

可感可及的增量政策是最大预期差——2024年下半年宏观经济展望

2024年7月26日

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴进辉

wujh@cspengyuan.com

李席丰

lixif@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

请务必阅读正文之后的免责声明

主要内容：

核心观点：今年上半年经济修复速度前高后低，总量平稳，结构分化，但有效需求不足。展望下半年，稳增长诉求提升，宏观政策加大逆周期调节，改革发力，政策给力，以改革促发展，进一步扩内需尤其是改善消费，推动价格水平上涨。财政政策要加快发力，把握节奏，聚焦“两重”和“两新”领域，注意特别国债额度扩大的可能性。货币政策保持支持性，降息降准可期，逐步完善货币政策新框架，关注结构性货币政策的增设情况，进一步促消费、支持五篇大文章。统筹短期稳增长和中长期高质量发展，因地制宜发展新质生产力，防止“内卷式”恶性竞争，培育耐心资本。

一、2024年上半年宏观经济回顾：前高后低，形有波动，总体平稳，分化明显

上半年我国GDP总量为616,836亿元，实际GDP同比增长5.0%，名义GDP同比增长4.1%。失业率稳中有降，价格水平小幅改善，上半年CPI同比上涨0.1%，PPI同比下降2.1%。金融数据持续“挤水分”，财政收支偏弱。供给端，工业生产持续恢复，服务业增速有所回落。需求端，出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资不强，地产投资维持低位。

二、2024年下半年宏观经济展望：改革发力，政策给力，加大扩内需和促消费力度

（一）外部环境：美国降息有望开启，地缘政治冲突仍有较大不确定性。一是欧美经济体分化有所收窄，欧洲如期开启降息，美国降息预期反复，最快在9月开启降息；二是日本加息步伐和前景不算强，综合平衡经济和资本市场动荡；三是地缘冲突仍在持续，世界多国选举逐步进入白热化状态；四是中美大国持续博弈，关注“特朗普”交易变化。

（二）内部挑战：内需不足，新旧动能转换，经济内生循环有待进一步畅通。一是内需弱复苏，“一揽子”房地产新政效果有限，经济内生循环不畅；二是当前中国处于产业升级和新旧动能转换的关键期，要因地制宜发展新质生产力；三是进一步全面深化改革，要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险；四是防范和化解重大风险，统筹短期稳增长和中长期高质量发展，保持一定战略定力。

(三) 2024 年下半年稳增长诉求提升，改革促发展，加大促消费力度，推动价格水平上涨。测算三、四季度 GDP 同比增速为 4.9%、5.0%，对应下半年 GDP 增速为 5.0%左右，全年 GDP 增速在 5.0%左右。把推动价格水平作为重要目标，CPI 增速预计处于小幅增长，全年维持在 1-1.5%左右，PPI 增速降幅收窄，有望在四季度转正。下半年出口仍有韧性，但要注意出口的外部变化、持续性和稳定性。消费有进一步改善的空间，消费品以旧换新政策效应不断显现，但受限于居民收入预期，全年社会消费品零售总额预计增长 4.5%左右，但要特别注意促消费的增量政策出台；基础设施投资在下半年有支撑，制造业投资有望继续维持高景气，地产投资和销售仍难言乐观，预计增速处于底部徘徊。

(四) 宏观政策：加大逆周期调节，持续用力、更加给力，落实存量+储备增量。

货币政策方面，保持支持性、降准降息仍可期待，进一步改革货币政策框架。另外，有望新出台促消费的结构性的货币政策。财政政策方面，加快节奏，关键是“两重”和“两新”，推进财税体制改革，不排除加码增发国债或者提高特别国债的额度，以此促消费。产业政策方面，培育壮大新兴产业和未来产业，大力推进高水平科技自立自强，因地制宜发展新质生产力，要防止“内卷式”恶性竞争。城投信用方面，完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险，城投转型有望提速。信用利率和利差易下难上，总体压缩，信用债资产荒的格局难改。关注城投债政策的再平衡，产业债净融资和创新品种的发行。房地产方面，自身再平衡，增量政策有限。下半年房地产仍面临较大压力，持续聚焦因城施策、各地自主决策，土地盘活、去库存和“白名单”机制的落地和扩容，同时进一步防范风险，加大保交房力度。政策延续优化趋势，以维稳和托底房地产为主，继续去库存，收购存量商品房用作保障性住房的力度有望加大，关键在于各地的探索情况。完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，改革商品房相关基础性制度，促进房地产市场高质量发展。

表 1：2024 年上半年主要宏观经济数据

类别	指标	2024 上半年	2023 上半年
经济相关	GDP 同比增速	5.0	5.5
	城镇调查失业率	5.1	5.3
	CPI 同比增速	0.1	0.7
	PPI 同比增速	-2.1	-3.1
货币财政	社融增量（万亿元）	18.10	21.55
	社融存量增速	8.1	9.0

	新增信贷 (万亿元)	13.27	15.73
	公共预算收入增速	-2.8	13.3
	公共预算支出增速	2.0	3.9
供给	工业增加值增速	6.0	3.8
	工业企业利润增速	3.5	-16.8
	服务业生产指数增速	4.9	8.7
需求	固定资产投资	3.9	3.8
	制造业投资	9.5	6.0
	基建投资 (不含电力)	5.4	7.2
	房地产开发投资	-10.1	-7.9
三驾马车	社会消费品零售总额	3.7	8.2
	出口增速 (美元计价)	3.6	-3.5
	进口增速 (美元计价)	2.0	-7.2

资料来源: Wind, 统计局、财政部、人民银行, 海关总署, 中证鹏元整理。

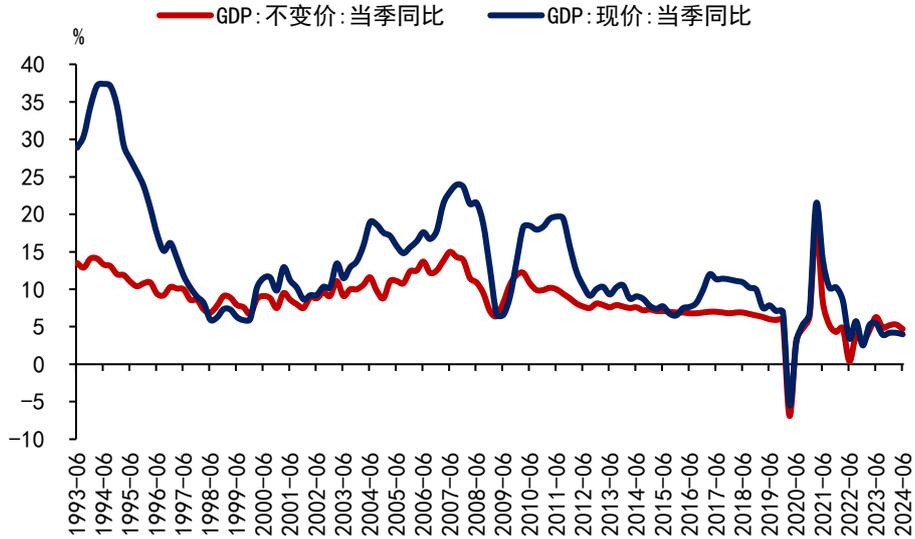
核心观点：今年上半年经济修复速度前高后低，总量平稳，结构分化，但有效需求不足。展望下半年，稳增长诉求提升，宏观政策加大逆周期调节，改革发力，政策给力，以改革促发展，进一步扩内需尤其是改善消费，推动价格水平上涨。财政政策要加快发力，把握节奏，聚焦“两重”和“两新”领域，注意特别国债额度扩大的可能性。货币政策保持支持性，降息降准可期，逐步完善货币政策新框架，关注结构性货币政策的增设情况，进一步促消费、支持五篇大文章。统筹短期稳增长和中长期高质量发展，因地制宜发展新质生产力，防止“内卷式”恶性竞争，培育耐心资本。

一、 2024 年上半年宏观经济回顾：前高后低，形有波动，总体平稳，分化明显

（一）上半年实际 GDP 同比增长 5.0%，名义 GDP 同比增长 4.1%

初步核算，上半年我国 GDP 总量为 616,836 亿元，按不变价格计算的实际 GDP 同比增长 5.0%，二季度 GDP 同比增长 4.7%，二季度季调环比增长 0.7%，较一季度下行 0.8 个百分点。分产业来看，第一产业增加值 30,660 亿元，增长 3.5%，拉动经济增长 0.3 个百分点；第二产业增加值 236,530 亿元，增长 5.8%，拉动经济增长 1.9 个百分点；第三产业增加值 349,646 亿元，增长 4.6%，拉动经济增长 2.8 个百分点。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 5.0%、38.3%和 56.7%，较 2023 年同期分别变化-0.1 个百分点、-0.6 个百分点和 0.7 个百分点。从三大需求来看，二季度末最终消费支出对 GDP 贡献率大幅下行 27.2 个百分点至 46.5%，资本形成额、货物和服务净出口对 GDP 贡献率分别为 40.1%、13.3%，比一季度末提高了 28.3 个百分点和下降 1.2 个百分点。从收入来看，上半年全国居民人均可支配收入 20,733 元，比上年同期名义增长 5.4%，实际增长 5.3%；城镇居民人均可支配收入 27,560.75 元，比上年同期名义增长 4.6%，实际增长 4.5%。总体看，一季度经济快速增长，二季度 GDP 增速回落有极端天气、雨涝灾害多发等短期因素的影响，上半年 GDP 增速前高后低，整体稳定运行、结构分化明显。

图表1 我国实际GDP和名义GDP同比增速



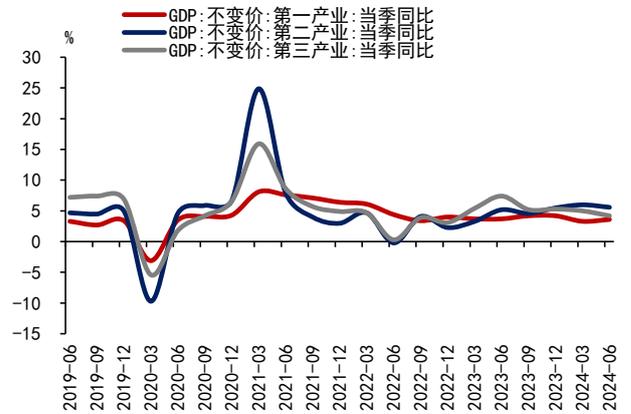
资料来源：Wind 中证鹏元

图表2 GDP季调环比下行



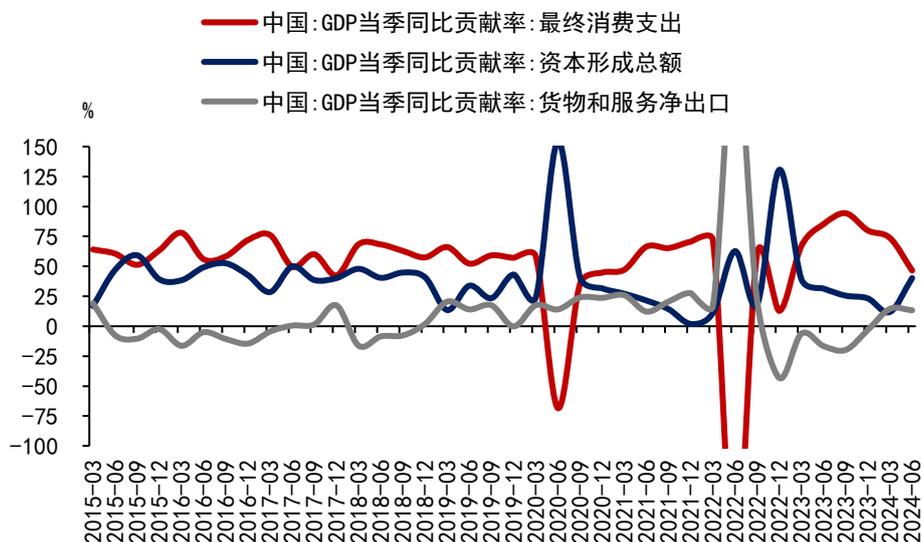
数据来源：Wind 中证鹏元

图表3 三大产业GDP同比变化



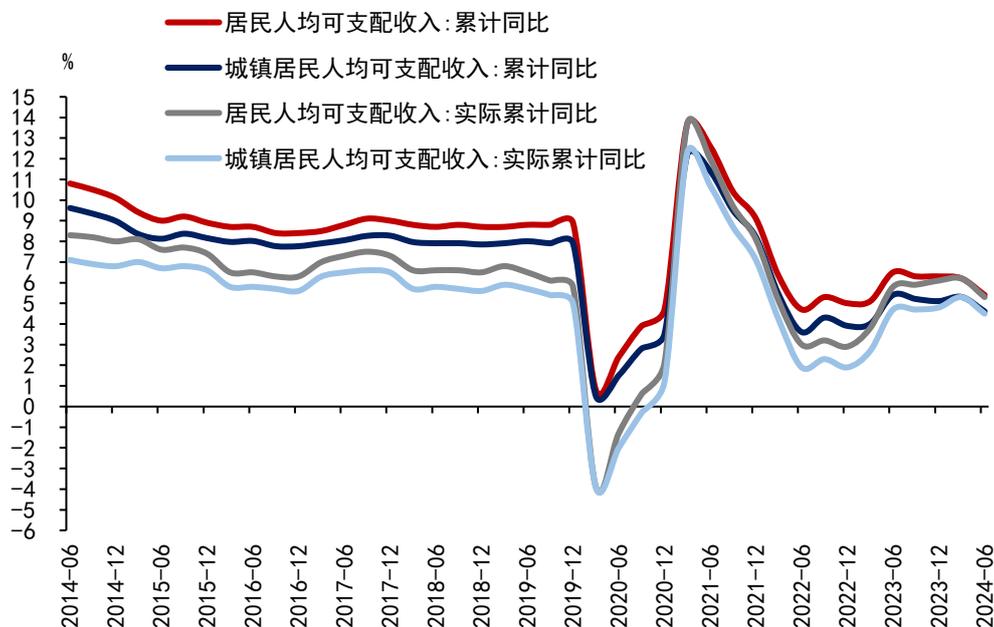
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 4 三大需求对 GDP 的贡献率



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 5 居民可支配收入增速小幅下降

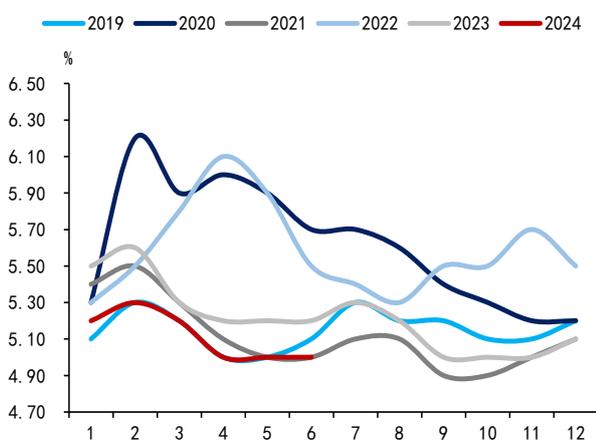


资料来源：Wind 中证鹏元

(二) 失业率稳中有降，价格水平小幅改善

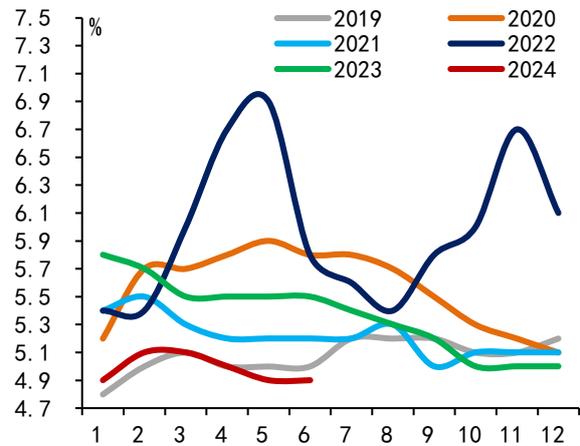
上半年，全国城镇调查失业率平均为 5.1%，比去年同期下降 0.2 个百分点，3 月以来整体失业率小幅下降且保持相对平稳。分年龄段看，6 月末 16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力调查失业率分别为 13.2%、6.4%、4.0%，今年以来 16-24 岁青年人失业率逐步下行，稳就业政策效应显现，但青年人失业率仍处于高位，预计下半年青年人就业形势将继续好转。

