

2024年7月26日

## 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

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

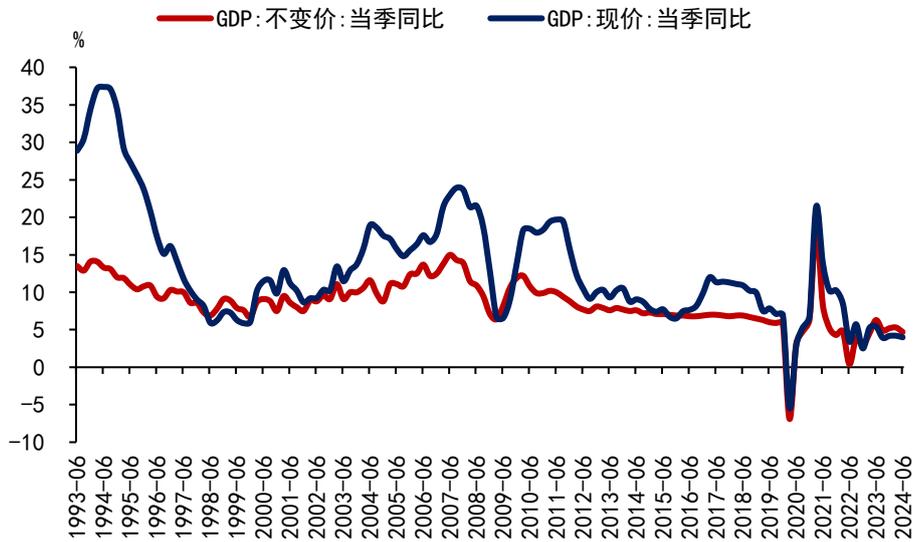
**核心观点：**今年上半年经济修复速度前高后低，总量平稳，结构分化，但有效需求不足。展望下半年，稳增长诉求提升，宏观政策加大逆周期调节，改革发力，政策给力，以改革促发展，进一步扩内需尤其是改善消费，推动价格水平上涨。财政政策要加快发力，把握节奏，聚焦“两重”和“两新”领域，注意特别国债额度扩大的可能性。货币政策保持支持性，降息降准可期，逐步完善货币政策新框架，关注结构性货币政策的增设情况，进一步促消费、支持五篇大文章。统筹短期稳增长和中长期高质量发展，因地制宜发展新质生产力，防止“内卷式”恶性竞争，培育耐心资本。

