

研报精选

2024年3月31日 第164期

宏观专栏

上调一季度增长预测

报告认为，2024年1-2月我国主要经济数据显著好于市场预期，其中有闰年因素的影响，也可能部分反映经济基本面边际改善。同时海外经济表现较好，其库存周期拉动中国出口。综合分项预测，报告将我国一季度GDP同比增速由4.5%左右上调至5.0-5.5%。

美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性

报告认为，今年美国大选候选人经济政策上的差异会带来不确定性，但目前联邦政府大财政和加码产业政策的趋势或将延续，这也意味着美国对全球资源品和资本品的旺盛需求还将持续。

专题聚焦

基数和春节错位下的财政低收

报告认为，2022年制造业中小微企业缓缴税费在去年年初集中入库拉高基数，以及今年春节因素导致奖金发放形成的个税收入较晚确认，是前2个月一般预算收入同比负增的主要原因。

印度绿色转型：产业政策，可持续金融和碳市场

报告从产业政策、可持续金融和碳市场等方面分析了印度绿色转型，认为印度在产业政策上侧重本土化产能扩张，在可持续金融上推动投融资共同发力，在碳市场建设上已形成初步方案。

宏观专栏

上调一季度增长预测

1-2月主要经济数据显著好于市场预期，其中有闰年因素的影响，也可能部分反映经济基本面边际改善。海外经济表现较好，其库存周期拉动中国出口。春节假期所呈现的商品和服务消费超预期景气，有阶段性的提振因素，但也不排除经济结构调整的影响。我们将一季度GDP同比增速由4.5%左右上调至5.0-5.5%。展望未来，1-2月的新增社融与信贷均同比少增，而更能转为实物工作量的信贷融资有所增长。但中国还处于金融周期下行阶段，需求不足是主要矛盾，经济复苏基础仍需财政发力来巩固。

闰年2月自然日比平常年份多一天，会提升当月经济增速，但难以准确量化这个因素对增长的影响。以工业增加值为例，统计局曾在《2009年2月工业生产主要指标》的脚注中解释过2008年闰年天数对2009年1-2月工业增加值增速的影响¹。我们依据历史数据的研究显示，1-2月工业增加值与1-2月工作日天数占全年比重之间呈现正相关性，1996年后²1-2月工业增加值占全年比重在闰年平均为13.8%，在平年则平均为13.7%。如果简单地按照自然日天数来算，多一天可能导致当季增长多一个百分点，如果按照一半来算，对当季增长带来半个百分点，以此类推。不过单季变化对全年影响不大（比如前述两个情景可能分别对全年增长带来0.2/0.1个百分点左右的影响）。

数据超预期也可能部分反映经济基本面边际改善。比如，我们对出口数据季调后，也显示出1-2月出口同比可能较市场预期多3个百分点。1、2月发达经济体制造业PMI分别为48.9%、49.3%，较2023年12月的47.0%边际改善。1-2月韩国日均出口同比增长8.6%（2023年12月为14.3%），虽然较12月放缓，但上升趋势未改，1-2月越南出口同比增长19.3%（2023年12月为8.1%）则有所加速。往前看，我们预计出口的边际改善态势或仍将持续，3月前20天韩国从中国日

¹ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202303/t20230301_1919499.html

² 1996年以前是单休，1996年以后是双休，为了口径可比我们从1996年开始计算，并排除2020年。

均进口同比-9%（1-2月为-11.8%）。由于3月的高基数，出口同比增速或有一定程度的下降，但是整体一季度出口增速或高于我们此前预测，我们上调一季度出口同比增速1.5个百分点至1.0%。

春节假期所呈现的商品和服务消费超预期景气，有一些阶段性的提振因素，比如8天法定假日的集中安排、之前抑制需求的集中释放等，但也不排除经济结构调整的影响。比如，中西部地区、低能级城市等下沉市场的增长亦有助于支撑总体消费。2020年以来，收入水平较低省份的人均可支配收入和消费支出增速都呈现出相对更快增长势头，传统劳务输出省份过去几年也出现人员净流入趋势。3月中下旬，部分地方出台促进消费品以旧换新的政策，比如宁夏³、江苏（南京⁴、无锡⁵）等地对汽车和家电等消费品提供购物补贴。即使考虑到节后消费活动的自然回落，我们预计1季度社零总额增速依然高于我们此前的预计值，我们上调社零总额增速0.8个百分点至4.8%。

