

“量”已振，“价”待提

—2024年中期宏观经济分析

专题报告 · 宏观经济
国信宏观

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

[01] 2024年宏观经济的“开门红”

[02] 2024年展望：“量”已振，“价”待提

[03] 供需框架看利率

- 观察经济增长及其动力的方式
- 2024年一季度经济概览
 - 总量视角看经济；
 - 结构视角看经济；
 - 质量视角看经济；

经济增长及其衡量方式

- 经济增长概念有实际值和名义值的区别，在比较方式上，有同比、环比、总值三类衡量方式；
- 在经济运行平稳时期，同比增速是主要的衡量方式。在受到意外事件冲击时期，经济衡量变得较为困难；
- 在波动加大的情况下，基数效应会导致单一的衡量方式失真，因此更适合于结合同比、环比，特别是（定基）总值模式来综合衡量；

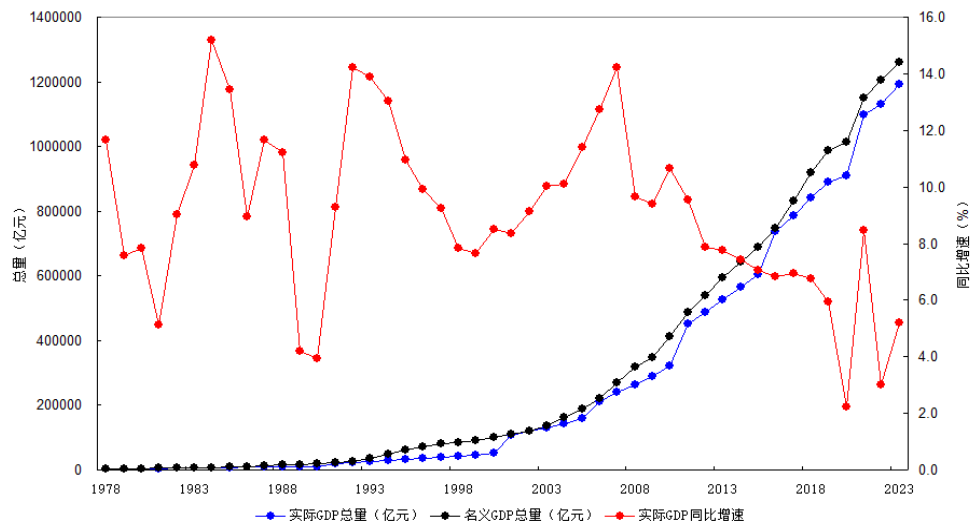
图1：观察经济增长动能的不同方式方法

面临基数显著扰动下的经济动能观察方式		
方式	方法	评价
1	采用两年复合增速	可以尽量剔除基数效应的扰动，但是在衔接时期无法比较前后两个时期的强弱变化
2	采用环比比较方式	同样会受到基数扰动，逐季比较略显失真，且波动巨大
3	采取定基绝对值与直线趋势缺口比较的方式	通过直观观察的方式可以比较逐季强弱变化，且亦能处理衔接前后时期的强弱比较，缺点是无法定量描述数据变化

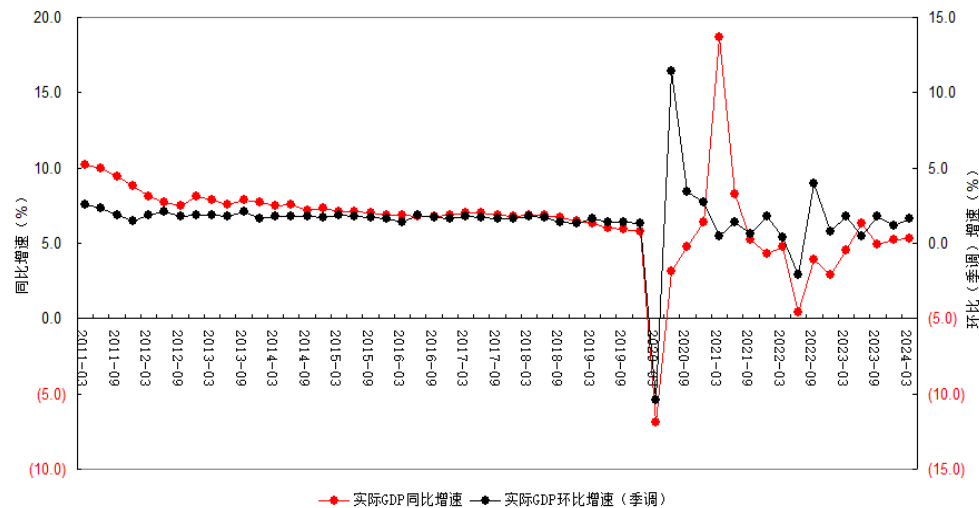
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：经济同比增速和环比增速

图2：经济的总量、同比增长（环比增长）



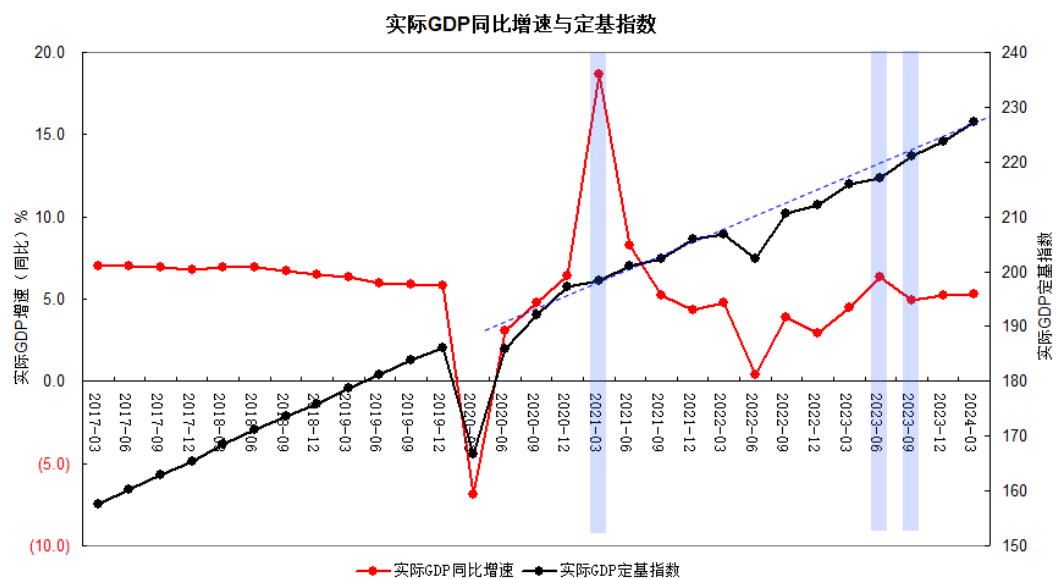
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

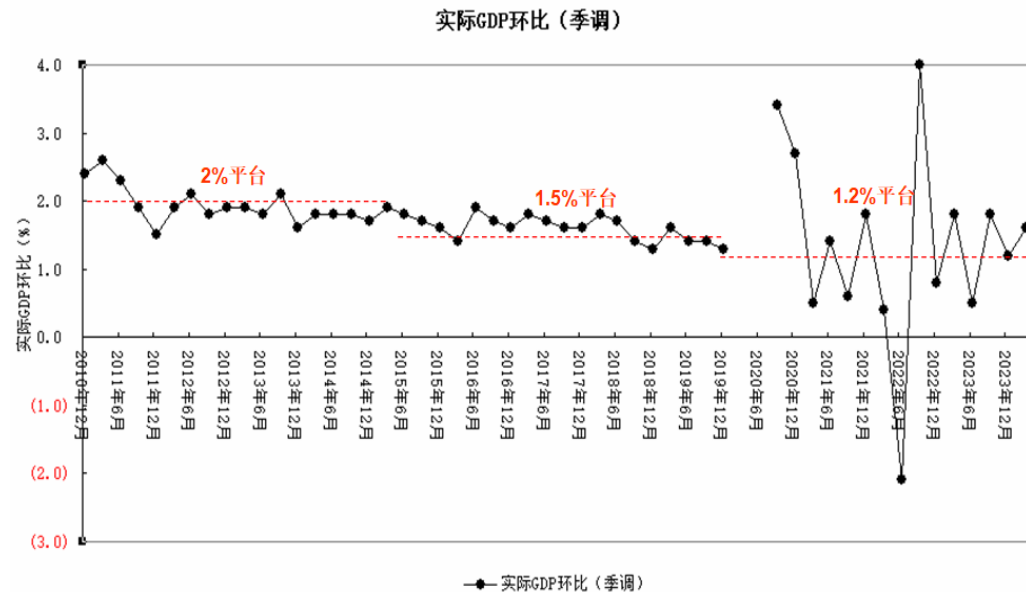
- 在显著波动时期，实际GDP所表现出来的增长动能与同比增速存在较大差异；
- 长期以来，我国经济增长的环比速度确实出现了阶梯型下降态势；
- 2024年第一季度实际GDP增长动能强劲，显著强于去年；

图4：强基数扰动下经济数据的表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

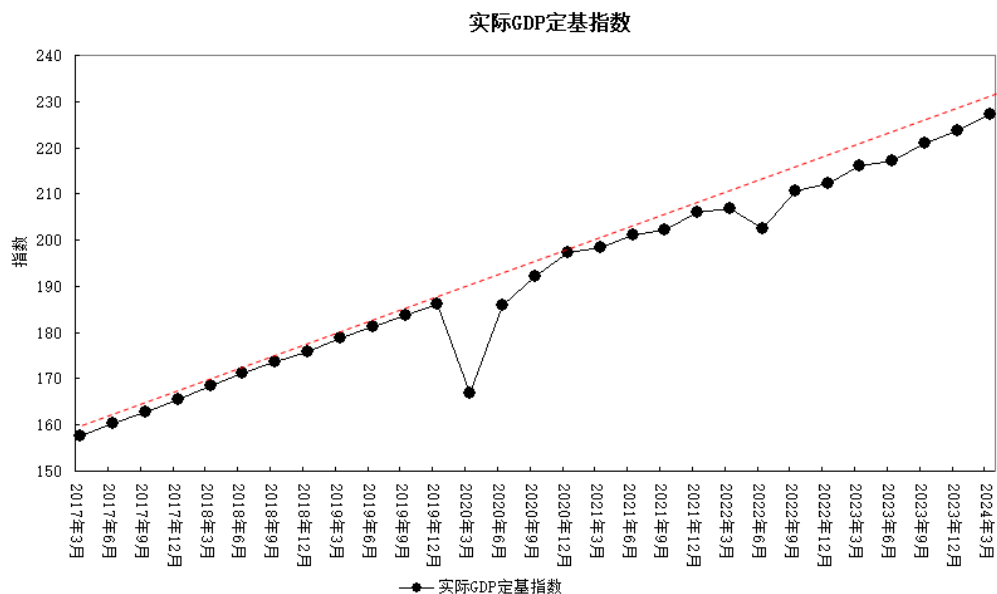
图5：经济环比增长动能阶段性下平台



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

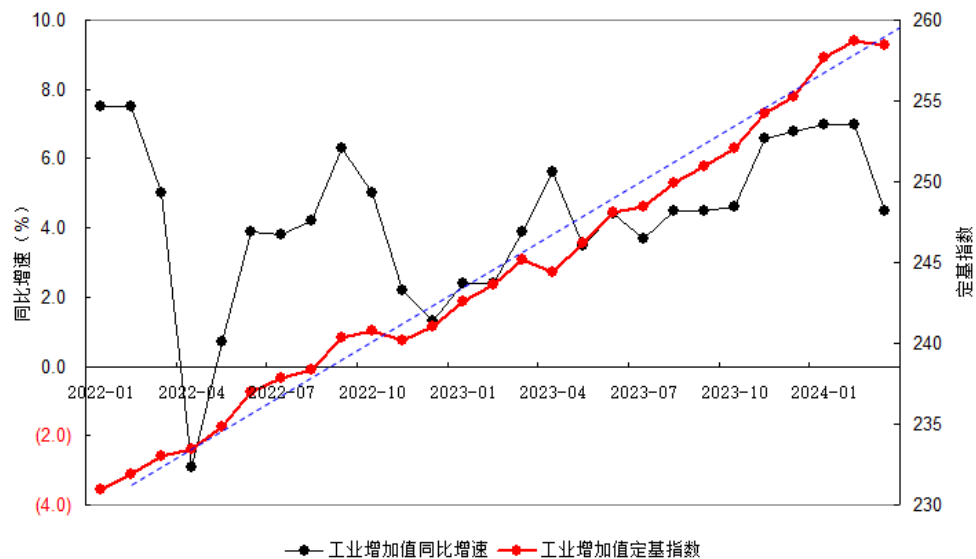
- 从月度比较维度来看，（规模以上企业）工业增加值是最为重要的一个衡量指标；
- 2024年一季度工业增加值同比增速超过6%，这对应于实际GDP的超预期恢复；
- 从今年以来的月度变化情况来看，1、2月份工业增加值强劲增长，3月份有所弱化；

