

宏观

1-2 月工业企业利润稳健回升

2025 年 03 月 31 日

宏观周报（3 月第 4 周）

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@cscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 1) **权益：上周市场缩量下跌。**①市场方面，监管趋严，叠加财报季临近，加速题材股退潮，小盘股调整。②基本面方面，1-2 月规模以上工业企业营收与利润增速稳健回升，但价格拖累下中枢仍低。结构上，有色金属链、“两新”政策相关板块表现较好，建筑产业链表现较差。产成品库存从去年 8 月回落以来再度回升，补库趋势待验证；企业负债意愿小幅上行。③海外方面，美国将在 4 月 3 日开始对所有未在美国制造的汽车加征永久性 25% 的关税，从高频出口运价数据来看，关税冲击在 3 月或已有所显现，且当前内需表现虽然不弱，但仍然有所分化，新的关税冲击对基本面预期产生压力。
- 2) **固收：上周债市收益率整体下行。**①当周催化方面，资金方面，MLF 自 2024 年 7 月以来首次实现净投放，资金宽松预期边际增强，带动长端利率下行，但周四、周五央行再度转净回笼，市场对宽松预期转弱。配置方面，季末最后一周大行卖债压力缓解，配置力量增强，带动利率下行。另外股市情绪较弱，对债市情绪仍有支撑。②基本面仍然具有韧性，央行目前还是不急于宽松，资金磨顶呈现下行，但价格偏贵、仍受收一定外部限制。4 月即将公布的 3 月信贷和 PMI 预期偏强，长端 10 年国债利率从月底到 4 月初突破 1.8 的动力不强。目前利率曲线仍然平坦，短端或受益于资金磨顶和预期平稳。
- 3) **海外：美股下跌、美债利率震荡、美元指数下行、人民币贬值、黄金上行。**①关税担忧抬升，美国经济预期有所弱化，避险需求和通胀风险上行。美国总统特朗普表示，将对所有未在美国制造的汽车加征永久性 25% 的关税，关税担忧抬升，美国经济预期弱化拖累美股表现，避险需求增加带动黄金上涨，滞胀预期下美联储对降息表态较为谨慎。特朗普表示美国将通过史上最大规模减税法案，后续或对经济预期弱化产生一定对冲。②美国 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过预期的 2.7% 和前值 2.6%；环比则上涨 0.4%，超出预期和前值 0.3%，创 2024 年 1 月以来新高。数据进一步引发市场对顽固通胀以及潜在滞胀的担忧。
- 4) **上周事件：1-2 月工业企业利润稳健回升，但中枢仍低。**
- 5) **风险提示：基本面恢复不及预期、贸易摩擦超预期升级。**