图表 6 城镇调查失业率整体有所下行



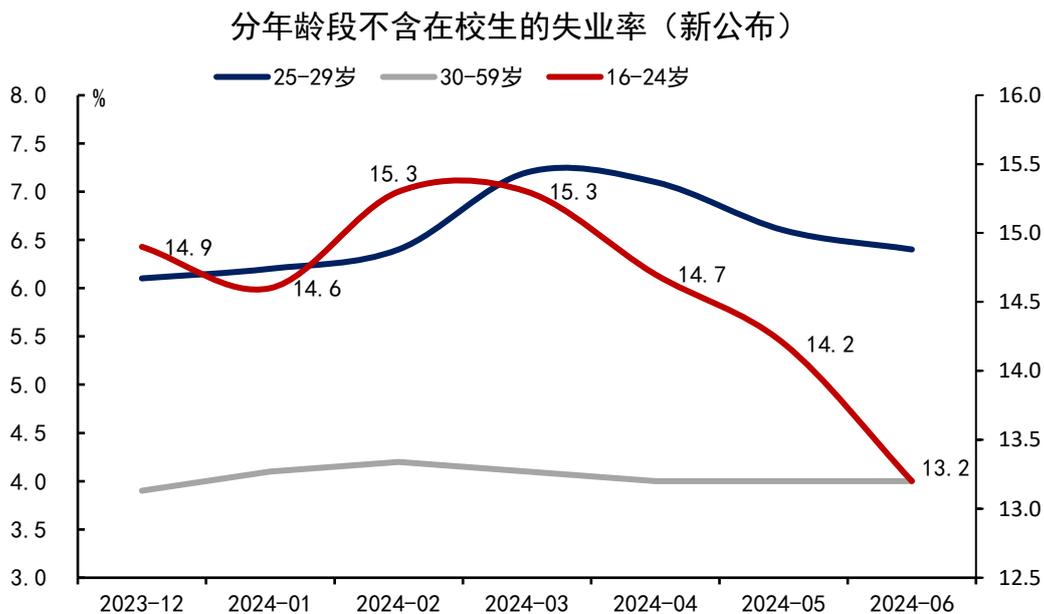
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 7 31 大中城市失业率偏低



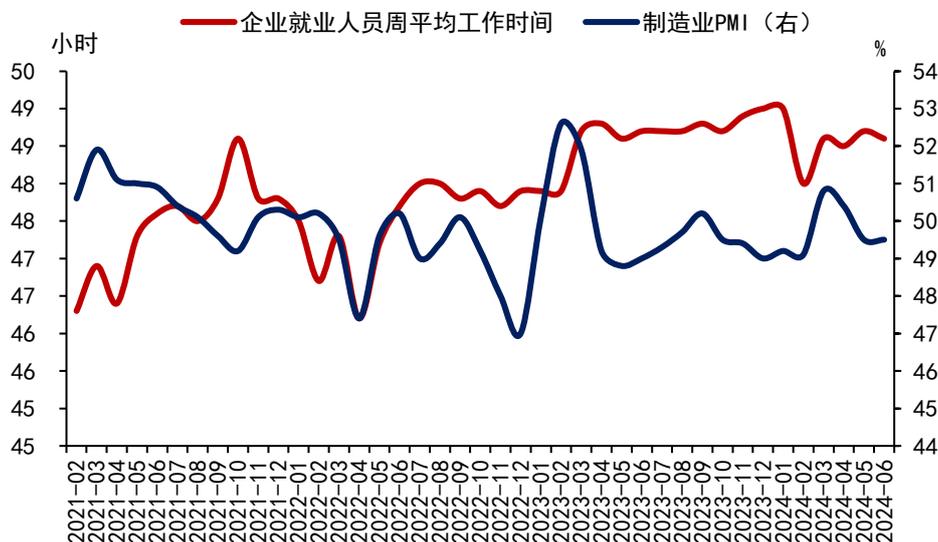
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 8 青年人失业率有所下降，但仍处于高位



资料来源：Wind 中证鹏元

图表9 就业人员工作时间整体处于高位



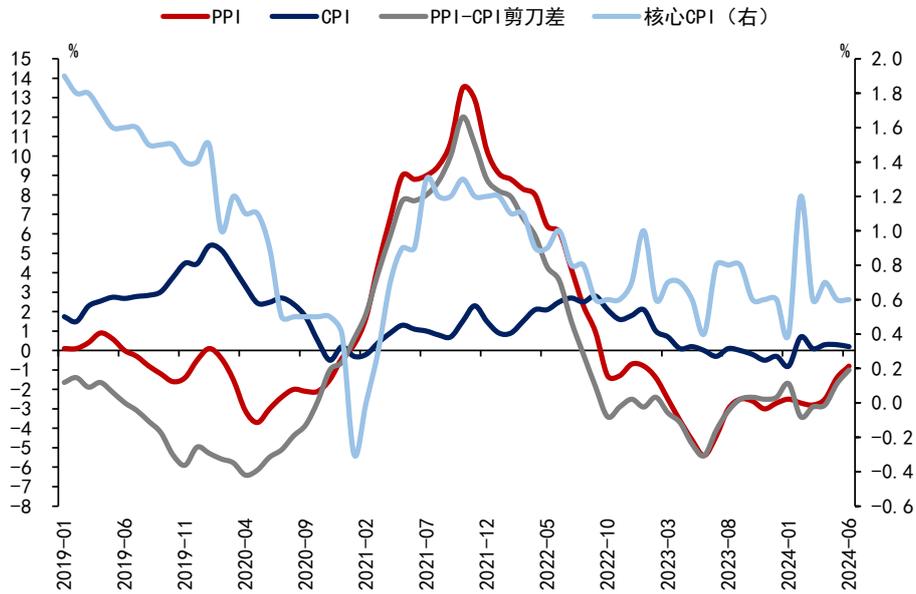
资料来源：Wind 中证鹏元

上半年，居民消费价格CPI同比上涨0.1%，主要受到上年同期基数较高、春节错位等因素的影响，3-6月同比涨幅在0.1%-0.3%之间，总体处于低位运行。分类别看，上半年食品价格同比下降2.7%，降幅比一季度收窄0.5个百分点。其中蔬菜水果价格出现回落，生猪市场产能去化效果逐步显现，4月后价格连续上涨且涨幅逐步扩大，当前猪肉平均批发价为24.21元/公斤，高于一季度高点22.97元/公斤。非食品价格同比上涨0.7%，其中工业消费品价格同比上涨0.5%，服务价格同比上涨0.9%。从环比增速来看，CPI当前回到季节性均值水平略显下行趋势，6月食品价格由上月持平转为下降0.6%，蔬菜水果价格为主要拖累项，非食品价格环比也出现季节性下降。同比价格组成因素方面，上半年CPI翘尾因素走强，其中6月CPI价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响0.2%和0%。整体来看，受高基数影响，CPI处于较低区间运行，服务和消费品价格上涨动力不足，居民需求有待提振。

上半年，PPI比上年同期下降2.1%，同比降幅先扩大后收窄。二季度分别录得-2.5%、-1.4%、0.8%，主要受国际大宗价格波动和上年同期基数低等因素影响。其中生产资料价格下降5.1%，生活资料价格下降1.8%。环比来看，上半年PPI整体趋弱，目前由上涨0.2%转为下降0.2%，主要由于国际油价下行带动国内石油和天然气开采价格下行影响，同时高温多雨天气影响建筑施工，钢材需求减弱。从同比价格组成因素看，上半年PPI同比降幅收窄主要受翘尾因素影响，其中6月PPI价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.1%和-0.7%。总体来看，房地产市场恢复仍然偏慢，基建投资力度相对有限，内需不足背景下工业品价格有一定下行压力，其中上中游价格表现好于下游，映射企业盈利压力略大。

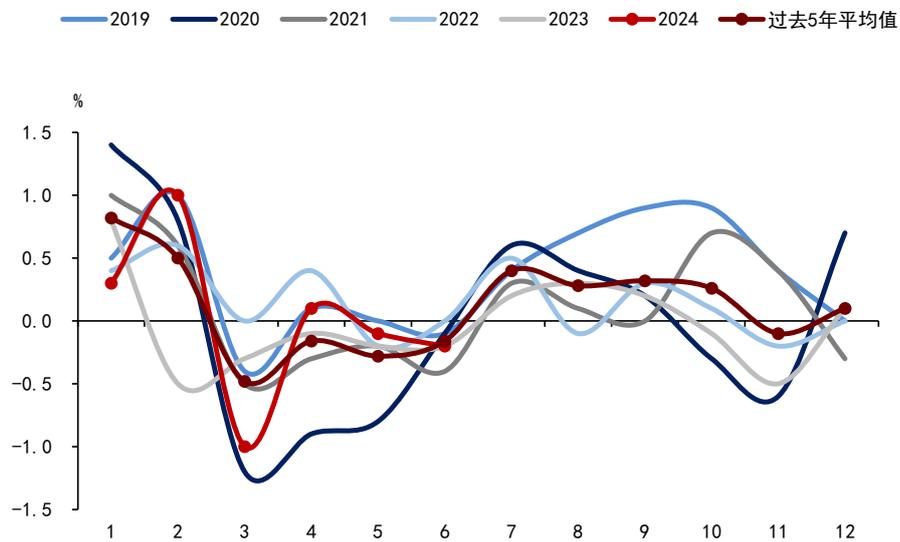
请务必阅读正文之后的免责声明

图表 10 上半年 CPI 增速低位运行，PPI 增速降幅收窄



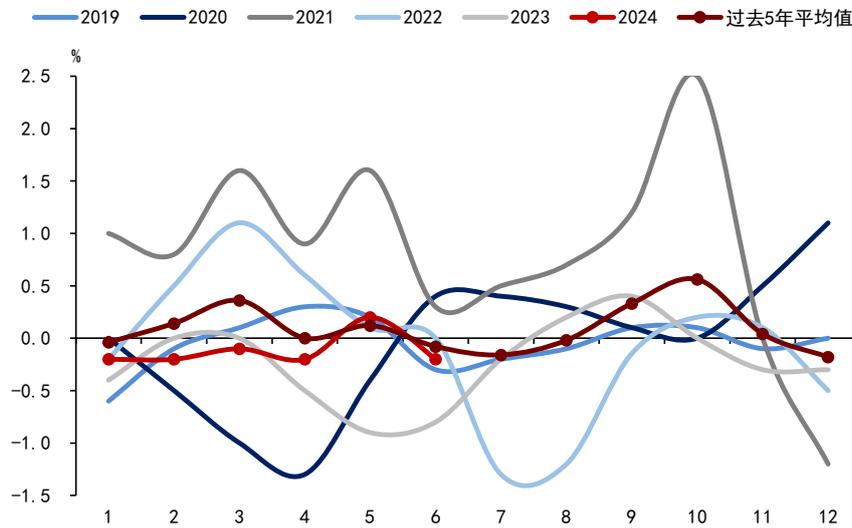
资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

图表 11 CPI 环比增速处于近几年均值水平



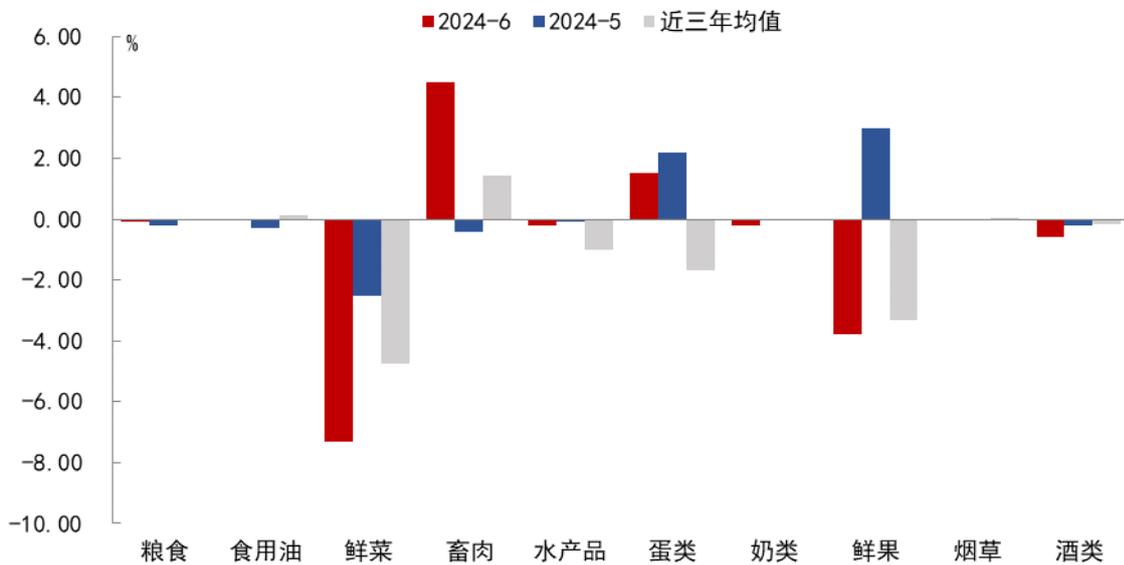
资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

