



# 修复增长进行时 政策发力待落地

## ——2024年宏观二季报

肖利娜

期货从业资格号：F3019331

投资交易咨询号：Z0013350

一德期货-宏观战略部

2024年4月11日



期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

# 目录

CONTENTS

- 01 经济形势总概
- 02 国内外需求情况
- 03 通胀及货币环境
- 04 大类资产展望

01

# 经济形势总概

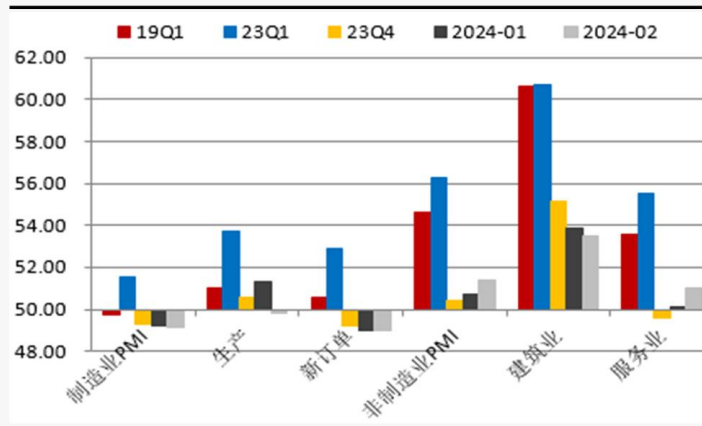
---

# Q1弱复苏边际改善 Q2环比动力会增强

□ 2024年一季度国内经济边际改善，但复苏总体偏弱。1-2月经济延续了2023年四季度的低景气水平，但3月超预期回升。一季度国内生产端修复好于需求端，制约工业品价格的上涨动力。当前我国内需改善动力不足依然是制约经济增长的关键问题，仍待积极政策发力逐步落地来激发内生动力，预计一季度GDP增速低于去年四季度和去年同期，预期在4.4%左右。

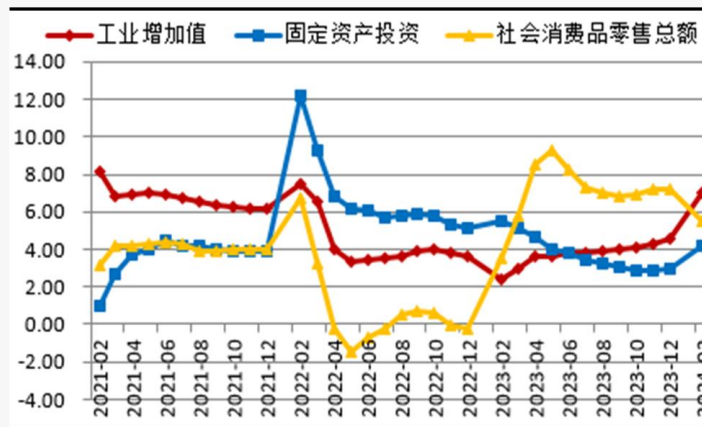
□ 二季度在“三大工程”建设加速、新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新的政策推动下，投资和消费增长会得到促进，进而推动经济回升。同时，二季度外需韧性犹存对国内制造业产能恢复也仍有拉动。预计二季度GDP增速会较一季度环比明显回升，同比在5.5%左右，上半年GDP增速录得5.0%。

