

2024年3月21日

中国宏观

稳步开局，回升向好—中国 1-2 月经济数据点评

中国 2024 年 1-2 月整体数据普遍超预期。具体来看，1-2 月规模以上工业增加值同比 7.0%，高于 WIND 一致预期 4.3%，前值 6.8%；1-2 月社零同比 5.5%，略高于 WIND 一致预期 5.4%，前值 7.4%。1-2 月固定资产投资同比 4.2%，WIND 一致预期 3.2%，前值 3.0%。1-2 月房地产开发投资同比-9.0%，前值-9.4%。

蔡瑞, CFA

Carl.Cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1808

李少金

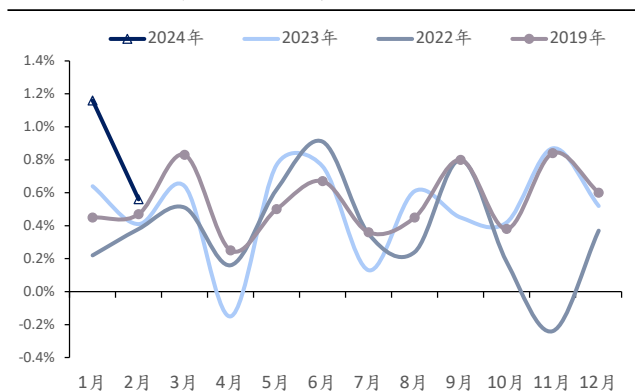
Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

- ⊕ **工业生产延续恢复并强于季节性，高技术产业增速加快。**1-2 月规模以上工业增加值同比大超市场预期，工业生产整体延续上行趋势。环比来看，1 月工业增加值环比增 1.5%，2 月回落至 0.6%，但仍明显强于季节性，或主要受到出口超预期，以及制造业、基建投资偏强所推动。结构上，新质生产力的推动下，高技术产业工业产出显著加速，同比增速由上月的 2.7% 跃升至 7.5%，并超过了整体工业增加值增速水平。
- ⊕ **社零延续稳复苏、地产产业链消费回暖。**尽管春节氛围火热，旅游出行等数据显著回升，但 1-2 月社零消费数据依然延续稳复苏节奏。1-2 月社零同比由去年 12 月单月 7.0% 进一步放缓至 5.5%，但略高于市场预期。结构上，烟酒、粮油以及日用品同比回升体现出春节消费特征；汽车消费同比亦明显走强，或主要来自新一轮车企降价促销、以价换量带来的推动。同时，地产产业链的家具、家电以及建筑材料同比均有明显回温。
- ⊕ **固定资产投资维持韧性，制造业、基建均维持高增速、地产投资降幅收窄。**2024 年 1-2 月，固定资产投资整体同比实现 4.2% 的增长，高于市场预期的 3.2%，以及上月的 3%。制造业、广义基建投资同比均实现了 9% 及以上的增速。
 - * 制造业投资增速明显加快，同比增速由上月的 6.5% 升至 1-2 月的 9.4%，或主要来自设备更新的推动。预计来自新旧动能切换、制造业出海的趋势性将使得制造业投资维持韧性。
 - * 广义基建增速仍维持稳健，同比由上月 8.2% 升至 9% 附近。2023 年增发国债陆续落地一定程度上对冲了地方政府化债压力，使得基建增速维持韧性。预计在万亿特殊国债的加持下，基建投资仍有坚实保障。
 - * 地产投资降幅收窄。1-2 月地产投资同比降 9%，好于上月的-9.6%，结束了连续四月的降幅扩大。随着“三大工程”，实物工作量持续强化推动下，地产投资降幅仍有望进一步收窄。

⊕ **社融信贷总量少增，但结构上仍有亮点。**1) 总量层面，考虑到春节造成的错位因素（2024年春节在2月，2023年春节在1月），1-2月人民币信贷合计为5.8万亿元，较上年同比少增9300亿元，反映信贷投放力度仍有待恢复，但总体仍较为平稳。2) 结构层面，居民中长期贷款放缓是人民币贷款同比少增的主要因素，地产销售端亦有所反映。但企业中长期贷款明显恢复（2月同比多增1800亿元，1月则为同比少增1900亿元），且票据融资大幅减少，或反映了防资金空转政策落实，以及降准后，借贷成本降低下，企业融资需求恢复。同时，企业贷款结构改善也与制造业投资增速较快表现相一致。