图表 12 PPI 环比增速未转正，处于较低水平



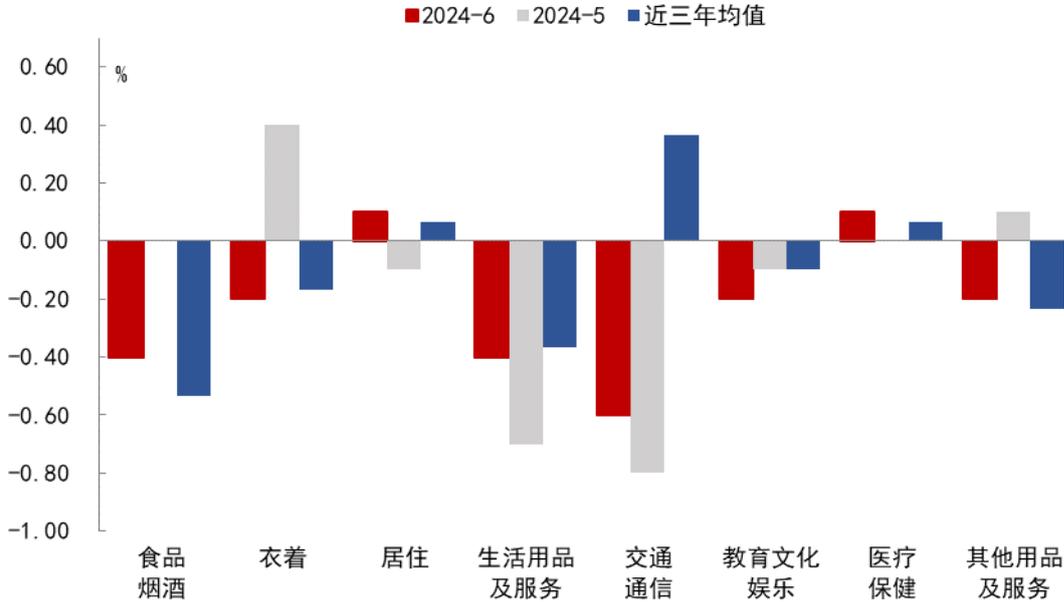
资料来源：Wind 中证鹏元，同比增速

图表 13 CPI 食品分项环比变动：6 月末畜肉价格强劲，强于季节性



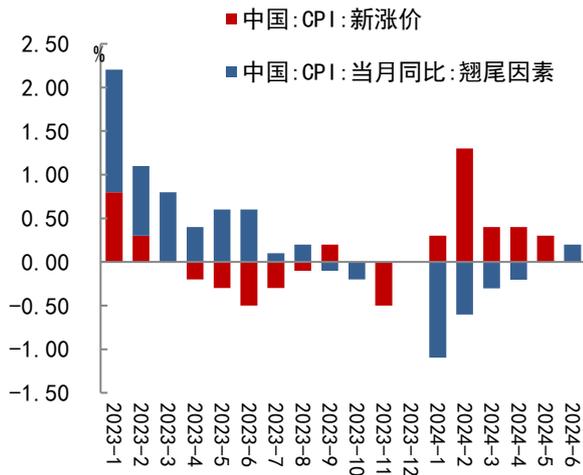
资料来源：Wind 中证鹏元，环比增速

图表 14 CPI 非食品分项环比变动：6 月末居住和医疗保健为主要支撑项



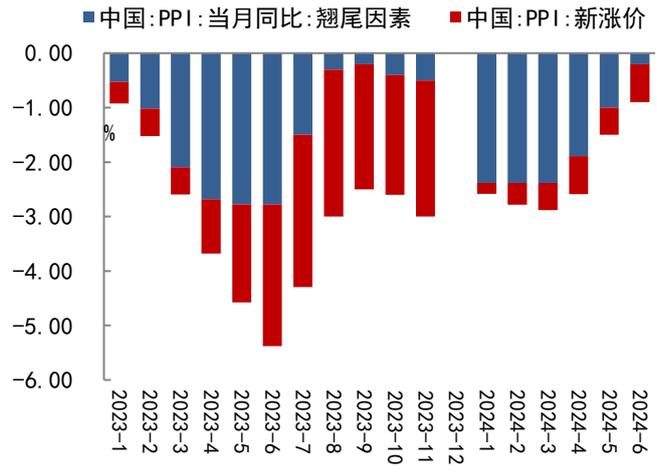
资料来源：Wind 中证鹏元，环比增速

图表 15 上半年 CPI 翘尾因素与新涨价因素



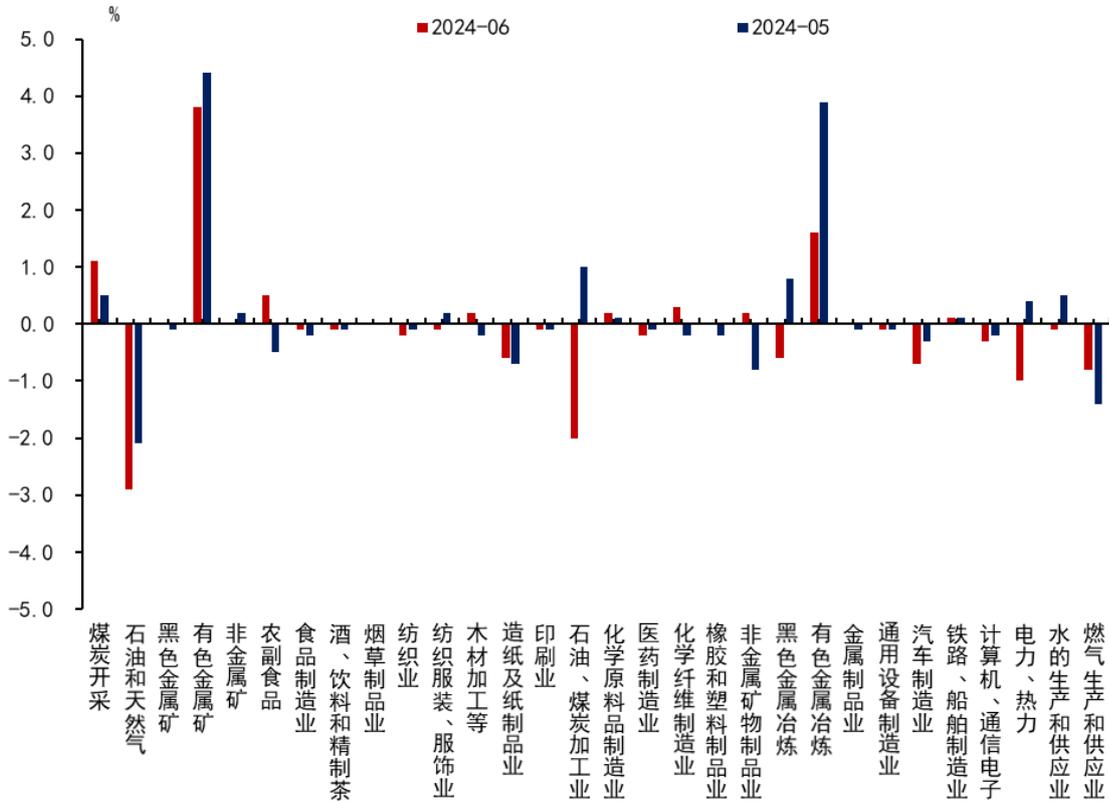
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 16 上半年 PPI 主要受翘尾因素影响



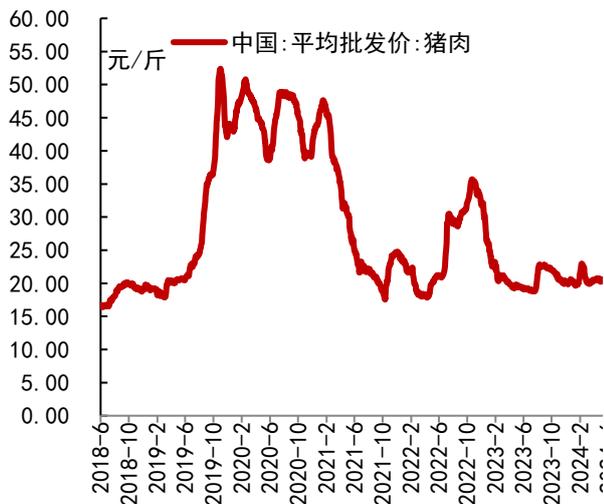
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 17 PPI 分项环比变动：煤炭开采和有色金属价格具有支撑，上中游好于下游



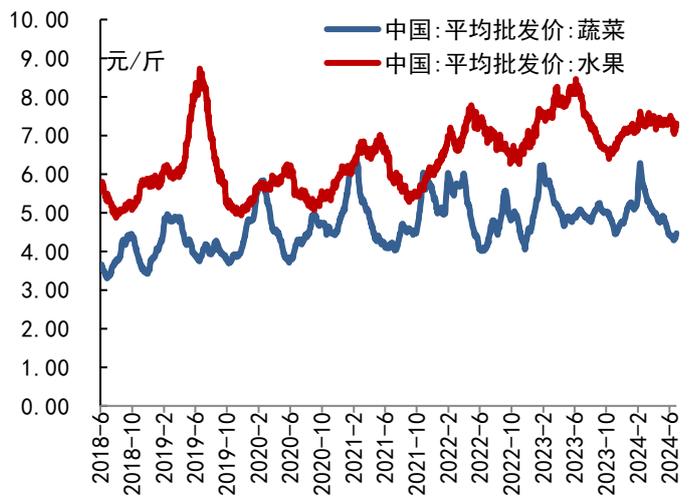
资料来源：Wind 中证鹏元，环比增速

图表 18 上半年猪肉价格小幅上涨



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 19 蔬菜水果价格季节性回落



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 20 布伦特原油价格先升后降



资料来源：Wind 中证鹏元

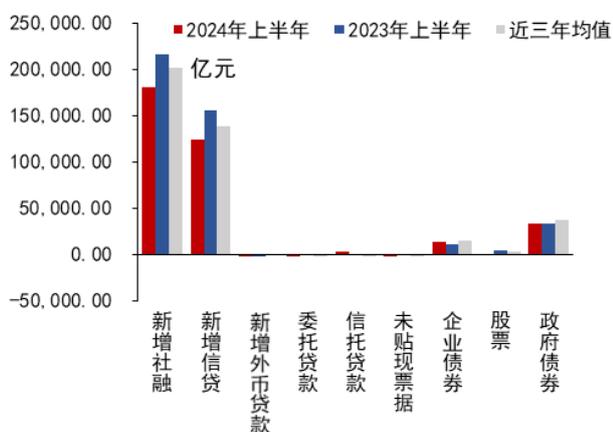
(三) 金融数据持续“挤水分”，财政收支偏弱

稳健的货币政策灵活适度、精准有力，更加注重做好逆周期调节，着力扩大内需，有效提振信心，推动经济平稳运行。上半年，社会融资规模增量约 18.1 万亿元，比上年同期少 3.45 万亿元，主要系表内信贷少增导致；信贷增加 13.27 万亿元，比上年同期少 2.45 万亿元，其中企业端同比少增 1.81 万亿元，居民端同比少增 1.34 万亿元，居民短贷同比少增 1.05 万亿元，企业端长贷少增 1.63 万亿元，票据融资同比多增 5,484 亿元，非银机构融资同比多增 3,094 亿元。从增速来看，上半年社融、M2 和 M1 增速不断回落，第二季度 M1 增速由正转负。截止 6 月末，社融、M2 和 M1 增速分别下降至 8.1%、6.2%和-5%，社融和 M2 剪刀差有所收窄，M2 和 M1 的剪刀不断下行，资金活性不足。总量货币政策继续发力，实施一次降准 50BP，5 年期 LPR 下降 25BP，创改革以来最大降幅，同时部分地方城农商行针对去年 12 月存款利率下调进行补降，共同推动实体经济融资成本稳中有降。结构性货币政策工具继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新等重点领域和薄弱领域，同时加大对房地产行业的金融支持力度。下调支农支小再贷款和再贴现利率 25BP，调降首付比例和个人住房公积金贷款利率，取消房贷利率下限。继续实施调增支农支小再贷款、再贴现额度，延续实施碳减排支持工具、普惠养老专项再贷款、保交楼贷款支持计划和租赁住房贷款支持计划。

上半年，全国一般公共预算收入 115,913 亿元，同比增长-2.8%，其中，税收收入 94,080 亿元，同比增

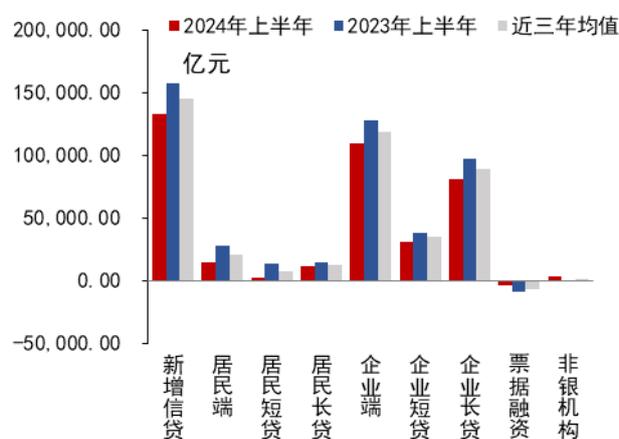
长-5.6%；非税收入 21,833 亿元，同比下降 11.7%；全国一般公共预算支出 136,571 亿元，同比增长 2.0%，城乡社区事务、农林水事务、债务付息支出增加较多，分别同比增长 8.0%、6.8%、6.5，卫生健康支出下滑较多，同比下降 12.1%。政府工作报告中将财政赤字率拟按 3%安排，与去年持平；新增专项债券 3.9 万亿，较去年同期增加 0.1 万亿。上半年，全国政府性基金预算收入 19,915 亿元，同比下降 15.3%，全国政府性基金预算支出 35,599 亿元，同比下降 17.6%，政府性基金收支压力较大，主要与地产低迷，土地出让收入大幅减少有关。截至 6 月末，今年地方政府新增专项债发行规模约为 1.5 万亿，仍有 2.4 万亿规模待发，整体进度大幅低于 2023 年和 2022 年同期，也低于近几年季节性平均水平。

图表 21 上半年社融同比下滑



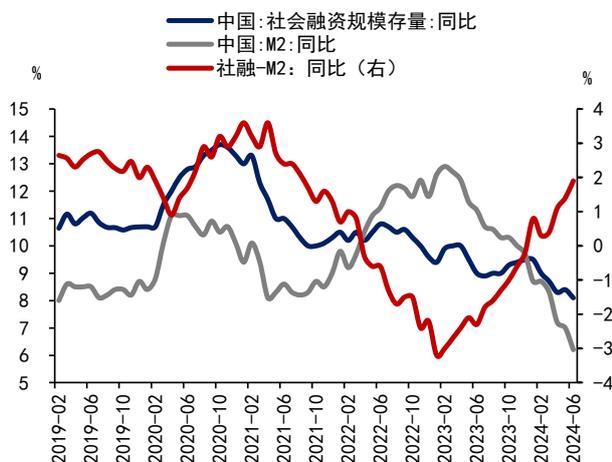
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 22 上半年信贷同比下滑



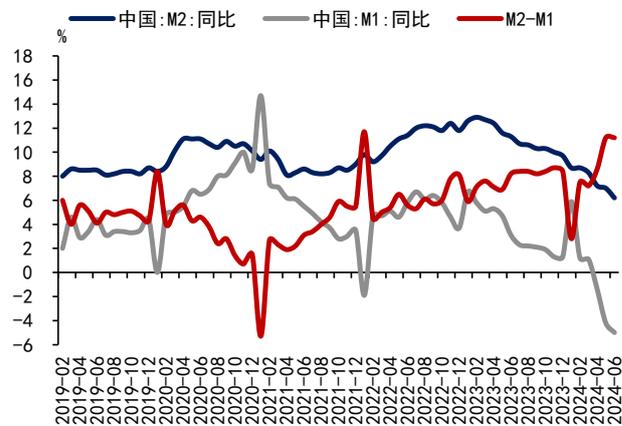
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 23 上半年社融与 M2 剪刀差有所收窄



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 24 上半年 M2 与 M1 剪刀差整体扩大



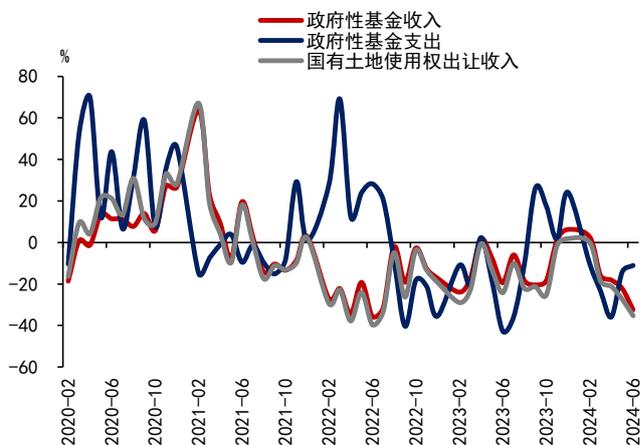
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图表 25 公共财政收支处于低位



数据来源: Wind 中证鹏元整理, 当月同比

图表 26 土地出让收入下滑, 政府基金收支压力大



数据来源: Wind 中证鹏元整理, 当月同比

(四) 供给端: 工业生产持续恢复, 服务业增速有所回落

上半年, 全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%, 一、二季度分别增长 6.1%、5.8%, 延续恢复态势。分三大门类看, 上半年采矿业增加值同比增长 2.4%, 较 1-5 月份加快 0.4 个百分点; 制造业增长 6.5%, 减缓 0.2 个百分点; 电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.0%, 减缓 0.2 个百分点。PMI 指数低于季节性水平。从环比增速来看, 季调环比增速由上月的 0.26% 增加至 6 月末的 0.42%。从两年平均增速来看, 6 月工业增加值两年复合增速回升至 4.8%, 较前值增加 0.7 个百分点, 整体上行。