### 制造业及非制造业 PMI 分项指数 (%)



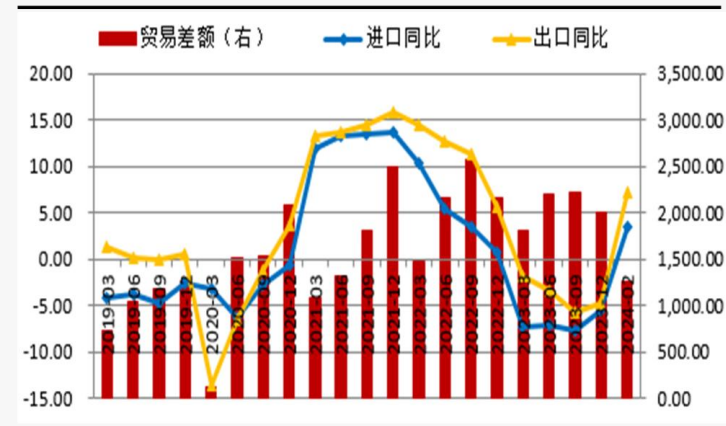
资料来源：Wind，一德宏观战略部

### 工业增加值、投资、消费累计同比增长率 (%)



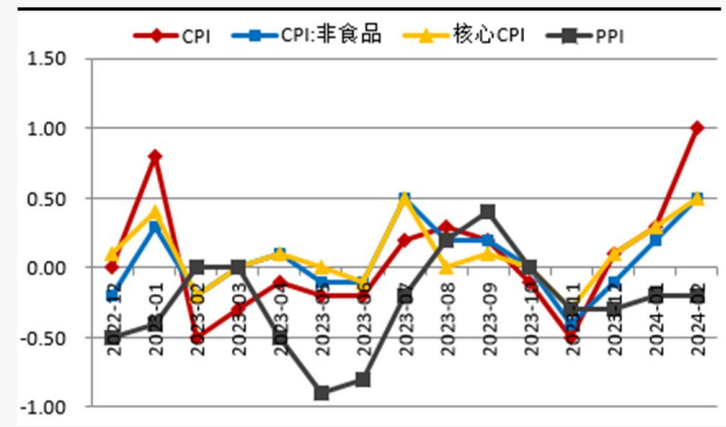
资料来源：Wind，2021年数据为两年复合增长率

### 我国贸易顺差当季值及出口同比 (亿美元, %)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

### CPI 及 PPI 环比增长率 (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

02

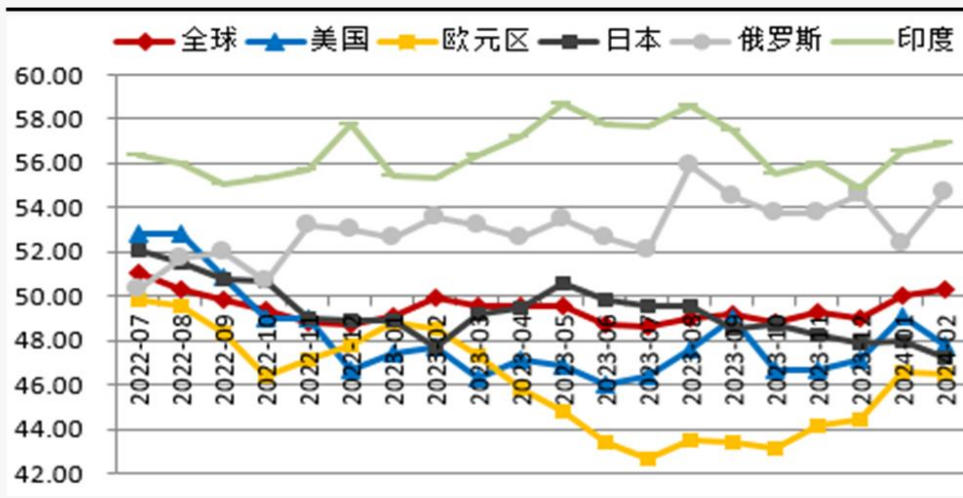
# 国内外需求情况

---

# 外需支撑还在 出口趋势回正

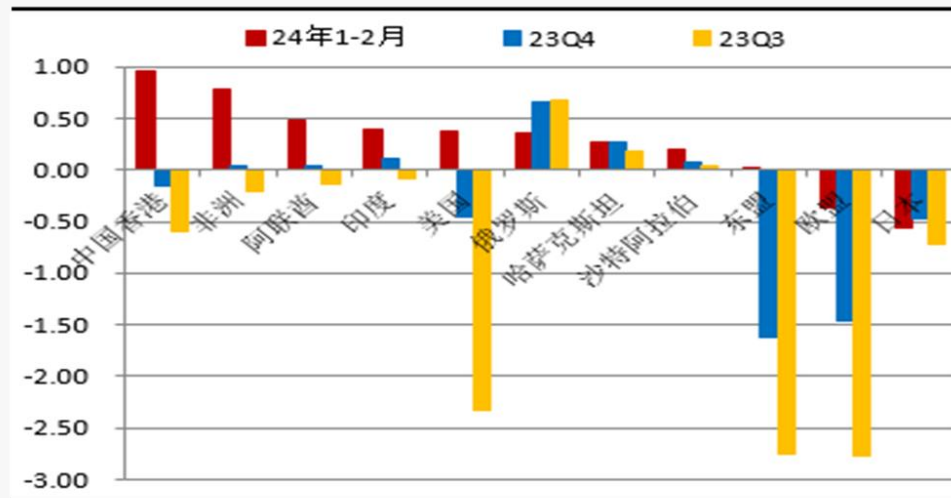
- 一季度，全球经济景气总体回暖。“美强欧弱”的经济格局下，美元指数表现坚挺另人民币承压，间接对我国出口形成支撑。与此同时，我国贸易伙伴结构由欧美向新兴经济体的转移。年初外需较去年边际改善，且韧性较强，支撑了一季度我国出口的超预期增长。
