



海外继续修复，中国政策加码

——宏观经济月报（2024年5月）

■ 海外经济从局部（美国）扩张逐渐过渡至整体扩张，美国与非美经济剪刀差相应收敛，美欧日央行政策预期均在转鹰。美国方面，4月各项数据走弱来自于金融条件收紧的阶段影响，经济韧性和通胀粘性居高不下的现状未有改变，美联储年内难以开启降息。欧洲方面，经济复苏步伐加快，通胀回落遇到瓶颈，欧央行在6月降息后可能按兵不动。日本方面，“工资-物价”螺旋正向循环仍在发酵，实际薪资转涨或将驱动经济复苏，追赶美欧利率曲线或将成为日央行下一阶段的主要任务。

■ 国内实体经济方面，延续不平衡修复，供给强于需求，外需强于内需，投资强于消费，通胀因此延续低迷。外需方面，我国出口“以价换量”特征明显。内需方面，动能修复不及预期，结构分化加剧。供给端修复显著好于需求端，导致企业产能利用不足，行业竞争加剧，利润修复承压。

■ 金融形势方面，金融统计“挤水分”、存款规范治理叠加信贷需求不足，导致4月社融减少720亿，货币增速大幅下行。信贷需求端，4月新增人民币贷款7,300亿，低于过去五年均值约3,800亿；结构上非银贷款对实体贷款形成一定替代。货币供给端，受手工补息规范治理和居民存款回流金融市场影响，M2同比增速进一步下行1.1pct至7.2%；M1同比增速下降2.5pct至-1.4%，反映此前不规范的企业存款消失或转移，以及存款定期化特征。

■ 财政收支方面，1-4月受通胀低迷、企业利润修复偏缓、房地产市场下行等因素拖累，公共财政收入修复承压、降幅走阔，叠加政府债券发行偏缓，制约支出力度，财政收支压力边际加大。4月需求侧压力边际上升，但亮点在于供给侧持续修复及出口韧性支撑相关税费增长，综合影响下，税收收入延续下降，降幅小幅收窄。支出节奏有所加快，但债务付息压力加大。

■ 宏观政策方面，由于经济金融增长承压，宏观政策逆周期加力的紧迫性上升。4月政治局会议要求“坚持乘势而上，避免前紧后松”，要求财政政策“加快融资”“保证支出”，超长期特别国债发行因此应声落地，后续有望对经济金融总量形成托举。货币政策将注重与财政政策协同，落实中央政策部署，通过降准、央行二级市场购债等方式保持流动性合理充裕，平抑利率波动。5月17日，央行发布一揽子房地产新政，释放了明确的“稳地产”信号，有利于激活购房需求，促进房企尽快去库存、回笼资金、内生化险。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



目录

| | |
|------------------------|----|
| 一、海外经济：继续修复..... | 1 |
| （一）美国经济：乍寒还暖..... | 1 |
| （二）欧洲经济：持续复苏..... | 3 |
| （三）日本经济：正向循环..... | 5 |
| 二、中国经济：不平衡修复..... | 7 |
| 三、宏观政策：有效落实，乘势而上..... | 9 |
| （一）金融形势：挤出水分，回归本源..... | 9 |
| （二）财政形势：收入承压，制约支出..... | 11 |
| （三）宏观政策：有效落实，乘势而上..... | 12 |
| 1. 4月中央政治局会议..... | 12 |
| 2. 房地产一揽子救市措施..... | 13 |
| 3. 一季度货币政策执行报告..... | 15 |

图目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1：5月市场对美联储政策的预期先鸽后鹰..... | 1 |
| 图 2：当前市场预期美联储将于 11-12 月降息 1 次..... | 1 |
| 图 3：二季度美国经济大概率保持高增..... | 2 |
| 图 4：美国经济动能发生结构轮动..... | 2 |
| 图 5：美国就业市场供求关系较疫前仍偏紧..... | 2 |
| 图 6：美国就业市场降温极为缓慢..... | 2 |
| 图 7：去通胀进程于 3%位置遇阻..... | 3 |
| 图 8：美联储于 5 月议息会议保持利率不变..... | 3 |
| 图 9：市场预期欧央行年内降息次数约为 2 次..... | 4 |
| 图 10：欧元区经济趋于扩张..... | 4 |
| 图 11：欧元区实际薪资加速增长..... | 4 |
| 图 12：欧元区服务通胀粘性亦强..... | 4 |
| 图 13：欧元区失业率仍处历史低位..... | 5 |
| 图 14：欧元区产能利用率或已止跌..... | 5 |
| 图 15：市场预期日央行政策利率短期内不会上行..... | 6 |
| 图 16：日本经济暂未实质性复苏..... | 6 |
| 图 17：日本实际薪资增速仍为负值..... | 6 |
| 图 18：日本失业率持续位于历史低位..... | 6 |
| 图 19：年初以来日元贬值或对制造业构成拉动..... | 7 |
| 图 20：5 月日本制造业 PMI 进入扩张区间..... | 7 |
| 图 21：三驾马车增速边际调整..... | 7 |



| | |
|--|----|
| 图 22: 外需动能平稳, 内需动能有所放缓..... | 7 |
| 图 23: 出口增速回升, 动能改善..... | 8 |
| 图 24: 基建投资增速延续放缓..... | 8 |
| 图 25: 高技术制造业是制造业投资重要支撑..... | 8 |
| 图 26: 房地产投资、销售累计降幅略有扩张..... | 8 |
| 图 27: 商品消费动能放缓..... | 9 |
| 图 28: 价格低迷持续拖累企业利润修复..... | 9 |
| 图 31: 4 月信贷新增 7,300 亿, 同比增加 112 亿..... | 10 |
| 图 32: 4 月社融落入收缩区间, 为 2005 年来首次..... | 10 |
| 图 33: M2 增速大幅下滑, 广义流动性缺口扩大..... | 11 |
| 图 34: 居民与企业存款拖累 M2 增速下滑至 7.2%..... | 11 |
| 图 35: 中等口径下财政收支降幅走阔..... | 12 |
| 图 36: 中等口径下收支进度均不及往年均值..... | 12 |



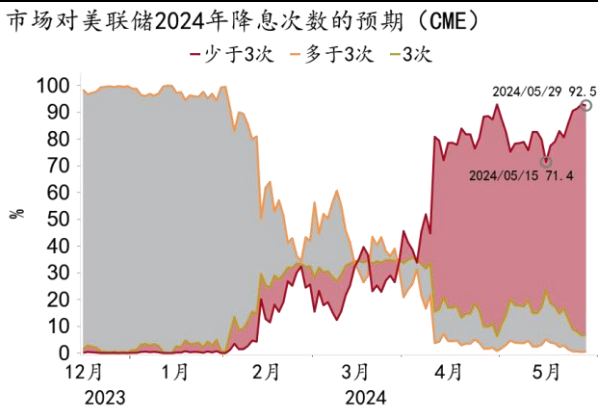
一、海外经济：继续修复

美国经济保持韧性，欧元区经济逐步复苏，美欧经济剪刀差有所收敛，两大经济体均兼具经济韧性和通胀粘性，美欧央行利率预期随之同步上修。相比之下日本经济暂未实现内生性复苏，但向前看薪资增速将反超通胀水平，居民消费亦将开启扩张，追赶美欧利率曲线将逐步成为日央行的首要任务。

（一）美国经济：乍寒还暖

5月市场对美联储政策的预期先鸽后鹰，背后是金融条件的反身性。年初以来美国经济韧性及通胀粘性持续超出市场预期，持续的转鹰交易令金融条件大幅收紧，市场利率持续上行，美股也于4月转涨为跌，经济形势随之转冷。5月上旬，多项经济及就业数据指向4月美国经济边际转冷，市场对美联储政策的预期再度转鸽，这又带来了金融条件的再度转松，随之而来的经济转暖又驱动了新一轮转鹰交易。纵览5月，首次降息时点从四季度前移至三季度，又再度后移至四季度，当前市场预期美联储将于11-12月降息1次。

