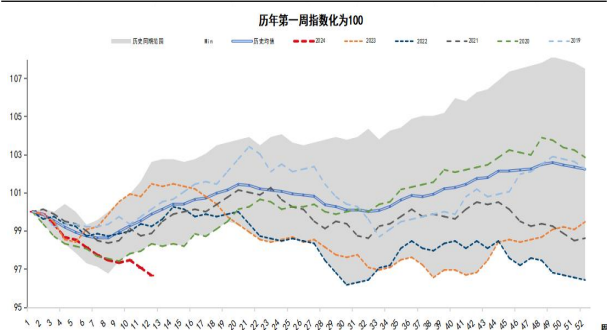
2024 年 3 月 15 日当周，国信高频宏观扩散指数 A 为-0.4，指数 B 录得 103.3，指数 C 录得-5.6%（-1.0pct.）。消费相关分项中，全钢胎开工率较上周上行，PTA 产量较上周下行，本周国内消费景气变化不大；投资相关分项中，焦化企业周度开工率、水泥价格、螺纹钢产量均较上周下行，本周国内投资景气有所回落；房地产相关分项中，30 大中城市商品房成交面积较上周上行，建材综合指数较上周下行，国内房地产领域景气变化不大。

图1：国信高频宏观扩散指数



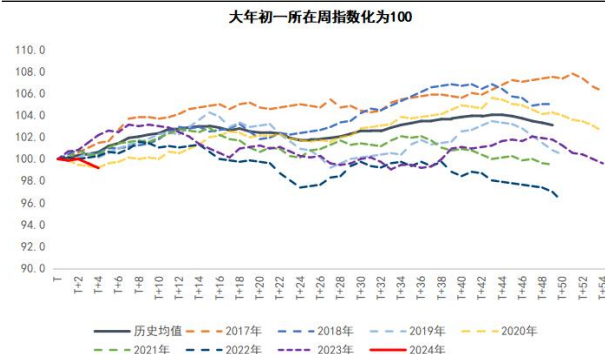
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图2：国信高频宏观扩散指数季节性分析（以阳历为基准）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图3：国信高频宏观扩散指数季节性分析（以农历为基准）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

周度资产价格：国内利率仍明显偏低

我们使用国信高频宏观扩散指数周度同比来预测下一周的十年期国债收益率、上证综合指数，预测的方向胜率高于57%。

本周（2024年3月15日所在周）十年期国债收益率和上证综合指数预测值仍高于实际发生值，而十年期国债收益率和上证综合指数实际发生值均上行，与预测值的差距有所收窄。其中十年期国债收益率预测值与实际发生值的偏差历史分位数仍高达91.9%，表明国内利率仍明显偏离国信宏观扩散指数所捕抓到的国内基本面情况。

模型的预测结果显示，下周（2024年3月22日所在周）十年期国债收益率预测值仍高于当前值，但上证综合指数预测值开始低于当前值，这指向下周十年期国债收益率

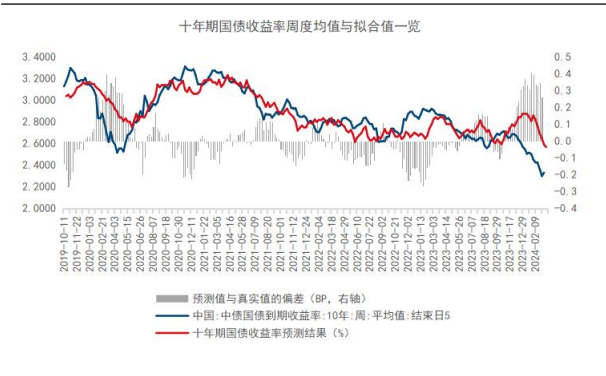
上行，上证综合指数下行。

表1: 周度资产价格预测值一览

	十年期国债收益率 (%)	上证综合指数	南华工业品指数
本周均值 (2024 年 3 月 15 日所在周)	2.33	3052.22	3964.34
本周均值预测值	2.59	3091.08	3745.79
本周预测值与真实值之差的历史分位数	91.9%	74.4%	24.8%
下周均值预测 (2024 年 3 月 22 日所在周)	2.57	3045.37	3712.25