1-2月制造业、房地产投资同比超预期改善。虽然有高基数影响，1-2月固定资产投资同比为4.2%，与2023年12月的4.1%大致持平，其中地产、制造业投资边际改善，同比-9.0%、9.4%，分别较去年12月改善3.5、1.2个百分点，我们上调一季度制造业投资增速1.6个百分点至9.0%。1-2月房地产投资增速超预期，我们将一季度地产投资增速预测值由-13%上调至-10%。1-2月基建同比增长9.0%，不过专项债发行进度略慢，我们对一季度基建投资增速预测从之前的12.9%小幅下调至12.0%。综合来看，我们上调一季度固定资产投资增速0.5个百分点至6.6%。

综合分项预测，我们将一季度GDP同比增速由4.5%左右上调至5.0-5.5%。从前瞻指标来看，1、2月中采PMI新订单环比变化略强于季节性，显示需求收缩边际有所改善，财新制造业PMI继续扩张；虽然1-2月的新增社融与信贷均同

³ https://dofcom.nx.gov.cn/xwzx_274/swdt/202403/t20240320_4490796.html

⁴ https://www.zgjssw.gov.cn/shixianchuanzhen/nanjing/202403/t20240320_8233537.shtml

⁵ <https://www.wuxi.gov.cn/doc/2024/03/19/4240319.shtml>

比少增，但更能转为实物工作量的信贷融资有所增长。我们早前的研究表明，国际经验显示，金融周期下行阶段，经济复苏力度不及金融周期上行时期。总体而言，因为中国还处于金融周期下行阶段，需求不足是主要矛盾，经济复苏基础需要财政发力来巩固。



以上观点来自：2024年3月26日中金公司研究部已发布的《上调一季度增长预测》

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

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

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

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

宏观专栏

美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性

美国大选是2024年重要事件，大选年大类资产会有什么样的表现？综合历史情况来看，大类资产在选举年的表现并不稳定。以股市为例，虽然选举后标普500收益率均值普遍高于选举之前，但胜率并无明显的差异。不过如果我们聚焦不确定性最强的几个年份，资产表现将变得更加确定。根据每次大选最终结果选举人票的差异进行排序，除处在互联网泡沫破裂时期的2000年，在两位候选人最势均力敌的2004、2020和2016年，以标普500指数为指标，权益市场在选举前的3个月陷入粘滞震荡状态，而在选举结果确定后权益市场迅速从粘滞中挣脱，且选举后一个月标普500指数年化收益率大幅领先于选举前一个月。类似的趋势也在大宗商品中得到体现，选举之前候选人竞选主张的差异增加宏观局势的不确定性，投资者出于避险情绪延迟投资，抬升风险溢价，进而抑制大宗商品价格；高位的风险溢价随着选举结果尘埃落定降低后，大宗商品价格迅速上涨，因此大选年选举后一个月大宗CRB现货指数年化收益率显著高于选举前一个月，这种趋势比权益市场的规律更为稳健，在互联网泡沫破裂的2000年和金融危机的2008年依然成立。大宗商品收益受选举影响在不确定性高的年份愈加明显。以选举不确定性较大的2004年为例，选举前后一个月大宗CRB指数收益率差值达到90%。

今年大选的不确定性主要来源于候选人经济政策上的差异。按照拜登目前的主张，其经济政策走向可能并不会和如今有多大差异⁶。而若按照特朗普当前的竞选主张，财政方面走向可能是减税让利，扭转当前企业有效税率上行趋势使其重新回到下行轨道，强化如今联邦政府的大财政趋势；货币政策方面，特朗普一系列扩张支出和减税主张或将加剧通胀中枢上行，迫使货币政策更大程度得配合财政政策；贸易和产业政策方面，特朗普的政策主张可能加剧贸易摩擦，停止对新能源产业的支持⁷。

⁶ <https://www.usatoday.com/elections/voter-guide/2024-11-05/candidate/joe-biden>

⁷ <https://www.usatoday.com/elections/voter-guide/2024-11-05/candidate/donald-trump>