图 1：5月市场对美联储政策的预期先鸽后鹰



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：当前市场预期美联储将于 11-12 月降息 1 次

| 会议 | 当前利率 | 联邦基金：利率期货预测的概率 | | | | | | | | | | |
|------------|-------|----------------|----------|--------|--------|----------|----------|--------|--------|----------|----------|------|
| | | 3.25-3.5 | 3.5-3.75 | 3.75-4 | 4-4.25 | 4.25-4.5 | 4.5-4.75 | 4.75-5 | 5-5.25 | 5.25-5.5 | 5.5-5.75 | |
| 2024-06-12 | 4.75% | | | | | | | | | | 98.9% | 1.1% |
| 2024-07-31 | 4.75% | | | | | | | | | 12.3% | 86.8% | 1.0% |
| 2024-09-18 | 4.75% | | | | | | | 4.9% | | 42.1% | 52.5% | 0.6% |
| 2024-11-07 | 4.75% | | | | | 1.1% | | 13.0% | | 44.3% | 41.2% | 0.4% |
| 2024-12-18 | 5.00% | | | | | 0.5% | 6.9% | 28.4% | | 42.8% | 21.1% | 0.2% |
| 2025-01-29 | 4.91% | | | | 0.2% | 2.5% | 13.6% | 32.9% | | 36.1% | 14.6% | 0.2% |
| 2025-03-19 | 4.86% | | | 0.1% | 1.1% | 6.6% | 21.1% | 34.1% | | 27.7% | 9.0% | 0.1% |
| 2025-04-30 | 4.80% | | | 0.4% | 2.7% | 11.0% | 24.9% | 32.3% | | 22.3% | 6.4% | 0.1% |

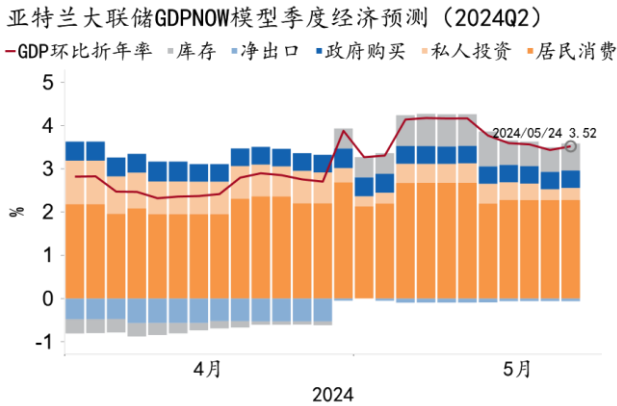
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

亚特兰大联储 GDPNOW 模型指向经济并未趋势性转冷，二季度 GDP 年化环比增速预测值高达 3.5%，大幅高于美联储预测的潜在增速 1.8%。居民部门方面，在薪资增长和资产价格上行的双重支撑下，消费动能仍然不弱。持续高增的服务消费有所降温，但前期转冷的商品消费显著回暖；企业部门方面，尽管地产投资在利率上行的影响下边际转冷，但是设备投资在制造业复苏的影响下加速增长，且知识产权投资在人工智能的支撑下持续扩张；公共部门方面，2024 财年的赤字回落主要来自于税收增长，支出仍然保持高增，驱动政府购买增速居高不下。

前瞻地看，企业部门扩张存在内生性支撑，并将通过就业市场和资本市场持续支撑居民部门消费需求，美国经济韧性仍具可持续性。从结构看，库存低企支撑地产投资、人工智能支撑科技投资、产业周期支撑设备投资三大叙事均在持续演绎。

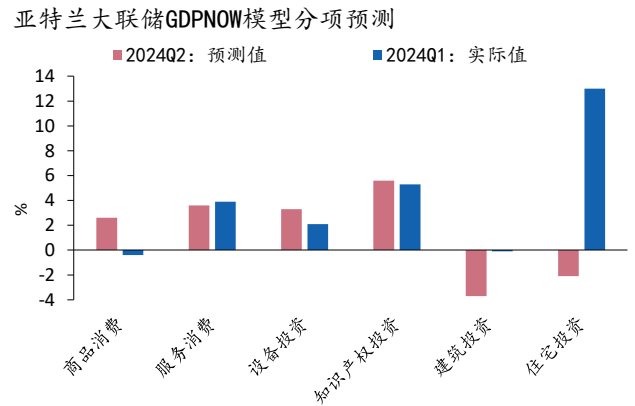


图3：二季度美国经济大概率保持高增



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图4：美国经济动能发生结构轮动

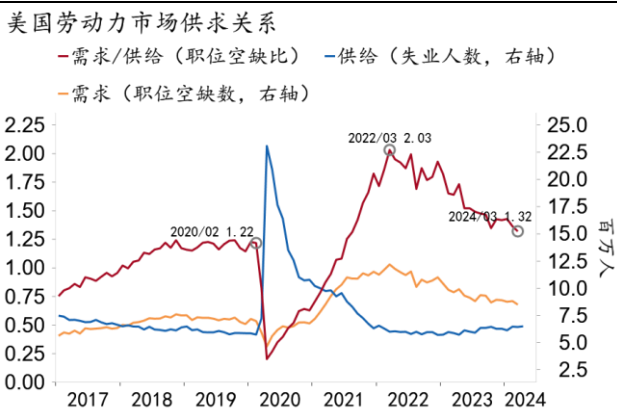


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

4月美国就业数据超预期转冷。4月新增非农就业人数17.5万（市场预期24万），失业率从3.8%上升至3.9%（市场预期3.8%），劳动参与率维持在62.7%（市场预期62.7%），平均时薪环比增速下降至0.2%（市场预期0.3%），同比增速下降至3.9%。从结构看，受建筑、休闲酒店和政府就业共同拖累，4月美国就业超预期走弱。一是降息预期收敛带来金融条件大幅收紧，新屋开工随之转冷，并驱动建筑业就业大幅降温，二是服务消费降温驱动休闲酒店就业显著收缩，三是公共部门雇佣高增告一段落。

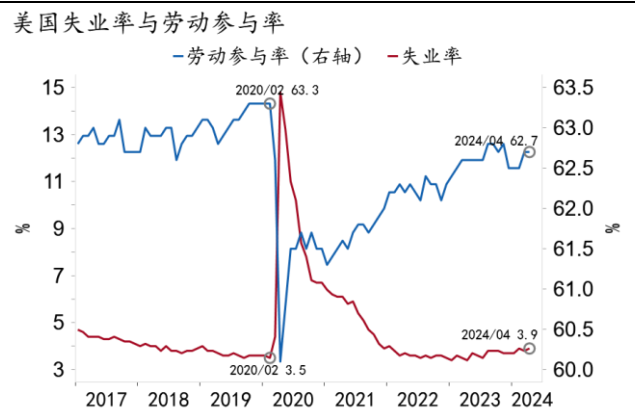
前瞻地看，美国就业市场或仍将呈现出较强韧性，“低失业、高涨薪”的格局仍将持续。此次数据可能只是降息预期逆转后产生的波动，而非趋势性反转。拉长时间看，2023年中以来，美国就业市场在高利率下极为缓慢地降温。2023年下半年美国失业率中枢为3.7%，2024年至今失业率中枢为3.8%，上行幅度仅0.1pct。背后的原因在于，需求侧受到企业部门动能扩张托举，供给侧则受到劳动参与率修复停滞的影响。

图5：美国就业市场供求关系较疫前仍偏紧



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图6：美国就业市场降温极为缓慢



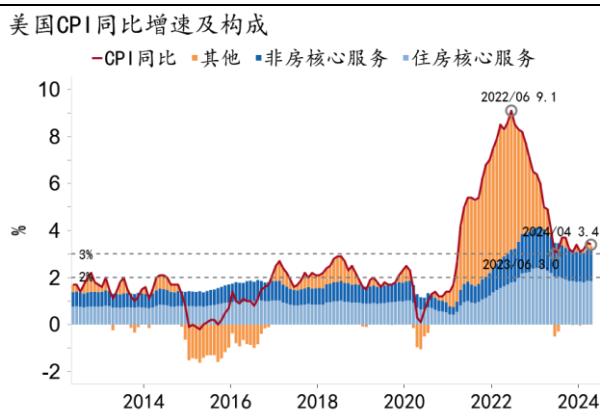
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

