

经济底部逐渐明朗，政策仍需细化落实

——2024年二季度宏观经济展望

华龙证券研究所 宏观研究

分析师:曹明

SAC执业证书编号:S0230517110001

2024年4月16日

请认真阅读文后免责条款

- 2024年一季度，全球经济依旧维持弱势复苏，部分经济体持续承压，需求疲软仍是主要拖累因素。全球制造业结束了连续17个月50%以下的运行走势重回扩张区间，通胀水平整体回落，发达经济体中美国经济韧性犹存，欧洲经济活力仍旧不足，日本开启加息终结负利率。展望二季度，全球经济复苏节奏与步伐依旧摇摆不定，地缘政治冲突影响下不确定性持续增强，部分发达经济体的货币政策有望在二季度至下半年期间迎来拐点。
- 2024年一季度，国内经济开局良好，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，在新质生产力的带动下产业转型升级步伐加快，经济底部逐渐明朗。
- 展望二季度，工业生产有望继续平稳运行。在营业收入与营业利润率保持良好增速的前提下，工业企业盈利水平有望持续改善。在鼓励 and 推动消费品以旧换新政策支持下，消费增长潜力有望继续释放；高技术制造业投资是经济增长动能的重要载体，基建投资有望在中央扶持与地方专项债发行的带动下托底保障固定资产投资稳步运行，“三大工程”建设加快推进有望进一步缓解地产需求下行趋势；“新三样”出口优势继续引领外贸保持韧性。服务消费需求潜力不断释放有助于促使CPI重回温和区间；基建投资发力有望带动工业品需求回暖促使PPI降幅收窄。
- 展望二季度，夯实经济复苏基础，强化市场预期，政策仍需进一步细化落实。财政政策继续适度加力、提质增效，继续加快财税改革，优化财政收入结构，围绕设备更新技术改造，政策的发力点将继续重点支持科技创新和高技术制造业发展等领域；货币政策继续灵活适度、精准有效，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。在信贷支持方面，数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目都将是重点发力方向。
- 风险提示：国内经济复苏不及预期；行业及市场主体风险；政策落地及政策效果不及预期；黑天鹅事件；所引用数据来源发布错误数据。

目录

1

海外经济：摇摆不定，政策拐点临近

2

国内经济：底部逐渐明朗

3

宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，政策仍需细化落实

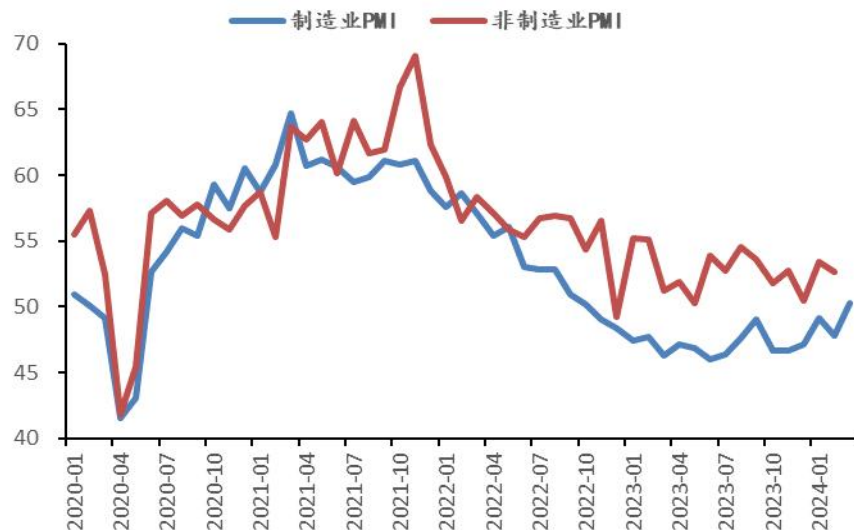
4

风险提示

1 1.1 美国：经济韧性犹存

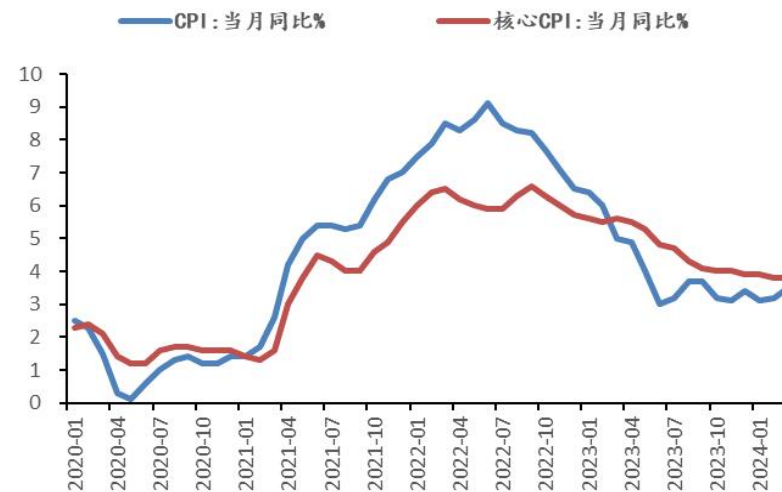
- 制造业：3月美国制造业采购经理人指数（PMI）环比增至50.3%，是2022年11月以来首次升至50点以上的扩张区间。
- 通胀整体延续下行但短期仍有所反复：3月美国CPI同比上升3.5%，已连续两个月反弹，核心CPI同比上升3.8%，涨幅与2月持平。尽管CPI短期内有所反复，但是核心CPI已录得2021年5月以来的最小年度涨幅，表明通胀自2023年下半年以来已取得明显减速。2月美国核心个人消费支出（PCE）价格指数环比上升0.3%，同比上升2.8%，为2021年3月以来最低水平。2月美国PCE价格指数同比上升2.5%，与市场预期一致，2023年9月以来首次反弹。

图1：美国制造业与非制造业%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2：美国CPI与核心CPI当月同比%

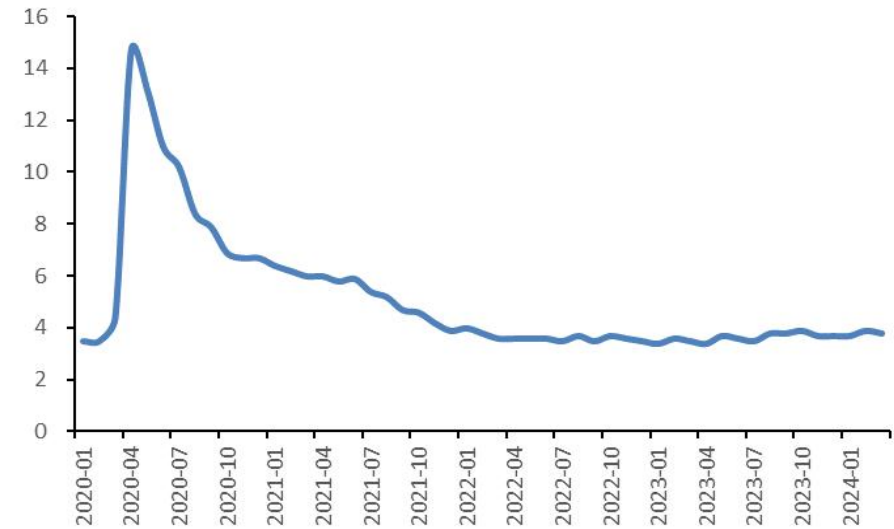


数据来源：Wind，华龙证券研究所

1 1.1 美国：经济韧性犹存

- 就业：3月美国失业率3.8%，较2月新高值3.9%下降0.1个百分点；非农就业人口增加30.3万人，远超市场预期。几乎所有行业的就业人数都有增长且势头强劲，休闲和酒店业以6.3万人的增幅居首，也是2023年7月以来的最大增幅。与此同时商品和服务的薪酬正在升温。总体看非农就业人数增幅虽高于预期，失业率环比有所下降但波动依旧明显。

图3：美国失业率（季调）%



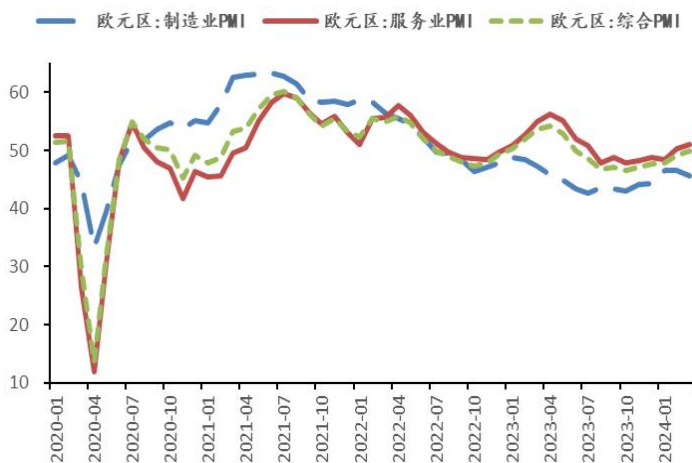
数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 展望2024年二季度，制造业周期与科技投资的托底下，美国经济软着陆依旧会保持韧性，经济增速短期内仍将维持相对强劲的状态，与此同时，通胀短期反复与就业市场强劲，在一定程度上降低美联储降息节奏。中期来看，经济形势仍将充满挑战，扩大的财政赤字及恶化的债务偿还能力下，都将为美国经济增长带来不确定性。

1 1.2 欧洲：经济活力仍显不足

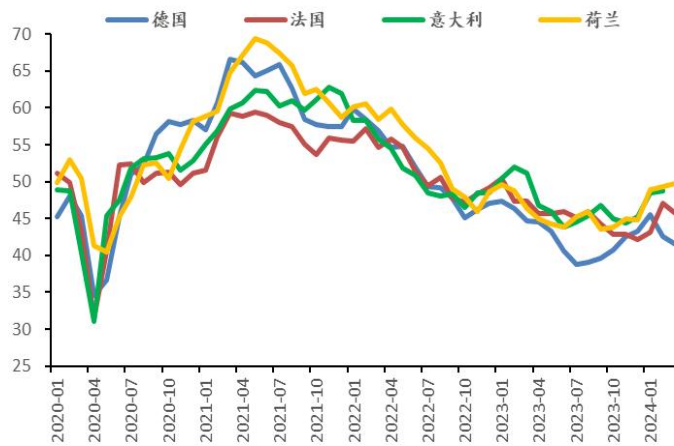
- 主要经济体分化明显：融资成本高企、不确定性增大以及经济前景悲观，企业的投资意愿疲弱，导致欧洲经济活力不足。从主要成员国看，3月德国制造业PMI跌至41.6%，再次跌至2023年11月以来新低；3月法国Markit制造业采购经理人指数（PMI）初值为45.8%，低于前值47.1%；而意大利与荷兰2024年一季度制造业PMI整体水平较2023年末呈现明显复苏态势。
- 降息可能性增加：2月欧元区核心CPI同比3.1%，自2023年7月以来连续下滑，其中德国、法国与西班牙CPI连续回落，意大利CPI短期有所反弹。

图4：欧元区制造业、服务业及综合PMI%



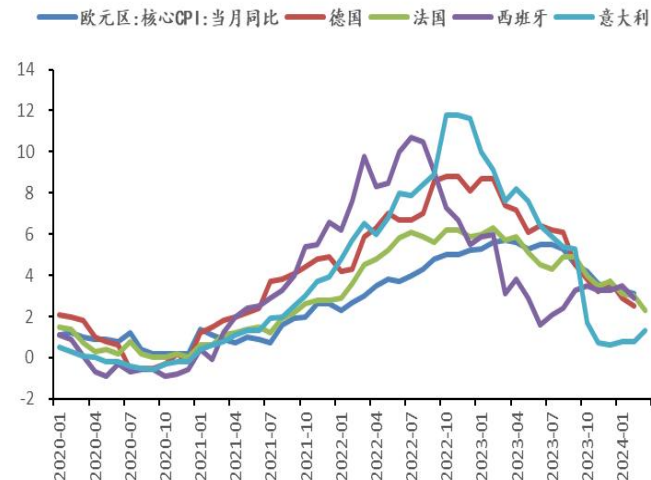
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图5：欧元区主要成员国制造业PMI%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图6：欧元区及主要成员国CPI当月同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

