

## 下半年的“变”与“不变”

2024 年 06 月 17 日

► 随着百年变局加速演进，地缘、政治等高维变量不是倏忽间出现，而是逐渐从“不变”到“变”，是为“因”；政策选择、经济走向等传统宏观研究范式下的核心变量，反而成了高维变量的“果”。下半年，面对潜在的全球地缘政治形势变化，随之而变的可能是房地产和地方债务等短期政策选择，不变的是以发展新质生产力推动高质量发展、以进一步全面深化改革推进中国式现代化。

今年上半年，国内经济延续回升向好态势，宏观经济要素在多数维度没有实质性变化，房地产、制造业、消费、产能、通胀等，都是十分重要而又被反复讨论的话题。上半年的主要变化来自三个方面，一是地方财政支出减速，二是出口外需有所恢复，三是外部不确定性上升。

基于上半年的“变”与“不变”，下半年单纯拉高经济增速在宏观政策中的优先级不高，要积极应对的是外部环境的潜在变化。大方向上，海外民族主义兴起不利于自由贸易和全球化，地缘冲突频发也使各国普遍更加重视安全问题，因此必须考虑半年后“冯德莱恩+特朗普”组合的可能性，推演对我国乃至全球外贸环境的潜在影响，提前做好内外应对。

一是防风险，房地产保交房和去库存是重点工作。二是新质力，是促进国内可持续发展、应对国际不确定性的核心抓手。三是促改革，重点关注要素市场和财税体制改革。除上述以外，地方政府债务等问题是否变化，需要依据下半年的内、外形势，动态评估。

► 具体来看：

今年一季度经济表现较好，多项指标好于预期，但二季度后边际放缓。结构上，年初以来经济结构的不均衡主要体现在三个方面：1) 新旧动能分化；2) 供需不平衡；3) 居民恢复不稳固。

**地产需要政策更多支撑。**目前地产链库存压力较大，政府“收储”有利于降低去化周期。下半年，房地产开发投资在政策的支持下，同比降幅可能出现收窄，但还要观察后续政策力度：收购规模是否扩大、财政能否贴息、收购资产的变现要求等。

**工业产需不平衡现象仍显著。**由于地产的影响较为明显，基建投资和制造业投资能够填补的空缺或相对较小。结合产能利用率、库销比、价格三个维度观测，下游制造业的供给压力相对更大。下半年，地产偏弱、居民消费中枢下降，下游的需求大幅向上改善的概率不大，更多的是温和恢复。生产端以价换量的趋势会继续。PPI 可能会保持负增，但降幅有望收窄，同时对企业利润形成支撑。

**居民消费和 2020 年前有差距。**居民消费在经济常态化之后有所恢复，但是程度仍然偏弱。下半年，居民消费可能不会在短期出现较大改善。由于居民是滞后、顺周期部门，在经济偏弱的情况下会倾向于减少消费，增加储蓄以防未来的不确定性。由于当下的居民收入增速预期中枢下降、资产中占比最大的房产价格波动，都会对居民消费造成压制。

**CPI 读数较 2020 年之后的中枢进一步降低。**前期猪价的持续下降导致食品项价格低迷。核心 CPI 低迷，内需偏弱，其中，服务类价格的表现比核心商品更好。展望下半年，随着供给的减少，猪肉价格回升的持续可能会到 2024 年底。而如果消费没有出现明显改善，核心 CPI 可能不会有较大突破。

► **风险提示：**国内经济变化超预期；海外地缘形势变化超预期。



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 张鑫楠

执业证书：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

## 相关研究

- 1.2024 年 5 月金融数据点评：等待 M1 增速企稳-2024/06/16
- 2.2024 年下半年宏观政策展望：多元目标下的破局之路-2024/06/16
- 3.2024 年 5 月价格数据点评：为什么猪价反弹没能拉升 CPI？-2024/06/12
- 4.国内经济高频周报：6 月第 1 周：房地产前路何往？-2024/06/11
- 5.全球大类资产跟踪周报：降息交易再度“折返跑”-2024/06/08

# 目录

1 下半年的“变”与“不变” .....	3
2 上半年经济回顾与下半年展望 .....	5
3 房地产期待更多政策落地 .....	6
4 工业产需不平衡依然存在 .....	8
5 消费总量温和恢复、结构下沉 .....	10
6 猪价反弹将提振 CPI .....	11
7 风险提示 .....	14
插图目录 .....	15
表格目录 .....	15

## 1 下半年的“变”与“不变”

随着百年变局加速演进，地缘、政治等高维变量不是倏忽间出现，而是逐渐从“不变”到“变”，是为“因”；政策选择、经济走向等传统宏观研究范式下的核心变量，反而成了高维变量的“果”。下半年，面对潜在的全球地缘政治形势变化，随之而变的可能是房地产和地方债务等短期政策选择，不变的是以发展新质生产力推动高质量发展、以进一步全面深化改革推进中国式现代化。

今年上半年，国内经济延续回升向好态势，积极因素增多、动能持续增强、社会预期改善，实际 GDP 增速高于预期。结构上看，宏观经济的关键因素没有发生实质性变化，房地产、制造业、消费、产能、通胀等，都是十分重要而又被反复讨论的话题。

上半年的主要变化来自三个方面。

**一是地方财政支出减速。**2023 年底，新一轮地方财政纪律规范启动后，广义地方政府信用呈收缩之势，一方面压降了广义地方政府融资，今年以来城投债累计净融资-3773 亿，另一方面控制了地方政府债券发行，今年以来（截至 6 月 20 日）新增专项债发行规模仅为全年额度的 33.6%。受此影响，1-4 月地方预算内财政支出同比-3.7%，基建投资逐月减速。

**二是出口外需有所恢复。**1-5 月美元计价出口同比增长 2.7%，对比 2023 年全年是-4.7%。美国制造业景气度触底回升，驱动工业库存止跌回补，提供了出口回暖的贝塔；我国企业出口与出海齐头并进、外贸国别多元化水平持续上升，开拓了新的阿尔法。

