



宏观研究

# 【粤开宏观】重塑激励——2024 年下半年中国经济展望

2024 年 06 月 30 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002  
电话：13645711472  
邮箱：majiajin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】当前财政形势与对下阶段财政政策的建议》2024-06-27

《【粤开宏观】土地市场供需低迷，土地财政何去何从？》2024-06-23

《【粤开宏观】5 月分化的经济数据反映了什么？》2024-06-17

《【粤开宏观】如何看待 M1 增速为负——5 月金融数据点评》2024-06-17

《【粤开宏观】城投正在起变化：从 3300 家城投财报看转型进程及隐性债务测算》2024-06-12

## 摘要

2024 年行程过半，我国经济总体延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。

往者不可谏，来者犹可追，下阶段应以力度更大、节奏更快、目标更明确的一揽子稳增长政策扩大总需求；同时进一步扩大改革开放，尤其是重塑激励约束机制，充分激发居民、企业、地方政府等微观主体的积极性和活力，加快经济向潜在增长路径收敛。

## 一、上半年经济形势回顾与下半年展望

今年以来，一季度经济超预期开门红，二季度略有放缓。一季度 GDP 同比增长 5.3%，预计二季度 GDP 同比增长 5.1% 左右，上半年增长 5.2% 左右。受益于物价同比回升，二季度经济名义增速预计将高于一季度。预计二季度 GDP 平减指数从一季度的 -1.1% 升至 -0.6% 左右，名义 GDP 同比从一季度的 4.2% 升至 4.5% 左右。

下半年经济仍将延续回升向好态势，考虑到下半年同期基数较二季度抬升，预计三四季度 GDP 同比或在 5% 左右，全年增速在 5.1% 左右。

下半年经济形势的不确定性主要在四个方面，关键是房地产和地方财政：其一，**房地产方面**，稳地产政策持续发力和较长时间的调整后，房地产市场能否企稳回升以及企稳的程度；其二，**地方财政和基建投资方面**，地方专项债和超长期特别国债发行进度加快，能否顺利形成实物工作量，以及土地财政下行等导致的地方财政紧平衡能否推动相应投资回升；其三，**外需方面**，贸易摩擦和地缘政治风险显现，是否会对出口造成不利影响；其四，**市场主体和预期方面**，下阶段宏观政策和改革措施加码，能否有效提振居民和企业信心。

物价将继续温和回升，CPI 和 PPI 单月同比或升至 1% 和 0% 以上。GDP 平减指数和名义 GDP 同比持续回升，有助于增强居民和企业获得感，弥合宏观数据与微观感受之间的背离。

## 二、微观主体的处境与选择：经济结构性恢复

宏观是微观的有机加总，从居民、企业等微观主体的视角切入，能更好理解当前经济结构性恢复、宏观数据与微观感受之间的背离。

（一）居民部门：服务消费好于商品消费，二手房成交好于新房，现房好于期房

疫后经济逐步恢复，居民就业和收入状况也随之改善，但受物价低迷和经济



名义增速偏低影响，居民名义收入增速较疫情前仍有较大差距，居民获得感不强。此外，部分行业面临降本增效、薪酬调整，股市和楼市表现低迷，也在一定程度上影响了居民信心和预期。

**居民消费、购房呈现出明显的节俭化、避险化倾向：其一，服务消费好于商品消费**，居民压缩不必要的商品消费，增加旅游、演出等即时满足的服务消费，类似“口红效应”。**其二，二手房成交好于新房**，二手房价格降幅较大，性价比凸显，对新房市场形成分流。2023年下半年以来，一线城市的二手房成交面积增速明显好于新房。**其三，居民提前还贷现象较为突出，限制其消费能力**。由于存量房贷利率偏高、理财收益率下降，部分居民选择提前还贷，一季度居民提前还贷规模在1.3万亿元左右。

## （二）企业部门：需求、价格、产能等问题仍待解决

今年以来，出口超预期回暖，大宗商品价格上涨带动PPI同比回升，工业企业营收和利润逐步改善；同时大规模设备更新等政策措施落地生效，制造业投资高增，1-5月累计同比达9.6%。