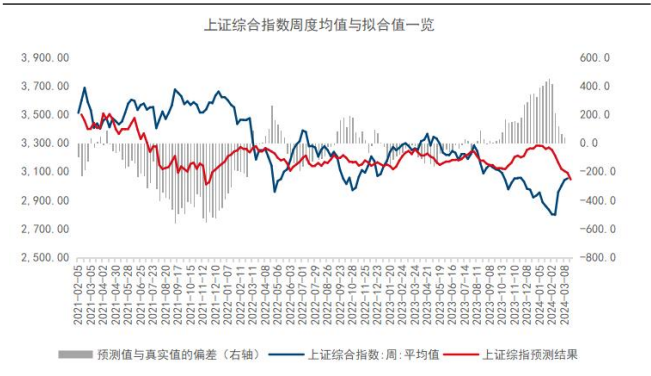
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算 (注: 国债收益率、上证综合指数、南华工业品指数预测值历史分位数计算的时间起点分别是 2019 年、2021 年、2023 年)

图4: 十年期国债收益率周度均值与预测值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

图5: 上证综合指数周度均值与预测值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理及测算

CPI 高频跟踪：食品、非食品价格均上涨

食品高频跟踪：食品价格上涨

本周（2024 年 3 月 9 日至 3 月 15 日）农业部农产品批发价格 200 指数拟合值较上周上涨 0.1%。分项来看，本周肉类、蔬菜价格下跌，蛋类、禽类、水果、水产品价格上涨。

截至 3 月 8 日，商务部农副产品价格 3 月环比约为-2.4%，低于历史均值-1.3%。

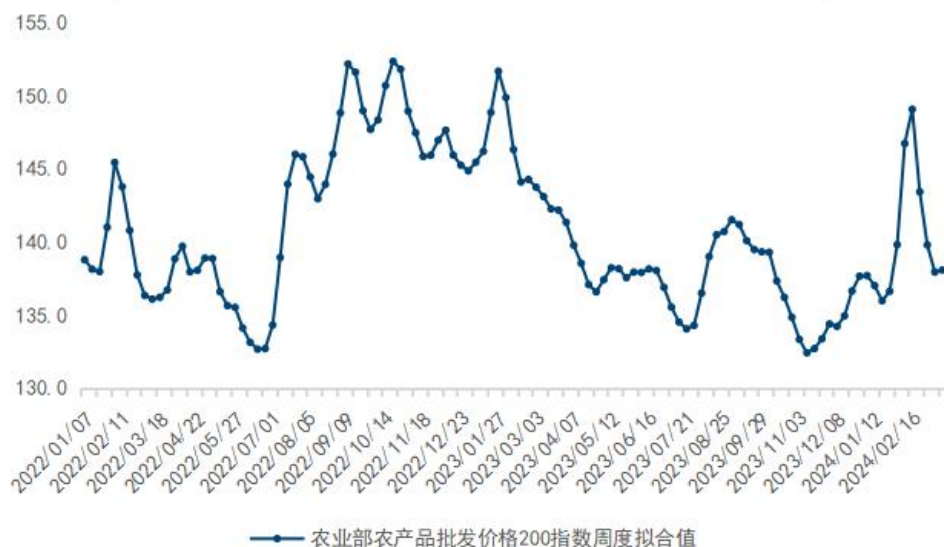
（1）农业部农产品批发价格

本周（2024 年 3 月 9 日至 3 月 15 日），农业部农产品批发价格 200 指数拟合值（根据我们估计的分项权重加权的結果，不是农业部直接公布的 200 指数）较上周上涨 0.1%。