图6：GDP增长向趋势线收拢



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：工业增加值存在波动性

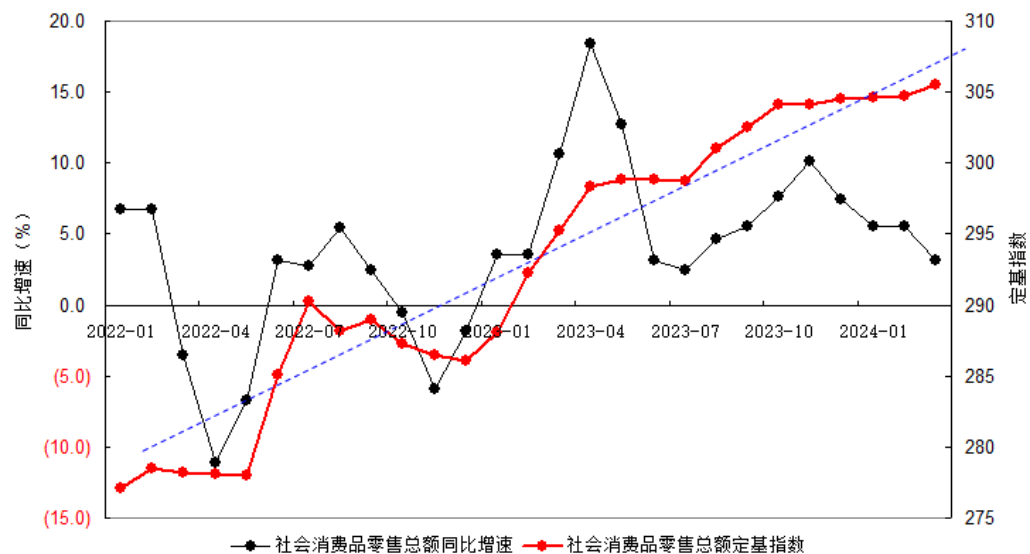


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总量视角：看需求（内需消费和内需投资）

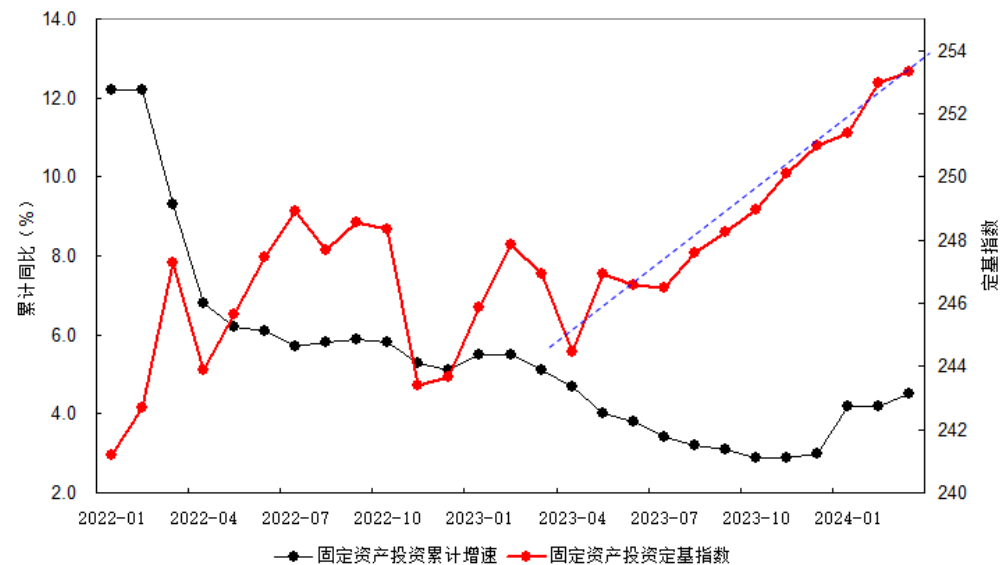
- 从需求角度来看，经济由内需（消费+固定资产投资）以及外需（进出口）构成，其中外需更多取决于海外经济体变化，内需是关注焦点；
- 2024年一季度固定资产投资累计增速为4.5%。从月度变化角度观察，1、2月份异常强劲，相比2月份，3月份势头有所缓和；
- 2024年一季度社会消费品零售总额增速为4.7%。从月度变化角度观察，3月份势头相比1、2月份有所强化；
- 总体来看，一季度经济增长势头良好，生产强于消费，3月份经济增长势头有所波动；

图8：（内需）消费在恢复中



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：（内需）固定资产投资持续改善好转

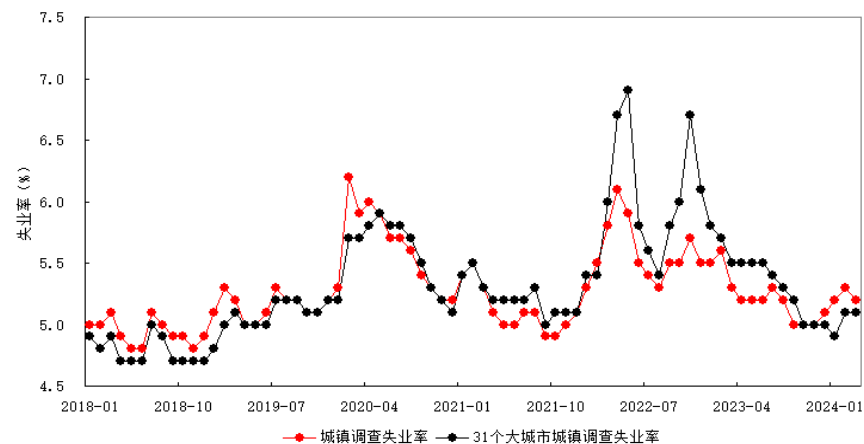


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总量视角：看就业与物价（滞后类指标）

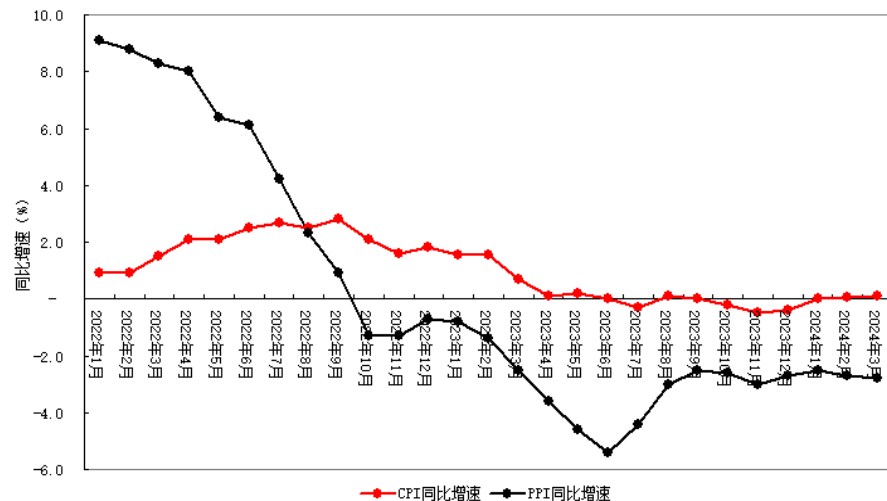
- 从经济理论而言，就业与物价是实际经济增长的滞后性指标，但是对于居民微观感受而言，至关重要；
- 整体就业情况稳定，但是结构性存在较大挑战。根据最新的国家统计局数据，青年失业率处于高位；
 - ✓ “（统计局）初步测算，2023年5月份，16-24岁青年人总量大概有9600多万。16-24岁很多是在校学生未真正进入到劳动力市场，进入到劳动力市场寻找工作的有3300多万，这3300多万当中有2600多万已经找到工作，大概有600多万目前还在寻找工作”——引自国家统计局发言稿；
- 物价增速处于低位甚至负值，是微观感受与宏观数据偏差的主要表现，一季度我国的CPI同比增速为0%附近，而生产者价格指数（PPI）为-2.7%；

图10：整体就业率指标稳中改善



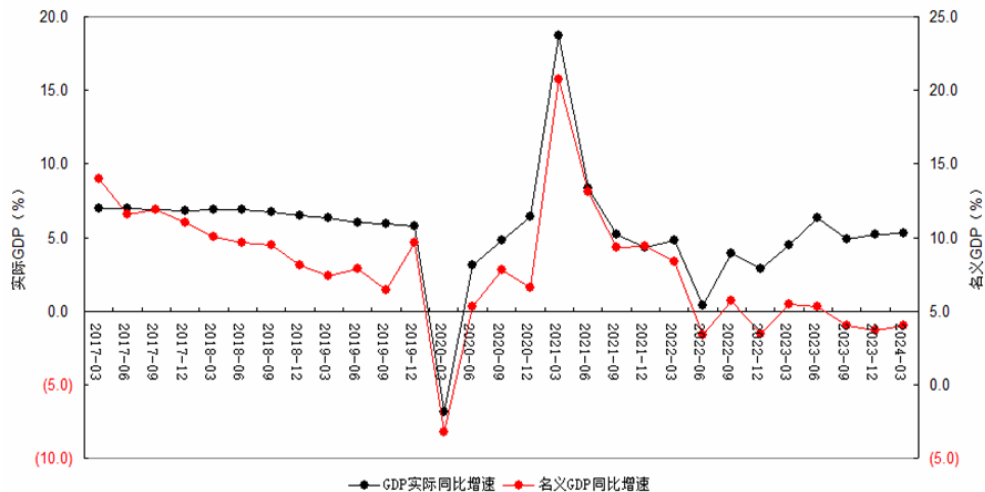
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：价格型指标持续低迷