**但企业家信心仍受以下因素影响：一是有效需求仍然不足**，出口回升和设备更新投资高增只起到托底作用，不能完全对冲其他方面的需求不振。**二是PPI同比仍较低迷**，且大宗商品价格上涨主要利好上游原材料行业，在终端消费不振的背景下，会对下游行业利润空间形成挤压。**三是部分行业面临供需失衡问题**，重复建设、内卷式竞争、企业经营压力较大等问题，使得相关行业投资增速放缓。

## 三、宏观政策的掣肘与努力：方寸间辗转腾挪

今年以来，政府加大宏观调控力度，巩固和增强了经济回升向好态势。然而，财政、货币、房地产政策在制定与执行过程中，也面临一些主客观因素的制约，不利于宏观调控作用的充分发挥。

### （一）财政政策：地方乏力与中央发力

年初以来，地方财政支出和相关基建投资增速偏低，1-5月地方财政支出和较为依赖地方财政的公共设施管理业投资累计同比分别仅为2.4%和-5.5%。

**地方政府在落实积极财政政策时，面临三方面不足：一是资金不足**，受经济名义增速偏低、房地产市场低迷、政府减税降费等因素影响，地方财政收入承压。**二是项目储备不足**，满足收支平衡要求的专项债项目储备不足、部分重点化债省份严控新增投资，地方专项债发行和使用进度偏慢。**三是积极性不足**，地方公务员面临基层行政事务增多、政绩考核目标多元化、支出责任膨胀加剧财政紧平衡形势等激励不相容问题，部分地方和部分部门出现懒政怠政、形式主义等现象。

### （二）货币政策：增量受限与存量盘活

在国内有效需求不足、物价持续低迷、实际利率较高的背景下，市场预期货币政策更加积极，但央行政策出台较为审慎，3月以来并未进一步降准降息。

**央行在制定货币政策时，面临三大外部约束：一是稳定银行净息差**，一季度商业银行净息差已降至历史新低的1.54%，降息将导致净息差继续收窄，影



响银行业经营的稳定性和安全性。二是**稳定人民币汇率**，在美联储降息时点不断推迟的背景下，我国降息将扩大美中利差，或加重人民币汇率贬值压力。三是**防范资金空转套利**，当前实体经济融资需求较为低迷，宽松的金融环境可能引发资金空转套利问题，不利于金融稳定。

### （三）房地产政策：趋势性拐点与周期性托底

**本轮房地产下行周期与前几轮存在显著区别**：前几轮周期处在城镇化快速推进、居民住房短缺的时代，当楼市阶段性走弱，房地产刺激政策均能快速提振居民购房需求，且需防范房价大幅上涨风险；但随着房地产市场供求关系发生重大变化，住房发展的主要矛盾从总量短缺转为总量基本平衡、结构性供给不足，稳地产政策效果明显减弱。

**在周期性托底方面，房地产政策面临一些难点堵点**：其一，**增量政策空间有限**。517地产新政之后，大部分城市的稳地产政策基本已应出尽出，仅北上广深等少数核心城市还留有进一步放松限购的余地，但考虑到可能的房价上涨和对周边区域的“虹吸效应”风险，一线城市在放松限购方面仍较审慎。其二，**地方财政紧平衡制约政策落实效果**。“三大工程”以及地方政府收购存量商品房高度依赖地方财政支持。以政府收储为例，项目贷款额度不能超过80%，需要地方政府筹集20%的自有资金；租金回报率偏低背景下，要维持项目成本收益平衡，需要地方政府提供财政贴息。

## 四、下阶段宏观调控与改革建议

**第一，短期来看，加大逆周期调节力度，扩大总需求**。财政政策加大力度，靠前发力，增发国债，确保必要支出力度，优化“化债”政策推动地方从应急状态回归常态。货币政策腾挪空间，加大对实体经济支持力度，打击银行违规高息揽储行为、支持中小银行补充资本金、适当增加人民币汇率弹性遏制套息交易，进一步降低存量房贷利率等。继续优化**房地产政策**并尽快扭转房地产价格下行预期，放松限购、增加一线城市购房指标，从优化存量到释放增量需求；加大政府收储力度并由中央解决部分地方资金问题；增加核心地段高品质商品房供给。

