

坐看云起时

——2024年下半年宏观经济与政策展望

西南证券研究发展中心

宏观研究团队

2024年5月

概述

- **经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点。** 受疫情影响的本轮经济周期，各国基本都经过4个季度左右逐步回归常态化，我国全年经济增速有望突破5%的有利因素在不断累积。下半年经济增长的结构性亮点或为：制造业投资、基建投资、消费和出口。目前，中美均处于补库周期，上游和下游制造业增速恢复较快；基建投资在专项债和超长期特别国债的拉动下，全年增速有望升至8.5%左右。消费者信心和收入持续加快恢复，预计全年有望实现7%以上的增长，下半年出口有望持续回升，全年增速或可达3%左右。而房地产目前库存仍处高位，短期内价格或难有明显回升。
- **政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同。** 1-4月，全国一般公共预算收入同比下降2.7%，预算完成进度36.14%，低于去年同期，政府性基金收入进度快于支出。1-4月，全国一般公共预算支出增速3.5%，支出完成进度31.3%，高于近五年同期平均支出进度，继续呈现出“支快于收”的特点，年内5月-9月，受基数走低及财政集中发力的拉动，全国一般公共预算支出增速有望持续加快。截至4月末地方专项债发行总额占全年发行进度的18.5%，发行显著偏慢，预计项目推进效果将在下半年集中体现。货币方面，下半年国内货币政策仍将延续稳健趋松的总基调，“量”宽或是主基调，同时提升对“质”的要求，降准降息仍有可能性，叠加财政政策逐步发力，国内信贷需求有望稳中趋升。
- **改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置。** 二十届三中全会将于今年7月在北京召开，围绕进一步全面深化改革和推进中国式现代化方向，有六大关注主题：统一大市场、数据要素市场、乡村振兴、科技创新、现代化经济体系建设、生态环境建设。1990年以来历次三中全会召开后1个月内的点位均值恒生指数上涨次数多于上证综指。今年下半年后围绕财税改革和产业新布局建议关注的重点包括：消费税改革带来的部分消费品投资机会、产业备份之下的产能扩张行业，以及重点产业灵活转换与组合过程中上中下游的布局调整。
- **2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同。** 目前美国劳动力市场依然有韧性，领先指标显示美国薪资增速将下降至3季度；美国家庭资产规模扩张、负债增速放缓，净资产在去年四季度回升，通常会助推居民消费；美国居民总体偿债压力依然较小，但消费贷款的偿债压力相对更大。综合来看，预计年后美国居民消费中性偏弱，在此背景下美联储今年或有1-2次降息。日本一季度经济不及预期，春斗薪资大涨对消费的提振效应或将滞后显现，工资向物价传导有更加顺畅的迹象，但两者关系还并不显著，BOJ已经开始关注日元走势，或对后续货币政策路径有一定影响，同时BOJ资产负债表正常化将逐步开启，加息进程或慢于缩表。
- **风险提示：**政策落地效果不及预期，联储政策转向超预期，地缘政治风险。

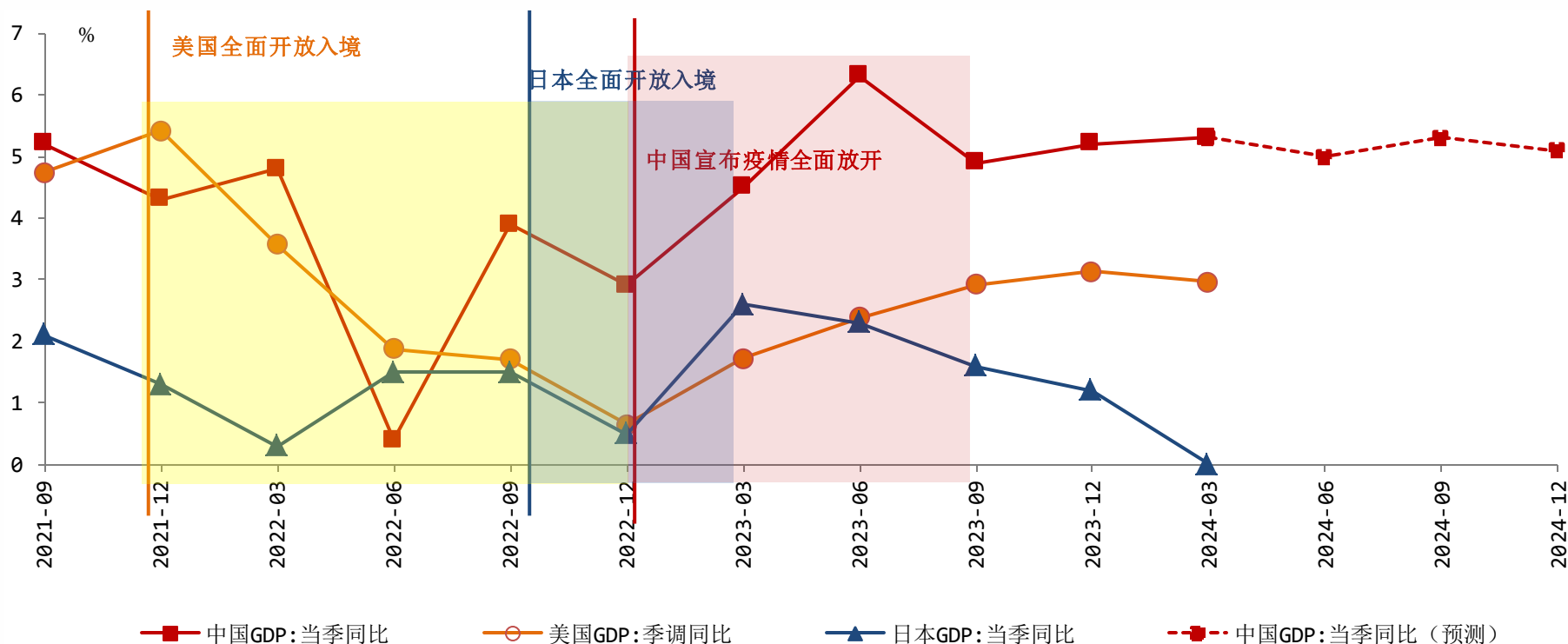
目 录

- ◆ **经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点**
- ◆ **政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同**
- ◆ **改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置**
- ◆ **2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同**

1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- 受疫情影响的本轮经济周期，各国在经济常态化的节奏上较为类似，美国2021年11月全面开放入境后，经济同比增速波动下行，经过4个季度后逐步企稳回升；日本2022年10月全面放开入境后，经济增速先降低后升，经过4个季度后，目前处于向疫情前增速区间回归阶段；我国于2022年12月宣布疫情全面放开后，受基数效应影响，经济增速经历了快速上行到逐步下行的过程，自2023年四季度后进入5%左右的稳态区间，目前政策加力持续，下半年增速将稳中有升，全年增速有望突破5%的有利因素不断累进。

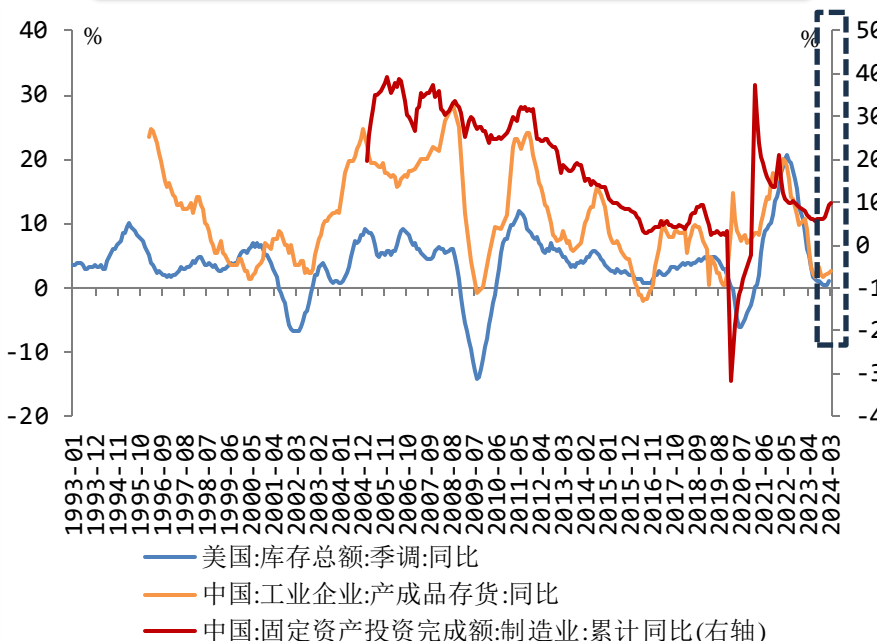
中国经济进入疫情放开后的常态化恢复期



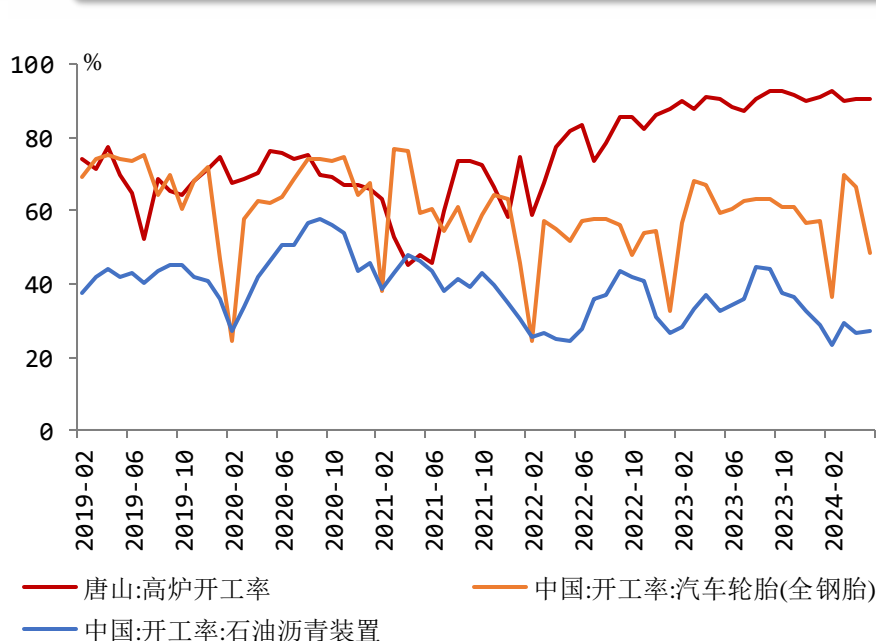
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- **制造业投资不断加快，中美均处于补库周期。** 2024年1-4月，制造业投资增长9.7%，增速较1-3月放缓0.2个百分点，在13个主要行业中，有7个行业增速较1-3月回升，另外6个行业增速下滑，4月单月，制造业投资增长9.3%，增速较3月下降1个百分点。中美库存同比增速自去年12月后持续回升，有望带动制造业投资增速保持较高增长。
- **前瞻指标持续处于景气区间，开工率涨跌不一。** 4月份中国制造业采购经理指数较3月回落0.4个百分点至50.4%，连续两个月处于景气区间，其中生产指数回升，而需求指数回落。从开工率的高频数据来看，今年以来高炉开工率稳步提升，5月均值为90.7%，处于历史高位，汽车轮胎和石油沥青装置开工率4月后有所回落，后续随着超长期特别国债的落地及以旧换新的推进，内需提振有望带动制造业景气度持续回升。

中、美库存回升，制造业投资增速加快



高炉开工率走高，汽车与石油沥青开工率走弱

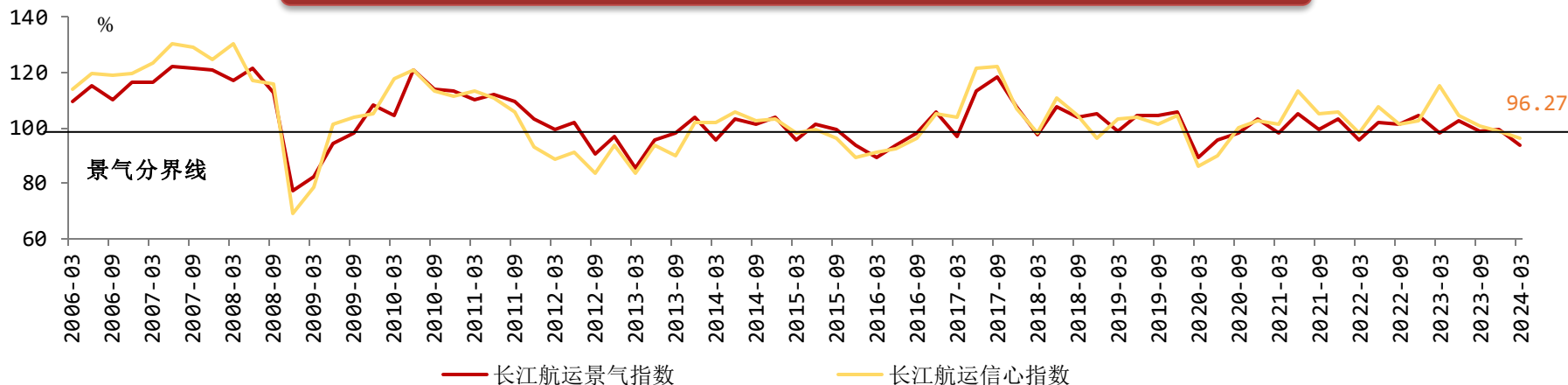


1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

2024年一季度上游和下游制造业增速回升显著，中游涨跌不一

指标名称 (累计同比：%)	石油、煤炭及其他燃料加工业	化学原料及化学制品制造业	非金属矿物制品业	金属制品业	橡胶和塑料制品业	通用设备制造业	专用设备制造业	汽车制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业
2023-03	-0.1	7.6	2.0	1.6	-1.5	1.1	5.5	4.4	9.3	15.1	-1.1	-1.7	-3.2	-5.1
2023-06	4.5	7.4	0.4	1.5	0.7	3.6	5.5	13.1	8.0	15.7	0.0	-0.8	-2.4	-4.9
2023-09	7.3	9.2	-0.5	1.9	2.2	2.1	3.9	11.4	5.9	14.1	1.4	0.4	-1.3	-5.2
2023-12	8.2	9.6	-0.5	3.2	3.7	2.0	3.6	13.0	6.8	12.9	3.4	0.2	-0.6	-5.8
2024-03	7.8	9.6	1.1	5.1	9.9	2.4	1.6	9.7	10.0	4.8	13.0	3.3	4.9	-1.0
	上游制造					中游制造						下游制造		

截至2024年4月，长江航运景气指数和信心指数均处于不景气区间

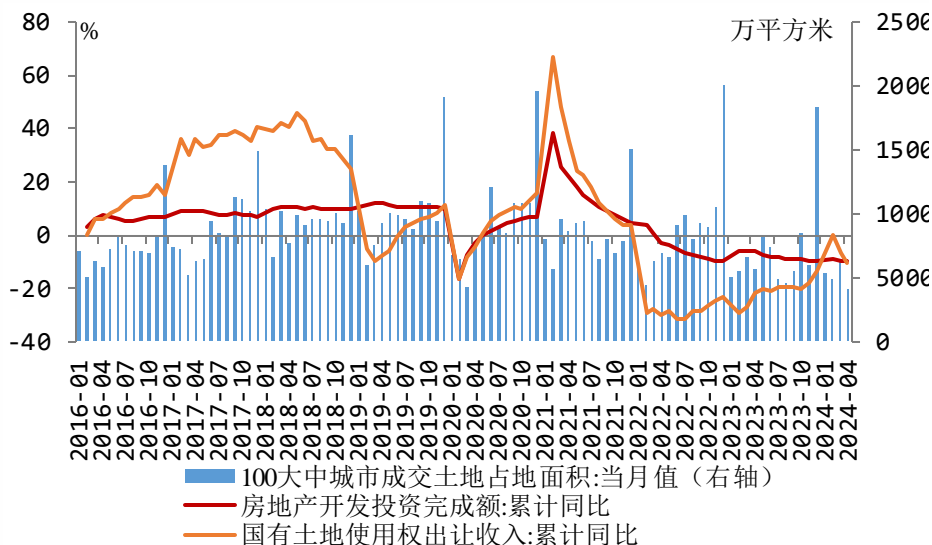


数据来源：wind，西南证券整理

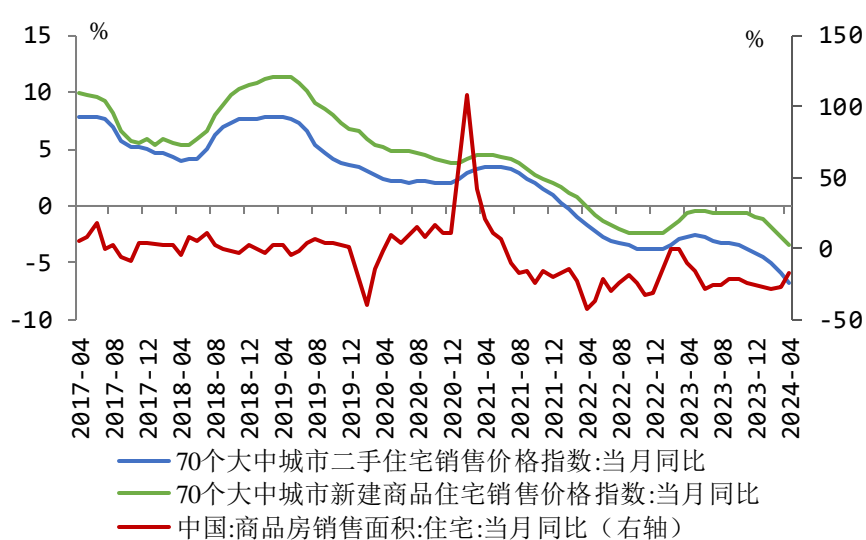
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- ❑ **房地产投资持续下滑，库存仍处高位。**1-4月，全国房地产开发投资同比下降9.8%，降幅较1-3月扩大0.3个百分点。4月单月，房地产开发投资同比下降10.5%，较3月同比降幅扩大0.4个百分点，4月末，商品房待售面积74553万平方米，同比增长15.7%，增速较前值升高0.1个百分点，商品房去化压力仍在增加。截至3月末商品住宅现货库存去化周期18.2个月，较去年末回落了1.66个百分点，但仍处高位。
- ❑ 截至5月末，100大中城市土地成交占地面积总额同比下降46.36%，连续两个月出现超过40%的负增长，地方国有土地使用权出让收入1-4月累计同比-10.4%，降幅继续扩大，从土地出让情况看，房地产开发投资未来2个季度内下滑趋势或将延续。1月以来，70大中城市新建住宅和二手住宅销售价格指数持续回落，4月较1月回落幅度分别为2.3和2.4个百分点，销售面积持续下滑，但受到基数效应影响，销售面积增速逐月回升，预计政策带动下短期内成交量有望回升，价格或难有明显回升。