**三是外部不确定性上升。**今年是全球大选年，在美国大选之前，选举已经在数个国家和地区展开。比较重要的是刚结束不久的欧洲议会选举，右翼势力扩大表明民族主义在欧洲进一步盛行，法国总统马克龙因此解散国民议会重新选举，由此观察冯德莱恩在欧盟和特朗普在美国获胜的概率有所上升。4 月 30 日召开的政治局会议指出，“外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。

**基于上半年的“变”与“不变”，下半年可能会有哪些新的变化？**

一个基础背景是上半年实际 GDP 增速有望达到 5.3%，5 月城镇调查失业率仅 5.0%，全年实现“5%左右”经济增速目标和“5.5%左右”失业率目标的难度都不大，这意味着单纯拉高经济增速在宏观政策中的优先级不高。

**要积极应对的是外部环境的潜在变化。**大方向上，海外民族主义兴起不利于自由贸易和全球化，地缘冲突频发也使各国普遍更加重视安全问题，因此必须考虑半年后“冯德莱恩+特朗普”组合的可能性，推演对我国乃至全球外贸环境的潜在影响，提前做好内外应对。

**一是防风险，房地产保交房和去库存是重点工作。**4 月 30 日政治局会议指出，

“要持续防范化解重点领域风险...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”。当前房地产业在供给侧全链条高库存，需求侧持续收缩、房企流动性压力上升。近期由政府主导收购存量房地、盘活房企闲置资产的政策探索十分有益，但也可能面临一些难点，包括量不够大、意愿不强和供给不降等问题。下一阶段的政策研判，要重点关注收购规模是否扩大（万亿量级）、收购主体是否调整（中央参与）、财政能否适度贴息（收支平衡）、收购资产的变现要求（收而储之）等。**如果政策安排可以突破潜在堵点，有利于从施工端稳定房地产投资。**

**二是新质力，是促进国内可持续发展、应对国际不确定性的核心抓手。**传统的总量宏观政策和经济增长方式有很多局限性，可以缓解短期的燃眉之急，却无法从长期解决问题，甚至会积累更多弊端。党的二十大报告强调“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务”，习近平总书记在政治局第十一次集体学习上进一步指出“发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点”。新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式，具有高科技、高效能、高质量特征，以全要素生产率大幅提升为核心标志，既包括技术和业态模式层面的创新，也包括管理和制度层面的创新。

**三是促改革，重点关注要素市场和财税体制改革。**今年是全面深化改革又一个重要年份，通过改革加快形成与新质生产力相适应的新型生产关系，可能是重要议题之一，包括构建全国统一大市场、深化要素市场化改革等。以土地要素为例，要严守耕地红线、又要促进经济发展，需要因地制宜，将经济大省的用地需求和非经济大省的地广人稀结合起来。然而过往土地要素的跨省流通并不便利，通过构建统一大市场 and 要素市场化改革，可以既促进经济大省发展，又补充非经济大省财源。

**财税体制改革的意义在于优化央地财权事权、促进区域协调发展。**比如，分税制改革后地方财权偏少、事权偏多，是隐性债务不易遏止的原因之一，特别是近年土地财政收缩后，地方平衡财权事权的压力进一步上升。如果中央适度上收事权、下放财权，有利于缓解地方压力，有助于从根本上解决隐性债务问题，也意味着以中央信用为依托的资产多增、地方信用资产少增，即中央金融工作会议提出的“优化央地债务结构”。另外，财权下放还涉及到区域平衡问题，区域财力平衡有助于实现区域经济协调发展。

**除上述以外，部分要素是否变化需要结合时事具体判断，比较重要的是地方政府债务问题。**随着债务较重地区的降债工作取得进展，部分融资平台已经不再承担政府融资职能，近期陆续推动退出融资平台、尝试转型为市场化经营主体。理论上，实现市场化经营后，相关企业的融资限制将有所放松，但放松的尺度、监督的力度，还存在不确定性。与之同源同理的，还有预算内地方政府专项债的发行节奏，**都要依据下半年的内、外形势，动态评估。**

**以重要事件为评估线索，下半年要先后关注：7月上旬法国议会选举—7月中**

旬欧洲议会投票—7月三中全会（具体日期未知）—7月底政治局会议—9月下旬美联储议息会议—11月上旬美国总统大选日—11月中旬 G20 峰会—12月中下旬政治局会议/中央经济工作会议。

## 2 上半年经济回顾与下半年展望

**上半年经济可以分成两个阶段：一季度经济表现较好，多项指标好于预期。二季度相对平缓、边际转弱。**

**1) 开年经济读数超预期，结构特征显著。**1-2月经济数据大超预期，工业增加值同比 7.0%、服务业产出指数同比 5.8%，除了春季错位的技术因素外，还存在开年抢生产的现象。3月后，高频数据走弱，但 PMI 环比走势再超预期，叠加出口外需回暖，一季度 GDP 实现了 5.3%的增速。然而，经济的微观体感与宏观数据的差异依然存在，主要原因是价格水平偏低，一季度名义 GDP 增速 4.2%，GDP 平减指数仅为-1.3%。

**2) 二季度经济有放缓迹象，需求不足逐渐显露。**4-5月，国内 PMI 连续弱于季节性，而出口外需的恢复斜率较平缓，6月以来的高频数据显示工业生产再度回落。5.17 新政后，房地产销售边际改善，但幅度不高、持续性有待进一步观察。此外，五一和端午假期的人均旅游收入重新回落至低于 2019 年的水平，显示居民消费恢复仍不稳固。总的来说，二季度经济有所放缓，房地产改善有待观察、财政发力偏缓、居民消费恢复不稳、海外制造业周期反复，供给继续强于需求。