**第二，中长期来看，推动体制机制改革，调动地方政府、企业家、居民和科学家四大主体的积极性**。一是推动新一轮财税体制改革，从根本上解决当前财政运行紧平衡和地方债务问题，激发**地方政府**积极性和活力。二是构建高水平社会主义市场经济体制，从政策稳定性、制度完备性、法治落实和理论突破四个层面提振**企业家**信心。三是推动收入分配、户籍制度等方面的改革，提高医疗教育和养老等水平，化解居民消费率偏低的长期问题，调动**居民**积极性。四是推动科技创新体制改革，实施股权激励、推动产学研一体化，更大程度上提高人力资本参与收入分配的比重，调动**科学家**的积极性。

**风险提示**：房地产市场低迷超预期、稳增长和改革措施超预期



## 目 录

一、上半年经济形势回顾与下半年展望.....	5
二、微观主体的处境与选择：经济结构性恢复.....	6
（一）居民部门：服务消费好于商品消费，二手房成交好于新房，现房好于期房.....	7
（二）企业部门：需求、价格、产能等问题仍待解决.....	9
三、宏观政策的掣肘与努力：方寸间辗转腾挪.....	12
（一）财政政策：地方乏力与中央发力.....	12
（二）货币政策：增量受限与存量盘活.....	15
（三）房地产政策：趋势性拐点与周期性托底.....	18
四、下阶段宏观调控与改革建议.....	18
（一）短期：加大逆周期调节力度，扩大总需求.....	18
（二）中长期：推动体制机制改革，调动地方政府、企业家、居民和科学家四大主体的积极性.....	19

## 图表目录

图表 1： 2024 年二季度，制造业和服务业 PMI 回落.....	5
图表 2： GDP 实际同比和名义同比增速预测.....	6
图表 3： CPI 和 PPI 同比增速预测.....	6
图表 4： 居民收入名义增速显著低于疫情前.....	7
图表 5： 2023 年以来，餐饮收入同比增速高于商品零售.....	8
图表 6： 二手房价格降幅大于新房.....	8
图表 7： 一线城市二手房成交好于新房.....	9
图表 8： 居民提前还贷导致个人住房贷款余额同比负增长.....	9
图表 9： 2024 年制造业投资同比高增.....	10
图表 10： 我国总需求以内需为主.....	11
图表 11： PPI 同比仍处低位，上游行业好于中下游.....	11
图表 12： 2024 年“新三样”固定资产投资增速明显回落.....	12
图表 13： 2024 年 1-5 月，中央财政支出力度强于地方.....	13
图表 14： 2023 年以来，铁路投资增速高于道路.....	13
图表 15： 2024 年以来，水利投资走强，公共设施管理投资走弱.....	14
图表 16： 2024 年地方专项债发行进度明显偏慢.....	15
图表 17： 2024 年以来，10 年期国债收益率持续下行.....	15
图表 18： 商业银行净息差持续收窄.....	16
图表 19： 美中利差扩大加重人民币汇率贬值压力.....	17
图表 20： 货币信贷存量规模较大，盘活低效存量意义凸显.....	17
图表 21： 本轮稳地产政策效果不及前几轮.....	18



