

宏观

阶段性改善和波折复苏

2024年二季度及中期国内经济展望

2024年4月23日

宏观研究/主题报告

相关报告:

【山证宏观】2023年国内经济运行回顾
及2024年展望:从筑底到企稳 2024.1.24

山证策略团队

分析师:

郭瑞

执业登记编码: S0760514050002

电话: 0351-8686977

邮箱: guorui@sxzq.com

张治

执业登记编码: S0760522030002

邮箱: zhangzhi@sxzq.com

投资要点:

二季度展望: 阶段性改善

➤ 二季度经济有望延续改善, 政策驱动领域是亮点。第一, 今年政策组合是“积极财政政策+稳健货币政策+促消费政策+地产政策优化+结构性改革”。对应到基建, 专项债、特别国债等财政资金到位将加快二季度基建实物总量形成; 制造业投资方面, 设备更新、高技术投资政策的积极影响继续体现; 消费方面, 以旧换新等促消费政策依然是支撑消费修复的重要因素。货币政策支持上, 在央行继续推动重点领域金融服务, 降低融资成本的目标下, 二季度仍可期待存款利率调降对融资成本下行的推动。第二, 美国库存周期低位, 出口改善的持续性可以期待。从前瞻指标看, 一季度美国消费信心、投资信心、经济活动等指数低位回升。

➤ 维持通胀由筑底走向企稳的判断, 但改善幅度有限, 结构性不均衡延续; 中长期形态可能仍是波浪式、曲折式。节奏上, 二季度政策驱动内需扩大、输入性通胀等带动国内价格企稳, 但产能利用率提升制约价格弹性; 三季度受高基数影响, 通胀读数将有所回摆; 四季度则要看内生动能复苏程度、外需走势、国内外补库存进程以及国内重点领域供给侧结构性改革效果, 国内开启主动补库存可能是一个亮点。

中期展望: 波折复苏

➤ 展望四季度和明年一季度, 居民收入和就业改善程度或有限, 部分行业产能过剩, 房价和通胀预期仍需夯实, 经济内生循环构建尚需时日。有利因素在于, 政策有进一步释放的空间、库存增速总体处于低位、传统产能过剩领域的供给出清以及加快发展新质生产力等。预计国内经济总体仍处于波折修复期。一是, 新旧动能切换对经济影响不均衡, 但面对疫后复苏过程的各种阻力, 政策对风险和发展再平衡, 以赢得经济动能切换的时间和契机。二是, 经济内生动能边际改善但幅度有限, 未来要实现基本面持续回升和广谱性通胀尚待观察。(1) 一季度宏观数据改善和微观主体感受有所差异, 就业和收入改善仍波动, 微观主体信心和资产负债表待修复; (2) 预计二、三季度价格温和改善, 四季度实际利率水平依然不低, 货币信用政策进一步宽松仍有必要; (3) 现阶段部分行业存在产能过剩问题, 同时工业产销率和产能利用率不高。今年一季度, 政策驱动制造业投资普遍加快, 对价格的持续回升带来不确定性。政策层面也提出关注“防止产能过剩和水平重复建设”“扩大有效投资”等, 关注政策进展及效果。(4) 政府工作报告指出外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升, 包括世界经济增长动能不足, 地区热



点问题频发，国际循环存在干扰，也从经济、汇率、市场风险偏好等方面带来不确定性。三是，四季度及明年一季度，中美有望共振补库，推动价格和出口回升。当前我国工业库存水平整体处于低位，今年四季度至 2025 年一季度国内有望再度开启主动补库周期；在本报告出口部分，我们认为美国在库销比相对中性的情况下，补库存有支撑，但今年降息预期推迟，可能导致补库幅度偏弱。但中期看，美联储降息是大方向，库存增速低位依然是四季度或明年一季度开启补库的有利条件。

2024 年一季度国内经济特征：复苏与分化

➤ **继 2023 年四季度经济回摆后，2024 年一季度国内经济总体复苏，但名义增速偏弱。**2024 年一季度不变价 GDP 同比增速为 5.3%，两年平均增速为 4.9%。一季度名义 GDP 同比增速为 4.0%，受居民信心不足、终端需求复苏力度偏弱、生产较需求偏快、部分行业产能过剩等影响，GDP 平减指数当季同比为-1.3%（前值为-1.4%）。

➤ **政策、出口驱动下需求端的复苏与分化。**今年一季度经济复苏可以归结为四条线索。一是，今年是疫情正常化后的第二年，春节效应下出行类、服务类消费进一步释放。二是，去年四季度增发国债大多在今年一季度落地见效，基建投资维持韧性；三是，海外补库存周期对应国内出口以及相关制造业生产和投资的改善。四是政策推动经济结构加快转型，发展新质生产力、设备更新等政策带动相关制造业投资加快。另一方面，今年一季度经济分化比较明显，主要体现在，地产及其上下游继续调整；消费品内部表现分化，耐用类、日常类表现不及社交类、出行类、服务类，耐用品类社零增速受政策影响而波动。

➤ **风险提示：**长期问题制约短期信心；产能过剩的风险。

目录

一、 2024 年一季度国内经济特征：复苏与分化.....	7
二、 二季度展望：阶段性改善.....	8
1、 高质量发展和稳增长更加融合，积极效果初步显现.....	9
1.1 GDP 增长目标 5%，政策协同加强，效果初显.....	9
1.2 广义财政积极，二、三季度效果将继续显现.....	10
1.3 融资成本和结构继续改善，年内降准降息可期.....	12
2、 亮点仍在政策驱动领域.....	14
2.1 投资：制造业和基建平稳，地产延续调整.....	14
2.2 消费：平稳修复.....	19
2.3 出口：一季度良好开局，预计二季度平稳.....	21
3、 通胀筑底企稳.....	23
三、 中期展望：波折复苏.....	26
1、 新旧动能切换下风险和发展再平衡.....	27
2、 期待库存去化后再次回补.....	28
3、 关注部分领域供给端出清的步伐.....	30
四、 风险提示.....	30
1、 长期问题制约短期信心.....	30
2、 产能过剩的风险.....	31



图表目录

图 1: 实际 GDP 当季同比 (%)	7
图 2: 名义 GDP 当季同比(%).....	7
图 3: 三大产业对 GDP 当季同比的拉动 (两年平均增速, %)	8
图 4: 三大支出对 GDP 当季同比的拉动 (两年平均增速, %)	8
图 5: 一般公共预算收支增速 (两年平均, %)	11
图 6: 政府性基金收支增速 (两年平均, %)	11
图 7: 政府性基金收入完成进度 (%)	11
图 8: 政府性基金支出完成进度 (%)	11
图 9: 社融及信贷增速 (%)	13
图 10: M2-社融 (%)	13
图 11: 2024 年一季度通过存款利率下调驱动 LPR 下降 (%)	14
图 12: 金融机构贷款加权平均利率及商业银行净息差 (%)	14
图 13: 2024 年一季度我国实际利率仍偏高 (%)	14
图 14: 2024 年一季度中美利差再度下行 (%)	14
图 15: 基建投资增速 (%)	15
图 16: 专项债发行进度 (%)	15
图 17: 制造业投资增速 (%)	15
图 18: 设备工具器具购置投资增速 (%)	15
图 19: 工业企业利润增速和制造业投资增速 (%)	17
图 20: 制造业产能利用率 (%)	17
图 21: 2016 年下半年黑色金属行业利润持续增长, 但投资加速下滑 (%)	17

图 22: 制造业分行业产能利用率 (%)	17
图 23: 商品房销售及房地产开发投资累计增速 (%)	18
图 24: 房地产开发资金来源增速 (2021-2024 年为两年平均, %)	18
图 25: 70 个大中城市新房及二手房价指数同比 (%)	18
图 26: 全国住宅库销比测算.....	18
图 27: 房地产销售领先投资 2-4 个季度 (MA12, 2021-2024 年为两年平均, %)	19
图 28: 全国居民人均消费支出增速 (%)	20
图 29: 社零累计同比增速 (%)	20
图 30: 2024 年一季度服务业表现好于商品零售 (%)	21
图 31: 全国居民人均可支配收入收支增速及消费倾向 (%)	21
图 32: 出口金额季度环比 (%)	22
图 33: PMI: 新出口订单 (%)	22
图 34: 美国库存总额同比增速 (%)	22
图 35: 全球制造业 PMI (%)	22
图 36: 美国零售商、批发商、制造商库存增速 (%)	22
图 37: 美国零售商、批发商、制造商库销比.....	22
图 38: CPI 及 PPI 季度同比 (%)	23
图 39: 2024 年一季度核心 CPI 环比改善不明显 (%)	23
图 40: CPI: 猪肉同比 (%)	24
图 41: PPI: 黑色金属及非金属矿物制品同比 (%)	24
图 42: 2023 年三季度以来家用器具和交通工具走势分化 (%)	25
图 43: 房租价格及居民收入 (%)	25
图 44: 2022 年以来这轮猪周期产能去化缓慢 (%)	25



图 45: 产成品库存高点基本对应 PPI 底部区域, 而生产-新订单开始回落则和价格的回升更为同步 (%) 26	26
图 46: 中国三新经济增加值及增速 (亿元、%) 28	28
图 47: 中国三新经济增加值占 GDP 比重 (%) 28	28
图 48: 工业企业产成品库存名义增速及实际增速 (%) 29	29
图 49: PMI: 产成品库存及出厂价格 (%) 29	29
图 50: PMI: 生产-新订单 (%) 29	29
图 51: 工业库存低点领先于加工工业 PPI-原材料工业 PPI (%) 29	29
图 52: 2024 年 2 月和 2023 年 12 月相比, 更多行业库存水平低于工业总体库存水平 (%) 29	29