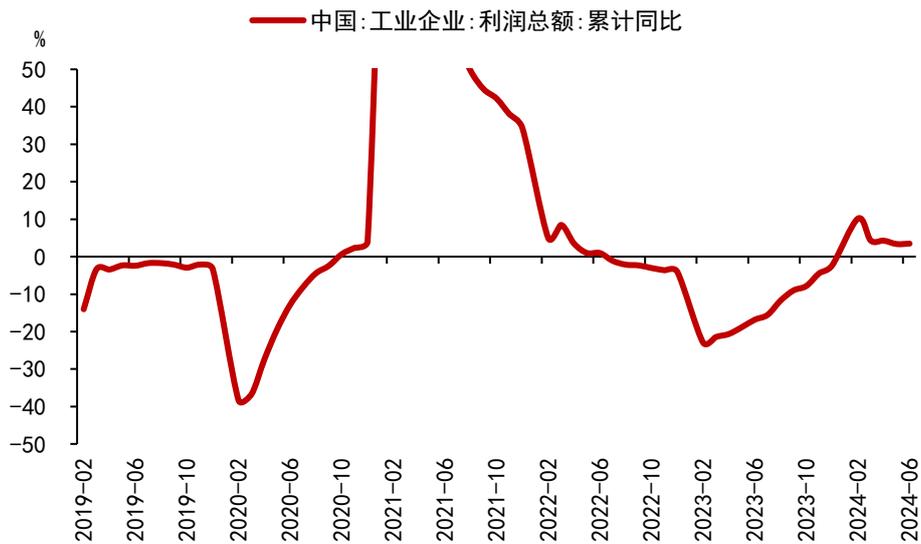
图表 27 工业增加值和服务业指数当月同比



资料来源: Wind 中证鹏元

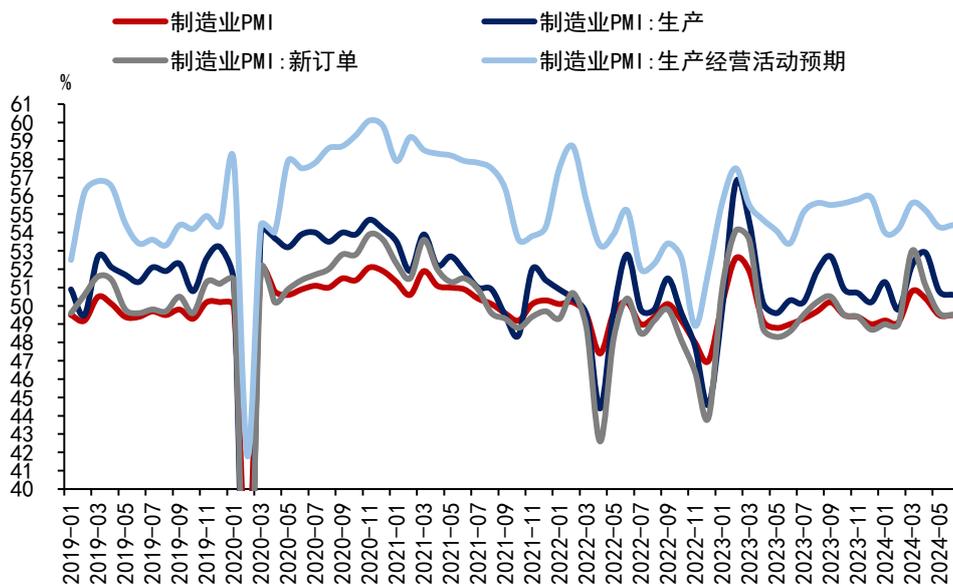
上半年全国服务业生产指数同比增长 4.9%，低于 GDP 增速 0.1 个百分点，6 月末服务业生产指数同比增长 4.7%，比 5 月份下降 0.1 个百分点，一季度服务业明显放缓，二季度服务业进一步放缓。上半年，规模以上工业企业利润同比上升 3.5%，增速较 1-5 月份、一季度分别上升 0.1、下降 0.8 个百分点。6 月工业企业利润同比上升 3.6%，增幅较 5 月份扩大 2.9 个百分点。

图表 28 上半年工业企业利润累计增速由负转正



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 29 截止上半年末，PMI 连续 2 个月低于临界点，前高后低



资料来源：Wind 中证鹏元

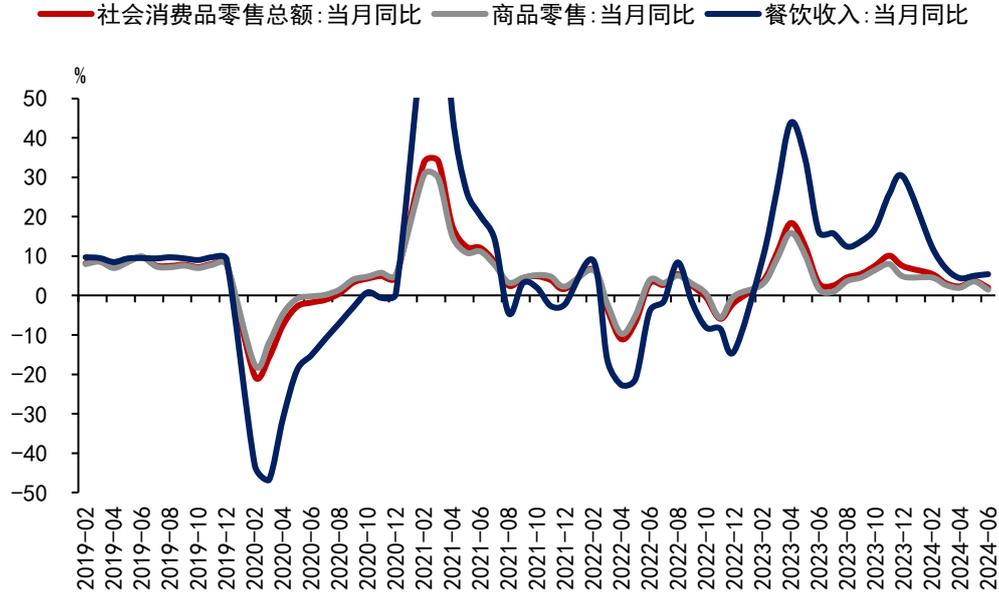
（五）需求端：出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资不强，地产投资维持低位

上半年，社会消费品零售总额 235,969 亿元，同比增长 3.7%，商品零售 209,726 亿元，增长 3.2%；餐饮收入 26,243 亿元，增长 7.9%。一季度，部分升级类商品需求持续释放，网络购物对消费增长的拉动作用进一步增强。二季度消费温和修复，单月季调环比增速平稳波动，同比增速在低基数效应下先触顶后趋势回落，5 月份社会消费品零售总额同比上升 3.7%，为上半年同比增速高点；6 月份增速下滑至 2.0%。上半年，服务零售额同比增长 7.5%，增速高于同期商品零售额 4.3 个百分点。

从外贸来看，按美元计价，上半年我国进出口总值 2.98 万亿美元，上升 2.9%。其中，出口 1.71 万亿美元，上升 3.6%；进口 1.27 万亿美元，上升 2.0%。分月份看，4 月出口同比增长 1.4%，5 月增速大幅提高，同比上升 7.6%，6 月涨幅继续扩大至 8.6%。分国别来看，上半年对东盟、俄罗斯的出口同比增速分别为 10.7%、-0.8%，对美国、欧盟的出口同比增速分别为 1.5%和-2.6%。上半年出口表现较好，对经济增长有所支撑。

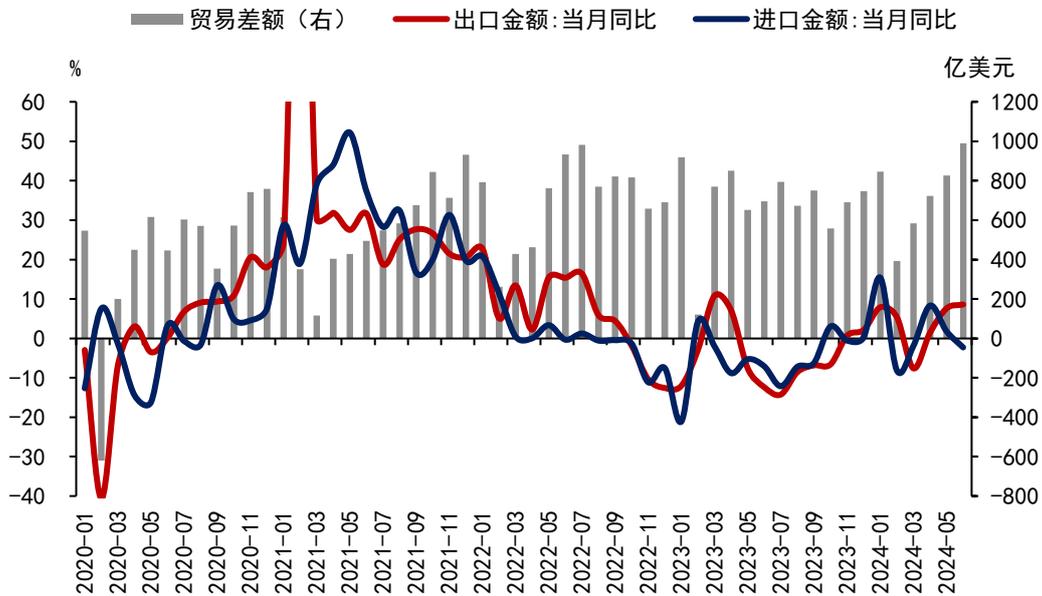
从投资来看，上半年，全国固定资产投资（不含农户）245,391 亿元，同比增长 3.9%。环比来看，1-3 月增速逐步上行，4 月转为负增长，5-6 月增速回归正区间并逐步上行，其中 4 月环比增速为-0.06%，6 月增速上行至 0.21%。分领域看，上半年狭义基础设施投资（不含电力等）增长 5.4%，较一季度增速下降 1.1 个百分点，广义基建投资的当月同比增速在 1-5 月逐步下滑，6 月回升，增速达到了 10.2%；制造业投资同比增长 9.5%，较一季度增速下降 0.4 个百分点，当月同比增速窄幅震荡，其中高新技术制造业同比增长 10.1%；房地产开发投资同比下降 10.1%，跌幅较一季度扩大 0.6 个百分点，从测算的当月同比增速来看，6 月地产投资当月同比增速-10.1%，前值-11%；上半年，新建商品房销售面积 47,916 万平方米，同比下降 19.0%，其中住宅销售面积下降 21.9%。新建商品房销售额 47,133 亿元，下降 25.0%，其中住宅销售额下降 26.9%。房地产开发企业到位资金 53,538 亿元，同比下降 22.6%。其中，国内贷款 8207 亿元，下降 6.6%；利用外资 13 亿元，下降 51.7%；自筹资金 18,862 亿元，下降 9.1%；定金及预收款 15,999 亿元，下降 34.1%；个人按揭贷款 7,749 亿元，下降 37.7%。

图表 30 消费上半年增速维持低位，餐饮增速放缓



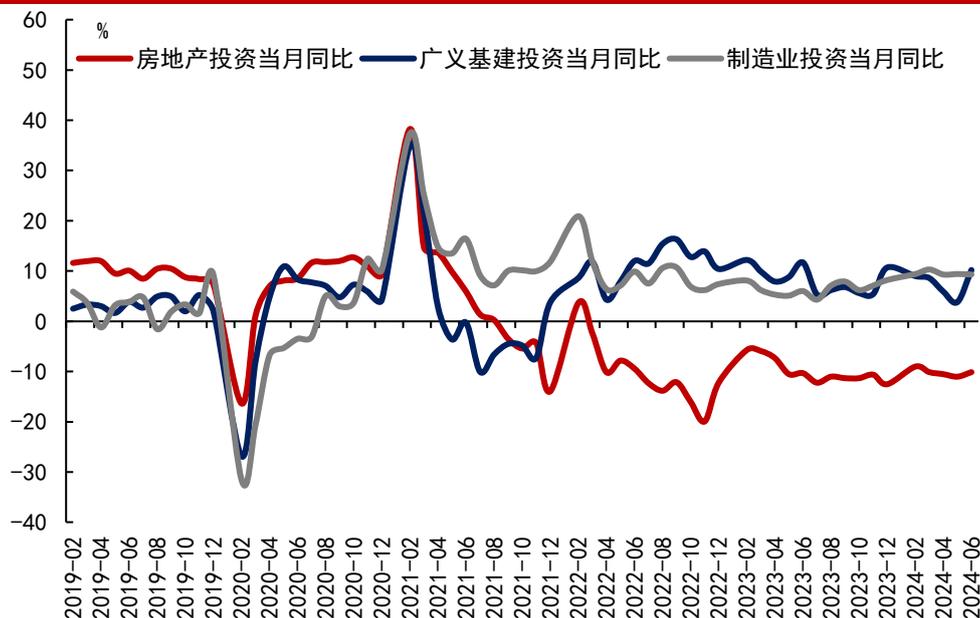
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 31 上半年出口增速表现较好



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 32 上半年基建投资并不强，制造业投资保持高位，房地产投资仍处于低位徘徊



资料来源：Wind 中证鹏元，均为测算后的当月同比增速

二、 2024 年下半年宏观经济展望：改革发力，政策给力，加大扩内需和促消费力度

（一）外部环境：美国降息有望开启，地缘政治冲突仍有较大不确定性

一是欧美经济体分化有所收窄，欧洲如期开启降息，美国降息预期反复，最快在 9 月开启降息。美国经济出现放缓，生产、消费、地产等数据下行，ISM 制造业 PMI 指数重回收缩区间，且连续三个月下行。通胀方面，美国 CPI 同比增速在一季度反弹后回落，4-6 月分别为 3.4%、3.3%和 3.0%，核心 CPI 同比增速为别 3.6%、3.4%和 3.3%，整体通胀下行。在美国经济放缓且 6 月 CPI 超预期下行后，美联储降息预期上升，市场预测的降息时点从 12 月提前到 9 月，但是美国经济韧性较高，就业数据等有反复，近期失业率触发“萨姆”法则，引发全球市场动荡，预计美国 9 月降息预期打满，但随着大选将近，数据变化，可能仍有不确定性。与此同时，欧元区虽然一季度 GDP 同环比均转正，经济有所回暖，但是工业、零售等数据较弱，经济整体承压；CPI 和核心 CPI 二季度同比均低于 3%，因此在 6 月如期开始降息，这是欧洲央行自 2019 年 9 月以来首次降息，也是在美欧英等全球主要央行中首先降息，意味着全球降息周期正式开启。整体来看，欧美经济体在经济增长和通胀的分化有所收窄，欧洲的降息节奏更早，美国 9 月开始降息的概率较大。

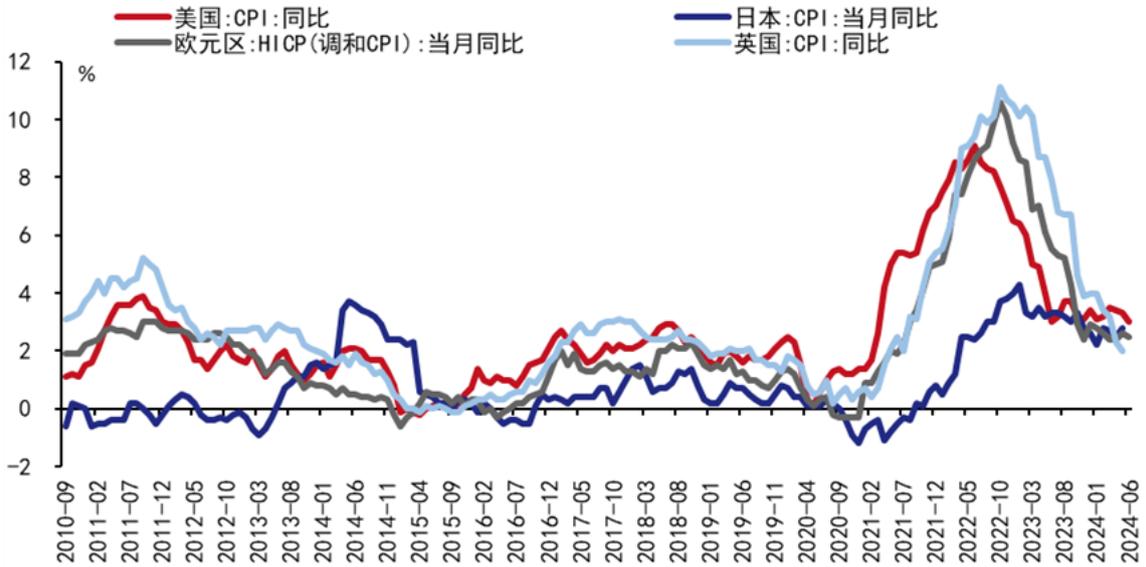
二是日本加息步伐和前景不算强，综合平衡经济和资本市场动荡。近年来日本经济增速回升，通胀水平也在提高，2021-2023 年 CPI 分别为-0.2%、2.5%、3.2%。在全球降息周期下，日本今年 3 月取消 YCC（收益率曲线控制）政策，并加息 10 个基点，将基准利率从-0.1%上调至 0—0.1%，这是日本央行时隔 17 来首