在经济显著转冷的情况下，通胀并未显著降温，4月数据进一步确认了去通胀的阶段性停滞。4月CPI同比增速3.4%（市场预期3.4%）；环比增速0.3%（市场预期0.4%）；核心CPI同比增速3.6%（市场预期3.6%），环比增速0.3%（市场预期0.3%）。

从结构看，需求、成本双轮驱动，服务通胀居高不下，总体通胀水平难以回落至 3% 下方。4 月美国核心服务通胀仍高达 5.3%，环比增速则高达 0.4%。从需求看，不同于商品消费的显著走弱，服务消费仍然处于扩张期。从成本看，服务业薪资同比增速仍接近 4%，房价同比增速则已升至 6% 上方。从结构看，住房与非房服务通胀剪刀差显著收窄，且各细分项通胀呈现均匀分布，指向服务通胀粘性是总体而非结构问题。4 月住房服务和非房服务价格环比涨幅均为 0.4%，同比涨幅分别录得 5.6% 和 4.9%。

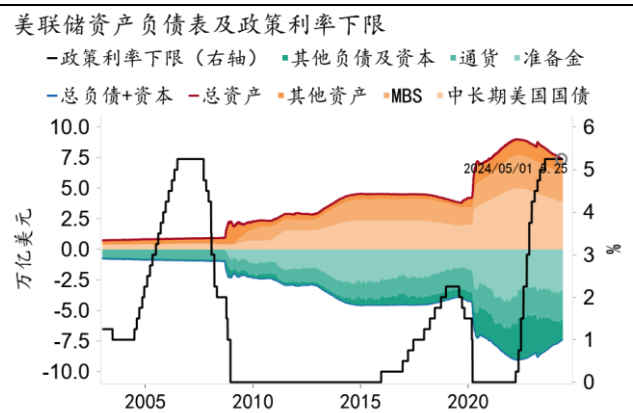
前瞻地看，美国通胀将继续于 3% 上方震荡，实现 2% 目标已是遥遥无期。尽管商品价格已经陷入深通缩，但上游大宗商品价格已经转跌为涨；尽管 4 月多项经济数据指向需求边际转冷，但服务通胀仍然居高不下。

图 7：去通胀进程于 3% 位置遇阻



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：美联储于 5 月议息会议保持利率不变



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美联储于 5 月议息会议宣布维持政策利率不变，但放缓缩表节奏，以求在去通胀和防范金融风险之间取得平衡。美东时间 5 月 1 日，美联储宣布将政策利率维持在 5.25-5.5% 区间，缩表节奏自 6 月起从 \$950 亿/月放缓至 \$600 亿/月，其中美国国债减持节奏从 \$600 亿/月放缓至 \$250 亿/月，机构证券减持节奏维持 \$350 亿/月不变，超额减持部分将再投资于美国国债。

在官方承认去通胀遇阻的基础上，美联储作出两点重要表态：一是通胀粘性只会导致降息延后，不会导致不降息甚至加息；二是放缓缩表节奏旨在让金融系统更好地适应资产负债表正常化过程，不意味着会降低最终缩表规模。美联储释放了“不会加息，终将降息”的信号，为市场吃下了一颗定心丸。

然而，综合以上分析，市场年内降息 1 次的预期仍然略显乐观，美联储年内或难以开启降息周期。一方面，美国经济韧性和通胀粘性均有支撑，美联储缺乏开启降息的理由。另一方面，放缓缩表已经对金融系统形成保护，这意味着利率有条件在高位保持更久。

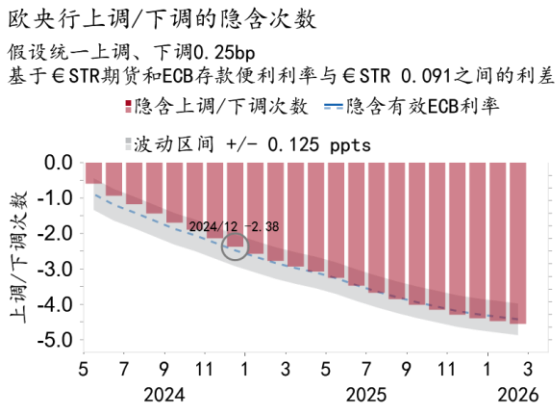
（二）欧洲经济：持续复苏

随着经济形势的复苏，市场对欧央行政策的预期亦在转鹰。4 月末市场认为欧央行年内降息次数超过 3 次，5 月末这一数字降至 2 次。由于欧央行已在



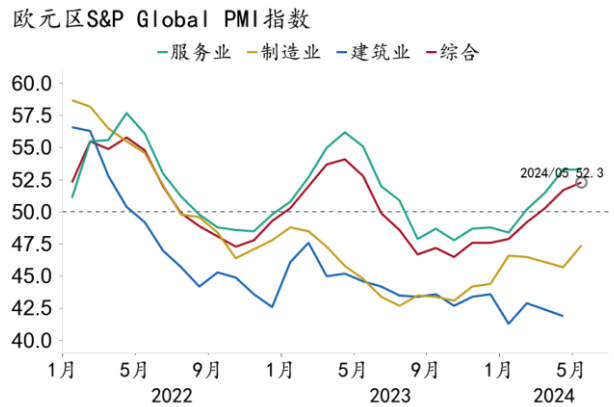
议息会议和官员发言上进行了充分预热，6月降息已是大概率事件，这也意味着市场预期欧央行下半年仅会再降息1次。

图 9：市场预期欧央行年内降息次数约为 2 次



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：欧元区经济趋于扩张

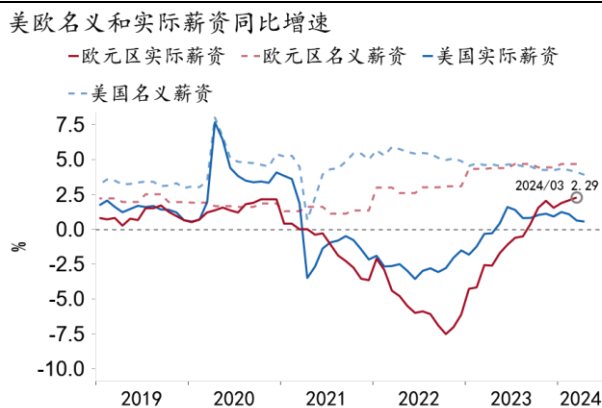


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

年初以来欧元区经济持续扩张。一季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.3%，结束了两个季度的衰退。5月欧元区综合 PMI 在服务业的拉动下进一步提升至 52.3，指向服务消费是欧元区本轮经济复苏的主导力量。

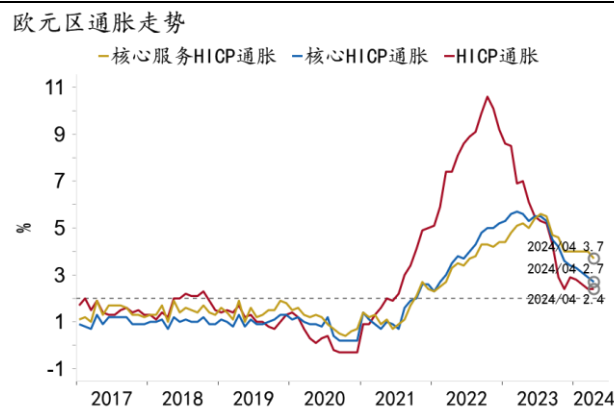
消费复苏的背后是实际薪资转为正增。通胀回落叠加就业市场供不应求，欧元区实际薪资于 2023 年下半年转为正增长，驱动居民消费于 2024 年见底回升。受制于《稳定与增长公约》对各国 3%赤字率的限制，欧元区无法通过财政扩张驱动居民消费，故消费复苏直至疫情后一年方才出现。相比之下，美国居民部门实现了从财政到薪资的动能转换，消费始终保持高增状态。