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

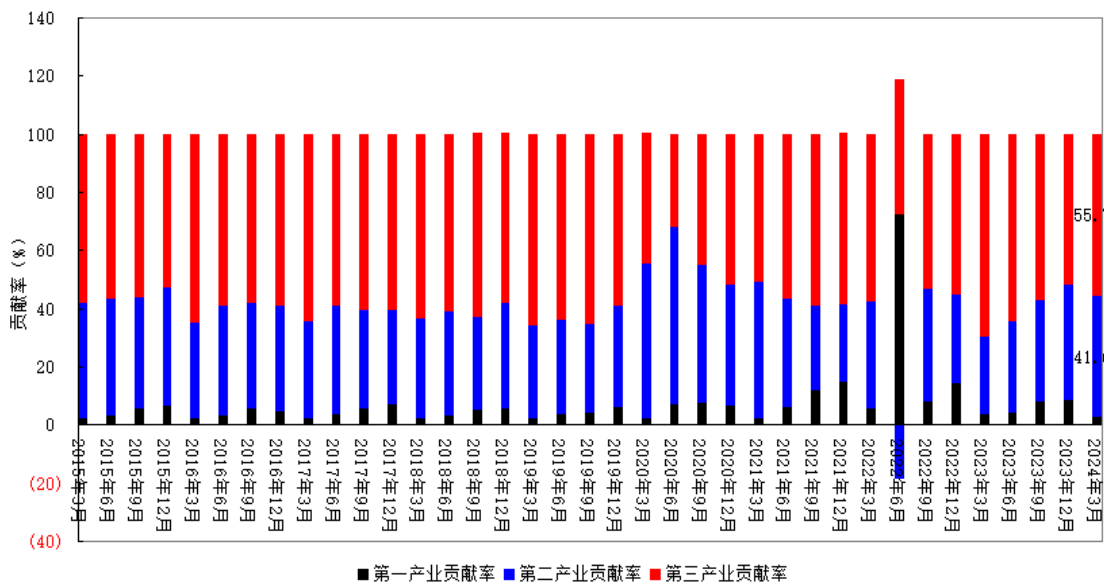
图11：实际经济增长和名义经济增长分化继续



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

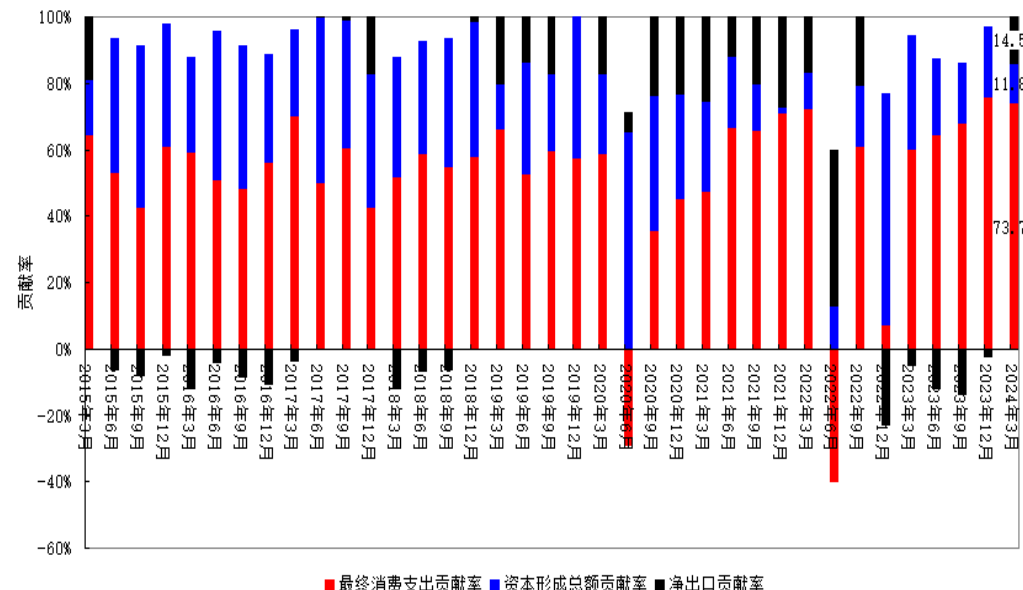
- 在近些年里，第三产业的波动性有所加剧，相对而言，第二产业的占比（贡献率）则稳中有升，这和近些年“制造业强国”的基本理念相吻合；
- 消费与固定资产投资的此消彼长现象较为显著，截止最新数据，消费对我国经济增长拉动的贡献率超过70%，起到了非常好的稳定器作用；

图13：第三产业波动加剧，第二产业稳中向好



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

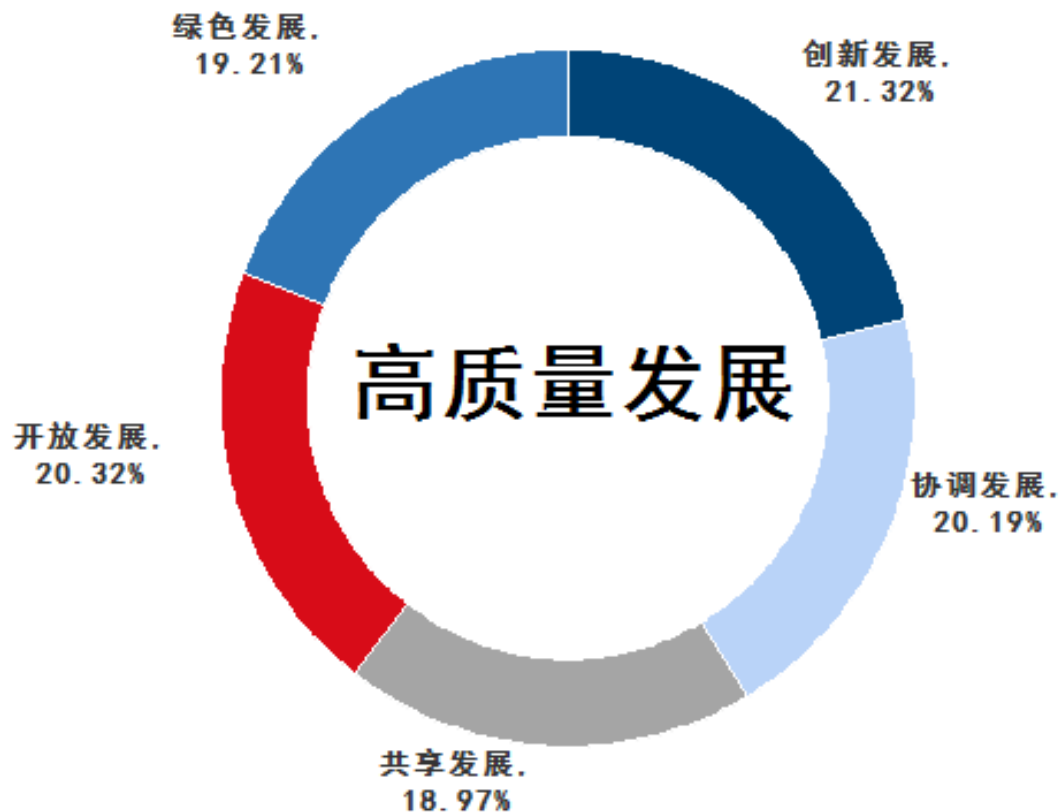
图14：消费成为中流砥柱



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 党的二十大报告明确提出“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”；
- “数量增长”、“GDP”概念已经不足以衡量经济社会发展的内涵，“高质量发展”要求具有更为广泛的内涵；