房地产投资与土地出让仍在下滑中



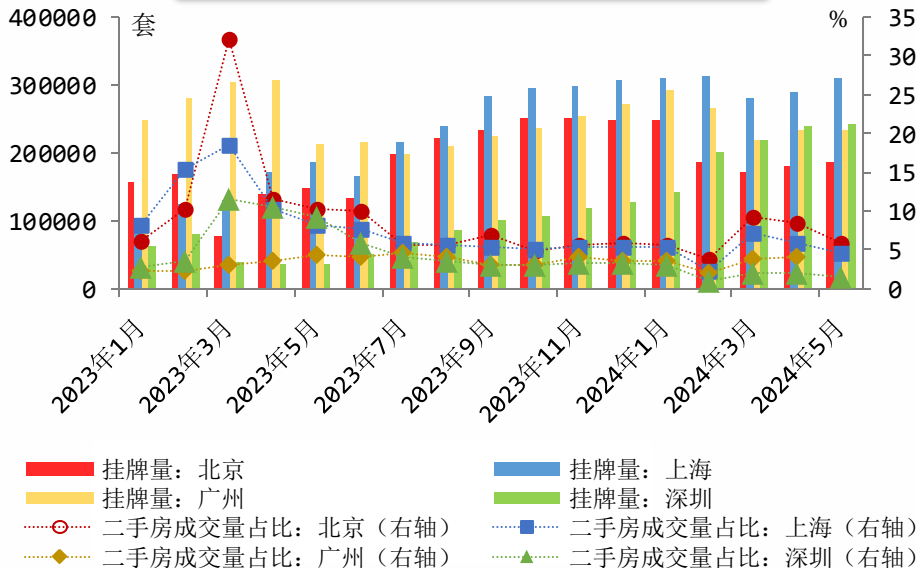
1-4月住宅销售仍处于量价齐跌中



1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

□ 4.30政治局会议提出，切实做好保交房工作，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式。之后本轮房地产供需两端的组合拳出台：自然资源部对2024年土地新增供给进行动态管理；需求方面：居民端，下调房贷首付比例和贷款利率；企业端，央行设立保障性住房再贷款。短期内，预计房地产市场需求首先在量上会逐步企稳，之后随着保障性住房不断推向市场，在满足居民居住、购买需求的同时，对稳定租售比也将产生一定效用，当保障房比例持续扩大，中国的房地产长效机制也将逐步建立和完善。

一线城市二手房挂牌与成交情况



www.swsc.com.cn

注：在售挂牌量和成交量均截至5月26日，数据来源：wind、诸葛找房、上海中原研究院、广州中原研发部等，西南证券整理

近期房地产放松重点政策

发布单位、时间	重要文件	政策重点
成都市住房和城乡建设局 (4.28)	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	自4月29日起，成都市全市范围内住房交易不再审核购房资格。全市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售。对社会关注度较高的热点项目，鼓励企业采取公证摇号选房销售。
自然资源部 (4.30)	《关于做好2024年住宅用地供应有关工作的通知》	商品住宅去化周期超过36个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降至36个月以下；商品住宅去化周期在18个月(不含)-36个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积(包括竣工和收回)动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。
北京住建委 (4.30)	《关于优化调整本市住房限购政策的通知》	允许以下居民家庭(含夫妻双方及未成年子女)或成年单身人士，在五环外新购买1套商品住房(包括新建商品住房和二手房)。
深圳市住房和建设局(5.6)	《关于进一步优化房地产政策的通知》	深圳分区优化住房限购政策，在盐田区、宝安区(不含新安街道、西乡街道)、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区、大鹏新区范围内，非深圳户籍居民家庭及成年单身人士(含离异)购房资格从3年社保收缩至1年，同时，在这些区域内，深圳户籍多孩家庭可增购1套房。
杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室 (5.9)	《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》	全面取消住房限购。同步放开落户政策，买房即可申请落户。首套房资格和利率更易获得。
西安市住房和城乡建设局等 (5.9)	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	全面取消住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手房不再审核购房资格。
全国切实做好保交房工作视频会议 (5.17)	打好商品房烂尾风险处置攻坚战 保障购房人合法权益	相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。
中国人民银行 国家金融监督管理总局 (5.17)	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》；《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》；《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》	降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房最低首付比例从不低于20%调整为不低于15%，二套房最低首付比例从不低于30%调整为不低于25%。取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷款利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。
国务院政策例行吹风会 (5.17)	中国人民银行副行长 陶玲	设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

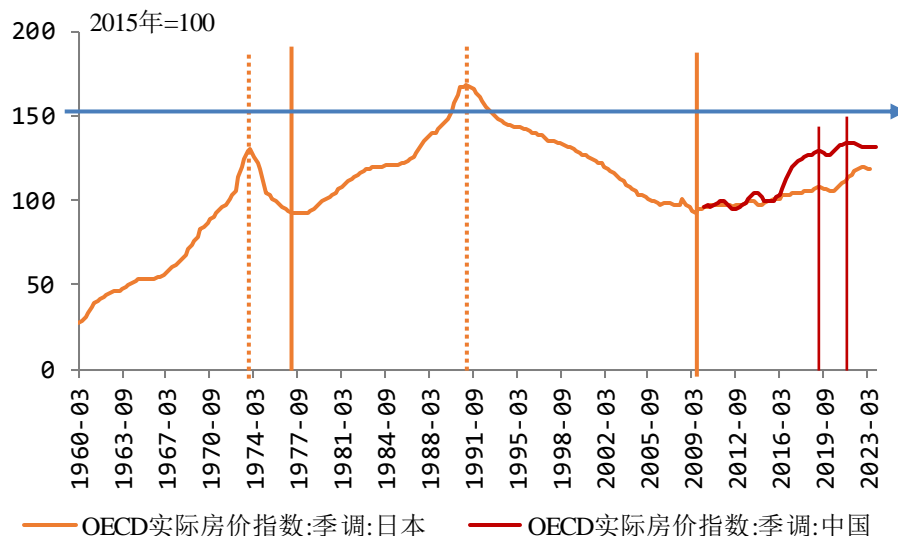
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- **50年内日本房价的涨跌周期切换，目前处于第三轮回升周期中。**日本1960-2009年的50年间，房价经历了两轮涨跌，第一轮经过15年左右的持续上涨，高点出现在1974年，之后下跌4年，1978年底触底反弹，经过13年的上涨，1991年达到了历史高点，此后一路下行，直至2009年才结束探底，下跌周期约18年左右。第一轮的上漲周期长于下跌周期（约为4：1），而第二轮的下跌周期更长（约为2:3）。2009年以来日本房价稳步回升，目前房价指数回升至2002年水平。
- 影响房地产量价的主要因素包括：需求量、购买能力及宏观环境（包括经济发展、流动性等）对比日本1990年，2023年我国的老龄化程度、家庭负债率、M2占GDP的比例高于当时的日本，人均GDP低于当时的日本，这也意味着当前我国居民用作居住的购买需求和购买能力偏低，但整个社会的流动性情况比日本当年要宽松，刺激居民端的需求可能需要更多着眼于投资需求，而居住需求更多的可通过政府/企业部门来实现。

中日影响房地产相关指标的对比

	日本(1990)	中国(2023)
老龄化程度（60岁以上）	12%	21.10%
人均GDP(美元)	25801.4	12690
家庭负债率（%）	60% (1994)	61.30%
M2/GDP（%）	187%	219%
私人部门信贷/GDP（%）	190%	180% (2022)

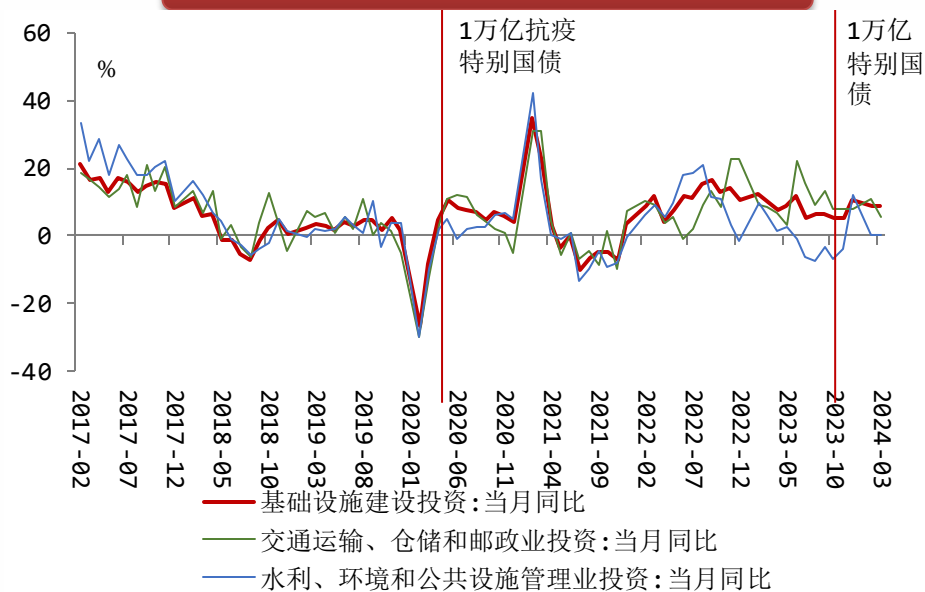
1960年代以来日本房价的三轮周期



1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- 1-4月，广义和狭义基建投资增速分别为7.78%、6.0%，较前值分别下滑0.97、0.5个百分点，后续专项债发行提速，超长期特别国债项目也将逐步落地，预计全年广义基建投资增速有望升至8.5%左右。
- 超长期特别国债项目**：国家战略：“三大工程”、东数西算；安全能力建设：粮食安全、能源安全、产业链供应链安全等重点领域；市政基础设施建设：城市管道更新、农村电网升级等；公共服务设施建设：教育基础设施建设、医疗卫生设施、文化旅游设施、“一老一小”服务设施等；重大基础设施建设：重要铁路、公路、航道建设、机场、物流基础设施等；新质生产力：战略性新兴产业、新一代信息网络、人工智能等。

政策加力基建投资增速有望加快



数据资料来源：各省政府工作报告、Wind，西南证券整理

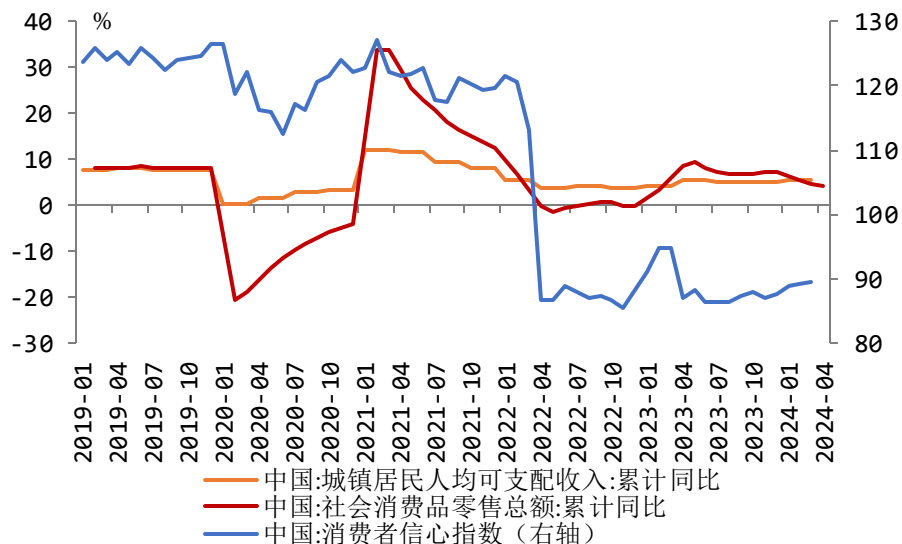
近日各地超长期特别国债的表述

日期	省市区县	超长期特别国债相关表述
5.11	河南周口市淮阳区	地方政府专项债券和超长期国债项目谋划申报工作推进会；聚焦 道路交通、生态环境、产业发展、城市建设 等领域
5.8	河南省信阳市商城县	发挥2024年超长期国债对科技创新支持作用， 微米光学、商禹机电、开源环保、北纳生物 四家企正在申报中
5.7	江苏省仪征市	超长期国债申报工作部署会，争取把更多的项目纳入国债笼子，超前谋划未来几年拟实施项目，着力形成谋划一批、储备一批、申报一批、实施一批的合理梯队
5.7	浙江省湖州市	超前研判、超前谋划、超前储备、超前对接；深入梳理摸排，提速项目前期，精准对接争取，加强前瞻谋划
4.22	内蒙古呼伦贝尔市	扎实做好超长期特别国债谋划申报工作，进一步提高全市各地区各部门项目谋划、储备、申报能力，重点解读了超长期国债支持领域、谋划方向、申报流程、时间节点等政策要求
4.19	重庆市铜梁区	明确节点， 清单管理，打表推进 ，切实提高前期工作效率，加强对上问计，提高项目申报质量和成功率，确保超长期特别国债、中央资金、地方债券等项目谋划申报工作取得实效
4.18	河北省石家庄市	紧抓超长期国债，结合我市供水污水、供热、燃气基础设施情况，明确项目建设的目标，大力推广 老旧小区供水设施及水表出户改造工程 ，全面推广全市供水污水改造与治理；积极谋划电厂的余热利用，破解热源紧张局面，大力 谋划供热、燃气领域项目
4.10	湖北省宜昌市	系统性谋划超长期特别国债项目。截至目前，全市民政系统共谋划项目47个，总投资37亿元。其中， 公办养老机构项目 共36个，总投资27.7亿元； 公办居家社区养老服务网络建设项目 9个，总投资7亿元； 普惠养老城企联动专项行动项目 2个，总投资2.3亿元。
3.31	内蒙古兴安盟	持续提高项目谋划质量，做到谋早、谋深、谋准，以更高质量的储备项目确保各类资金多报、多审、多过
3.25	湖北省咸宁市	“分级负责、全员争资”的思路，强力推进超长期国债项目谋划、申报等工作
3.21	湖北省黄石市	申报工作的三点意见：一是紧跟政策导向，积极谋划项目，建立五年项目储备库；二是积极跑省进京，主动对上沟通，争取上级部门支持；三是规范项目管理，确保国家、省要求得到落实。

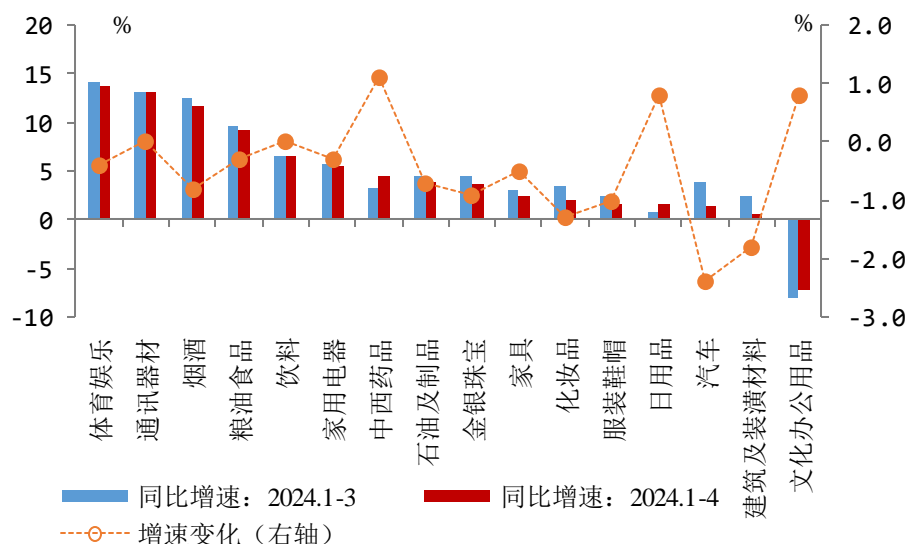
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- 1-4月份，社会消费品零售总额同比增长4.1%，较1-3月下滑0.6个百分点，4月单月社消总额同比增长2.3%，增速较3月回落0.8个百分点，连续四个月下行，不及市场预期，4月季调后环比增加0.03%，仍然低于2015-2019年同期平均环比增速约0.77%。4月数据走低一方面是由于去年4月消费集中释放，基数走高，另一方面也表明，目前消费仍在恢复过程中。分品类来看，体育娱乐、通讯器材和烟酒类增速较快，与1-3月相比，中西药品、日用品、文化办公用品增速加快，通讯器材、饮料类增速持平，其他品类增速有不同程度下降。**
- 消费者信心和收入持续加快恢复，带动下半年消费加快恢复。**从影响消费的信心和收入情况来看，3月消费者信心指数89.4，较1月上升0.5个百分点，城镇居民人均可支配收入累计同比5.3%，较去年底上升0.3个百分点，从趋势看1月以来，消费者信心指数和城镇居民人均可支配收入持续回升，目前仍处于历史偏低位，后续回升空间仍达，下半年“以旧换新”等政策效能有望持续释放，乐观估计全年社消总额增速有望实现7%以上的增长。