图 11：欧元区实际薪资加速增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：欧元区服务通胀粘性亦强



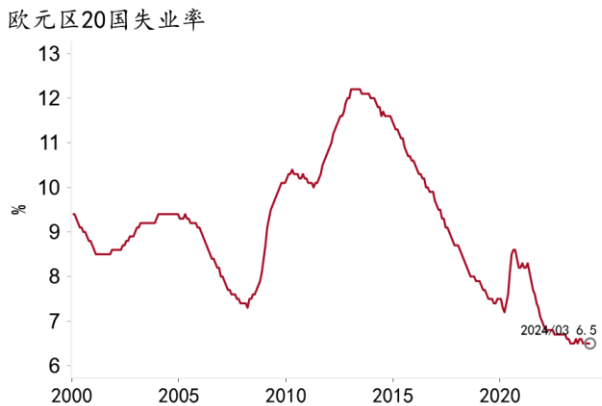
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

服务消费持续扩张叠加薪资高增，欧元区服务通胀亦现粘性，通胀水平未必能够稳定回归 2%以下。4月欧元区通胀止跌，继续录得 2.4%。尽管一季度欧元区通胀实现超预期回落，但结构上并不均衡，服务通胀持续高于合意水平，商品通胀则陷入通缩区间。由于商品项深度通缩不可持续，通胀水平持续稳定回落至 2%下方有赖于服务通胀的软化。前瞻地看，在消费扩张、失业低企、即将降息的背景下，欧元区通胀目标同样难以实现。

欧元区就业市场同样处于“低失业、高涨薪”的格局之中，随着经济复苏的推进，这一格局或将得到强化。3月欧元区失业率继续维持在历史低位6.5%，薪资同比增速则继续处于5%左右的高位。

值得注意的是，继居民部门实现企稳后，企业部门可能也已实现企稳，这进一步提升了欧元区本轮经济复苏的确定性。2024年二季度欧元区产能利用率实现止跌，环比上行0.2pct至79%，指向新冠疫情和俄乌冲突对欧元区制造业的冲击或已告一段落，西方主要经济体制造业处于一轮共振上行期中。

图 13：欧元区失业率仍处历史低位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 14：欧元区产能利用率或已止跌



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，欧央行将于6月执行首次降息，下半年或再降息1次。如若6月降息带来了经济和通胀的反弹，下半年也可能不再降息。一方面，服务通胀居高不下，经济复苏亦已形成趋势，通胀难以稳定回落至2%下方。另一方面，美联储年内已经很难开启降息，汇率压力可能使欧央行妥协。

（三）日本经济：正向循环

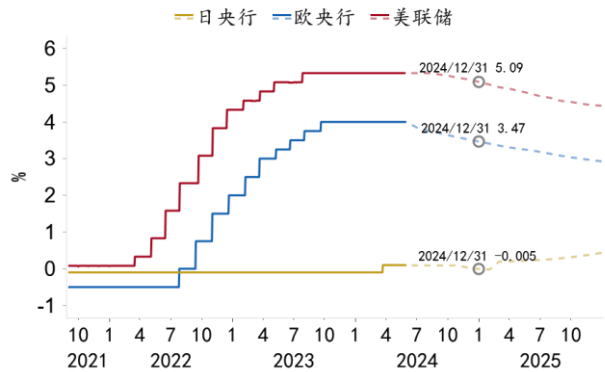
受制于疲弱的经济形势和日本央行内部顽固的鸽派势力，市场仍然不认为日本将于年内继续加息。利率期货指向日央行政策利率将在0附近保持至年底，即全年不再加息。

日本经济尚未实现依托于内生动能的实质性复苏。2023年上半年，日元贬值叠加美国需求复苏带来了一轮出口高增，驱动了日本经济的短暂繁荣，下半年起日元贬值的支撑边际趋弱，短暂繁荣不复存在。2024年一季度，日本实际GDP环比年化增速仅为-2%，反映内生动能的居民消费和企业投资双双陷入收缩。



图 15: 市场预期日央行政策利率短期内不会上行

三大央行政策利率市场预期



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 16: 日本经济暂未实质性复苏

日本实际GDP季度环比折年率及拆分

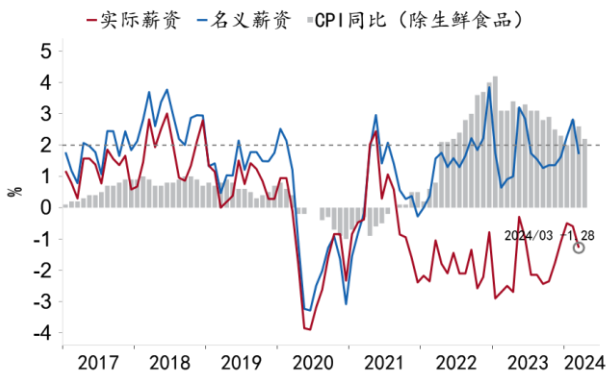


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

然而, 我们认为日本介于物价和薪资之间的正向循环仍将持续, 且薪资增速有望超越物价涨幅, 带来实际薪资的增长和居民消费的扩张。与美欧情况相反, 日本薪资增速仍未超越物价增速, 实际购买力没有实现扩张, 故经济仍在继续收缩。当前日本失业率仍处历史低位, 老龄化和人口收缩已经带来了劳动力市场供求关系的实质性逆转, 实际薪资具备转为正增的条件, 叠加通胀水平回落至 2% 附近, 二季度日本居民实际薪资水平或将转为正增长。

图 17: 日本实际薪资增速仍为负值

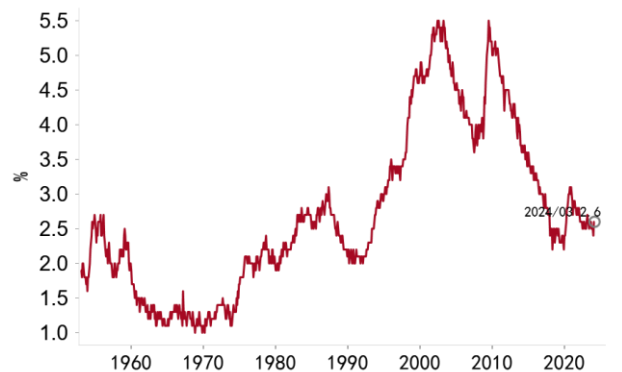
日本CPI及薪资水平同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 18: 日本失业率持续位于历史低位

日本: 失业率



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

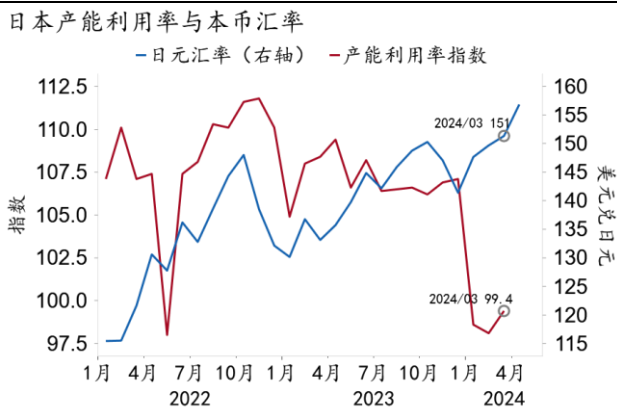
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

年初以来的日元大幅贬值尚未对日本出口及制造业构成拉动, 二季度起这一效果将逐步显现。年初以来日元累计贬值幅度已超 10%, 但出口发生收缩, 制造业产能利用率亦大幅走低, 或反映了去年四季度美欧经济疲弱和日中止贬的滞后影响, 二季度出口和投资或成为经济动能的边际驱动项。

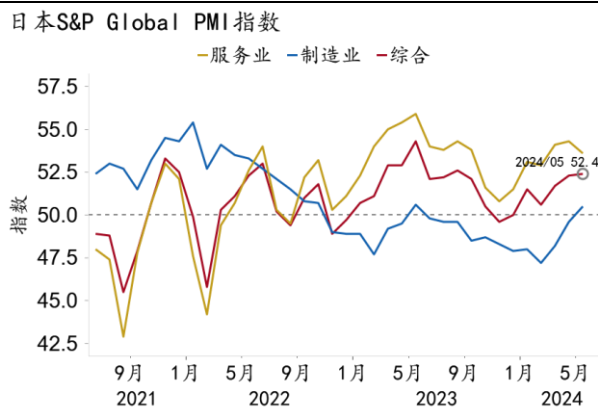
5 月 PMI 数据同样指向制造业开启新一轮扩张。5 月服务业 PMI 指数小幅回落但仍高达 53.6, 制造业 PMI 指数上行至 50.5 重回扩张区间, 并驱动综合 PMI 进一步上行至 52.4。然而, 基于日元贬值的经济增长并非长久之计, 经济实质性复苏仍有赖于实际薪资增长带来内生性扩张。