- 二季度海外需求对我国出口仍有较强的拉动。其中，美国经济在消费及投资预期维持一定增长的情况下仍将维持韧性，对美出口还将提供正向贡献。非美国国家上，除印度、俄罗斯等新兴经济体维持扩张对我国出口形成拉动外，东盟经济稳定增长亦是我国出口增长重要支撑。
- 出口产品结构上，机电产品在我国出口占比超过60%。年内半导体行业仍将延续上涨周期，预计将进一步带动我国相关产品出口的增长。
- 总体来看，在外需韧性及出口结构不断优化的拉动下，叠加低基数效应的影响，预计二季度我国出口增速有望趋势回正。

全球主要经济体制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

我国出口伙伴对出口增速的拉动 (%)

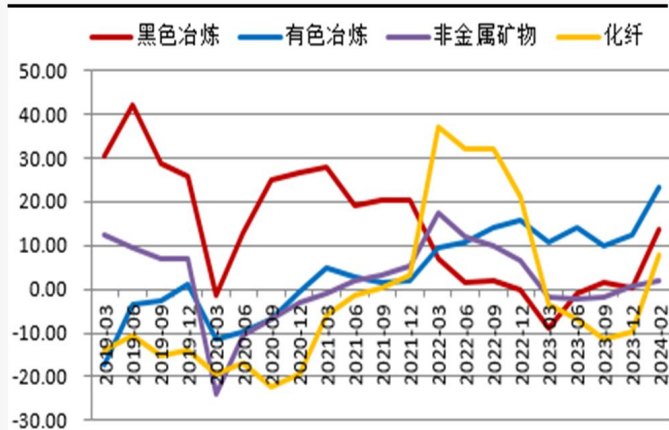


资料来源: Wind, 一德宏观战略部

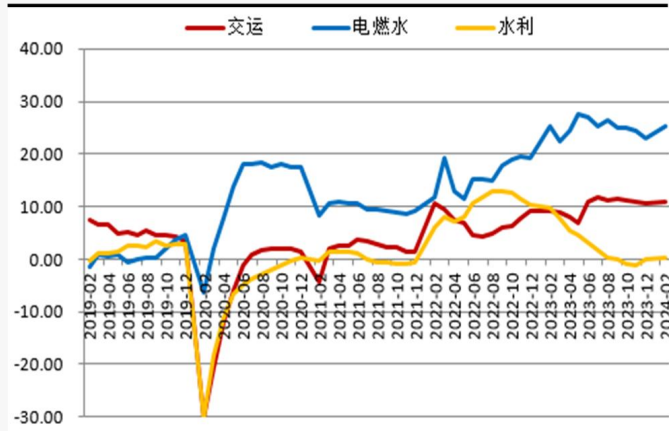


# 基建托底地产修复 制造业拉动效应强

主要传统制造业投资累计同比增长率 (%)