2024.Q1消费者信心与居民收入增速回升



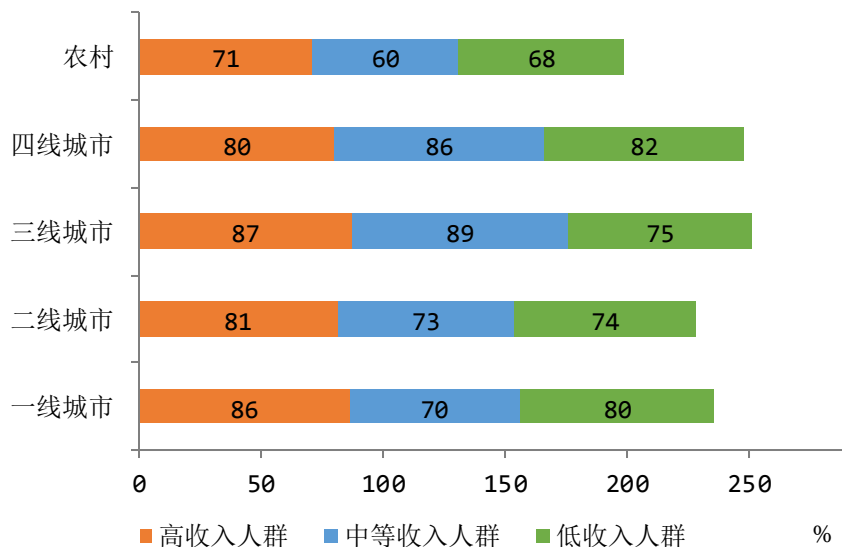
主要消费品类增速对比



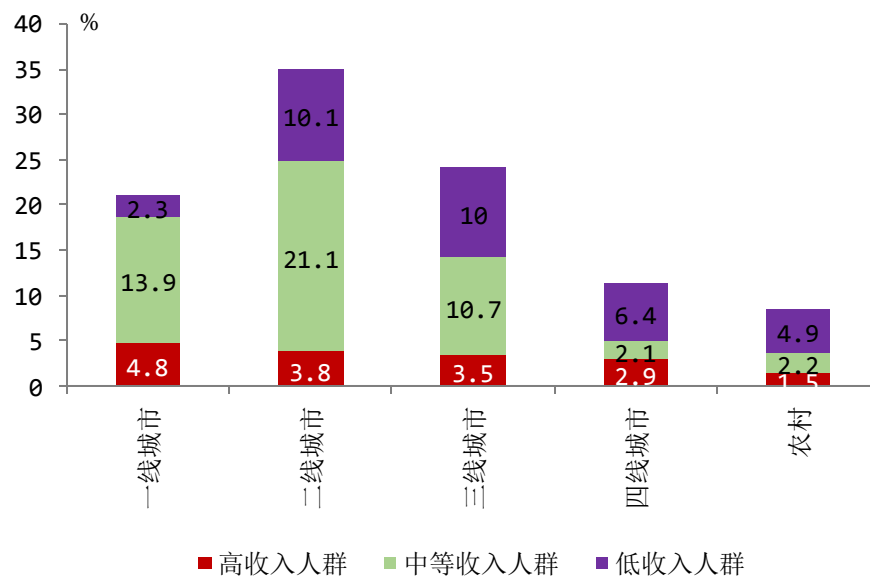
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- **不同能级城市的消费者信心呈现出杠铃型特点。**消费者信心调研显示：一、二线城市中的高收入群体乐观者占比最高，均超过80%，中等收入群体的信心最弱；三、四线城市的中等收入群体乐观者占比最高，农村中的高收入群体乐观者占比最多。一线城市、四线城市的低收入群体乐观者占比也较高，总体来看，各线城市加总，乐观者占比从高到低的排序是：高收入群体>低收入群体>中等收入群体。
- **从消费占比来看，一、二、三线城市中等收入群体消费占比最高，四线城市和农村低收入群体消费占比最高，这一方面可能是由于样本的人群收入分布结构导致，另一方面可能也是受消费意愿影响。加总来看，二线城市的消费力最强，其次为三线和一线城市，四线和农村的消费力偏弱。**

三、四线城市消费者信心较强



二、三线城市消费占比最高



数据来源：McKinsey&Company，西南证券整理

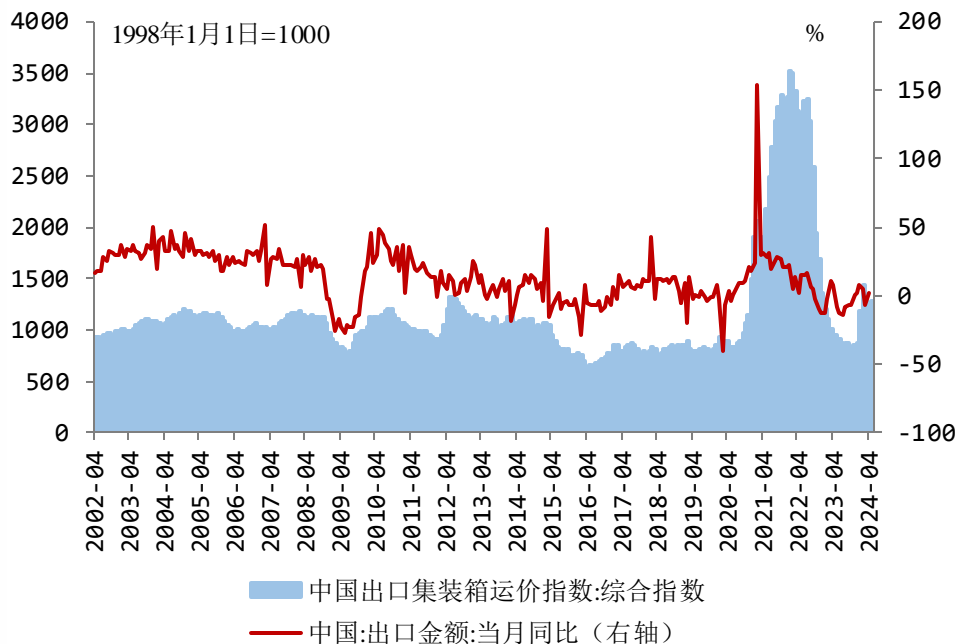
注：以上数据为调查数据，总样本11930人；不同等级城市的高中低收入人群根据实际情况收入划分界限有所不同

www.swsc.com.cn

1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

□ **4月出口超预期回升，下半年增速有望稳步向上。**2024年1-4月出口总值10995.7亿美元，同比增长1.5%，与1-3月持平，**从结构上看**，与2023年同期相比，2024年1-4月自动数据处理设备及零部件、集成电路、家用电器、家具及其零件等出口占比上升。**单月来看**，出口额同比由下降7.5%转为上涨1.5%，增速回升一方面因为去年同期高基数效应较3月份边际减弱，另一方面则因为海外需求仍具有韧性。我国出口集装箱运价指数3月以来，波动上行，下半年海外不确定性有所增加，但5月以来国内开放和促外需政策加码，加之去年下半年后出口持续负增长，基数偏低，今年下半年出口有望持续回升，全年增速或可达3%左右。

我国运价指数与出口增速



2024VS2023出口商品结构变化

占比排序	2024年1-4月	2023年1-4月
1	自动数据处理设备及其零部件 (5.57%)	自动数据处理设备及其零部件 (5.30%)
2	集成电路 (4.55%)	服装及衣着附件 (4.18%)
3	服装及衣着附件 (4.14%)	纺织纱线、织物及其制品 (4.01%)
4	纺织纱线、织物及其制品 (4.03%)	集成电路 (3.85%)
5	手机 (3.42%)	手机 (3.77%)
6	塑料制品 (3.15%)	塑料制品 (2.94%)
7	家用电器 (2.84%)	汽车零配件 (2.92%)
8	汽车零配件 (2.71%)	钢材 (2.92%)
9	钢材 (2.5%)	家用电器 (2.54%)
10	家具及其零件 (2.16%)	家具及其零件 (1.87%)

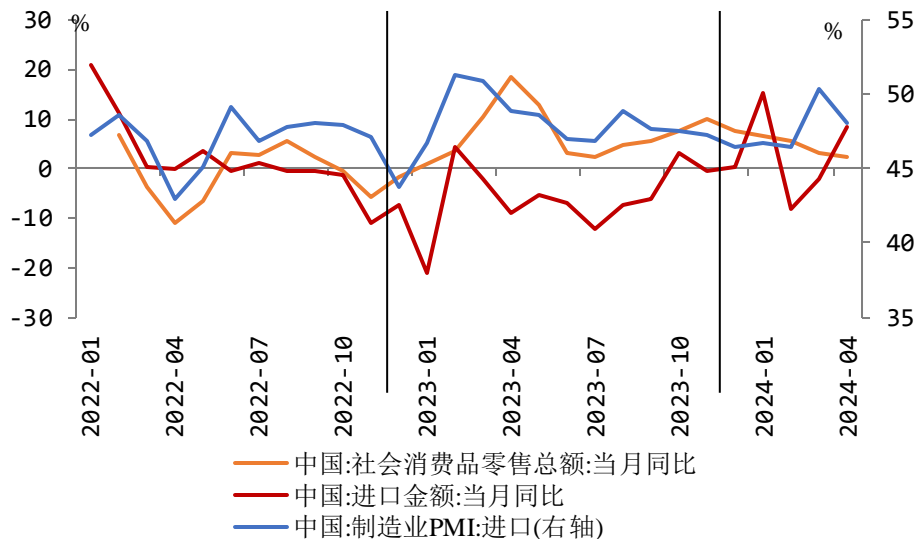
数据来源：Wind、海关总署，西南证券整理

www.swsc.com.cn

1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- 4月进口增速超预期回升，扩内需政策落地助力下半年进口保持较快增速。4月进口累计增速3.2%，单月增速8.4%，4月进口增速大幅回升，除基数效应外，还受到4月份部分大宗商品价格上涨的影响，结构上，1-4月，主要进口品类中，上游原材料/燃料和中游工业品进口总额正增长的占比较高，下游消费品类除汽车零配件和干鲜瓜果及坚果外均为负增长，4月PMI：进口指数虽然回落，但仍处于去年9月份以来的高位，后续家电以旧换新、设备更新改造等扩内需政策的落地，我国居民消费信心稳步提升、生产活动保持活跃，虽然下半年基数走高，但进口增速有望得到支撑。

前瞻指标有所回落，扩内需对进口形成支撑



1-4月主要进口商品增速情况

	2024.1-4进口金额累计同比	
成品油	28.5	上游原材料/能源
铁矿砂及其精矿	14.6	
铜矿砂及其精矿	5.3	
原油	4.0	
天然气	-0.9	
煤及褐煤	-11.0	
稀土	-33.5	
自动数据处理设备及其零部件	49.9	中游工业品
液晶平板显示模组	14.1	
集成电路	11.9	
高新技术产品*	11.5	
纺织纱线、织物及其制品	10.2	
未锻轧铜及铜材	6.5	
二极管及类似半导体器件	3.7	
原木及锯材	-0.9	
初级形状的塑料	-4.0	
钢材	-7.3	
天然及合成橡胶(包括胶乳)	-8.6	
机床	-8.9	下游消费品
纸浆	-12.5	
空载重量超过2吨的飞机	-23.4	
汽车零配件	4.9	
干鲜瓜果及坚果	3.7	
医疗仪器及器械	-7.7	
粮食	-13.8	
美容化妆品及洗护用品	-15.4	
肉类(包括杂碎)	-16.7	
汽车(包括底盘)	-18.9	
医药材及药品	-19.5	
大豆	-19.6	
肥料	-20.9	
食用植物油	-38.2	

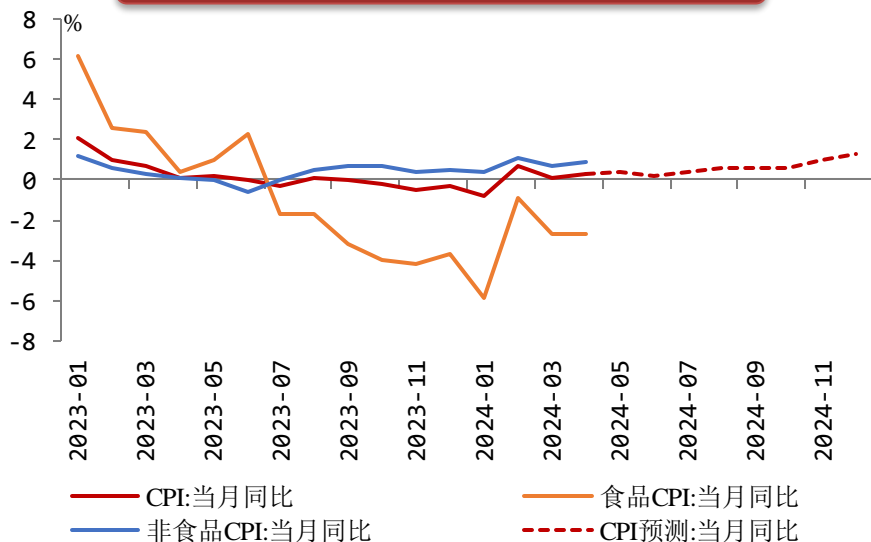
www.swsc.com.cn

数据来源：Wind、海关总署，西南证券整理

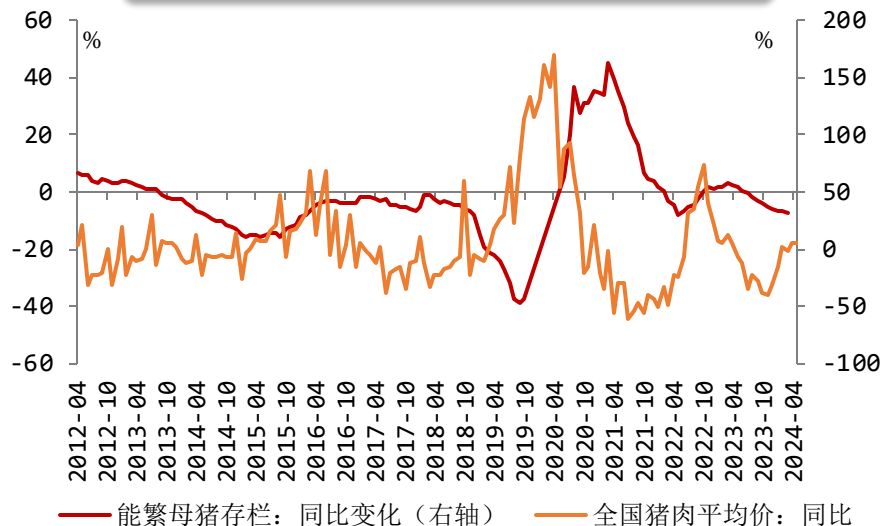
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

- **非食品价格涨幅快于食品价格，下半年低基数下CPI有望稳步回升。**2024年1-4月CPI累计同比0.1%，4月，受非食品价格推动，CPI同比涨幅扩大0.2个百分点至0.3%，涨幅略高于市场预期，非食品CPI涨幅快于食品CPI，4月，核心CPI同比上涨0.7%，涨幅较上月扩大0.1个百分点，环比由下降0.6%转为上涨0.2%。目前国内货币环境宽松，扩内需政策正在持续释放中，海外需求依然有较强韧性，叠加低基数，预计下半年CPI将稳步回升，全年有望回升至1.5%左右，呈前低后高的走势。
- 2月末农业部印发《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》，将全国能繁母猪正常保有量目标从4100万头调整为3900万头，截至3月份能繁母猪存栏量为3992万头，较2021年6月的高点已下降12.5%，能繁母猪数量已连续36个月下降，目前仍有至少992万头的减量空间，2006年以来，我国经历的四轮猪周期，每轮猪周期呈现3-4年的周期性变化规律，本轮始于2019年2月，从猪肉价格来看，2023年7月触底后，持续回升，目前已处于筑底回升阶段，下半年猪肉价格同比增速有望延续回升态势，带动食品CPI上行。