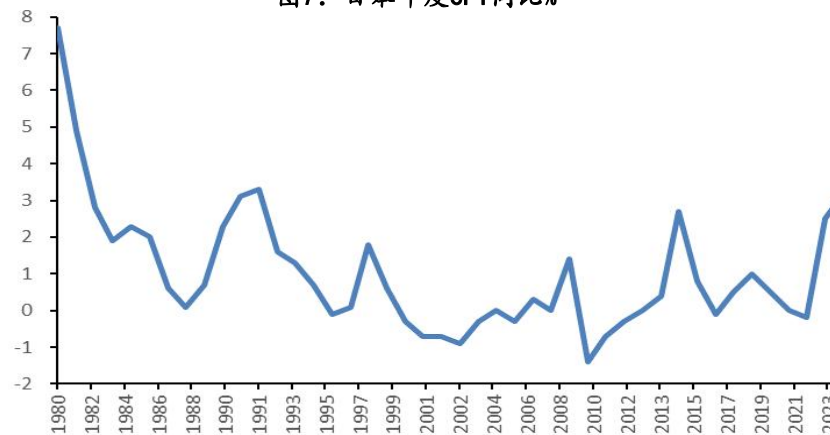
- 展望2024年二季度，尽管欧洲央行近期宣布决定继续维持三大关键利率不变，但应对经济疲弱局面，刺激经济活力，欧洲央行降息的可能性正在增加。若通胀和工资数据符合前期预期，预计欧洲央行在二季度末降低关键利率的概率逐渐增大。

1 1.3 日本：终结负利率

- 核心通胀连续上涨：2024年2月，日本CPI与核心CPI同比双双录得2.8%，连续23个月超过2%的央行目标。从年度看，2023年日本CPI同比上涨3.2%，创下1992年以来的新高。伴随日本经济内生增长动能出现复苏，日本国内通胀正逐步由外部输入转为工资-需求拉动的良性循环，日本央行持续进行货币宽松的核心目标已接近实现。与此同时，日本长期货币宽松导致国内财政赤字货币化问题突出。
- 时隔17年首次加息：3月19日日本央行宣布，将基准利率从-0.1%上调至0-0.1%，全球货币政策领域的“负利率时代”正式宣告落下帷幕。
- 日本央行4月1日发布调查显示，由于部分汽车制造商停产等因素影响，日本大型制造业企业信心指数四个季度以来首次出现小幅下滑，但包括服务业在内的非制造业企业的信心指数出现上升。

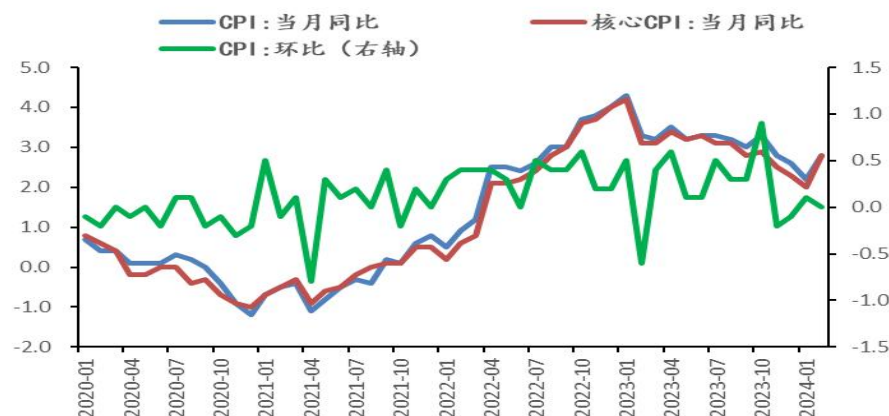
➤ 展望2024年二季度，物价上涨的成本推动因素将有所减弱，但随着强劲工资增长的推动，预期将稳定、可持续地达成2%的通胀目标。物价上涨伴随工资增长的良性循环已经出现。日本未来加息节奏不会太快，进一步的加息行动还将取决于经济状况。

图7：日本年度CPI同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图8：日本CPI同比与环比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

海外经济：摇摆不定，政策拐点临近

2

国内经济：底部逐渐明朗

3

宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，
政策仍需细化落实

4

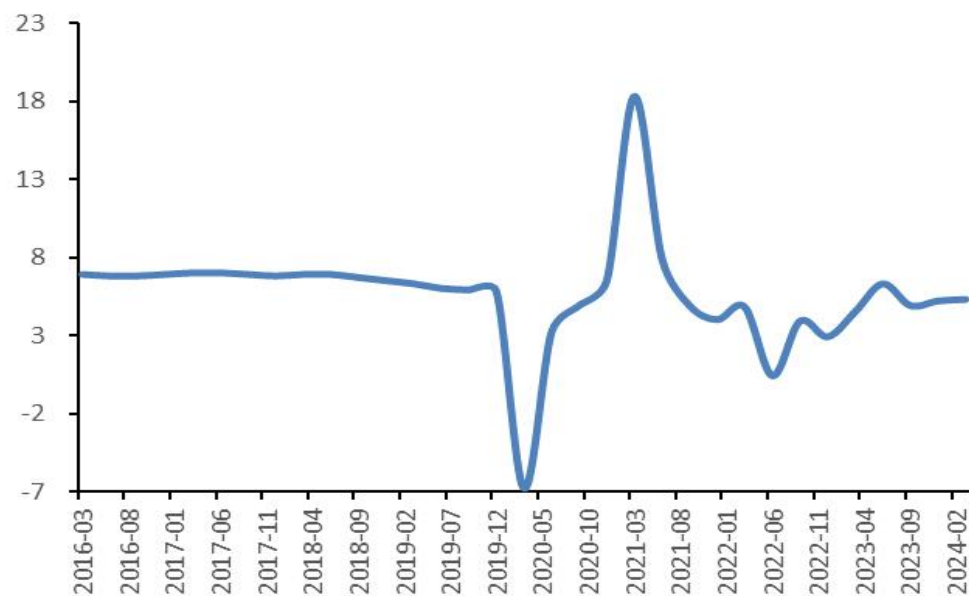
风险提示

2.1 经济开门红，各项指标均有所复苏

2024年一季度，国内经济开局良好，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，在新质生产力的带动下产业转型升级步伐加快，GDP同比增长5.3%，分产业看，第一产业增加值11538亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值109846亿元，增长6.0%；第三产业增加值174915亿元，增长5.0%。具体到各项领域：

- 工业生产较快增长，高技术制造业增长加快
- 服务业增势较好，现代服务业较快增长
- 市场销售稳定增长，服务消费增长较快
- 固定资产投资稳中有升，高技术产业投资增长较快
- 货物进出口稳定增长，贸易结构继续优化
- 居民消费价格总体平稳，工业生产者价格下降
- 就业形势总体稳定，城镇调查失业率微降

图9：GDP当季同比%

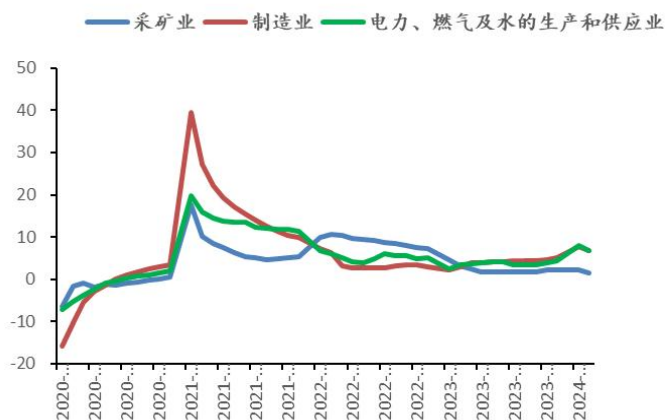


数据来源：Wind，华龙证券研究所

2024年1-3月，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，增速较2023年同期提高3.1个百分点。3月规模以上工业增加值中，41个大类行业中有32个行业增加值保持同比增长。

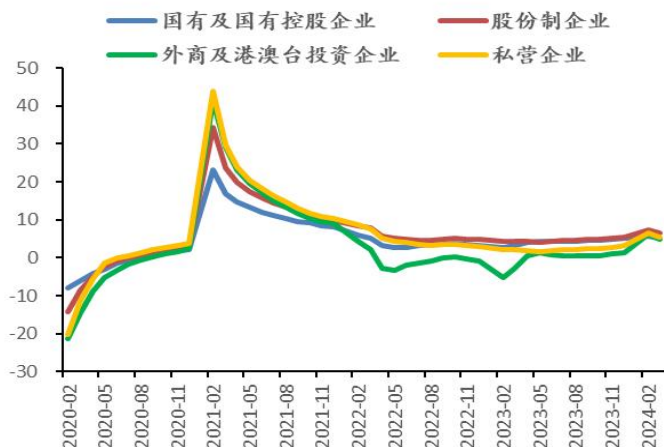
- 1-3月，采矿业增加值同比增长1.6%，制造业增长6.7%，电力、热力、燃气及水和供应业增长6.9%
- 1-3月，国有控股企业增加值同比增长5.2%；股份制企业增长6.5%，外商及港澳台投资企业增长4.8%；私营企业增长5.4%，增速表现均好于2023年同期
- 1-3月，规模以上工业企业产品销售率为94.9%，较2023年同期下降0.3个百分点；规模以上工业企业实现出口交货值34321亿元，同比增长0.8%

图11：三大门类工业增加值累计同比%



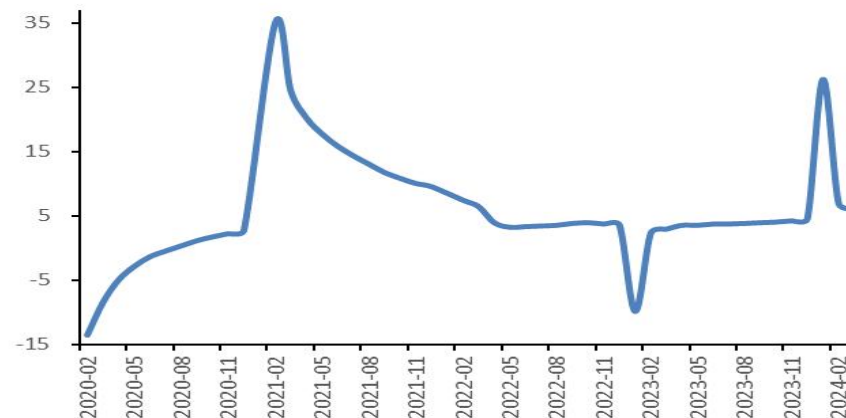
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图12：不同企业类型工业增加值累计同比%



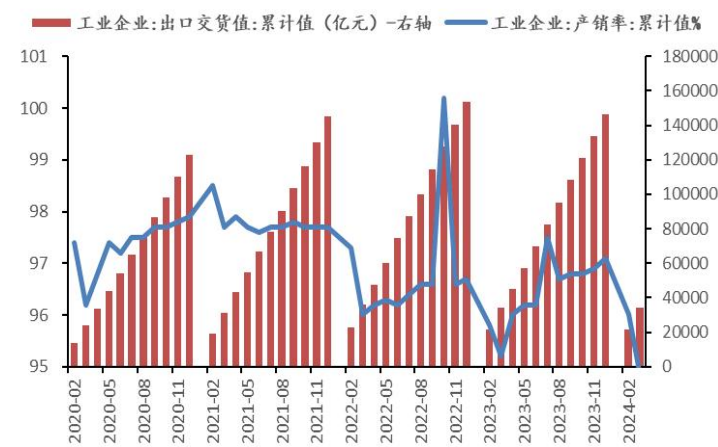
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图10：规模以上工业增加值累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图13：规模以上工业企业出口交货值与产销率



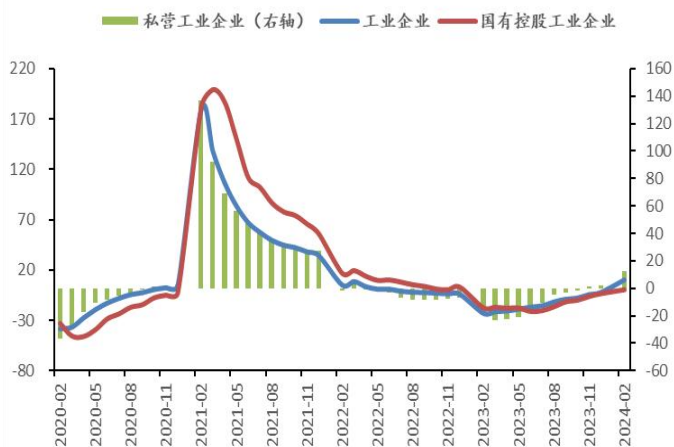
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 生产端：新质生产力是带动工业生产持续复苏的关键

