

中国经济金融展望报告

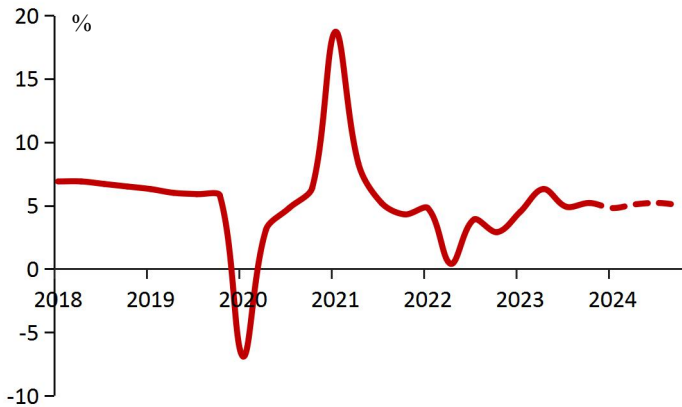
2024 年第 2 季度（总第 58 期）

报告日期：2024 年 4 月 1 日

要点

- 2024 年一季度，中国经济开局良好。从外部看，全球市场需求回暖，国际贸易景气度回升，中国外贸出口增速回升。从内部看，宏观政策进一步加码发力，经济增长内生动力有所增强。初步预计，一季度 GDP 同比增长 4.8% 左右。
- 展望二季度，经济增长内生动能将持续修复，全球进入周期性补库存阶段有利于外需增强，宏观政策托底经济作用进一步显效，中国经济景气度有望回升。预计二季度 GDP 增长 5.1% 左右，较一季度回升 0.3 个百分点左右。
- 2024 年《政府工作报告》将经济增长目标设为 5% 左右，既是短期扩大就业、增加居民收入、防范化解风险的重要考量，也是实现中长期发展目标的需要。实现这一增长目标需要各方面加倍努力。宏观政策要持续巩固经济恢复基础，谨防经济增长中枢下移由短期现象变成长期趋势。

中国经济疫情后波浪式发展、曲折式前进



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：周景彤

王家强

成员：李佩珈

梁婧

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

刘晨

吴丹

刘佩忠

王静

平婧

张传捷(伦敦研究中心)

联系人：范若滢

电话：010-66592780

邮件：fanruoying@qq.com

实现 5%左右增长目标仍需加倍努力

——中国银行中国经济金融展望报告（2024 年第 2 季度）

2024 年是中华人民共和国成立 75 周年，也是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。进入 2024 年，中国经济开局良好。从外部看，全球市场需求回暖，国际贸易景气度回升，中国外贸出口增速回升。从内部看，宏观政策进一步加码发力，经济增长内生动力增强。初步预计，一季度 GDP 同比增长 4.8% 左右，较 2022-2023 年同期平均水平提高 0.2 个百分点，但经济增速仍低于潜在增长率水平¹。展望二季度，经济增长内生动能将持续修复，全球库存周期进入补库阶段将改善外需，宏观政策托底经济作用进一步显现，中国经济景气度有望进一步回升。预计二季度 GDP 增长 5.1% 左右，较一季度回升 0.3 个百分点。当前，中国经济仍面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多等问题。2024 年《政府工作报告》将经济增长目标设为 5% 左右，既是短期扩大就业、增加居民收入、防范化解风险的重要考量，也是实现中长期发展目标的需要。这是个相对进取的目标，实现这一目标需要各方面加倍努力。宏观政策要持续巩固经济恢复基础，谨防经济增长中枢下移由短期现象转为长期趋势。

一、2024 年一季度经济形势回顾与二季度展望

在国内外多重困难挑战交织背景下，疫后中国经济恢复呈现波浪式发展、曲折式前进特征。2024 年一季度，中国经济开局良好。从外部看，全球需求回暖，国际贸易景气度回升，有助于中国出口增速回升。从内部看，经济增长内生动力增强，消费表现好于预期，制造业投资加快增长，生产稳定修复，产业

¹ 2023 年 12 月 12 日，我院发布《中国经济金融展望报告》测算，在收敛算法、传统算法下 2022-2023 年中国经济潜在增速分别为 5.5%、5% 左右。