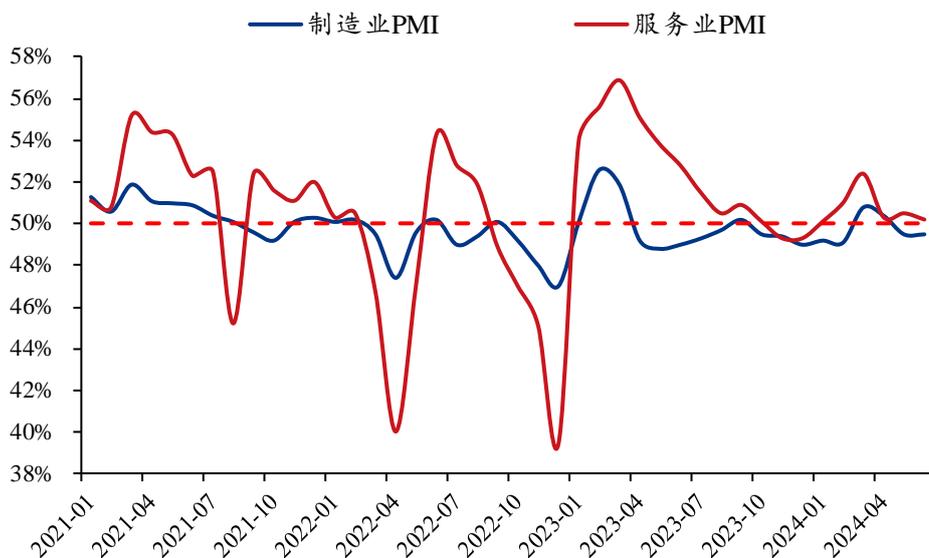
## 一、上半年经济形势回顾与下半年展望

今年以来，一季度经济超预期开门红，二季度略有放缓。一季度GDP同比增长5.3%，高于市场预期的4.9%和去年四季度的5.2%；二季度供需数据走弱，制造业PMI回落至荣枯线以下，服务业生产指数同比从一季度的5.5%降至4、5月的3.5%和4.8%，社零消费、固定资产投资累计同比分别从一季度的4.7%和4.5%降至1-5月的4.1%和4%。预计二季度GDP同比增长5.1%左右，上半年增长5.2%左右。

受益于物价同比回升，二季度经济名义增速预计将高于一季度。CPI和PPI同比分别从一季度的0%和-2.7%升至4-5月的0.3%和-2%，预计二季度GDP平减指数从一季度的-1.1%升至-0.6%左右，相应地，二季度名义GDP同比或从一季度的4.2%升至4.5%左右。

上半年经济增长主要依靠四股力量：服务业消费继续恢复、海外补库存带动出口回暖、新一轮大规模设备更新政策支持制造业投资高增、去年增发国债今年使用拉动基建投资较快增长。但是，房地产拖累和地方财政紧平衡这两大核心问题始终未能得到根本解决，1-5月房地产投资和地方基建投资累计同比持续回落。

图表1：2024年二季度，制造业和服务业PMI回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

下半年经济仍将延续回升向好态势，考虑到下半年同期基数较二季度抬升，预计三四季度GDP同比或在5%左右，全年增速在5.1%左右，能够实现年初制定的“5%左右”的经济增速目标。

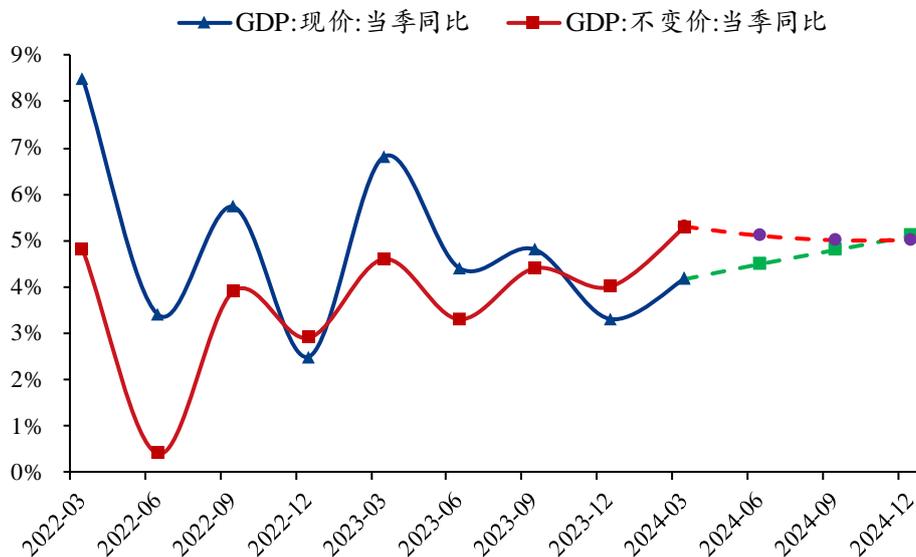
下半年经济形势的不确定性主要在四个方面，关键是房地产和地方财政：其一，房地产方面，稳地产政策持续发力和较长时间的调整后，房地产市场能否企稳回升以及企稳的程度；其二，地方财政和基建投资方面，地方专项债和超长期特别国债发行进度加快，能否顺利形成实物工作量，以及土地财政下行等导致的地方财政紧平衡能否推动相应投资回升；其三，外需方面，贸易摩擦和地缘政治风险显现，是否会对出口造成不利影响；其四，市场主体和预期方面，下阶段宏观政策和改革措施加码，能否有效提振居民和企业信心。