2024年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额9140.6亿元，同比增长10.2%，利润由2023年全年下降2.3%转为正增长。在41个工业大类行业中，有29个行业利润同比增长，增长面为70.7%，比2023年全年扩大4.8个百分点。

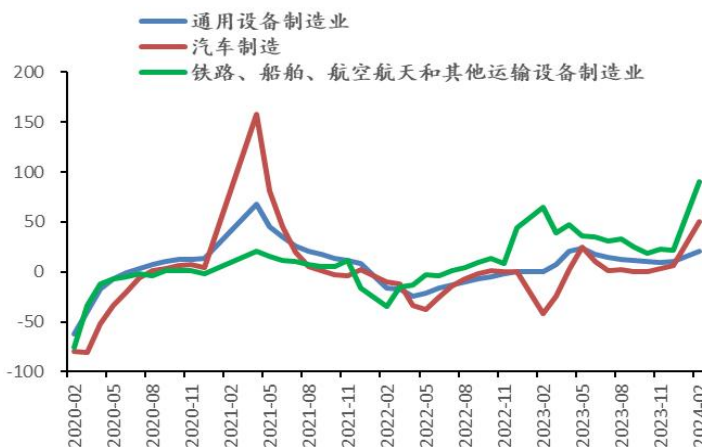
- 企业营收回升态势明显，为利润增长创造有利条件。1-2月规模以上工业企业营业收入同比增长4.5%，高于2023年全年营收增速3.4个百分点
- 装备制造业、高技术制造业利润明显回升，新质生产力培育壮大。1-2月装备制造业利润同比增长28.9%，增速比2023年全年加快24.8个百分点。分行业看，电子行业、铁路船舶航空航天运输设备、汽车、金属制品等行业增长较快
- 规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为84.97元，同比增加0.11元

图14：规模以上工业企业利润总额累计同比%



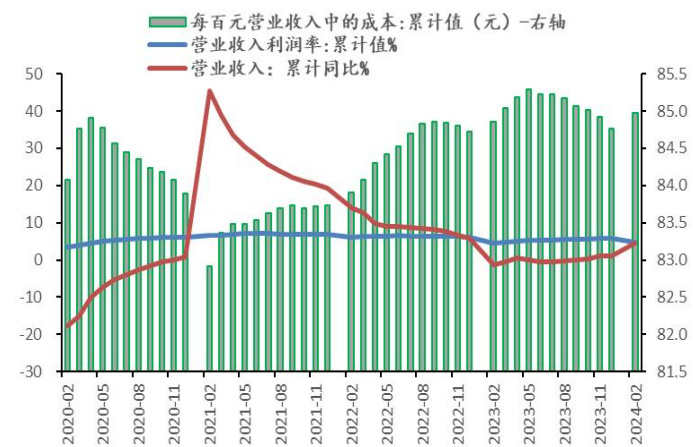
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图15：不同行业利润总额累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图16：规模以上工业企业营收与成本



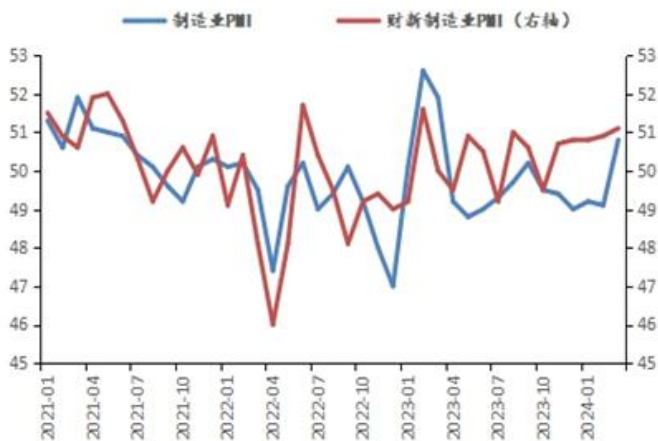
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 生产端：制造业PMI超预期反弹重回扩张区间

2024年1-3月，制造业PMI分别录得49.2%、49.1%与50.8%。2月受制于春节生产活动放缓，制造业PMI较1月小幅回落，随着企业在春节过后加快复工复产，市场活跃度有所提升，3月制造业PMI超预期反弹并重返扩张区间。与此同时3月非制造业商务活动指数为53.0%，比2月上升1.6个百分点，非制造业景气水平持续回升。

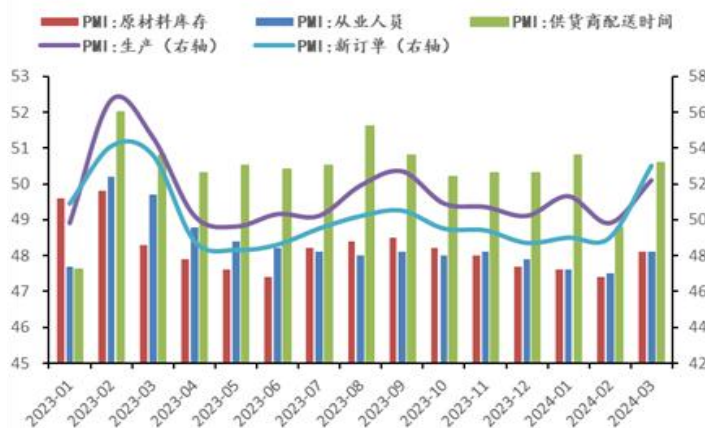
- 分类指数有所分化。构成PMI的五项分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数3月大幅反弹并高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数止跌反弹但仍低于临界点
- 产需指数双回升，新出口与进口加快带动产需缺口大幅收窄。从产需情况看，3月生产指数为52.2%，比2月上升2.4个百分点，新订单指数为53.0%，较2月大幅回升4.0个百分点，受益于3月外需与内需有所回升，其中新出口订单指数较2月上升5个百分点为51.3%，创13个月以来的新高，进口指数时隔一年后重返扩张区间为50.4%，内外需拉动下3月产需缺口大幅收窄至-0.8%，表明需求有所复苏

图17：制造业PMI与财新PMI%



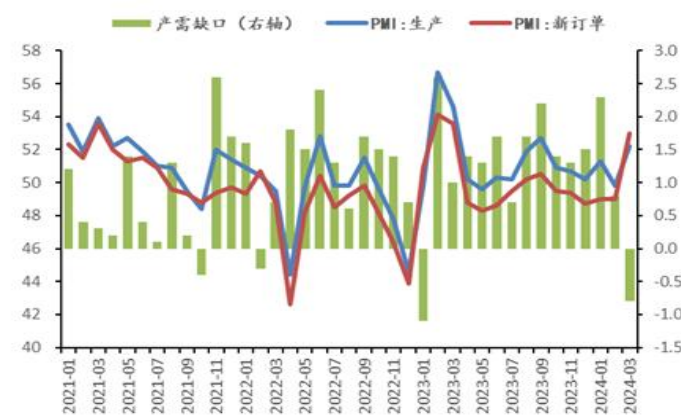
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图18：月度PMI分类指数%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图19：PMI生产与新订单%

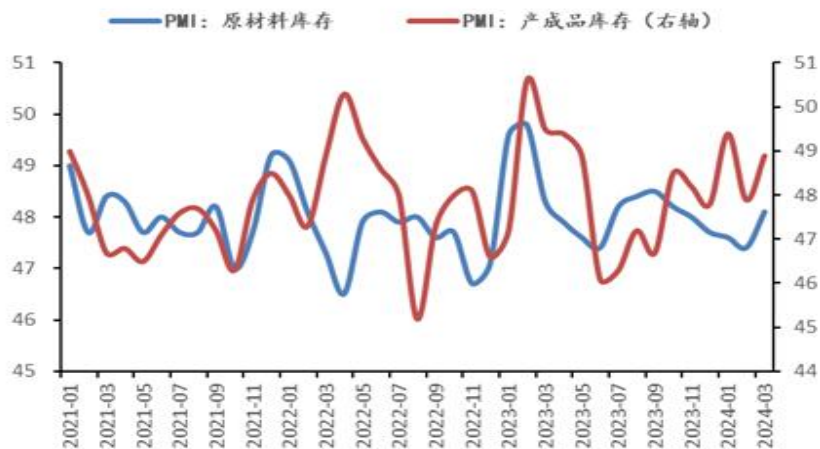


数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.2 生产端：制造业PMI超预期反弹重回扩张区间

- 不同规模企业生产经营状况均有所改善，中小型企业PMI升至扩张区间。从企业规模看，大型企业PMI为51.1%，较2月上升0.7个百分点，连续11个月保持在临界点及以上，持续发挥支撑引领作用；中型企业与小型企业PMI分别为50.6%与50.3%，12个月以来首次升至扩张区间，生产经营活动有所恢复，进一步表明多措并举支持中小微企业高质量发展的政策效果凸显
- 原材料库存与产成品库存均有所回升。3月PMI指数中原材料库存指数为48.1%，止跌反弹0.7个百分点，企业补库存意愿有所回升；产成品库存指数为48.9%，得益于3月市场内外需求有所复苏影响。

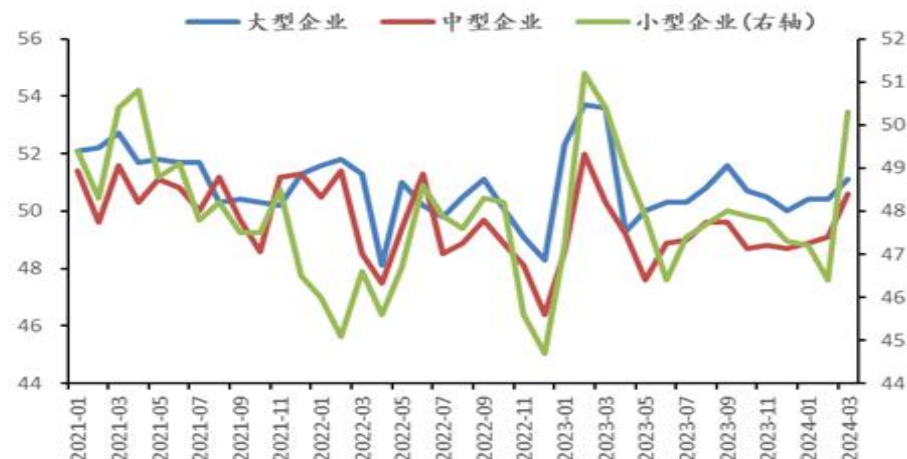
图21：PMI原材料库存与产成品库存%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

请认真阅读文后免责条款

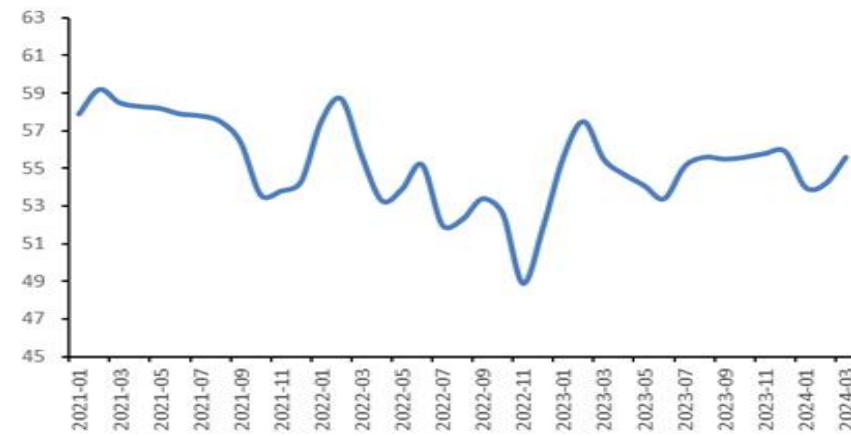
图20：PMI不同企业类型%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 企业预期继续稳定向好。3月生产经营活动预期指数为55.6%，升至较高景气区间，表明企业对近期市场发展信心增强