## 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



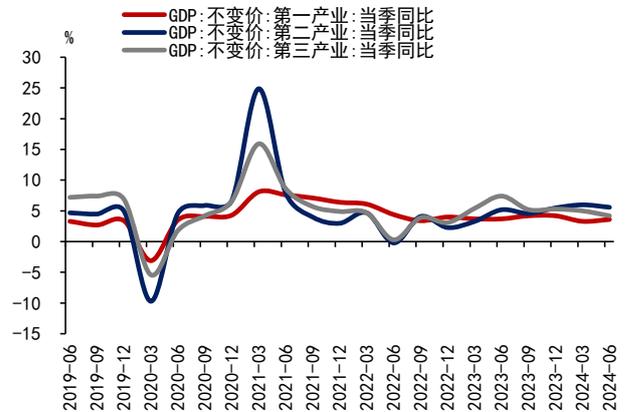
资料 : Wind 中证鹏元

图表2 GDP 季调环比下行



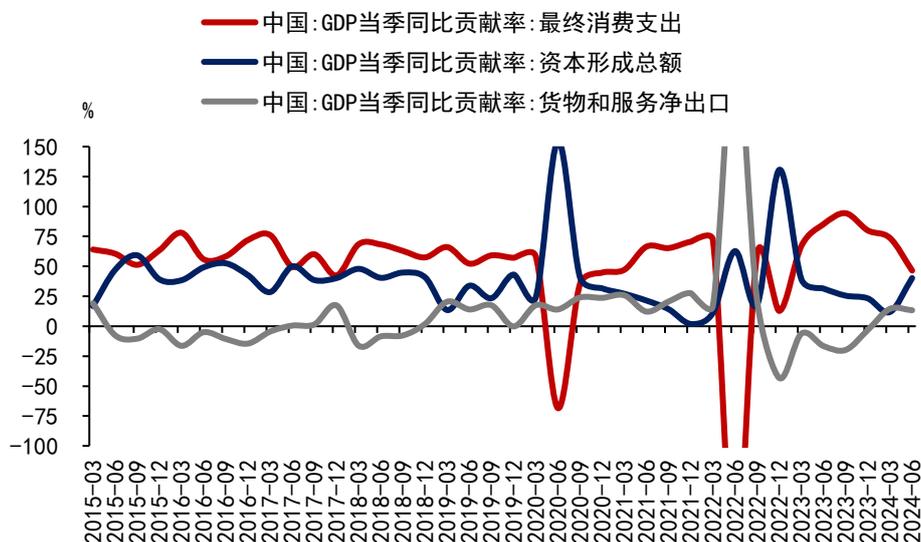
数据 : Wind 中证鹏元

图表3 三大产业 GDP 同比变化



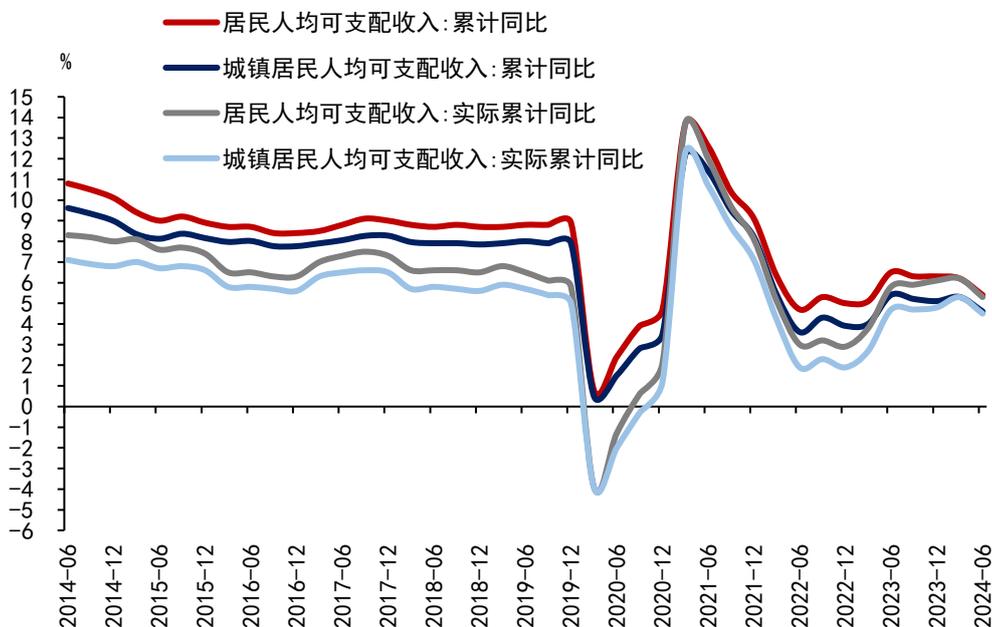
数据 : Wind 中证鹏元

图表4 三大需求对 GDP 的贡献率



资料 : Wind 中证鹏元

图表5 居民可支配收入增速小幅下降

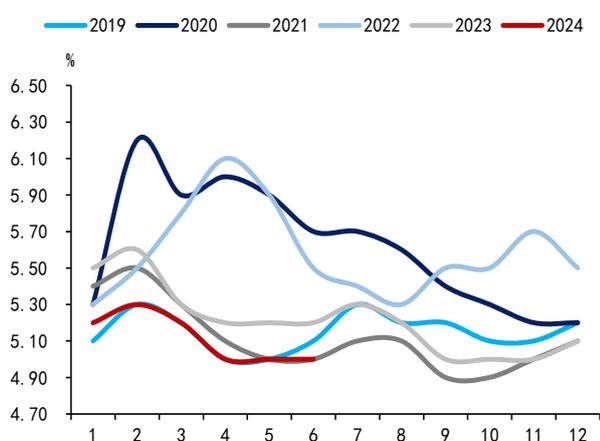


资料 : Wind 中证鹏元

**(二) 失业率稳中有降，价格水平小幅改善**

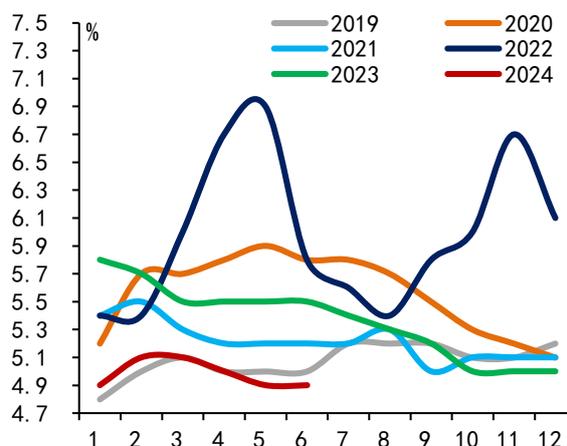
上半年，全国城镇调查失业率平均为 5.1%，比去年同期下降 0.2 个百分点，3 月以来整体失业率小幅下降且保持相对平稳。分年龄段看，6 月末 16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力调查失业率分别为 13.2%、6.4%、4.0%，今年以来 16-24 岁青年人失业率逐步下行，稳就业政策效应显现，但青年人失业率仍处于高位，预计下半年青年人就业形势将继续好转。