转型升级态势明显。宏观政策进一步发力，2023年1万亿元增发国债项目已全部下达，2024年拟发行1万亿超长期特别国债；货币政策降准0.5个百分点、调降5年期以上LPR25个基点。初步预计，一季度GDP同比增长4.8%左右，较上年同期提高0.3个百分点，较2022-2023年同期平均水平提高0.2个百分点，但经济增速仍低于潜在增长率水平。

展望二季度，中国经济恢复情况将主要取决于内生增长动能、国际环境变化、宏观政策力度与效果三个因素。在增长内生动能方面，消费将继续发挥中国经济增长“压舱石”的作用，服务消费潜力有望进一步释放。产业转型升级趋势明显，新质生产力持续培育。在国际环境方面，全球库存周期进入补库阶段有利于外需动能增强，叠加上年基数偏低，出口回暖趋势有望延续。但外部环境依然偏紧，仍需关注国际政经格局变化给外资外贸带来的不确定性。在宏观政策方面，根据2024年《政府工作报告》部署，财政政策将明显加力，综合使用赤字、专项债、超长期特别国债等多种政策工具，有助于基建投资保持较高增速。新一轮“大规模设备更新和消费品以旧换新”将拓展内需增长新空间，预计将拉动GDP增长约0.56-0.9个百分点，有望形成规模5万亿元以上的巨大市场。综合来看，预计未来中国经济景气度有望小幅回升，2024年二季度GDP增长5.1%左右，增速较一季度回升0.3个百分点左右。

（一）经济增长内生动力持续修复，服务消费和制造业投资是主要支撑

1. 消费增长提速、结构分化，未来潜力有望进一步释放

一季度，消费持续回升。1-2月，社会消费品零售总额累计增长5.5%，增速较上年同期提高2个百分点，较2022-2023年同期平均增速（5.1%）提高0.4个百分点。同时，消费结构分化明显。一是服务消费持续好于商品消费。1-2月，服务零售额增速为12.3%，较商品零售额增速4.6%高7.7个百分点（图1）。居民返乡、出游意愿较强。根据文旅部数据，春节假期国内旅游人次和总收入

分别为 4.74 亿人次和 6326.87 亿元，分别同比增长 34.3%和 47.3%，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 119%和 107.7%（图 2）。淄博烧烤、哈尔滨冰雪、天水麻辣烫等网红旅游城市接连出圈。春节档电影票房达 80.16 亿元，观影总人次 1.63 亿，双双刷新历史纪录。二是汽车消费增长较快，房地产相关消费有所回暖。1-2 月，汽车类消费品零售总额同比增长 8.7%，这主要受车企降价促销和上年低基数影响；建筑装潢、家具、家电等消费累计增速分别为 2.1%、4.6%和 5.7%，均实现正增长，这主要是由于上年低基数以及前期促消费政策显效。三是下沉市场消费更为强劲。农村消费好于城镇，农村居民消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）已超过疫情前水平，而城镇居民消费倾向距疫情前水平仍有明显差距（图 3）。三、四线城市成为春节电影票房收入的主力，占比达 59%，创 2019 年以来新高（图 4）。美团数据显示，春节期间瑞幸、星巴克等头部咖啡品牌的县城外卖订单增速高达 136%，远超一、二线城市。