一、2024 年一季度国内经济特征：复苏与分化

继 2023 年四季度经济回摆后，2024 年一季度国内经济总体复苏，但名义增速偏弱。2024 年一季度不变价 GDP 同比增速为 5.3%，两年平均增速为 4.9%（2023 年四季度两年平均增速为 4.0%）。一季度 GDP 环比为 1.6%，低于 2016-2019 年同期均值 0.1 个百分点，但明显好于 2020-2023 年同期的均值-1.7%。产业角度看，一季度 GDP 增速回升的主要驱动力是工业、服务业，第二产业、第三产业对 GDP 拉动分别为 2.2%、3.0%，分别较去年四季度增加 0.12 个百分点、0.26 个百分点。一季度名义 GDP 同比增速为 4.0%，受居民信心不足、终端需求复苏力度偏弱、生产较需求偏快、部分行业产能过剩等影响，GDP 平减指数当季同比为-1.3%（前值为-1.4%）。

图 1：实际 GDP 当季同比（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 2：名义 GDP 当季同比(%)

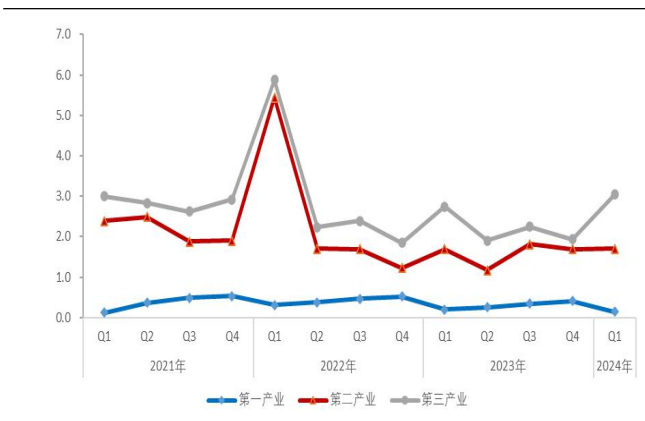


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

政策、出口驱动下需求端的复苏与分化。从支出法看，2024 年一季度经济主要拉动项是消费和出口，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 3.9%、0.6%、0.8%，2023 年四季度分别为 4.2%、1.2%、-0.2%。今年一季度经济复苏可以归结为四条线索。一是，今年是疫情正常化后的第二年，春节效应下出行类、服务类消费进一步释放。二是，去年四季度增发国债大多在今年一季度落地见效，基建投资维持韧性；三是，海外补库存周期对应国内出口以及相关制造业生产和投资的改善。四是政策推动经济结构加快转型，发展新质生产力、设备更新等政策带动相关制造业投资加快。另一方面，在内生动能偏弱、经济结构转型加速的情况下，今年一季度经济分化比较明显，主要体现在，地产继续调整，

其上游行业如黑色、水泥，以及下游行业建筑装潢等量价表现偏弱；消费品内部表现分化，耐用类、日常类表现不及社交类、出行类、服务类，耐用品类社零增速受政策影响而波动；外需强于内需，一季度新出口订单 PMI 环比改善 2.0 个百分点，带动国内出口链条上的相关行业改善。

图 3：三大产业对 GDP 当季同比的拉动（两年平均增速，%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 4：三大支出对 GDP 当季同比的拉动（两年平均增速，%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

二、二季度展望：阶段性改善

二季度经济有望延续改善，政策驱动领域是亮点。第一，今年政策组合是“积极财政政策+稳健货币政策+促消费政策+地产政策优化+结构性改革”。对应到基建，专项债、特别国债等财政资金到位将加快二季度基建实物总量形成；制造业投资方面，设备更新、高技术投资政策的积极影响继续体现；消费方面，以旧换新等促消费政策依然是支撑消费修复的重要因素。货币政策支持上，在央行继续推动重点领域金融服务，降低融资成本的目标下，二季度仍可期待存款利率调降对融资成本下行的推动。第二，美国库存周期低位，出口改善的持续性可以期待。从前瞻指标看，一季度美国消费信心、投资信心、经济活动等指数低位回升。第三，国内供需关系阶段性改善可期、国际油价回升，国内通胀大概率筑底企稳。

1、高质量发展和稳增长更加融合，积极效果初步显现

1.1 GDP 增长目标 5%，政策协同加强，效果初显

2024 年政府工作报告设定了 5% 的 GDP 增速目标，符合预期。这一目标是在 2023 年四季度经济有所滑落的情况下提出的，考虑了国内外形势，兼顾了需要和可能。综合看，今年增长目标稳妥中偏积极。第一，考虑了促进就业增收、防范化解风险等需要。就业对居民信心修复和社会稳定具有重要影响。今年要求城镇新增就业 1200 万人以上，城镇调查失业率 5.5% 左右，就业目标较 2023 年偏高。同时，维持稳定的增长水平有利于防范化解风险。第二，2024 年 5% 的增速目标可以实现的近五年复合增速为 4.76%，能够与“十四五”规划和基本实现现代化的目标相衔接。第三，从可能性看，去年四季度以来，经济量价指标呈现出筑底态势，2023 年我国 GDP 增速为 5.2%，未来辅以适度的政策措施，经济动能有望进一步恢复，促进经济增长保持稳定。第四，5% 的增长目标也绝非能轻易实现。国际环境方面，世界经济增长动能不足，大国博弈下全球产业链重构、地缘政治等中长期风险时常扰动短期经济信心。国内方面，居民资产负债表受损，有效需求不足，部分行业产能过剩，社会预期偏弱，实际利率依然偏高。总体看，随着中国式现代化建设不断推进，中央经济工作会议和两会均确定了高质量发展和稳增长更加融合的总体目标。高质量发展目标下传统产业和政策将面临底线的约束，如政府工作报告中提出“清理和废止有悖于高质量发展的政策规定”“该破的要在立的基础上坚决破”。因此，5% 的目标并不意味着经济增长诉求的降低，而是体现了积极进取、奋发有为的要求。

政策布局总体稳中求进、以进促稳，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，强调协同性和一致性。2024 年政策总基调是“稳中求进，以进促稳、先立后破”。“稳”指多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策；“进”则指在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，提出“该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破”。政府工作报告指出“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，整体政策基调仍偏积极，但站在高质量发展的要求下，不仅着眼于短期动能的夯实，更着重于从长期角度加快经济增长动能转换，增强发展信心。因此政策并非“大进”。从政府工作报告内容看，今年的政策基调还呈现以下特点：一是，政策协调配合进入新阶段。会议提出“增强宏观政策取向一致性”，加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。二是，研究储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱，并留出冗余度，

确保一旦需要就能及时推出、有效发挥作用。三是，加强对政策执行情况的跟踪评估，以企业和群众满意度为重要标尺，及时进行调整和完善。四是，精准做好政策宣传解读，营造稳定透明可预期的政策环境。

2024年具体政策组合上，对应“积极财政政策+稳健货币政策+促消费政策+地产政策优化+结构性改革”。部分政策效果已体现在今年一季度经济数据中。如，地产链相关的家具、家电类消费有所改善；制造业投资中，装备制造业投资、高技术制造业投资都快于整体制造业的投资增速，制造业技改投资增速比全部制造业投资高出5.7个百分点；基建方面，去年增发的1万亿元国债资金已经全部落实到1.5万个具体项目，客观上助推了今年前一季度的基建投资增长。

1.2 广义财政积极，二、三季度效果将继续显现

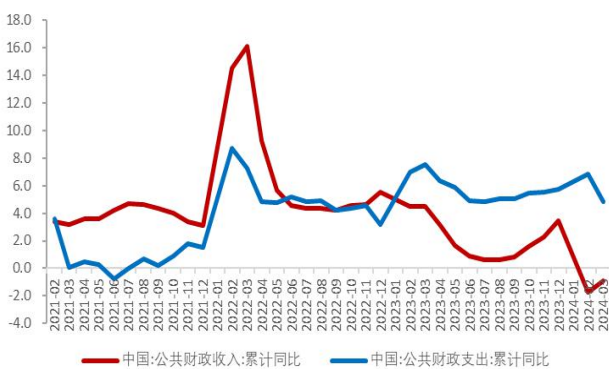
2024年财政政策总体安排是“适度加力、提质增效”，具体安排是“3%赤字率+地方政府专项债3.9万亿元+超长期特别国债1万亿元”，广义财政力度较去年加大。今年赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，比上年年初预算增加1800亿元，比调整后的额度减少8200亿元；拟使用结余资金加调入资金比去年预算增加1909亿元，比去年决算增加4099亿元；拟安排地方政府专项债券3.9万亿元、比上年增加1000亿元；超长期特别国债拟发行1万亿元；去年四季度通过的1万亿元增发国债，其中5000亿元安排在今年发行和使用。综合计算，今年广义赤字率或达到8.7%左右，高于去年7.8%的水平。

财政支出结构进一步优化以“提质增效”。政府工作报告提出，要大力优化支出结构，强化国家重大战略任务和基本民生财力保障。一是中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、适当向困难地区倾斜，省级政府要推动财力下沉，兜牢基层“三保”底线。二是落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。三是支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。去年1万亿元增发国债中，超过一半用于防洪排涝等相关水利设施建设，超过2000亿元用于京津冀等地的灾后重建，其余资金主要用于自然灾害应急能力提升，以及森林火灾等综合防治体系建设。今年及未来几年发行的超长期特别国债，主要聚焦科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食和能源资源安全、人口高质量发展等重点领域。四是严肃财经纪律，加强财会监督，严禁搞面子工程、形象工程，坚决制止铺张浪费。

今年一季度财政收入放缓而支出稳定，政府性基金支出则受制于专项债发行放缓，预计二、三季度节奏将加快，积极财政效果将继续显现。今年一季度财政收入减速，预算完成度较

慢，全国一般公共预算收入 60877 亿元，同比下降 2.3%。根据财政部解释，扣除特殊性因素影响后，可比增长 2.2% 左右。特殊因素包括两个，一是 2022 年制造业中小微企业部分缓税在 2023 年前几个月入库抬高了基数，二是 2023 年年中出台的 4 项减税政策对今年财政收入形成翘尾减收。但扣除特殊因素后的财政收入增长也并不高，两年平均增速为 1.6%。一季度全国一般公共预算支出同比增长 2.9%，两年平均增长 4.9%，保持了平稳，主要得益于预算加快下达和增发国债资金的使用。一季度政府性基金支出增速大幅下降 15.5%，地方专项债发行偏慢是主因（1-2 月地方新增专项债发行进度仅 10.3%。）