分项来看，本周肉类、蔬菜价格下跌，蛋类、禽类、水果、水产品价格上涨。

截至 3 月 15 日，农业部农产品批发价格 200 指数拟合值 3 月环比为-4.7%，低于历史均值-3.4%。

图6：农业部农产品批发价格 200 指数拟合值周度均值走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

（2）商务部农副产品价格

2021 年统计局采用新的基期计算 CPI 各分项权重，我们将高频跟踪模型全部换成最新权重。

2024 年 3 月 2 日至 3 月 8 日当周，商务部农副产品价格指数较上周下跌 0.5%。

分项中，2024 年 3 月 2 日至 3 月 8 日当周与前一周相比，禽类价格上涨；粮食、蛋类、乳类、肉类、蔬菜、水产品、水果价格下跌；油脂、糖类、调味品价格维持不变。

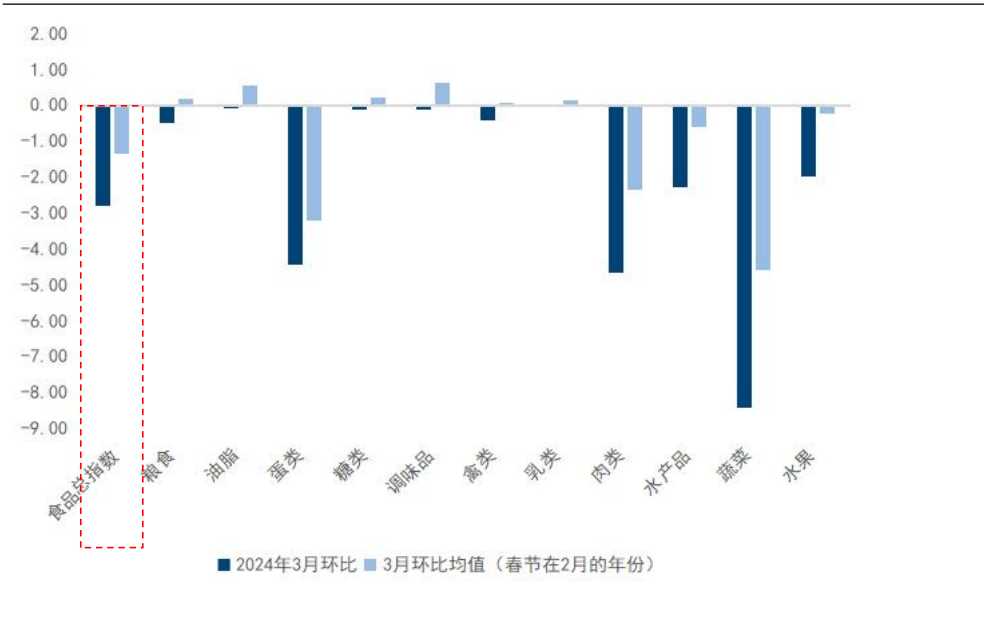
图7：商务部农副食品价格指数拟合值



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

截至 3 月 8 日当周，从全月累计均值环比来看，商务部农副产品价格 3 月环比约为-2.8%，低于历史均值-1.3%。分项中，3 月粮食、油脂、调味品、禽类、糖类、乳类、蛋类、肉类、水产品、蔬菜、水果价格环比均低于历史均值。