正文目录

一、 市场宏观变量回顾 3

二、 上周宏观事件分析 4

 2.1 1-2 月工业企业利润稳健回升，但中枢仍低 4

三、 当周关注 7

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾..... 3

Figure 2 工业企业利润增速环比-季节性..... 5

Figure 3 工业企业利润增速产业链拉动分解图..... 5

Figure 4 工业企业利润行业累计增速图 (%) 6

Figure 5 工业企业利润累计同比拉动图..... 7

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	宏观变量点评
权益	上周市场缩量下跌，周均成交额 12608 亿元，环比缩量 2889 亿元。上证指数 -0.40%，深证成指 -0.75%，创业板指 -1.12%，万得全 A -1.29%；沪深 300 0.01%，小市值指数 -3.11%；恒生指数 -1.11%，恒生科技指数 -2.36%。板块上，医药生物、农林牧渔、食品饮料表现靠前，计算机、国防军工、通信表现靠后。风格上，价值好于成长、大盘好于小盘。	1) 市场方面，监管趋严，叠加财报季临近，加速题材股退潮，小盘股调整。2) 基本面方面，1-2 月规模以上工业企业营收与利润增速稳健回升，但价格拖累下中枢仍低。结构上，有色金属链、“两新”政策相关板块表现较好，建筑产业链表现较差。产成品库存从去年 8 月回落以来再度回升，补库趋势待验证；企业负债意愿小幅上行。3) 海外方面，美国将在 4 月 3 日开始对所有未在美国制造的汽车加征永久性 25% 的关税，从高频出口运价数据来看，关税冲击在 3 月或已有所显现，且当前内需表现虽然不弱，但仍然有所分化，新的关税冲击对基本面预期产生压力。
固收	上周债市收益率整体下行。全周 T2506 上涨 0.38%，TL2506 上涨 0.69%，TF2506 上涨 0.22%。现券来看，10 年国债活跃券下行 3.5BP，30 年国债活跃券下行 3.5BP，10 年国开下行 1.25BP，5 年国开下行 2.75BP，3 年国开下行 1BP，1 年国开下行 2BP。上周周全口径净投放 3036 亿元。本周央行公开市场将有 11868 亿元逆回购到期。	1) 当周催化方面，资金方面，MLF 自 2024 年 7 月以来首次实现净投放，资金宽松预期边际增强，带动长端利率下行，但周四、周五央行再度转净回笼，市场对宽松预期转弱。配置方面，季末最后一周大行卖债压力缓解，配置力量增强，带动利率下行。另外股市情绪较弱，对债市情绪仍有支撑。2) 基本面仍然具有韧性，央行目前还是不急于宽松，资金磨顶呈现下行，但价格偏贵、仍受收一定外部限制。4 月即将公布的 3 月信贷和 PMI 预期偏强，长端 10 年国债利率从月底到 4 月初突破 1.8 的动力不强。目前利率曲线仍然平坦，短端或受益于资金磨顶和预期平稳。
海外及其他	上周道指跌 0.96%，标普 500 指数跌 1.53%，纳指跌 2.59%。美债方面，2 年期美债收益率下行 4bp 至 3.91%，10 年美债收益率下行 0bp 至 4.25%。汇率方面，美元指数周跌 0.12% 报 104.0336，离岸人民币兑美元跌 118 个基点报 7.2697。大宗方面，美油期货涨 1.11%，COMEX 黄金期货涨 3.2%，LME 期铜跌 0.73%。	1) 关税担忧抬升，美国经济预期有所弱化，避险需求和通胀风险上行。美国总统特朗普表示，将对所有未在美国制造的汽车加征永久性 25% 的关税，关税担忧抬升，美国经济预期弱化拖累美股表现，避险需求增加带动黄金上涨，滞胀预期下美联储对降息表态较为谨慎。特朗普表示美国将通过史上最大规模减税法案，后续或对经济预期弱化产生一定对冲。2) 美国 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，超过预期的 2.7% 和前值 2.6%；环比则上涨 0.4%，超出预期和前值 0.3%，创 2024 年 1 月以来新高。数据进一步引发市场对顽固通胀以及潜在滞胀的担忧。

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 1-2 月工业企业利润稳健回升，但中枢仍低

事件：

1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 9109.9 亿元，同比下降 0.3%。去年 1-12 月累计增速为-3.3%。

点评：

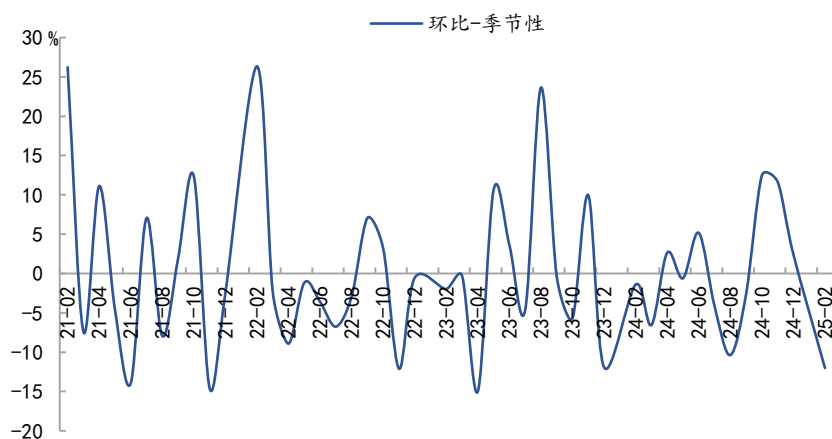
营收与利润增速稳健回升，但价格拖累下中枢仍低。1-2 月营收增速为 2.8% 和工业企业利润总额增速为-0.3%，均较去年全年增速 2.1%和-3.3%有所抬升，从月度趋势来看，营收和利润增速较 12 月明显回落，主要是 2024 年底以电力热力供应为代表的行业存在“利润调整”行为导致利润增速大幅上行，除去 12 月来看，利润增速保持了去年 9 月以来的回升趋势。从量、价、利润率拆分来看，1-2 月 PPI 基本持平去年，降幅未收窄，价格有待进一步企稳，工业增加值 5.9%的增速较去年全年 5.8%的增速小幅抬升，基本保持稳定，利润率方面由于去年上半年基数相对偏低，对同比增速降幅收窄有一定支撑，但仍然处在负增长区间。