**图表 6 城镇调查失业率整体有所下行**



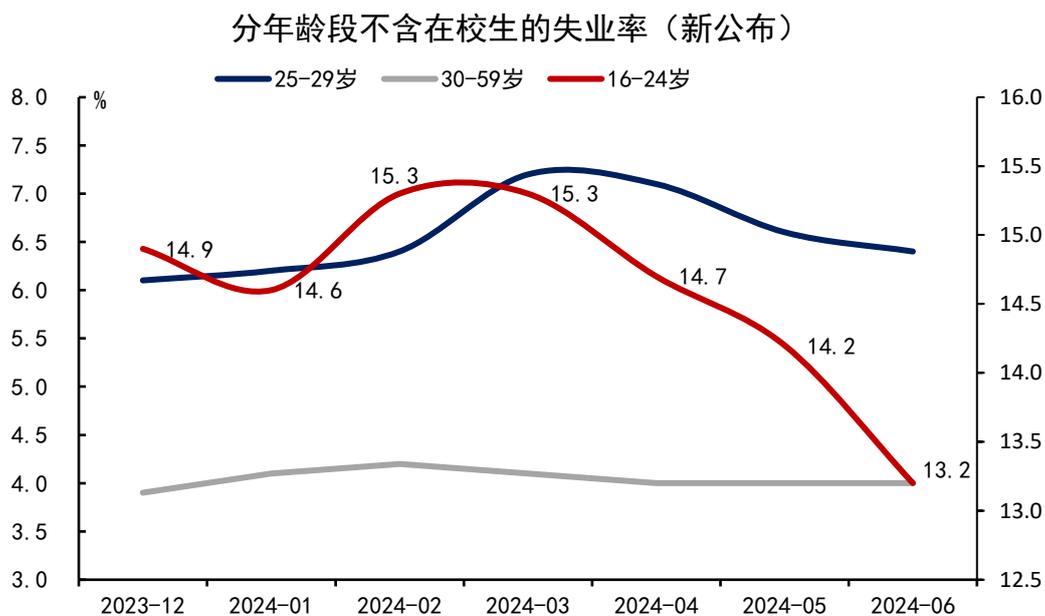
数据：Wind 中证鹏元

**图表 7 31 大中城市失业率偏低**



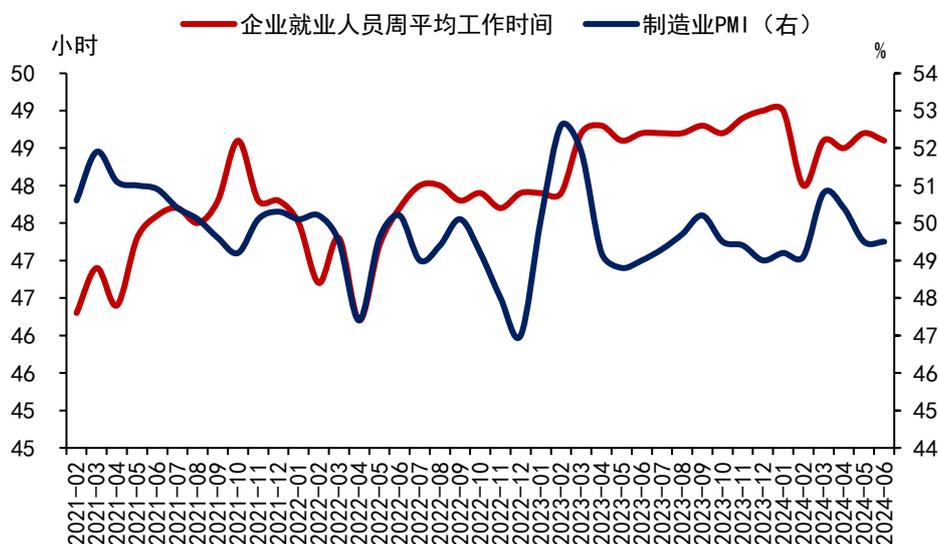
数据：Wind 中证鹏元

**图表 8 青年人失业率有所下降，但仍处于高位**



资料：Wind 中证鹏元

图表9 就业人员工作时间整体处于高位

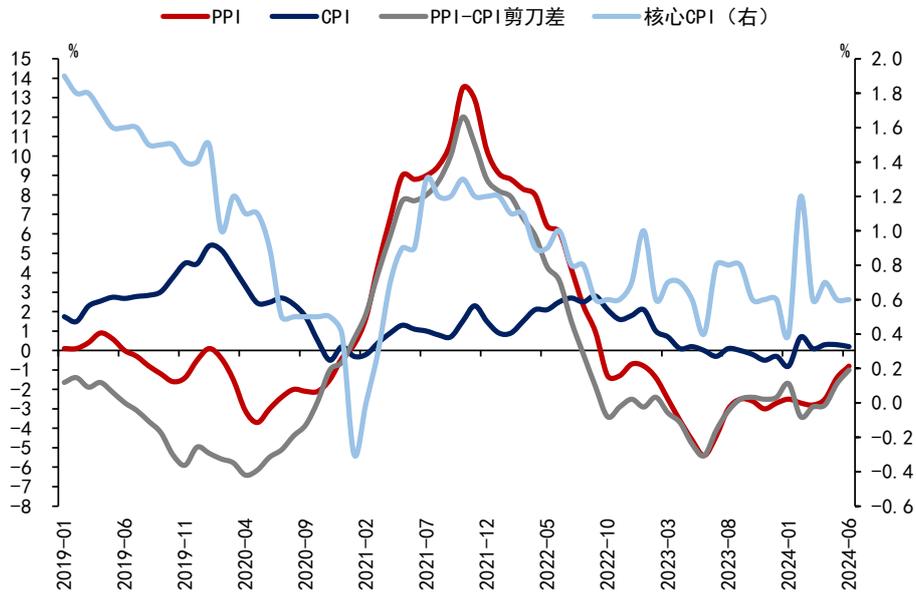


资料：Wind 中证鹏元

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。

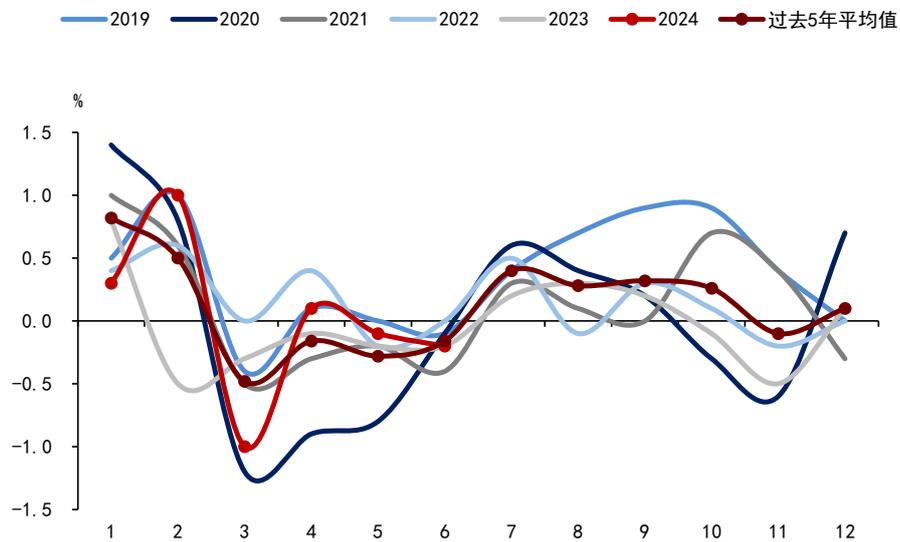
上半年，PPI比上年同期下降2.1%，同比降幅先扩大后收窄。二季度分别录得-2.5%、-1.4%、0.8%，主要受国际大宗价格波动和上年同期基数低等因素影响。其中生产资料价格下降5.1%，生活资料价格下降1.8%。环比来看，上半年PPI整体趋弱，目前由上涨0.2%转为下降0.2%，主要由于国际油价下行带动国内石油和天然气开采价格下行影响，同时高温多雨天气影响建筑施工，钢材需求减弱。从同比价格组成因素看，上半年PPI同比降幅收窄主要受翘尾因素影响，其中6月PPI价格中翘尾因素和新涨价因素分别影响-0.1%和-0.7%。总体来看，房地产市场恢复仍然偏慢，基建投资力度相对有限，内需不足背景下工业品价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