2024年下半年CPI有望持续回升



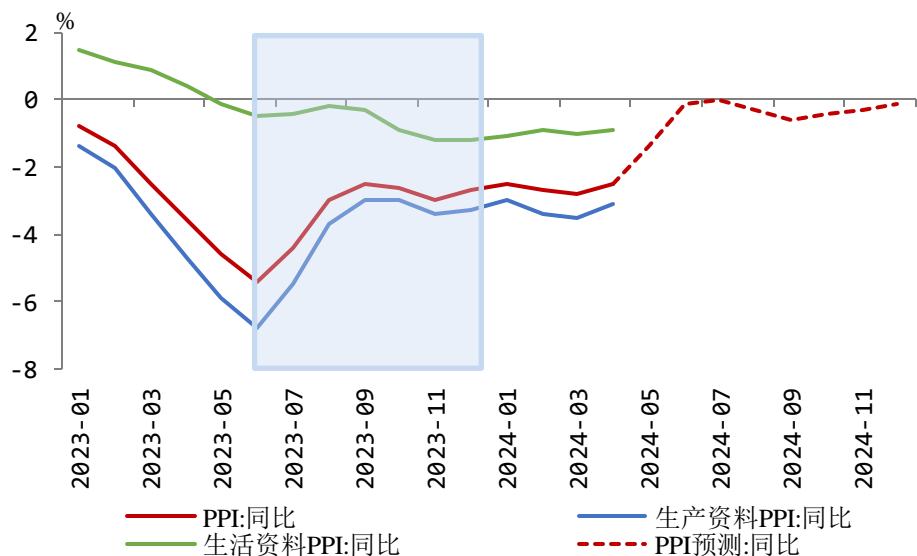
存栏量下降有望带动下半年猪价走高



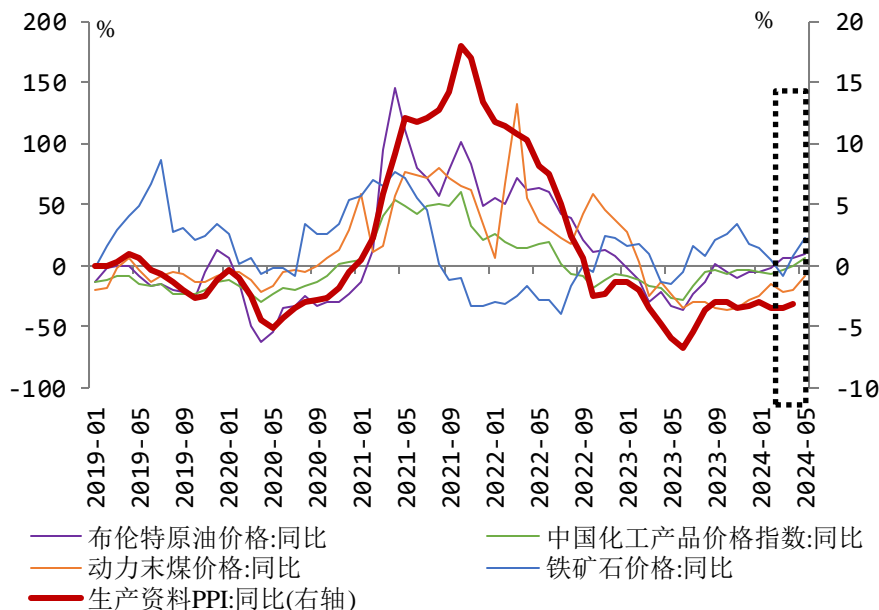
1 经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点

□ **4月PPI同比降幅延续收窄态势，下半年有望持续回升，全年转正可期。**1-4月PPI同比增速-2.7%，其中生产资料PPI-3.3%，生活资料PPI累计同比-1%，与1-3月持平。4月PPI同比降幅较3月缩窄0.3个百分点至-2.5%。今年3月以来，布伦特原油、化工品、动力煤、铁矿石等主要燃料和工业品价格同比增速加快，其中铁矿石同比价格涨幅最大，截至5月下旬，同比增速为22.77%，动力煤价格同比增速降幅收敛至-8.86%，化工品价格指数同比由负转正，增速6.62%，布伦特原油价格同比涨幅扩大0.3个百分点至9.93%。**下半年海外方面，地缘政治不确定性加剧，或加大原油等大宗商品的价格弹性，国内基建投资和制造业投资将对相关工业品价格有所驱动，叠加基数走低，预计今年下半年PPI同比增速继续回升，全年预计回升至1%左右。**

2024年下半年PPI总体保持回升态势



主要原材料价格回升带动生产资料PPI上行



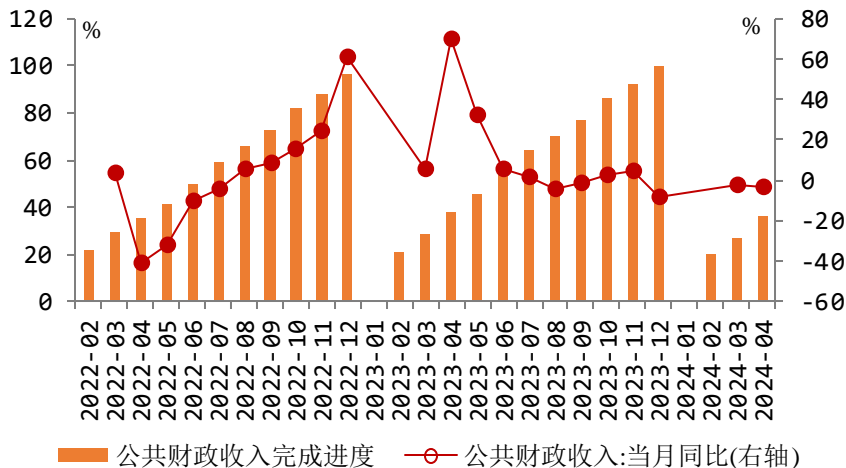
目 录

- ◆ **经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点**
- ◆ **政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同**
- ◆ **改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置**
- ◆ **2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同**

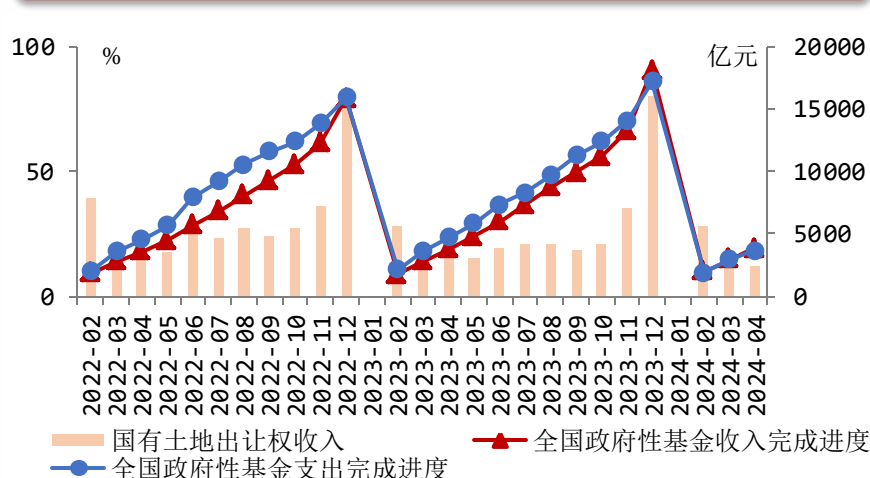
2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- **财政预算收入完成进度偏慢，下半年减税政策翘尾影响将减弱。**今年1-4月，全国一般公共预算收入80926亿元，同比下降2.7%，降幅较一季度扩大0.4个百分点，可比增长2%左右，低于一季度的可比增长2.2%左右，预算完成进度36.14%，低于去年同期2.14个百分点，整体偏慢。从结构上来看，消费税、企业所得税、车辆购置税、进口货物增值税等实现正增长，国内增值税、个人所得税、印花税、资源税等负增长，其中证券交易印花税降幅最大，为52.7%，这些税种收入的下滑，一方面是由于去年年中出台的减税政策翘尾减收等因素，另一方面也体现出国内经济仍处于恢复期。
- **政府性基金收入进度快于支出，土地使用权出让收入降幅扩大。**1-4月，全国政府性基金预算收入同比-7.7%，全国政府性基金预算支出同比-20.5%，降幅较1-3月分别扩大3.7、5个百分点，截至4月，今年的政府性基金预算收入完成进度19.04%，快于去年同期0.37个百分点，支出完成进度18.47%，较去年同期慢5.2个百分点。其中，国有土地使用权出让收入1-4月为-10.4%，较1-3月降幅继续扩大3.7个百分点。从绝对值来看，今年1-4月国有土地使用权出让收入10536亿元，去年同期为24408亿元，后续受2024年住宅用地动态管理的影响，土地使用权出让收入或仍将处于低位，短期内难有显著增长。

2024年1-4月财政收入进度偏慢



土地出让金收入仍在减少，但收支完成进度较快



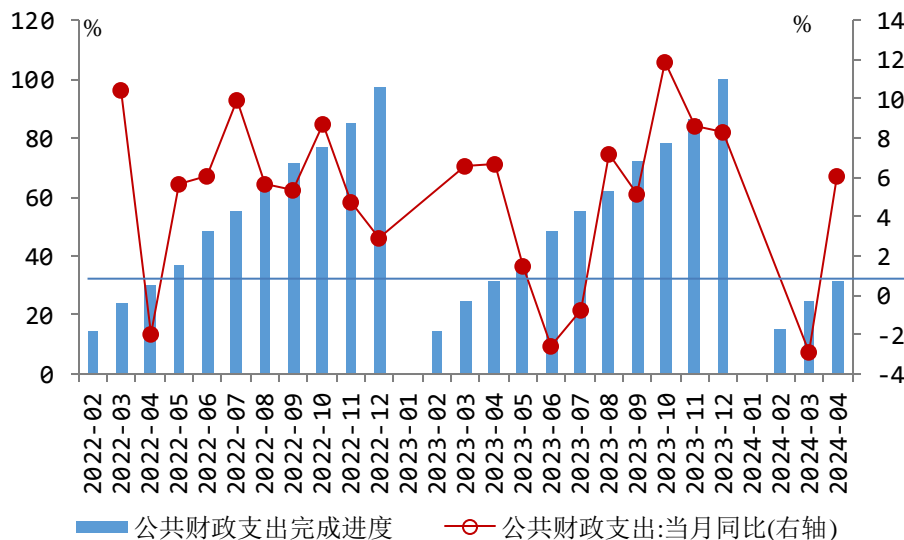
www.swsc.com.cn

数据来源：财政部、wind，西南证券整理

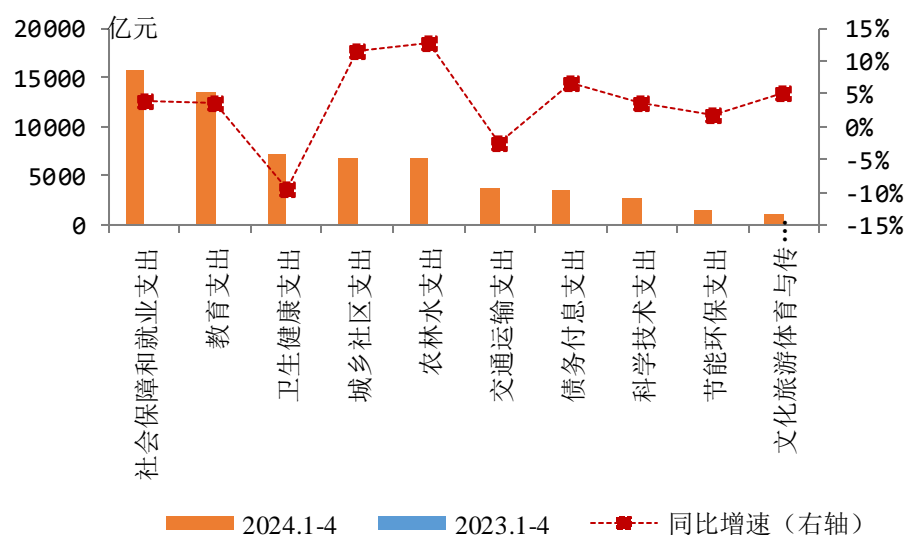
2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- 财政支出完成进度较快，中央财政支出增速快于地方。** 2024年1-4月，全国一般公共预算支出增速3.5%，较1-3月加快0.6个百分点，支出完成进度31.3%，高于近五年同期平均支出进度30.8%。继续呈现出“支快于收”的特点，其中，中央支出同比增长10.5%，持平一季度，地方支出同比增长2.6%，较一季度加快0.7个百分点，中央支出依然维持较高增速。4月单月，全国一般公共预算支出同比增速由负转正，增速加快8.98个百分点，至6.1%，财政积极度显著提升。后续年内5月-9月，受基数走低及财政集中发力的拉动，全国一般公共预算支出增速有望持续加快。
- 2014年1-4月，全国一般公共预算10个主要支出项中除卫生健康支出、交通运输支出外同比增速均为正增长，其中增长最快的是农林水支出、城乡社区支出、债务付息支出。** 4月单月，科学技术、节能环保和农林水事务支出在当月增长较快，分别实现25.2%、16.6%和11.8%的同比增速，交通运输、教育支出同比也由上月下降转为上涨。

1-4月公共财政支出进度基本持平往年同期



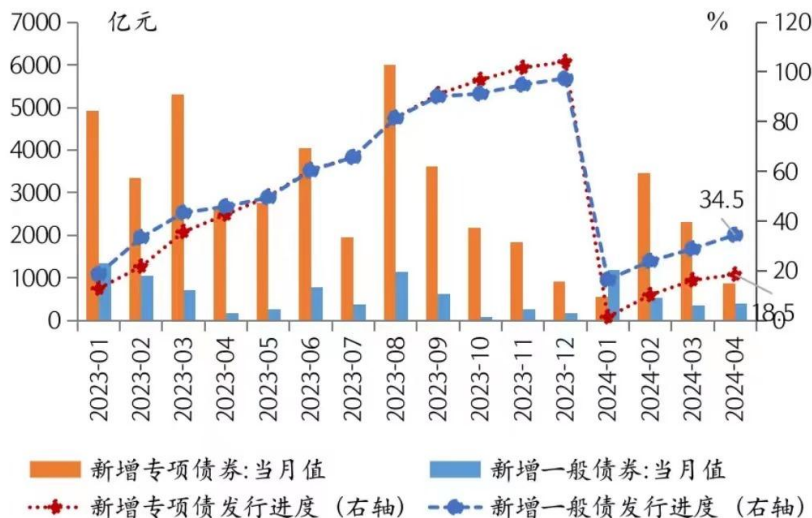
1-4月财政主要支出项8升2降



2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- 年初以来地方专项债发行偏慢，项目推进效果将在下半年集中体现。截至4月末地方专项债发行总额7225.24亿元，占全年发行进度的18.5%，去年同期发行进度为42.7%，目前发行显著偏慢，4月中旬，按照专项债券工作职责分工，发改委对地方报来项目的投向领域、前期工作等进行把关，完成了今年专项债券项目的初步筛选工作，并推送给财政部，反馈给各地方，财政部也在对项目融资收益平衡等进行审核，各地提前做好项目的准备工作。
- 2024年地方专项债投向领域上，总体仍保持着11大领域不变，细分领域上将更多新能源、新基建、新产业纳入专项债券投向领域，增加独立新型储、重点流域水环境综合治理等，此外，专项债作资本金领域新增保障性住房。今年1-4月投向最多的依然是市政和产业园区基础设施和交通基础设施，二者占比加总为87.2%。

2024年一季度专项债及一般债发行进度偏慢



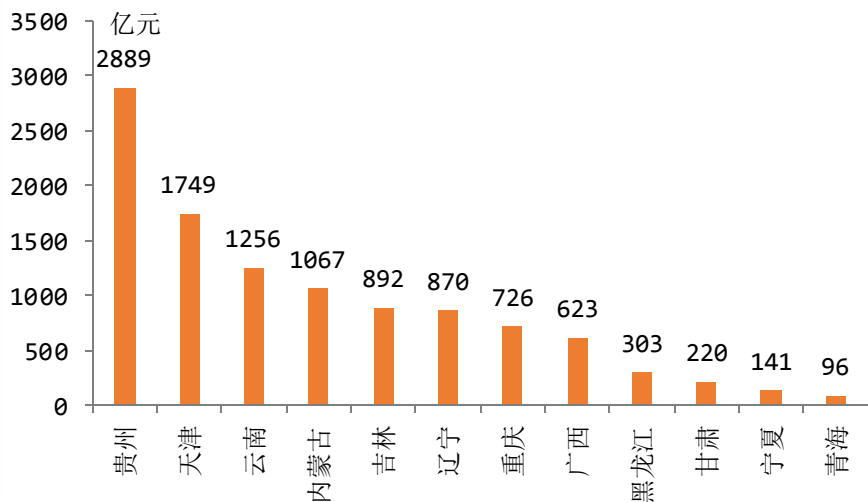
2024年1-4月专项债投向

债券投向	发行额 (亿元)	占比 (%)
市政和产业园区基础设施	5576.1	69.0
交通基础设施	1474.1	18.2
棚户区改造	610.2	7.5
民生服务	303.6	3.8
农林水利	65.1	0.8
其他	17.4	0.2
生态环保-城镇污水垃圾处理	14.5	0.2
城镇老旧小区改造	13.8	0.2
文化旅游	4.5	0.1
乡村振兴	4.0	0.0
能源-天然气管网	2.4	0.0

2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- 2023年10月6日以来，全国已有29地披露了拟发行特殊再融资债券文件，其中12个重点化债省份已披露拟发行特殊再融资债券总额为10832.21亿元。截至2023年12月末，全国地方政府债务余额40.73万亿，限额为42.16万亿，通过限额-余额进行计算，**2024年特殊再融资债发行的理论上限为1.43万亿元，截至5月末，今年已披露的拟发行总额为1087.65亿元，下半年有较为充裕的发行限额。**
- 2018年8月，中共中央、国务院发布《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》，开始进行地方政府隐性债务的第二次集中清理。要求用5-10年时间完成隐性债务化解工作，也就是说，各地方政府的最后化债时限为2028年8月左右。2020-2022年新冠疫情期间，地方政府隐性债务再度攀升，2023年7月24日召开的中央政治局会议首次提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，今年4.30政治局会议提出：要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