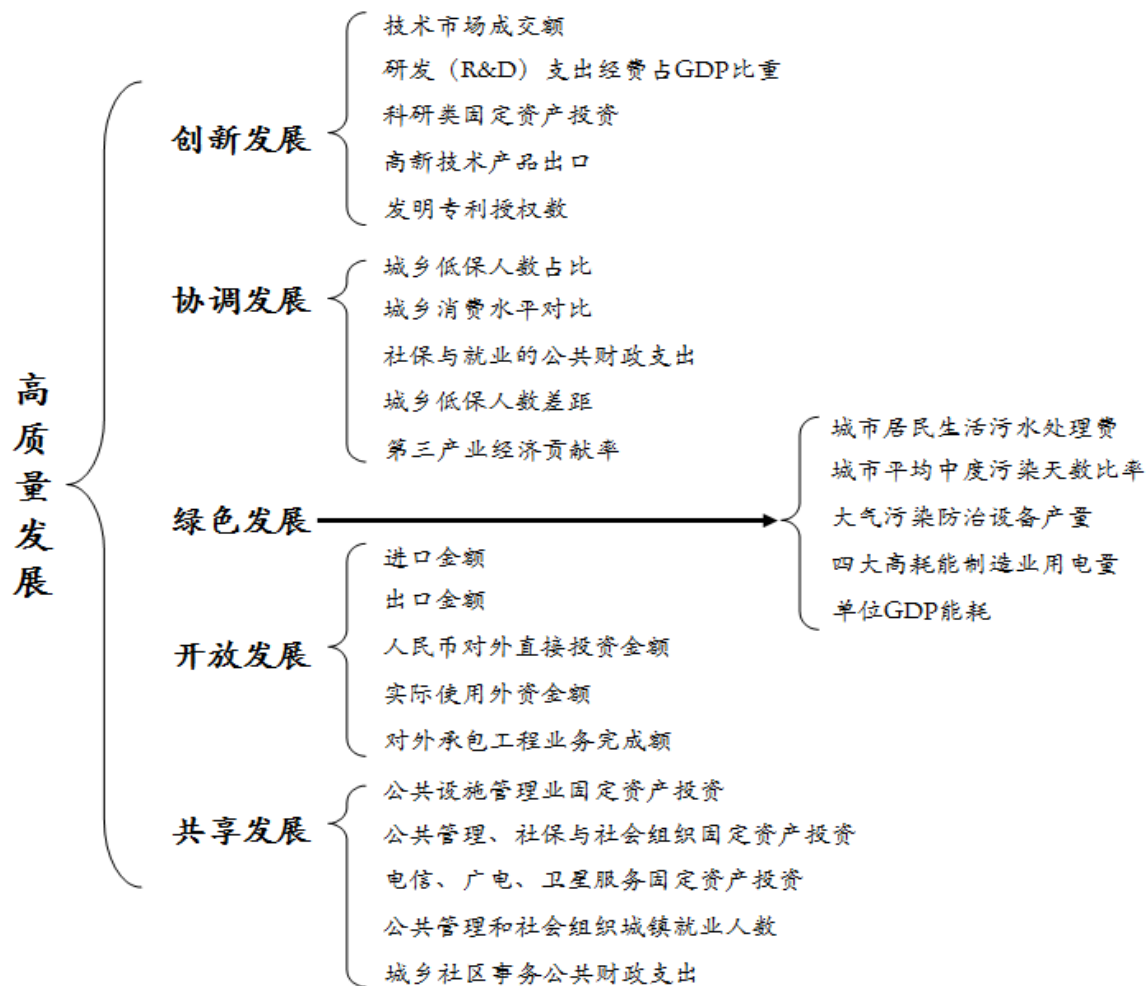
图17：高质量发展的内涵



资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

➤ 众多细项指标，划分为五大维度，构建高质量发展指数；

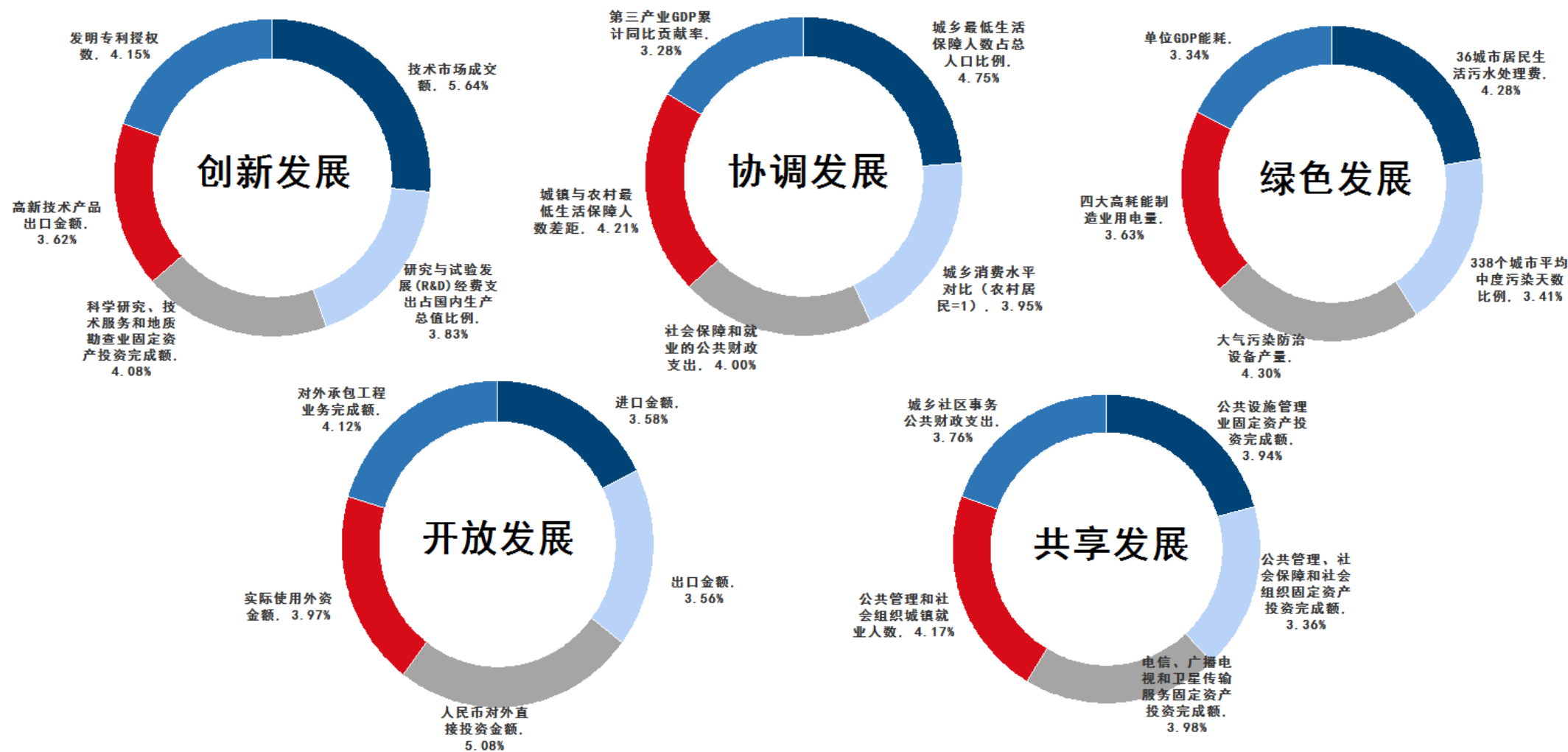
图18：高质量发展指数指标体系构成一览



资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

➤ 每类分项指数由五类子指标构成，从不同角度衡量各项发展的程度与变化；

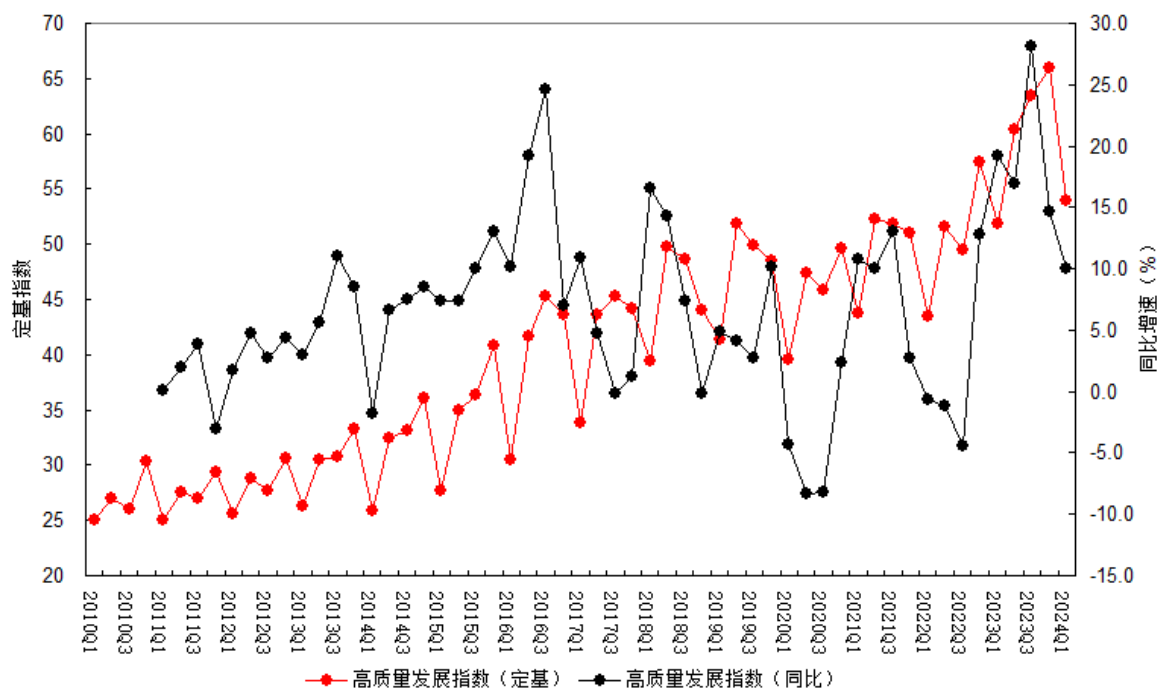
图19：分项指数构成一览



资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

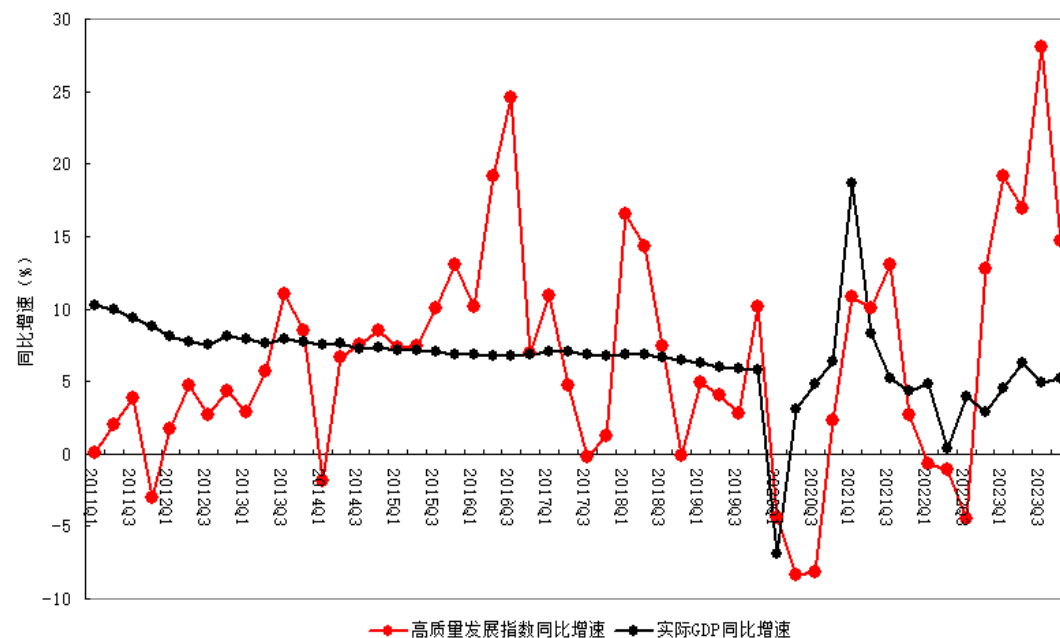
- 2022年至今，高质量发展总指数持续上行；
- 高质量发展指数的同比增速也保持在两位数增幅区间；
- 与传统的实际GDP相比，高质量发展指数的增速表现更为强劲；

图20：高质量发展总指数与同比增速变化一览



资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根；国信证券经济研究所整理

图21：高质量发展指数与实际GDP的变化比较

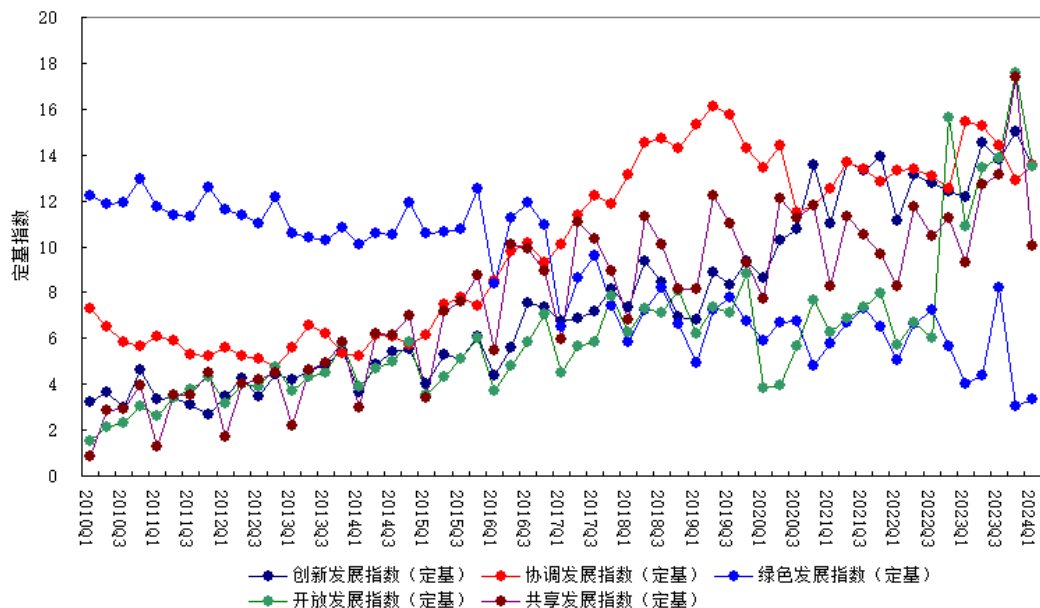


资料来源：参考《经济高质量发展指标体系构建及实证测度》：王婉、范志鹏、秦艺根、Wind；国信证券经济研究所整理

质量视角：高质量发展分项子指数变化一览

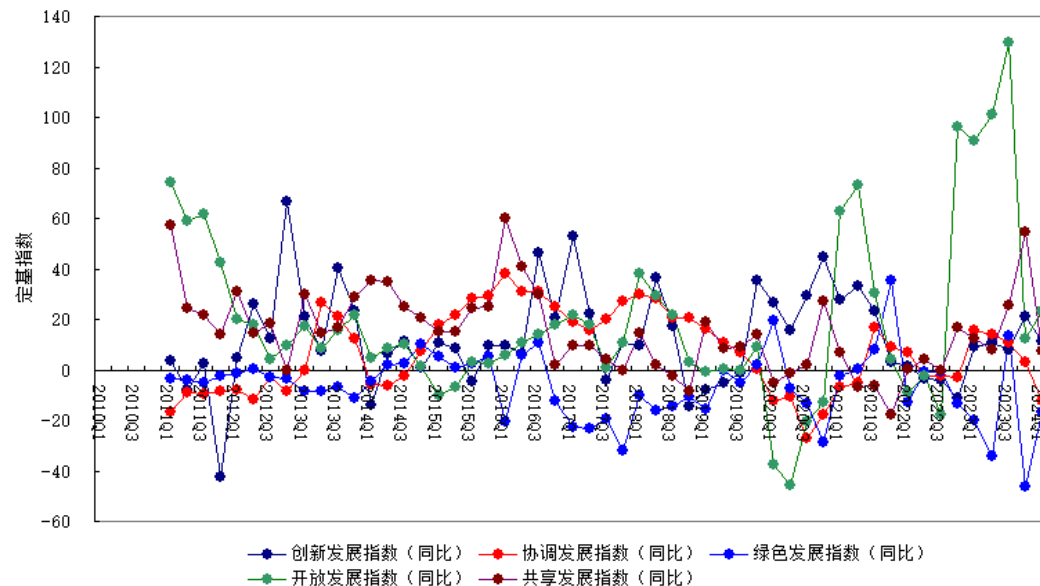
- 创新发展子指数在近些年表现最佳，而绿色发展在五大分项中居于短板位置；
- 以2010年为基期，至今为止，五大分项领域中，依次排布为：共享发展、创新发展、开放发展、协调发展和绿色发展。

图22：五大分项定基指数变化一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：五大分项指数同比增速变化一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 三大需求的变化
 - ✓ 外需出口
 - ✓ 内需投资
 - ✓ 内需消费（重点关注）
- 价格指数的变化
- 实际增长率与名义增长率