图 19: 年初以来日元贬值或对制造业构成拉动



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 20: 5月日本制造业 PMI 进入扩张区间



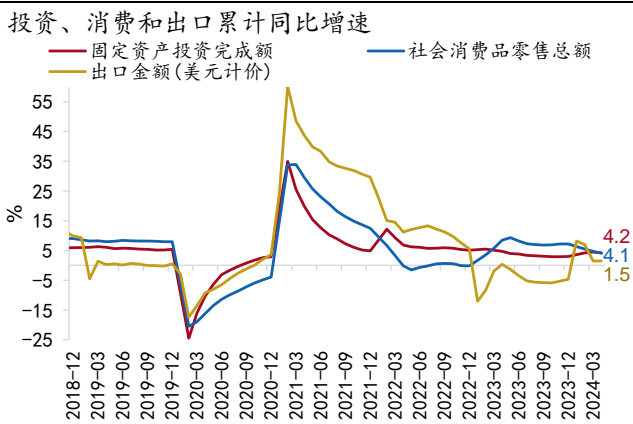
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

随着“工资-物价”正向螺旋的不断巩固，追赶美欧利率曲线或逐渐成为日本央行的首要任务。

二、中国经济：不平衡修复

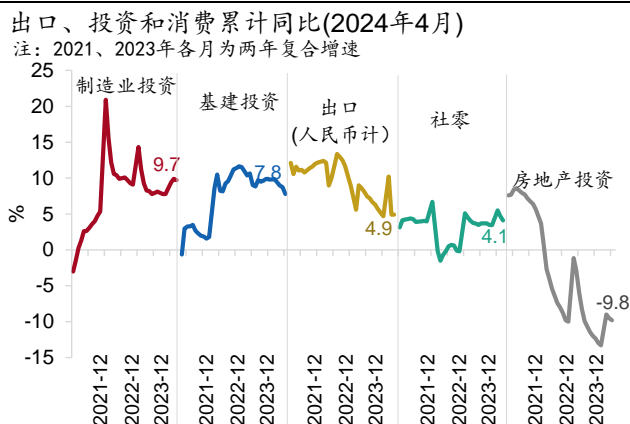
4月实体经济运行延续开年以来不平衡修复，供给强于需求，外需强于内需，投资强于消费，通胀因此延续低迷，凸显出增量支持政策的必要性。

图 21: 三驾马车增速边际调整



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 22: 外需动能平稳，内需动能有所放缓



资料来源: Wind, 招商银行研究院

外需方面，我国出口“以价换量”特征明显，4月出口金额同比增速较3月回升9.0pct至1.5%，剔除基数效应后实际动能上行，但人民币出口价格同比-4.4%，仍较低迷。近日拜登政府对华发起“绿色贸易战”。由于受影响的180亿美元商品仅占我国对美出口额的3.6%，预计美国此次加征关税对我国出口的直接冲击有限，但需警惕其对其他国家的示范效应。从长期看，贸易摩擦加剧或对我国相关产业在全球的发展空间造成不利影响。

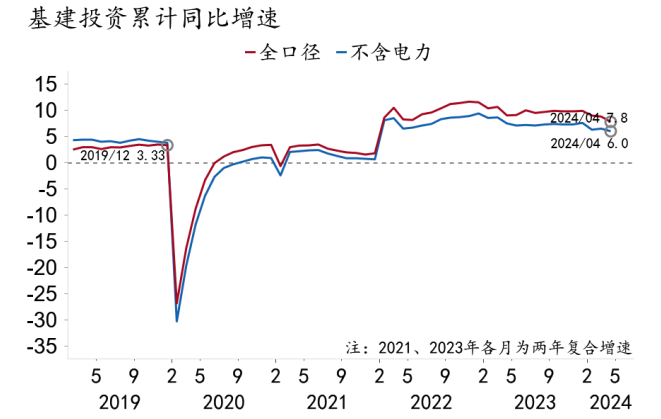


图 23：出口增速回升，动能改善



资料来源：Wind，招商银行研究院

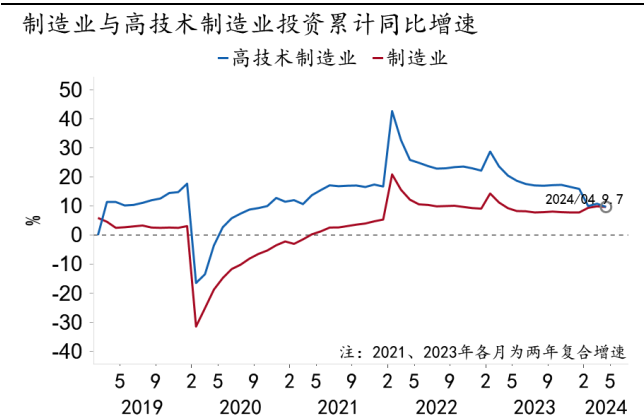
图 24：基建投资增速延续放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

内需方面，动能修复不及预期，结构分化加剧。4 月固定资产累计同比增速放缓 0.3cpt 至 4.2%。其中，**基建投资延续放缓**，累计增速下行 1.0pct 至 7.9%，受多重因素影响，包括去年末增发国债支撑减弱、新增专项债发行进度较慢、通胀低迷以及房地产市场下行拖累财政收入、债务风险化解制约城投融资。**制造业投资高速增长**，累计增速微降 0.2pct 至 9.7%。投资动力上，在政策托举和先进产能带动下，技术升级和设备更新改造投资增速较高；在出口带动下，外需依赖度较高的中游行业投资韧性较强、下游行业投资回暖。**房地产方面，投资、销售未见明显改善**，累计投资跌幅走阔 0.3pct 至 -9.8%。房企资金来源规模收缩，4 月同比下降 21.7%，结构反转，其中自筹资金与国内贷款成为主要资金来源，两者合计规模超过居民端回款。**居民消费动能冲高回落**，社零当月同比增速下行 0.8pct 至 2.3%，商品消费放缓是主要拖累，服务消费则有所改善。五一假期旅游消费降级，人均消费金额不到 2019 年同期的九成，修复动能弱于清明假期。

图 25：高技术制造业是制造业投资重要支撑



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 26：房地产投资、销售累计降幅略有扩张



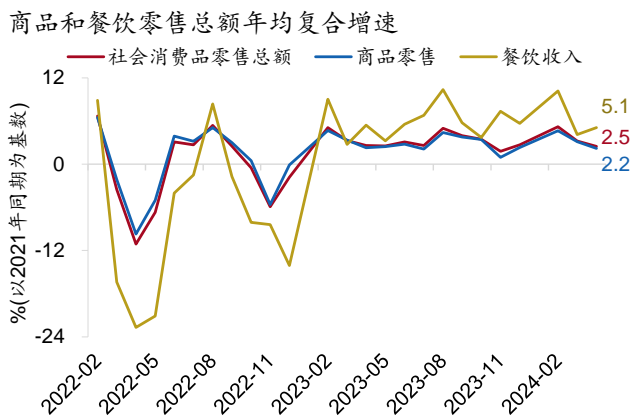
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

供给端修复显著好于需求端，但产能利用不足，行业竞争加剧。4 月规上工业企业增加值同比增长 6.7%，季调环比增速 0.97%，处于历史季节性上沿。工业生产加快主要受装备制造业和高技术制造业驱动。当前部分行业出清压力较大，产能利用率和产销量处于历史低位。

物价方面，4月CPI通胀0.3%，高于前值（0.1%）和市场预期（0.2%），PPI通胀-2.5%，高于前值（-2.8%）但低于市场预期（-2.3%）。4月数据指向通胀尚未实质性回暖，需求偏弱、地产周期下行、局部供求失衡仍是主要问题。前瞻地看，猪周期见底和部分行业产能扩张放缓有望驱动通胀继续修复，但地产周期下行仍将拖累修复的斜率与幅度。年内CPI通胀有望回升至1%上方，PPI通胀有望向0收敛。