化债重点省份特殊再融资债披露情况



注：以上数据时间段为2023.10-2024.5

www.swsc.com.cn

数据资料来源：各省财政厅、wind，西南证券整理

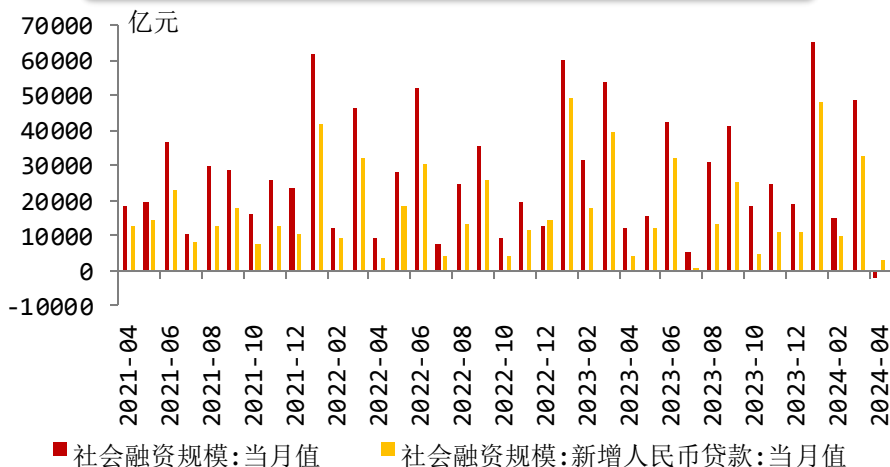
中央及重点省份化债举措

省/市	化债举措
中央	特殊再融资债置换和银行贷款置换；银行参与地方债务化解大致可分为：一是对本行贷款展期降息；二是债务置换。债务置换中，银行要求原债务对应的项目财务可持续或者地方提供抵质押品，而地方这类项目和资产较少
青海	增收节支、盘活资产、调整专项债券用途、发行特殊再融资债券等
内蒙古	用再融资债券额度支持偿还存量政府债务，优化债务期限结构，降低债务利息负担，平滑到期债务还本付息压力，以时间换空间
陕西省	组织摸清全省债务底数，制定全省化债总体方案以及相关专项方案，分级实施债务总量管控，设立风险化解储备金，大力防范化解债务风险
云南	制定全省防范化解地方债务风险方案，严格落实化债要求，调整投资结构，严控新建政府投资项目，取消政策到期项目、一次性项目等
天津	依法依规推动隐性债务和融资平台经营性债务周转接续，进一步优化成本期限结构，降低利息负担

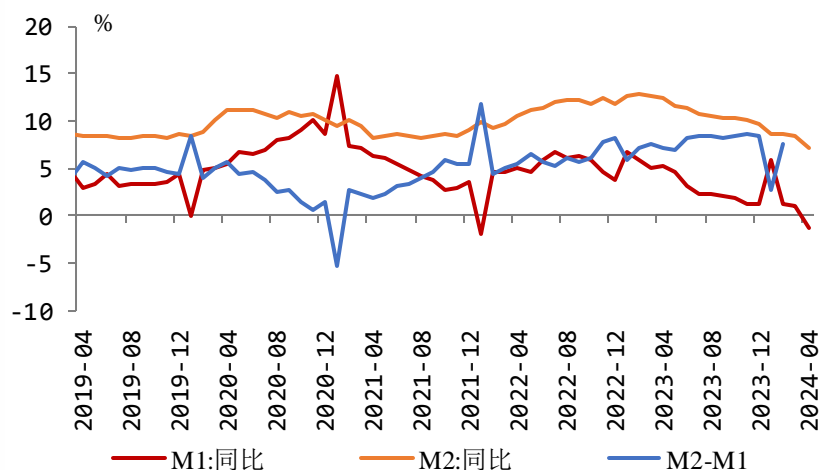
2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- **社融增量单月转为负值，新增人民币贷款同比少增。**从社融存量看，4月末，社融存量同比增长8.3%，增速较3月末回落0.4个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为244.92万亿元，同比增长9.1%，增速较前值回落0.1个百分点。从社融增量看，2024年前四个月社会融资规模增量累计为12.73万亿元，比上年同期少3.04万亿元。4月单月，社融增量为-1987亿元，是自2005年10月以来首次为负值，较上年同期多减14236亿元。从社融结构看，4月直接融资对社融增量形成拖累，政府债券融资转为减少，企业债券融资同比少增。预计后续国内货币政策仍将延续稳健趋松的总基调，降准降息仍有可能性，叠加财政政策逐步发力，国内信贷需求有望稳中趋升。
- **M2、M1同比继续走低，M1同比转负。**4月末，广义货币(M2)余额301.19万亿元，同比增长7.2%，增速较上月末回落1.1个百分点，较上年同期低5.2个百分点。狭义货币(M1)余额66.01万亿元，同比下降1.4%，增速分别比上月末和上年同期低2.5和6.7个百分点。M1与M2剪刀差为8.6个百分点，较上月扩大1.4个百分点。后续货币政策仍将坚持稳健取向，精准发力，预计M2增速将保持平稳走势，财政、货币等政策落地后M1有望逐渐回升。

4月社融和新增人民币贷款均同比少增



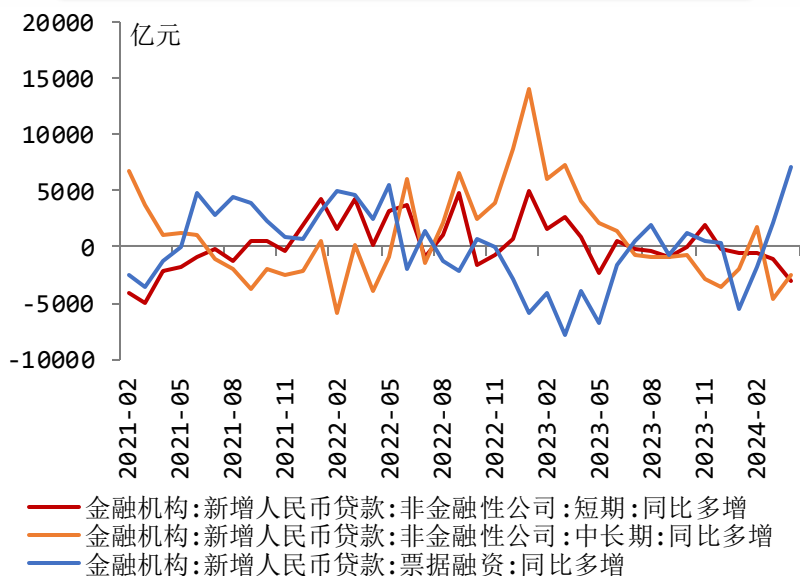
4月M1同比增速转负



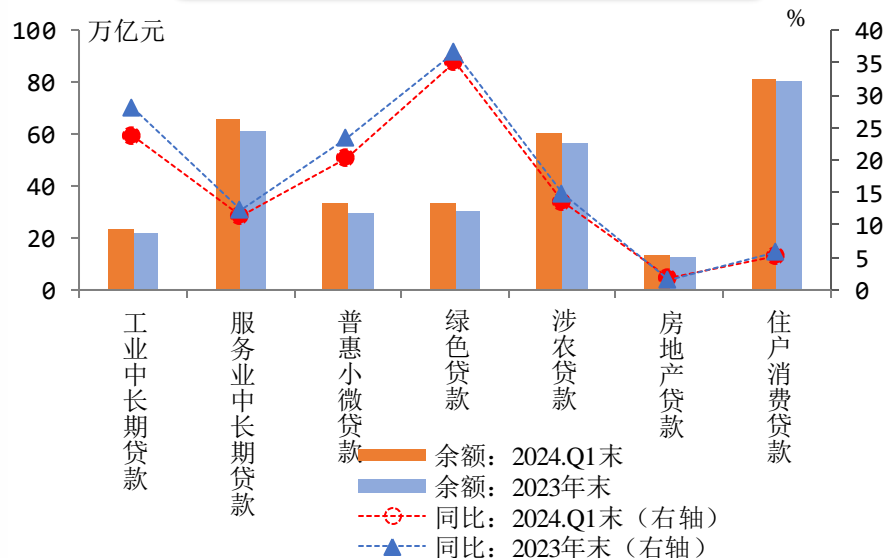
2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- **中长期企业贷款同比少增，居民贷款同比多减。**1-4月，企（事）业单位贷款增加4.77万亿元，4月单月，企（事）业单位贷款增加8600亿元，其中，短期贷款减少4100亿元，同比多减3001亿元，中长期贷款增加4100亿元，同比少增2569亿元，除基数因素外，也表明企业信心有待继续提振。4月单月，住户贷款减少5166亿元，同比多减2755亿元，其中，短期贷款减少3518亿元，中长期贷款减少1666亿元。产需两端4月信贷需求均偏弱。
- 对比2024年一季度末与2023年末，从总量上看，占比最高的是住户消费贷款，从余额变化来看，服务业中长期贷款、普惠小微贷款、绿色贷款，余额增长较多，分别为4.62、4.01和3.69万亿元，增速上除了房地产贷款余额同比加快0.2个百分点外，其余均为负增长，其中工业中长期贷款负增长速度降幅最大，下滑4.4个百分点至于23.6%。

4月企（事）业单位中长期贷款同比少增



2024Q1贷款投向余额与增速



2 政策聚焦：财政加力、货币效能与政策统筹

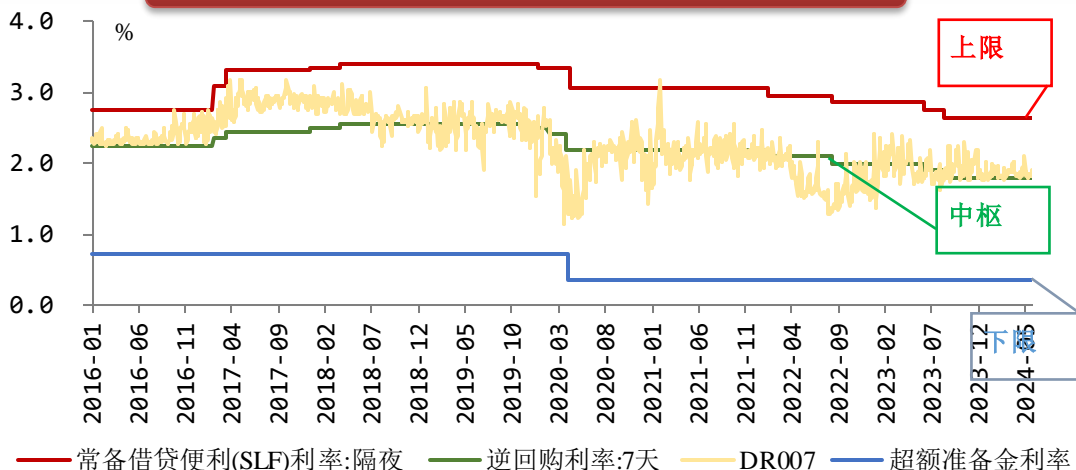
□ **稳健货币政策持续发力，下半年量宽或是主基调。**央行《2024年第一季度中国货币政策执行报告》强调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，与去年四季度的表述一致，同时增加了“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”，汇率方面“坚决对顺周期行为予以纠偏”，结合4.30政治局会议“灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，降低社会综合融资成本”的要求，我们认为，下半年货币将在物价、汇率及发债中进行平衡，总体仍将量宽的宽松为主基调。

□ 央行认为当前，“我国信贷增长与经济增长的关系趋于弱化，信贷增长已由供给约束转化为需求约束，应转变片面追求规模的传统思维”，“当前货币存量已经不少了，经济转型升级更为轻型化，信贷结构也在优化升级”，**我们认为，后续融资将进一步提升对“质”的要求，总量方面的考核将进一步弱化。**

近期货币政策的定调与表述

日期	重要会议	货币政策定调
2024/3/29	央行货币政策委员会2024年第一季度例会	加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配
2024/4/30	中共中央政治局会议	要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本
2024/5/10	中国货币政策执行报告	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。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，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。畅通货币政策传导机制， 避免资金沉淀空转。坚决对顺周期行为予以纠偏

我国利率走廊体系，利率中枢仍有下行空间



2 政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同

- 截至2024年3月末，与2023年12月末相比，17类结构性货币政策工具余额8升5平4降，其中，今年一季度抵押补充贷款、支小再贷款及房企纾困专项再贷款增加最多，科技创新再贷款、碳减排支持工具及交通物流专项再贷款余额下降较多。5月17日，人民银行拟设立保障性住房再贷款，作为新创设的结构性货币政策工具，保障性住房再贷款规模是3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次。

2024.Q1结构性货币政策工具额度余额

	额度 (2024年3月末)	余额 (2024年3月末)	2024年Q1新增数额
长期性工具	抵押补充贷款	/	33700
	支小再贷款	18000	16718
	支农再贷款	8100	6650
	再贴现	7400	5991
阶段性工具	碳减排支持工具	8000	5140
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	2641
	设备更新改造专项再贷款	2000	1567
	科技创新再贷款	4000	1548
	普惠小微贷款支持工具	800	554
	普惠小微贷款减息支持工具	/	269
	房企纾困专项再贷款	800	209
	交通物流专项再贷款	1000	206
	保交楼贷款支持计划	2000	86
	收费公路贷款支持工具	/	83
	租赁住房贷款支持计划	1000	20
	普惠养老专项再贷款	400	18
	www 民企债券融资支持工具	500	0

目 录

- ◆ **经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点**
- ◆ **政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同**
- ◆ **改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置**
- ◆ **2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同**

3 改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置

- 三中全会中国共产党各届全国代表大会选出的中央委员会召开的第三次全体会议，主要是研究经济改革，会议时长3-5天。**二十届三中全会今年7月在北京召开。**

1978年改革开放历届三中全会重点文件及内容

会议届次	召开时间	重要文件	会议要点
十一届三中全会	1978年12月18日-22日	《中国共产党十一届中央委员会第三次全体会议公报》	确立了以经济建设为中心的党的工作路线；确定了“解放思想，实事求是”的思想路线；拉开“改革开放”序幕
十二届三中全会	1984年10月20日	《中共中央关于经济体制改革的决定》	第一次明确指出，中国的社会主义经济不是计划经济，而是以公有制为基础的有计划的商品经济。冲破“左”的思想束缚，这一历史性突破标志着中国经济体制改革进入了全面发展的阶段
十三届三中全会	1988年9月26日-30日	《关于价格、工资改革的初步方案》 《中共中央关于加强和改进企业思想政治工作的通知》	把改革和建设的重点放到治理经济环境和整顿经济秩序上来；主要是压缩社会总需求，抑制通货膨胀；工作重点就是各地要压基建规模、贷款规模，核心就是压物价
十四届三中全会	1993年11月11日-14日	《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》	建立社会主义市场经济体制的总体规划；建立适应市场经济要求的现代企业制度；建立全国统一开放的市场体；建立以按劳配为主体的收入分配制度以及多层次的社会保障制度
十五届三中全会	1998年10月12日-14日	《中共中央关于农业和农村工作若干重大问题的决定》	提出建设有中国特色社会主义新农村的奋斗目标；部署了一系列促进农村经济社会发展的政策措施；坚持以家庭承包经营为基础、统分结合的双层经营体制
十六届三中全会	2003年10月11日-14日	《中共中央关于完善市场经济体制若干问题的决定》	提出股份制成为公有制的主要实现形式，首次提出建立现代产权制度；建设统一开放竞争有序的现代市场体系；积极推行公有制的多种有效实现形式，加快调整国有经济布局 and 结构，深化国有企业改革；要加快建设全国统一市场，大力发展资本和其他要素市场
十七届三中全会	2008年10月9日-12日	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》	允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权发展多种形式的适度规模经营
十八届三中全会	2013年11月9日-12日	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	提出了全面深化改革的总目标和重点任务；坚持公有制经济的主体地位，让市场在资源配置中起决定性作用；加快建立生态文明制度，围绕建设美丽中国深化生态文明体制改革
十九届三中全会	2018年2月26日-28日	《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》 《深化党和国家机构改革方案》	部署了深化党和国家机构改革的重举措；要深入推进供给侧结构性改革，加快建设创新型国家；实施乡村振兴战略

3 改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置

二十届三中全会主要议程是：中共中央政治局向中央委员会报告工作，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。

01 全面深化改革

- 经济体制改革
- 新一轮财税改革
- 高水平对外开放

02 高质量发展

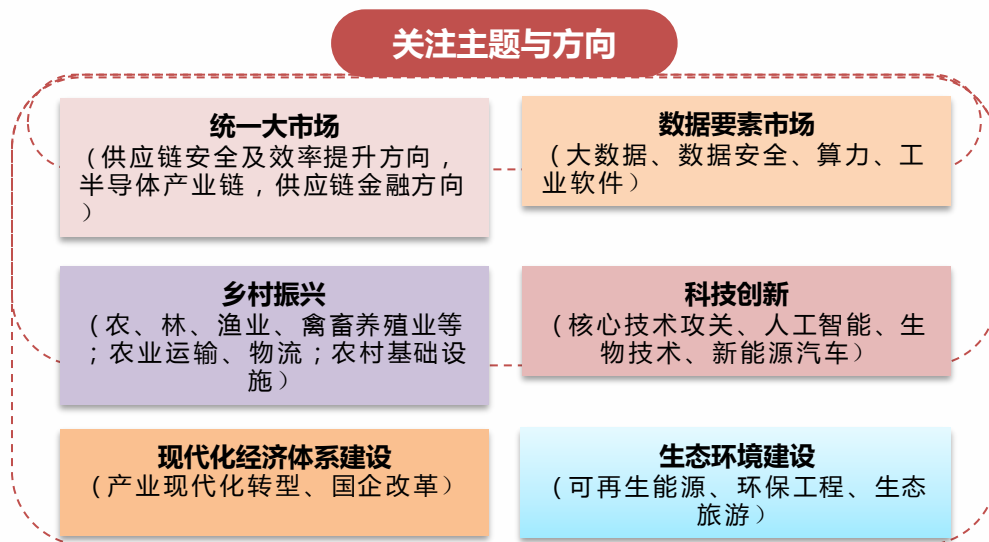
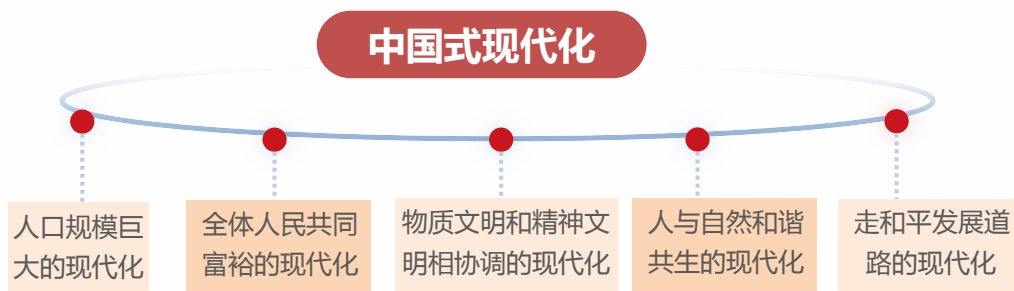
- 建设现代化产业体系，新质生产力
- 乡村振兴战略
- 区域协调发展