次加息。在 3 月逆势加息后，日本央行 6 月将基准利率维持在 0-0.1% 不变，同时宣布将在 7 月会议上公布缩减购债计划，决定未来 1-2 年的国债购买。7 月 31 日，日本央行宣布将政策目标利率上调至 0.25%，再次超预期加息，引发市场动荡，后续日本的加息节奏主要取决于日本的经济情况、通胀水平和海外环境变化等因素。随着利率的上身，日本经济明显承压，2024 年一季度 GDP 同环比均出现负增长，同时日元汇率持续贬值，日元对美元汇率一度跌破 160 关口。日本央行对于再次加息也是持谨慎态度，因此日本的加息节奏或保持温和渐进。

三是地缘冲突仍在持续，世界多国选举逐步进入白热化状态。自 2022 年俄乌冲突发生以来，以美国为首的西方国家对俄罗斯采取了一系列涉及政治、经济、贸易、技术等方面的制裁措施，同时，俄罗斯实行了一系列反制裁措施，互相的制裁措施对全球政治、经济、金融格局将产生重大影响。俄乌双方攻守态势发生数次切换，目前战火向俄罗斯本土延伸，双方仍在僵持状态，短期内难以解决，溢出效应要时刻警惕。2023 年 10 月初，巴以冲突升级，地缘政治风险指数大幅上行，对全球油价造成波动，不过参与方暂时比较克制，关注后续冲突的发展和和谈进展。红海航道作为全球海运线路上的重要航道，与苏伊士运河共同构成“欧亚水上通道”，但 2023 年 11 月以来，为配合哈马斯作战，也门胡塞武装突然扩大打击范围，多次袭击红海及附近水域目标，加剧中东局势紧张，也波及国际海运的正常运行。此外，美国和欧洲选举进入白热化状态，其中美国大选在首次总统辩论后发生巨大逆转，随后美国前总统、共和党候选人特朗普在集会演讲中遭遇“暗杀未遂”，而欧洲“极右翼”势力突起，选举带来的地缘扰动逐步增大。

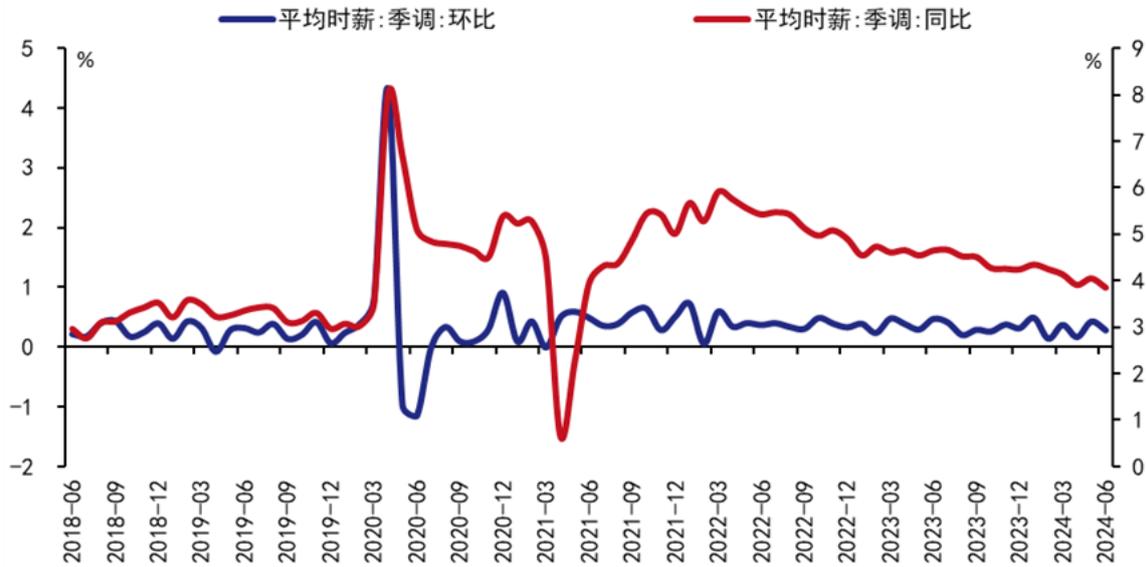
四是中美大国持续博弈，关注“特朗普”交易变化。2024 年美国进行选举，在首次总统辩论和刺杀事件后，共和党候选人特朗普暂时有明显的领先优势。如果特朗普当选，其对内倾向于通过减税和增加政府支出等扩张性财政政策实施短期经济刺激，导致政府财政赤字和债务规模扩大，市场对美国政府偿债能力的担忧可能会加剧；对外倾向于加征进口关税和驱逐数百万移民，这可能会推升通胀水平，并给长期利率带来上行压力，引发货币政策再度紧缩；在政策制定上，特朗普的行事作风可能加剧政治极化，导致政策制定与执行过程中的不确定性增加。另外，特朗普的贸易保护主义政策和单边行动主义对世界经济格局有深远影响，在“美国优先”逻辑下特朗普可能在多个领域采取强硬立场，中美关系可能会面临更大的挑战和压力，尤其是在经贸、科技和人权等领域。不过距离美国 11 月大选还有近 4 个月时间，大选的过程和结果具有很大不确定性。但是比较确定的是，无论民主党还是共和党执政，中美两国在在原则性问题、产业链供应链和出口贸易关税等多方面仍存在较多分歧，大国博弈是难以避免的。

图表 33 美国通胀在一季度反弹后出现回落，欧元区通胀窄幅震荡



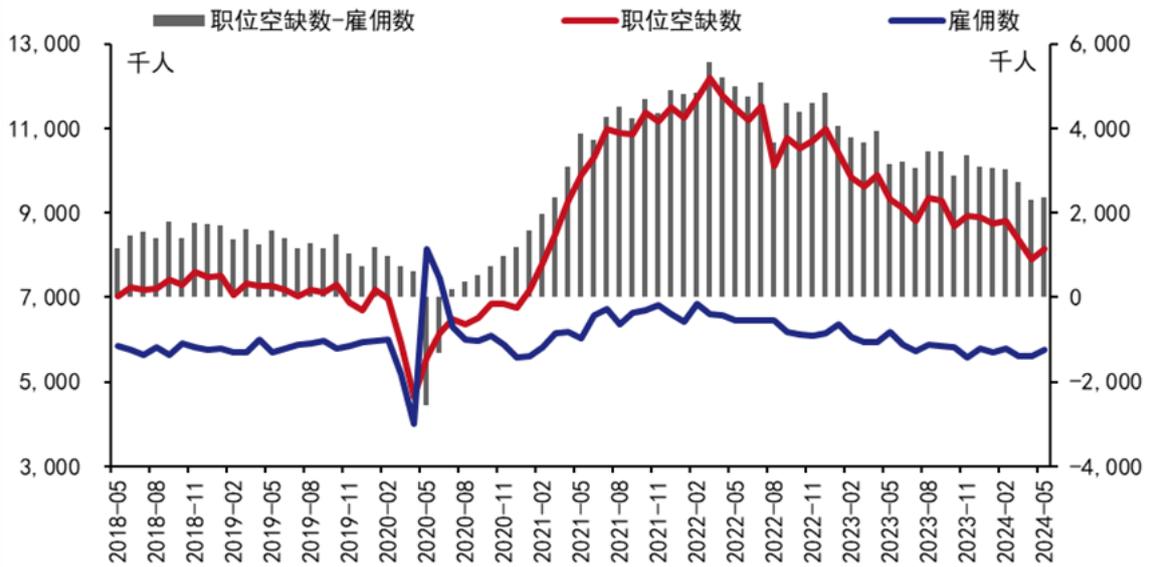
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 34 美国时薪同比和环比均回落



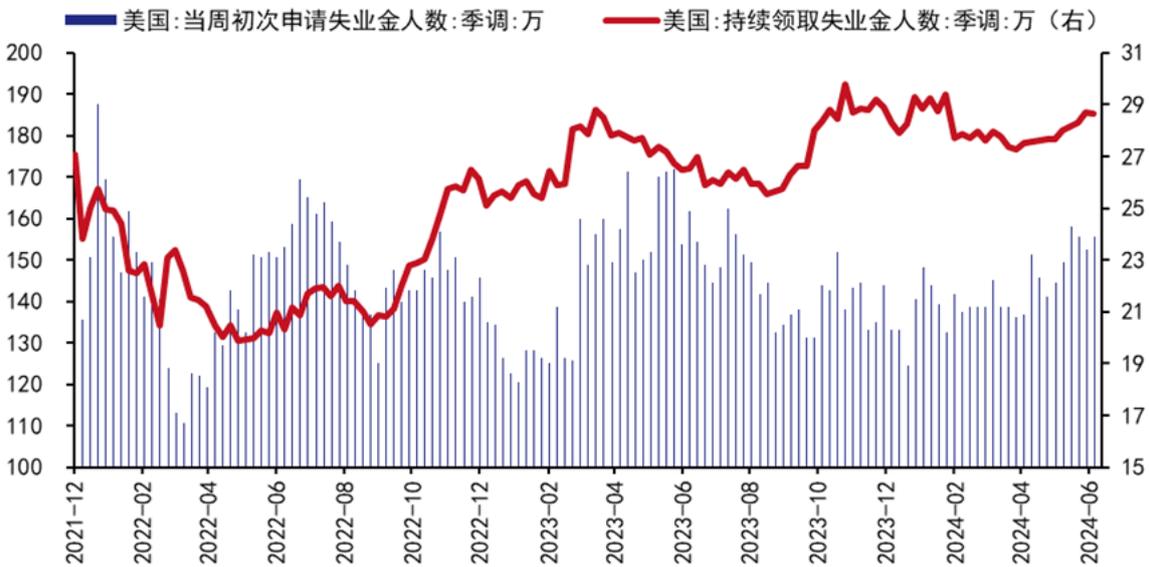
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 35 美国职位空缺继续下行，雇佣数小幅回升



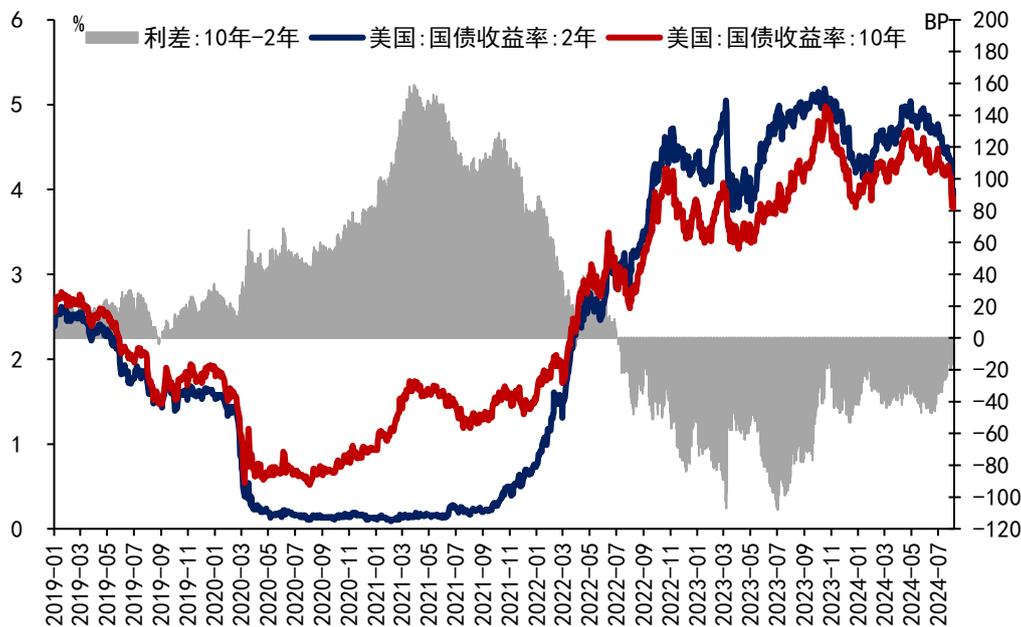
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 36 美国当周初次申请失业金人数回升



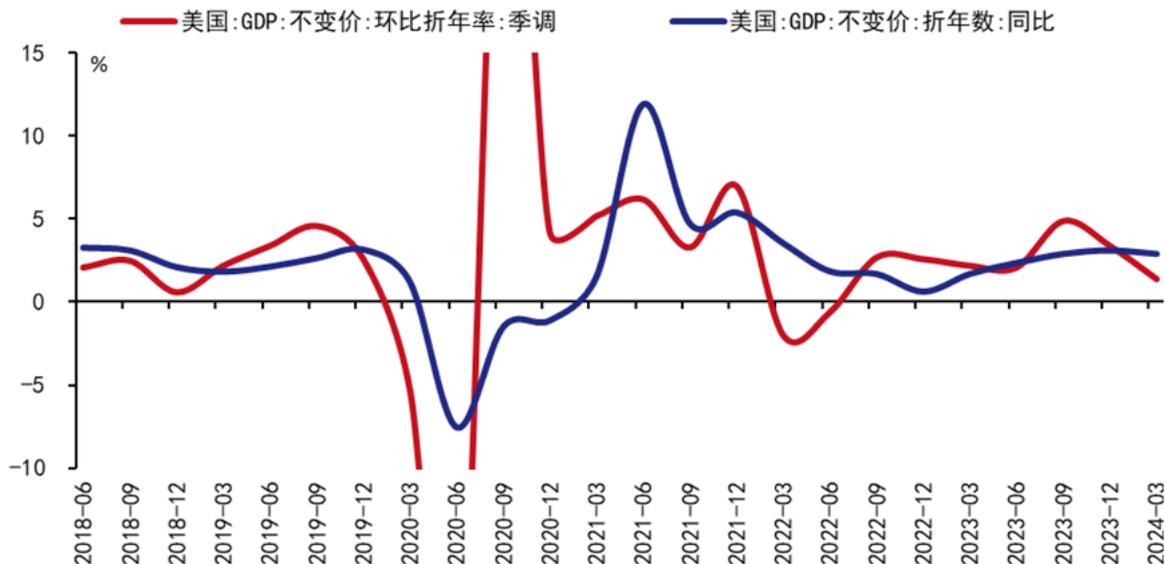
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 37 美国 10 年和 2 年国债收益率利差收窄



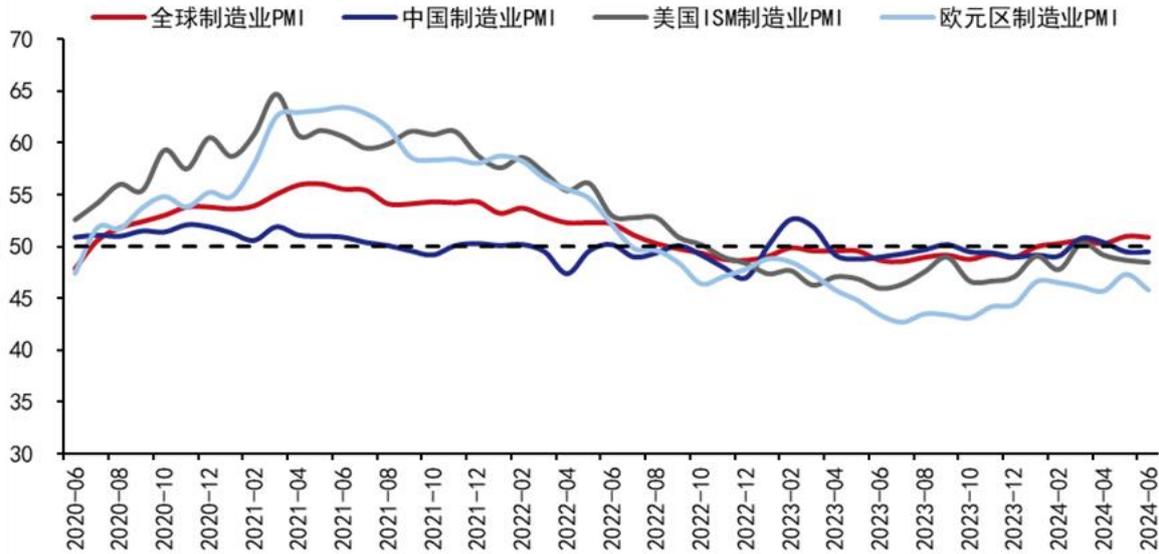
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 38 2023 年美国 GDP 环比增速和同比增速回落