图 5：一般公共预算收支增速（两年平均，%）



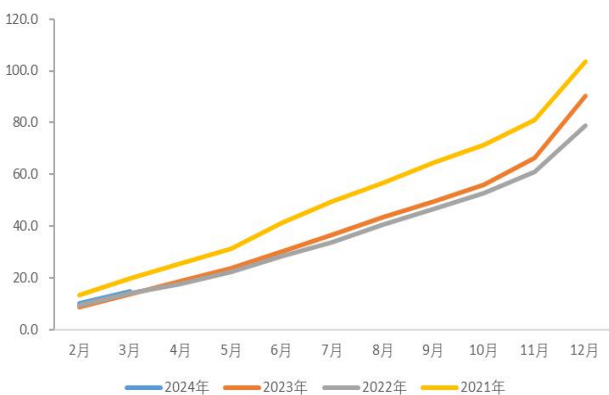
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 6：政府性基金收支增速（两年平均，%）



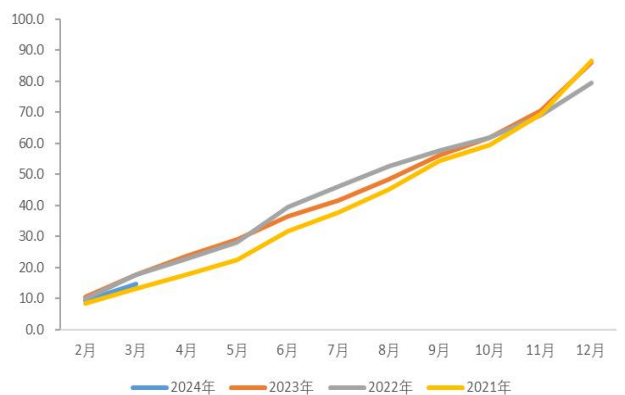
资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 7：政府性基金收入完成进度（%）



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

图 8：政府性基金支出完成进度（%）



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

1.3 融资成本和结构继续改善，年内降准降息可期

中央金融工作会议对当前和中长期货币金融工作形成指引，总体目标是服务于高质量发展，预计货币政策较长时期内稳健是主基调。“金融强国”目标对金融工作的指引是“要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务”。对货币政策的指引是“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。2023年中央经济工作会议提出“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度”。总结来看，货币政策更加注重结构性，更加注重跨周期和逆周期调节，更加注重提升政策效能。

货币政策服务于高质量发展的要求也体现在今年政府工作报告对货币政策的要求中。从目标看，政府工作报告提出今年货币政策要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；促进社会综合融资成本稳中有降；增强资本市场内在稳定性；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。政府工作报告提出，一是加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。二是畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。三是大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。四是优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求。

当前我国经济依然处于复苏阶段，内生动能偏弱，“灵活适度、精准有效”的安排赋予了货币政策在总量和结构上灵活调节的可能。在上述货币政策短期目标和中长期目标、框架和约束下，今年一季度货币政策量价配合，驱动融资利率持续下行。包括开年降准0.5个百分点、2月下调5年期以上LPR0.25个百分点。结构上，去年12月新增的5000亿元抵押补充贷款(PSL)额度也已全部发放，还设立了科技创新和技术改造再贷款。另一方面，商业银行净息差、境内外利差、以及防范资金空转约束下，MLF等政策利率并未调降。效果上，一季度货币信贷和融资保持了合理增长，节奏平稳，M2与社融剪刀差企稳，融资利率持续下降。

中期看，货币政策稳健偏松依然是大概率情形，短期稳汇率和防止资金空转依然是重要考量。中国人民银行行长潘功胜3月25日出席中国发展高层论坛2024年年会时指出“强化逆周期调节力度，把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”。3月21日国新办新闻发布会中，央行再次强调“如果社会融资规模和M2增速不低于8%，就已经考

虑了3%的价格水平预期目标”。可以看出今年货币政策依然聚焦扩大内需、提振信心，巩固经济持续回升。但短期看，一季度经济边际改善，货币政策进一步宽松的必要性不强，并且稳汇率和防止资金空转依然是重要考量。

具体货币政策操作上：（1）今年一季度经济温和改善，叠加央行强调法定存款准备金率仍有下行空间，预计下半年仍将进行常规性降准操作以补充长期流动性缺口。（2）二季度或继续推进存款利率市场化以带动整体融资利率水平下行。央行多次提到“发挥存款利率市场化调整机制效能”，通过引导存款利率下降引导LPR下行既有利于降低实体融资成本，又不至于引起商业银行净息差持续收窄。（3）央行指出“主要经济体货币政策转向有利于拓宽利率政策操作的自主性”，短期看美联储经济韧性、通胀粘性，防止汇率超调风险依然对国内降息存在约束。二季度MLF利率下调可能性有所降低，但下半年上述因素或有所缓解。（4）结构性政策工具操作和扩充将进入新阶段，以加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。

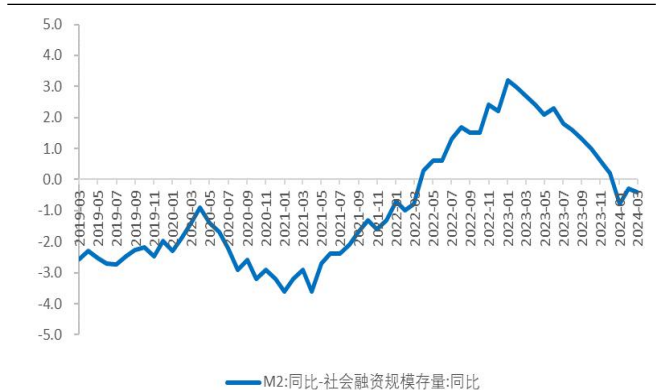
二季度社会融资规模有望企稳。二季度专项债发行加快，特别国债也有望开启发行，政府债券将成为二季度社融的重要支撑；央行强调加快对新质生产力、大规模设备更新和消费品以旧换新、“市场+保障”的住房供应体系方面的金融支持力度。货币政策支持上，短期可以期待存款利率调降对融资成本下行的推动。

图9：社融及信贷增速（%）



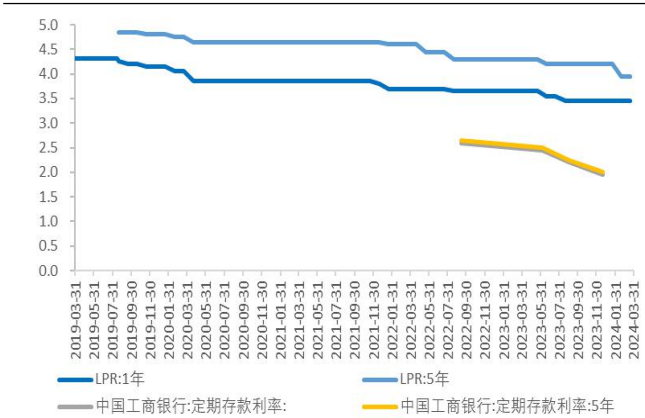
资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图10：M2-社融（%）



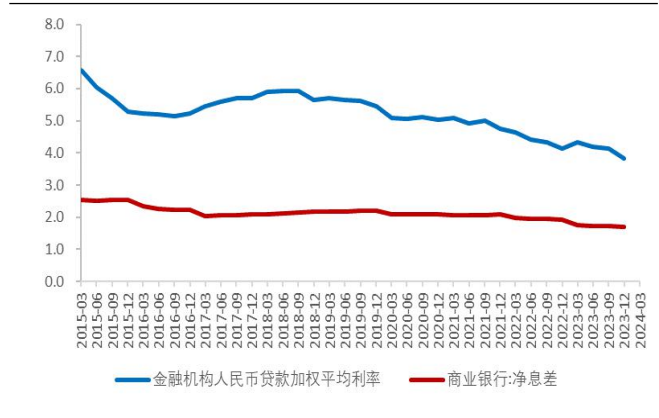
资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 11：2024 年一季度通过存款利率下调驱动 LPR 下降 (%)



资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 12：金融机构贷款加权平均利率及商业银行净息差 (%)



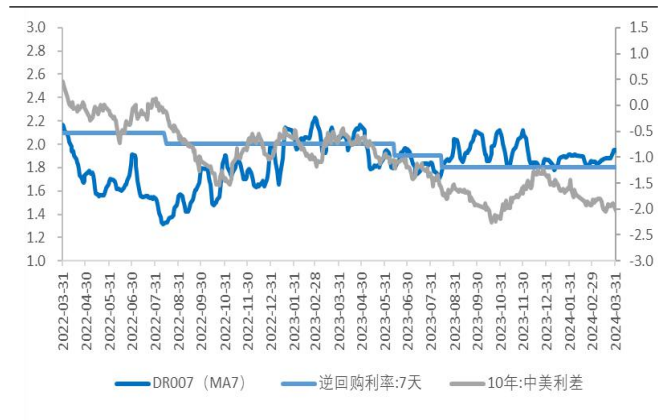
资料来源：中国人民银行，Wind，山西证券研究所

图 13：2024 年一季度我国实际利率仍偏高 (%)



资料来源：中债估值中心，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 14：2024 年一季度中美利差再度下行 (%)