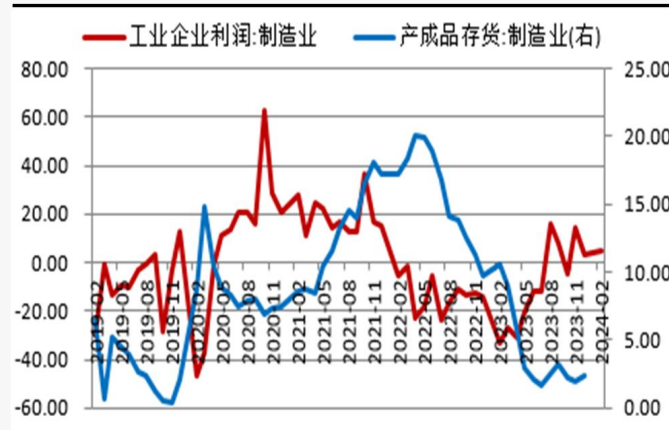


资料来源: Wind, 2021年数据为两年复合增长率  
主要基建领域投资累计同比增长率 (%)

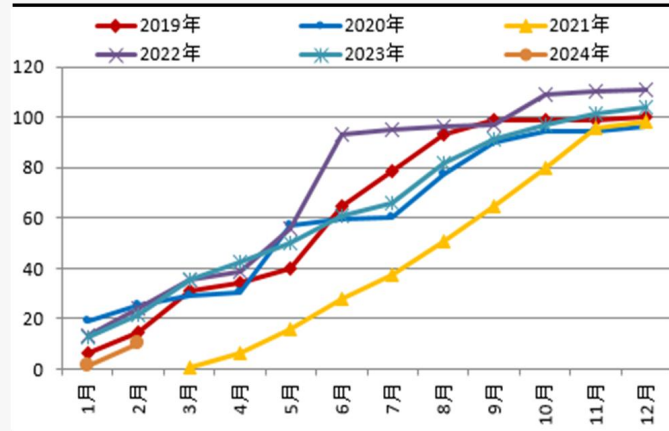


资料来源: Wind, 一德宏观战略部

制造业企业利润及产成品库存当月同比 (%)



资料来源: Wind, 2021年利润数据为两年复合增长率  
历年专项债券发行进度 (%)

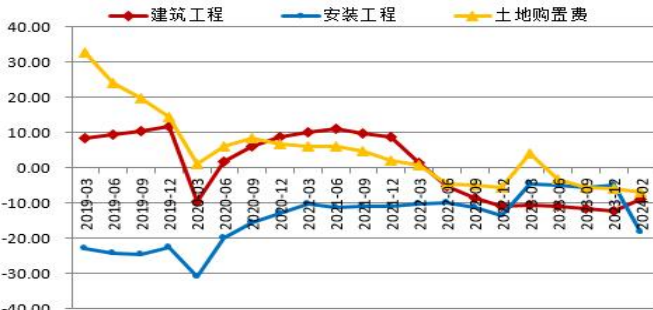


资料来源: Wind, 一德宏观战略部

2024年初, 制造业投资稳步回升对投资的拉动效用增强。在政策支持和政府投资带动下, 二季度基建托底和制造业的拉动还会继续来对冲地产弱势的拖累。

二季度在外需韧性及设备更新的政策支持下, 高技术制造业的景气水平有望进一步升温, 带动高技术制造业的供需企稳回升, 增速有望突破10%。之外, 传统制造业企业利润回升及产能利用率也有提升。二季度制造业投资在外需韧性、设备更新、产能/利润的好转支撑下将延续趋势向上, 预计增速或在7%之上。

2024年, 基建投资资金的主要增量来源于专项债及特殊国债等财政资金较高的增速预期。二季度新增专项债发行会有加快及投向水利领域的特别国债也会加速落地, 是基建投资的主要资金来源, 带动基建投资保持平稳增长至8%左右。主要的风险点在于政策资金的使用效率及化债风险下项目建设情况不及预期。