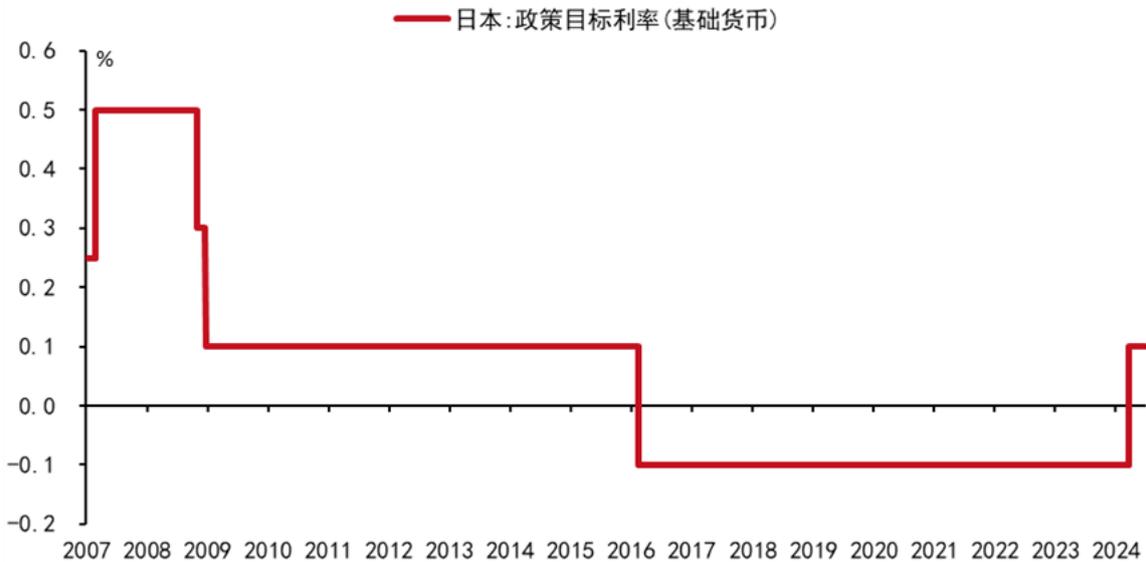
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 39 全球制造业 PMI 指数仍处在扩张区间，美国制造业 PMI 连续三个月回落，并在收缩区间



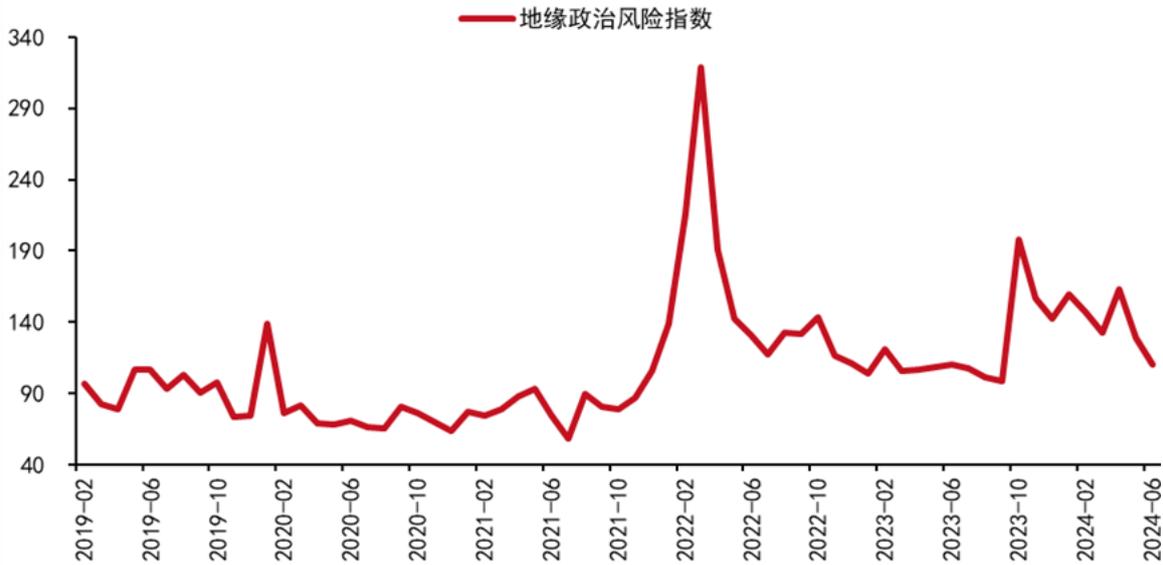
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 40 日本今年 3 月将基准利率从-0.1%上调至 0—0.1%，6 月维持利率不变，7 月再次加息



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 41 地缘政治风险指数二季度震荡回落，但仍不低



资料来源：Wind 中证鹏元

（二）内部挑战：内需不足，新旧动能转换，经济内生循环有待进一步畅通

一是内需弱复苏，“一揽子”房地产新政效果有限，经济内生循环不畅。当前国内经济总量平稳，但微观感受不均，内需复苏进程仍然偏弱，特别是消费复苏基础不牢固。当前消费动力和意愿仍不明显，主要受制于收入的增长和房价的下跌。从金融数据来看，M1 和 M2 均处于同比下降的趋势，且 M1 较 M2 降幅更快，使得 M2-M1 剪刀差不断扩大，体现出资金活性严重不足。价格水平偏低，企业增收不增利，以价换量现象突出。房地产市场仍面临一定下行压力，“一揽子”房地产新政出台后，部分城市二手房成交有所好转，但新房市场变化不大，政策效果十分有限。地方政府债务和地方政府财政资金短缺风险犹存。总体看，当前国内经济有效需求不足，尤其是内需压力较大，促消费应该摆在更重要的位置，进一步促进投资和消费的循环，增加企业和居民的发展信心，提高收入预期。

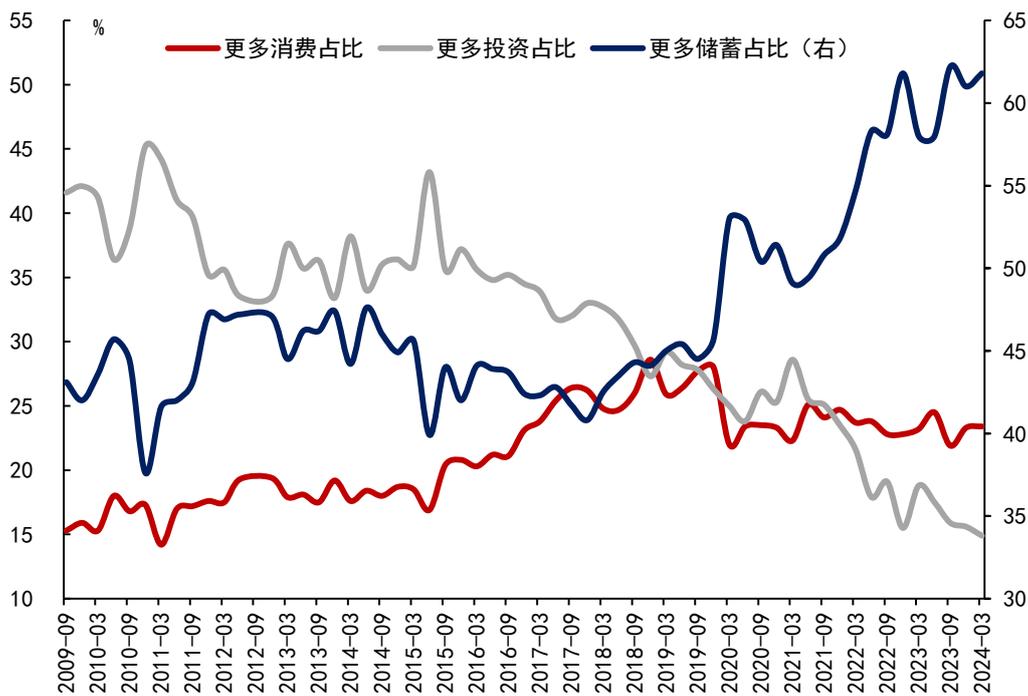
二是当前中国处于产业升级和新旧动能转换的关键期，要因地制宜发展新质生产力。当前我国经济已经从高速发展转向高质量发展阶段，新旧动能转换，过去以地产和基建为主的旧的增长动能放缓，围绕高质量发展这一首要任务，当前一段时间正处于经济转型和产业升级的“窗口期”，一些结构性问题、周期性矛盾有所体现，要在现代化产业体系建设、科技创新、高端制造业、数字经济、绿色发展和人工智能等领域寻求新突破，因地制宜发展新质生产力。

三是进一步全面深化改革，要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险。三中全会顺利召开，是未来五年进一步全面深化改革的纲领性文件。当前中国特色社会主义制度基本形成，已有制度需要不断健全，新

领域新实践需要推进制度创新、填补制度空白，要固根基、扬优势、补短板、强弱项。推动高质量发展面临的突出问题依然是发展不平衡不充分，进一步全面深化改革是更好适应我国社会主要矛盾变化的迫切需要，也是应对重大风险挑战的迫切需要。下半年改革发展稳定任务重，要以改革为动力促进稳增长、调结构、防风险，充分发挥经济体制改革的牵引作用，及时推出一批条件成熟、可感可及的改革举措。

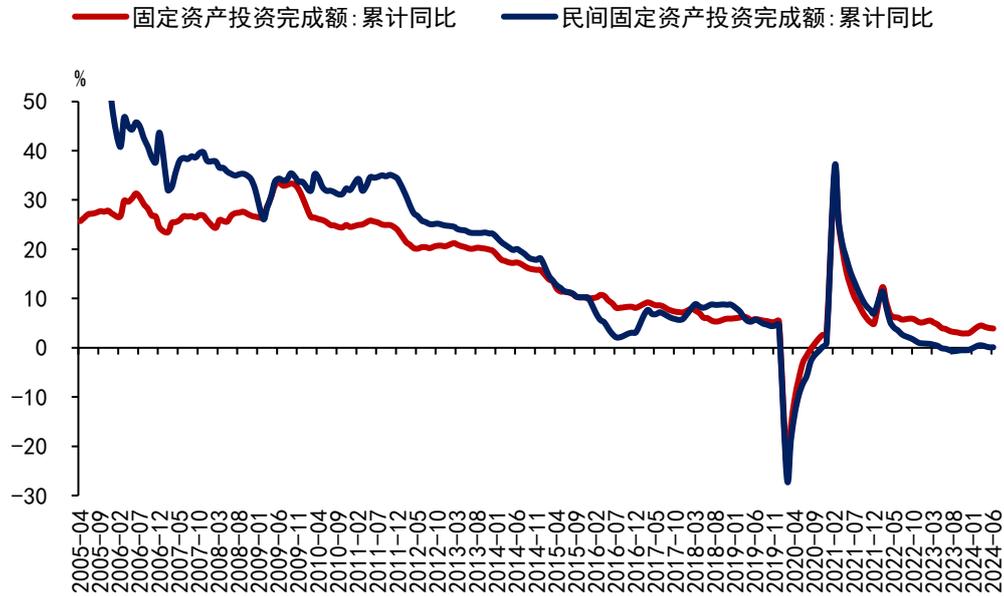
四是防范和化解重大风险，统筹短期稳增长和中长期高质量发展，保持一定战略定力。防风险是永恒的主题，近年来，我国金融机构风险、房地产行业债务违约风险、地方政府隐性债务风险受到重点关注。中央经济工作会议和政治局会议均多次提及防风险的重要性，要时刻关注风险的溢出效应，确保经济正常运转，各种“黑天鹅”、“灰犀牛”事件随时可能发生，但底线是不发生系统风险。

图表 42 央行调查问卷：居民储蓄仍在增加，消费小幅增加，投资减少



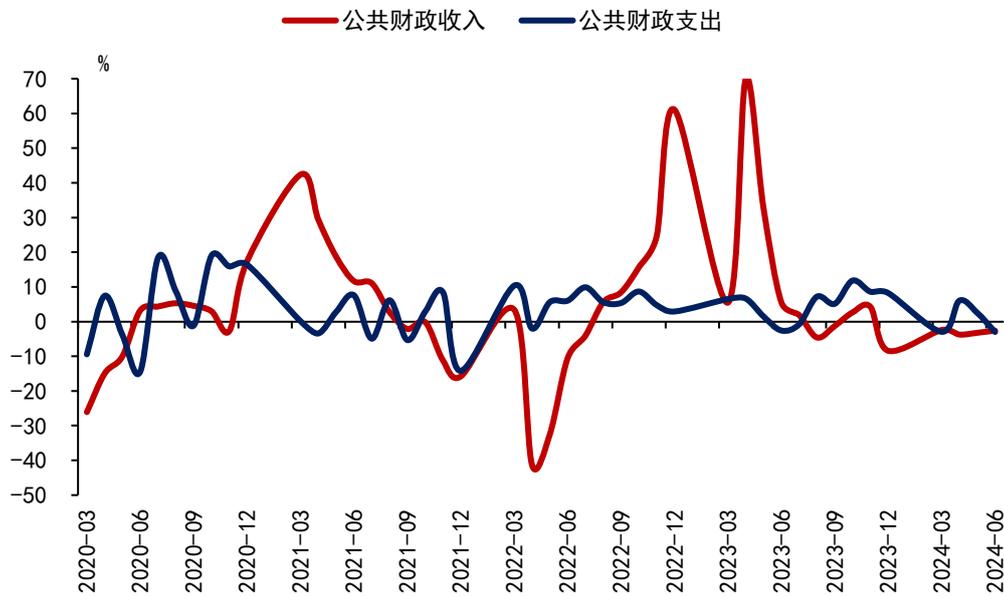
资料来源：iFind 中证鹏元，央行最新数据仅更新至一季度

图表 43 企业端：民间投资仍显乏力



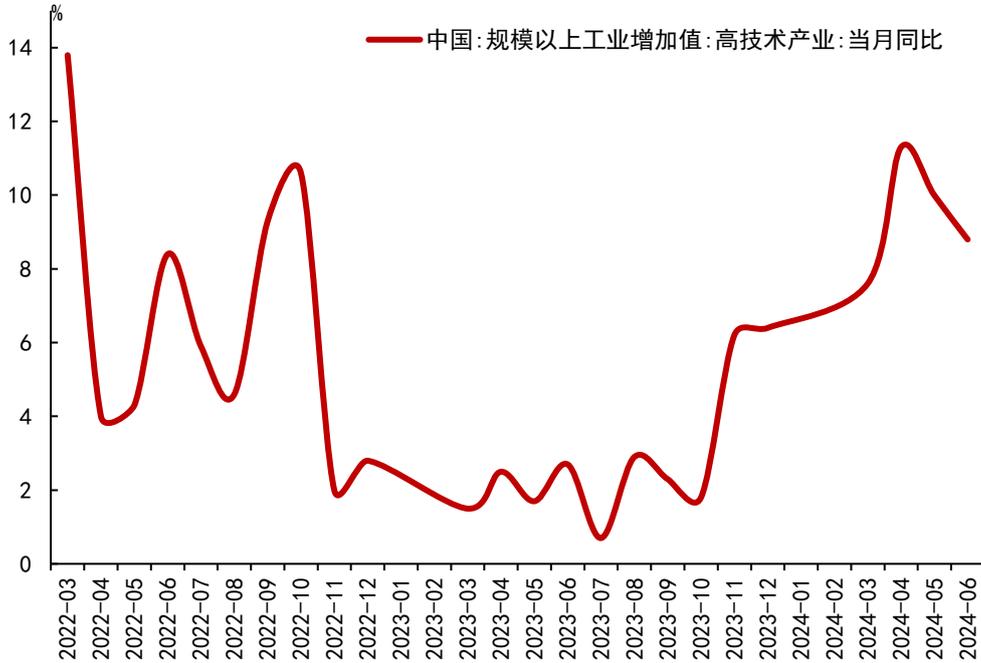
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 44 政府端：今年财政收支压力仍较大