图表 10 上半年 CPI 增速低位运行，PPI 增速降幅收窄



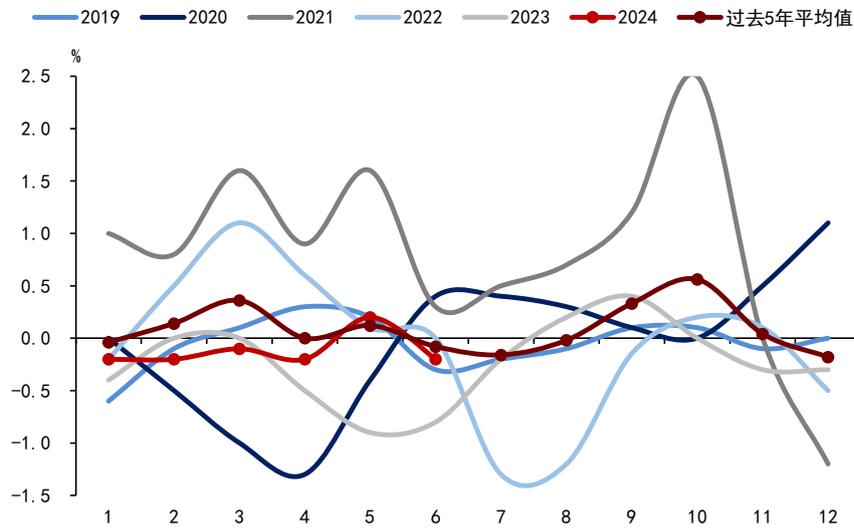
资料 : Wind 中证鹏元, 同比增速

图表 11 CPI 环比增速处于近几年均值水平



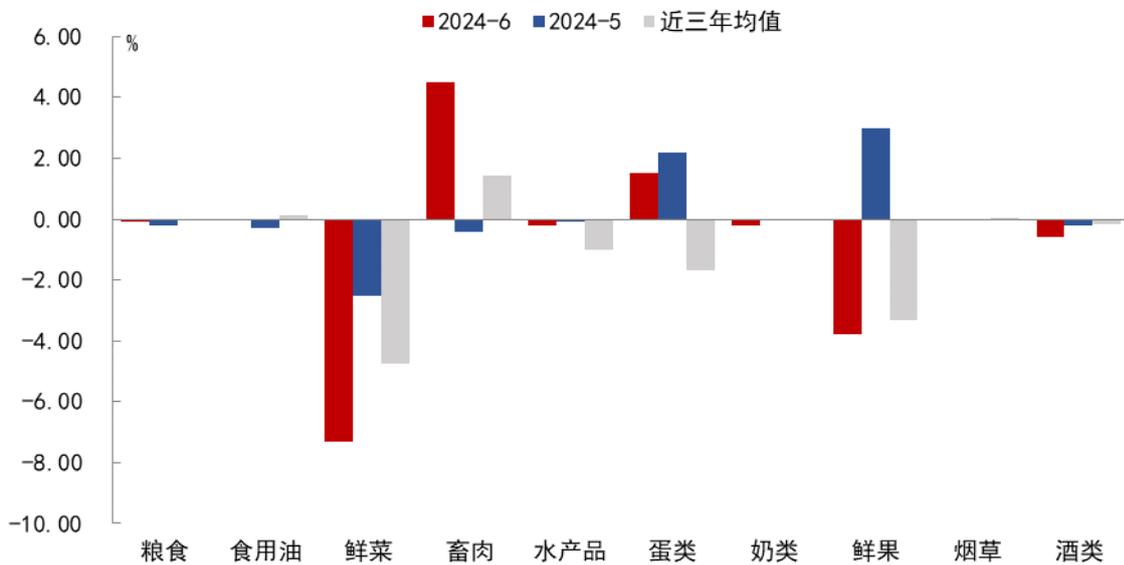
资料 : Wind 中证鹏元, 同比增速

图表 12 PPI 环比增速未转正，处于较低水平



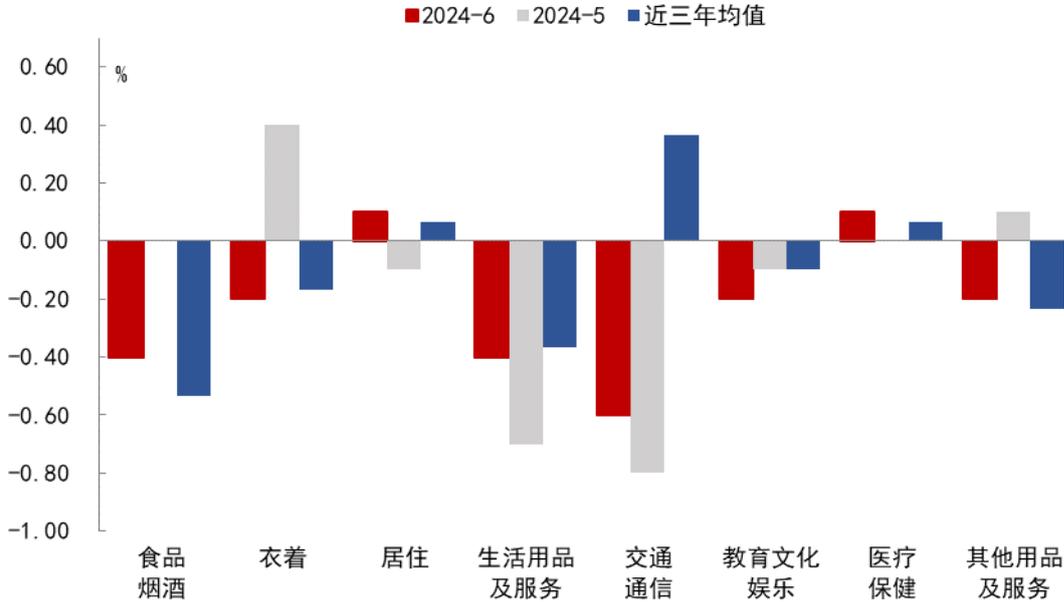
资料：Wind 中证鹏元，同比增速

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



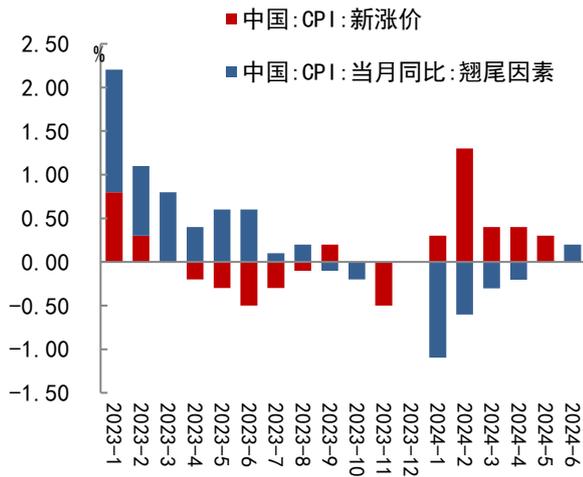
资料：Wind 中证鹏元，环比增速

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



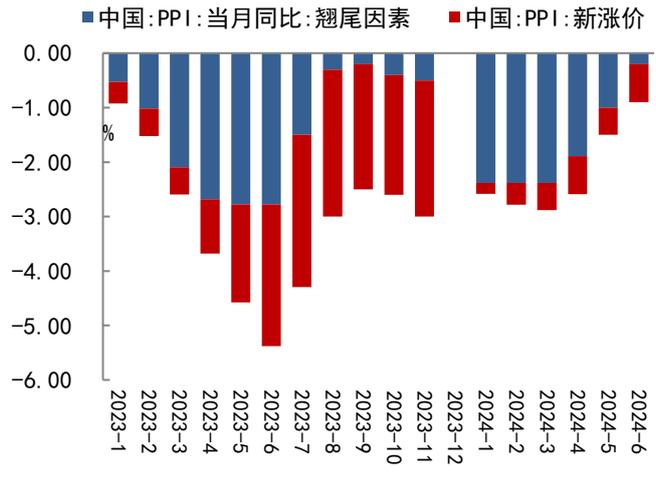