03 要素市场完善

- 建立合规高效的数据产权制度
- 数据要素流通和交易制度
- 数据要素收益分配制度
- 数据要素治理制度
- 为数据要素发展提出顶层设计指引

04 绿色转型

- 绿色转型深化改革
- 绿色低碳循环发展的经济体系

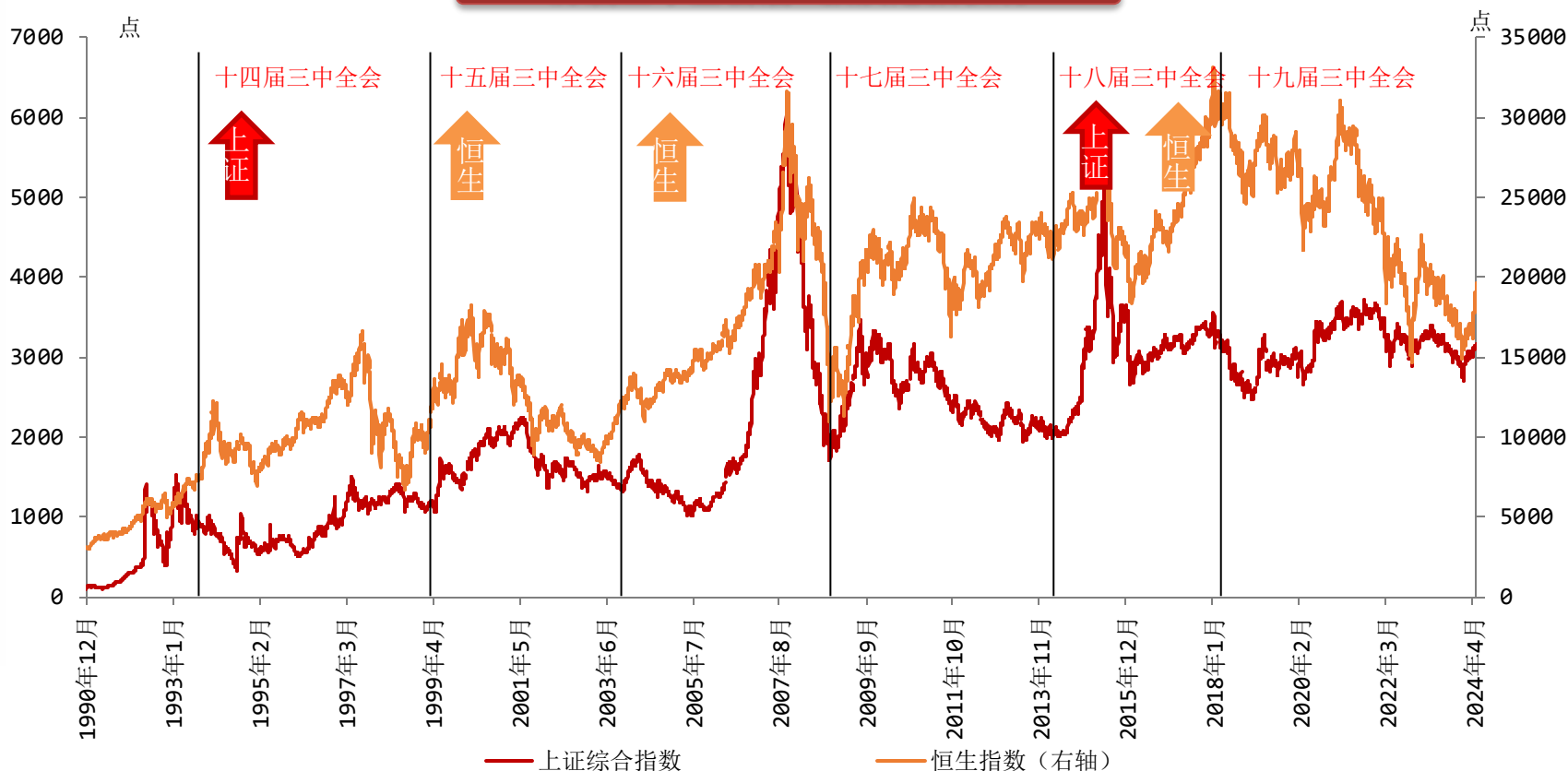


资料来源：中国政府网，西南证券整理

3 改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置

- 1990年以来，我国共召开了六届三中全会，上证综合指数在会议召开的1个月内点位均值与开会日相比，上涨的有2次（十四届、十八届），其他均为下跌，恒生指数上涨的有三次（十五届、十六届、十八届），其他均为下跌，受2008年金融危机影响，上证和恒生指数都十七届三中全会后的跌幅最大，为10%左右，其他时间段均值点位的跌幅都在1%-2%左右。

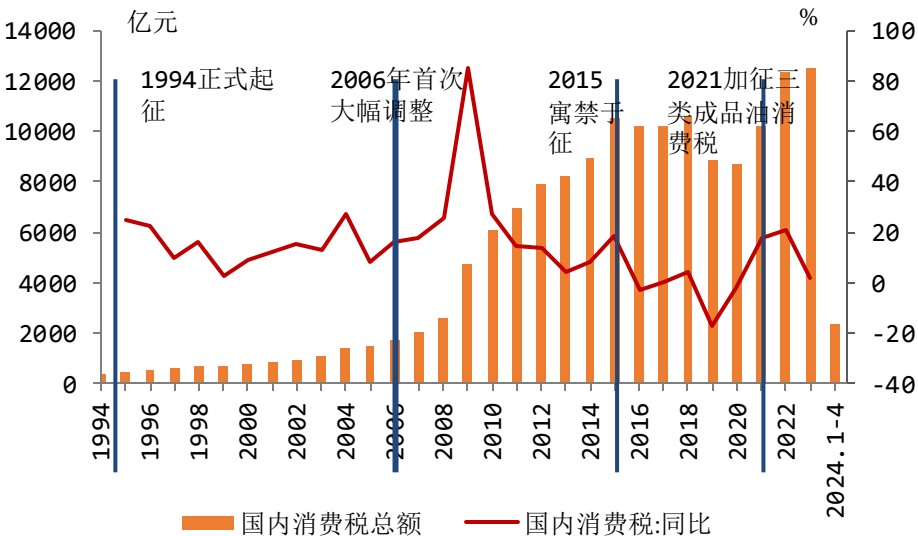
历届三中全会后A股及港股表现



3 改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置

□ 消费税是中央税，属于间接税，是价内税。消费税大多在生产或进口环节缴纳，卷烟会在批发环节加征，金银首饰等在零售环节征收。消费税改革主要涉及：扩围、调节税率结构、征收环节后移。“十四五”规划纲要提出，“要调整优化消费税征收范围和税率，推进征收环节后移并稳步下划地方”，**消费税征收环节后移，主要是由生产环节逐步调整为消费环节征收，这有助于扩展地方财源，在各地区间进行更好的平衡税收。**

消费税总额与增速及历次改革时间



消费税税目和税率表

税目	税率		
	生产(进口、委托加工)环节	批发环节	零售环节
一、烟	1卷烟		
	(1) 甲类卷烟	56%加0.003元/支	11%加0.005元/支
	(2) 乙类卷烟	36%加0.003元/支	
	2、雪茄烟	36%	
	3、烟丝	30%	
二、酒	4、电子烟	36%	11%
	1、白酒	20%加0.5元/500克或者500毫升	
	2、黄酒	240元/吨	
	3、啤酒		
	(1) 甲类啤酒	250元/吨	
	(2) 乙类啤酒	220元/吨	
	4、其他酒	10%	
三、高档化妆品	高档化妆品	15%	
四、贵重首饰及珠宝玉石	1、金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品		5%
	2、其他贵重首饰和珠宝玉石	10%	
五、鞭炮、烟火	鞭炮、烟火	15%	
六、成品油	1、汽油、2、柴油、3、航空煤油、4、石脑油、5、溶剂油、6、润滑油、7、燃料油	1.20元/升、1.52元/升	
七、摩托车	1、气缸容量(排气量)为250毫升的	3%	
	2、气缸容量在250毫升以上的	10%	
八、小汽车	1、乘用车	1%-40%	
	2、中轻型商用客车	5%	
	3、超豪华小汽车	按照乘用车和中轻型商用客车的规定征收	10%
九、高尔夫球具		10%	
十、高档手表		20%	
十一、游艇		10%	
十二、木制一次性筷子		5%	
十三、实木地板		5%	
十四、电池		4%	
十五、涂料		4%	

3 改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置

- 2020年11月，《求是》重要文章指出“为保障我国产业安全和国家安全，要着力打造自主可控、安全可靠的产业链、供应链，力争重要产品和供应渠道都至少有一个替代来源，形成必要的产业备份系统”。产业备份是为维护国家产业链和供应链安全，找到产业薄弱缓解和关键领域，建立储备产能，并实现关键产品和供应链的多元替代。
- **产业备份基地主要集中在中西部地区。**目前四川、重庆和贵州省已从官方政策层面确立打造产业备份基地，云南、湖南、湖北、江西和甘肃等省份在官方网站或官媒上提到“争取创建产业备份基地”等。**涉及到的主要产业包括汽车、电子、装备制造、新材料、航空航天等关键设备、关键零部件和关键材料。**

提及产业备份基地的省市及主要内容

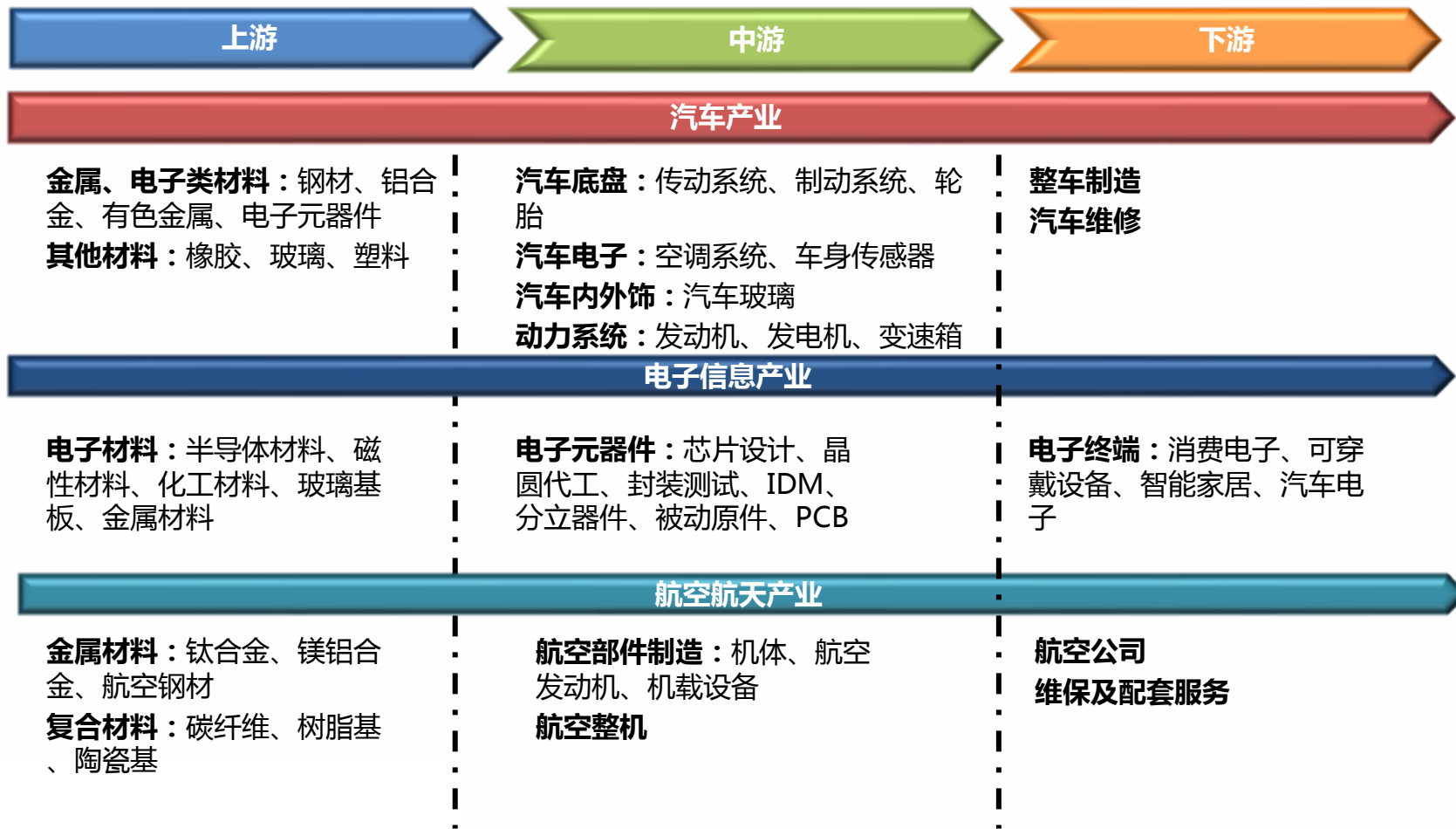
省/市	涉及产业备份基地的描述	涉及产业
四川	《中共四川省委关于深入推进新型工业化加快建设现代化产业体系的决定》指出，把国家所需和四川所能结合起来， 加快打造产业备份基地 ，更好维护国家产业和经济安全。	钒钛战略材料、新能源汽车、集成电路等
重庆	重庆市委书记袁家军表示，要协同培育现代化产业体系，携手打造先进特色产业集群， 共建成渝中部地区科创大走廊，合力打造国家战略产业备份基地。	电子信息、汽车、装备制造、特色消费品、工业互联网、铝产业等
贵州	2023年贵州提出“3533”奋斗目标， 重点打造“六大工业基地”，其中包括大力建设全国重要的产业备份基地。	特种车辆、特种机器人、智能装备、应急救援、电子元器件等关键设备；航天航空橡胶件、紧固件、成附件、结构件、传感器等关键零部件；高品质海绵钛、高附加值钛材、航天航空用铝合金、特殊钢、钢丝绳、高位合金、复合材料等关键材料（遵义市）
云南	《“七大思维” 构筑云南承接产业转移新格局》： 加快打造云南韧性安全的产业备份基地 ，推动国家在云南建立产业链供应链安全制度，探索建立产业转移清单制度。	
湖南	《高技处：以科技创新引领现代化产业体系建设》：发挥保持产业链供应链稳定工作机制作用，补强薄弱环节、锻造长板环节，不断提升现代化产业体系的安全性。立足我省产业基础，积极对接国家战略布局， 全力争取创建产业备份战略基地。	
湖北	《湖北力争迈进全国制造强省第一梯队行列》： 争取国家关键产业备份基地落户湖北 ，前瞻布局未来产业，加快形成新质生产力。	
江西	省政府党组理论学习中心组举行2024年第一次集体学习：立足自身资源禀赋、产业基础、科研条件等， 争取国家在我省布局建设产业备份基地	
甘肃	《东西协作：创新打造“飞地园区” 承接产业备份转移》：争取国家和对口帮扶省市加大对我省的支持帮扶力度，使东部地区的部分重点产业在我省备份，向我省转移， 形成国家战略性产业在我省的备份系统。 以兰州新区为中心，争取设立国家东西部协作产业备份和转移“飞地”试验区。	

www.swsc.com.cn

资料来源：各省市人民政府、发改委官方网站、西南证券整理

3 改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置

涉及到产业备份行业的上中下游产业链



资料来源：中商情报网、生意汇、新华财经等，西南证券整理

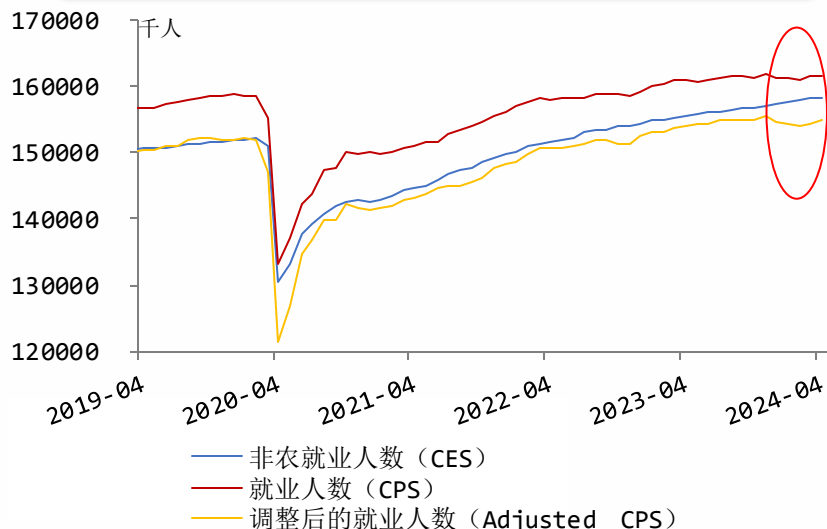
目 录

- ◆ **经济进入二阶加速恢复期：总量预期与结构亮点**
- ◆ **政策接力与加力：财政进度、强度与货币协同**
- ◆ **改革深化与中国式现代化：战略选择与投资配置**
- ◆ **2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同**