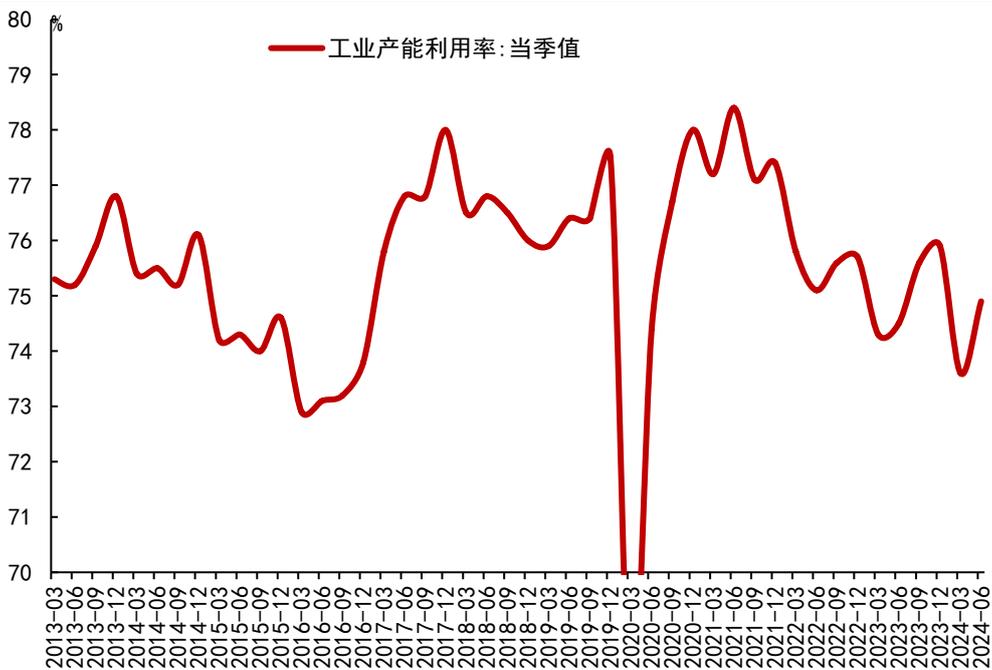
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 45 高技术产业增加值维持高增速



资料来源: Wind 中证鹏元

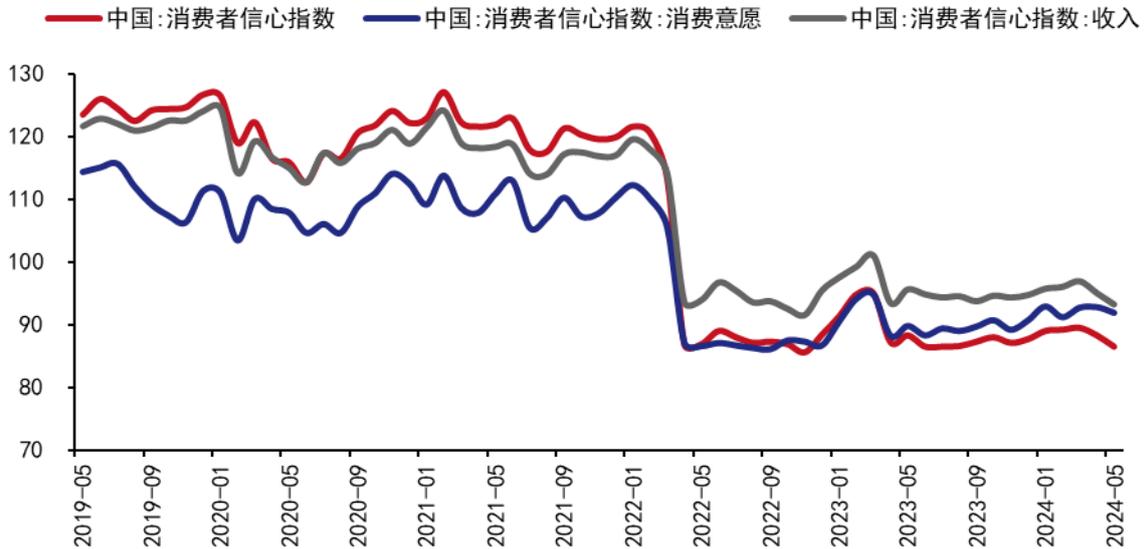
图表 46 工业产能利用率并不算高



资料来源: Wind 中证鹏元

请务必阅读正文之后的免责声明

图表 47 消费者信心和意愿均比较低迷



资料来源: Wind 中证鹏元

(三) 2024年下半年稳增长诉求提升，改革促发展，加大促消费力度，推动价格水平上涨

2024年下半年稳增长压力加大，国内经济要在转方式、调结构、提质量、增效益上持续用力，政策要更加给力，改革要发力，加大逆周期调节，2024年全年实际GDP增速预计在5.0%左右，能顺利完成预期目标，但经济弱复苏格局难改。中性条件下，粗略测算三、四季度GDP同比增速为4.9%、5.0%，对应下半年GDP增速为5.0%左右，全年GDP增速在5.0%左右。有效需求不足仍是经济复苏的最大问题，名义GDP增速偏低，国内大循环不畅，海外顺风因素具有不确定性，将加大经济波动性和宏观调控的难度。下半年要加大力度提振国内需求尤其是促进价格水平回升，推动名义经济增速的上行，稳定预期和提振信心，同时以全面深化改革为契机，优化经济体制结构，顺应时代发展趋势，突出问题导向，破立并举、先立后破，不断壮大新发展动能，牢牢把握高质量发展这个首要任务。把推动价格水平作为重要目标，CPI增速预计处于小幅增长，全年维持在1-1.5%左右，PPI增速降幅收窄，有望在四季度转正。

产需两端结构方面，从生产端看，工业生产继续维持增长，企业逐步开启补库存，但注意上中下游的供需结构和企业盈利情况，服务业持续复苏尤其是出行和接触类服务改善空间较大。上半年我国出口保持较高增速，预计下半年出口仍有韧性，但要注意出口的持续性和稳定性，注意美国大选的干扰，如果特朗普当选，关税力度或继续加大；内需方面，下半年消费有进一步改善的空间，消费品以旧换新政策效应不断显现，但受限于居民收入预期，全年社会消费品零售总额预计增长4.5%左右，但要特别注意促消费的增量政策出台；基础设施投资在下半年有支撑，专项债发力，增发国债和特别国债相继发行和落地，但注意部分专项债

额度用于化债，基建实物工作量会有折扣；制造业投资是经济增长的最大亮点，随着设备更新、减税降费等政策不断落地，叠加出口的带动，制造业投资有望继续维持高景气；地产投资和销售仍难言乐观，预计增速处于底部徘徊。

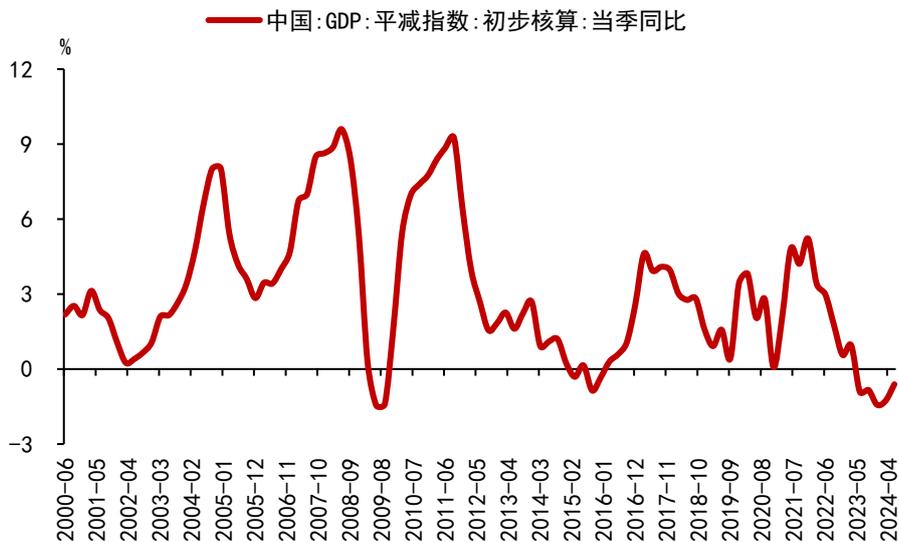
人民币汇率贬值压力下降，有望回到“7”以下。随着美国逐步开启降息，美元有所走弱，国内基本面稳定，人民币汇率有走强空间，预计下半年回到“7”以下，双向均衡波动。

图表 48 2024 年全年经济增速预计达到 5.0%左右



资料来源: Wind 中证鹏元, 同比增速

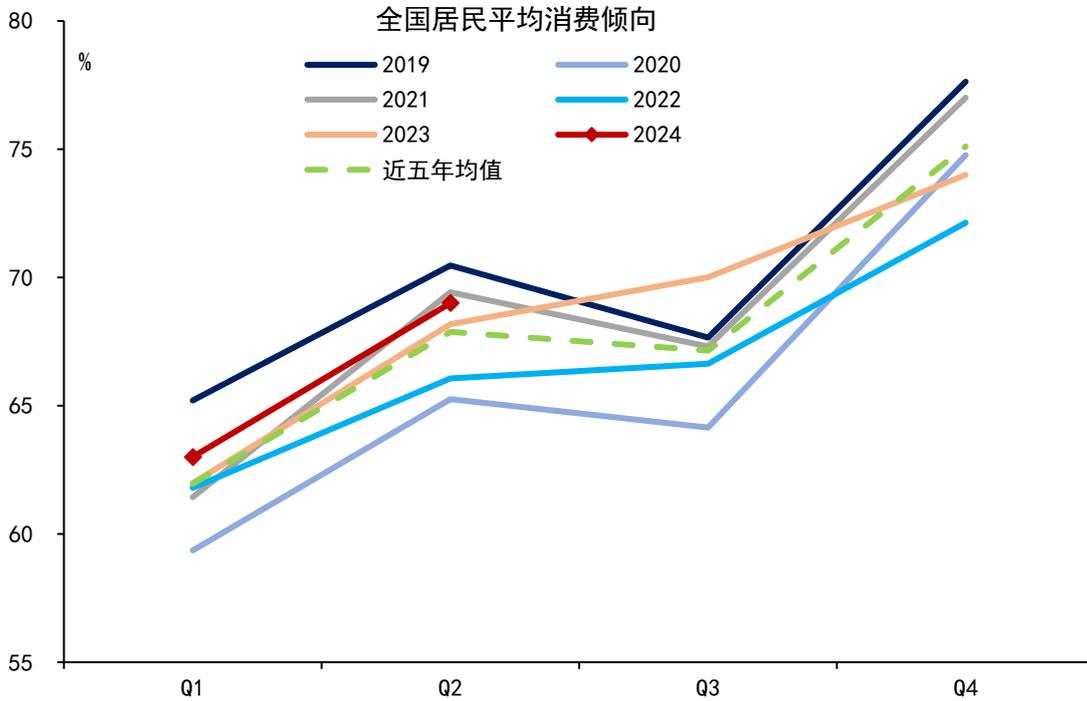
图表 49 GDP 平减指数连续五个季度负增长，需求不足问题突出



资料来源: Wind 中证鹏元, 同比增速

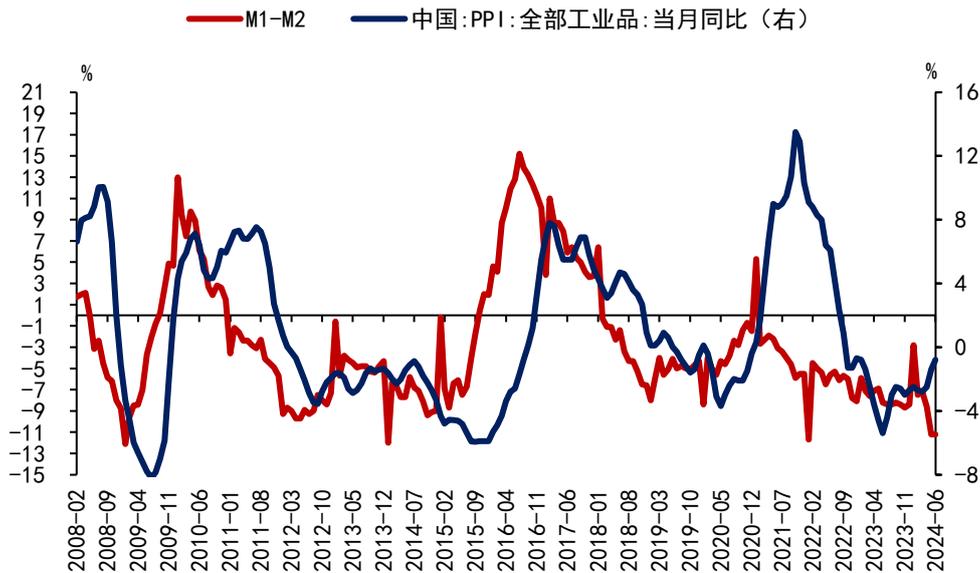
请务必阅读正文之后的免责声明

图表 50 居民平均消费倾向并不算高，低于 2019 和 2021 年



资料来源：Wind，中证鹏元

图表 51 M1-M2 剪刀差与 PPI 价格走势有一定相关性，大致领先 6 个月左右



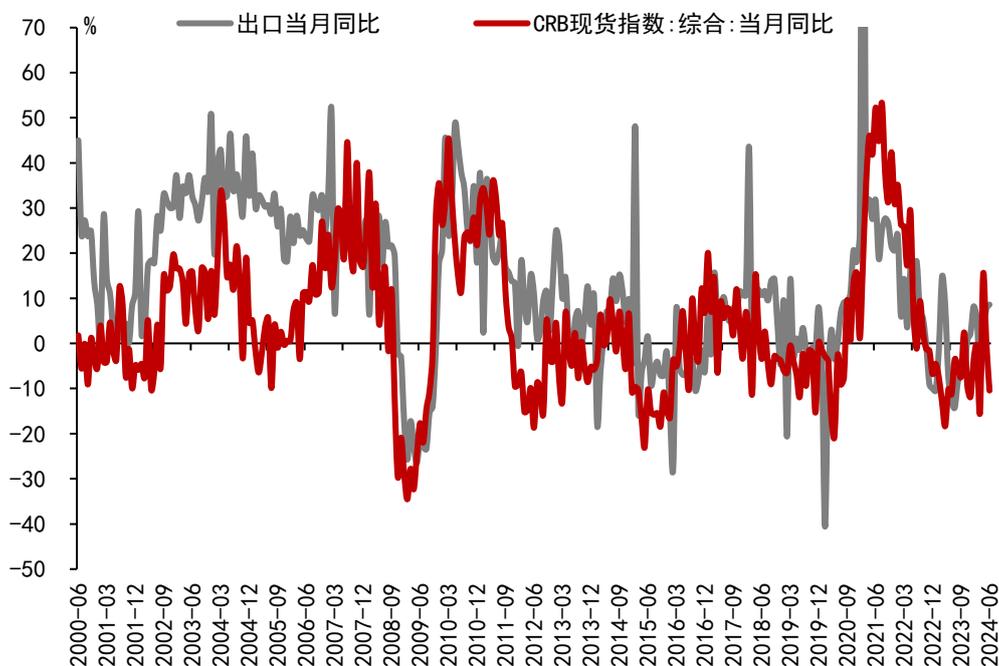
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 52 工业产成品存货逐步补库存