**展望下半年，预计国内经济延续稳中向好态势，全年实际 GDP 增速有望达到 5.2%，超额完成“5%左右”的全年经济增长目标。节奏上，预计下半年实际 GDP 增速波动不大，名义 GDP 增速随通胀读数回升而缓慢修复。结构上：**

**生产端**，一季度工增读数较高，后续预计增速有所回落，但生产强于需求的局面可能会继续存在，部分工业行业以价换量导致工业利润恢复偏缓。预计全年工增同比 5.6%、规上工业利润同比 1.4%。

**地产端**，政策态度逐渐转向积极，供需两端均有放松，但可能尚暂不足以扭转基本面。后续关注政策力度如何加码，例如“收储”放量、继续解除限购等。随着基数下降，地产投资同比读数可能有所改善，预计全年同比增速-9.1%。

**消费端**，随着经济逐步恢复，居民收入和支出增速会随之上行，但由于消费中枢有所回落，并且名义经济增长较温和，居民部门修复斜率可能较平。预计全年社零增速同比为 4.3%。

**价格端**，由于猪肉供给的减少，猪肉价格回升可能会持续到 2024 年底。按照之前几轮生猪存栏去化的时间跨度和猪价变化，食品项 CPI 可能会有较大回升，但核心 CPI 偏弱可能会对冲影响。预计全年 CPI 增速 0.6%。

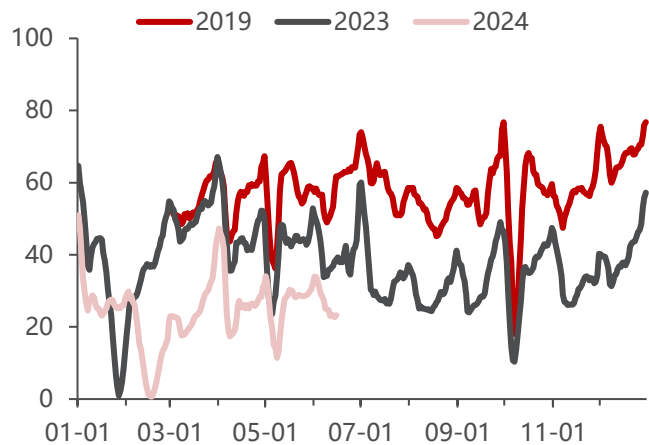
**表1：2024 年经济指标预测 (%)**

指标	2022	2023	2024E	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E
GDP	3.0	5.2	5.2	5.3	5.3	5.0	5.1
工增	3.6	4.6	5.6	6.1	5.9	5.4	5.4
社零	-0.2	7.2	4.3	4.7	3.4	4.5	4.5
固投	5.1	3.0	4.6	4.5	4.5	5.0	4.5
制造业	9.1	6.5	9.0	9.9	9.6	8.9	8.2
房地产	-10.0	-9.6	-9.1	-9.5	-9.7	-8.6	-8.5
基建	11.5	8.2	8.8	8.8	8.8	9.5	8.3
出口	5.6	-4.7	3.0	1.5	3.1	5.9	1.3
进口	0.7	-5.5	1.8	1.5	1.4	2.2	2.2
CPI	2.0	0.2	0.6	0.0	0.3	0.7	1.3
PPI	4.1	-3.0	-1.2	-2.7	-1.4	-0.5	-0.3

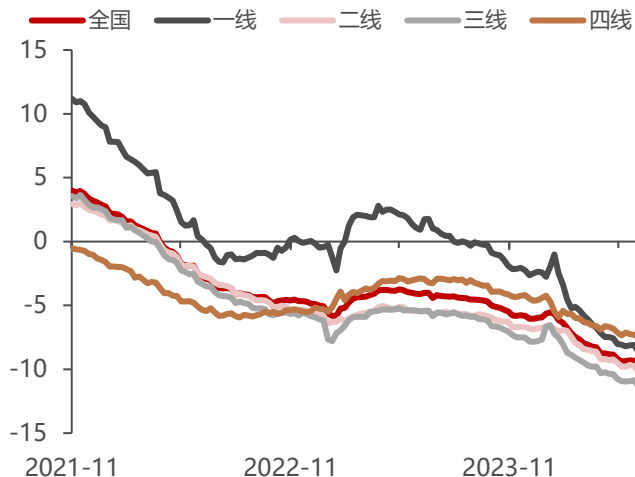
资料来源：wind，民生证券研究院预测

### 3 房地产期待更多政策落地

**5.17 新政的落地，代表政策层对地产问题的态度更加积极，但从政策加码到基本面扭转，可能还需要经历数次政策探索和执行评估。**5.17 系列政策落地已近 1 个月，房地产市场确实出现了积极变化，但是高频数据中，新房的成交量虽然有所改善，但并没有出现实质性的好转，同比仍保持着两位数的降幅，二手房价格同比还在回落。总的来说，政策加码有利于稳定房地产行业，但也需要新的政策继续推进。