资料来源：中债估值中心，中国人民银行，美国财政部，Wind，山西证券研究所

2、亮点仍在政策驱动领域

2.1 投资：制造业和基建平稳，地产延续调整

2.1.1 基建：资金到位推动项目落地

一季度基建增速维持韧性，但斜率并不高。2024 年 3 月基建（不含电力）投资累计增速

6.5%，高于 2023 年全年 0.6 个百分点，两年平均增速和去年全年持平，低于去年同期。

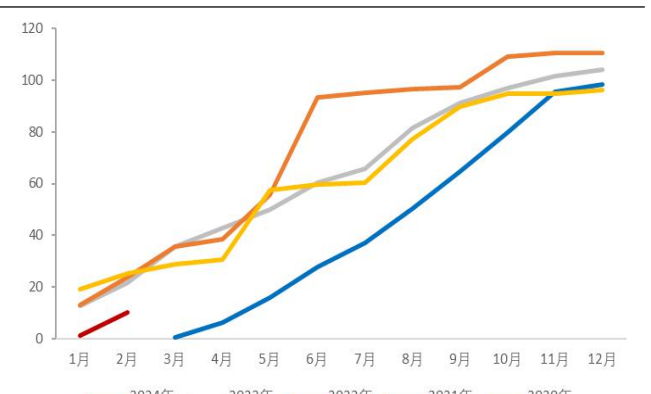
基建投资是今年逆周期调节的重要抓手，节奏有望在二季度加快，全年空间或有限。在 4 月 17 日国新办“解读宏观经济形势和政策”新闻发布会中，发改委提到“督促地方加快债券发行使用，推动项目形成更多实物工作量”；今年 2 月发改委已经下达完毕 2023 年的 1 万亿增发国债项目清单，将推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设；1 万亿超长期特别国债专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，也在积极谋划项目。但总体看，疫后四年基建投资的平均增速水平已经持平于 2018 年-2019 年。在“提质增效”的财政总基调、土地财政收入等内源性收入调整、部分地区推进化债的情况下，今年全年基建增速空间可能有限。

图 15：基建投资增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 16：专项债发行进度（%）



资料来源：财政部，Wind，山西证券研究所

2.1.2 制造业：持续改善，空间有限

一季度制造业投资回升，政策扶持、出口带动、部分下游行业产能利用率抬升是主因。2024 年 3 月制造业投资累计增速 9.9%（前值 9.4%），两年平均增速 8.4%（前值 8.7%）。3 月和 1-2 月相比较为稳定，总体较去年全年回升。一季度，大规模设备更新改造政策驱动下，设备工具器具购置投资增长 17.6%，两年平均增速高于 2023 年 5.7 个百分点；内外需回暖对于相关投资链条均有拉动，如食品、纺织等消费品工业，设备制造业、金属制品业、有色金属冶炼及压延加工业等投资保持了较高增速。

图 17：制造业投资增速（%）

图 18：设备工具器具购置投资增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

预计 2024 年二季度在 PPI 企稳、需求端带动、政策端支持的情况下，制造业投资将延续改善，但行业产能总体过剩，制造业投资空间可能受限。首先，随着 PPI 企稳，企业盈利改善支撑投资。经验数据显示，工业企业利润增速领先制造业投资增速一年左右。这一轮工业企业利润改善从 2023 年一季度开始，对应当前盈利对制造业投资的支撑。今年前两个月工业企业利润有所反复，和 PPI 低位徘徊相对应，我们预计二季度 PPI 和企业盈利有望再度改善。其次，预计二季度制造业产能利用率企稳。2023 年制造业产能利用率筑底回升是 2024 年一季度制造业投资韧性的原因之一。2023 年四个季度制造业产能利用率分别为 74.5%、74.8%、75.8%、76.0%，逐季回升。今年一季度制造业产能利用率有所回落，预计随着二季度需求端继续复苏，制造业产能利用率有望企稳，支撑制造业投资增速。但也要看到，由于疫情期间制造业投资增速整体偏高，叠加今年一季度政策支持下主要制造业普遍出现了投资加速的现象，行业产能总体过剩，导致需求和价格持续回升预期不足。由于当前国内搞大规模刺激概率较低，出口存在较大不确定性，因此在内生动能带来经济“二次回升”之前，制造业投资在高基数上持续向上的空间有限。再次，政策端有扶有控，行业投资仍分化。比如，4 月初国家发改委、工信部等部门就 2024 年粗钢产量调控工作进行研究部署，推动钢铁行业供给侧结构性改革，或使得钢铁行业固定资产投资短中期无法走盈利驱动逻辑（类似阶段如 2016 年下半年）。另一方面，装备制造业和高技术制造业投资在政策驱动下有望继续快速增长。财政方面强调落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展；央行提出“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 7 日，央行宣布设立科技创新和技术改造再贷款。

图 19: 工业企业利润增速和制造业投资增速 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

图 20: 制造业产能利用率 (%)



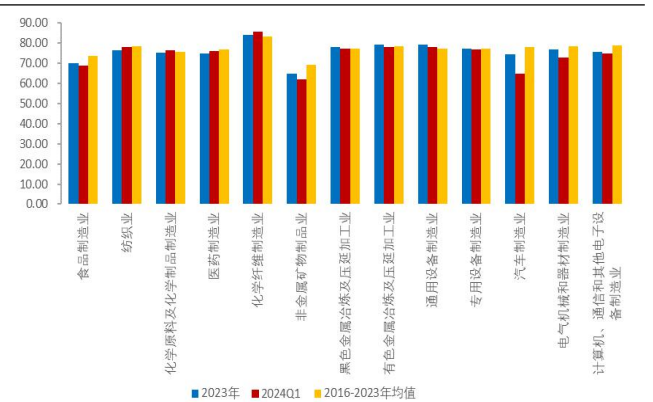
资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

图 21: 2016 年下半年黑色金属行业利润持续增长, 但投资加速下滑 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

图 22: 制造业分行业产能利用率 (%)



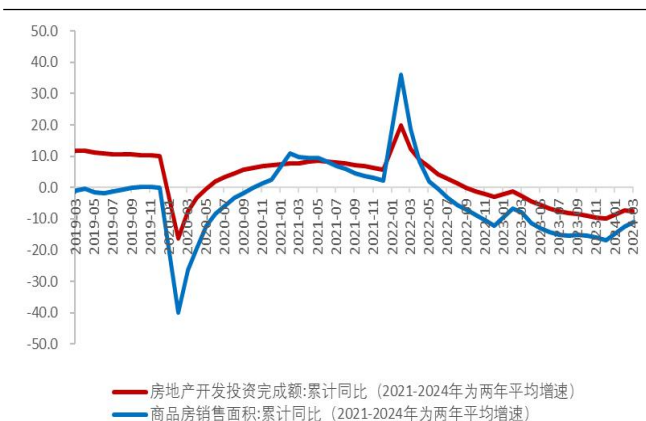
资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

2.1.3 地产: 销售和投资仍处于调整阶段

2024 年一季度地产政策持续优化, 但地产销售和投资依然处于调整阶段。去年 7 月政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策”, 中央经济工作会议提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”“完善相关基础性制度, 加快构建房地产发展新模式”后, 今年政府工作报告提出“适应新型城镇化发展趋势”。2024 年 3 月 22 号国务院常务会议再度布局房地产, 提出“系统谋划相关支持政策, 有

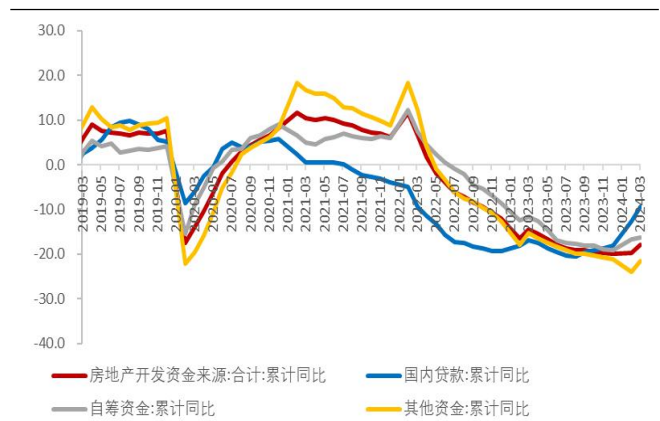
效激发潜在需求”。上述政策效果在一季度有所显现。统计局指出，去年中央金融工作会议后，房地产“三大工程”拉动了房地产投资0.6个百分点；“白名单”落地有利于地产融资，一季度房地产国内企业贷款降幅收窄了1.2个百分点。但总体来看，地产销售、投资、资金来源、房企拿地等均处于调整中，一季度房地产开发投资跌幅扩大了0.5个百分点，资金来源合计跌幅扩大了1.6个百分点，销售跌幅有所收窄。从价格角度看，一季度无论是新房还是二手房，价格环比跌幅没有明显改善，存在以价换量的现象。

图 23：商品房销售及房地产开发投资累计增速(%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 24：房地产开发资金来源增速（2021-2024 年为两年平均，%）

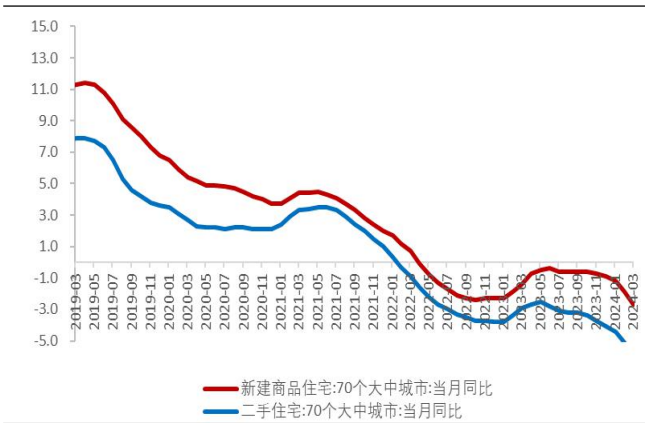


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

展望二季度，预计地产销售和投资依然是筑底调整态势。现阶段地产销售存在以下三个约束，一是在房价预期和购房信心不足情况下，地产政策放松带来的对冲效果可能需要较长时期的积累。二是居民收入改善程度有限，降低了加杠杆意愿。三是当前全国住宅库存仍处高位，随着销售回落，库销比继续攀升。销售回款是地产投资主要的资金来源，地产投资表现约滞后于地产销售 2-4 个季度。目前看销售端依然调整，预计地产投资企稳回升大概率会延后至 2025 年。因此短期视角下，地产投资持续调整是大概率事件。但受外源性融资支撑，地产投资下跌幅可能阶段性放缓。