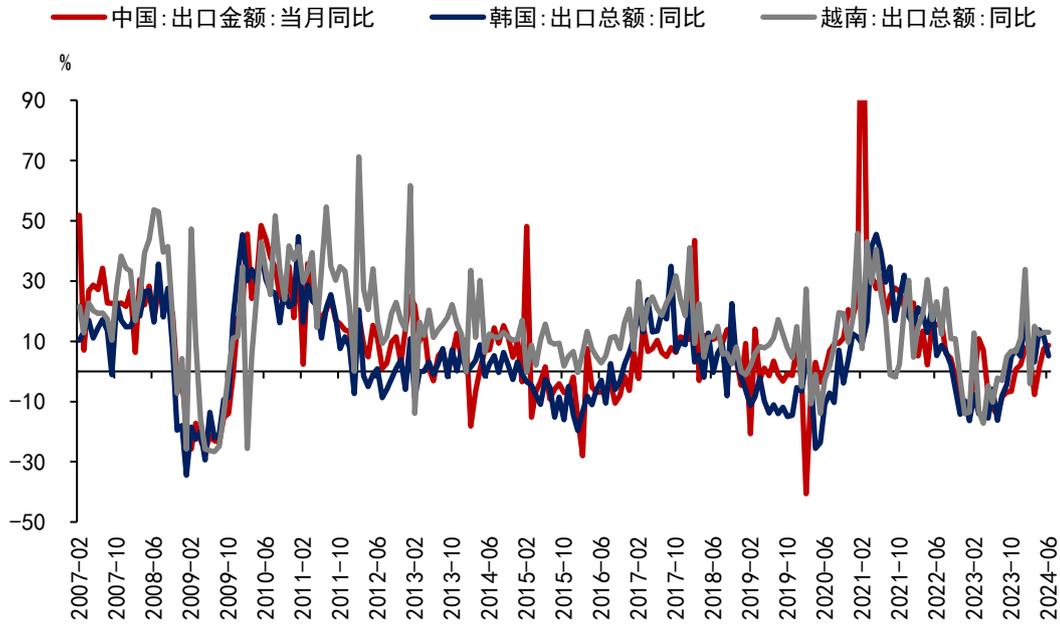
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 53 CRB 现货综合指数与出口增速走势相关性较好



资料来源: Wind 中证鹏元

图表 54 韩国和越南与我国出口增速相关性很高，越南上半年出口较为强劲



资料来源：Wind 中证鹏元

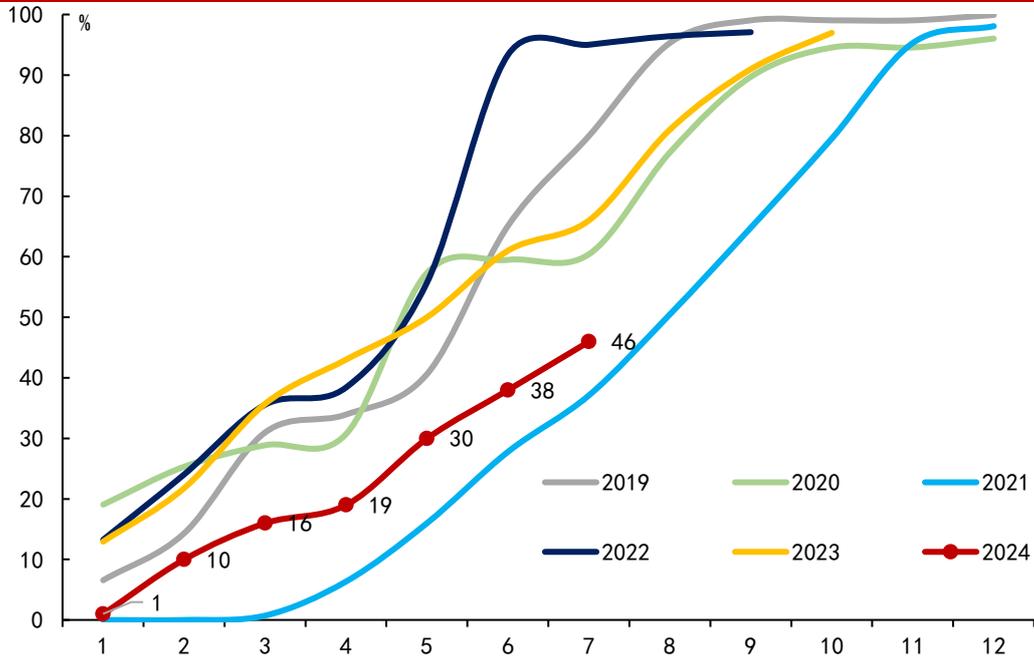
图表 55 工业出口交货值与出口增速相关性较好



资料来源：Wind 中证鹏元

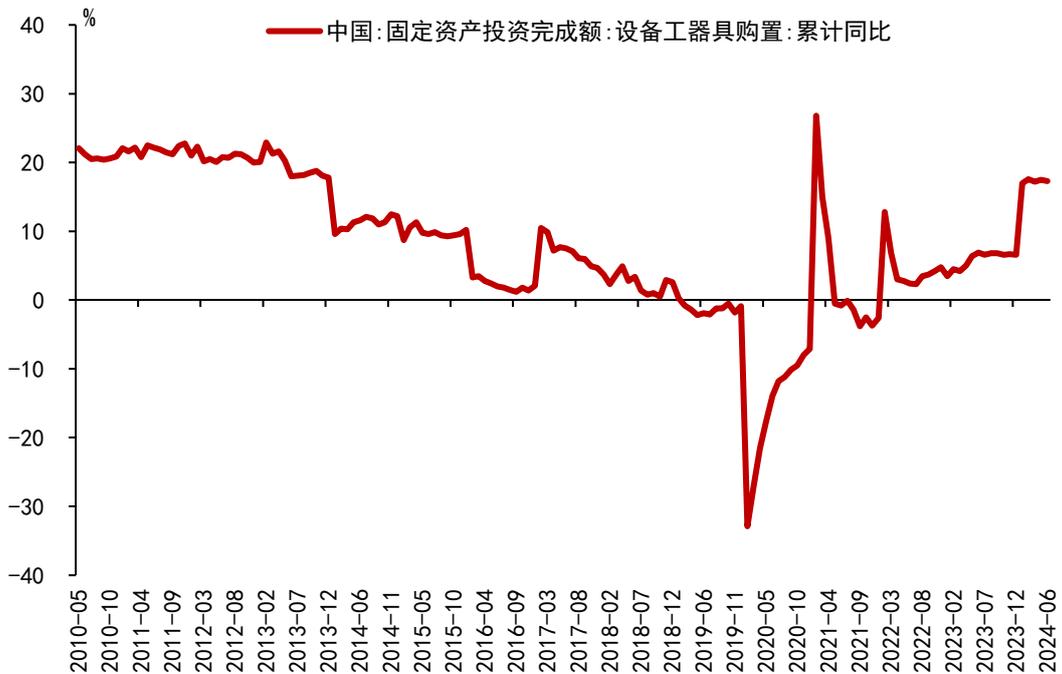
请务必阅读正文之后的免责声明

图表 56 今年新增专项债发行进度明显偏慢，三季度需要加大发行节奏



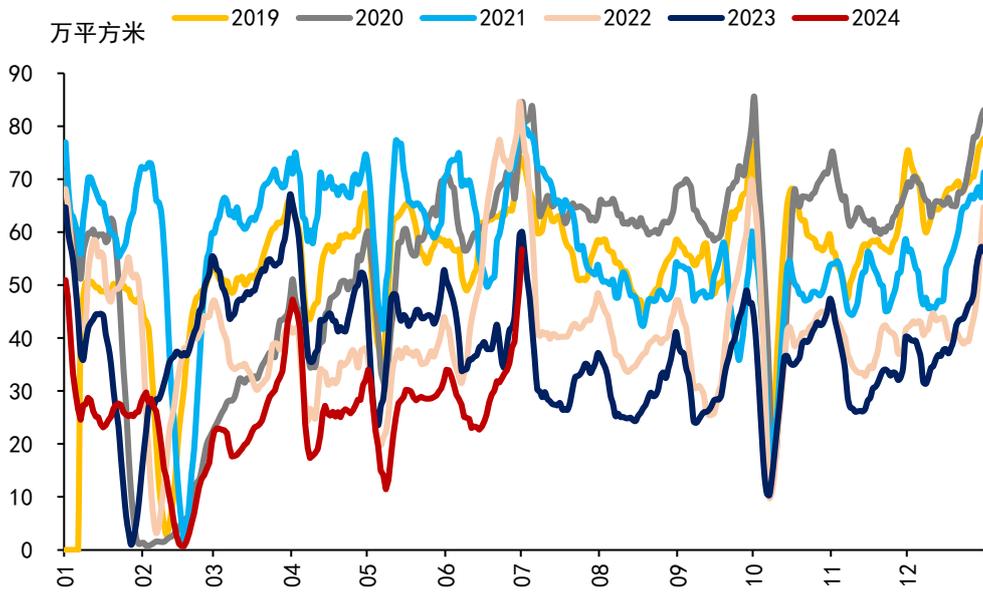
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 57 “两新”政策推动下，设备器具投资增速维持较高



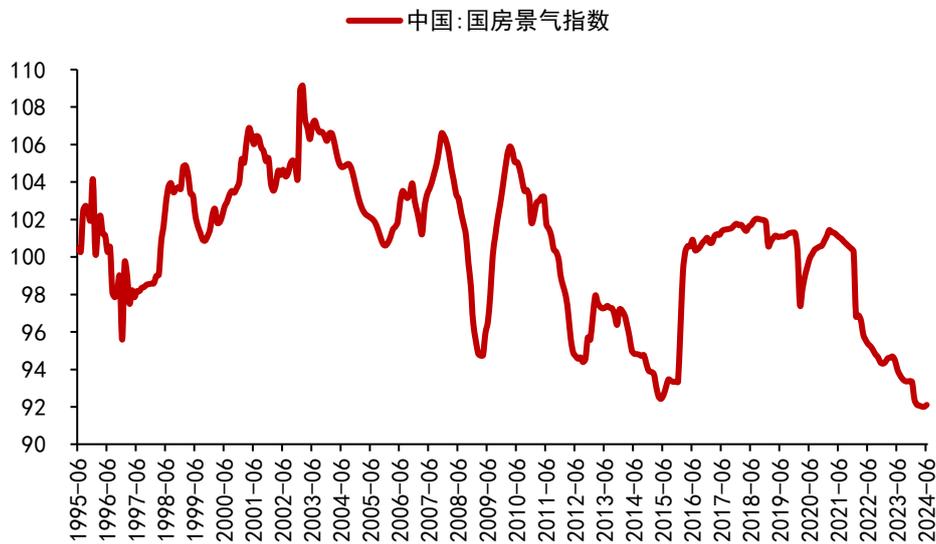
资料来源: Wind 中证鹏元

图表 58 上半年 30 大中城市商品房成交面积大幅低于往年同期



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 59 国房景气指数仍位于行业的低谷



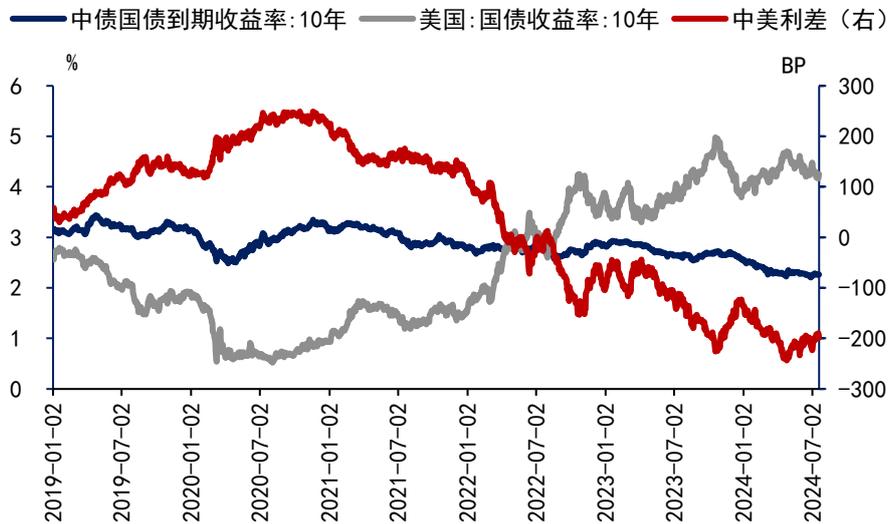
资料来源：Wind 中证鹏元

图表 60 今年以来人民币汇率呈贬值趋势，近期有所缓解



资料来源：Wind 中证鹏元

图表 61 上半年中美 10 年国债利差现“V”型，近期有所收窄



资料来源：iFind 中证鹏元

（四）宏观政策：加大逆周期调节，持续用力、更加给力，落实存量+储备增量

基于三中全会和7月底政治局会议的基调，宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。我们认为，宏观政策稳增长诉求加强，逆周期调节政策有望加码，近期央行开启系列降息组合拳，也已经有所印证加码的必要性和紧迫性。一方面，要继续落实和加快存量政策工作量的落实，同时也需要根据内外部形势和进一步全面深化改革的要求，储备增量政策。可感可及的增量政策很关键，尤其是进一步扩大内需，改善消费举措，这对市场的风险偏好和发展信心尤为重要。

货币政策方面：保持支持性、降准降息仍可期待，进一步改革货币政策框架。一是稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，保持支持性、保持流动性合理充裕，为实体经济提供良好的货币金融环境；二是货币政策新框架的改革，以短期的7天逆回购利率OMO为主要政策利率，淡化MLF利率，适度收窄利率走廊，数量调控转为价格调控，进一步畅通传导机制，建立和完善政策利率—市场利率—存贷款利率的传导过程，防止资金空转套利，提高资金使用效率；三是健全货币政策沟通机制，有效稳定和引导市场预期；四是增强汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；五是逐步将二级市场买卖国债纳入新的工具箱，进一步调控价格和流动性；六是配合财政部发债，加大中长期流动性投放，预计下半年有降准的可能性；七是继续加大结构性货币政策工具的使用，有进有退，设备更新和以旧换新贷款和保障性住房再贷款的额度有望增加。另外，有望新出台促消费的结构性货币政策。

财政政策方面：加快节奏，关键是“两重”和“两新”，推进财税体制改革。一是加快专项债发行使用进度，合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。下半年要加快进度，提高节奏，争取在三季度末发行完毕，尽快落实工作量；二是持续用好超长期特别国债，如果经济下行压力大，不排除加码增发国债或者提高特别国债的额度，放松项目范围和限制，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设（“两重”）。截至7月24日，超长特别国债已经发行4180亿元；三是更大力度支持“两新”政策，大规模设备更新和消费品以旧换新（两新）是今年的一项重要任务，从顶层设计到各部委，再到各地方，均相继出台了政策。后续财政资金要进一步加大支持力度，管理好资金，做到专款专用，严防挤占挪用，真正落到实处；四是推进财税体制改革，平衡央地的事权财权，增加地方自主财力，消费税征收环节后移并稳步下划地方，统筹考虑中央与地方收入划分等。

产业政策方面：培育壮大新兴产业和未来产业，大力推进高水平科技自立自强，因地制宜发展新质生产力。要有力有效支持发展瞪羚企业、独角兽企业。要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。关注新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等，鼓励和规范发展天

请务必阅读正文之后的免责声明

使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本。

城投信用方面：完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险，城投转型有望提速。信用债市场方面，经济基本面总体偏弱修复，宏观政策维持宽松，流动性合理充裕，利率和利差易下难上，总体压缩，信用债资产荒的格局难改。金融保持严监管的高压态势，防范和化解风险仍是重点工作，统筹化债和稳定发展，关注城投债政策的再平衡，产业债净融资和创新品种的发行。注意，部分新增专项债资金用途限制可能有所突破，用来偿还存量债务，意味着隐性债务化解的资金来源更加多样，政府化债方式更加灵活变通。

房地产方面：自身再平衡，增量政策有限。下半年房地产仍面临较大压力，持续聚焦因城施策、各地自主决策，土地盘活、去库存和“白名单”机制的落地和扩容，同时进一步防范风险，加大保交房力度。政策延续优化趋势，以维稳和托底房地产为主，注重政治性和人民性，解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进，加快新发展模式的构建。消化存量和优化增量，继续去库存，收购存量商品房用作保障性住房的力度有望加大，政策进一步优化，关键在于各地的探索情况，自下而上，需要持续观察。完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，改革商品房相关基础性制度，促进房地产市场高质量发展。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140