工业企业利润方面，1-4月规上工业企业利润同比增长4.3%，增速较一季度持平；营业收入改善叠加利润率修复，4月份利润同比增速由降转增，环比回升7.5pct至4.0%。但值得注意的是，同比增速的提升仍然主要反映低基数效应，并非修复动能增强。4月出口增长成为中下游行业利润持续修复的重要支撑因素，但价格低迷以及房地产市场下行也对部分行业形成明显拖累。工业企业库存增速连续5个月回升，叠加产销率有所提高，表明企业出现主动补库存迹象。前瞻地看，企业利润有望延续修复，支撑在于出口韧性、生产增长及内需提振，价格反弹节奏或偏慢，将持续形成制约。随着房地产去库存、化风险，其上下游产业链相关行业利润有望反弹。

图 27：商品消费动能放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 28：价格低迷持续拖累企业利润修复



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，我国经济有望延续修复，动能或边际增强。美国经济或继续维持韧性，对我国出口动能形成支撑。4月末政治局会议部署“宏观政策靠前发力有效落实”，5月提振需求政策随即密集落地，包括万亿超长期国债落地发行、一揽子房地产救市措施以及大规模设备更新和消费品以旧换新政策进一步落地等，有利于提振国内需求，增强市场信心，防范化解风险，宏观经济有望延续修复态势。

三、宏观政策：有效落实，乘势而上

（一）金融形势：挤出水分，回归本源

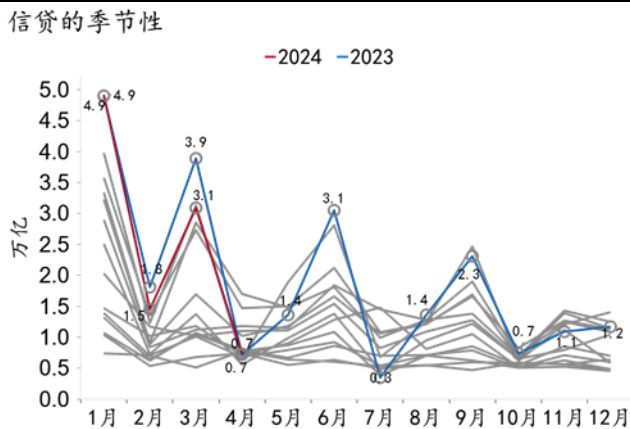
4月社融减少720亿，M1同比缩减1.4%，M2增速下降1.1pct至7.2%。这既反映了金融统计“挤水分”和存款规范治理对金融总量造成的收缩，也受信贷需求不足影响。一方面，金融业增加值核算优化调整，使得金融机构在月末冲高存贷款增速的压力减弱，存贷款同时“挤水分”，导致货币与信贷增速

下降。以往金融业增加值季度核算主要参考存贷款余额增速进行推算，今年一季度起主要参考银行利润指标，包括净息收入与非息收入等，可更客观地反映金融业对经济的增量贡献。另一方面，高息揽储禁令之下，资金空转套利空间缩小，有效抑制了部分企业与银行的盲目扩表行为，也对金融总量造成了收缩性影响。

信贷方面，总量低迷反映私人部门信贷需求不足，结构上非银贷款对实体贷款形成一定替代。以过去五年同期均值作为参照，4月新增人民币贷款7,300亿，低于过往约3,800亿；结构上，新增非银金融机构贷款2,607亿，较过往增加1,234亿；而投向实体经济的人民币贷款仅为3,306亿，大幅减少5,865亿。**企业端**，PMI新订单指数下行、PPI环比继续下跌，指向供给修复仍然强于需求，企业新增贷款动力不足。4月非金融企业贷款新增8,600亿，同比多增1,761亿。其中，中长贷当月新增4,100亿，同比少增2,569亿；短贷减少4,100亿，同比大幅少增3,001亿。票据需求旺盛，利率放量下行，印证表内信贷需求疲弱。4月票据净融资增加8,381亿，同比多增7,101亿；国股行半年直贴利率中枢为1.64%，环比下降46bp。**居民端**，由于新房销售低迷，叠加过去几年发放的经营贷和消费贷逐渐到期，新增贷款落入负区间。4月居民贷款减少5,166亿，同比多减2,755亿。其中中长贷减少1,666亿，同比多减510亿；短贷减少3,518亿，同比多减2,263亿。

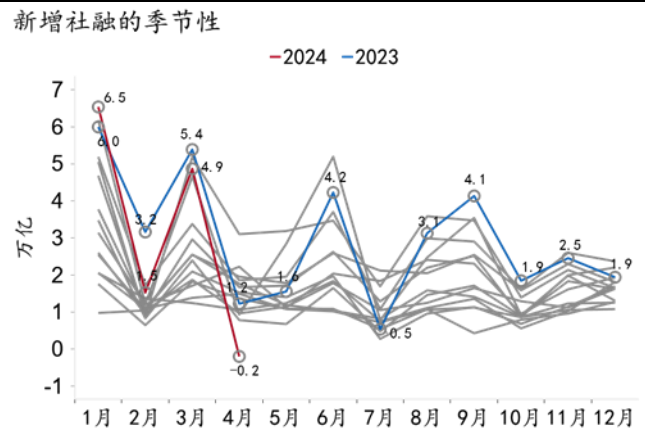
社融方面，政府债、企业债同步回落。4月社融减少720亿，2005年以来首次落入收缩区间，存量增速下行0.4pct至8.3%。**政府债发行依旧缓慢**，4月政府债融资减少984亿，同比多减5,532亿。**特别国债启动发行后，政府债有望对社融形成实质性支撑。**受制于企业融资需求不足，企业债在一季度冲高后回落，4月增加493亿，同比少增2,447亿。

图 31：4 月信贷新增 7,300 亿，同比增加 112 亿



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 32：4 月社融落入收缩区间，为 2005 年来首次

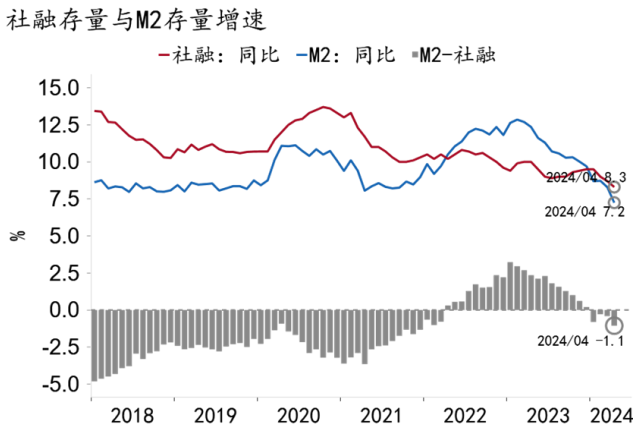


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

货币供给方面，4月M2同比增速进一步下行1.1pct至7.2%，企业与居民存款同时形成拖累。企业端，手工补息规范治理后，企业存款流出银行体系，大幅减少1.87万亿，同比多减1.73万亿。**居民端**，由于近期存款利率持续下行，而基金理财收益率上行，导致存款回流金融市场，4月居民存款减少1.85万亿，同比多减6,500亿。财政存款增长受融资进展偏慢制约，4月增加981亿，同比少增4,047亿。**4月M1同比增速-1.4%，环比大幅下降2.5pct**，一方

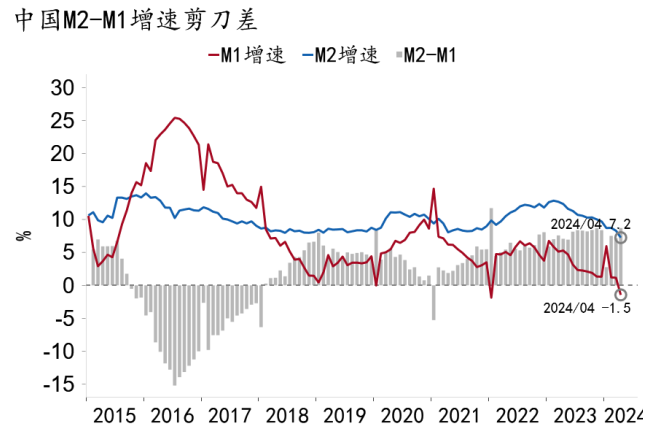
面或反映了此前不规范的企业存款的消失或转移，另一方面也受到企业和居民存款定期化的影响。