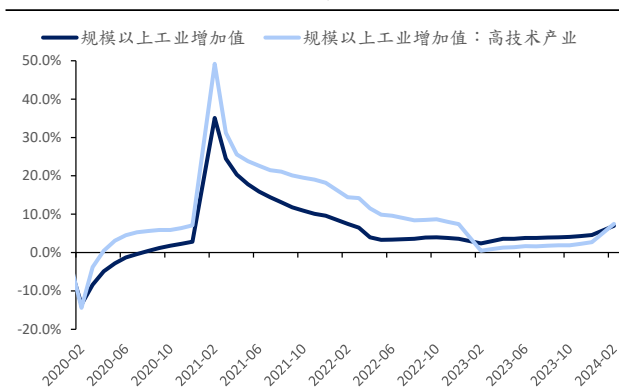
综合来看，1-2月经济数据取得“开门红”，反映了宏观经济指标仍在积极向好，且有望为全年完成经济目标打下较好基础。随着后续“三大工程”推进、以及设备更新、消费品以旧换新，以及降低社会物流成本等积极财政措施在供、需两端的支持下，结合此前央行调降5年期LPR利率推动实际借贷成本下降，有助于切实帮助企业降本增效、改善利润，预计后续经济仍将延续向好回升趋势。

图表 1: 工业增加值强于季节性



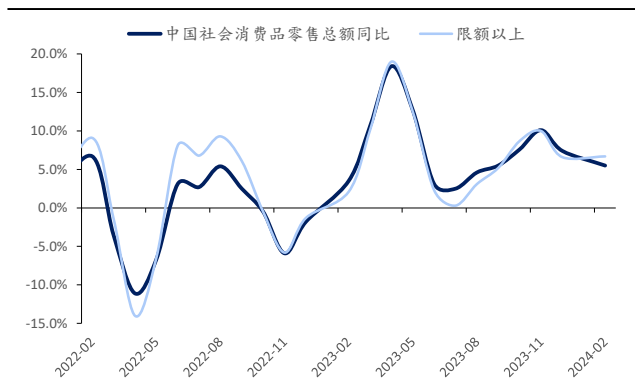
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 2: 高技术产业工业增加值同比明显加速



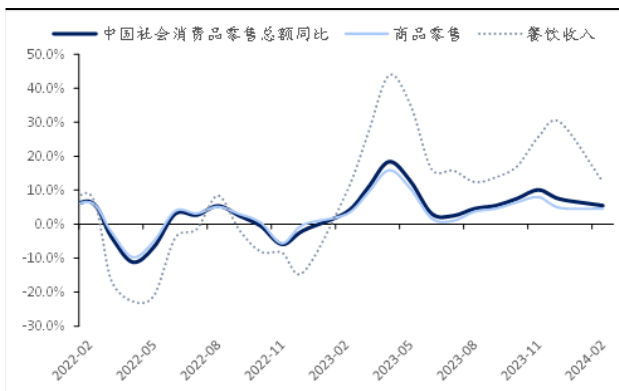
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 社零延续稳复苏节奏