物价将继续温和回升，CPI和PPI单月同比或升至1%和0%以上。相应地，GDP



平减指数和名义 GDP 同比持续回升，有助于增强居民和企业获得感，弥合宏观数据与微观感受之间的背离。

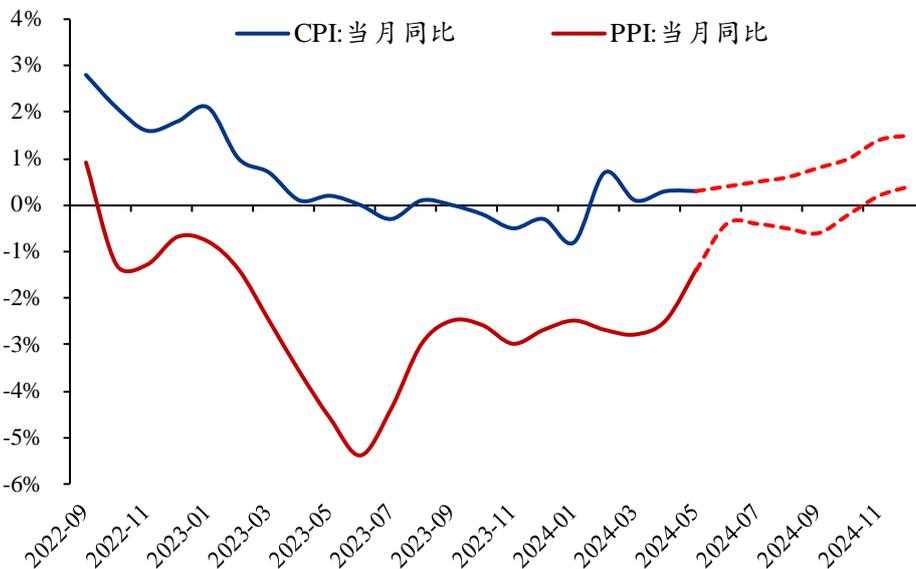
图表2: GDP 实际同比和名义同比增速预测



注: 2023 年为两年平均增速

资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表3: CPI 和 PPI 同比增速预测



资料来源: Wind、粤开证券研究院

## 二、微观主体的处境与选择：经济结构性恢复

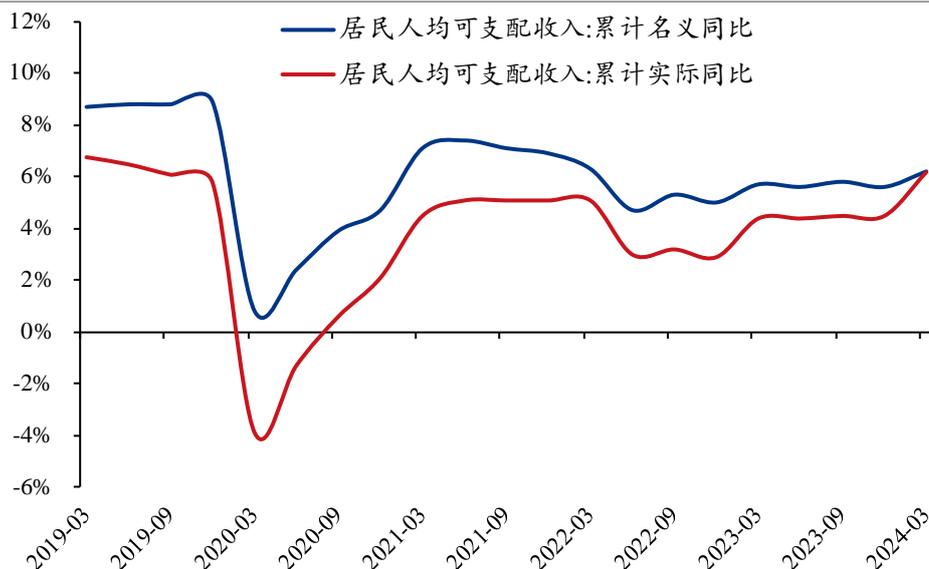
宏观是微观的有机加总，以微观视角，体会居民和企业如何在各项约束条件下，做出最符合自身利益的决策，才能更好地理解当前经济结构性恢复、宏观数据与微观感受之间的背离。