结构上，有色价格上涨相关、“两新”政策相关表现较好，建筑产业链表现较差。1)金属大宗价格上涨带动下，有色采选增长 69.1%、有色冶炼增长 20.5%；2) 在大规模设备更新相关政策带动下，通用设备、专用设备行业利润同比分别增长 6.0%、5.9%。其中，通用零部件制造、采矿冶金建筑专用设备制造、医疗仪器设备及器械制造等行业利润快速增长，同比分别增长 19.3%、14.1%、10.6%。随着消费品以旧换新政策加力扩围，多元化消费场景不断创新，带动相关产品所在行业及链条行业效益向好。其中，在汽车置换更新补贴政策带动下，汽车制造业利润同比增长 11.7%；在电子、家电产品以旧换新政策惠及面不断扩大的背景下，智能消费设备制造、家用厨房电器具制造、家用制冷电器具制造等行业利润分别增长 125.5%、19.9%、19.2%。相关产品的链条行业利润较快增长，其中，家用电力器具专用配件制造、汽车零部件及配件制造、光电子器件制造等行业利润分别增长 18.4%、15.3%、9.3%。3) 1-2 月春节错位下，建筑链利润表现较差，非金属矿制品、木材、家具等利润负增显著。

库存从去年 8 月回落以来再度回升，补库趋势待验证；企业负债意愿小幅上行。截至 2025 年 2 月末，规上工业企业产成品库存同比 4.2%，较 2024 年

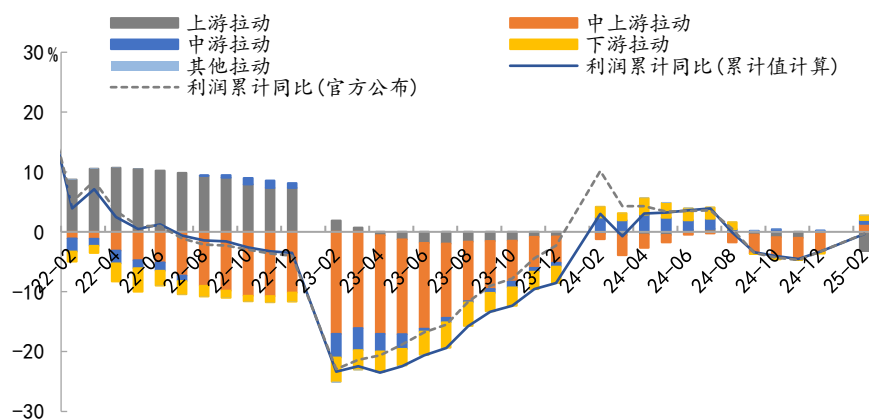
末上行 0.9 个点；剔除 PPI 后的实际库存同比 6.4%，较 2024 年末上行 0.8 个点。截至 2025 年 2 月末，规上工业企业资产负债率 57.4%，同比上行 0.2 个点。

Figure 2 工业企业利润增速环比-季节性



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 工业企业利润增速产业链拉动分解图



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 工业企业利润行业累计增速图（%）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 工业企业利润累计同比拉动图