图 33: M2 增速大幅下滑, 广义流动性缺口扩大



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 34: 居民与企业存款拖累 M2 增速下滑至 7.2%



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

（二）财政形势：收入承压，制约支出

整体上看，受通胀低迷、企业利润修复偏缓、房地产市场下行等因素拖累，公共财政收入同比降幅扩张，叠加政府债券发行偏缓，制约支出力度，财政收支压力边际加大。

4 月全国一般公共预算收入降幅走扩，支出加力提速。4 月需求侧压力边际上升，拖累私人部门收入增长，导致企业和个人所得税增速下降。亮点在于，供给端继续修复使得增值税降幅收窄，同时出口韧性支撑相关税费增长。一般公共预算收入当月同比下降 3.8%，降幅走阔 1.4pct，其中，税收收入同比下降 4.9%，非税收入增长 5.8%，支撑减弱。收入下降、付息压力加大，总体上制约支出力度，但 4 月支出节奏加快，当月增速大幅反弹 9.0pct 至 6.1%，主要领域的支出力度均有不同程度提升。

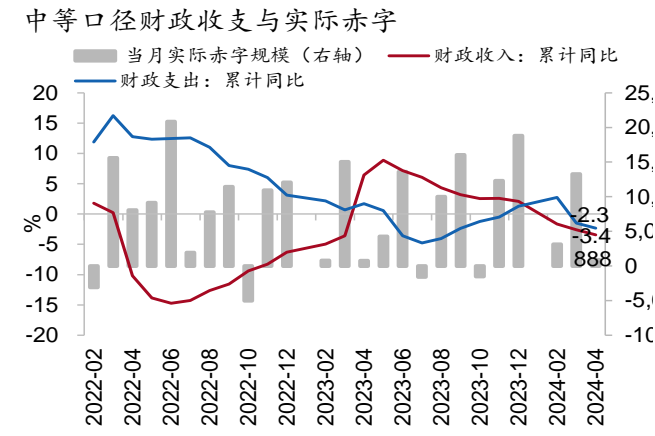
4 月全国政府性基金预算收支增速降幅走阔，有待企稳。房地产行业继续下行拖累土地出让情况，全国政府性基金预算收支延续低迷。国有土地出让收入累计降幅再次扩大至两位数（-10.4%），4 月单月降幅高达 21.2%。支出端，累计降幅达 20.5%，较一季度走阔 5.0pct。一方面，土地出让收入减少，导致相应的支出大幅收缩；另一方面，支出端累计降幅显著高于收入端 12.8pct，主要是由于新增专项债发行节奏较慢，相关资金使用减少。

中等口径下（综合考虑前“两本账”），政府性基金收支对整体拖累加剧。中等口径财政收支增速分别为-3.4%和-2.3%，均较一季度下降 0.8pct。实际赤字规模 1.72 万亿，为近年较高水平。进度方面，收入进度为 32%，较前五年均值低 0.5pct，且差距逐月走阔；拖累支出进度（27.5%）不及近年均值（27.8%）。

前瞻地看，财政将有效落实 4 月末政治局会议部署，加快融资、提振内需。随着一揽子房地产政策落地，房地产市场有望企稳，经济内生修复动能增强。因此，财政收入有望反弹，但依然承压，上半年或难以转正；支出或提速，以

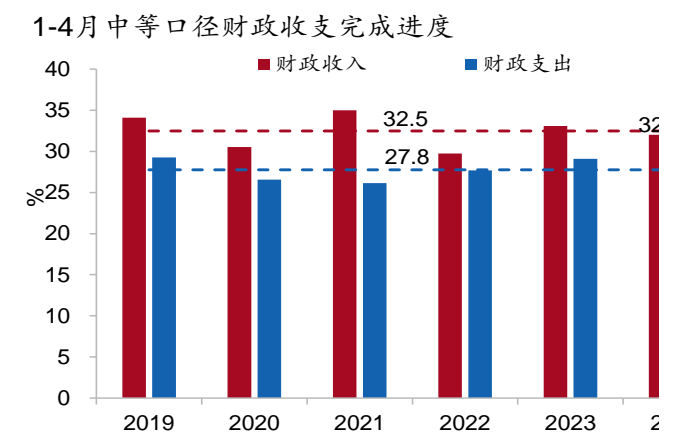
设备更新和消费品以旧换新为抓手，撬动民间资本，扩大有效需求。此外，考虑私人部门投资消费偏弱、国内大循环存在堵点，或影响财政支出的实际拉动效果，下半年财政仍有可能相机加力。

图 35：中等口径下财政收支降幅走阔



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：中等口径下收支进度均不及往年均值



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）宏观政策：有效落实，乘势而上

1. 4 月中央政治局会议

4 月 30 日，中共中央政治局在北京召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，决定 7 月召开二十届三中全会，明确了三中全会的主题，即“重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题”。**形势判断上，会议充分肯定开年以来的经济工作，定调“经济运行实现良好开局”，认为“积极因素增多，动能持续增强”，对社会预期的描述由政府工作报告中的“偏弱”调整为“改善”。**在政策托举、外需韧性和内需修复三大因素合力支撑下，一季度中国经济增速 5.3%，表现显著好于市场预期。**会议同时直面当前所面临的内外挑战。**相较政府工作报告，“有效需求不足”仍居首位，供给端挑战的表述由“部分行业产能过剩”调整为“企业经营压力较大”，指向需求拖累供给仍是当前经济中的主要矛盾。会议还指出“重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。对国内大循环的表述由政府工作报告中的“存在堵点”调整为“不够顺畅”，也反映出经济运行出现边际改善。在此背景下，**会议强调要“坚持乘势而上，避免前紧后松”，**表明未来政策仍将维持强度，进一步巩固经济修复内生动能，避免出现曲折波动。

宏观政策上，会议强调重在落实。会议延续了政府工作报告的政策基调，即“实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”，着重强调对已经确定的宏观政策要“靠前发力有效落实”。因此，会议对于财政和货币政策的部署更加务实细致。**财政政策要“加快融资”“保证支出”。**融资端，会议要求“及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”。1-4 月新增专项债发行进度偏慢，仅完成 18.5%，低于过去五年同期 11.9pct，未来有望显著提速。支出端，重在“扩投资”“促消费”“保民生”。扩投资方面，一是截至四月



中旬，中央预算内投资已下达资金超 2,000 亿，占全年比重超 30%，预计将继续提速；二是积极推动大规模设备更新，并确保去年 1 万亿增发国债的所有建设项目 6 月底前开工。促消费方面，以消费品以旧换新行动方案为抓手，扩大国内需求。保民生方面，会议明确要求“确保基层‘三保’按时足额支出”。**货币政策要继续“稳增长”“降成本”**。总量上，会议要求“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”，指向后续仍有降准降息空间。1-2 月，央行率先降准 0.5pct，LPR 降息 25bp。3-4 月，由于美联储政策利率居高不下，叠加资金利率低位运行、长期国债收益率持续下探，央行合理运用总量工具，缩量续作 OMO 和 MLF，暂缓降准降息。未来货币政策将相机抉择，灵活运用总量工具支撑增长。结构上，继续做好“五篇大文章”。

重点领域化险上，房地产风险继续置于首位。会议要求“抓紧”构建房地产新发展模式，相较之前“加快”的措辞更为紧迫。主要工作思路有两点。一是**“保交房”仍是当务之急**，会议要求“压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任”，保障购房人合法权益。二是**“消化存量、优化增量”**，会议首提“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。一方面，房地产“去库存”的重要性显著提升。2022 年以来，商品房销售持续低迷、库存不断上升。相较 2021 年同期，今年一季度商品房销售面积跌近四成，已竣工待售面积上升 44%至 7.5 亿平的历史高位，去化周期由 12.5 个月升至 22.9 个月。近期部分城市商品房“以旧换新”的政策探索或为未来的“去库存”工作提供重要参考。另一方面，增量住房重在“优化”，指向规模扩张并非“三大工程”推进的重心。今年一季度，“三大工程”对房地产投资的拉动 0.6pct，明显低于市场此前估计。