## （一）居民部门：服务消费好于商品消费，二手房成交好于新房，现房好于期房

疫后经济逐步恢复，居民就业和收入状况也随之改善，但受物价低迷和经济名义增速偏低影响，居民名义收入增速较疫情前仍有较大差距，居民获得感不强。此外，部分行业面临降本增效、薪酬调整，股市和楼市表现低迷，也在一定程度上影响了居民信心和预期。

图表4：居民收入名义增速显著低于疫情前



注：2021 和 2023 年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

居民消费、购房呈现出明显的节俭化、避险化倾向，反映在相关数据的分化上：

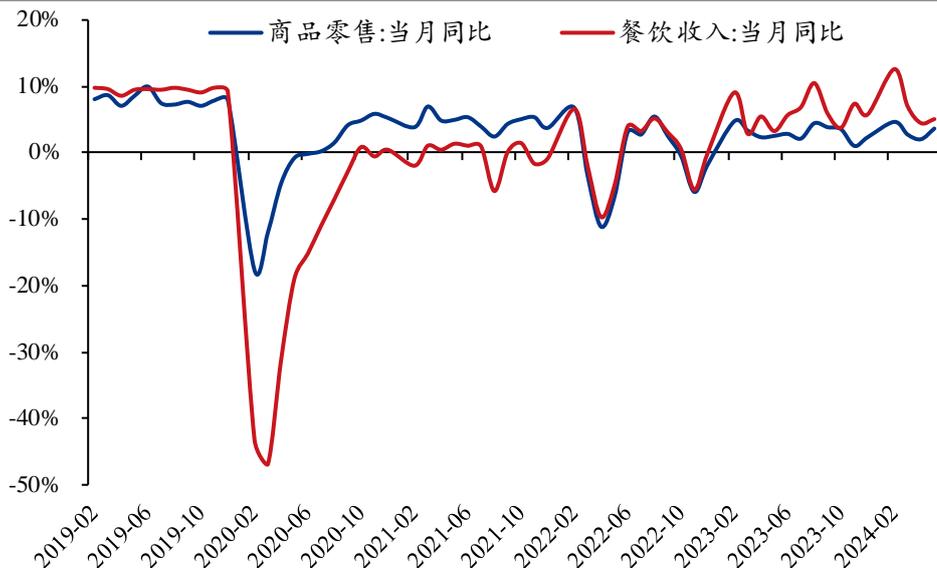
**其一，服务消费好于商品消费。**总量上，居民消费信心有待提振，一季度居民人均消费支出占人均可支配收入的比重为 63.3%，仍低于 2019 年同期的 65.2%。结构上，居民压缩不必要的商品消费，增加旅游、演出等即时满足的服务消费，类似“口红效应”。1-5 月服务零售额和商品零售额累计同比分别为 7.9% 和 3.5%，CPI 服务和消费品分项累计同比分别为 1% 和 -0.4%。

**其二，二手房成交好于新房。**从拉动经济增长、化解房企债务风险、增加地方财政收入等角度来看，新房成交的重要性大于二手房。然而二手房价格降幅较大，性价比凸显，以价换量，对新房市场形成分流。2023 年下半年以来，一线城市的二手房成交面积增速明显好于新房。此外，2022 年以来，全国商品房销售中，现房增速也显著高于期房。