资料：Wind 中证鹏元，环比增速

图表 15 上半年 CPI 翘尾因素与新涨价因素



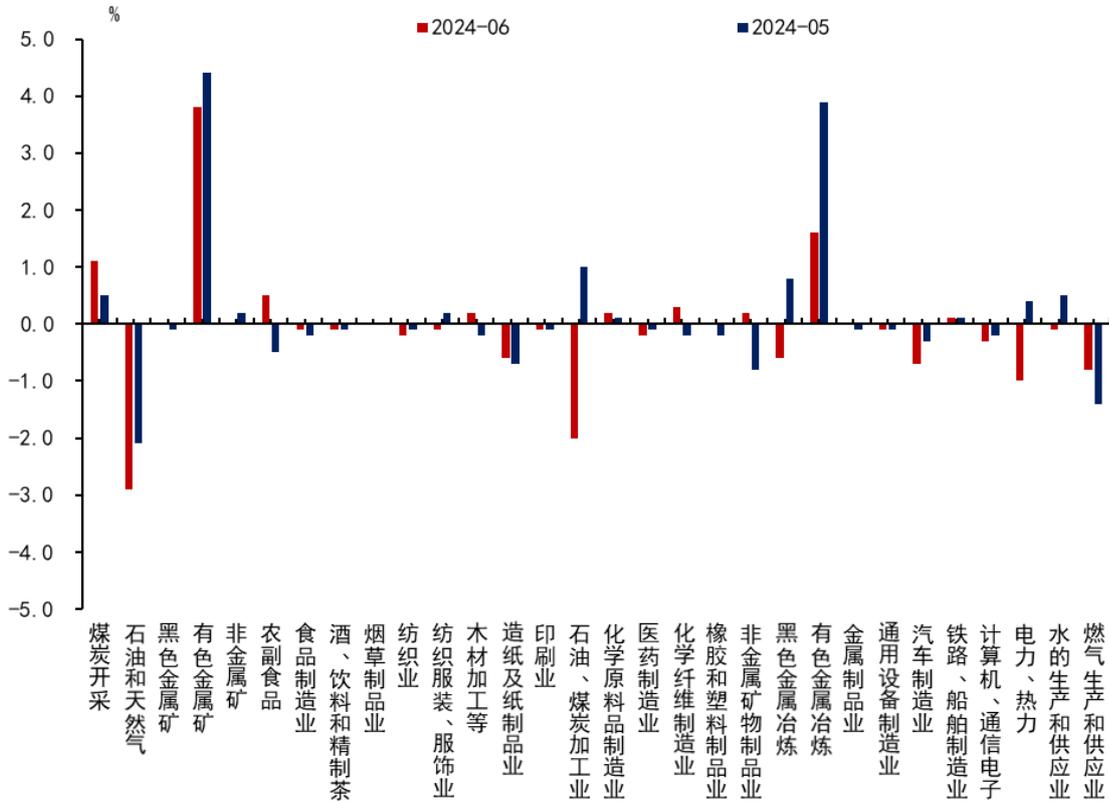
数据：Wind 中证鹏元整理

图表 16 上半年 PPI 主要受翘尾因素影响



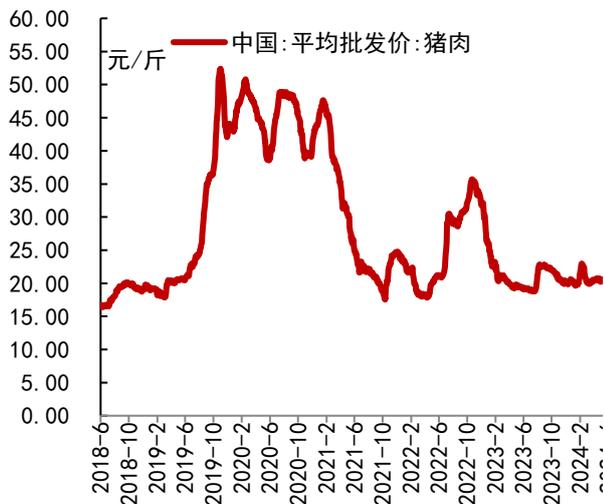
数据：Wind 中证鹏元整理

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



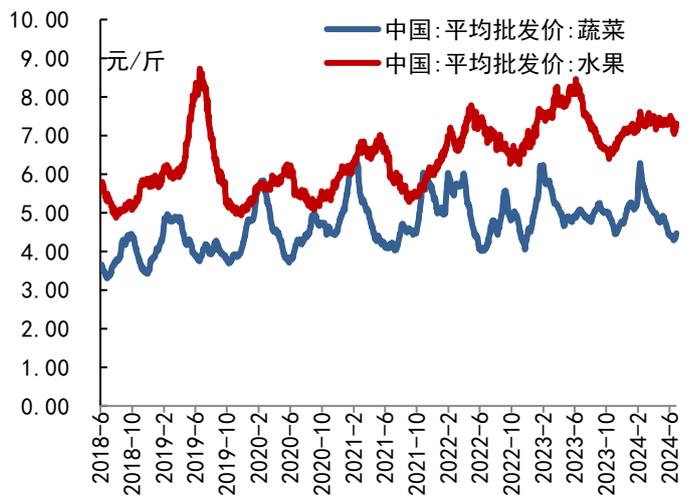
资料：Wind 中证鹏元，环比增速

图表 18 上半年猪肉价格小幅上涨



数据：Wind 中证鹏元整理

图表 19 蔬菜水果价格季节性回落



数据：Wind 中证鹏元整理

图表 20 布伦特原油价格先升后降



资料：Wind 中证鹏元

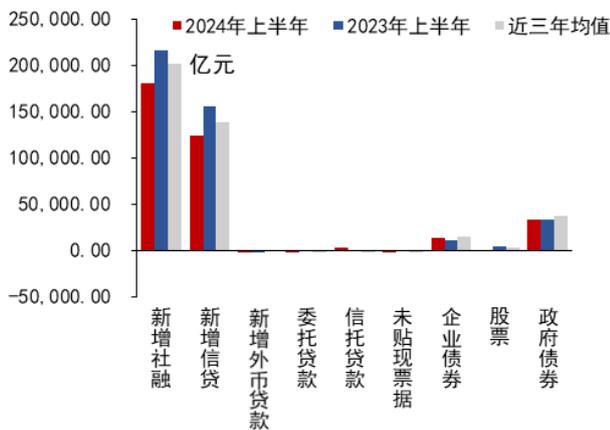