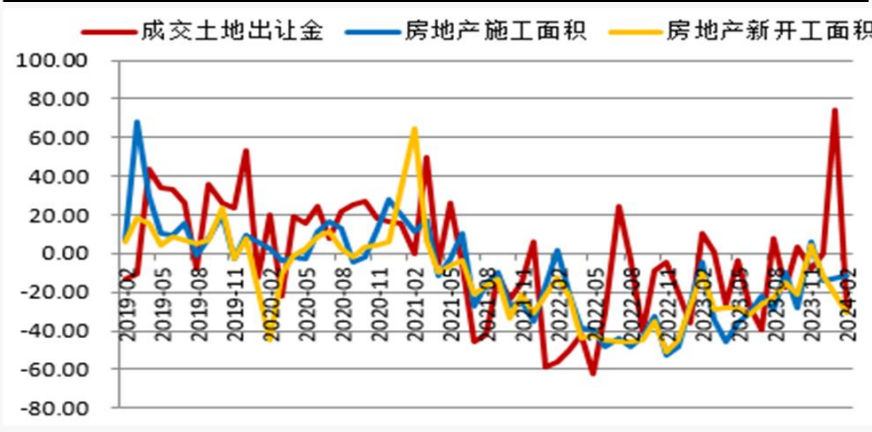
# 地产修复 制造业拉动效应强

地产修复，但需求端依然低迷。商品房需求依然存在下行压力，对新开工的拉动不强，但“三大工程”的城中村改造和保障性住房建设对2024年的房地产投资构成建安投资的增量支撑，有望拉动2024年地产投资跌幅收窄。

截至3月7日，国开行已发放城中村改造专项借款614亿元。另外，二季度新增专项债的发行也会有更大比例用于城中村改造和保障性住房，上半年建安投资降幅会有所收窄，二季度程度上会更为显著，尤其建筑工程投资增速有望收窄至-8%之内，可拉动房地产投资2个百分点的增长空间。

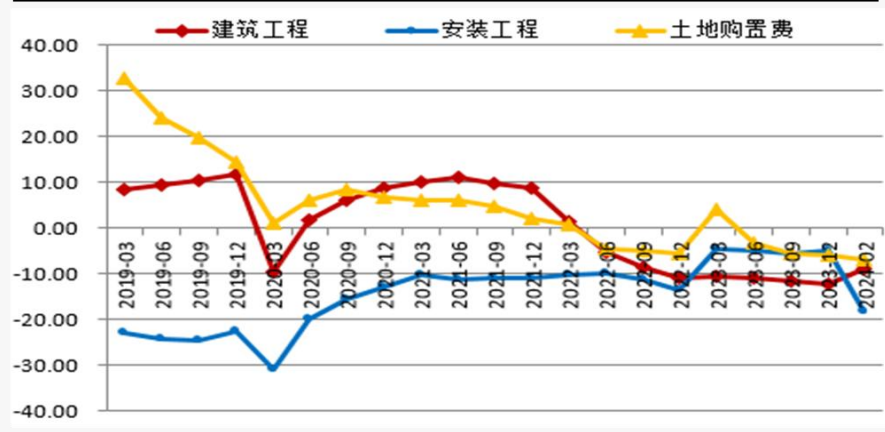
土地购置费方面，央行延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末，保交楼政策延后支撑土地购置费用计入的现象在二季度还将持续，预计二季度土地购置费用增速仍会在-5%的中枢上下波动。综合来看，二季度房地产投资增速有望收窄至-7%。

房地产新开工、施工及土地出让金当月同比 (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

商品房销售面积累计同比及房贷平均利率 (%)