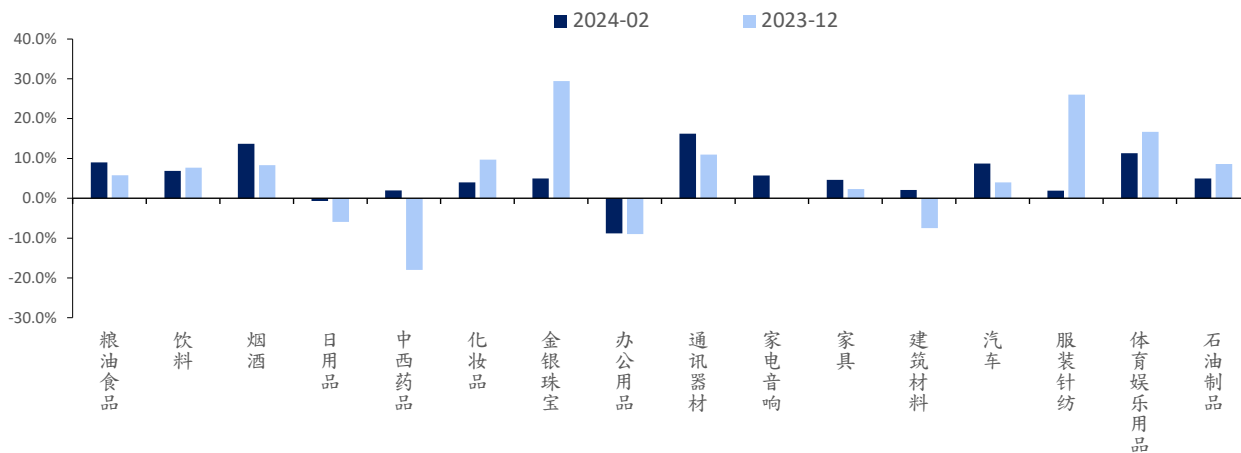
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 商品零售及餐饮收入同比情况



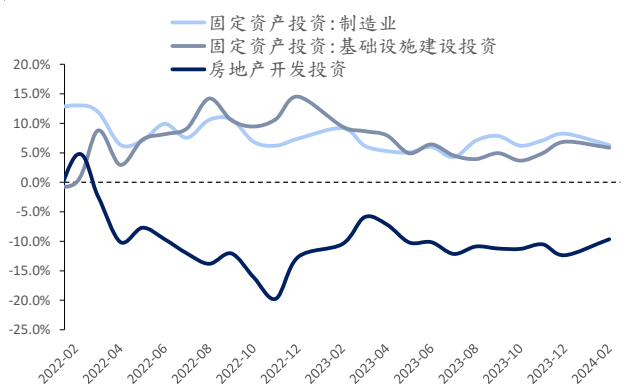
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 社零结构上，烟酒、粮油增长反映春节消费特征，地产产业链消费回暖



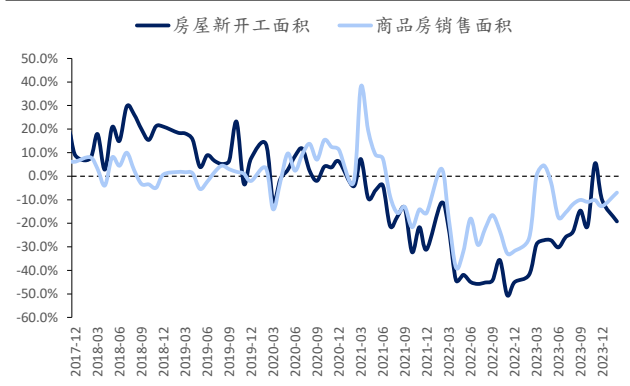
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 制造业、基建维持高增速，地产降幅收窄