图 1：中国服务和商品消费增速对比

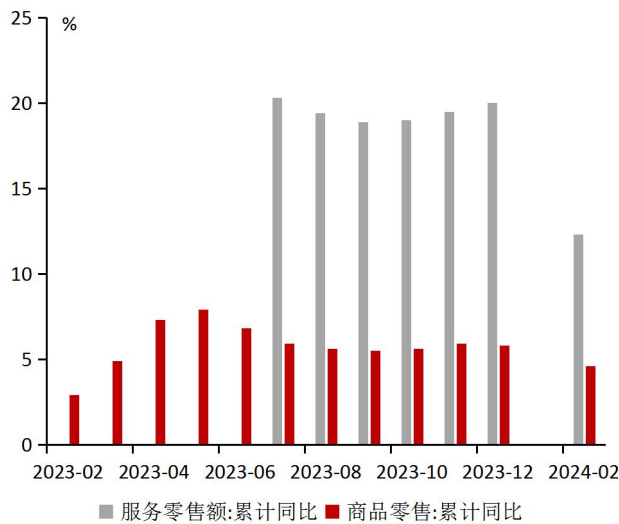
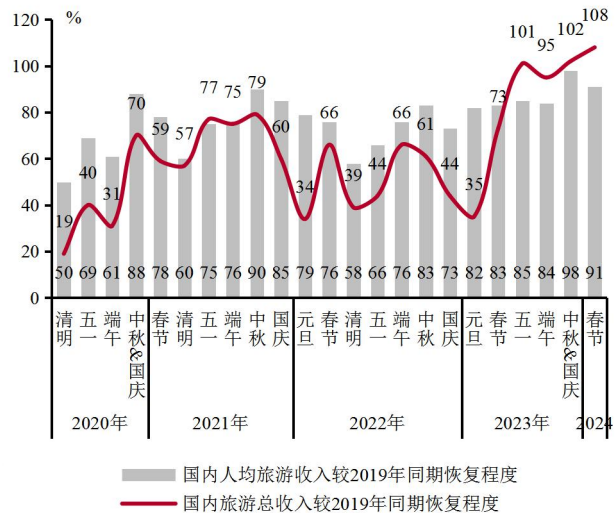


图 2：近年来公共假期旅游消费情况



资料来源：Wind，中国文化和旅游部，中国银行研究院

图 3：城镇和农村居民消费倾向

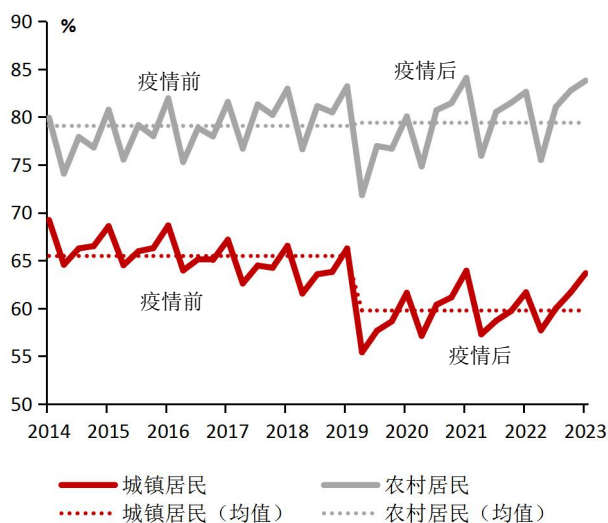
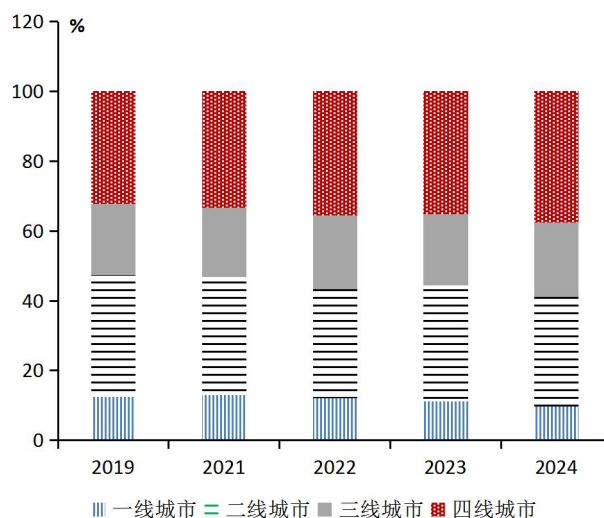


图 4：春节档电影票房收入结构



资料来源：猫眼数据，Wind，中国银行研究院

展望二季度，消费有望持续恢复。一方面，服务消费仍将是消费增长的主要拉动力。目前中国休闲旅游消费已基本恢复至 2019 年水平，但全球其他区域旅游消费水平已远超疫情前，从国际对比来看中国服务消费未来仍有较大提升空间（图 5）。疫情后节假日期间消费对整体消费贡献度不断走高，二季度，清明节、五一假期、端午节等节假日密集，将为旅游、住宿等服务消费恢复再添商机。另一方面，新一轮消费品以旧换新政策有望拓展商品消费增长空间。2024 年中央财经委员会第四次会议、《政府工作报告》均提出，要鼓励和推动消费品以旧换新。参考上一轮消费品以旧换新政策（2009-2011 年）取得的良好效果²，预计新一轮汽车、家电等消费品以旧换新也将释放新的消费潜力。根据我院研究测算³，本轮消费品以旧换新政策有望激发新增汽车、家电需求约为 2109-6293 亿元，将拉动 GDP 增长约 0.16-0.5 个百分点。若配合新能源汽车、新型家电下乡等优惠政策，有望释放更大消费潜力。