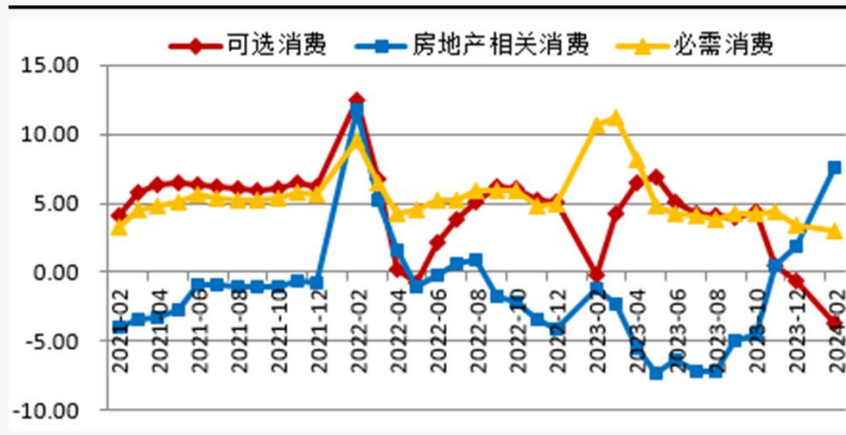
资料来源：Wind，2021年数据为两年复合增长率





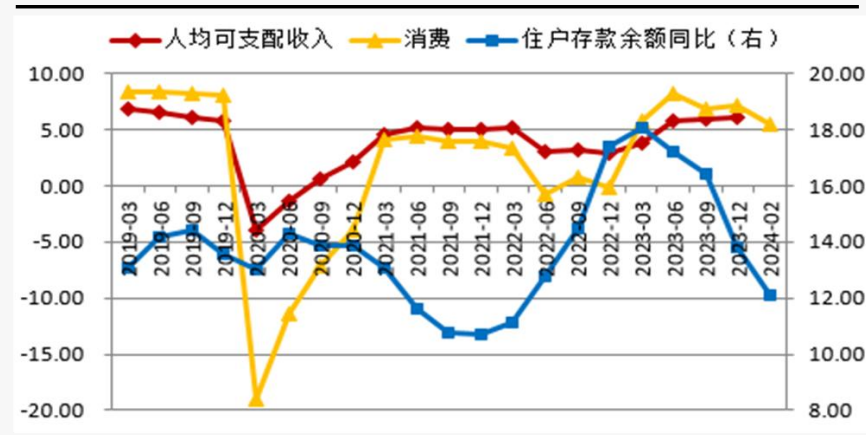
# 消费动力看可选 激发潜能要加力

不同类型消费品的累计同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

居民人均可支配收入累计同比及消费指数 (%)



资料来源: Wind, 2021 年收入、消费为两年复合增长率

- ❑ 2024年初, 消费的恢复动能环比有所增强, 但结构上主要是房地产竣工高增滞后反应的房地产后周期相关消费的带动, 总体消费动力提升不强。
- ❑ 保交楼政策的延续难以复刻去年的竣工高增现象, 对房地产后周期相关消费来看, 二季度还有支撑但动力会较一季度弱化。
- ❑ 可选品的消费增长关键还是要看居民收入和消费意愿, 2023年居民可支配收入增速在年内逐季抬升, 可见收入因素不是消费动力提升的制约。在居民可支配收入较好上涨的同时, 住户存款余额同比增速自2023年以来延续下降趋势, 也说明居民具备消费需求升级改善的能力。如何激发消费潜能, 培育壮大新型消费较为重要, 预计在消费品以旧换新等政策的激发下, 可选消费品会有较大改善, 二季度消费增速有望进一步回升至5.8%的增长水平。