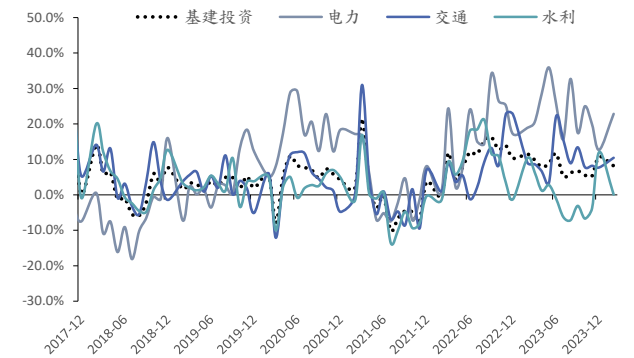
资料来源: Wind, 交银国际

图表 7: 商品房销售面积略有回升，但尚待企稳



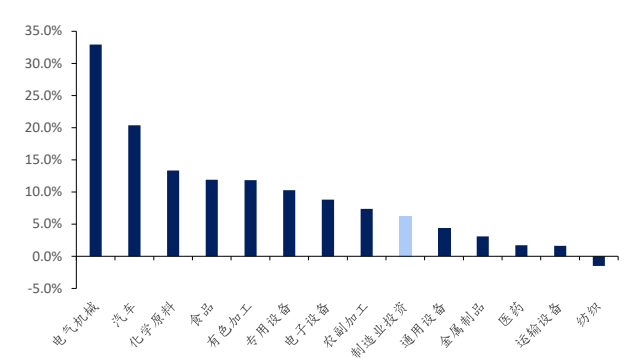
资料来源: Wind, 交银国际

图表 8: 广义基建投资及分项同比增速



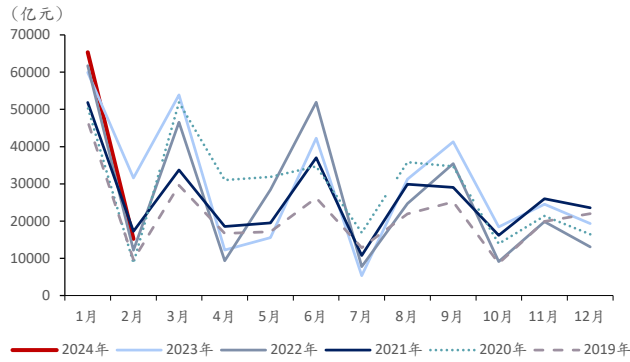
资料来源: Wind, 交银国际

图表 9: 制造业整体及细分行业投资情况

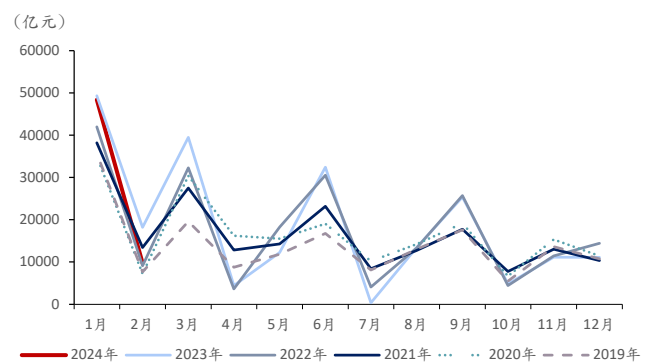


资料来源: Wind, 交银国际

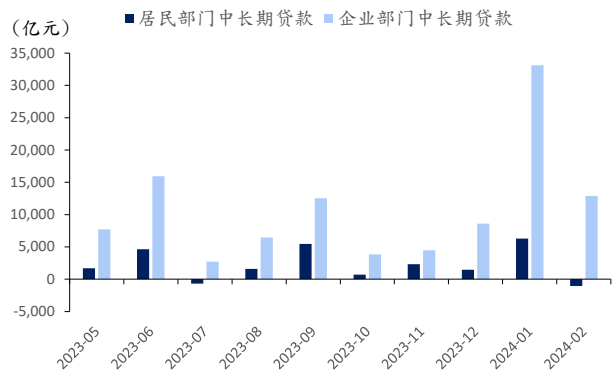
图表 10: 中国 2 月社融规模



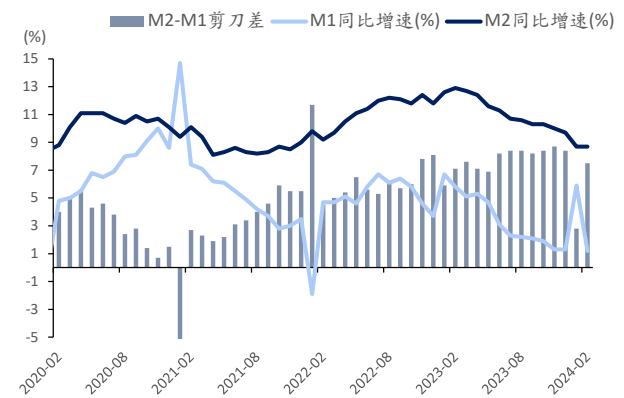
图表 11: 中国 2 月新增人民币贷款



图表 12: 企业部门中长期贷款显著恢复



图表 13: 2 月 M2-M1 剪刀差略有扩大



交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。