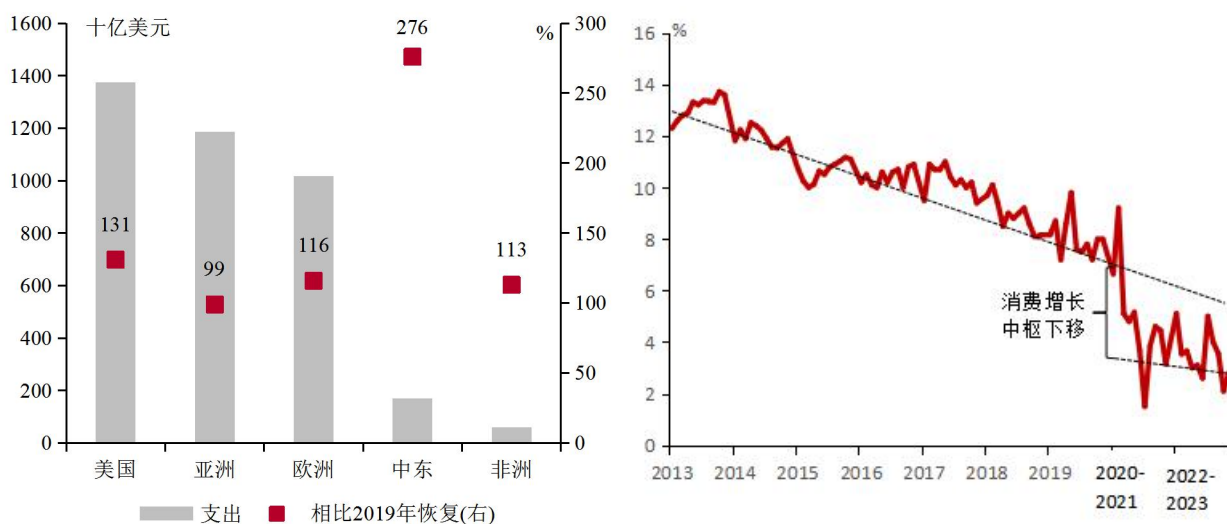
² 根据瞭望智库数据，“家电下乡”“家电以旧换新”等政策在 2009-2013 年间共带动新增消费金额 5173 亿元（每年带动新增消费金额分别为 692 亿、1376 亿、1573 亿、871 亿、661 亿元）。其中政策效果较集中的 2010 年、2011 年分别拉动 GDP 增长 0.33 和 0.32 个百分点。

³ 参考中国银行《宏观观察》2024 年第 15 期：新一轮消费品“以旧换新”政策潜力有多大？

https://www.boc.cn/fimarkets/summarize/202403/t20240308_24707358.html

需要注意的是，受房地产相关消费拖累，叠加居民收入增长较慢、预期持续偏弱，消费能力和意愿恢复受到一定程度制约，中国社会消费品零售总额的增长中枢较疫情前出现小幅下移（图6），**需要警惕这种短期下移转变为长期趋势**。一是居民出行多、花钱少。春节期间，人均旅游支出仅恢复至2019年同期的90.5%，弱于2023年中秋国庆假期；海南免税岛顾客平均消费额同比下降16%。二是消费者价格敏感度提高，越来越追求性价比。线上平台拼多多强势扩张，成为在美中概股市值第一股，超过阿里，达京东的4倍。线下折扣店、临期商品店等迅速扩张，“赵一鸣”“零食很忙”等量贩零食门店数量已突破2.2万家。综合预计二季度社会消费品零售总额增速为6%左右。