03

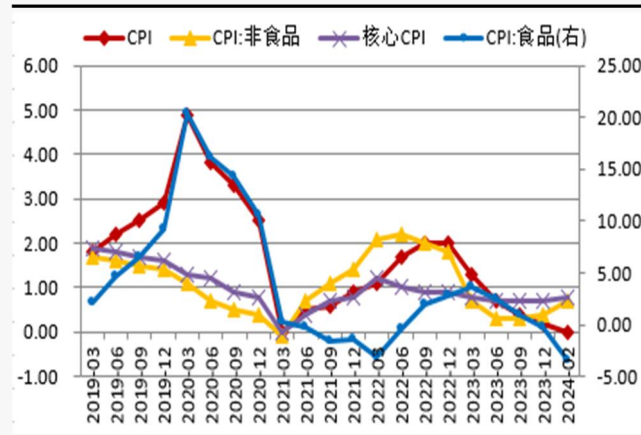
# 通胀及货币环境

---

# 外部货币环境调整 国内通胀温和复苏

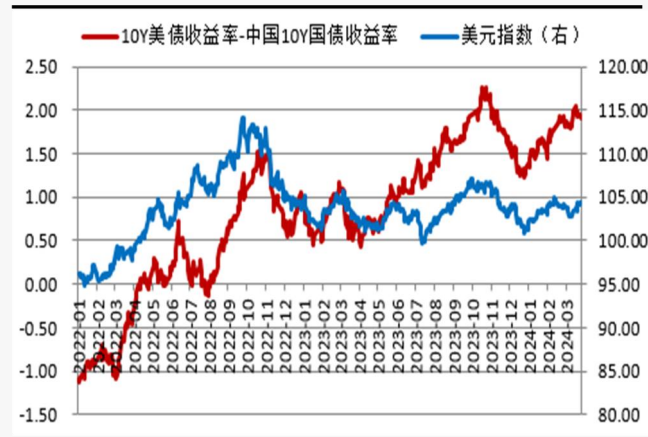
- 2024年前两个月，因CPI食品价格下行拖累CPI回落，而CPI非食品价格自去年下半年开始企稳回升。
- 二季度有低基数效应，预计在猪周期产能去化加速猪价震荡上行及政策拉动消费信心修复的基础上，二季度CPI会呈震荡缓增至0.7%附近，上半年总体温温和复苏。
- 一季度中美经济和利率的走势呈现差异，但二季度在美国通胀继续回落但降势趋缓，美联储保持年内三次降息指引的利好下，国内货币政策进一步宽松的可操作空间加大。
- 年初以来，国内政策利率维持1.8%不变，3月份DR007维持在1.8%以上，体现央行加强对于资金面的把控，短期资金利率中枢下行的空间依然有限，流动性偏中性也有助于稳汇率和抑制资金空转。而4-5月份，虽信贷节奏有季节性放缓可能，但政府债券和特别国债有加速放量的需求，预计二季度资金需求不会太弱，资金面或可阶段宽松，但宽松节点或更靠近季末，等待国内经济的恢复程度以及美联储降息预期兑现。

CPI 及分项累计同比增长率 (%)



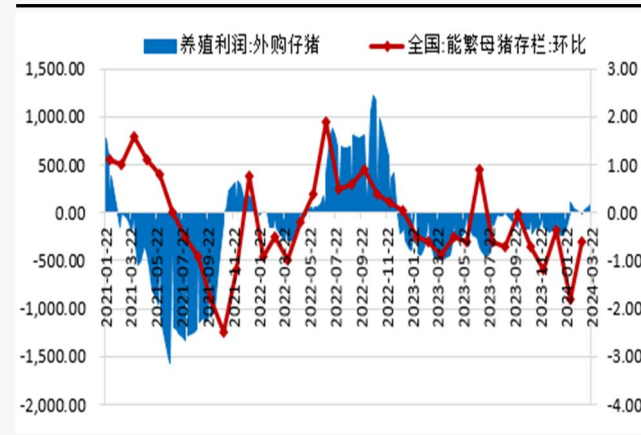
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

中美利差和美元指数 (%)



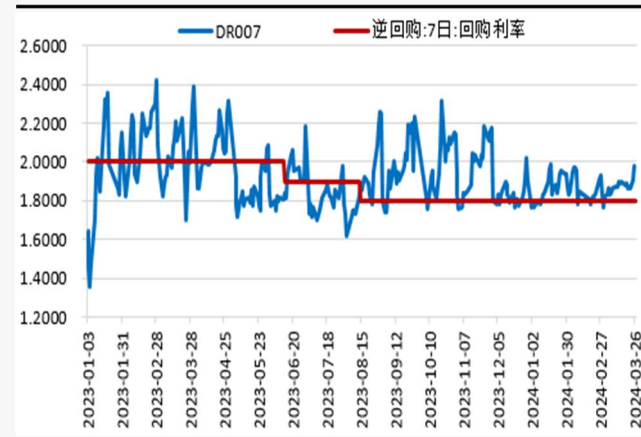
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