图22：PMI生产经营活动预期%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

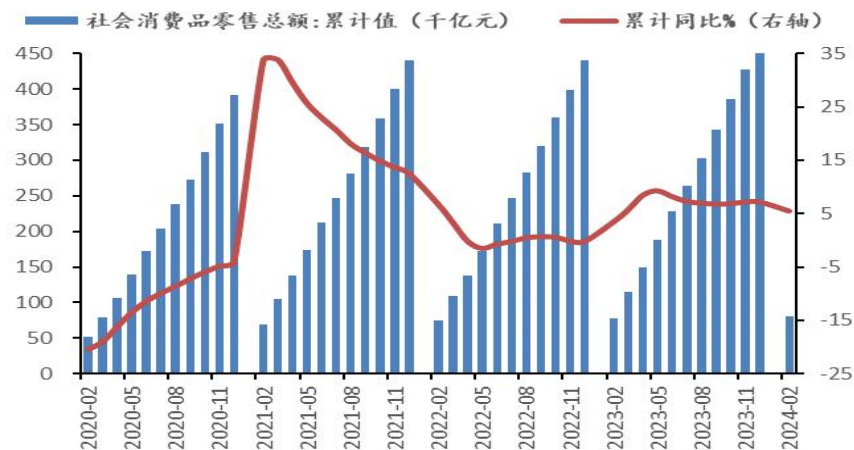
展望二季度工业生产和投资，我们认为：

- 经济逐步恢复，工业生产有望继续平稳运行。在营业收入与营业利润率保持良好增速的前提下，工业企业盈利水平有望持续改善。当然，营业成本与费用的控制同时也是关键，主要取决于今后减税降费政策进一步实施的力度与效果。
- 从行业看，二季度工业生产中高技术制造业有望继续保持较快增长。新动能新优势不断培育，在高技术产业投资和制造业技术改造投资保持较快增速的背景下，积极推进制造业设备更新和装备技术升级，有利于制造型企业提升供给质量、创造引领需求。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，设备更新改造以节能降碳、超低排放、安全生产、数字化转型、智能化升级为重要方向。
- 从生产经营主体看，大中小型企业的生产经营活动取得不同程度的改善，尤其是在财政、税收、金融及用工等政策红利扶持下，各项政策组合拳落地生效，小微企业发展环境正在改善，企业对未来发展信心有所增强，支持中小微企业政策不断完善，稳定中小企业发展预期仍是主要抓手。
- 关于生产与投资的关键点：中小型企业生产经营稳定是扩大就业、保障民生的关键；价格水平能否持续回升，盈利预期能否改善，是企业是否主动提升补库存意愿的关键；新质生产力发展，做好新兴产业与传统产业替换及升级，是“先立后破”能否有效体现的关键。

2024年1-3月，社会消费品零售总额累计增长4.7%，增速较2023年同期下降1.1个百分点，较2022-2023年同期平均增速（4.5%）提高0.2个百分点。

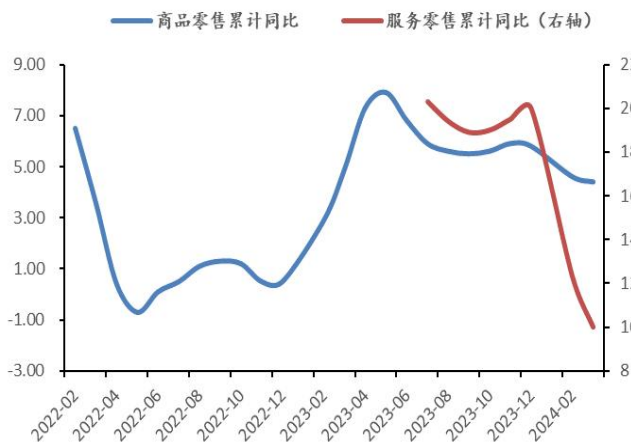
- 消费结构分化明显，受益于春节假期旅游拉动，服务消费好于商品消费
- 汽车、文娱体育、建筑装潢和家电消费对整体消费拉动明显
- 从消费群体所在地看，乡村消费品零售额增速高于城镇

图23：社会消费品零售总额



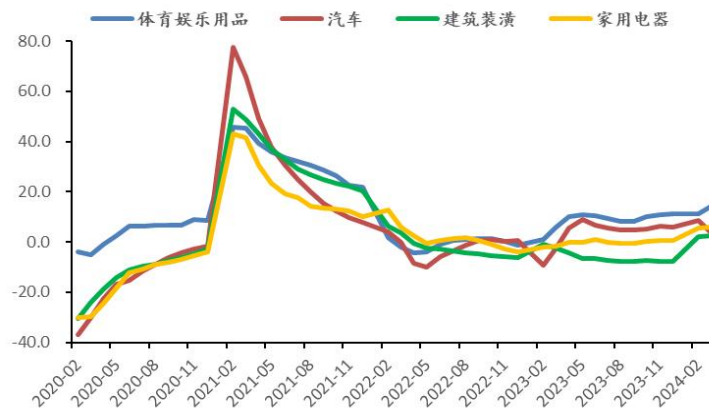
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图24：商品零售与服务零售增速%



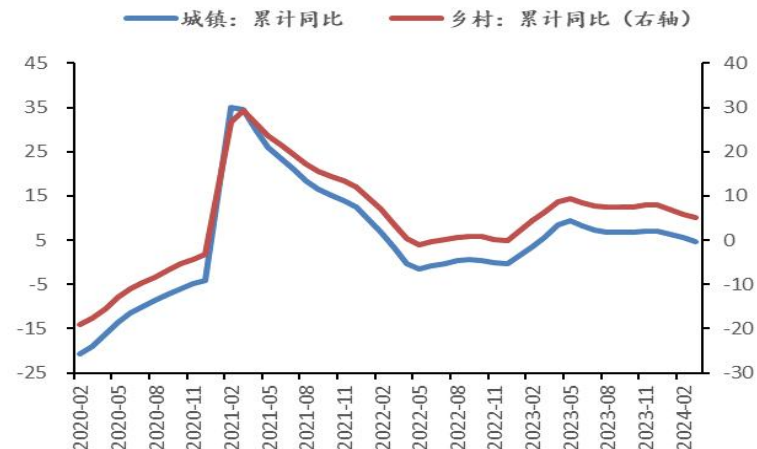
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图25：不同品类社会消费品零售总额累计增速%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图26：社会消费品零售总额城镇与乡村增速%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.3 需求端：消费增长潜力有望继续释放

展望二季度消费需求，我们认为消费增长潜力有望继续释放：

- 一方面，五一、端午假期将为消费增长增添动力，旅游住宿等服务类消费有望再上台阶，淄博烧烤、哈尔滨冰雪、天水麻辣烫等网红旅游城市接连爆发，期待地方地域性特色的网红消费有望后来者居上，为局部性突发性消费带来新的增长点；

表1：设备更新改造与消费品以旧换新重要举措

时间及会议	事件
2024年2月中央财经委员会第四次会议	要推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新。推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展等。
2024年3月全国两会	鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费”，以促进消费稳定增长，推动经济实现良性循环。
2024年4月央行	适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。
2024年4月商务部等14部门	印发《推动消费品以旧换新行动方案》，统筹“2024消费促进年”活动安排和消费品以旧换新工作，开展“千县万镇”新能源汽车消费季、“全国家电消费季”“家居焕新消费季”等系列活动，参照汽车、家电以旧换新相关做法，有关部门研究推动电动自行车以旧换新工作。

数据来源：中国网，中国政府网，央行，央视网，华龙证券研究所依据公开资料整理

图27：地方特色网红旅游



资料来源：视觉中国，华龙证券研究所依据公开资料整理

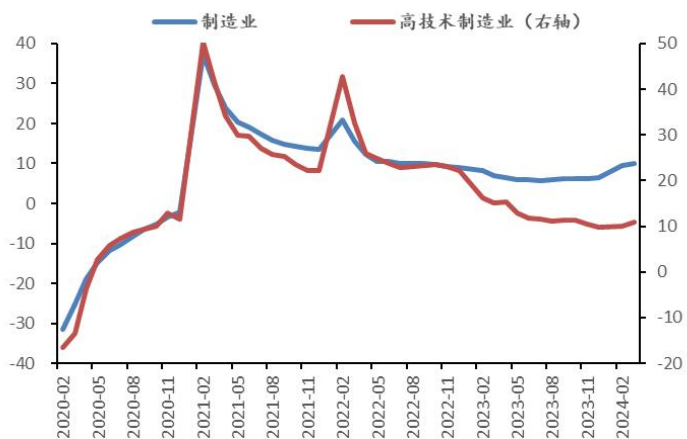
- 另一方面，中央财经委员会第四次会议与《2024年政府工作报告》中均提出，要鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费，以上举措旨在刺激消费者购买欲望，充分释放消费潜力。

2.3 需求端：制造业投资为抓手，基建投资依靠中央发力

2024年1-3月，全国固定资产投资（不含农户）100042亿元，同比增长4.5%，增速比2023年全年加快1.5个百分点。其中，制造业投资增长9.9%，增速比2023年全年加快3.4个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长6.5%，增速比2023年全年加快0.6个百分点。

- 新质生产力推动下，高技术制造业投资保持较快增长，1-3月高技术制造业投资增长10.80%，领先于制造业投资0.9个百分点
- 民间制造业投资保持较高增长态势，1-2月投资增速较2023年全年提高2.2个百分点
- 受制于地方财政与债务缓解压力，基建投资整体同比增速不及2023年同期。1-3月广义与狭义基建投资增速分别为8.75%、6.50%，较2023年同期分别下滑2.07和2.30个百分点

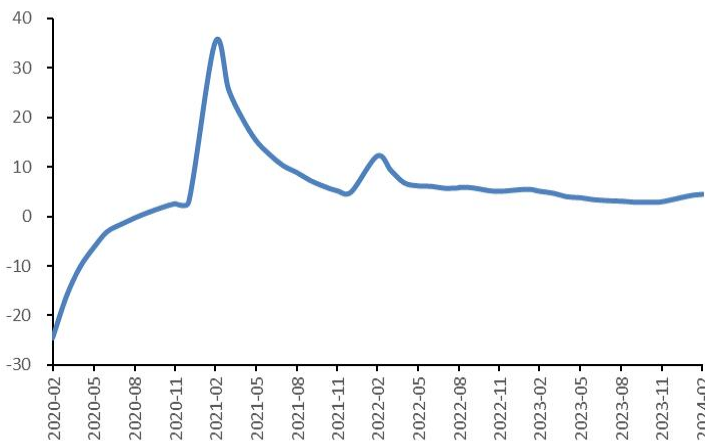
图28：制造业与高技术制造业投资累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

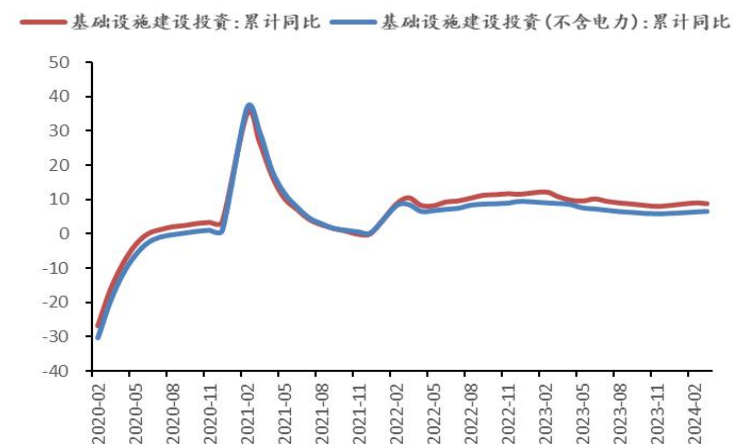
请认真阅读文后免责条款

图29：固定资产投资完成额累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图30：基建投资累计同比%



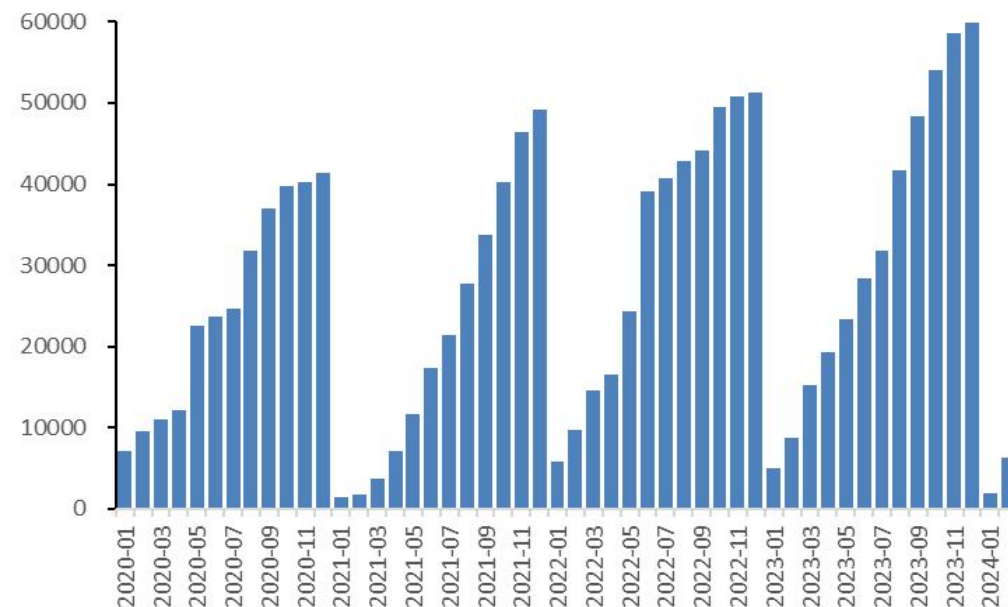
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.3 需求端：制造业投资为抓手，基建投资依靠中央发力