在高度不确定性下，我们试图寻找确定性的线索。首先，在财政和产业政策方面，虽然特朗普和拜登政府在税率和新能源产业等领域上存在差异，但是按照两位候选人的竞选主张，目前联邦政府大财政和加码产业政策的趋势或将延续。值得注意的是，大财政除了体现在两位候选人对大基建等领域的共识外，长期来看为了减缓收入不平等问题的财政也有其必然性（详见《[2024年破立之间：海外市场的共识与变数](#)》）。其次，在贸易和产业政策方面，美国与其它国家贸易摩擦风险依然存在，制造业回流和再工业化大概率持续进行，在短期内或将加剧通胀压力。最后，大财政和产业政策的延续性意味着美国将对全球资源品和资本品提供长期需求。这进一步强化了我们此前的观点：在新宏观范式下，实物资产的重要性愈加凸显，新一轮大宗商品的超级周期正在开启（详见《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》和《[从新宏观范式看“中特估”](#)》）。



以上观点来自：2024年3月25日中金公司研究部已发布的《美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

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

专题聚焦

基数和春节错位下的财政低收

财政部发布前2个月财政收支数据。整体上，前2个月财政政策强度继续小幅提升，一般预算收入同比负增，似乎与年初经济企稳有所矛盾，但两者背离主要是受基数和春节错位因素扰动，我们预计3月收入数据将有所改善；卖地收入低位企稳，但专项债发行进度偏慢，或反映项目储备和开工进度有待提速。若年内项目推进有所加快，我们预计今年全年基建投资同比增速有望达到10%左右。

一般预算账户方面，基数和春节因素扰动前2个月收入同比增速，支出增速较高，体现年初财政发力。前2个月一般公共预算收入同比-2.3%（2023年全年增速为6.4%），支出同比6.7%（2023年全年增速为5.4%）。

► 2022年制造业中小微企业缓缴税费在去年年初集中入库拉高基数，以及去年年中增量减税政策带来的翘尾效应，是前2个月一般预算收入同比负增的主要原因，根据财政部测算⁸，可比口径下前2个月一般公共预算收入同比增长2.5%左右。今年一般预算收入增速目标为3.3%，前2个月收入序时进度位于历史上的平均水平，若年内经济增长动能平稳，全年实现预算目标的概率较高；

► 春节因素对年内税收节奏带来扰动，这是前2个月个人所得税同比大幅下降15.9%的重要因素。今年春节假期落在2月中旬，去年则落在1月下旬，由于部分企业会在春节假期前发放奖金，因此今年奖金发放形成的个税会体现在3月税收数据。从近些年的春节落在2月、上年春节落在1月的案例看，2013、2015和2018年前2个月的个税同比增速均出现明显回落，并在3月有一定回升。因此，不宜过度解读前2个月个税负增数据。此外，去年下半年提高居民个税专项附加扣除标准的政策，对今年年初个税增速也有一定的负向翘尾效应，不过影响相对较小；

► 前2个月一般预算支出增速加快，结构上尤其体现在基建领域提速，主

⁸ <http://www.scio.gov.cn/live/2024/33514/tw/>

要反映去年增发国债在今年年初加快使用。

政府性基金账户方面，前2个月卖地收入跌幅继续收窄，专项债发行和支出进度则偏慢。前2个月政府性基金收入总额7149亿元，同比变动2.7%；支出同比-10.2%，反映土地市场呈现低位企稳特征，同时政府性基金支出的序时进度不快，专项债发行进度也偏慢，不过今年1季度国债发行规模远高于往年，中央加杠杆的时点较早，对此起到一定对冲。

今年前2个月基建同比增长9.0%，其中水利和交运投资增速均较高，但项目储备和开工或有待提速。年初基建平稳开局，我们认为与4Q23增发的1万亿元国债在年初集中下达并加快使用有关。不过前2个月重大固定资产投资新开工计划总投资额同比-19.8%，新开工项目情况不太乐观，这或与今年春节较晚或相关，部分省份或在3月迎来新开工热潮，但结合当前专项债发行偏慢以及采招网统计的基建中标额同比增速放缓的情况，基建项目储备和开工有待提速以稳增长。若项目推进有所加快，我们预计今年全年基建投资同比增速有望达到10%左右。

以上观点来自：2024年3月25日中金公司研究部已发布的《基数和春节错位下的财政低收》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