**其三，居民提前还贷现象较为突出，限制其消费能力。**由于存量房贷利率偏高、理财收益率下降，部分居民选择提前还贷。一季度个人住房贷款余额仅增加 200 亿元，但商业银行新发放个人住房贷款 1.3 万亿元，意味着居民提前还贷规模也在 1.3 万亿元左右。居民提前还贷后，流动资金减少，消费能力也将下降。



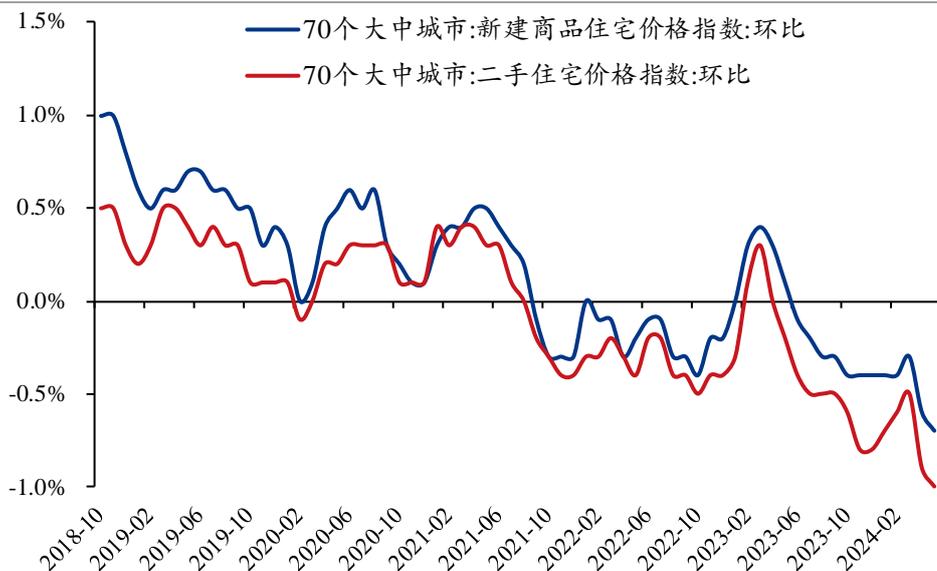
图表5：2023 年以来，餐饮收入同比增速高于商品零售



注：2021 和 2023 年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：二手房价格降幅大于新房



资料来源：Wind、粤开证券研究院

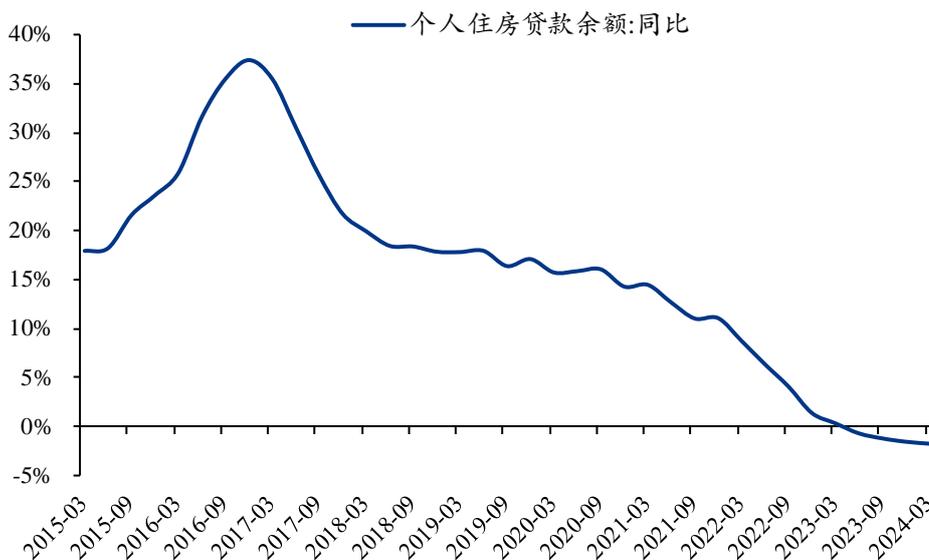


图表7：一线城市二手房成交好于新房



资料来源：中指研究院、粤开证券研究院

图表8：居民提前还贷导致个人住房贷款余额同比负增长



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （二）企业部门：需求、价格、产能等问题仍待解决

今年以来，出口超预期回暖，大宗商品价格上涨带动 PPI 同比回升，工业企业营收和利润逐步改善；同时大规模设备更新等政策措施落地生效，制造业投资高增，1-5 月累计同比达 9.6%。



图表9：2024 年制造业投资同比高增



注：2021 年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