展望二季度投资需求，我们认为：

- ▶ 制造业投资尤其是高技术制造业有望在新质生产力带动下继续保持较快增长，在技术改造与设备更新加快前提下，汽车制造业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业、专用设备制造业等行业投资有望带动固定资产投资平稳向上运行。
- ▶ 2023年底国务院办公厅印发的《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》，对2024年一季度基建投资形成了一定的拖累。在全力化解地方债务风险，严控新建政府投资项目的背景下，二季度基建投资重心有望向中央支持倾斜。
- ▶ 4月2日全球第三大评级机构惠誉评级表示，中国地方政府发行的专项债已取代城投企业举借的债务，成为拉动基础设施投资的主要融资方式。基建投资有望在中央扶持与地方专项债发行的带动下托底保障固定资产投资稳步运行。

图31：地方政府专项债发行累计值（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

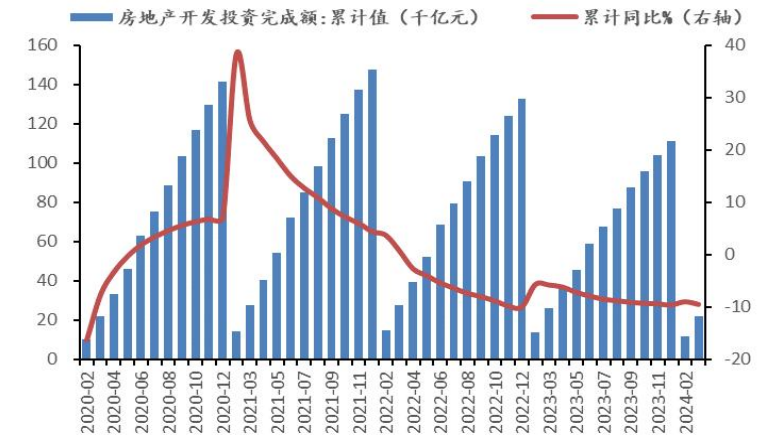
2.3 需求端：地产投资需求下行趋势有望缓解

2024年1-3月，全国房地产开发投资22082.00亿元，同比下降9.5%，降幅较2023年全年收窄0.1个百分点。1-3月，房地产开发企业房屋施工面积678501万平方米，同比下降11.1%；新建商品房销售面积22668万平方米，同比下降19.4%。

- 1-3月房地产开发投资增速跌幅较1-2月再度扩大，房屋施工面积同比跌幅有所扩大，商品房销售面积同比跌幅略微收窄
- 2024年一季度部分头部房企资金链紧张情况有所凸显

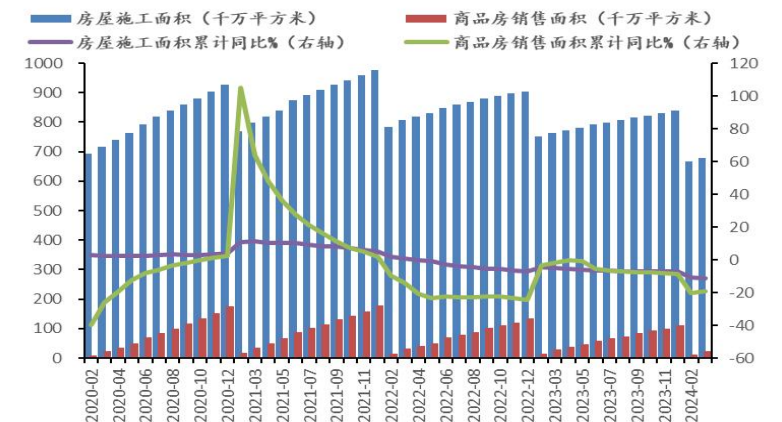
展望二季度，行业整体信心依旧缺乏，资金面因素影响下房地产市场整体仍呈现弱势局面。2024年《政府工作报告》强调“对不同所有制房地产企业合理融资需求一视同仁给予支持”，此举将改善地产市场融资环境。与此同时“三大工程”建设加快推进，有望拉动地产投资逐渐走出困境；各地住房限购措施进一步放开，有望缓解地产需求下行趋势。

图32：房地产开发投资



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图33：房屋施工与商品房销售



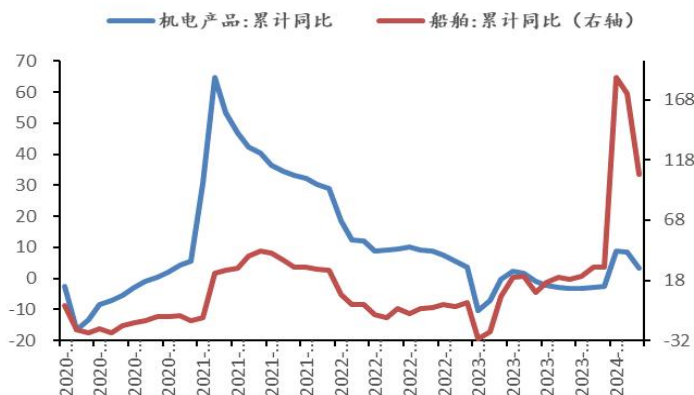
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.3 需求端：外需环境改善，出口强势反弹

2024年1-3月，国内货物贸易进出口总值10.17万亿元，同比增长5.0%，货物贸易规模创历史同期新高。其中，出口5.74万亿元，增长4.9%；进口4.43万亿元，增长5.0%。整体看一季度我国外贸开局有力、起势良好。

- 贸易伙伴更加多元，东盟成为第一大贸易伙伴，与美国外贸实现正增长，与日本外贸增速降幅收窄
- 对共建“一带一路”国家合计进出口4.82万亿元，增长5.5%
- 受益于2023年同期低基数影响，家具、家电、灯具等产品，出口累计同比增速均明显提升；机电产品和劳动密集型产品出口势头良好；“新三样”出口优势继续维持

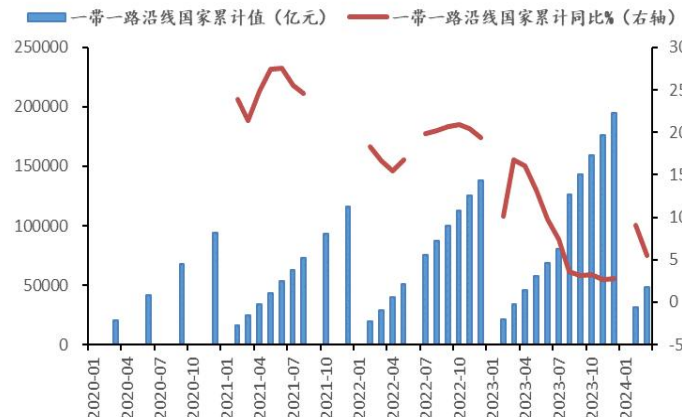
图35：机电与船舶出口金额累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

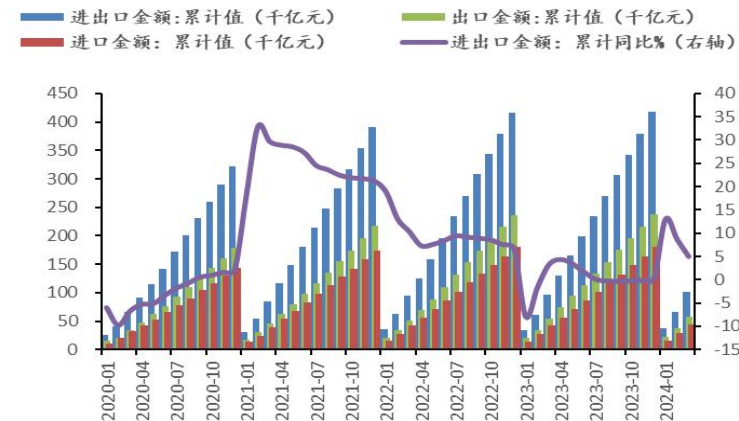
请认真阅读文后免责条款

图36：一带一路国家进出口金额累计值及同比



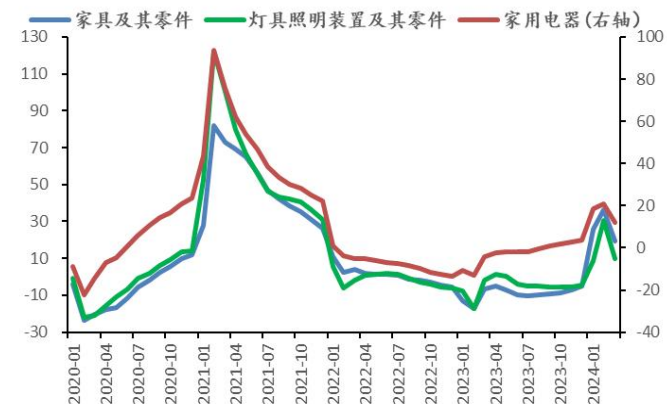
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图34：进出口金额累计及累计同比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图37：不同品类商品出口金额累计同比%



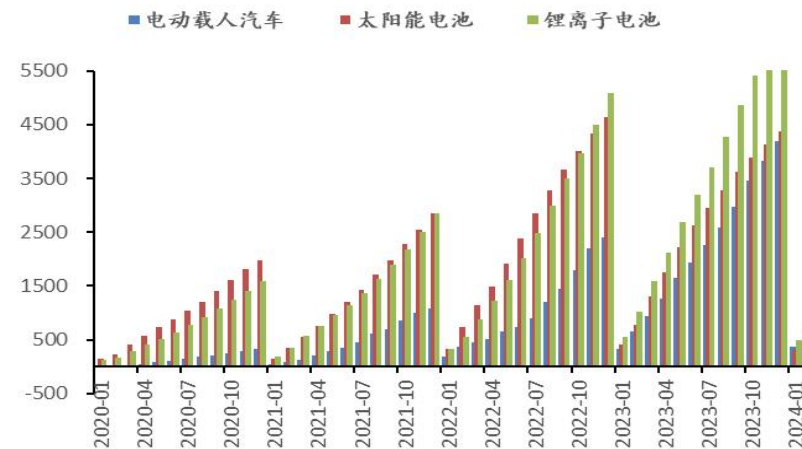
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2 2.3 需求端：外需环境改善，出口强势反弹