图8: 商务部农副食品价格指数拟合值月环比与历史均值比较一览

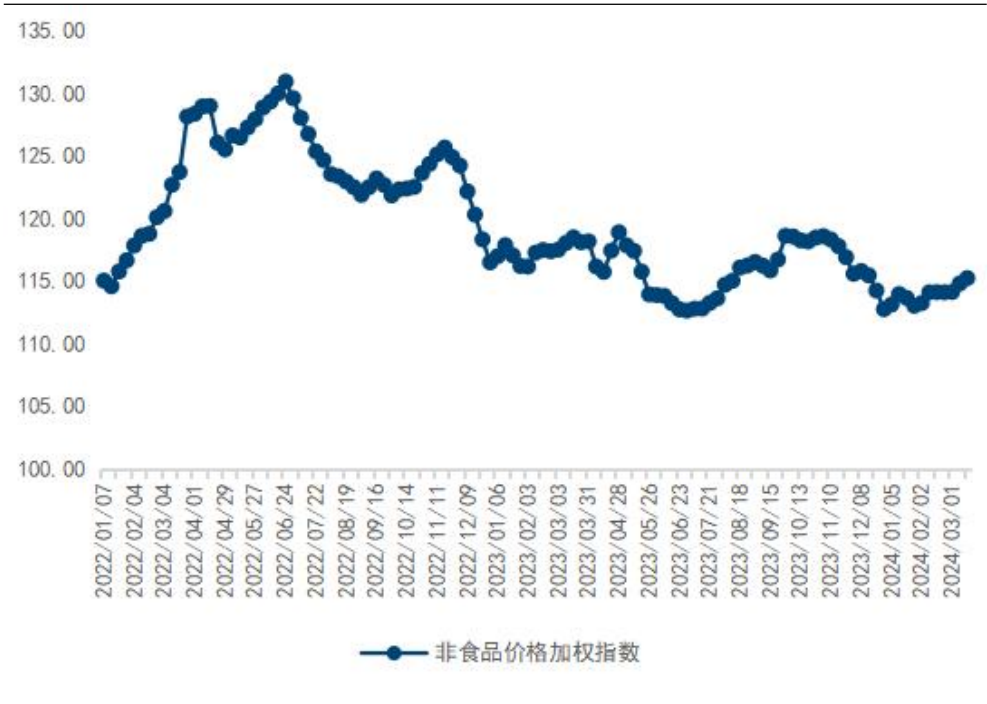


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

非食品高频跟踪：非食品价格上涨

本周（2024 年 3 月 9 日至 3 月 15 日）非食品综合高频指数上涨 0.4%。分项来看，黄金饰品、柴油、中药价格上涨，建材价格下跌，电子产品价格基本不变。

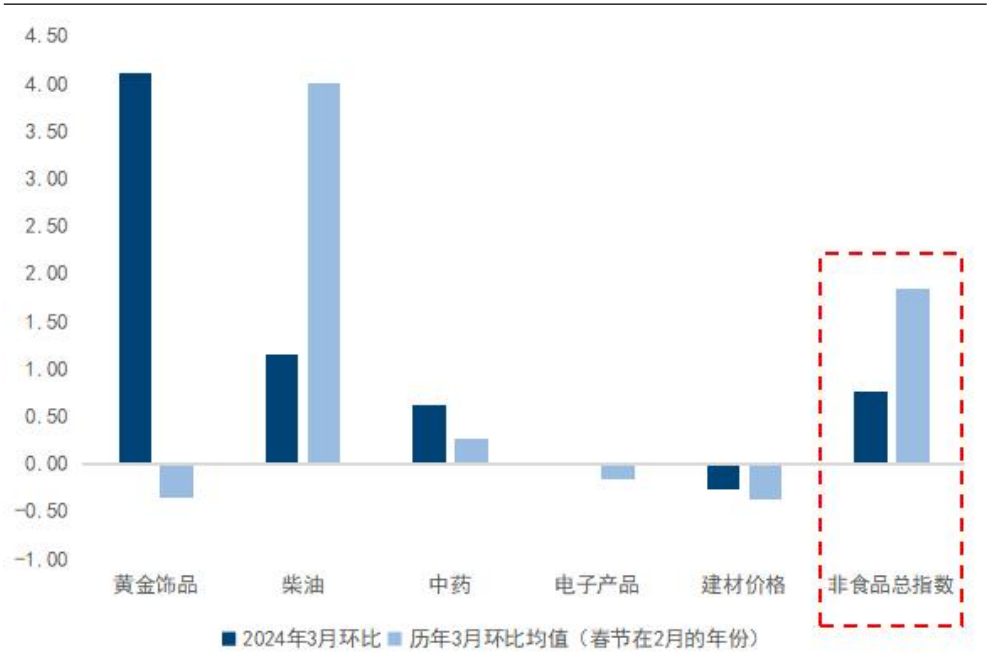
图9：非食品价格指数拟合值



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

截至目前的统计数据，3月非食品综合高频指数环比为0.8%，低于历史均值1.9%。分项中，黄金饰品、中药、电子产品、建材价格环比高于历史均值，柴油价格环比低于历史均值。