图5：全球主要地区国内休闲旅游恢复情况 图6：中国消费增长中枢下移



资料来源：Tourism Economics，Wind，中国银行研究院

2. 制造业投资动能显著恢复，是内生增长动能的稳定支撑

2024年以来，工业生产和投资持续恢复。虽然春节假期延长放缓了生产节奏，但工业生产运行整体平稳，1-2月，规模以上工业企业增加值同比增长7%，较上年同期提高4.6个百分点。随着经济逐步恢复，工业企业盈利持续改善，2023年12月工业企业利润同比增长16.8%，连续5个月保持正增长。部分行业

进入主动补库存阶段⁴（表 1），制造业投资内生动力持续提升。1-2 月，制造业投资同比增长 9.4%，增速较上年同期回升 1.3 个百分点，拉动固定资产投资增速 2.2 个百分点左右。前 2 个月，制造业投资呈现以下结构性特点。一是高技术制造业投资保持快速增长。在产业链供应链优化升级驱动下，高端制造业国产化替代推动相关产业加快布局。1-2 月，高技术制造业投资同比增长 10%，快于制造业投资增速 0.6 个百分点，其中航空、航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、电子及通信设备制造业投资分别同比增长 33.1%、13.1%和 11.6%。二是民间制造业投资保持活力。近年来，民间制造业投资重心向中游机械设备制造业聚集（图 7），叠加国内设备更新和国外电机类产品需求增长，民间制造业投资保持向好态势。1-2 月份，民间制造业投资同比增长 11.6%，增速较 2023 年全年加快 2.2 个百分点。

表 1：制造业行业营业收入和产成品存货增速变化

行业	2023-11		2023-12	
	营收增速 (%)	存货增速 (%)	营收增速 (%)	存货增速 (%)
农副食品加工*	2.1	4.0	1.1	1.0
食品制造业*	2.9	0.8	2.5	0.5
饮料制造业*	6.6	5.4	7.4	4.4
烟草制品业*	3.8	24.8	4.1	0.7
纺织业	-2.1	5.9	-1.6	6.9
纺织服装	-6.0	-1.5	-5.4	-2.9
皮革毛皮制造	-6.0	-1.4	-5.8	-2.3
木材加工	-2.2	0.7	-2.2	-1.4
家具制造	-5.5	-2.4	-4.4	-0.6
造纸及纸制品	-3.0	-10.4	-2.4	-4.5
印刷业	-5.2	-1.2	-4.7	-0.3
文体娱乐用品	-2.1	2.9	-1.5	2.3
石油煤炭加工	-1.5	-5.5	-1.0	1.6
化学原料	-3.9	-2.8	-3.5	-1.1
医药	-3.2	7.9	-3.7	10.0
化学纤维*	5.3	2.1	6.8	10.2
橡胶塑料*	0.1	0.0	0.5	1.6
非金属矿物	-7.4	-5.3	-7.7	-2.3

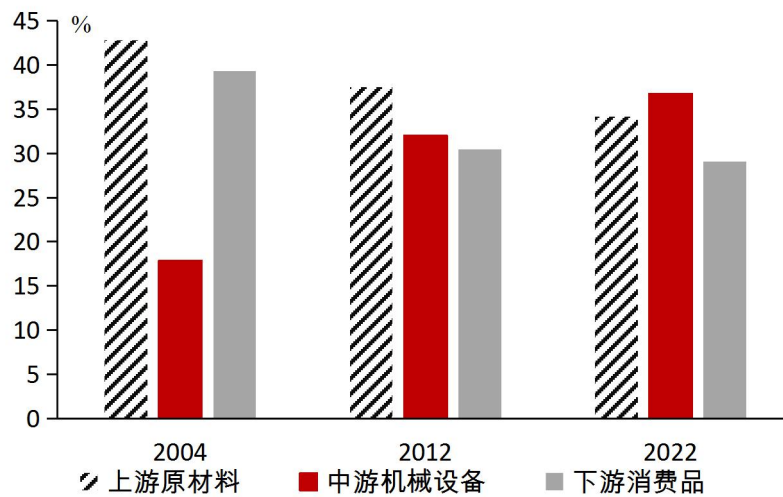
⁴ 一般将产品销售较好、生产进程加快、库存水平上升的现象视为企业主动补库存，具体表现为产成品存货同比增速和营业收入同比增速两项指标同时提升。