### (三) 金融数据持续“挤水分”，财政收支偏弱

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

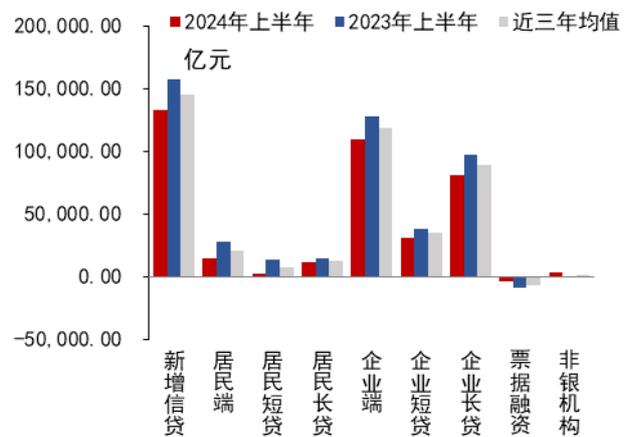
长-5.6%；非税收入 21,833 亿元，同比下降 11.7%；全国一般公共预算支出 136,571 亿元，同比增长 2.0%，城乡社区事务、农林水事务、债务付息支出增加较多，分别同比增长 8.0%、6.8%、6.5，卫生健康支出下滑较多，同比下降 12.1%。政府工作报告中将财政赤字率拟按 3%安排，与去年持平；新增专项债券 3.9 万亿，较去年同期增加 0.1 万亿。上半年，全国政府性基金预算收入 19,915 亿元，同比下降 15.3%，全国政府性基金预算支出 35,599 亿元，同比下降 17.6%，政府性基金收支压力较大，主要与地产低迷，土地出让收入大幅减少有关。截至 6 月末，今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