图 25：70 个大中城市新房及二手房价指数同比 (%)

图 26：全国住宅库销比测算

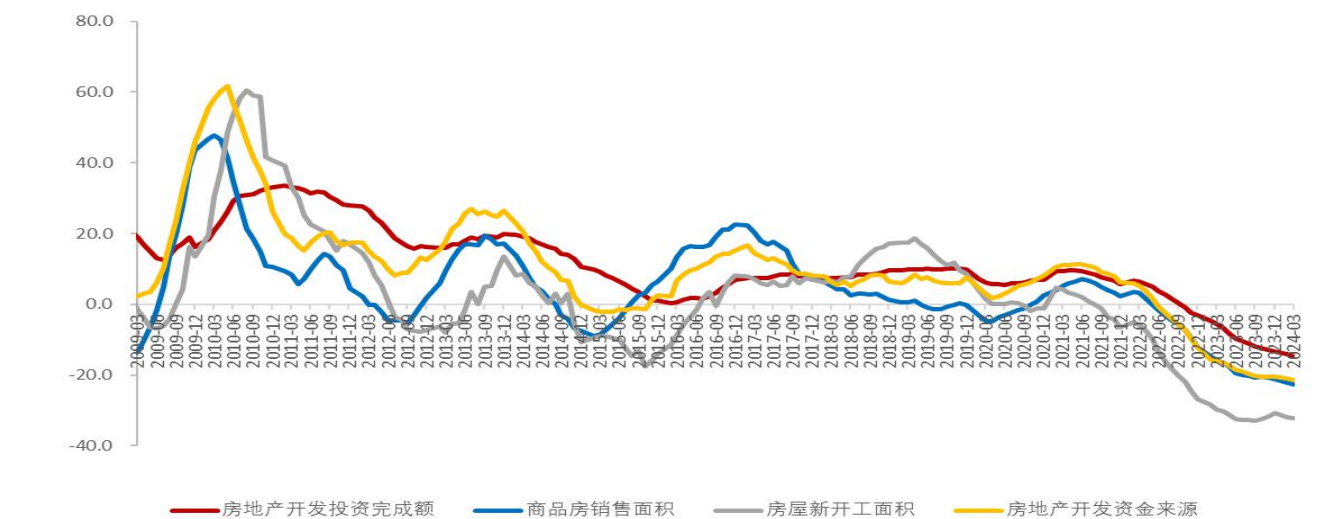


资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 27：房地产销售领先投资 2-4 个季度（MA12，2021-2024 年为两年平均，%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

2.2 消费：平稳修复

一季度消费整体平稳修复，但和疫情前常态化水平尚有差距。一季度我国居民人均消费支出实际增长 8.3%，两年复合平均增速 6.1%，较 2023 年全年的 4.3%进一步恢复。一季度社零累计同比 4.7%，高于 2023 年两年复合平均增速的 3.4%，但和 2019 年 8%左右的水平还有一定差距。

消费结构分化，出行类、服务类改善明显，商品类表现一般。出行恢复的带动下，服务消

费潜力加快释放。一季度服务零售额累计同比增长 10.0%。一季度服务生产指数累计增长 5.5%，较 2023 年两年平均的 3.9% 明显恢复。餐饮收入累计同比 10.8%，两年平均增速为 12.3%，已经高于 2019 年的 9.4%。在去年服务业高基数增长的基础上，今年服务业继续稳定增长，生产稳中有升。居民出行进一步恢复。城乡一体化住户调查中，2024 年一季度居民在交通和通信领域的消费支出增长 14.8%。商品零售边际也有所改善，但和疫情前仍有较大差距。一季度商品零售增速低于 2019 年全年 3.9 个百分点。分项看有两个亮点，一是部分出行类、升级类商品消费增速较好。二是促消费政策驱动的耐用品类如家电、汽车等有一定支撑。但是地产链相关的建筑及装潢材料类维持弱势。

图 28：全国居民人均消费支出增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 29：社零累计同比增速（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

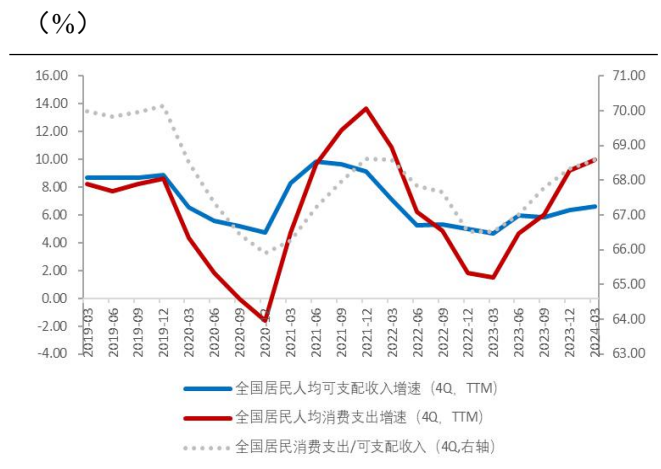
展望 2024 年二季度，就业及收入改善、边际消费倾向提升、促销政策等支撑消费。第一，我国居民就业、收入有望继续改善。一季度城镇调查失业率平均值为 5.2%，比去年同期下降 0.3 个百分点。一季度全国居民人均可支配收入实际同比两年平均为 5.0%，较 2023 年全年改善 0.5 个百分点。随着二季度通胀中枢抬升和就业政策推进，就业、收入大概率继续改善。第二，积压需求释放、促消费政策驱动等依然是支撑消费修复的重要因素。财政部指出，未来将落实完善财税支持政策，积极推动汽车、家电等耐用消费品以旧换新。目前消费品以旧换新政策效果已经体现在一季度家具、家电等消费数据中。第三，一季度居民消费支出改善幅度大于收入改善幅度，居民消费倾向继续向常态化靠拢。2024 年一季度居民消费倾向为 63.3%，较 2020-2023 年同期的中枢水平出现明显抬升。

图 30：2024 年一季度服务业表现好于商品零售



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 31：全国居民人均可支配收入增速及消费倾向



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

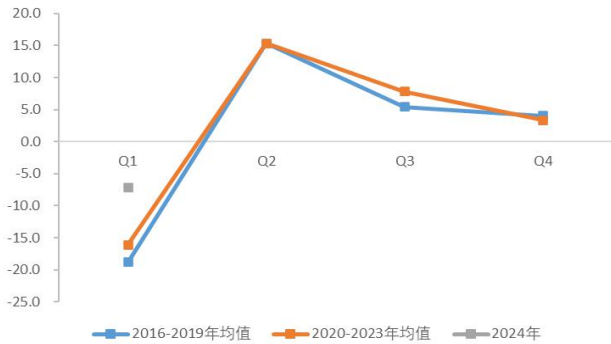
2.3 出口：一季度良好开局，预计二季度平稳

2024 年一季度我国出口实现良好开局。按美元计价，2024 年一季度我国出口同比增长 1.5%，而去年四季度同比增速为-1.2%。一季度出口环比为-7.2%，为 2000 年以来同期环比的最高值。一季度各月出口金额同比分别为 8.2%、5.6%、-7.5%。3 月出口同比回落主因高基数，出口环比符合季节性。另外，从 PMI 新出口订单表现看，3 月高于季节性。

预计 2024 年二季度我国出口将大致稳定。第一，低基数对二、三季度出口读数有利。2023 年二、三季度出口环比分别为 7.2%、1.0%，均为 2000 年以来最低增速。第二，美国库存周期位置偏低对我国出口仍相对有利。2023 年 12 月至 2024 年 2 月美国库存总额同比增速依然在较低位置，边际波动不大。名义库存增速由 2023 年 12 月的 0.4%回升到 2024 年 2 月的 1.0%，实际库存增速大致稳定在 0.6%，整体库销比在历史 50%分位。其中，制造商库存增速和批发商库存增速历史分位数相对较低，但库销比相对偏高；零售商库存增速分位数 2 月为 66.7%，但库销比相对偏低。经济层面看，2023 年二季度以来，美国经济韧性较强，今年一季度依旧表现为就业强劲、消费韧性、住房市场复苏及制造业回暖等。从前瞻指标看，一季度美国消费信心、投资信心、经济活动等指数低位回升。预计美国经济二季度仍具有韧性，由此库存增速整体在低位有支撑，但幅度可能偏弱。第三，全球制造业周期共振回升。2024 年一季度全球制造业 PMI 摆脱底部震荡开始回升，各月分别为 50.0%、50.3%、50.6%，主要发达国家和新兴国家均有回升。



图 32：出口金额季度环比（%）



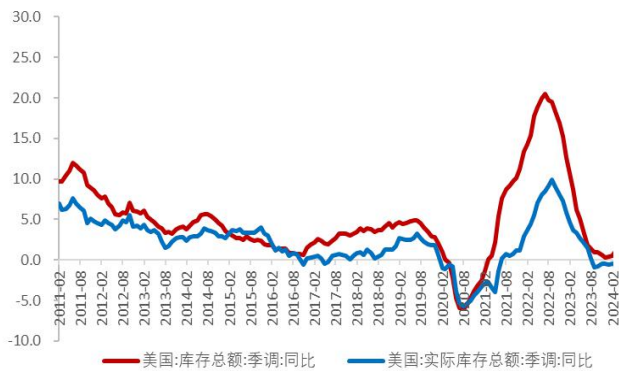
资料来源：海关总署，Wind，山西证券研究所

图 33：PMI：新出口订单（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 34：美国库存总额同比增速（%）