黑色金属	-2.3	1.1	-2.2	3.8
有色金属	4.3	3.3	4.6	-1.8
金属制品	-1.1	1.8	-0.7	2.4
通用设备*	2.5	3.1	2.8	4.1
专用设备*	0.3	16.3	0.7	13.9
汽车制造*	11.2	2.8	11.9	2.3
铁路运输设备*	7.3	11.9	6.7	11.5
电气机械*	10.3	4.0	9.6	5.1
计算机通信设备	-1.8	-3.3	-1.5	-3.5
仪器仪表*	3.9	12.5	4.0	12.7

注：标*的行业处于主动补库存阶段。

资料来源：Wind，中国银行研究院

图 7：私人控股企业制造业投资结构



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望二季度，在新一轮大规模设备更新改造和消费品以旧换新政策支持下，制造业投资将保持较快增长。2024年《政府工作报告》提出，“鼓励和推动消费品以旧换新”“推动生产设备、服务设备更新和技术改造”。本轮消费品以旧换新主要聚焦于汽车、家电和家装等领域，将释放居民大宗消费需求。设备更新更新改造以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为主要方向，推动钢铁、有色、石化、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业生产设备、用能设备等更新。一方面，大规模设备更新改造将直接拉动传统制

制造业设备购置和改建投资，并提高相关装备制造业企业扩大生产意愿；另一方面，消费品以旧换新将激发汽车、家电等消费热点，驱动汽车制造业、电气机械及器材制造等行业扩大产能。中游装备制造业的实际投资需求大，对制造业整体投资拉动作用大，具有较大增长空间。首先，汽车制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业等装备制造业和有色金属冶炼压延业、化学纤维制造业等原材料行业的营业收入和产业利用率增速均高于制造业整体水平(图8)，设备购置需求较强⁵。其次，从各行业设备购置支出在本行业和全部制造业投资中的相对规模来看，中游装备制造业中的汽车制造业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业、通用设备制造业、专用设备制造业等行业设备购置金额占本行业固定资产投资和全部制造业设备购置投资的比重较大(图9)，具有较大设备购置规模和潜力，设备更新改造对其投资的拉动作用越强。根据我们的测算，本轮大规模设备更新改造政策有望拉动整体固定资产投资增长1.2-1.5个百分点，拉动GDP增长0.4个百分点左右⁶。

图8：各行业产能利用率及营业收入增速

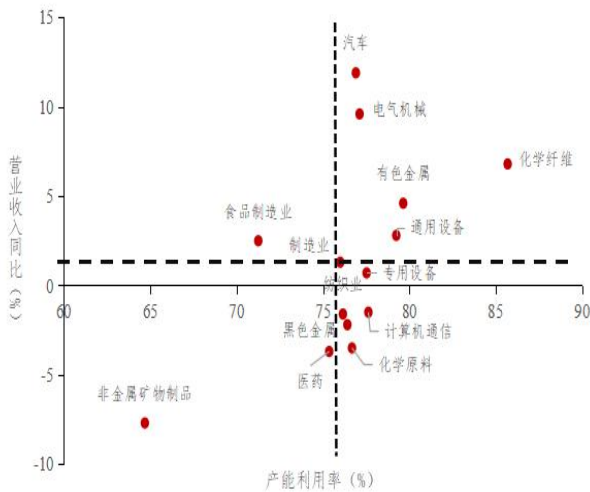
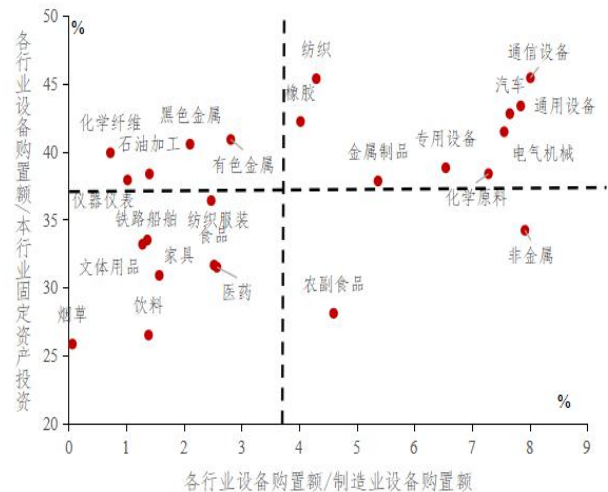