展望二季度外贸需求，我们认为：

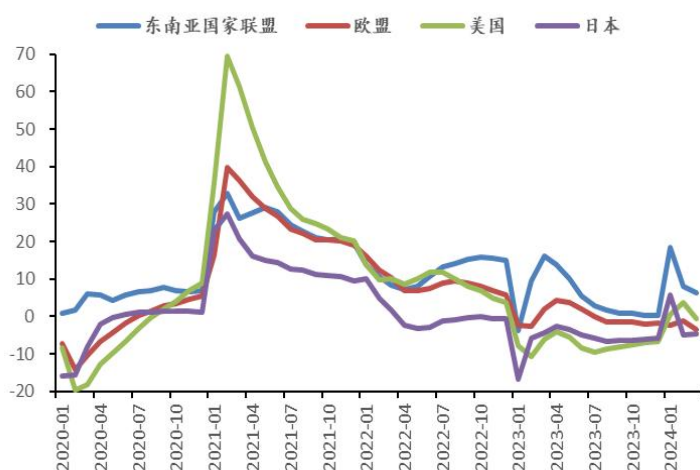
- “新三样” 出口优势继续引领外贸保持韧性，民营企业是重要的外贸经营主体，发展贡献比重逐渐提升。
- 反映出口、进口订单增加的企业比重均较2月明显提升，预计二季度我国进出口持续向好，2024年上半年基本保持在增长通道。

图38：新三样出口金额累计值（千万美元）



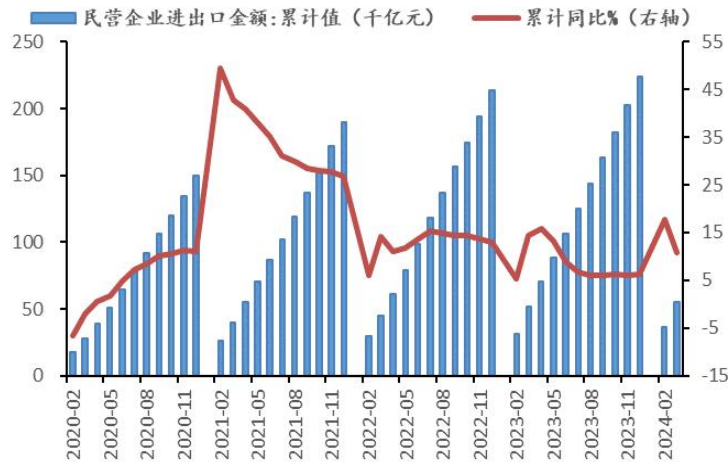
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图39：主要贸易伙伴进出口金额累计同比



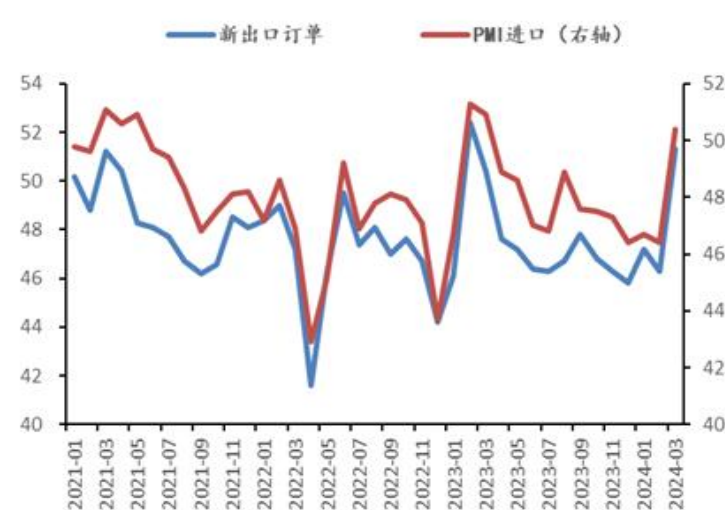
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图40：民营企业进出口



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图41：PMI新出口订单与进口%

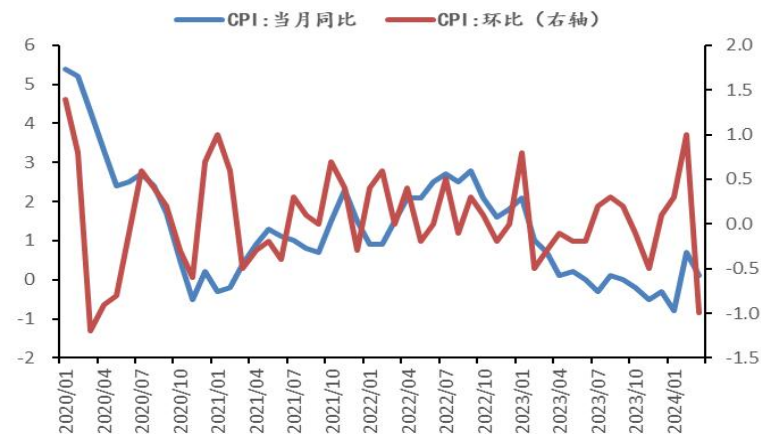


数据来源：Wind，华龙证券研究所

2024年1-3月，国内居民消费价格CPI累计同比与2023年同期持平，依旧在低位运行。1-3月食品累计同比-3.2%，非食品累计同比0.7%；消费品价格累计同比-0.7%，服务价格累计同比1.0%。

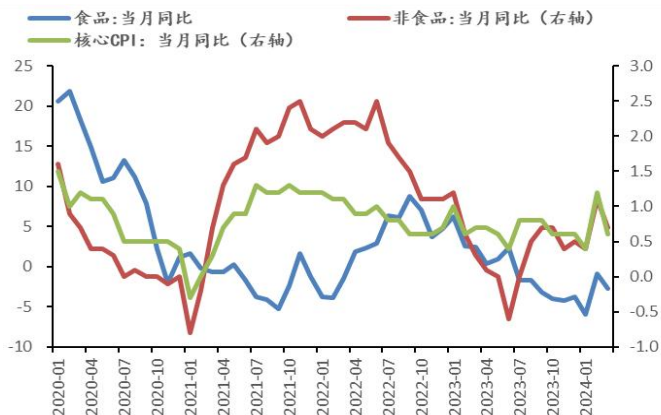
- 受益于春节假期食品和服务消费需求增加，2月CPI同比较1月大幅反弹并转正，3月同比值有所回落，3月核心CPI同比0.6%较2月下降0.6个百分点
- 3月CPI环比下降1.0%，主要是食品和服务价格下降较多；3月CPI同比0.1%的变动中，翘尾影响约为-0.3个百分点，新涨价因素影响约为0.4个百分点

图42：CPI同比与环比



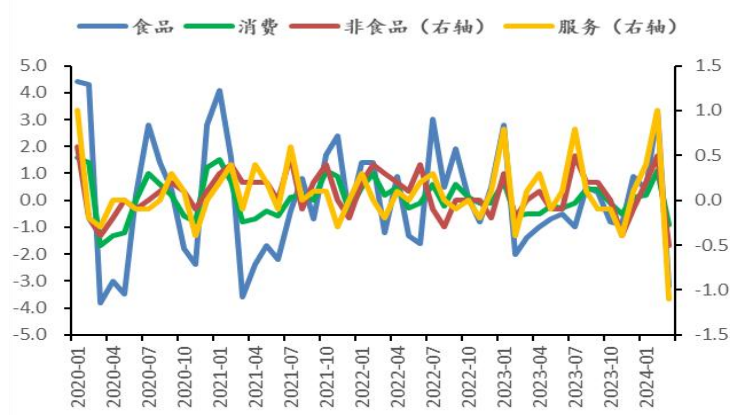
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图43：核心CPI及食品与非食品同比%



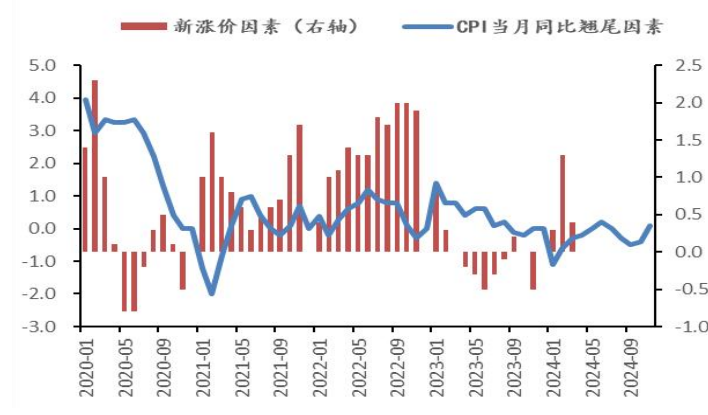
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图44：CPI不同类别环比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图45：CPI同比翘尾与新涨价因素%



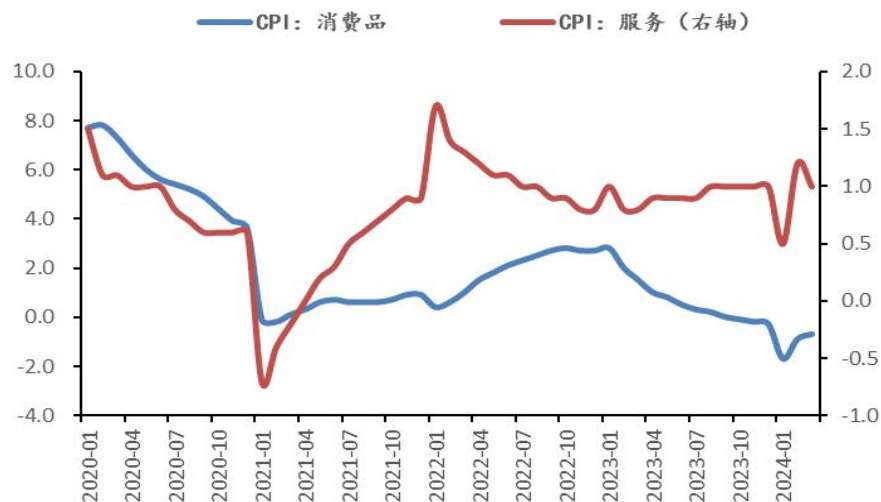
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2 2.4 价格水平：CPI同比转正，后期有望逐步回升

展望二季度，我们认为CPI有望逐步回升：

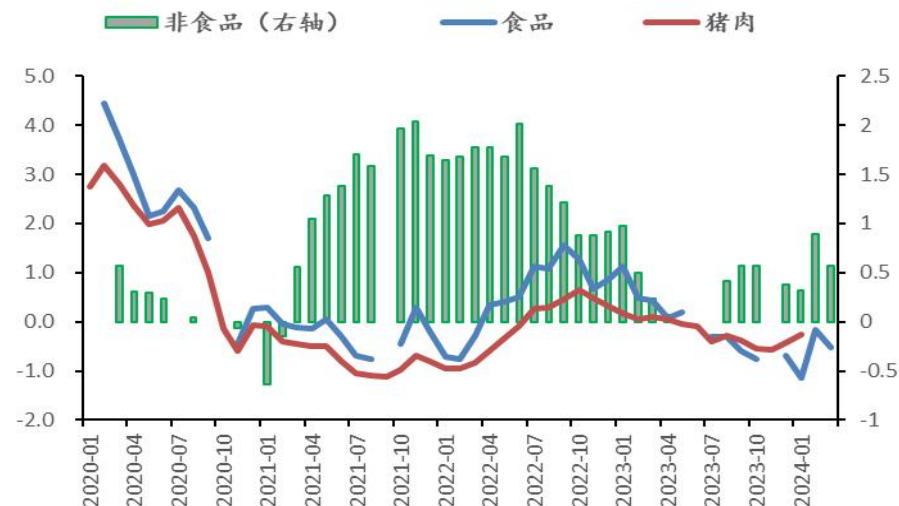
- 央行在2024年一季度货币政策例会中提出，要促进物价温和回升，保持物价在合理水平。
- CPI同比拉动项中，食品中尤其是猪肉方面的拖累影响将有所减弱，与此同时非食品拉动因素有望增强，从而带动CPI同比走进温和区间。

图47：CPI消费品与服务累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图46：CPI同比拉动项%



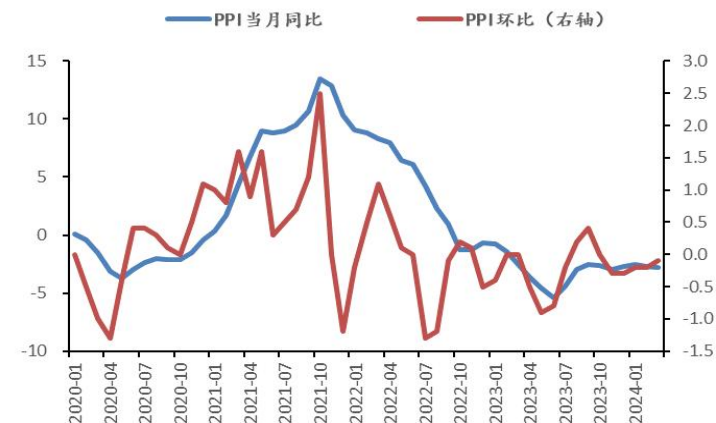
数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 二季度三个月CPI同比的翘尾因素影响分别为-0.2%、0、0.2%，较一季度有所抬升，是推动CPI回升的有利因素。
- 五一、端午假期将进一步释放服务消费需求潜力，与此同时在消费品以旧换新政策刺激下，核心CPI有望继续回升。