外需出口：取决于海外经济体“制造业”与“服务业”的再平衡

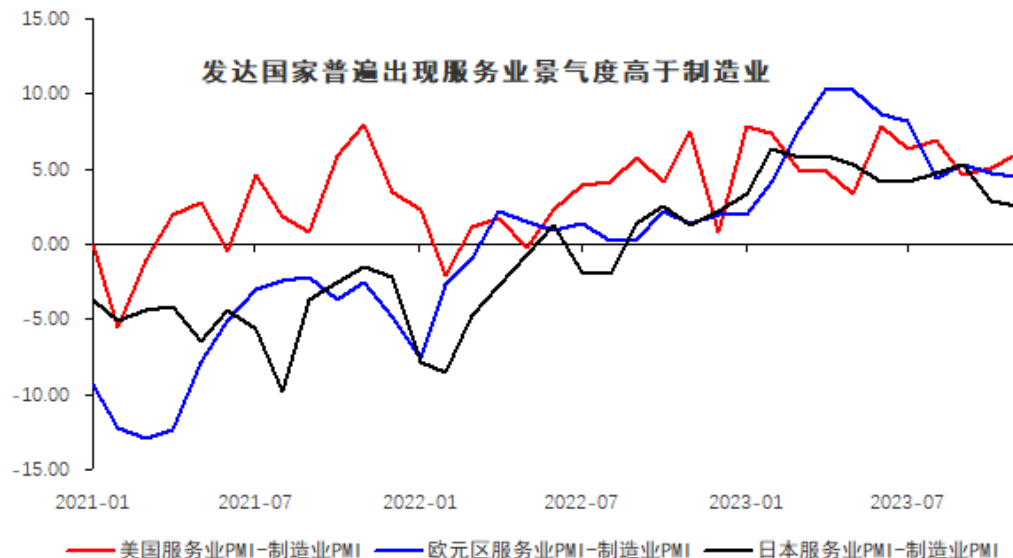
- 中国出口需求主要和海外主要经济体的制造业部门相关，与服务业部门相关性较弱；
- 2023年海外主要经济体的复苏特征是分化：服务业景气度显著走高，制造业景气度显著下行；
- 制造业景气度已跌至历史低位（略高于重大危机时期），预计2024年海外主要经济体呈现“反向分化”：服务业回落+制造业回暖；
- 预计2024年中国出口增速好于2023年，全年增速在5%水平；

图24：出口金额增速与制造业PMI的关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：部分发达国家服务业PMI-制造业PMI走势

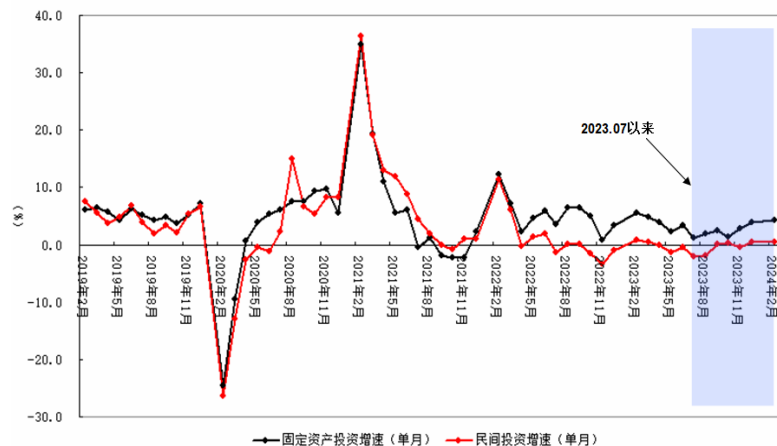


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

固定资产投资：前瞻性指标持续好转

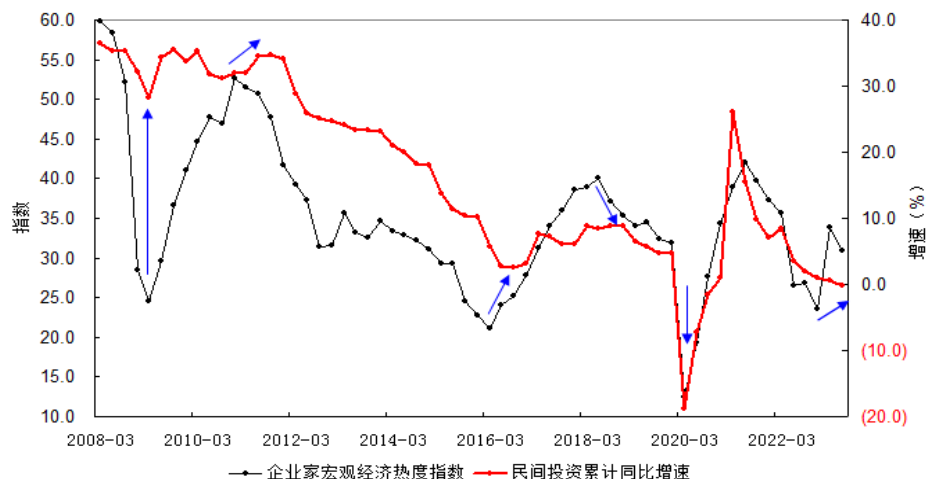
- （中国人民银行）企业家宏观经济热度指数、中国中小企业发展指数视为固定资产投资（民间固定资产投资）的前瞻指标；
- 前瞻性指标在2022年四季度、2023年一季度出现企稳回升，预计最迟在2023年三季度确认固定资产投资底部；
- 2023年中国固定资产投资增速为3.0%，民间投资增速约为0%；
- 2024年支撑中国固定资产投资的因素按强弱划分依次为：基础建设投资、制造业投资、房地产开发投资；

图26：固定资产投资增速与民间固定资产投资增速走势



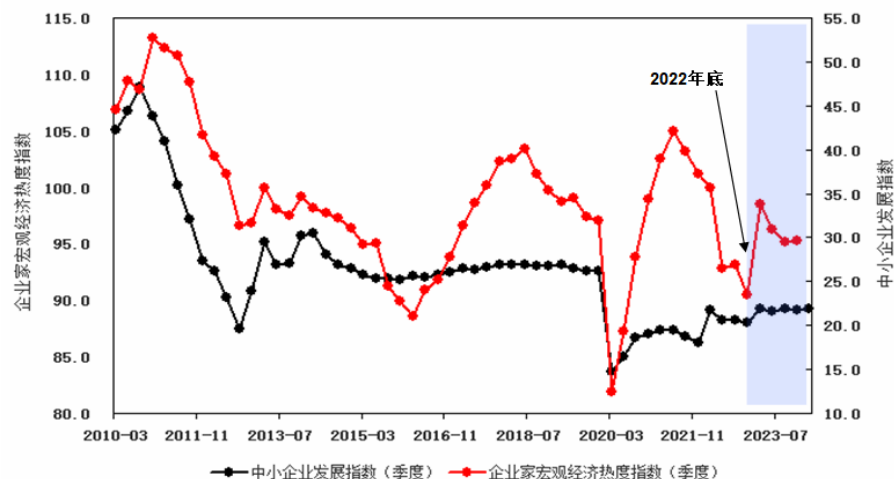
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：企业家宏观经济热度指数与民间固定资产投资增速走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图28：中小企业发展指数与企业家宏观经济热度指数走势

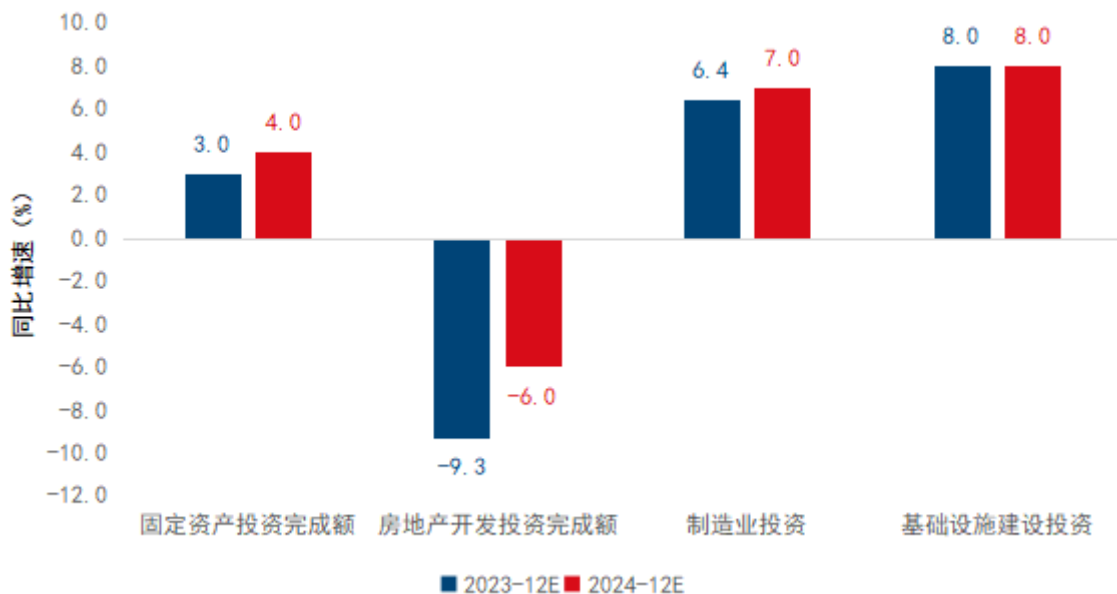


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

预计2024年中国固定资产投资增速为4.0%

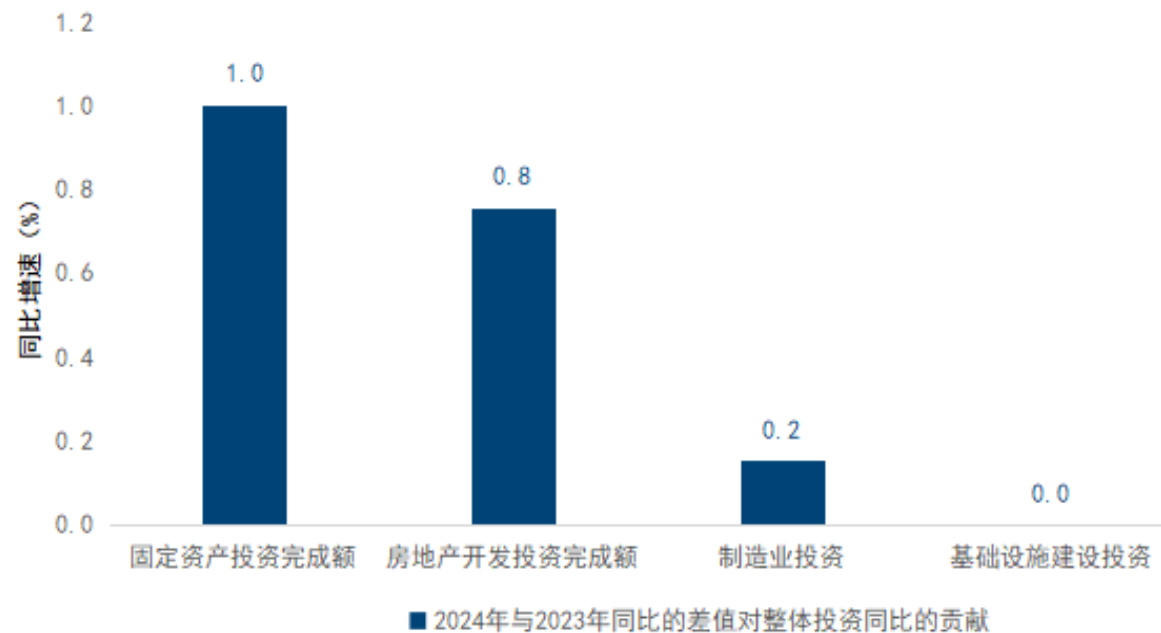
- 预计2024年中国房地产开发、制造业、基建投资增速分别为-6.0%、7.0%、8.0%，相比2023年1-11月的累计同比，三个分项对整体投资增速的额外贡献合计约1.1个百分点；
- 2024年中国固定资产投资增速或约为4.0%，较2023年3.0%左右的增速有所回升；