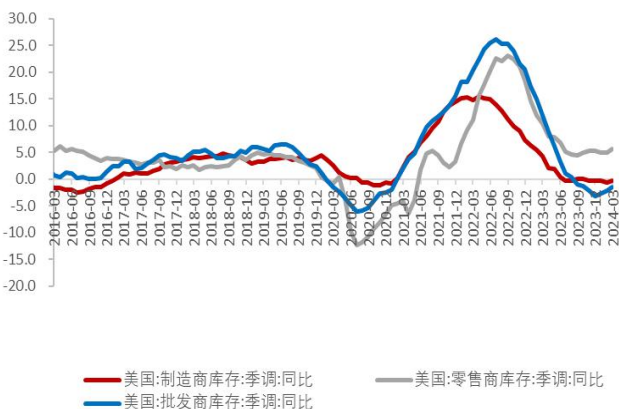
资料来源：美国商务部普查局，Wind，山西证券研究所

图 35：全球制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 36：美国零售商、批发商、制造商库存增速（%）



资料来源：美国商务部普查局，Wind，山西证券研究所

图 37：美国零售商、批发商、制造商库销比



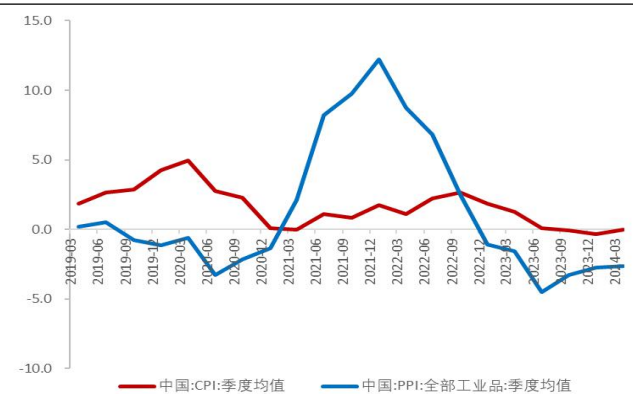
资料来源：美国商务部普查局，Wind，山西证券研究所

资料来源：美国商务部普查局，Wind，山西证券研究所

3、通胀筑底企稳

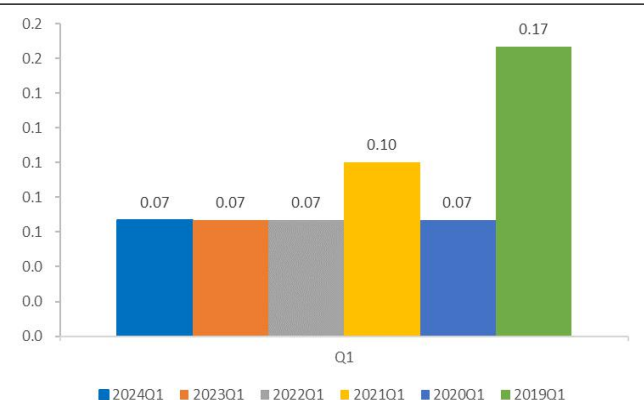
一季度国内通胀水平较去年四季度略微改善，显示当前国内经济症结主要还是需求弱、供给强、居民信心不足。一季度 CPI 同比持平（2023 年四个季度分别为 1.27%、0.1%、-0.1%、-0.3%），PPI 同比-2.8%（2023 年四个季度分别为-2.5%、-4.8%、-2.7%、-2.9%）。环比看，CPI、PPI 均弱于季节性，核心项改善不明显。结构上主要体现四个逻辑。一是，食品项是主要拖累项，猪肉价格环比恢复不明显。这轮猪周期产能去化缓慢，力度有限，一季度猪肉价格环比为 0.1%（2023 年四季度为-2.0%），同比-6.5%（2023 年四季度为-29.3%）。二是，地产调整、基建改善偏慢导致建筑上游价格如黑色金属冶炼、非金属矿物制品偏弱。其中黑色金属冶炼价格一季度跌幅扩大至-4.0%（2023 年四季度为-2.1%）。三是，居民在资产负债表改善有限的情况下，对消费支出的安排表现出较强的规划性。如今年春节假日对服务消费的带动偏强，但一季度服务项波动较大，综合看较去年四季度没有明显改善，环比依然低于季节性。再如 2023 年三季度以来家用器具和交通工具项价格表现出较强的分化。四是，受就业、收入推动的房租项也偏弱。五是，输入性通胀有所显现。燃料分项 CPI 一季度同比增长 1.0%（2023 年四季度为-0.8%），国际输入性因素带动国内石油价格上涨，3 月份开始有色金属相关行业价格也再度上涨。

图 38：CPI 及 PPI 季度同比（%）



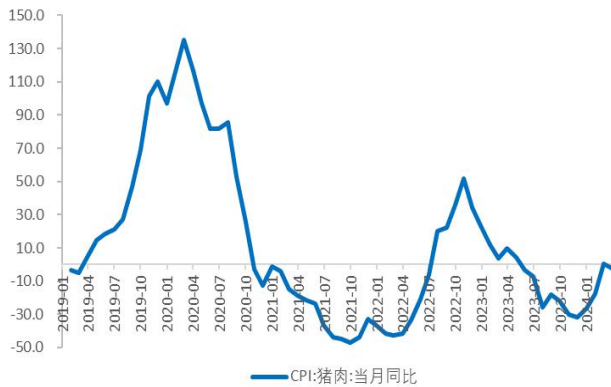
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 39：2024 年一季度核心 CPI 环比改善不明显（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 40: CPI: 猪肉同比 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

图 41: PPI: 黑色金属及非金属矿物制品同比 (%)



资料来源: 国家统计局, Wind, 山西证券研究所

展望 2024 年二季度, 维持通胀由筑底走向企稳的判断, 但改善幅度有限, 结构性不均衡延续; 中长期形态可能仍是波浪式、曲折式。节奏上, 二季度政策驱动内需扩大、输入性通胀等带动国内价格企稳, 但产能利用率提升制约价格弹性; 三季度受高基数影响, 通胀读数将有所回摆; 四季度则要看内生动能复苏程度、外需走势、国内外补库存进程以及国内重点领域供给侧结构性改革效果, 国内开启主动补库存可能是一个亮点。

第一, 二季度及下半年低基数对通胀读数总体有利。其中, 二季度和四季度的基数相对有利; 由于去年三季度是一个主动补库存阶段, 价格企稳, 因此今年三季度通胀读数在高基数下可能反复。

第二, 供需是决定价格的基本逻辑, 二、三季度供需有望更加均衡。需求端看, 基建和制造业投资的政策效应已经显现, 出口在波动中回暖。供给端看, 一季度生产、产成品库存相对于需求出现边际上的调整。从 2005 年以来 PMI 指数 (MA12) 看, 产成品库存高点基本对应 PPI 底部区域, 而生产-新订单开始回落则和价格的回升更为同步。政策驱动下的供需关系改善有利于中游工业品、原材料等价格的改善。另一方面, 价格改善幅度或有限。一是当前工业产销率、产能利用率位置不高。二是核心商品消费依赖收入和促消费政策, 也要考虑以旧换新以及降价促销政策对耐用品价格的影响。

第三, 本轮猪周期产能去化缓慢, 预计 2024 年下半年猪肉供需缓慢改善, 全年猪肉价格回升有限。2023 年初以来, 受到前期产能释放所带来的供给压力影响, 国内生猪价格持续低位运行。今年一季度猪肉价格改善主要得益于低基数。国内能繁母猪产能在 2023 年总体处于

去化的趋势中，并在四季度加速去化，但 2024 年 1-2 月有所放缓。预计 2024 年下半年猪肉供给端压力缓和。

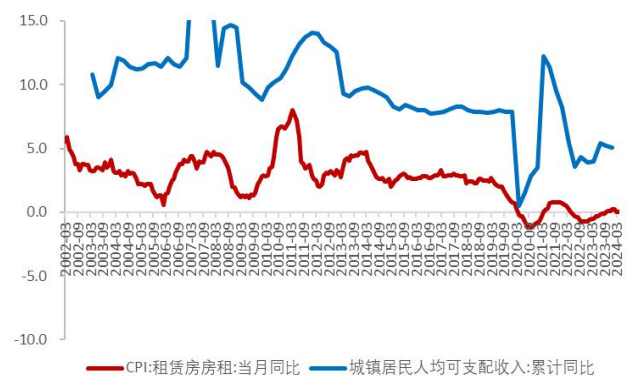
第四，国际油价二季度保持强势，下半年或缓和。2024 年 3 月上旬，欧佩克+将原定 3 月底到期的减产协议延长至 6 月底，3 月以来油价由温和上涨进入偏强上涨阶段；原油需求是核心因素，预计今年二季度美国经济韧性和补库存周期共振、国内需求复苏将共同推升油价。四季度上述支撑因素放缓或推动原油重新定价。

图 42：2023 年三季度以来家用器具和交通工具走势分化（%）



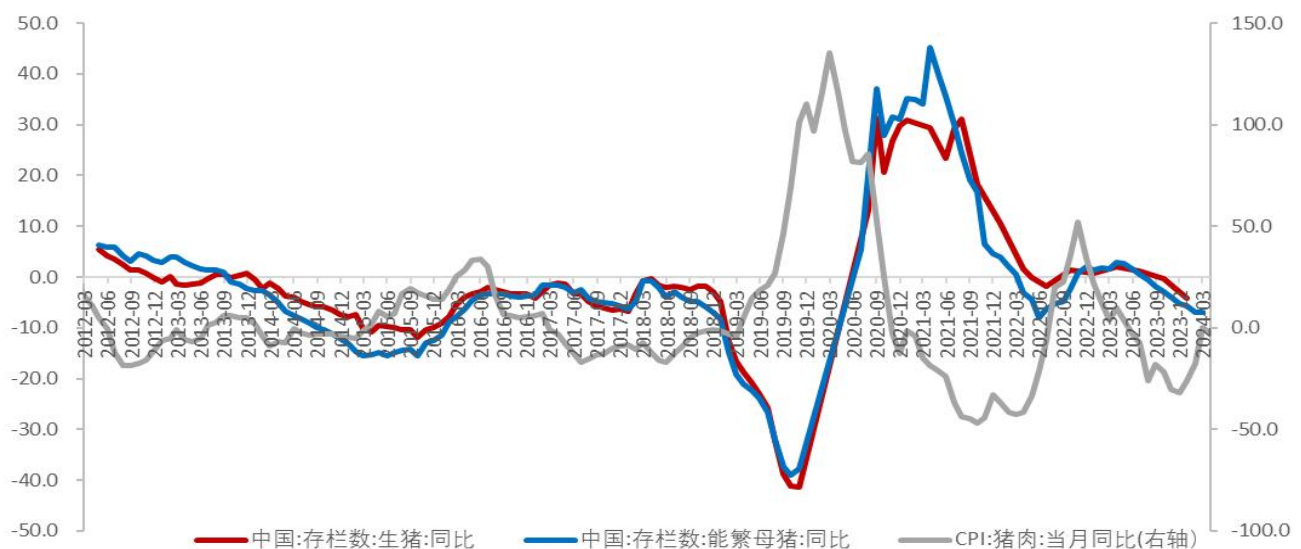
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 43：房租价格及居民收入（%）