**图1：30 城商品房成交面积 (万平方米 MA7)**


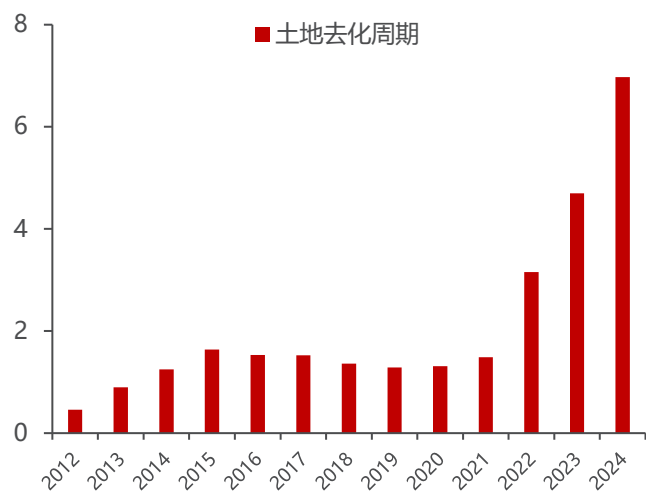
资料来源：wind，民生证券研究院（截至到 6 月 14 日）

**图2：15 城二手房成交面积 (万平方米 MA7)**


资料来源：wind，民生证券研究院（截至到 6 月 14 日）

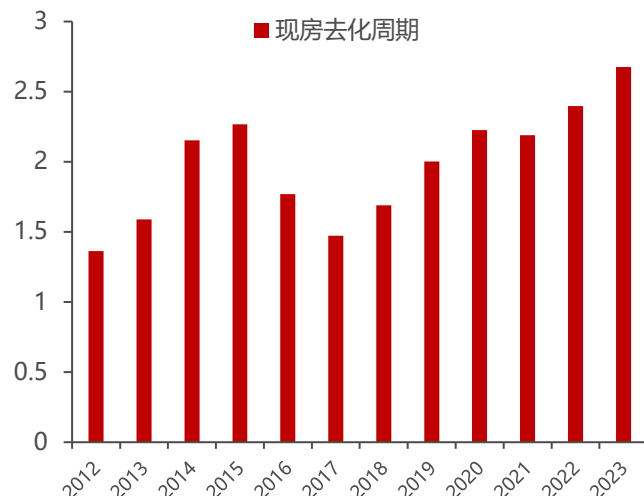
**供给侧，目前地产链库存压力较大：**开发端，假设今年新开工面积和百城成交土地建面均下降 25%，未开发土地去化周期（土地面积/开工面积）为 7 年；施工端，2023 年全年建安设备投资 6.6 万亿元，房屋施工面积 83.8 亿平，按造价 2100 元/平估算，存量施工周期 2.65 年，是 2003 年以来的最高水平；竣工端，截至到 2023 年，待售商品房面积 6.7 亿平，现房去化周期（待售面积/现房销售面积）2.7 年，是 2005 年以来的最高水平。

图3：土地去化周期较高（年）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：现房去化周期较高（年）



资料来源：wind，民生证券研究院

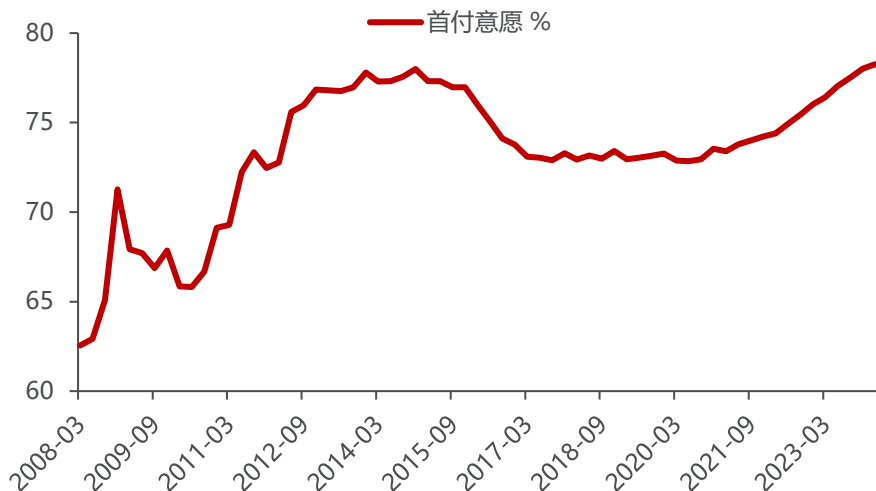
### 需求端，政府“收储”和地产限制政策放开：

**1) 政府“收储”既有利于降低去化周期，也有利于盘活开发商难以变现的存量资产，提供现金流用于保交房。但有几个问题需要关注：一是收购规模要足够大才能有效降低去化周期；二是如果要求收购资产尽快变现，又会形成新增供给；三是如果要求收购项目收支自平衡，当前租售比和融资成本要求折价收购或财政贴息，前者涉及与开发商的漫长协商，后者需要中央或地方财政加杠杆；四是收购的土地/房屋存在价值下跌的风险。**

**2) 对于居民端，我国房屋的租售比偏低，投资需求逐渐下降。**根据中指监测数据，今年3月，50个重点城市租售比平均为2.15%，低于全球多数国家。相比之下，当前10年/30年国债到期收益率在2.25%-2.3%/2.5%-2.55%附近，高于租售比。理论上，如果租金稳定，租售比会随着房价调整上升，但是国内租房和购房市场有所分割，一是租房基本是源于真实的消费需求，而非投资需求。二是国内普遍重视购房，中高收入人群会优先考虑购房自住，所以中低收入人群才是租房的主力。租金稳定需要租房群体的收入稳定，因此，租售比的上升需要国内经济进一步稳定，拉动收入。

**从贷款占比观察居民的购房需求，当前居民加杠杆的意愿下降。**5.17新政之后，购房首付比例下降到15%，已经是历史最低。再向前回顾，2023年9月购房首付比例降到20%，但是居民的贷款意愿不仅没有回升，反而在下降，证明居民由于对收入的不确定上升。

图5：居民贷款意愿下降（1-房贷余额比例）



资料来源：wind，民生证券研究院

**展望下半年**，房地产开发投资在政策力度上升的支持下，随着基数下降，同比降幅可能出现收窄，但改善幅度还要观察后续政策力度。需要关注政府收购规模是否扩大、收购主体是否调整、财政能否适度贴息、收购资产的变现要求等；需求端关注名义经济增长和购房限制性政策进一步放松。

## 4 工业产需不平衡依然存在

**需求侧**，由于地产的影响较为明显，基建只能填补部分地产导致的建筑业空白，甚至还要受到地方财政的限制。制造业投资更是向新兴产业转型，间接融资占比较小、上游产业链的拉动较弱。因此，目前的实物工作量较为低迷，高频数据的上游生产和工业需求一直处在同期低位。