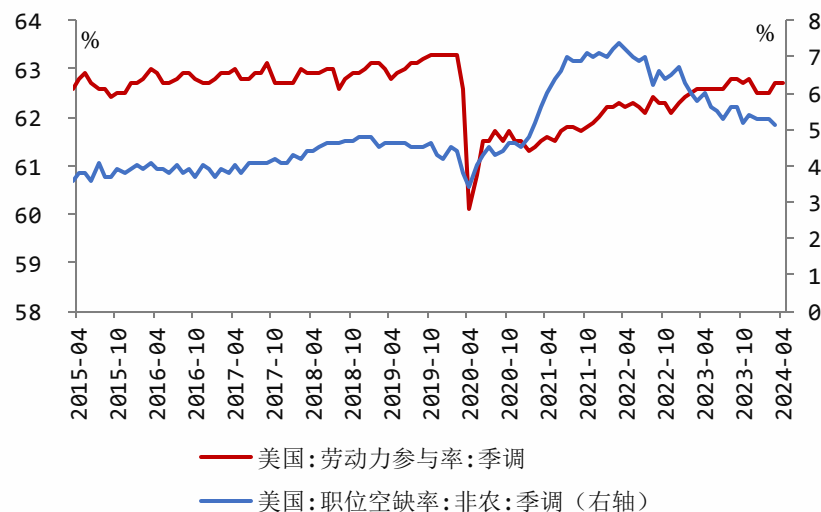
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- 目前美国劳动力市场依然具有一定韧性，但CPS与CES统计下的就业人数差距扩大。截至2024年4月，CPS统计口径下的就业人数较3月末仅新增2.5万人，调整后的CPS较3月末新增56.3万人，CES统计口径下就业人数较3月末新增17.5万人，虽然不及市场预期，但仍保持了稳健增长。今年以来，家庭调查偏弱、机构调查偏强的就业数据可能与美国移民人数快速上升有关，尤其是非法移民。从结构上看，商品生产中，相比制造业而言，建筑业就业人数增长较多；服务生产中，教育和健康服务、休闲和酒店业是新增非农就业的主要贡献项。
- 随着移民人数增加，劳动力供给缺口正逐步收窄。从供给端看，3月美国劳动参与率升至62.7%，但距离2019年63.3%左右水平仍有一定差距。尤其是移民人数快速增加，提供了劳动力供给。截至2024年4月，海外出生的劳动力人数达到3048.2万人左右，已经显著超过疫情前水平。但11月美国大选或给移民政策带来不确定性；从需求端看，2月，美国非农职业空缺率为5.3%，但依然高于疫情前水平，供需缺口在收窄过程中，但目前仍有一定差距。

今年以来CPS与CES的就业情况出现分化



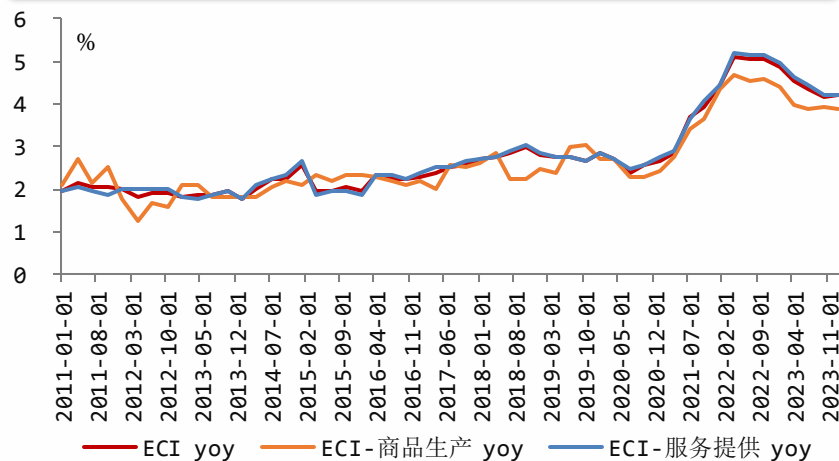
劳动参与率回升，职位空缺率走低



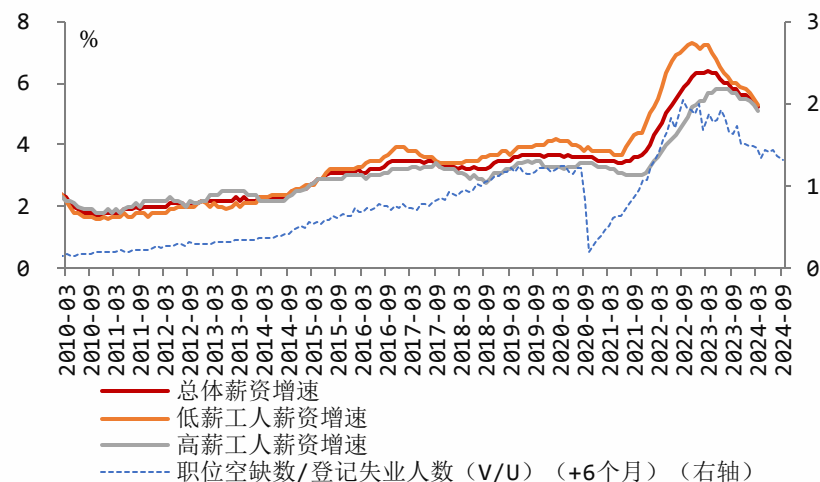
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- 不同指标均显示当前薪资增速处于下行阶段，领先指标显示薪资增速下行将延续至2024年Q3。美联储鲍威尔对就业成本指数（ECI）关注度最高，自2022年Q2至2023年Q4环比增速逐渐走低，然而2024年Q1季环比增长1.2%，出现了较大幅度的反弹；市场对非农平均时薪的关注度较高，来自CES调查数据，4月回落至3.9%，略低于市场预期的4%；亚特兰大联储计算的薪资增长追踪数据来自CPS调查，截至2024年3月该指标（移动三个月平均）已从高位6.7%降至4.7%。
- 根据薪资领先指标——职位空缺数/失业人数（V/U），自2022年Q1以来进入到下行区间，峰值为2倍，2024年3月下滑至1.3倍。V/U通常领先薪资增速大约6个月左右，也就意味着直至2024年9月左右，美国薪资增速仍将延续下行的态势，基本上回落至略高于疫情前的水平。

美国就业成本指数（ECI）在2024年一季度反弹



领先指标显示美国薪资增速将继续下行

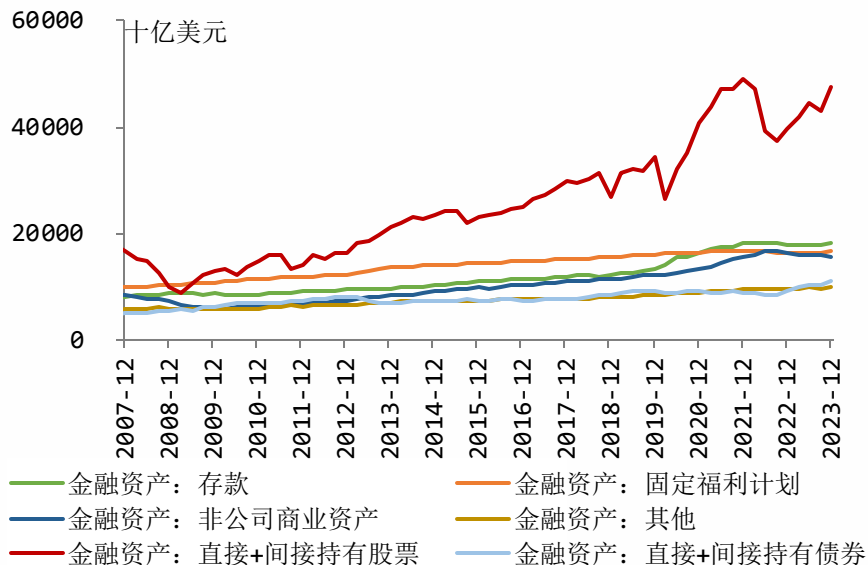


数据来源：FRED、亚特兰大联储、wind、西南证券整理；
注：右下图薪资增速采用Atlanta薪资增长追踪指标，经过12个月移动平均处理

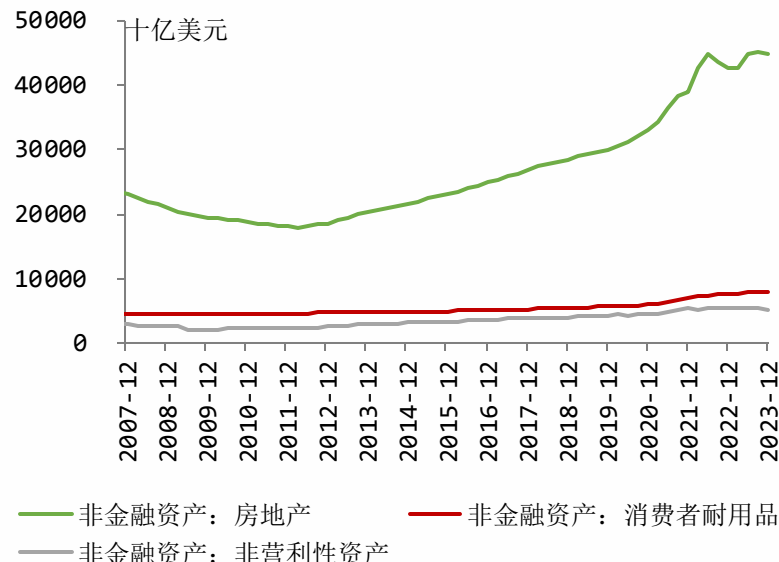
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- **美国家庭资产规模自疫情之后总体呈扩张态势。**从具体结构上看，若将直接和间接持有股票与房地产的资产规模的变化相加，对家庭总资产在2020年Q1至2023年Q4的增长的贡献超过70%。疫情之后，家庭金融资产中增长最多的是“直接持有股票”，从2020年Q1的16.3万亿美元增长至2023年Q4的32万亿美元，非金融资产的增长主要来自于房地产，从2020年Q1的30.6万亿美元扩大到2023年Q4的44.8万亿美元。
- **尽管美联储快速加息，但美国二手房价格并未受到太大冲击，**美国成屋销售价格在2021年6月之前快速上行，此后除2023年Q2同比小幅下降之外，至今仍保持在上行区间，但成屋销售数量自2022年以来便下降较多。价格与数量的走势分化或主要源于次贷危机后美国成屋供给系统性收缩，加之当前房贷成本快速上行，已锁定低利率贷款的业主不愿出售房屋，进一步导致成屋供应短缺。

金融资产中直接和间接持有股票增长最快



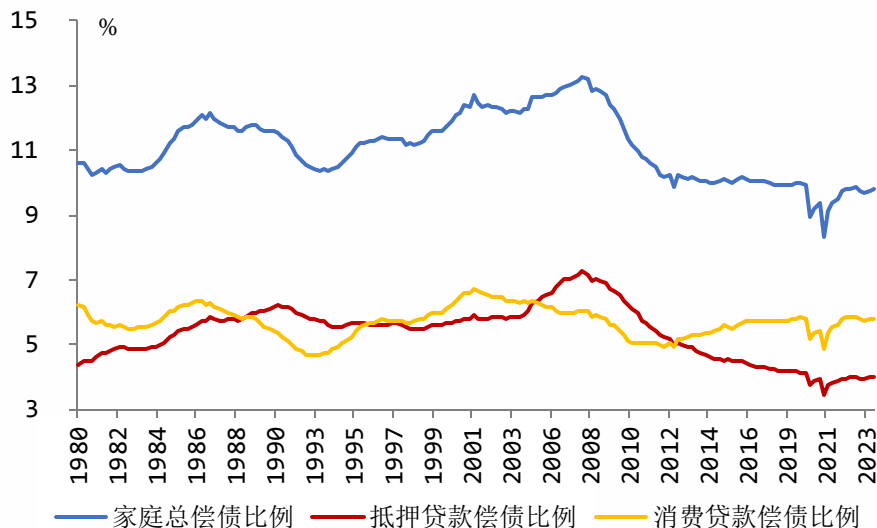
非金融资产中房地产增长最快



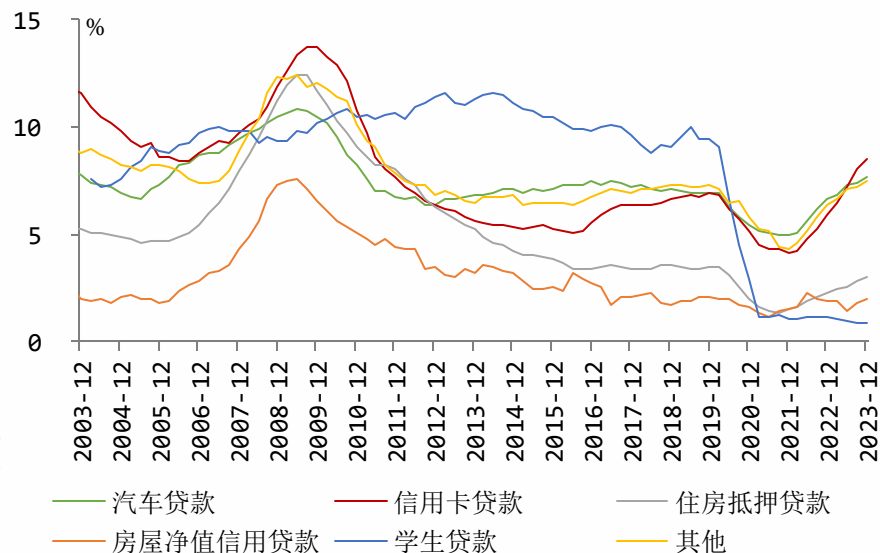
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- **美联储加息后美国家庭负债增速放缓。**美国家庭负债同比增速从9.6%的高位持续下降至2023年Q4的2.8%，甚至低于2019年的负债增速4%，负债规模也在2022年Q1至2023年Q4期间仅增长了1.4万亿美元。从杠杆率来看，美国居民部门的杠杆率从2019年Q4的75.1%升至高点2021年Q2的78.5%，而后逐步跌落至2023年Q3的73.1%，但可能只是延续了疫情前的趋势。
- **住房贷款是家庭负债中最重要的组成部分，其次是消费信贷。**美国家庭住房贷款的增速自2022年开始便持续走低，从高位9.8%的增速下滑至2.8%。但抵押贷款偿债比例在2023年Q4仅为4%左右，或主要因为很多家庭在2020-2021年便以较低的固定贷款利率购买了新房，偿债成本变化不大；消费贷款增速也在2022年后进入下行区间，然而从偿债压力来看，消费贷款的偿债比例高于抵押贷款。其中，信用卡和汽车贷款的拖欠率均走高超过疫情前水平，低收入和年轻人的拖欠率上升更快。此外，学生贷款偿还的恢复可能不会对消费者支出产生很大的影响。

美国家庭总偿债比例依然保持在历史低位



信用卡、汽车和其他贷款30天以上拖欠率上升加快



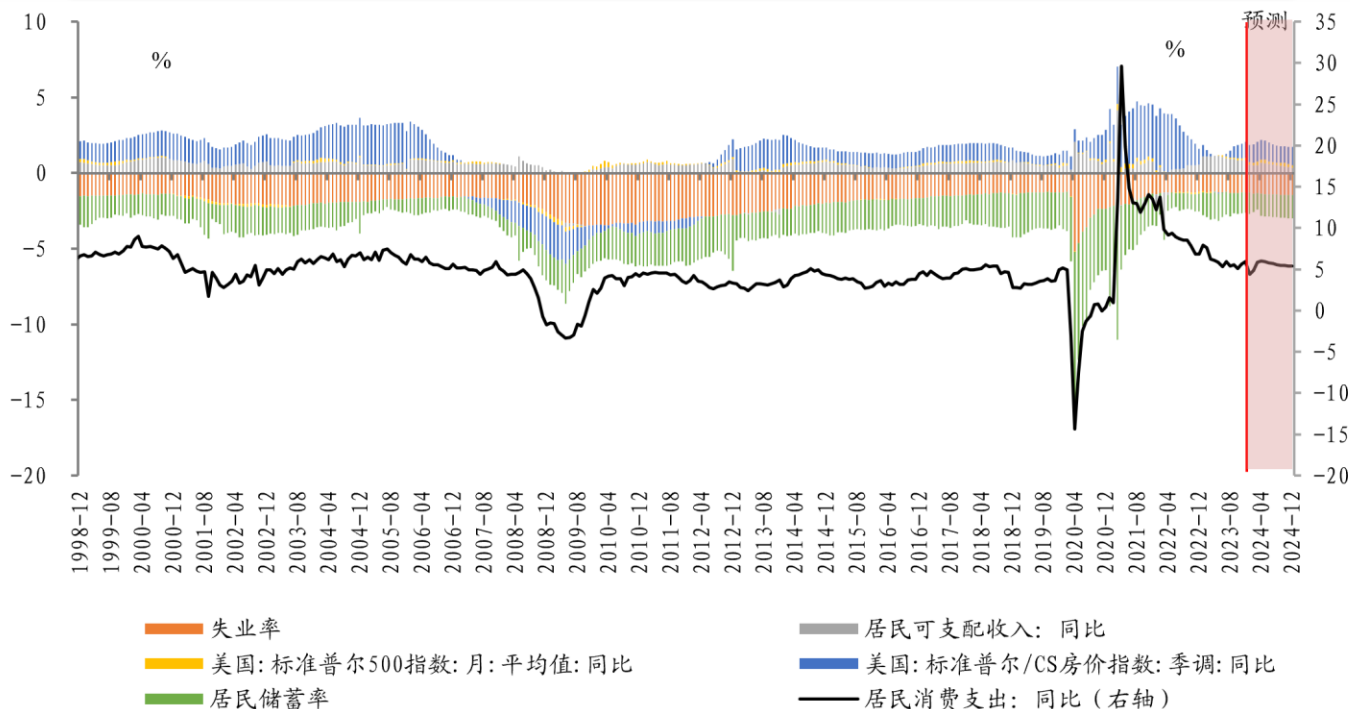
www.swsc.com.cn

数据来源：FRED、New York Fed、西南证券整理

4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- 为了衡量就业、收入、资产价格等因素对于美国居民消费影响的程度，我们选用美国失业率、居民可支配收入、标普500指数、标普/CS房价指数以及居民储蓄率作为美国居民消费支出（PCE）的解释变量，时间维度为1997年3月-2024年2月的月度数据。拟合之后得出的结论是，失业率和储蓄率对美国居民消费的影响程度最大（负相关），其次是房价、可支配收入和股价（正相关）。
- 根据中性假设，劳动力市场走弱，失业率在年末升至4.5%，居民可支配收入增速大幅下滑至2.8%，但股价和房价延续2023年以来的上行态势，储蓄率升至4.5%，预计2024年末美国名义PCE增速降至5.4%左右。