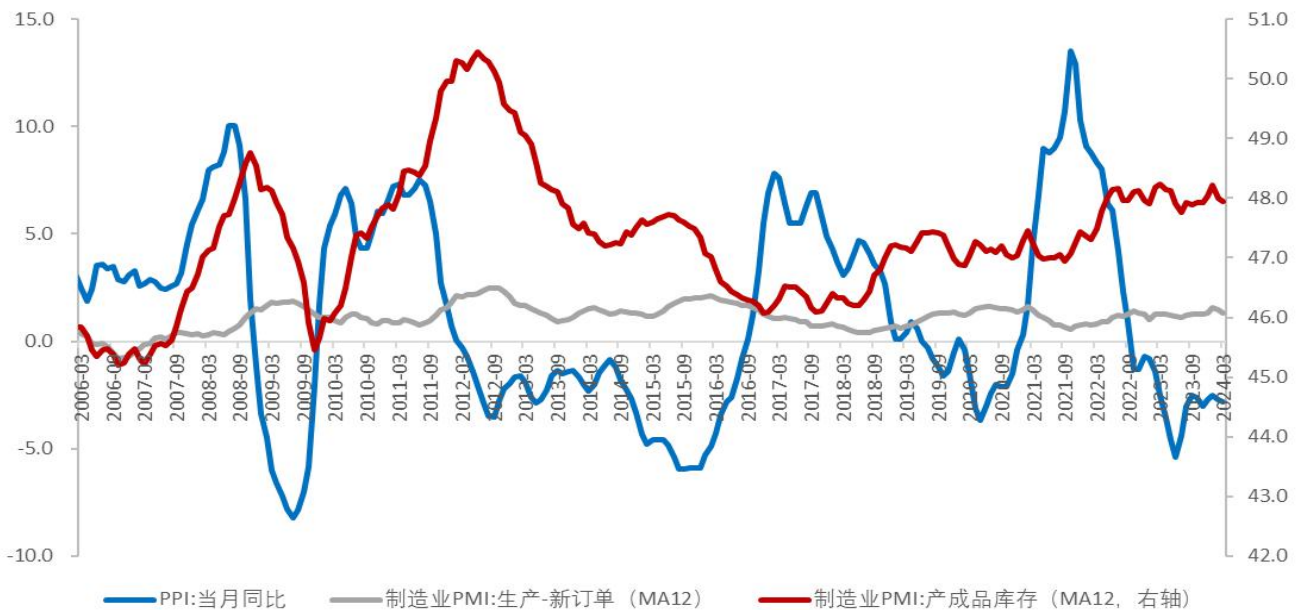
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 44：2022 年以来这轮猪周期产能去化缓慢（%）



资料来源：农业农村部，国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 45：产成品库存高点基本对应 PPI 底部区域，而生产-新订单开始回落则和价格的回升更为同步（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

三、中期展望：波折复苏

展望四季度和明年一季度，居民收入和就业改善程度或有限，部分行业产能过剩，房价和通胀预期仍需夯实，经济内生循环构建尚需时日。有利因素在于，政策有进一步释放的空间、库存增速总体处于低位、传统产能过剩领域的供给出清以及加快发展新质生产力等。预计国内经济总体仍处于波折修复期。一是，新旧动能切换对经济影响不均衡。现阶段地产仍处于调整期，新房库销比偏高，房价尚未企稳，重点房企风险事件时有发生，房价——商品房销售——地产投资传导尚需畅通；地方化债稳妥推进，基建投资弹性或有限。政府工作报告对风险化解的总体思路是“稳妥有序”“更好统筹发展和安全”，在此背景下房地产政策存在进一步优化空间，地方化债风险和稳定发展再平衡有利于财政可持续。从新动能看，新动能增速虽高于整体 GDP 增速，但占比仍偏低。政策层面，面对疫后复苏过程的各种阻力，政策对风险和发展再平衡，以赢得经济动能切换的时间和契机。二是，经济内生动能边际改善但幅度有限，

未来要实现基本面持续回升和广谱性通胀尚待观察。(1) 一季度宏观数据改善和微观主体感受有所差异，就业和收入改善仍波动，微观主体信心和资产负债表待修复；(2) 预计二、三季度价格温和改善，四季度实际利率水平依然不低，货币信用政策进一步宽松仍有必要；(3) 现阶段部分行业存在产能过剩问题，同时工业产销率和产能利用率不高。今年一季度，政策驱动制造业投资普遍加快，对价格的持续回升带来不确定性。政策层面也提出关注“防止产能过剩和低水平重复建设”“扩大有效投资”等，关注政策进展及效果。(4) 政府工作报告指出外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，包括世界经济增长动能不足，地区热点问题频发，国际循环存在干扰，也从经济、汇率、市场风险偏好等方面带来不确定性。三是，**四季度及明年一季度，中美有望共振补库，推动价格和出口回升。**当前我国工业库存水平整体处于低位，今年四季度至2025年一季度国内有望再度开启主动补库周期；在本报告出口部分，我们认为美国在库销比相对中性的情况下，补库存有支撑，但今年降息预期推迟，可能导致补库幅度偏弱。但中期看，美联储降息是大方向，库存增速低位依然是四季度或明年一季度开启补库的有利条件。

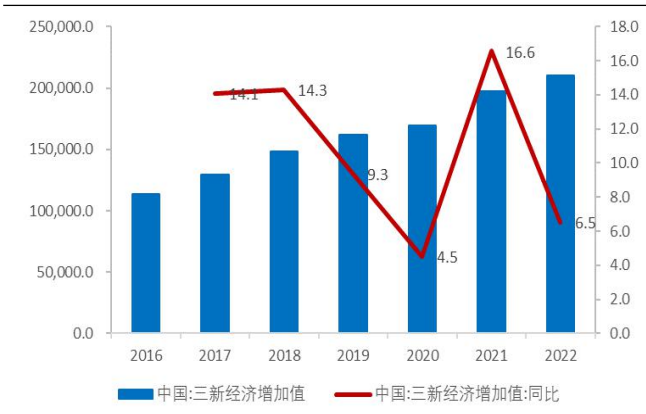
1、新旧动能切换下风险和发展再平衡

新旧动能切换对经济影响不均衡。一方面，现阶段地产仍处于调整期，新房库销比偏高，房价尚未企稳，重点房企风险事件时有发生，“房价预期——商品房销售——地产投资”的传导尚需畅通；地方化债稳妥推进，基建投资弹性或有限。另一方面，新动能虽增速高于整体GDP增速，但占比仍偏低。

防风险“建立长效机制”，把握时度效，缓和经济动能转换的长期趋势性压力。2023年中央金融工作会议首次就金融风险管理提出“把握好快和稳的关系，在稳定大局的前提下把握时度效”，进一步淡化发展和风险对立关系。对于地方债务风险，提出“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构”。地方化债长效机制的构建，预示了地方化债将会一个长期的渐进的过程。房地产方面，提出“构建房地产发展新模式”，包括“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”“因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求”“加快保障性住房等‘三大工程’建设”，房地产长效机制逐渐清晰。保障性住房、城中村改造和平急两用基础设施这“三大工程”既有助于房地产市场向新发展模式的长期转型，又能够拉动总需求，整体上降低房地产长期趋势对经济的拖累。面对疫后复苏过程的各种阻力，政策对风险和发展再平衡，以赢得经济动能切换的时间和契机。在金融工作会议

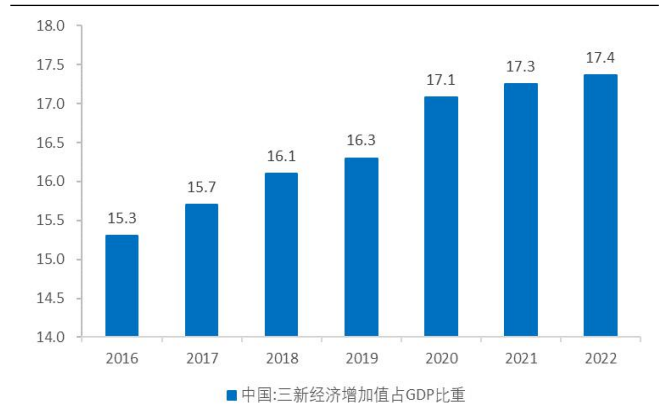
的指导思想下，今年政府工作报告对风险化解的总体思路是“稳妥有序”“更好统筹发展和安全”。在此背景下房地产政策存在进一步优化空间，地方债务风险和稳定发展再平衡有利于财政可持续和经济稳定。

图 46：中国三新经济增加值及增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 47：中国三新经济增加值占 GDP 比重（%）