**供给侧**，结合产能利用率、库销比、价格三个维度观测，**非金属制品、食品、计算机、医药、专用设备等行业供给压力相对更大**。这些行业在目前闲置产能已经较高的情况下，库存的去化周期仍偏长。此外，这些行业中的新兴产业占比较高，新兴产业中的同质化可能较为严重，以价换量或更明显。

**第一，当前工业产能利用率偏低**。2024年一季度的产能利用率为73.6%，绝对值水平和当下比较相近的只有2016年和2020年一季度，历史分位数处在10%以下的低位。

分大类行业来看，产能利用率分位数表现：采矿业>公用事业>上游制造业>中下游制造业。具体行业中，非金属制品、汽车、电气、食品、计算机、专用设备、医药、黑色加工等行业已经连续两个季度处在50%的分位数以下，多数都集中在中下游制造行业，闲置产能过多。

这些行业可以分成两类，一类是新兴产业，比如计算机、医药、电气、汽车等，另一类是偏传统行业的黑色加工、食品等。和2016年不同的是，2016年产能利



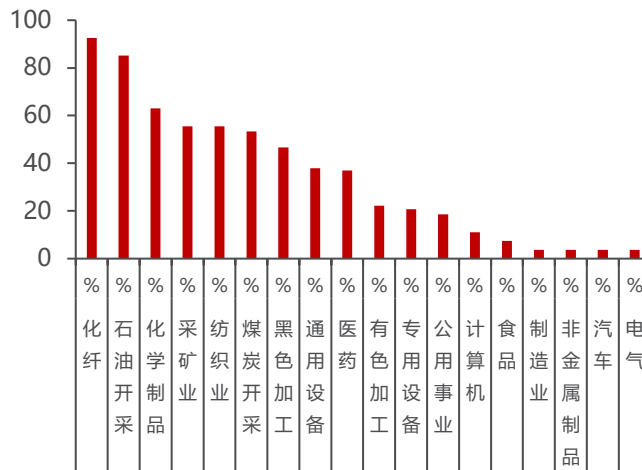
用率较低的行业集中采矿业和上游原材料加工等，而下游普遍表现好于上游。

图6：工业产能利用率偏低



资料来源：wind，民生证券研究院（截至2024年一季度）

图7：制造业产能利用率分位数较低

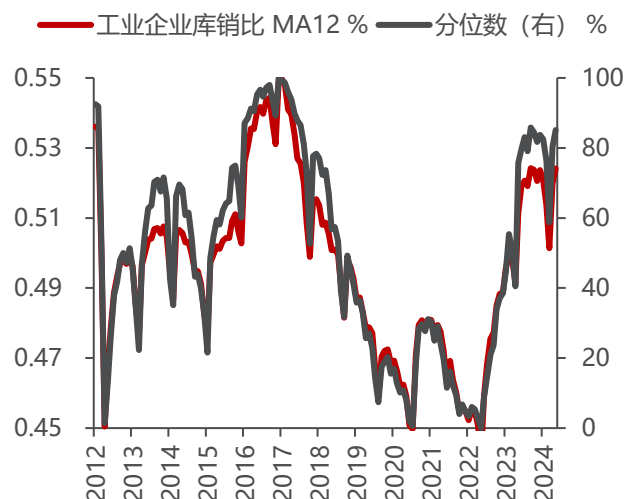


资料来源：wind，民生证券研究院（截至2024年一季度）

**第二，当前工业企业库销比偏高。**2024年5月的工业企业库销比为0.52%，绝对值水平仅次于2016-2017年。分位数处于历史85%的位置，当下企业库存已经处在偏高的位置。

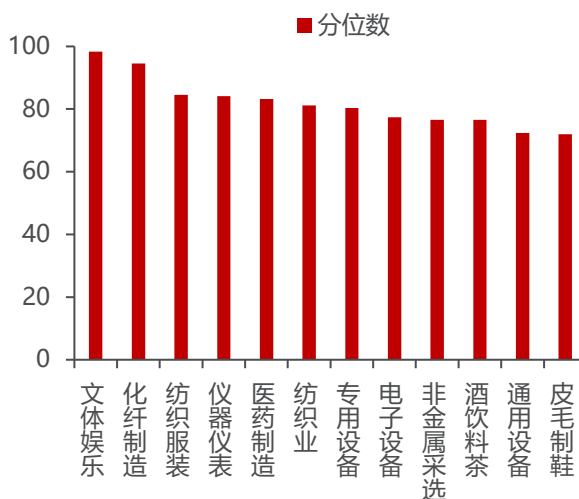
分大类行业来看，库销比分位数表现为：制造业>采矿业>公用事业。具体行业中，制造业的多数行业库销比都偏高。比如：化学制品、非金属、通用设备、专用设备、食品、计算机、医药等。这些行业的库存压力更大。

图8：工业库销比处在高位



资料来源：wind，民生证券研究院（截至到2024年5月）

图9：中下游制造业库销比分位数较高（%）



资料来源：wind，民生证券研究院（截至到2024年4月）

**第三，多数行业供需不平衡，PPI恢复偏弱。**截至到2024年5月，PPI同比边际有所改善，为-1.4%，已经是2023年3月以来的最高值，但是今年以来的环比并没有超出可比年份的季节性均值，工业价格恢复偏弱。

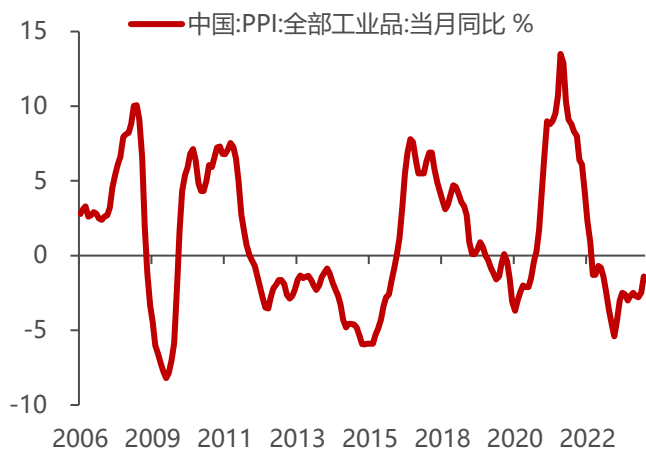
**本轮价格的改善由于供需不平衡，向上的恢复力量较平缓。**从跌幅来看，2023