2. 房地产一揽子救市措施

5 月 17 日，央行发布四项房地产重大政策。一是《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》（与国家金融监督管理总局联合发布），下调首套及二套房贷最低首付比例。二是《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，取消全国层面首套和二套房贷利率下限。三是《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，下调公积金贷款利率。四是设立 3,000 亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国企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。

一揽子重磅“救市”政策的出台，标志着房地产政策全面由限制性转向支持性，特别是响应 4 月末中央政治局会议的要求，通过提振信心、托底需求，着力去库存、化风险。

政策内容上，此次房地产新政延续去年 8 月 31 号政策优化调整，不再区分实施“限购”和“不限购”的城市，主要包括三方面。**第一，下调首付比例，激活居民购房需求。**2023 年 8 月底，央行和金监总局将首套/二套房贷最低首付款比例要求统一为不低于 20%/30%。此次新政将两者进一步下调 5 个百分点，至不低于 15%/25%，为历史最低。去年政策实施以来，绝大部分城市首付比例已参照下限执行。截至今年 1 月，仅北上广深，以及杭州和成都的部分区域首

付比例高于全国下限。此次调整后，预计各地区将因城施策，跟进调整首付比例，降低购房者门槛。**第二，下调房贷利率，降低居民购房融资成本。**一是取消房贷利率下限。新政发布前，全国首套房利率下限为 LPR - 20bp，二套下限为 LPR + 20bp。首套方面，考虑到大部分城市首套房利率已低于全国下限水平，新政影响或相对有限。二套方面，房贷利率下行幅度或显著大于首套。由于房贷利率动态调整机制仅针对首套，二套房贷利率仍需执行全国下限（LPR + 20bp）。截至 4 月末，仅北上广深、南京、无锡、苏州、杭州（不含非限购区）、厦门（不含岛外）等城市二套房贷利率高于全国下限水平，其他城市二套房贷利率均已低至全国下限水平。此次调整打开了各地二套房贷利率进一步下行的空间。二是个人住房公积金贷款利率下调 0.25pct，降至历史新低。当前普通房贷利率与住房公积金贷款利率的利差快速收敛，濒临倒挂。此次下调有助于提振住房公积金缴存人用款需求，提高住房公积金使用效率。**第三，设立保障性住房再贷款，消化已建成未出售的新房库存。**这一工具有着多重政策意图。一是消化库存，降低风险。近期房地产销售端仍呈现“量价齐跌”的态势，4 月商品房销售面积累计同比下降两成，70 个大中城市住房价格回落至 2019 年 12 月水平。销售低迷导致库存高企，已竣工待售面积升至历史高位，去化周期升至 24 个月，达到历史峰值。房企销售回款承压，房企债务风险进一步上升。二是民生保障，完成地方政府保障房任务，改善低收入家庭居住条件。今年有 14 个省市明确保障房建设具体目标，其中 9 个省市较去年边际下调，一季度“三大工程”仅拉动房地产投资 0.6pct，低于市场预期。4 月政治局会议隐去“三大工程”相关表述，指向保障房建设思路发生变化，重心由增量新建转为存量收购，预计未来各地或加快保障房投放节奏。

经济影响上，首先是提振信心。本次政策力度大超市场预期，释放了明确的“稳地产”信号。一是加杠杆空间超预期，呈现逆周期特征。目前全国首套房首付比例下限要求为 15%，已经降至历史最低水平。二是房贷利率下行空间进一步打开。3 月央行新发放个人住房贷款利率为 3.69%，已低于 5 年期 LPR 利率 26bp，未来或进一步小幅下行。三是房地产收储政策打开了房地产“去库存”政策的想象空间。此次政策出于可行性考量，将收储范围严格限定为已竣工待售新房。若将这部分新房的去化周期从当前的 24 个月降至 2019 年末的 14 个月，需要降低 1.6 亿平现房库存，若按销售均价 5-8 折收购，需要收储资金 7,000 亿至 1.1 万亿，明显高于此次 3,000 亿央行再贷款所能撬动的 5,000 亿收储资金。后续政策仍有加码空间，特别是考虑到收储范围可能扩大至在建新房（去库存资金需求预计达 3.3-5.3 万亿）。收储主体为地方国企，为的是不增加地方政府的债务负担。但收储对象如何选择、商业可持续性如何保障（租金收入至少应覆盖利息支出），均是收储政策落地过程中需要面临的挑战。**其次是激活需求。**此次政策调整聚焦需求端，思路由“松绑”彻底转向“支持”，有助于释放前期积压的刚性和改善性需求，激活商品房交易。但仍需关注高品质保障房入市对商品房市场的潜在挤出效应。长期看，居民购房需求的实质性提升有赖于对收入和房价预期的改善。**最后是化解风险。**此次政策将通过以价换量加速出清风险。无论是降低居民购房成本，还是低于市场价的水平收购已建成未出售商品房，都有助于房企尽快去库存、回笼资金、内生化险。目前房企到位资金已持续收缩 26 个月，今年 1-4 月销售回款同比继续收缩 38.1%，仅相



当于 2021 年同期的 43%。一揽子政策有助于恢复房地产市场的内生造血功能，修复房企的资产负债表，托底房地产投资，改善土地市场疲弱现状，畅通房地产市场内生循环。

3. 一季度货币政策执行报告

5 月 10 日，央行发布《2024 年一季度货币政策执行报告》。形势判断上，《报告》认为“开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势”，同时“我国经济发展也还存在一些挑战”，与 4 月 30 日政治局会议定调一致。通胀方面，《报告》明确指出“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”，预计“年内还将继续温和回升，PPI 降幅也将收敛”，并强调“中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础”。

政策立场上，《报告》要求“保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，加大对实体经济支持力度，切实巩固和增强经济回升向好态势”。相较去年四季度《报告》，表述内容基本一致，但次序调整，将“保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性”置于段首，先于“强化逆周期和跨周期调节”，指向对金融总量增长的关注度边际淡化。信贷方面，《报告》指出“随着我国经济转型升级和高质量发展，我国信贷增长与经济增长的关系趋于弱化”，要“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配，引导信贷合理增长、均衡投放”。主要原因在于三点。一是由于经济结构调整、转型升级在加快推进，信贷需求较前些年也会出现“换挡”。一方面，过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续；另一方面，经济中传统高度依赖信贷资金的重工业趋于饱和，轻资产服务业占比持续提升。二是当信贷存量规模比较大时，继续增加信贷投放的边际效果递减。三是需要发挥直接融资的良性替代效应。货币方面，《报告》认为，总量上，当前货币存量已经不少了，庞大的货币总量增长可能放缓，但资金沉淀现象有所缓解；结构上，需求端尤其是消费仍有较大增长潜力。对于狭义流动性，《报告》在要求“保持流动性合理充裕”的基础上，新增“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”。

利率政策上，《报告》要求“深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道”。存款端，新增“防范高息揽储行为”，贷款端，仍要求“督促金融机构坚持风险定价原则”，“维护市场竞争秩序”这一表述从贷款端移至存款端。一季度，银行业内部竞争非线性加剧，出现高息揽储现象。4 月初，市场利率定价自律机制下发《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，明确要求银行不得通过事前承诺、到期手工补付息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限。信贷总量要求弱化、利率自律管理加强，有利于优化银行业竞争格局，缓解净息差收窄趋势。此外，针对一季度债券收益率快速下行，《报告》认为，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，同时也受供给端“市场缺乏安全资产”以及需求端银行保险等机构配置需求集中释放等因素的扰动。前瞻地看，经济基本面延续回升向好态势将为



长期国债收益率回升提供支撑，随着政府债券发行节奏加快，债券市场供需关系边际改善，长期国债收益率走向有望与经济向好态势趋同。事实上，4月下旬以来，长期国债收益率已有所回升。10年期国债收益率上行至2.3%以上，30年期国债收益率上行至2.6%附近。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