图29：2024年各类投资额增速预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图30：2024年与2023年同比的差值对整体投资同比的贡献

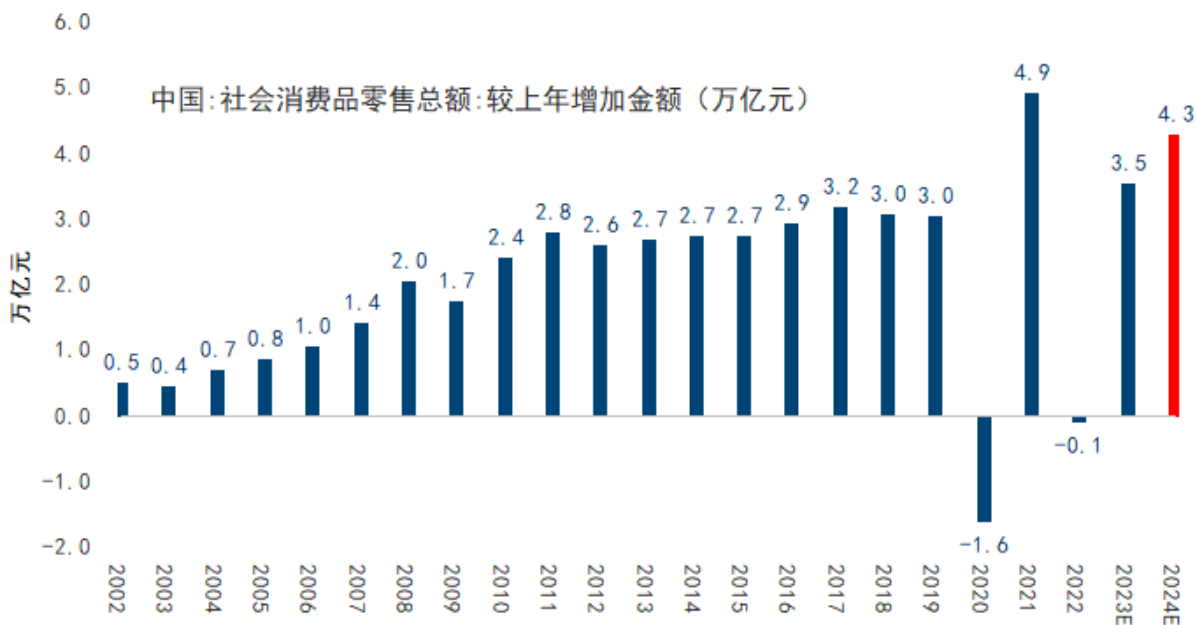


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：分歧最大，也最值得期待的需求

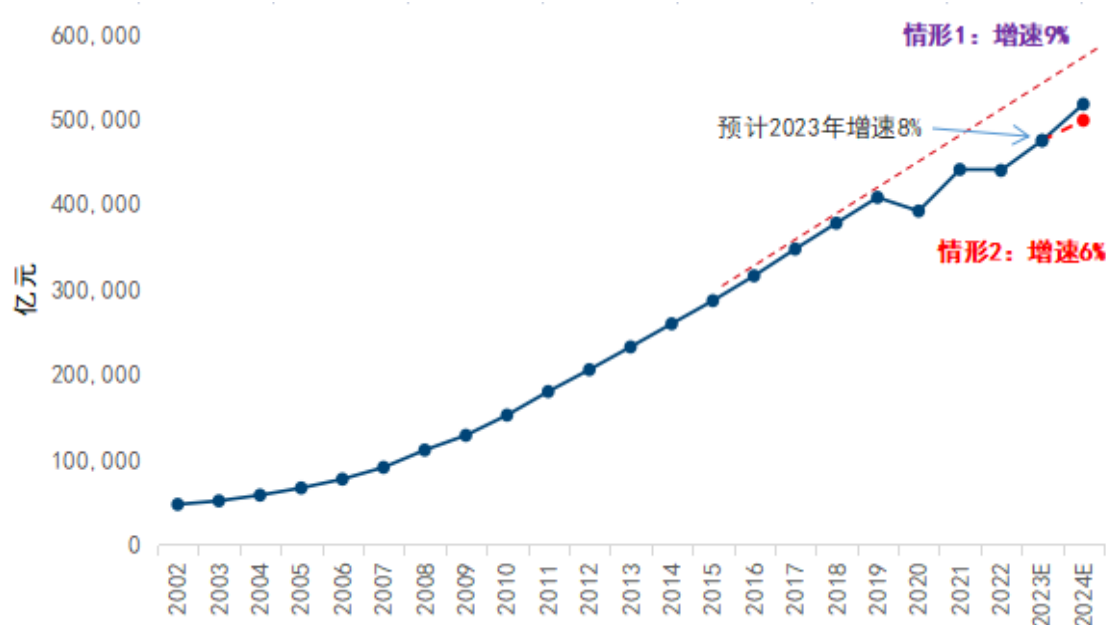
- 2016-2019年中国社会消费品零售总额年均增加3万亿元，这构成社会消费品零售总额向上趋势的斜率；
- 2023年中国社会消费品零售总额同比增速或约为8.0%，金额较上年增加3.5万亿元，上升斜率略高于之前的趋势值，修复效应存在，但是偏弱；
- 目前市场预期对于2024年的消费分歧最大；

图31：中国社会消费品零售总额较上年增加金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图32：中国社会消费品零售总额增速及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：部分“前瞻指标—>同步指标”一览

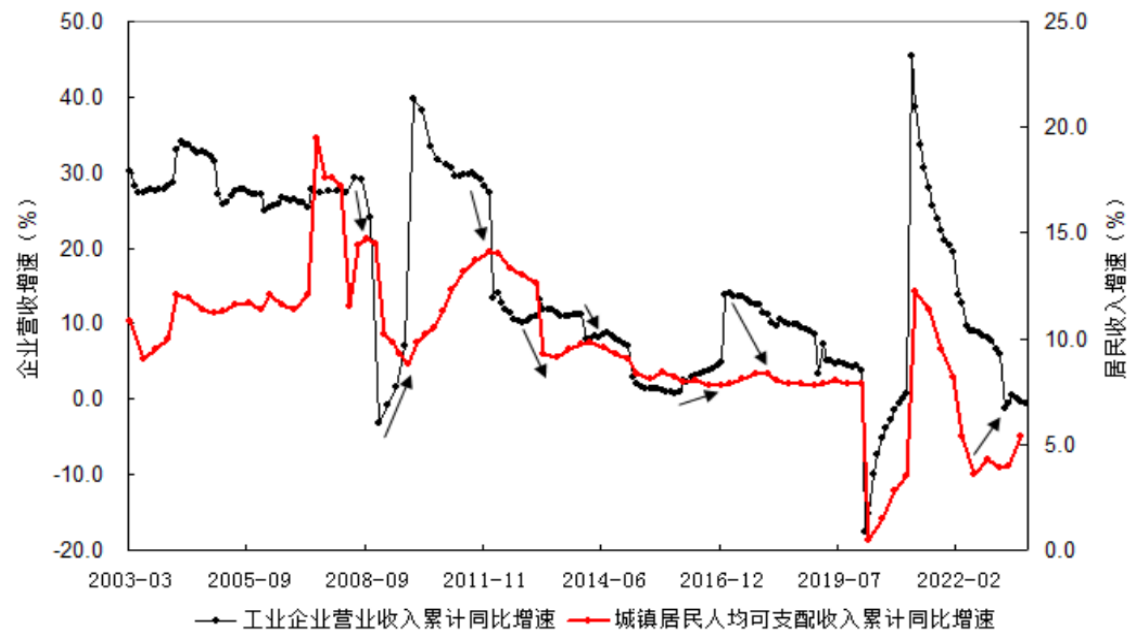
前瞻性指标	平均领先时长	同步性指标	
固定资产投资完成额累计同比增速	2.8个月	社会融资规模存量同比增速	金融类
货币条件指数	3个月		
美股指数月均值同比增速	5.7个月	出口金额同比增速	需求类
PMI-新出口订单	1.5个月		
工业企业营业收入累计同比增速	5个月	城镇居民人均消费性支出累计同比增速	
A股指数月均值同比增速	6个月	社会消费品零售总额同比增速	
房地产价格同比增速	4个月		
企业家宏观经济热度指数	2个季度	民间投资累计同比增速	
出口金额同比增速	9个月	制造业投资累计同比增速	
工业企业利润总额当月同比增速	模糊		
全国工业产能利用率	模糊	房地产开发投资累计同比增速	
商品房销售面积累计同比增速	5.5个月		
土地购置费累计同比增速	同步		
房屋新开工面积累计同比增速	同步	年度基础建设投资同比增速	
年度广义财政赤字规模(预算)同比增速	同步		
信用增速	同步	名义GDP增速	总量类
狭义货币供应量(M1)	同步	PMI	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“前瞻指标—>同步指标”：

- 企业家宏观经济热度指数（领先两个季度） —>（民间）固定资产投资（同步） —>生产（同步） —>企业营收（领先5个月） —>居民收入（同步） —>消费；
- 企业营收增速自7月份触底回升，预计2024年居民可支配收入增速出现明显改善，并带动人均消费性支出进一步回暖；

图34：企业营收增速及城镇居民人均可支配收入增速走势

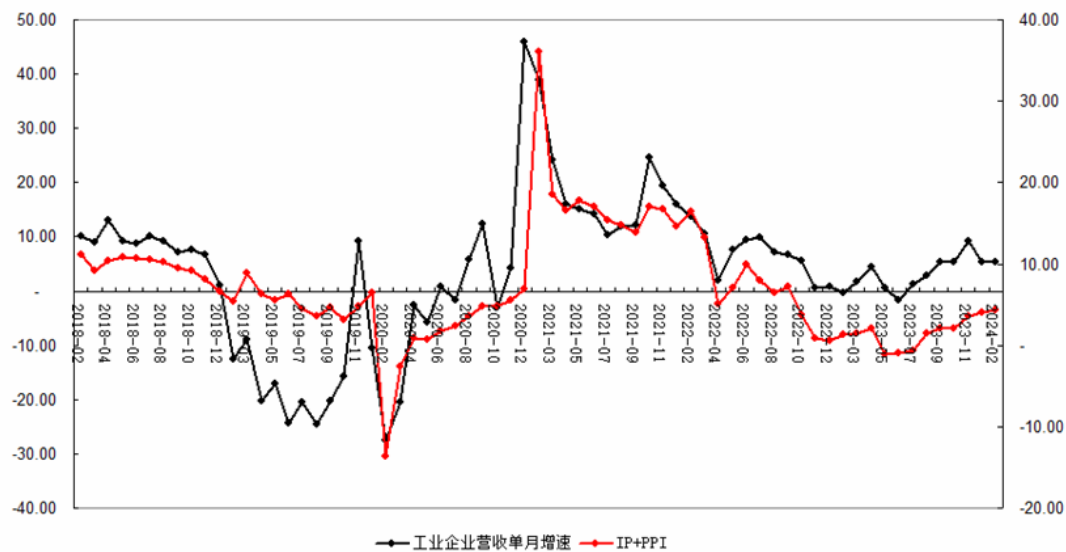


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

消费：“收入”看“营收”

- 居民收入由工资性收入、经营性收入、财产性收入以及转移性收入构成。其中工资性收入占比在六成以上；
- 工资性收入滞后于企业营业收入，而企业营业收入由“量”（工业增加值）和“价”（生产者价格PPI）构成；
- “量”的改善与“价”的低迷并存；

图35：“量”“价”变化决定企业营收增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：企业营收增速领先于居民收入增速