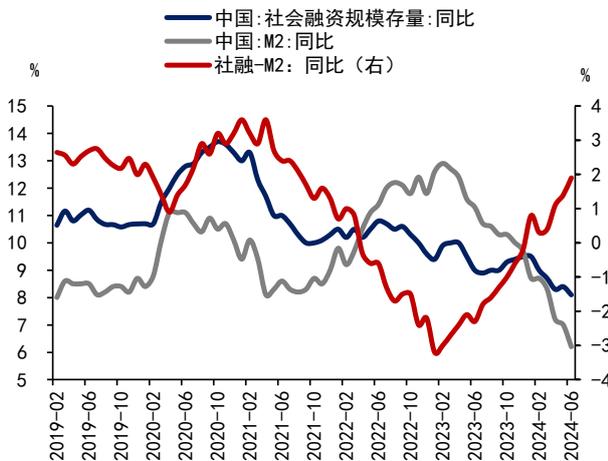
数据：Wind 中证鹏元整理

图表 22 上半年信贷同比下滑



数据：Wind 中证鹏元整理

图表 23 上半年社融与 M2 剪刀差有所收窄



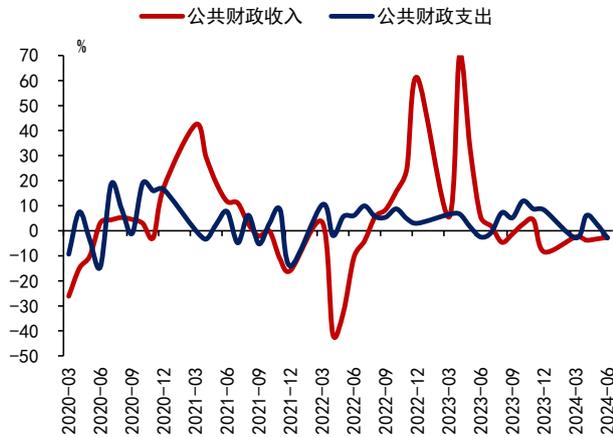
数据：Wind 中证鹏元整理

图表 24 上半年 M2 与 M1 剪刀差整体扩大



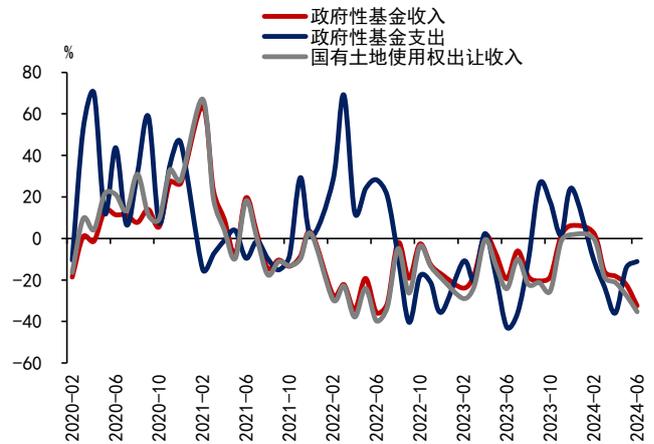
数据：Wind 中证鹏元整理

图表 25 公共财政收支处于低位



数据 : 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

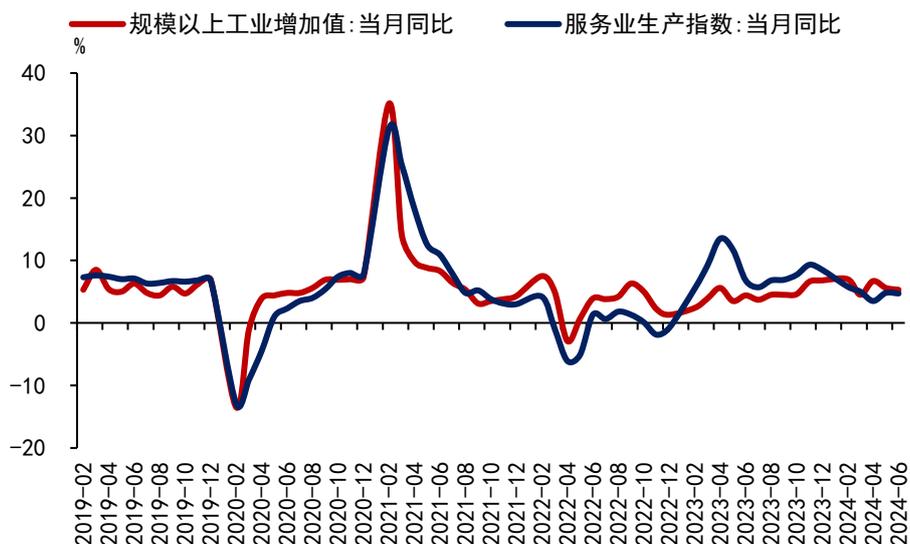


数据 : Wind 中证鹏元整理, 当月同比

#### (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。

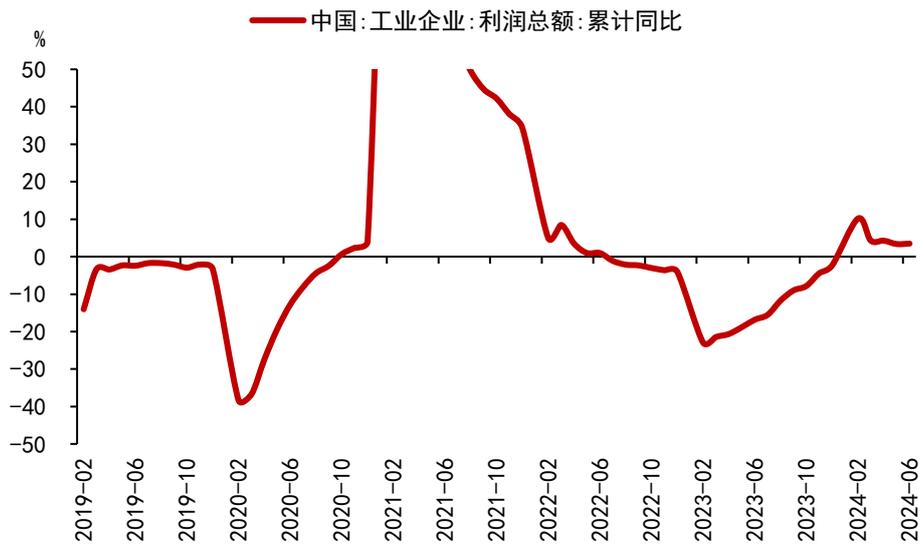
图表 27 工业增加值和服务业指数当月同比



资料 : Wind 中证鹏元

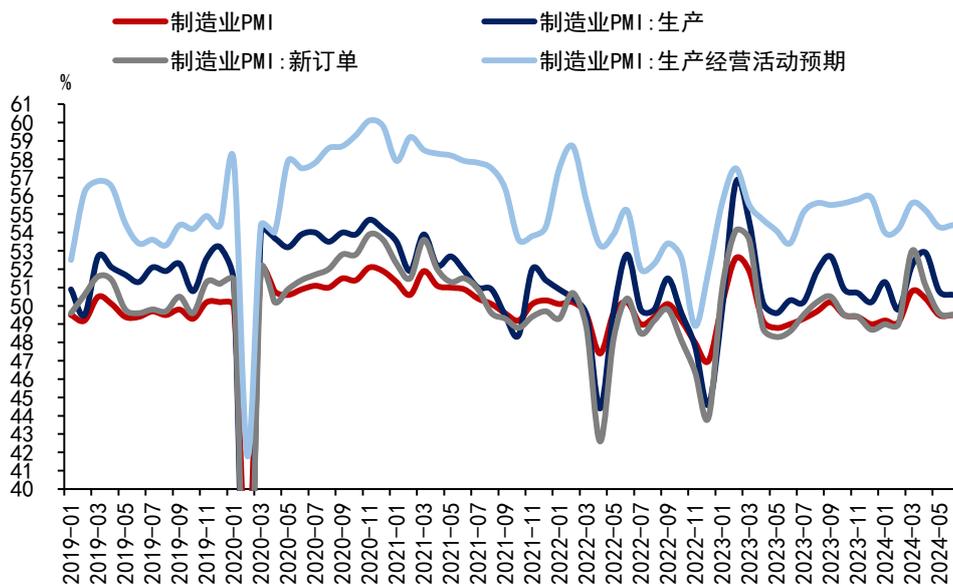
上半年全国服务业生产指数同比增长 4.9%，低于 GDP 增速 0.1 个百分点，6 月末服务业生产指数同比增长 4.7%，比 5 月份下降 0.1 个百分点，一季度服务业明显放缓，二季度服务业进一步放缓。上半年，规模以上工业企业利润同比上升 3.5%，增速较 1-5 月份、一季度分别上升 0.1、下降 0.8 个百分点。6 月工业企业利润同比上升 3.6%，增幅较 5 月份扩大 2.9 个百分点。