2.4 价格水平：传统淡季促使PPI降幅扩大，后期有望收窄

2024年1-3月，工业生产者出厂价格PPI比2023年同期下降2.7%，工业生产者购进价格PPIRM比2023年同期下降3.4%。

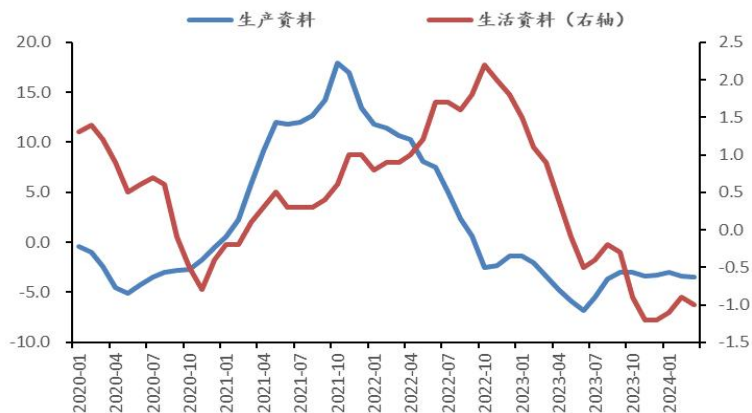
图48：PPI同比与环比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

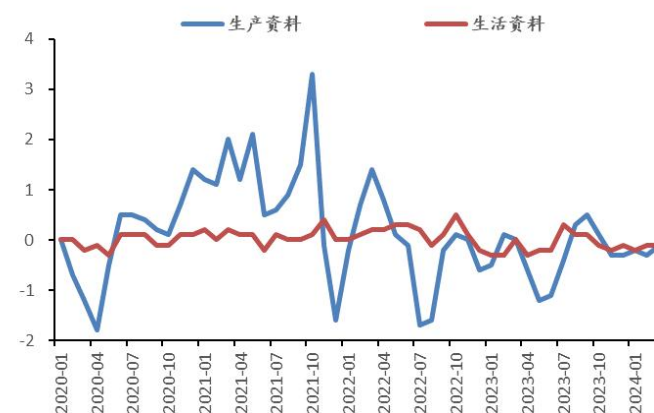
- 春节假日等因素影响，工业生产处于传统淡季，随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，3月PPI环比下降0.1%，降幅较1月收窄；同比下降2.8%，降幅略有扩大；3月PPI同比看，生产资料与生活资料下降幅度较2月均扩大0.1个百分点
- 3月PPI同比变动中，翘尾影响约为-2.3个百分点，新涨价因素影响约为-0.5个百分点
- 重点行业中，石油和天然气开采业与有色金属冶炼及压延加工业同比有所改善

图49：PPI生产资料与生活资料同比%



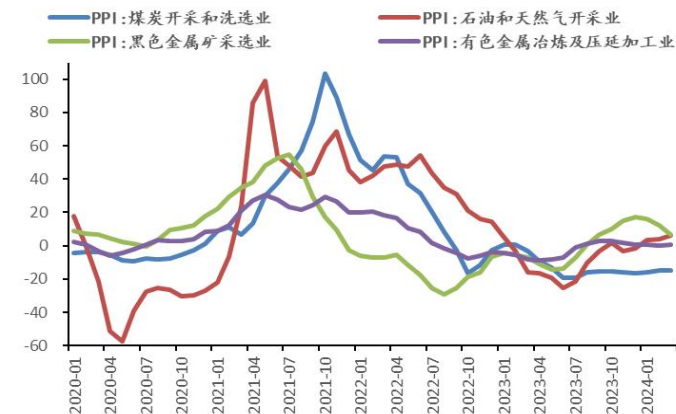
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图50：PPI生产资料与生活资料环比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图51：PPI重点行业当月同比%



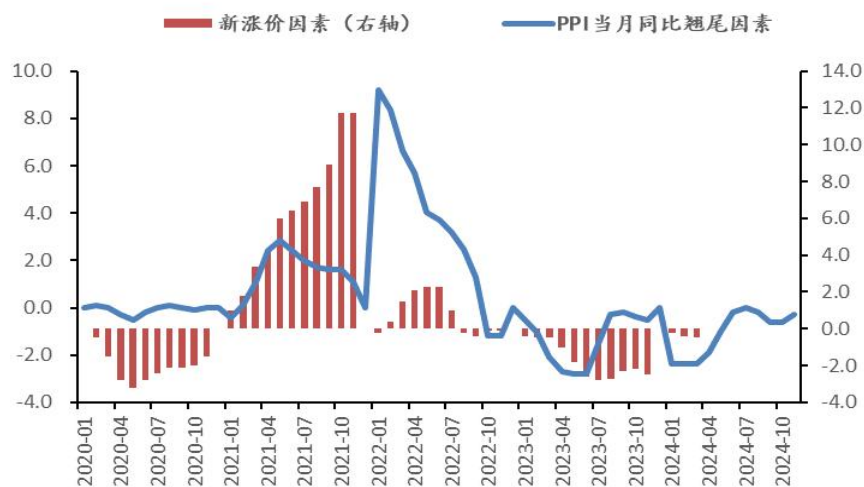
数据来源：Wind，华龙证券研究所

2.4 价格水平：传统淡季促使PPI降幅扩大，后期有望收窄

展望二季度，我们认为PPI降幅有望收窄：

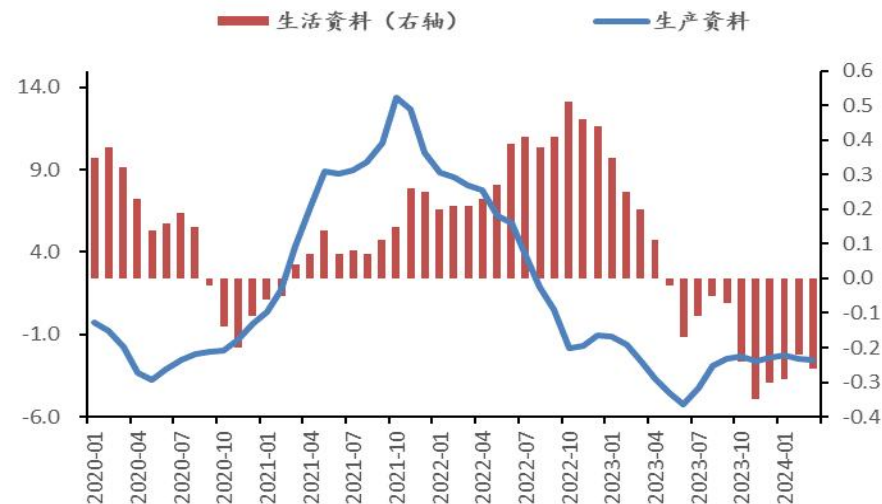
- PPI同比拉动项中，生活资料有望在消费持续复苏的带动下，拖累有所减缓；生产资料影响短期内仍将反复。
- 二季度三个月PPI同比的翘尾因素影响分别为-1.89%、-1%、-0.2%，较一季度明显回升，是推动PPI降幅收窄的有利因素。

图53：PPI同比翘尾与新涨价因素%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图52：PPI同比拉动项%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- 二季度基建投资发力有望带动工业品价格进一步回升。
- 长远看，财政政策适度发力，叠加超长期国债发行，都将是促进PPI同比转正的积极因素。

目录

1

海外经济：摇摆不定，政策拐点临近

2

国内经济：底部逐渐明朗

3

宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，
政策仍需细化落实

4

风险提示

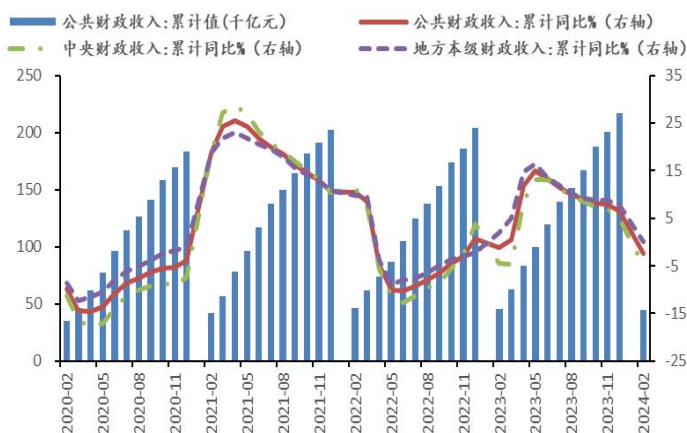
3 宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，政策仍需细化落实

2023年底的中央经济工作会议，到2024年3月的全国两会，对宏观经济政策的定调基本一致，即强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。展望二季度，我们认为，夯实经济复苏基础，强化市场预期，政策仍需进一步细化落实。

► 财政政策

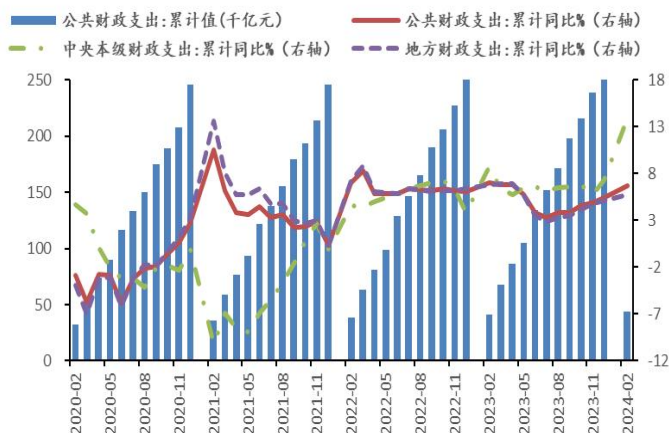
- 1-2月，全国一般公共预算收入44585亿元，同比下降2.3%，中央一般公共预算收入20701亿元，同比下降4.8%；地方一般公共预算本级收入23884亿元，与2023年同期持平；1-2月，全国税收收入37820亿元，同比下降4%
- 1-2月，全国一般公共预算支出43624亿元，同比增长6.7%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出4828亿元，同比增长14%；地方一般公共预算支出38796亿元，同比增长5.8%。总体看财政收入与财政支出增速较2023年同期均有不同程度的下滑

图54：中央及地方公共财政收入



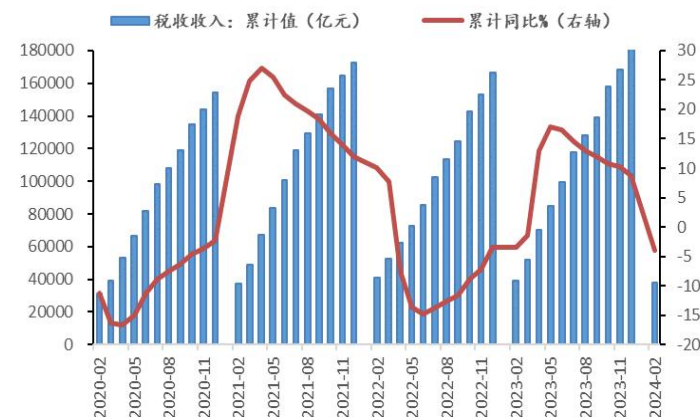
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图55：中央及地方公共财政支出