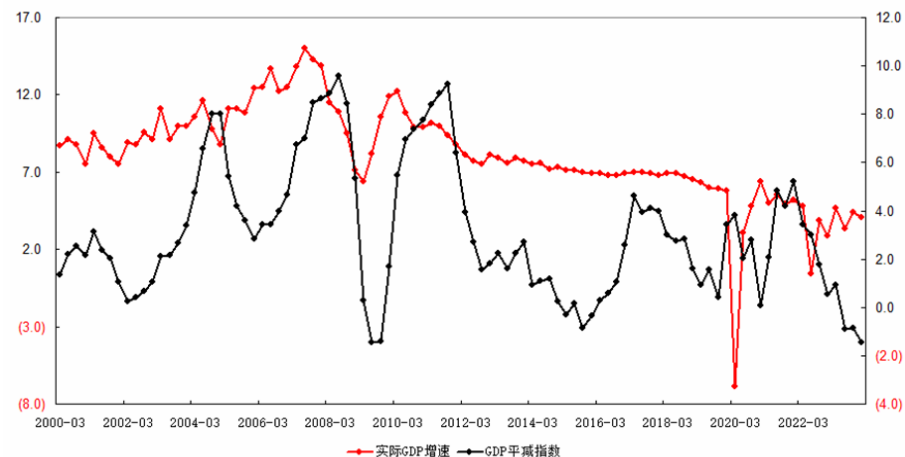


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

价格是实际经济变化的最后一环

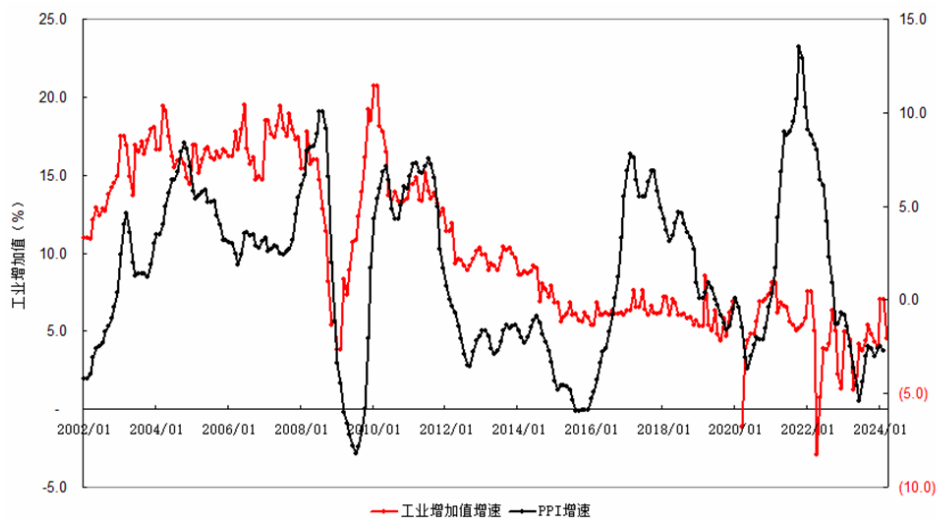
- 从经济学原理看，价格是增长的滞后性指标；
- 从历史现实变化来看，价格增长速度的方向也确实滞后于实际经济增长变量；
- 近些年来，价格变化滞后于实际增长变化的周期大概在10-15个月附近；
- 本轮滞后期已经超过了10个月；

图37：实际经济增长是物价的先行指标



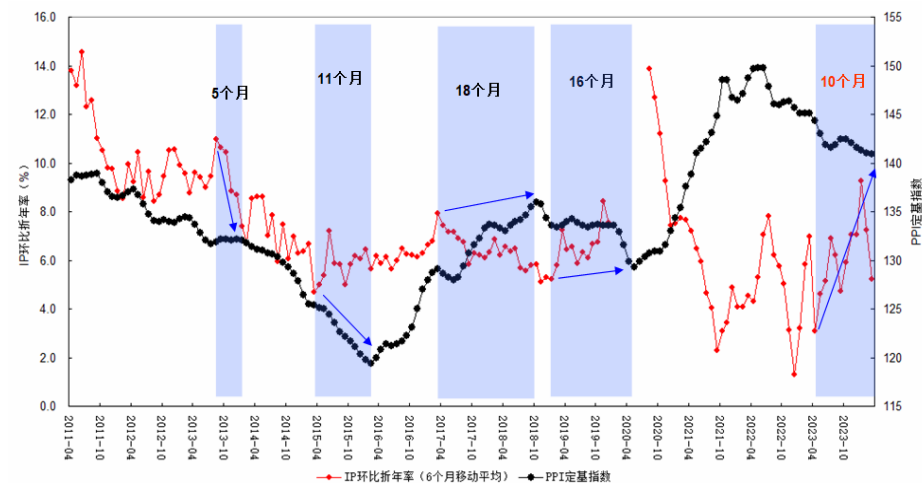
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38：工业增加值领先于PPI增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

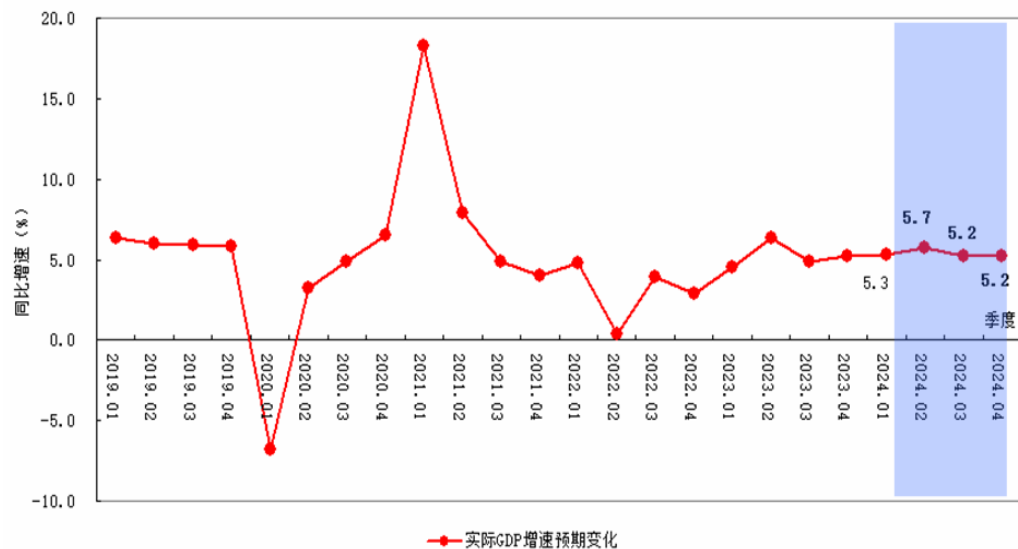
图39：生产与价格的先后时滞关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

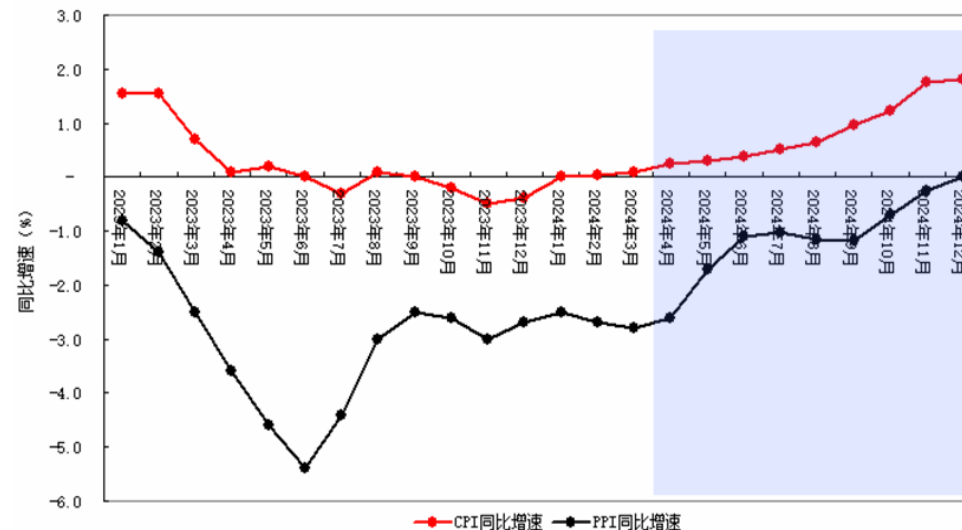
(预期) 2024年：名义经济增速改善上行

图40：GDP同比增速及2024预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图41：CPI同比增速及2024预测



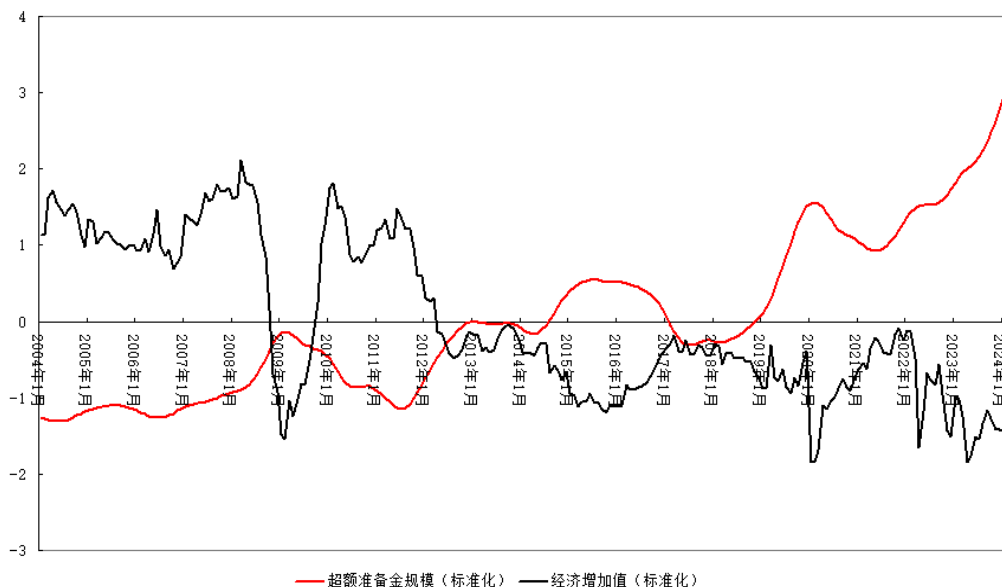
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 2024年CPI同比或明显上升，全年约为1%，超过2023年的0.3%；
- 2024年PPI同比跌幅收敛，全年约为-1.5%，高于2023年的-3.0%；
- 预计2024年实际GDP增速约为5.4%，持平于2023年水平（但是基数意义不同）；
- GDP平减指数或从2023年的-0.7%提升至2024年的0.3%（根据CPI、PPI增速变动评估），2024年名义GDP增速或较2023年上升约1个百分点；

- 利率决定的供需框架；
- 资金供给曲线：快变量；
- 融资需求曲线：慢变量；

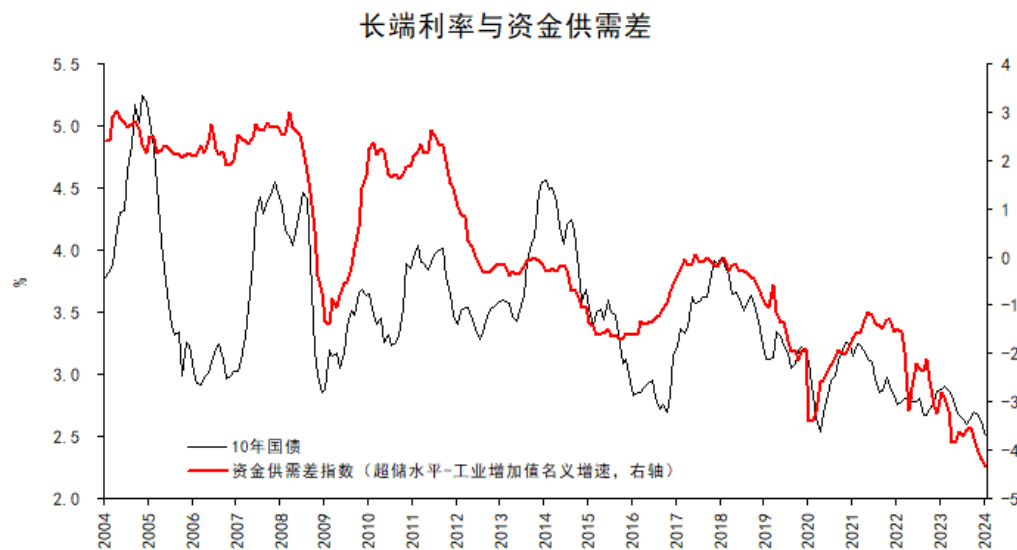
- 超额准备金规模构成资金供给曲线；经济名义增长率构成融资需求曲线；
- 2023年至今，利率创新低的推动力：
 - ✓ 融资需求的低位徘徊；
 - ✓ 资金供应的急速扩张；