**图表 28 上半年工业企业利润累计增速由负转正**



资料：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：Wind 中证鹏元

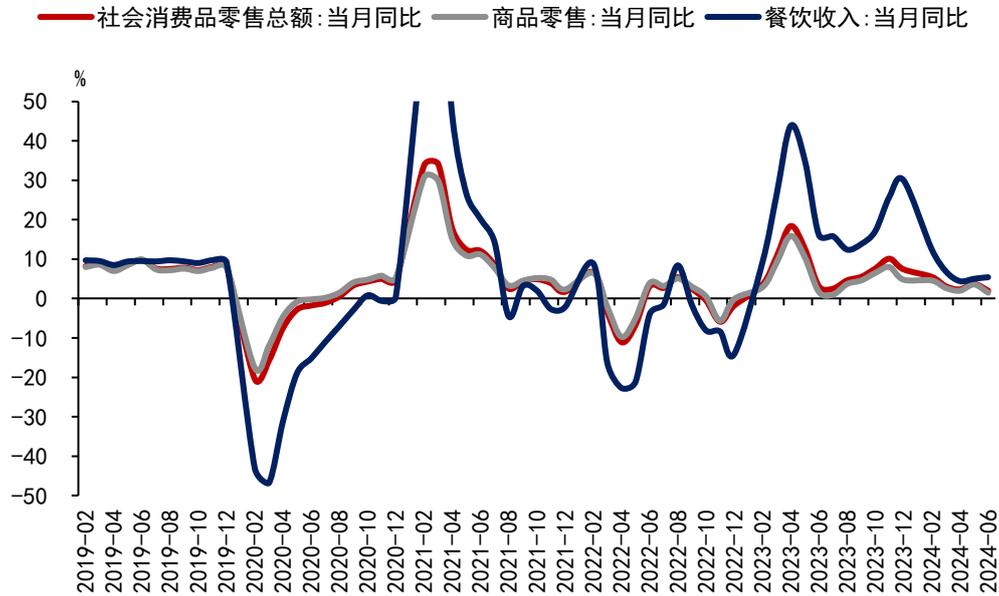
### （五）需求端：出口和制造业投资成为主要拉动力，消费和基建投资不强，地产投资维持低位

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。

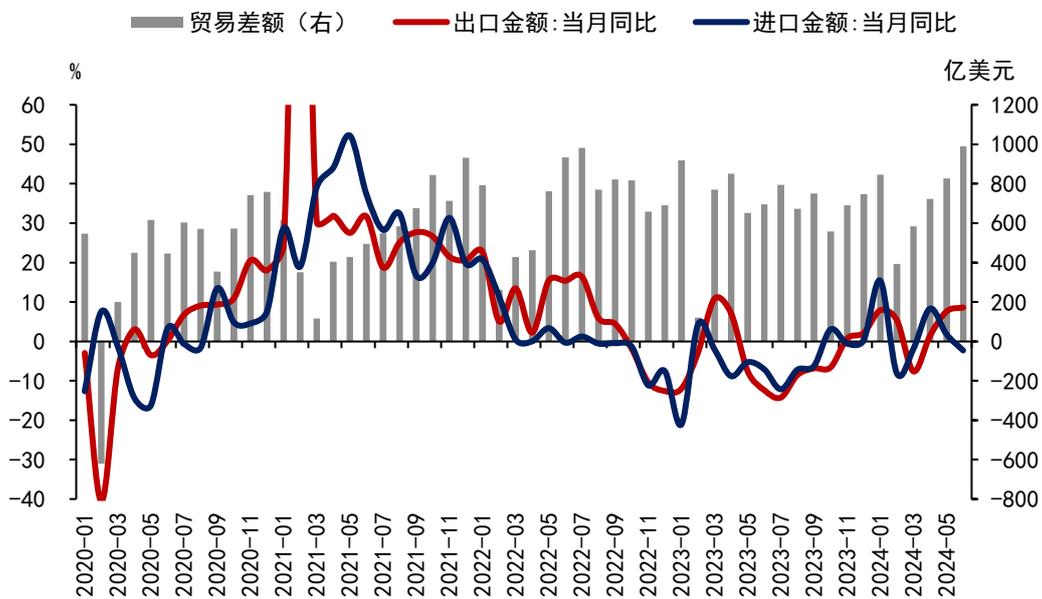
从投资来看，上半年，全国固定资产投资（不含农户）245,391 亿元，同比增长 3.9%。环比来看，1-3 月增速逐步上行，4 月转为负增长，5-6 月增速回归正区间并逐步上行，其中 4 月环比增速为-0.06%，6 月增速上行至 0.21%。分领域看，上半年狭义基础设施投资（不含电力等）增长 5.4%，较一季度增速下降 1.1 个百分点，广义基建投资的当月同比增速在 1-5 月逐步下滑，6 月回升，增速达到了 10.2%；制造业投资同比增长 9.5%，较一季度增速下降 0.4 个百分点，当月同比增速窄幅震荡，其中高新技术制造业同比增长 10.1%；房地产开发投资同比下降 10.1%，跌幅较一季度扩大 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 : Wind 中证鹏元

图表 31 上半年出口增速表现较好



资料 : 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：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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/268046003127006124>