图9：各行业设备购置金额占比



注：虚线为行业平均值。

资料来源：Wind，中国银行研究院

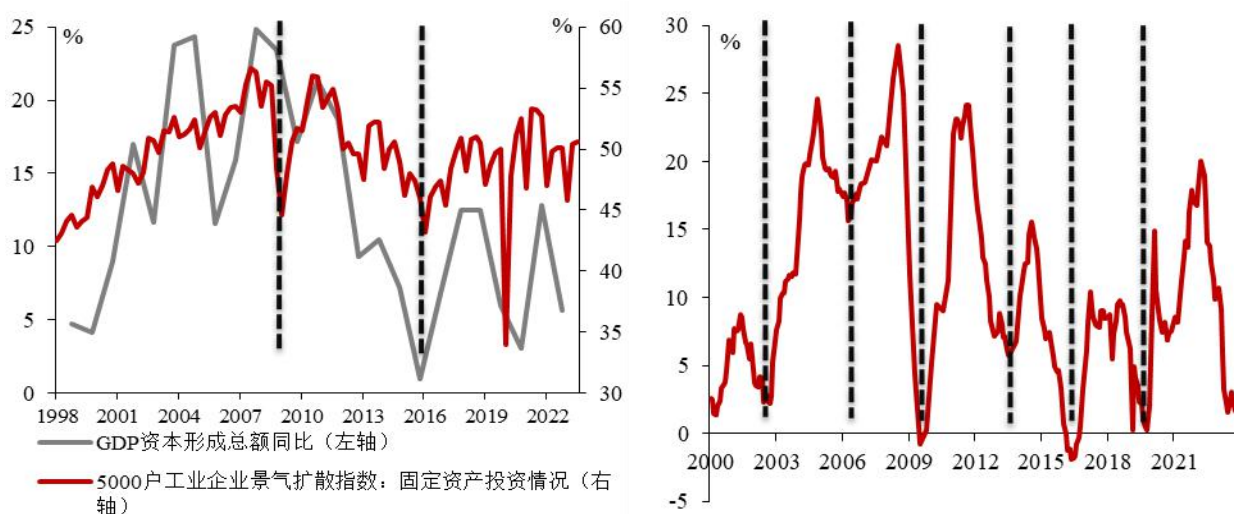
⁵ 产品市场需求越大、产能利用率越高，意味着行业生产能力越有可能趋于饱和，企业设备更新扩产的必要性越强。

⁶ 参考中国银行《宏观观察》2024年第16期：新一轮“大规模设备更新”将激发多大投资潜能

https://www.boc.cn/fimarkets/summarize/202403/t20240308_24707359.html

从周期角度看，未来制造业或将开启新一轮投资周期。根据朱格拉周期理论，一般认为一轮设备更新周期为 8-10 年左右。1998 年以来，中国经历了三轮较为完整的工业投资周期⁷（图 10）。通常一轮投资周期内嵌套了多轮库存周期，并且新一轮库存周期将推高企业产能利用率，提升制造业投资意愿，进而启动新一轮投资周期（图 11）。当前，中国制造业投资处于本轮投资周期的后半程，上游化学纤维、橡胶塑料等行业，中游通用设备、电气机械等行业以及下游食品、饮料等行业已经进入补库存阶段（表 1），未来设备更新改造和消费品以旧换新等政策有望进一步推动企业补库存，带动制造业投资进入新一轮投资周期。预计二季度制造业投资累计同比增长 9.1% 左右，固定资产投资累计同比增长 4.5% 左右。

图 10：中国制造业投资周期 **图 11：中国工业企业产成品库存增速变化**



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）外需回暖助力出口开局良好，但需关注国际政经格局演变带来的不确定性

2024 年 1-2 月，中国出口金额为 5280.1 亿美元，同比增长 7.1%，增速较

⁷第一轮为 1998-2008 年，2001 年中国加入 WTO 后，全球贸易驱动中国制造业投资扩张。第二轮为 2009-2016 年，为应对全球金融危机，中国政府适时出台包括“四万亿”投资计划等一系列经济刺激政策，掀起了新一轮投资热潮。第三轮为 2017 年以来，生产设备高环保标准要求叠加新一轮设备更新周期推动企业增加设备投资。

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/866234033123010111>