累计同比拉动 (%)		2025-02	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03
上游	采矿业	-5.15	-1.46	-2.12	-2.12	-1.78	-1.66	-1.64	-1.95	-3.35	-4.08	-4.24
	电力、热力、燃气及水的生产和供应	1.96	1.40	1.14	1.22	1.32	1.63	2.15	2.29	2.85	3.59	3.73
中上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	-0.09	-1.19	-1.33	-1.38	-1.31	-1.00	-0.81	-0.73	-0.69	-0.69	-0.35
	化学原料及化学制品制造业	-0.04	-0.58	-0.59	-0.48	-0.23	0.06	0.30	0.06	-0.26	0.22	-0.64
	化学纤维制造业	0.03	0.11	0.09	0.09	0.09	0.13	0.18	0.20	0.23	0.23	0.21
	橡胶和塑料制品业	0.00	0.02	0.01	0.06	0.06	0.17	0.26	0.26	0.39	0.37	0.18
	非金属矿物制品业	-0.75	-1.83	-1.90	-2.02	-2.09	-2.12	-2.05	-2.23	-2.50	-2.52	-2.60
	黑色金属冶炼及压延加工业	-1.43	-0.36	-0.46	-0.82	-1.05	-0.68	-0.20	-0.06	0.40	-1.11	1.09
	有色金属冶炼及压延加工业	0.60	0.51	0.67	1.18	1.38	1.56	1.86	1.83	1.75	1.29	1.06
	金属制品业	0.01	-0.06	-0.07	-0.03	0.00	0.16	0.19	0.20	0.21	0.01	-0.17
	造纸及纸制品业	-0.14	0.01	0.05	0.12	0.19	0.29	0.35	0.32	0.38	0.40	0.31
中游	通用设备制造业	0.17	0.03	-0.03	0.00	0.03	0.13	0.21	0.17	0.07	0.20	0.06
	专用设备制造业	0.15	0.03	-0.04	-0.17	-0.18	-0.19	-0.07	-0.12	-0.30	-0.29	-0.39
	铁路船舶航空航天和其他运输设备制	0.80	0.26	0.34	0.37	0.34	0.37	0.39	0.37	0.31	0.31	0.27
	电气机械及器材制造业	-0.17	-0.17	-0.26	-0.43	-0.60	-1.01	-0.73	-0.73	-0.60	-0.57	-0.88
	计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.34	0.00	-0.12	0.53	0.42	0.82	1.52	1.55	2.47	2.85	2.65
	仪器仪表制造业	0.16	0.07	0.03	0.01	0.00	0.01	0.04	0.03	0.01	-0.02	-0.04
	农副食品加工业	0.62	-0.04	-0.01	0.01	0.06	0.22	0.27	0.20	0.10	-0.07	-0.44
	食品制造业	0.13	0.15	0.12	0.13	0.13	0.18	0.20	0.22	0.26	0.30	0.28
	酒、饮料和精制茶制造业	-0.04	0.23	0.31	-0.27	-0.30	0.40	0.54	0.49	0.31	0.30	0.33
下游	烟草制品业	0.24	0.11	0.05	0.06	0.05	0.05	0.03	0.03	0.10	0.16	0.19
	纺织业	0.06	0.04	0.05	0.06	0.10	0.14	0.16	0.18	0.19	0.14	-0.08
	纺织服装、服饰业	-0.06	0.01	0.03	0.04	-0.01	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.03	-0.12
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.06	0.02	0.04	0.04	0.04	0.05	0.04	0.05	0.04	0.08	-0.07
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品	-0.06	-0.04	-0.03	-0.01	-0.01	0.00	0.02	0.03	0.03	0.01	-0.06
	家具制造业	-0.14	0.01	0.02	0.03	0.05	0.04	0.06	0.02	0.06	0.09	0.03
	印刷业和记录媒介的复制	-0.04	-0.06	-0.03	-0.02	-0.02	0.06	0.07	0.07	0.09	0.09	0.07
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.12	0.04	0.05	0.04	0.04	0.08	0.11	0.13	0.18	0.17	0.02
	医药制造业	-0.15	-0.07	-0.11	-0.05	-0.03	-0.03	-0.05	0.03	-0.02	-0.05	-0.46
	汽车制造	0.36	-0.60	-0.51	-0.31	-0.18	0.00	0.37	0.59	1.13	1.50	1.45
	上游拉动	-3.19	-0.06	-0.98	-0.90	-0.47	-0.03	0.51	0.34	-0.50	-0.48	-0.51
	中上游拉动	1.37	-3.37	-3.59	-3.41	-3.15	-1.72	-0.26	-0.48	-1.26	-2.20	-3.38
	中游拉动	0.64	0.22	-0.02	0.43	0.20	0.42	1.71	1.58	2.35	2.88	1.96
	下游拉动	0.74	-0.20	-0.01	-0.27	-0.06	1.19	1.84	2.02	2.46	2.75	1.15
工业企业利润累计同比（累计值计算值）		-0.34	-3.31	-4.51	-4.05	-3.40	-0.07	3.93	3.62	3.20	3.04	-0.74

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

三、当周关注

日期	事件
3 月 31 日（周一）	09:30 中国 3 月官方制造业 PMI：前值 50.20，预期 51.70
4 月 1 日（周二）	22:00 美国 3 月 ISM 制造业 PMI：前值 50.30，预期 50.30
4 月 3 日（周四）	22:00 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI：前值 53.50，预期 53.00
4 月 4 日（周五）	20:30 美国 3 月失业率:季调(%)：前值 4.10，预期 4.20
	20:30 美国 3 月非农就业人口变动:季调(千人)：前值 151.00，预期 128.00

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。