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

专题聚焦

印度绿色转型：产业政策，可持续金融和碳市场

作为目前全球第五大经济体、人口最多的国家、仅次于中国和美国的世界第三大碳排放国，印度能否以更绿色、更可持续的方式实现经济增长，不仅对印度应对气候风险十分重要，也会对全球能否实现巴黎协定目标产生实质性影响。

印度绿色转型目标及面临的挑战

印度目前的绿色转型目标主要包括：（1）2070年实现净零排放；（2）GDP排放强度2030年较2005年降低45%；（3）非化石燃料累计发电装机容量2030年达到约50%；（4）2030年非化石能源发电装机容量达到500GW。

印度实现绿色转型面临以下挑战：（1）经济增长和绿色转型的矛盾较为突出。工业化、城镇化进程中能源需求较大，在经济扩张的同时实现减碳目标更需要加快能源结构调整的步伐；（2）以煤炭为主的能源结构短期内难以改变；（3）可再生能源的基础设施仍较薄弱，也面临公共事业信誉较低和办理流程较慢等问题；（4）在提升电力基础设施方面，需要协调中央和邦层面较为复杂的责任主体，也受到配电公司财务状况恶化和各级政府赤字的多重制约。

印度绿色产业政策：侧重于本土化产能扩张，但目前收效甚微

印度新能源装机逐步提升，但本土制造能力较弱，其绿色产业政策重在充分把握不断降低的新能源成本带来的机遇，在本国实现装机容量大幅扩张的同时尽可能提升本土制造比例。（1）**光伏**：在生产关联激励计划等政策支持下，印度光伏2021年以来在建产能和计划扩产规模较往年有较大提升，但由于起步晚，目前两者仍均在5GW以内。未来五年，中国仍将占据光伏产业链主导地位。在关税和非关税壁垒影响下，印度光伏对中国的依赖度2022年呈现下降趋势，但根据国际能源署IEA的测算，使用相对昂贵的本国制造替代进口，将在2023-2028年间使得印度光伏供应成本增加80亿美元；（2）**风电**：虽然有加速折旧政策和基于发电量的激励措施等政策支持，印度陆上风电新增装机规模有限，尚不足中国的十分之一，印度在全球风机市场的份额也几乎可以忽略不计，风机市场仍将由中国和欧盟主导；（3）**氢能**：过去二十年间，氢能一直在印度低排

放电力供应体系中扮演关键角色，2022年印度总低碳发电量的40%来源于氢能，但以灰氢为主；2023年印度政府批准了《国家绿色氢能计划》，以刺激绿色氢能发展；（4）**电动车**：印度电动车销量渗透率只有1.5%，还处在电动化的初始阶段。印度新能源车辆支持政策对于二轮三轮车的刺激和电动汽车并重，其中，FAME-II电动汽车倡议、生产挂钩激励计划关注扩张本土产能。

印度可持续投资：投融资端共同发力，助力可持续金融发展

印度央行估算，为实现印度低碳转型目标，每年所需资金支持相当于印度年度国内生产总值的2.5%。目前，印度可持续金融市场虽缺乏健全的顶层设计，但在实践中，其绿色信贷已成规模，也已成为新兴市场中第二大绿色债券发行国。在融资端，印度将可再生能源纳入优先部门贷款，并在2023年以国家信用为支撑，以低于同期国债10bp的利率发行了1,600亿卢比的主权绿色债券。在投资端，印度的主要金融机构已经发布了ESG框架，环境信息披露的要求也正在从自愿向强制转变。此外，为获取前沿低碳技术，同时引入国际资金以弥合巨大的融资缺口，印度积极投身于众多多边及双边国际合作计划之中。

印度碳市场：已形成初步建设方案，将基于已有交易机制进行转化

建设全国碳市场是印度实现绿色转型的重要抓手之一，也有助于其应对欧盟碳关税等国际碳壁垒。为提升交易效率，印度计划对现存多个交易标的进行统一，逐步拓展“执行、实现和交易（Perform Achieve Trade, PAT）”机制并转型为面向有强制性减排义务主体的合规碳市场，同步建设基于碳补偿项目的自愿碳市场。由于现有交易机制存在供大于求的问题，印度面临的首要任务之一是刺激需求增长并消纳过剩的碳结余量。