年6月应该是这一轮PPI周期的低点,之后PPI读数持续改善。从时间跨度来看,PPI也呈现出一个大致三年的周期性,而2020年5月-2023年6月两次低点之间的跨度也比较符合。但是由于供需不平衡的影响,PPI向上改善的力度较弱。

分大类行业来看,PPI分位数的表现为:采矿业>上游制造业>公用事业>中下游制造业。由于有效需求不足,上游价格上涨不能向下游传导。而且由于上游价格刚性,成本上升反而会影响企业利润。比如食品、医药、电气、汽车、专用设备等行业的价格分位数都在15%以下,供需结构失衡的现象更加显著。

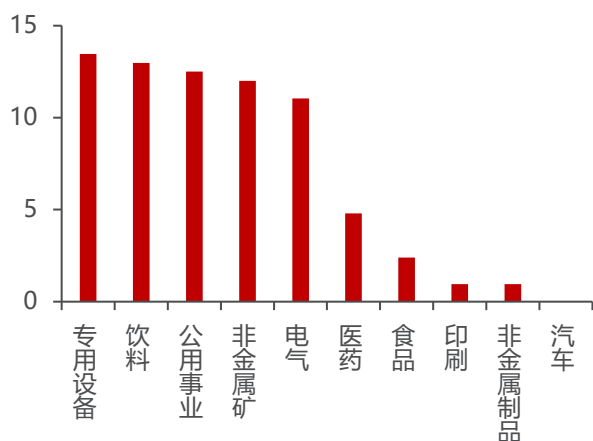
展望下半年,地产偏弱、居民消费中枢下降,下游的需求大幅向上改善的概率不大,更多的是温和上涨。生产端以价换量的趋势或将继续,因此,产需结构不平衡的情况仍会存在。全年PPI可能会保持负增,但降幅可能会随着基数下降而持续收窄,PPI降幅收窄也会对企业利润会形成支撑。

图10: 工业品价格恢复偏慢



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 下游制造业价格分位数多数偏低 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

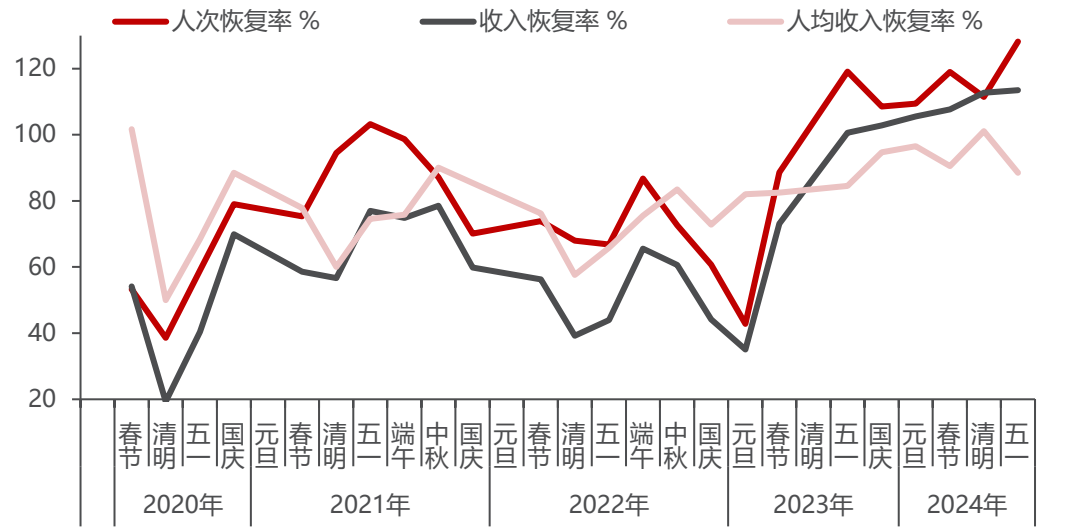
## 5 消费总量温和恢复、结构下沉

居民消费在过去一年多总体有所恢复,但恢复斜率偏缓。今年1-5月,社零累计增速为4.1%,对比2016年-2019年的社零同比均值达到9.4%,社零增速中枢较2020年之前回落。

结构上,服务消费持续好于商品消费,但人均假期消费仍然没有完全恢复。今年以来,统计局服务业零售增速持续高于社零增速,表明居民服务业消费的表现好于商品消费,对应服务CPI表现也持续好于核心商品CPI,但人均假期消费多数时间仍然低于2019年的水平。

以2024年为例,清明节假期人均旅游收入恢复到2019年之上,但接下来的五一假期和端午假期,人均旅游收入恢复率再次回落,落到2019年之下。另外,2023年以来,热门旅游景点有下沉趋势,更多的以三四线城市为主,对于一些高端的旅游消费热情减弱。

图12: 旅游人均收入仍没有恢复到 2020 年以前



资料来源: wind, 民生证券研究院

**消费的恢复斜率与居民收入和消费倾向有关。**2018 年以前, 人均可支配收入的增速多在 8%-10% 之间波动, 近年则处于 5%-6% 的水平。与此同时, 居民的消费倾向恢复也不显著, 消费者信心指数低于 2020 年之前。居民的更多投资占比和更多消费占比持续回落, 但更多储蓄占比已经上升到高位。