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

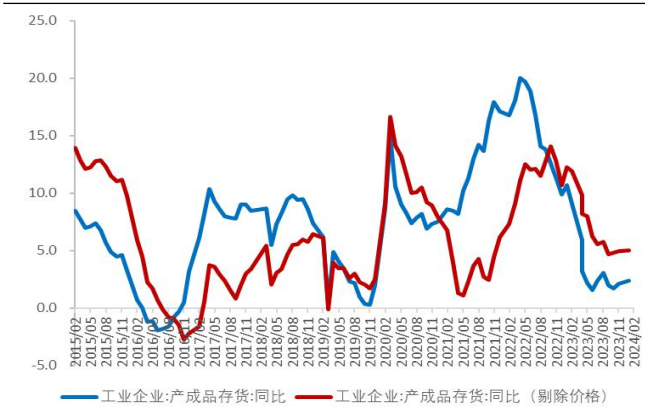
2、期待库存去化后再次回补

2024 年一季度延续了去年四季度的被动补库存。2024 年 1-2 月，工业企业库存实际增速为 5.0%，较去年 12 月回升 0.1 个百分点，名义库存增速回升 0.3 个百分点。一季度 PMI 产成品库存指数由去年四季度的 48.2%上行至 48.7%，出厂价则回落 0.4 个百分点至 47.5%。从库存和价格表现看，一季度我国工业边际上延续了去年四季度的被动补库存。

总体看，当前工业库存水平较低，四季度至 2025 年一季度国内有望再度开启主动补库。一是，一季度库存回补幅度不大，当前工业企业名义库存水平和去年 5-7 月较为接近，实际库存水平则低于彼时。扩大时间范围看，目前仍处于 2022 年下半年以来的一轮去库存周期中，库存水平较低。二是，生产端已开始调整，供需关系有所改善。比如一季度生产指数-新订单指数为 0.77%，较去年四季度收窄 0.6 个百分点；一季度工业增加值表现弱于消费及投资。生产端调整加快有利于库存去化，叠加稳需求政策，二季度库存有望进入更低位置。后续关键看供需关系改善是否具有持续性。三是，行业层面看，2024 年 2 月较 2023 年 12 月，更多行业库存水平步入低分位，大部分行业库存水平已低于工业总体库存水平。四是，随着二、三季度价格中枢抬升，企业盈利回暖，有利于企业提高主动补库存意愿。存货投资占 GDP 比重微弱，但主动补库存行为有利于驱动价格上涨扩散，历史数据看，工业库存低点领先于加工工业与原

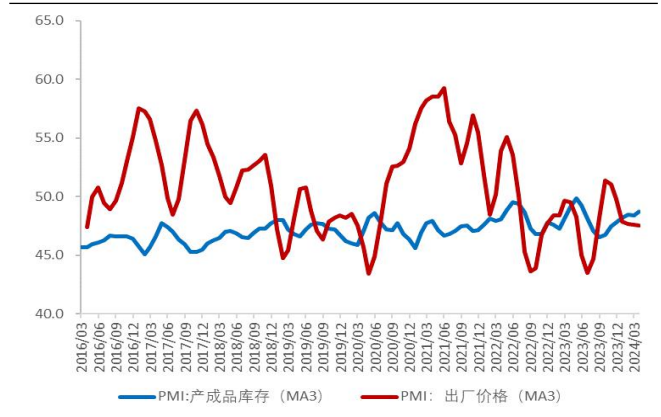
材料工业价格差的低点。

图 48：工业企业产成品库存名义增速及实际增速 (%)



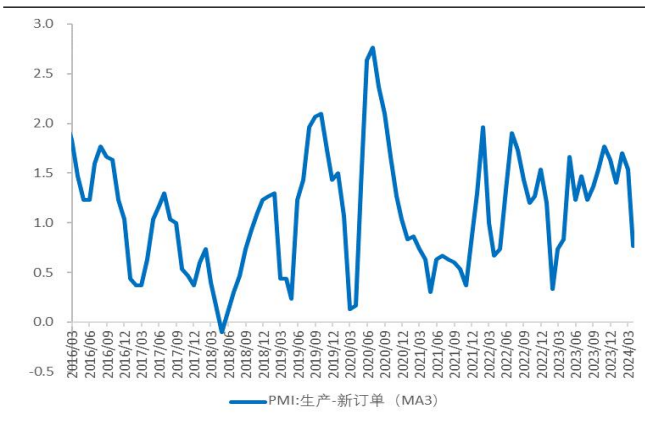
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 49：PMI：产成品库存及出厂价格 (%)



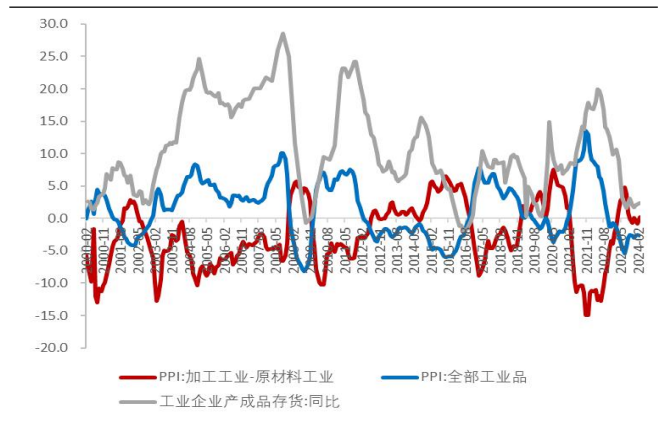
资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 50：PMI：生产-新订单 (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

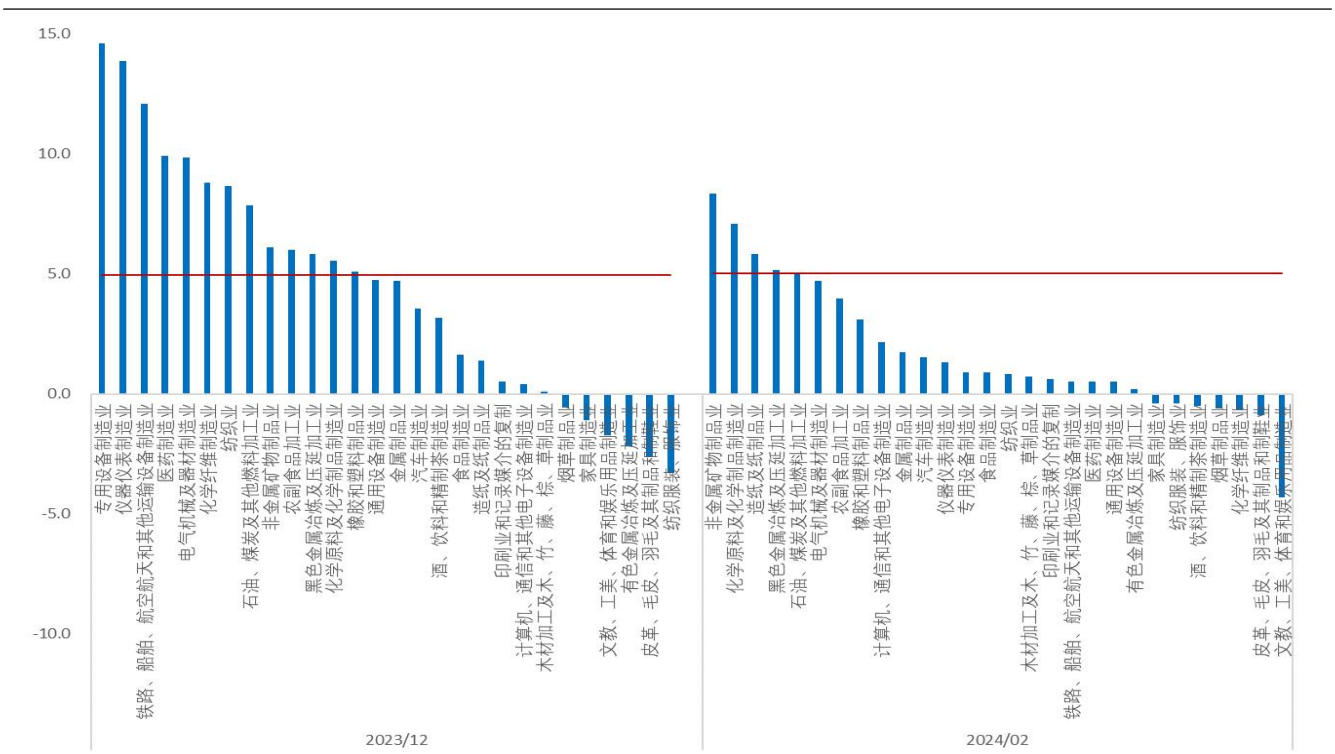
图 51：工业库存低点领先于加工工业 PPI-原材料工业 PPI (%)



资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

图 52：2024 年 2 月和 2023 年 12 月相比，更多行业库存水平低于工业总体库存水平 (%)





资料来源：国家统计局，Wind，山西证券研究所

3、关注部分领域供给端出清的步伐

回顾本报告通胀展望部分，我们认为，短期视角下，若生产相较于需求延续调整，则有利于 PPI 中枢抬升。从全年及明年的视角看，还应关注国内重点领域供给侧结构性改革对于价格的影响。2023 年中央经济工作会议和今年政府工作报告均指出国内“部分行业产能过剩”问题。政府工作报告提出的能耗目标要求为“单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右”，并提出“积极扩大有效投资”“防止低效和无效投资”。今年 4 月初工信部已对粗钢产量调控进行部署。从信用角度看，央行多次强调金融支持更注重投放结构优化、有效投资、盘活存量。未来加大供给侧结构性改革的力度，一部分传统产业的出清对市场的供求关系或带来积极变化。

四、风险提示

1、长期问题制约短期信心

当前我国内需恢复基础不牢固，经济动能切换背景下潜在增速下移的担忧、地产城投模式的转变、大国博弈下全球产业链重构、地缘政治风险等中长期因素时常扰动短期经济信心。短

期经济恢复不足又进一步引发长期担忧，导致经济正向循环持续性不足。因此，既需要政策进一步发力，持续巩固经济企稳的基础，又需要注重构建新动能发展模式，形成短期和中长期预期的正向反馈。

2、产能过剩的风险

中央经济工作会议和政府工作报告均指出国内“部分行业产能过剩”问题。一季度制造业产能利用率虽有恢复，但整体水平不高。政策端需持续做好供给侧结构性改革，激发有效投资。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