能繁母猪存栏环比及养殖利润 (%、元/头)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

DR007 及 7 天逆回购利率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

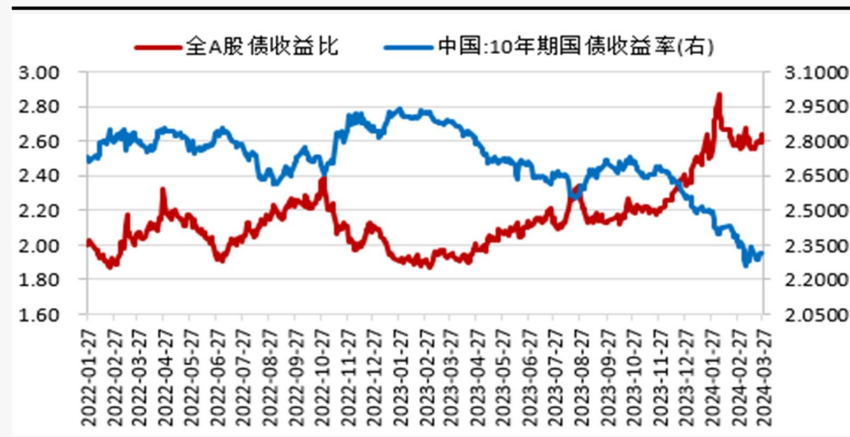
04

# 大类资产展望

---

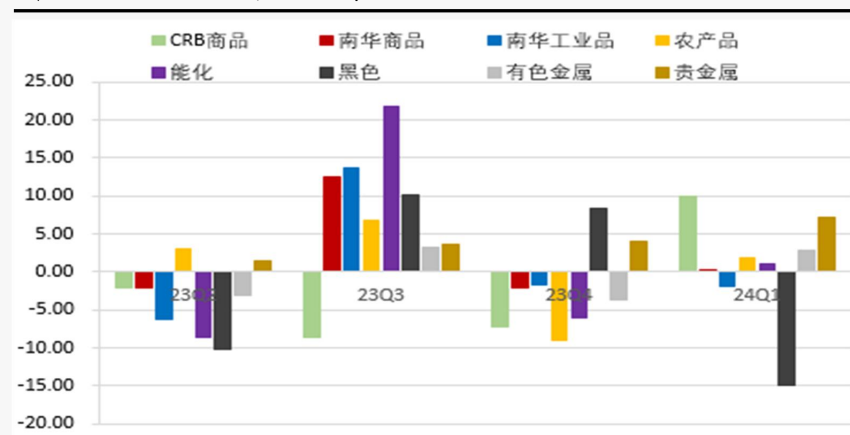
# 权益或将强于债市 商品震荡分化收窄

股债收益率比及 10 年期国债收益率 (1, %)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

商品指数及主要板块季度涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

□ 2024年初以来, 国内经济修复力度不强但边际改善, 企业盈利总体改善, 新旧动能明显分化, 周期行业受到地产需求拖累。二季度经济基本面仍处于底部待继续恢复阶段, 在稳预期和稳增长的需求下, 政策支持及落地效用是主要关注, 经济改善预期强度好于一季度, 后续利率下行空间相对有限, 二季度中后期在债券发行加速可能下还有上行空间。综合来看, 二季度股市的投资性价比更高, 指数大幅下行压力不大, 上证指数2950或为底部支撑线, 阶段调整可增配, 债市的调配仓位趋于减弱。权益资产在结构上, 短期成长和价值均衡配置, 中期或更偏向科技和成长。

□ 商品方面, 二季度基本上, 美国经济韧性还在但支撑力度会弱于一季度, 国内经济恢复强度预期好于一季度, 总需求弱势改善对工业品有一定支撑, 但向上空间不大。从流动性上看, 美联储最早于6月开启降息, 而国内二季度利率向下空间也有限, 美元指数走强预期对跨境资本流动有影响, 大宗商品面临短期调整压力。综合来看, 二季度大宗商品面临基本面弱支撑而美元走强的压制调整压力, 预计商品将维持震荡走势, 内部延续分化格局, 强弱排序为有色>能源>黑色, 但分化程度会有收窄。



# 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)