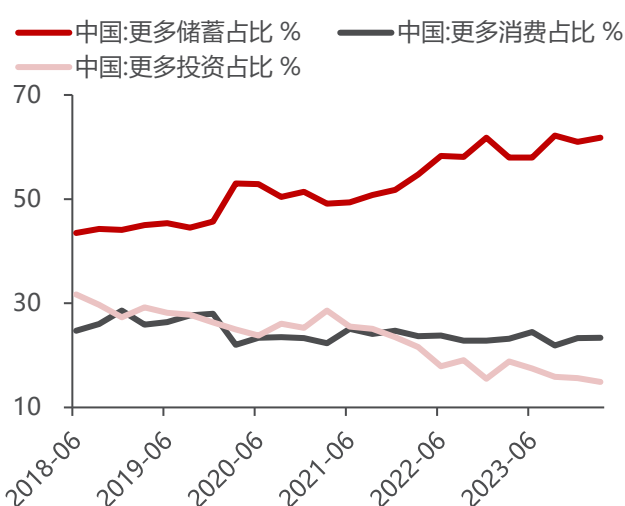
**展望下半年, 预计居民消费延续温和复苏态势, 结构上保持下沉特征。**由于居民是顺周期部门, 居民的消费行为会同步甚至滞后于名义经济增长。当前价格因素导致居民收入增速中枢下降、家庭资产占比最大的房产价格回落, 可能会继续抑制居民消费复苏的斜率。

图13: 近年收入增速中枢和消费信心指数有所下降



资料来源: wind, 民生证券研究院 (截至到 2024 年 4 月)

图14: 居民储蓄占比持续上升



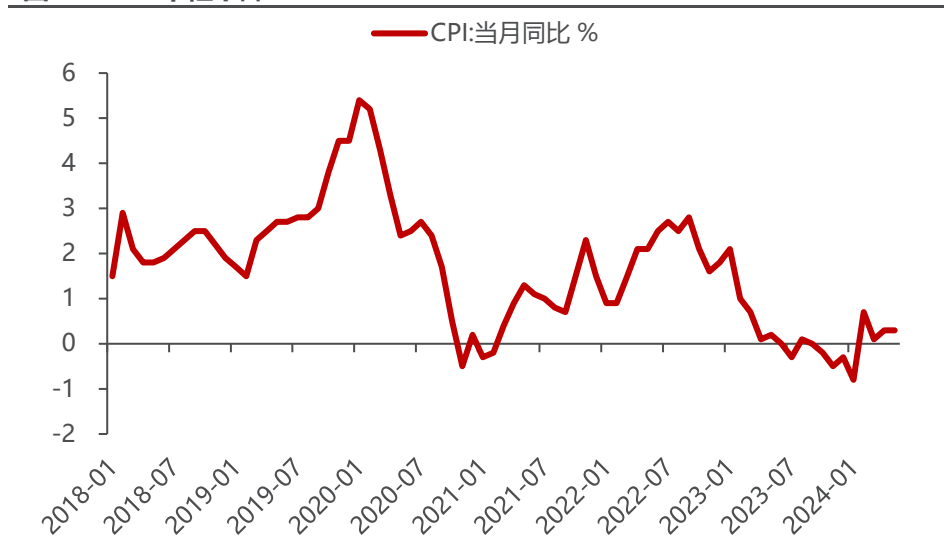
资料来源: wind, 民生证券研究院 (截至到 2024 年一季度)

## 6 猪价反弹将提振 CPI

**CPI 读数较 2020 年之后的中枢进一步降低。**2023 年 CPI 全年同比 0.2%,

截至到 2024 年 5 月的累计同比是 0.1%，仅高于 2009 年和 2020 年。2018 年-2020 年前的 CPI 中枢是 2.5%，2020 年-2024 年 5 月的中枢是 1.3%，仍有一定差距。

图15: CPI 中枢下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

按照食品项和非食品项来进行拆分,可以看到,两者的增速从 2023 年开始出现分化:非食品项前低后高,食品项前高后低对 CPI 形成拖累。

### 1) 猪价的持续下降导致食品项价格低迷。

我国居民对猪肉消费的需求相对稳定,但供给侧的存栏量较多导致 2023 年到 2024 年年初猪价下行较多。猪肉价格 2023 年多数时间都保持了两位数的降幅,在 11 月录得最大降幅-31.8%,对整体 CPI 的拖累达到-0.6 个百分点,而当月的 CPI 同比为-0.5%,而如果加回猪价的拖累,当时的 CPI 已经回正。

### 2) 核心商品持续低迷

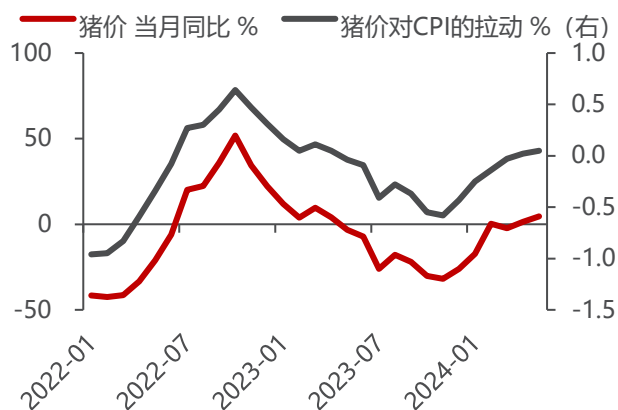
**核心 CPI 低迷,内需偏弱。**从 2023 年开始,核心 CPI 在多数时间都低于 1%。从大的趋势来看,核心 CPI 的中枢在持续下降。分为两个节点:2017 年开始的去杠杆及一系列监管政策在一定程度上抑制了居民的需求,使核心 CPI 开启下降。而 2020 后,居民的消费意愿和倾向进一步受到影响,核心 CPI 中枢远低于 2020 年之前。