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图56：财政税收收入



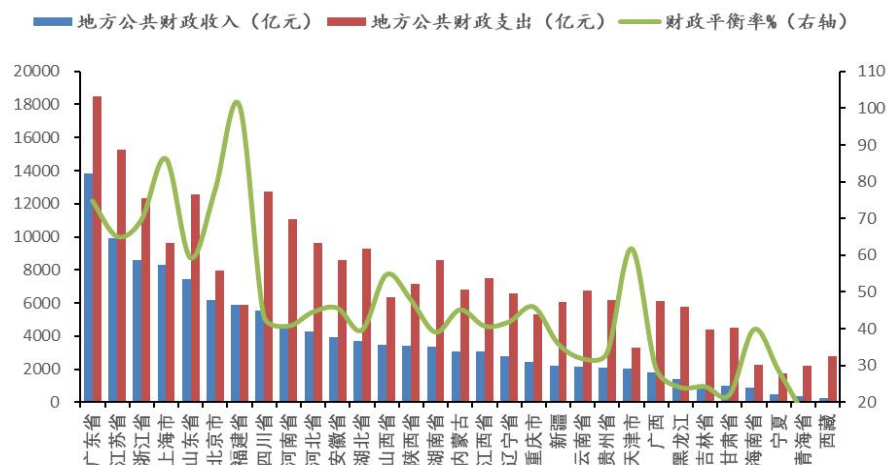
数据来源：Wind，华龙证券研究所

3 宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，政策仍需细化落实

展望二季度，我们认为财政政策继续适度加力、提质增效：

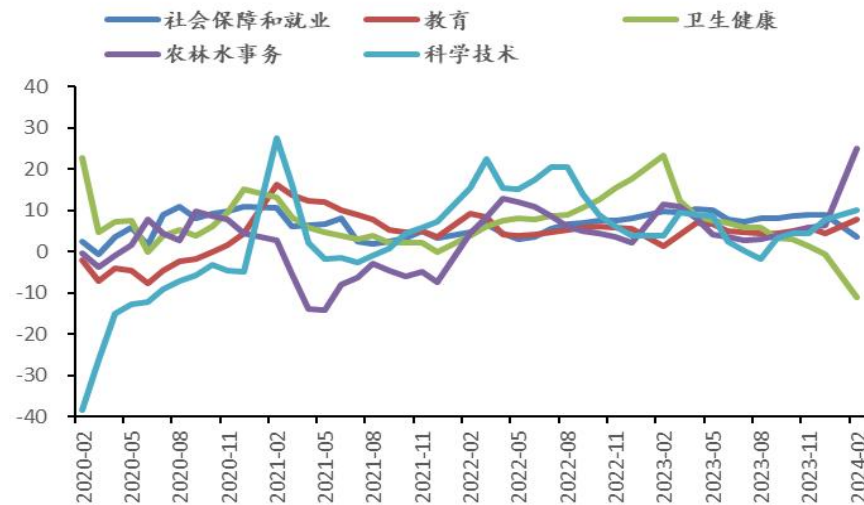
- 政府工作报告对2024年财政政策的总体要求为：积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合。
- 超长期特别国债发行，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，将会择机启动。

图58：2023年各省份财政收入支出及平衡率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图57：财政支出领域累计同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

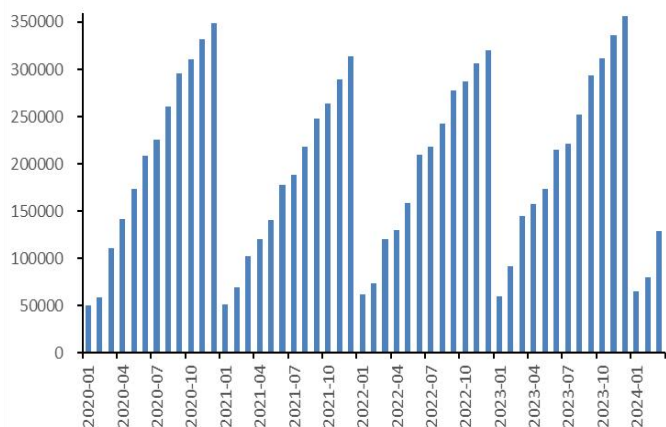
- 鉴于地方政府债务规模攀升，结构不平衡矛盾凸显，部分省份财政平衡率下滑明显，财政政策的实施依旧以中央支持地方的形式来加力提效
- 在财政收入方面，继续加快财税改革，优化财政收入结构；在财政支出方面，围绕设备更新技术改造，政策的发力点将继续重点支持科技创新和高技术制造业发展等领域。

3 宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，政策仍需细化落实

➤ 货币政策

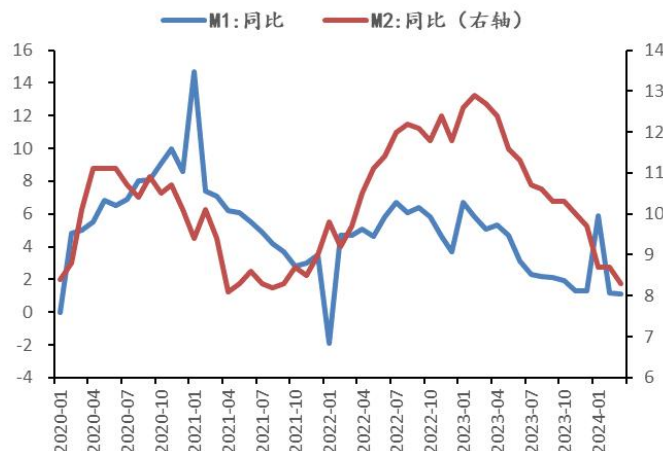
- 1-3月，社会融资规模增量累计为12.93万亿元，比2023年同期少1.60万亿元，人民币贷款与股票融资同比少增是主要影响因素。企业债券融资同比多增，政府债券融资同比少增
- 3月M1同比增长1.1%，较2月回落0.1个百分点；M2同比增长8.3%，较2月回落0.4个百分点，剪刀差较2023年四季度有所收窄
- 1-3月新增人民币贷款中，企业中长期贷款占比平均值为69.34%，较2023年同期有所提高，表明企事业单位中长期贷款需求稳定向好

图59：社会融资规模累计值（亿元）



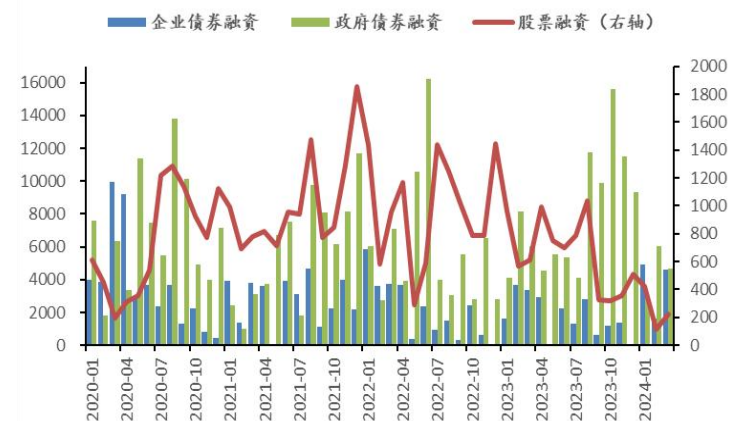
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图60：M1与M2同比%



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图61：社会融资规模当月值分项（亿元）



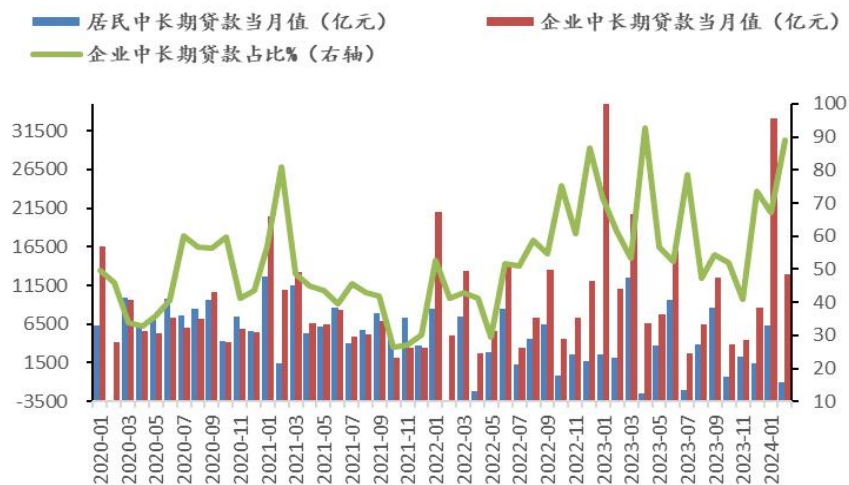
数据来源：Wind，华龙证券研究所

3 宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，政策仍需细化落实

展望二季度，我们认为货币政策继续灵活适度、精准有效：

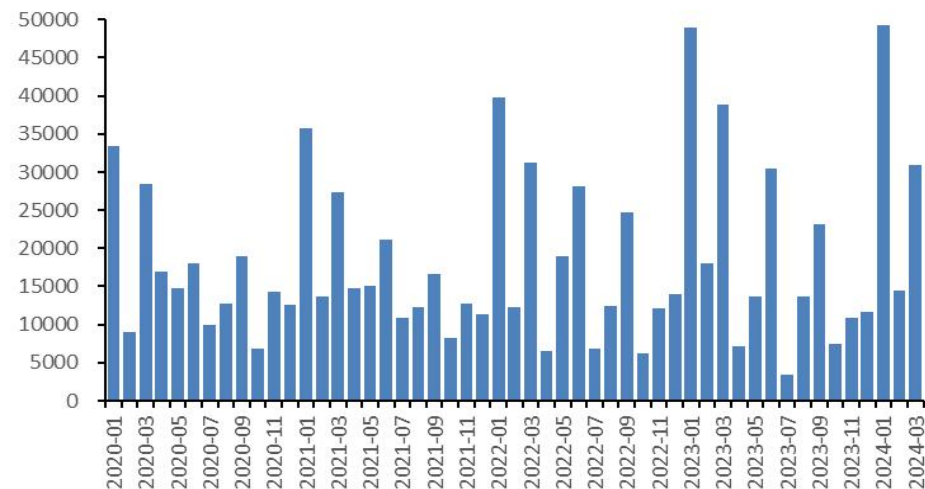
- ▶ 政府工作报告对2024年货币政策的总体要求为：稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

图63：居民与企业中长期贷款



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图62：新增人民币贷款当月值（亿元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

- ▶ 央行设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技创新、技术改造和设备更新，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。在信贷支持方面，数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目都将是重点发力方向。

3 宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，政策仍需细化落实

展望二季度，产业政策继续围绕政府工作报告提出的重点任务不断细化落实：

表2：2024年政府重点工作任务及措施

重点方向	具体措施
大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道。
深入推进数字经济创新发展	深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。
坚持教育强国、科技强国、人才强国建设一体统筹推进	加强高质量教育体系建设，实施高等教育综合改革试点，加快建设中国特色、世界一流的大学和优势学科；加快推动高水平科技自立自强，瞄准国家重大战略需求和产业发展需要，部署实施一批重大科技项目；全方位培养用好人才，加快建设国家战略人才力量，努力培养造就更多一流科技领军人才和创新团队。
着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环	促进消费稳定增长，从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策，激发消费潜能。培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点；积极扩大有效投资，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造
坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴	加强粮食和重要农产品稳产保供；稳步推进农村改革发展。深化农村土地制度改革；毫不放松巩固拓展脱贫攻坚成果。

数据来源：中国政府网，华龙证券研究所依据公开资料整理

目录

1

海外经济：摇摆不定，政策拐点临近

2

国内经济：底部逐渐明朗

3

宏观经济政策展望：夯实经济复苏基础，
政策仍需细化落实

4

风险提示

4 风险提示

- **国内经济复苏不及预期。**国内经济复苏动能依旧偏弱，结构性矛盾突出，尤其是房地产市场风险带来的金融信用危机，以及地方政府债务能否有效化解都是经济增长的潜在风险点。
- **行业及市场主体风险。**由于一些不确定因素的存在，导致对某行业生产、经营、投资或授信后偏离预期结果而造成损失的可能性，包括周期性风险、成长性风险、产业关联度风险。
- **政策落地及政策效果不及预期。**外部环境超预期转变，国内市场预期持续转弱，导致政策落地实施与政策效果不及预期。
- **黑天鹅事件。**难以预测，但突然发生时会引起连锁反应、带来巨大的负面影响，存在于自然、经济及政治各个领域。
- **所引用数据来源发布错误数据。**本报告数据来源于公开或已购买数据库，若这些来源所发布数据出现错误，将可能对分析结果造成影响。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
回避		基本面向淡，行业指数落后沪深300指数	

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应充分考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000