基于我们对名义PCE的拟合模型，中性假设下年内PCE增速或温和下降



4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- 复盘历史上美国居民可支配收入增速下降、但资产价格上涨（尤其是房价）对个人消费支出的影响，比如1998Q3-1999Q2、2000Q4-2001Q4、2004Q4-2005Q2、2013Q1-2013Q4和2015Q1-2016Q2。这五个时期中仅2001年美国经历了硬着陆，2015Q1-2016Q2年个人消费支出增速缓慢下滑，其余三个时期居民消费支出增速都稳中有升，居民消费韧性较强。
- 当前美国的宏观环境或类似于2000Q4-2001Q4，但此时的美国居民消费表现或好于2000Q4-2001Q4，主要因为股价上涨为居民提供财富效应，住宅贷款拖欠率保持稳定，家庭财务状况或维持健康。因此我们对年内美国居民消费的判断可能中性偏弱。在此背景下，预计美联储今年仍将降息1-2次，降息时点或在三季度开启。

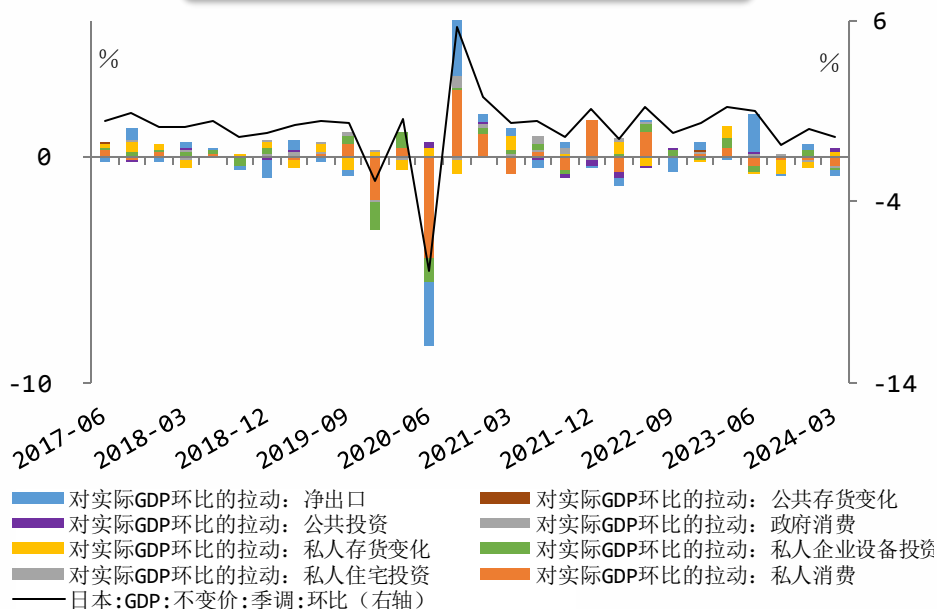
对比1990年以来可支配收入增速下行、资产价格走高时期

时期		1998Q3-1999Q2	2000Q4-2001Q4	2004Q4-2005Q2	2013Q1-2013Q4	2015Q1-2016Q2	2023Q2-2024Q1
实际个人消费支出：同比		5.8%-5.4% ↓	5%-2.5% ↓	3.4%-4.1% ↑	1.5%-2.2% ↑	3.5%-2.4% ↓	2.1%-2.4% ↑
货币政策	联邦基金利率（反向）	5.25%-5% ↑	5%-1.75% ↓	1.75%-3.25% ↑	0.25%-0.25% -	0.25%-0.5% ↑	5%-5.5% ↑
	失业率（反向）	4.5%-4.3% ↓	3.9%-5.7% ↑	5.4%-5% ↓	7.9%-6.7% ↓	5.6%-4.9% ↓	3.5%-3.8% ↑
劳动力市场	亚特兰大联储薪资增长指数:3个月移动平均	5.4-4.9 ↓	5.2-5 ↓	3.7-3.8 ↑	2.3-2.2 ↓	2.9-3.6 ↑	6.4-4.7 ↓
	实际可支配收入：同比	6.3-2.9% ↓	5.7%-1.3% ↓	2.4%-1.4% ↓	4.2%-(-2.8%) ↓	4.9%-1.7% ↓	3.7%-1.7% ↓
资产价格	标准普尔/CS房价指数：涨/降幅	6.80% ↑	9.30% ↑	11% ↑	10.70% ↑	7.20% ↑	6% ↑
	标准普尔500指数：涨/降幅	21.10% ↑	-20.10% ↓	6.90% ↑	29.60% ↑	1.90% ↑	27.90% ↑
信贷质量	住宅贷款拖欠率（反向）	2.12%-1.88% ↓	2.1%-2.3% ↑	1.6%-1.6% -	10%-8.3% ↓	6.5%-4.6% ↓	1.7%-1.7% -
	信用卡贷款拖欠率（反向）	4.76%-4.58% ↓	4.5%-4.7% ↑	4.1%-3.7% ↓	2.7%-2.4% ↓	2.2%-2.2% -	2.5%-3.2% ↑
消费意愿	储蓄率（反向）	6.5%-4.3% ↓	4.1%-3.7% ↓	4.1%-2% ↓	10.9%-4.5% ↓	6%-4.9% ↓	5.2%-3.2% ↓

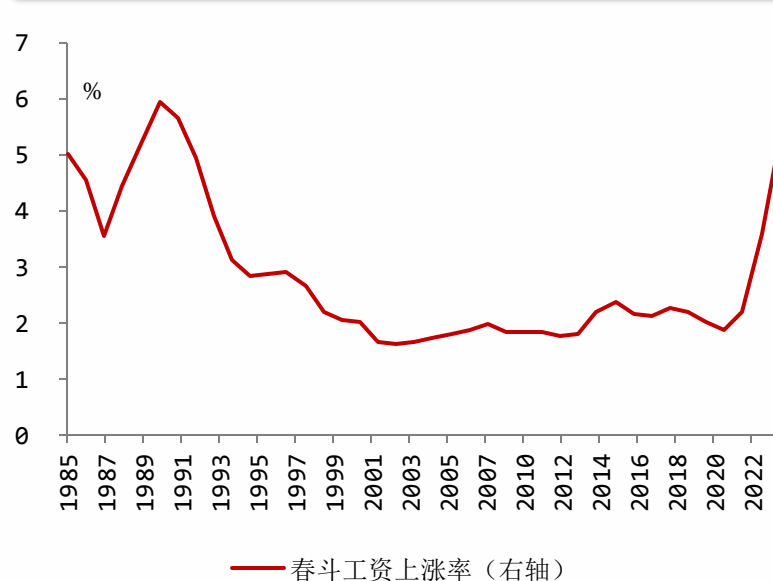
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- **日本一季度经济不及预期，或由突发事件所致。**日本一季度GDP不变价环比折年率为-2.0%，低于市场预期的-1.2%，季调后实际GDP环比下降0.5%，由去年四季度持平转为下降，名义GDP季调后环比增长0.1%，较上一季度涨幅收敛0.6个百分点，主要是受到居民消费和出口的拖累。其中，季调后私人消费环比下降0.4%，净出口环比下降0.3%，主要是受到东京西北部元旦地震、丰田汽车子公司大发汽车爆出认证丑闻的影响。
- **春斗实现三十年来最大涨幅，但对消费的提振或将有所滞后。**尽管日本工会成员平均工资在今年3月春斗实现5.28%的大幅上涨，其中基本工资涨幅为3.7%，第二轮春斗实现工资涨幅5.25%。但工资增长对消费所带来的提振效应或需要等到7月工资谈判完全结束后，以及年底奖金发放之后才能体现。

日本经济增长及分项拉动



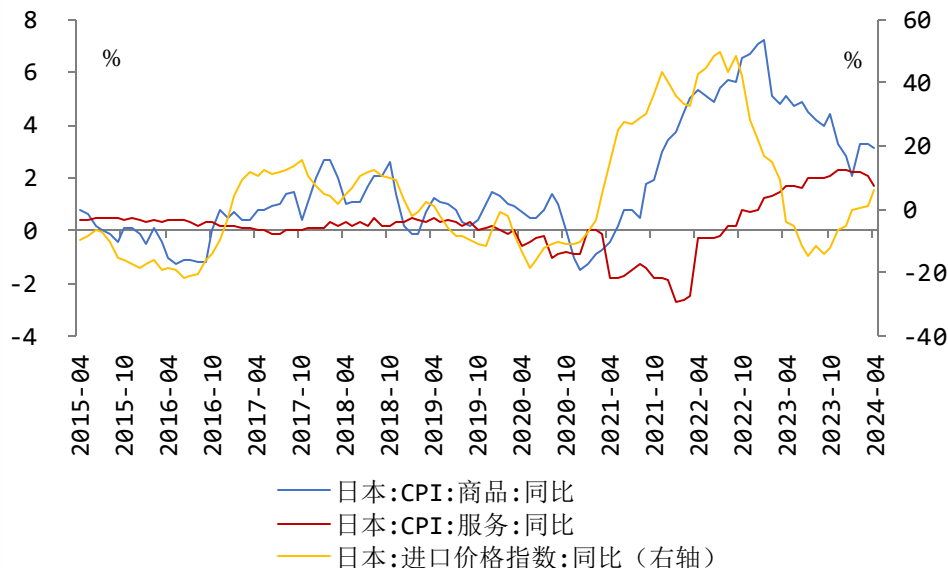
日本2024年春斗实现三十年来最大工资涨幅



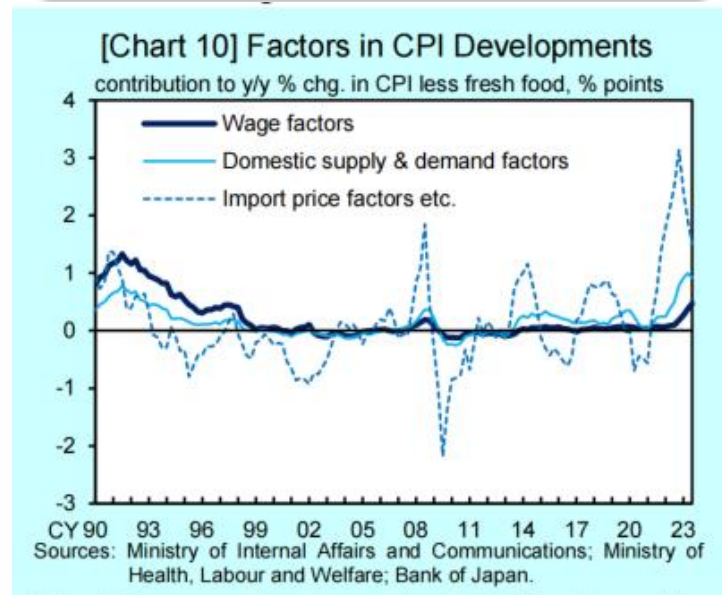
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- 目前日本进口物价指数同比自2022年9月以来走低，但由于日元疲弱和国际油价回升，2023年9月之后回升，2024年4月录得6.4%。进口物价变动对CPI中商品价格影响较大（大约领先4-6个月），4月日本商品CPI同比增长3.1%，但三季度或将有所回升；受进口物价影响更小的服务CPI自2024年以来也出现向下的拐点，4月回落至1.7%，因为如外出就餐等分项依然受到进口物价的滞后影响。
- 如何衡量工资向物价的传导效应？**从定量上看，日本央行此前通过量化分析工资与物价联动导致的价格上涨压力，尽可能消除过去进口价格上涨的外生影响，比如容易受到工资上涨影响的：劳动力成本占总成本比率较高的CPI项目、低波动性项目都出现了适度上涨，并得出工资上涨所导致的物价变动正在逐渐蔓延的结论。但从定性上看，据4月22日日本财务省公布调查结果，无法将人工成本转嫁至价格的中型及中小企业占50.2%，也就是说目前中小企业的薪资转嫁仍面临较大困难。

日本进口物价变化向商品和服务价格传导



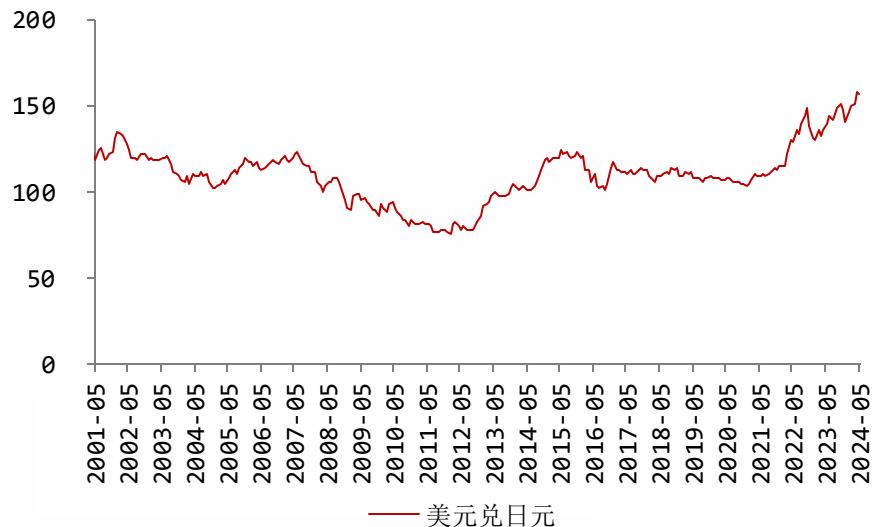
对CPI的贡献中工资因素正在缓慢升高



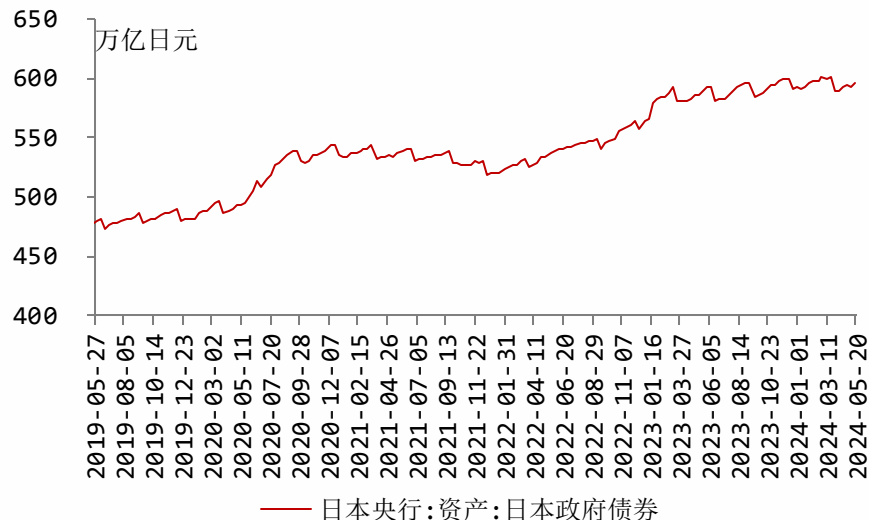
4 2024下半年美、日经济与政策展望：分化与趋同

- **日本央行正在关注日元走势，关键在于是否影响通胀。** 尽管日本央行在3月份结束了负利率，但日元依然维持了贬值的态势，美元兑日元今年以来上升的幅度超过10%，从年初的141最高上升至159左右。日元的持续贬值引发日本政府和央行的关注。当地时间5月8日，在与日本首相岸田文雄会面的第二天，日本央行行长植田和男称可能针对汇市波动采取货币应对措施，还表示日元疲软正在越来越大地影响通胀，因为日本企业逐渐倾向于通过提高价格将成本上升转嫁给消费者。
- **资产负债表正常化或将逐步开启，加息进程可能慢于缩表。** 当地时间5月13日，日本央行将5-10年期日本国债购买金额从4755亿日元减少至4250亿日元，为自去年12月以来首次削减债券购买规模，之后日本国债利率持续走高，截至5月28日上行了约13bp。日本央行是日本债市的最大投资者，截至2024年4月底，日本央行持有581.5万亿日元政府债券。6月份的政策会议上日本央行或将更加明确“缩表”的路径。由于日本央行所持有的政府债券规模庞大，先缩表再加息或是一种选择。

日元自2024年以来持续走贬



日本央行持有政府债券规模变化





西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljl原因@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtfy@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				