图10：非食品价格指数拟合值月环比与历史均值比较一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

CPI 同比预测：3 月 CPI 同比或回落至 0.4%

截至 3 月 8 日，商务部农副产品价格 3 月环比约为-2.8%，低于历史均值-1.3%，预计 2024 年 3 月食品价格环比低于季节性水平。截至 3 月 15 日，3 月非食品高频指标环比为 0.8%，低于历史均值 1.9%，预计 3 月整体非食品环比略低于季节性水平。

预计 3 月 CPI 食品环比约为-3.0%，CPI 非食品环比约为-0.1%，CPI 整体环比约为-0.6%，3 月 CPI 同比或回落至 0.4%。

PPI 高频跟踪：3 月上旬流通领域生产资料价格继续回升

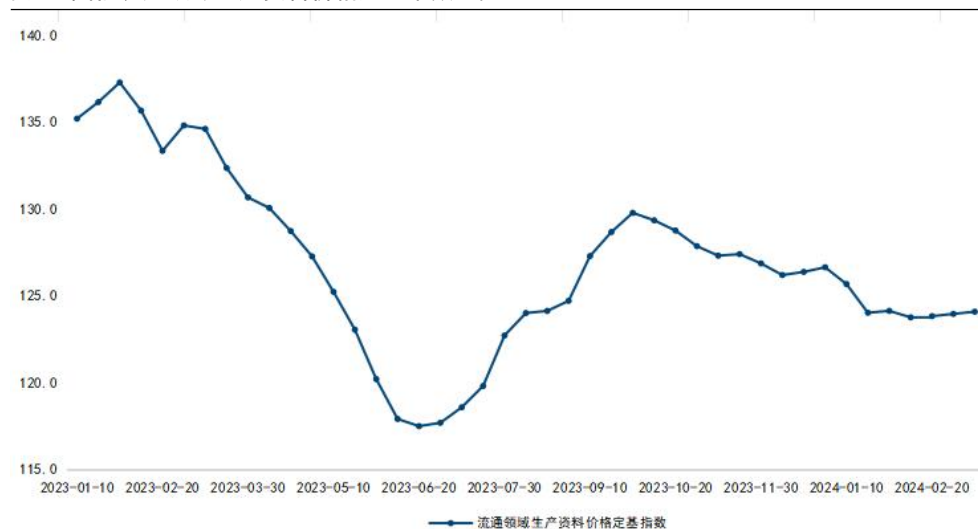
流通领域生产资料价格高频跟踪：3 月上旬继续回升

根据统计局发布 24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格，我们分别编制了 9 大类生产资料价格旬度定基指数，在此基础上，将 9 大类指数环比的算术平均值作为整体流通领域生产资料价格总指数的环比，编制出 PPI 高频跟踪的流通领域生产资料价格总指数。

2024 年 3 月上旬流通领域生产资料价格总指数较 2 月下旬上涨 0.1%。

流通领域生产资料九大产品类别中，3 月上旬有色金属、化工产品、石油天然气、大宗农产品、林产品价格上涨，黑色金属、煤炭、非金属建材、农业生产资料价格下跌。

图 11：国信流通领域生产资料价格定基指数一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

PPI 同比预测：3 月 PPI 同比或小幅上行至-2.6%

2 月上旬国内流通领域的生产资料价格有所回落，但中、下旬持续回升，3 月上旬继续上涨。预计随着稳增长政策推进，需求回暖，后续国内流通领

域生产资料价格或延续企稳回升态势。预计 2024 年 3 月国内 PPI 环比转正，PPI 同比或小幅上行至-2.6%。