以上观点来自：2024年3月22日中金公司研究部已发布的《印度绿色转型：产业政策，可持续金融和碳市场》

李雅婷 分析员 SAC 执证编号：S0080523100001

王子叶 联系人 SAC 执证编号：S0080123070067

金成 分析员 SAC 执证编号：S0080524020017 SFC CE Ref: BTY613

郭婉祺 联系人 SAC 执证编号：S0080123040068

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381

刘均伟 分析员 SAC 执证编号：S0080520120002 SFC CE Ref: BQR365

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.3.25 中国图说中国宏观周报：基数和春节错位下的财政低收
- 2024.3.25 海外宏观专题报告：美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性
- 2024.3.26 中国宏观热点速评：上调一季度增长预测
- 2024.3.28 中国宏观热点速评：总体放缓，出口支撑中游——2024年1-2月工业企业利润点评

策略及大宗商品

- 2024.3.28 主题策略：如何寻找分红提升的投资机会
- 2024.3.30 全球资金流向监测：北向与主动外资继续背离

固定收益

- 2024.3.25 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.3.25 专题研究：长期限信用债投资价值分析
- 2024.3.25 招投标备忘录：国开债24年第5、10期增发——利率债招标分析
- 2024.3.25 专题研究：再谈“资产荒”——四轮“资产荒”的市场表现、成因及反转
- 2024.3.27 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.3.27 招投标备忘录：国开债24年第5、13期增发——利率债招标分析
- 2024.3.28 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.3.29 中国可转债策略周报：寻回暂时缺席的弹性-暨四月10大转债
- 2024.3.30 信用债收益率跟踪周报：理财季末回表，信用利差被动走扩
- 2024.3.30 深度研究：中美债市双牛格局未改——2024年二季度国内外经济及债市展望

行业

- 2024.3.25 公用事业：风光公用环保周报：1-2月光伏组件出口超预期；首月用电数据“开门红”
- 2024.3.25 REITs：公募REITs周报（3.18-3.22）：市场延续回调，关注解禁及年报影响

- 2024.3.25 软件及服务：人工智能十年展望（十八）：AI+法律，法律智能化与创新
- 2024.3.25 机械：SEMICON见闻：关注光伏设备平台化布局以及半导体量检测设备国产化进展
- 2024.3.25 煤炭：煤炭周度观察（3.15~3.22）：煤价延续下跌，焦炭第六轮提降落地
- 2024.3.25 建材：玻纤企业发布涨价通知+国常会积极表态，关注建材估值修复机会
- 2024.3.26 博彩及奢侈品：4Q23美高梅中国总博彩收入市场份额升幅最高
- 2024.3.26 不动产与空间服务：周评#383：销售环比改善，政策取态积极
- 2024.3.26 房地产：国常会房地产表态积极，交易性机会再现
- 2024.3.26 家电及相关：空调内外销双优，龙头业绩稳健
- 2024.3.26 主题研究：1-2月逆变器出口数据修复，印度超预期
- 2024.3.27 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：收入增长环比提速，AI大模型迭代推动应用端商业落地
- 2024.3.27 传媒互联网：OTA和网约车月报：节后出行需求回落
- 2024.3.28 航空航天科技：四部门联合发文，助力低空经济万亿启航
- 2024.3.28 汽车及零部件：eVTOL：技术路线讨论，分布式电驱动详解
- 2024.3.28 电力电气设备：低空飞行加速驶来，有望成为新的广阔蓝海
- 2024.3.28 日常消费：零研月报：1-2月品类销售额增速分化，饮品类延续较好表现
- 2024.3.29 汽车及零部件：小米SU7正式发布；定价订单超预期看好产业链弹性
- 2024.3.29 交通运输物流：中金看海外公司 | 三菱商事：日本最大综合商社
- 2024.3.29 机械：复合集流体月报：量产节点临近
- 2024.3.29 科技硬件：智算未来系列二：硅光新时代，互联通信跨越式发展、计算&传感未来可期
- 2024.3.29 科技硬件：智算未来系列三：载板行业提速，算力芯片底座升级
- 2024.3.30 博彩及奢侈品：2024年2月欧洲消费者信心减弱
- 2024.3.30 汽车及零部件：海外车企2023年业绩回顾：全年销量大幅回升，电动智能化投入持续增长
- 2024.3.30 汽车及零部件：智能汽车前沿月报：NOA渗透率攀升；高价值部件激光雷达、空悬加速上车

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