**服务类价格的表现比核心商品更好。**服务类价格与上文提到的居民消费走势一致,服务类在 2023 年经济常态化之后,居民线下接触性消费需求得到释放。无论是三四线的旅游城市突然爆火,拉动旅游类价格水平全年增长 9%,还有不断创新的娱乐活动比如奶茶、剧本杀等,都拉动了文娱类价格的增长。

**核心商品价格持续低迷。**除了居民的可支配收入中枢下降,服务类消费挤出了商品类消费外,地产也在影响商品类消费。除了食品和能源外,CPI 分项中下降最

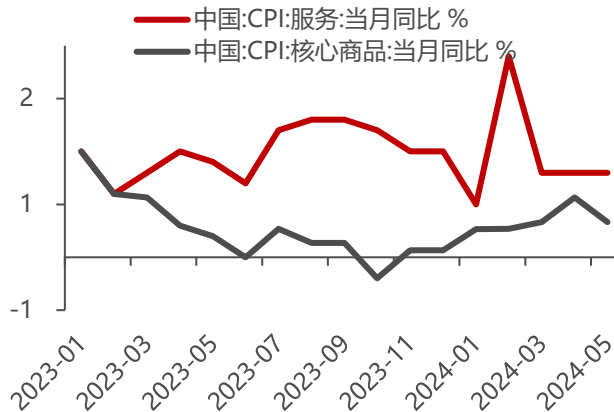
多的就是家用器具类，持续下降的趋势没有扭转。

图16: 猪价对 CPI 由拖累转为拉动



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 服务价格表现持续好于核心商品



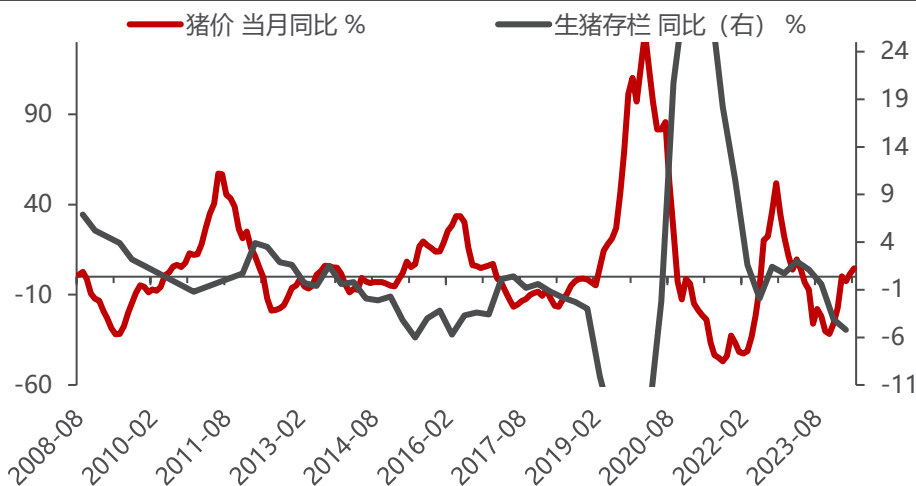
资料来源: wind, 民生证券研究院

**展望下半年，猪肉价格回升的持续可能会到 2024 年底。**生猪存栏大致领先猪肉价格 2-3 个季度。从本轮的生猪存栏来看，在 2023 年 3 月达到高点后持续下行，8 个月后，猪价在 2023 年 11 月达到最低点。按照之前几轮生猪存栏去化的时间跨度，多在 1 年半左右，对应到本轮生猪存栏量下降可能会持续到 2024 年三季度。

目前，猪肉价格已经在 2024 年 4 月回正，5 月涨幅扩大，而且回顾之前几轮去化周期中的涨幅，猪肉价格波动较大，最高点涨幅均超过了 30%。如果本轮猪肉价格可以在年底上升到 20%-30%，对 CPI 的拉动效应就会较大，CPI 可能会在年底回升到 1%以上。

**核心 CPI 偏弱的情形可能暂时不会得到明显改善。**与上文所述一致，居民滞后于经济，消费短期得到明显改善的可能性较小，核心 CPI 可能会持续目前的走势。

图18: 生猪存栏持续下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 7 风险提示

1) **国内经济变化超预期。**如果未来一段时间政策力度出台力度更大，比如地产“收储”规模放量、中下游制造业供需改善，可能拉动经济恢复加快。

2) **海外地缘形势变化超预期。**未来地缘政治不确定性导致外需、政策等出现波动，可能影响财政节奏和资本市场。

## 插图目录

图 1: 30 城商品房成交面积 (万平方米 MA7) .....	6
图 2: 15 城二手房成交面积 (万平方米 MA7) .....	6
图 3: 土地去化周期较高 (年) .....	7
图 4: 现房去化周期较高 (年) .....	7
图 5: 居民贷款意愿下降 (1-房贷余额比例) .....	8
图 6: 工业产能利用率偏低 .....	9
图 7: 制造业产能利用率分位数较低 .....	9
图 8: 工业库销比处在高位 .....	9
图 9: 中下游制造业库销比分位数较高 (%) .....	9
图 10: 工业品价格恢复偏慢 .....	10
图 11: 下游制造业价格分位数多数偏低 (%) .....	10
图 12: 旅游人均收入仍没有恢复到 2020 年以前 .....	11
图 13: 近年收入增速中枢和消费信心指数有所下降 .....	11
图 14: 居民储蓄占比持续上升 .....	11
图 15: CPI 中枢下降 .....	12
图 16: 猪价对 CPI 由拖累转为拉动 .....	13
图 17: 服务价格表现持续好于核心商品 .....	13
图 18: 生猪存栏持续下降 .....	13

## 表格目录

表 1: 2024 年经济指标预测 (%) .....	6
-----------------------------	---

## 分析师承诺

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026