图42：资金供应曲线和融资需求曲线



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图43：供需缺口和利率



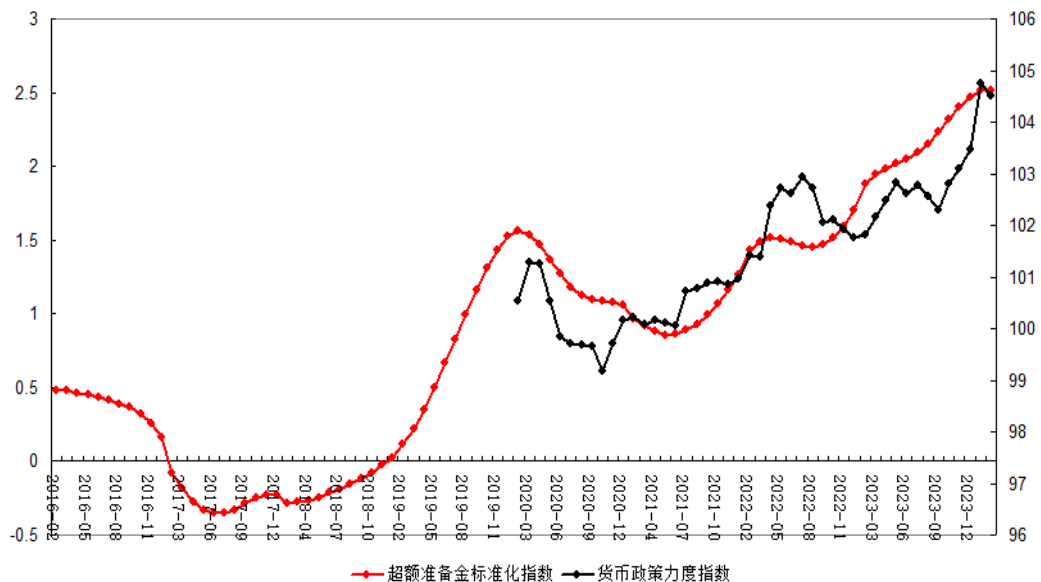
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

快变量：资金供给曲线生变收敛

➤ 货币市场资金供给曲线存在收敛趋势；

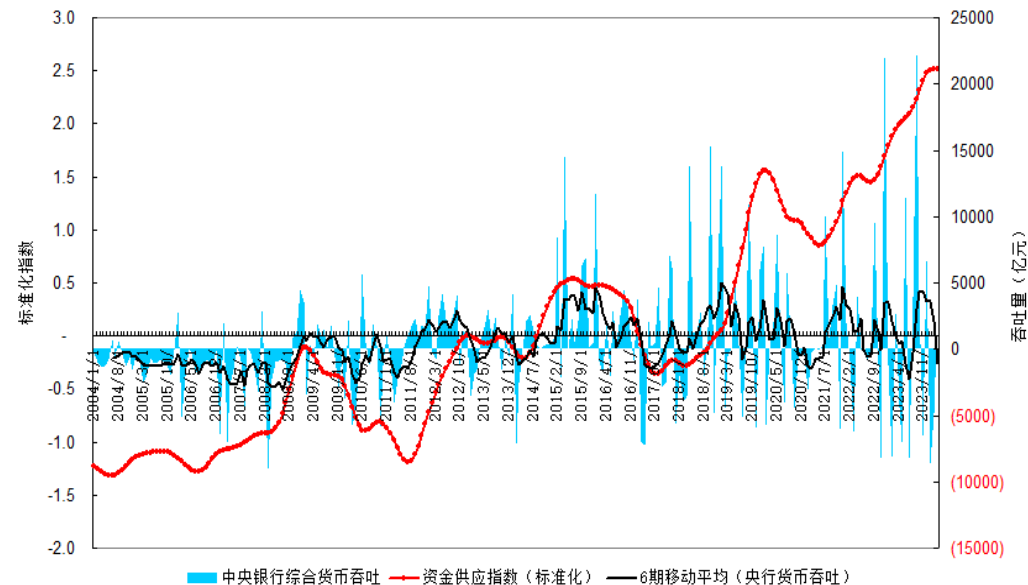
- ✓ 经济基本面的企稳改善；
- ✓ 对于利率风险的四度提示；
- ✓ 过于充裕的流动性现实；

图44：日本经济增长经历两次换挡



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

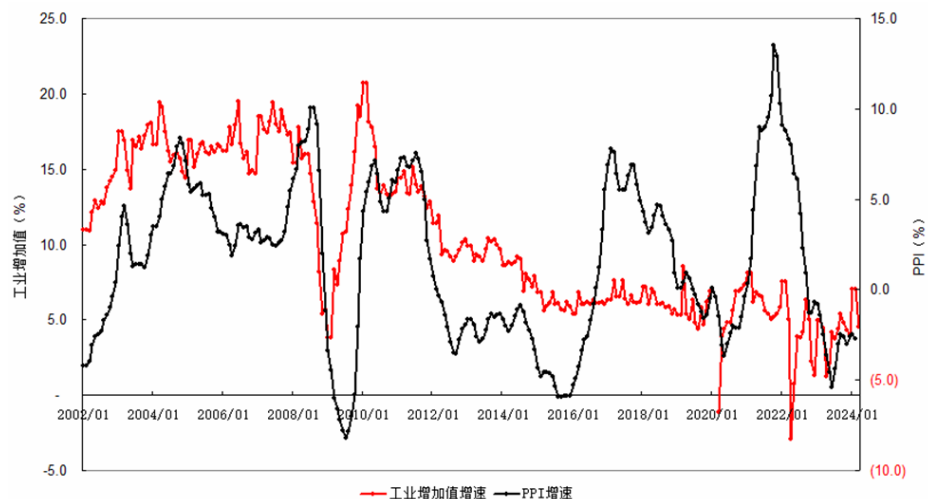
图45：从资本增长向全要素生产率增长转换



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

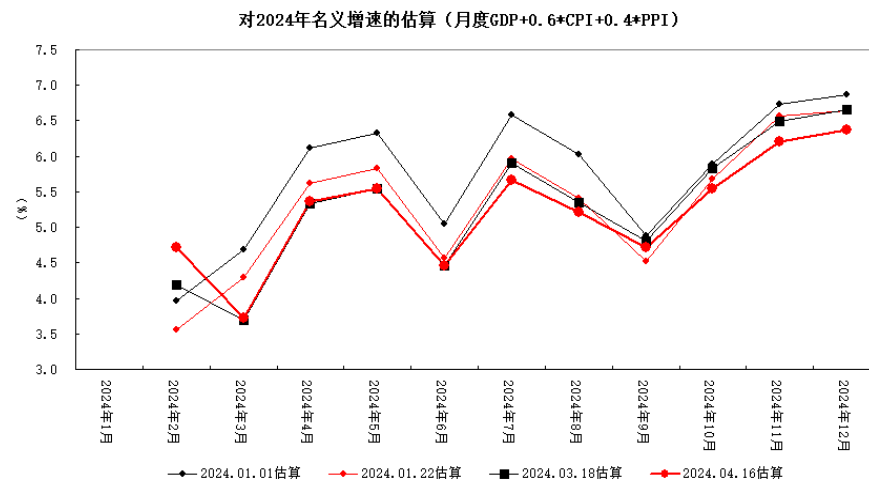
- “量”指标的企稳回升已经进行了7-8个月；
- “价”指标的企稳还不显著；
- 从未来运行变化看，我们预期“价”指标的回升在即；
- 名义经济增速将进入震荡上行时期；

图46：价格因子滞后推动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图47：名义增速震荡回升

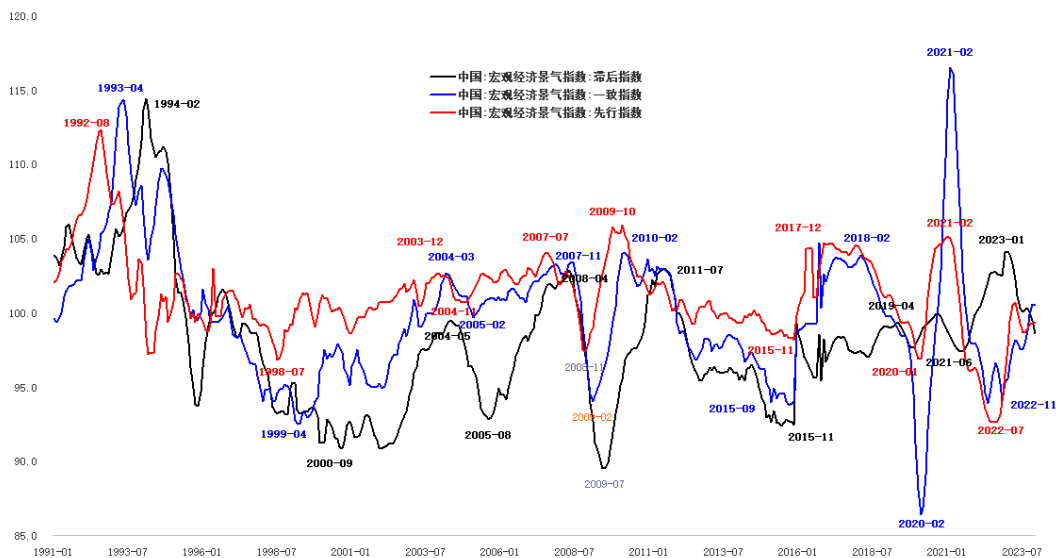


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

等待滞后性指标的企稳回升

- 从历史上历次周期变化来看，先行性指标、一致性指标和滞后性指标依次变化；
- 先行性指标领先一致性指标的平均周期为3个月，一致性指标领先滞后性指标的平均周期为13个月；
- 本轮周期的最低点发生在2022年底，但是恢复进程相对曲折；
- 预计在今年二季度将确认滞后性指标的最低点；

图48：先行性指标、一致性指标和滞后性指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图49：历次周期变化的时间梳理

属性	中国:宏观经济景气指数:先行指数	中国:宏观经济景气指数:一致指数	中国:宏观经济景气指数:滞后指数	“先行”至“一致”时间间隔(月)	“一致”至“滞后”时间间隔(月)
顶	1992年8月	1993年4月	1994年2月	8	10
底	1998年7月	1999年4月	2002年3月	9	36
顶	2003年12月	2004年3月	2004年5月	3	2
底	2004年11月	2005年2月	2005年8月	3	6
顶	2007年7月	2007年11月	2008年4月	4	5
底	2008年11月	2009年2月	2009年7月	3	5
顶	2009年10月	2010年2月	2011年7月	4	17
底	2015年11月	2015年9月	2015年11月	(2)	2
顶	2017年12月	2018年2月	2019年4月	2	14
底	2020年1月	2020年2月	2021年6月	1	16
顶	2021年2月	2021年2月	2023年1月	0	23
底	2022年7月	2022年11月	?	4	?

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- **美联储货币政策的不确定性：**美国降息的幅度和时点等；
- **财政政策力度和经济修复节奏：**财政工具投放的方式、释放节奏和对经济提振效果，以及地方债务问题风险化解；
- **海外地缘冲突尚未缓解：**乌克兰危机走向、巴以冲突局势和对全球商品的影响。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
低配		行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032