**但企业家信心仍受以下因素影响：**

**一是有效需求仍然不足。**虽然出口拉动作用上升，但工业企业出口交货值仅占营业收入的 11%左右，内需占主导作用；近期美欧相继对我国新能源产品加征关税，贸易摩擦将加大出口不确定性。制造业投资高增主要源于设备更新，1-5 月设备工器具购置累计同比达 17.5%，但通用设备和专用设备制造业的生产、营收、利润累计同比均不到 3%，其中，专用设备制造业利润总额累计同比为-8.8%，或因房地产投资和地方基建投资低迷拖累建筑工程和建筑材料相关机械的需求。

**二是 PPI 同比仍较低迷。**虽然 PPI 同比逐步回升，但 5 月同比仅为-1.4%，仍处低位；且大宗商品价格上涨主要利好上游原材料行业，在终端消费不振的背景下，会对下游行业利润空间形成挤压。

**三是部分行业面临供需失衡问题。**以“新三样”为例，近年来新能源汽车、锂电池、光伏产品等行业快速扩张，投资高增；但产能扩张过快导致供需失衡加剧，5 月汽车制造业、电器机械及器材制造业 PPI 同比分别为-2%和-3%。重复建设、内卷式竞争、企业经营压力较大等问题，使得行业投资增速放缓。2023 年汽车制造业、电气机械及器材制造业投资分别增长 19.4%和 32.2%，2024 年 1-5 月分别降至 5.8%和 8.1%。

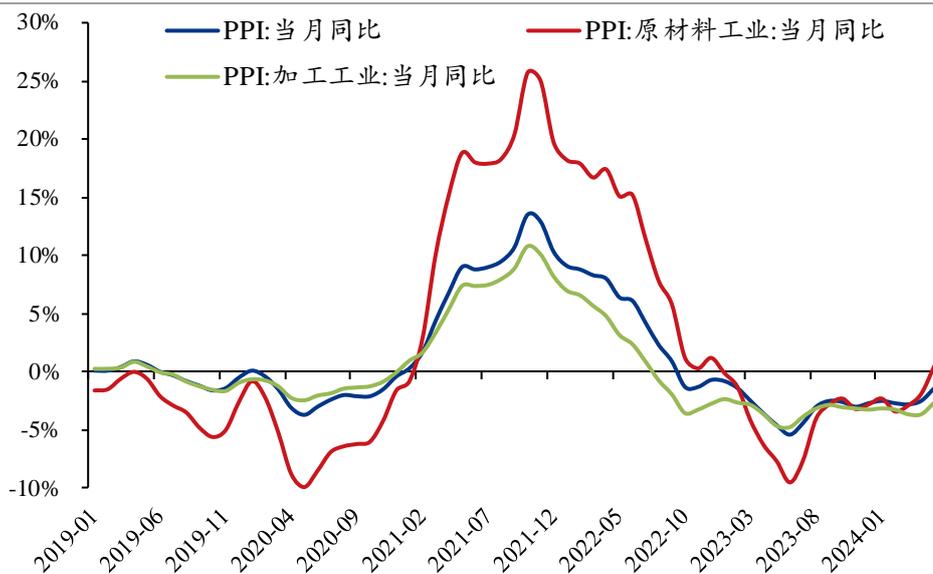


图表10：我国总需求以内需为主



资料来源：Wind、粤开证券研究院

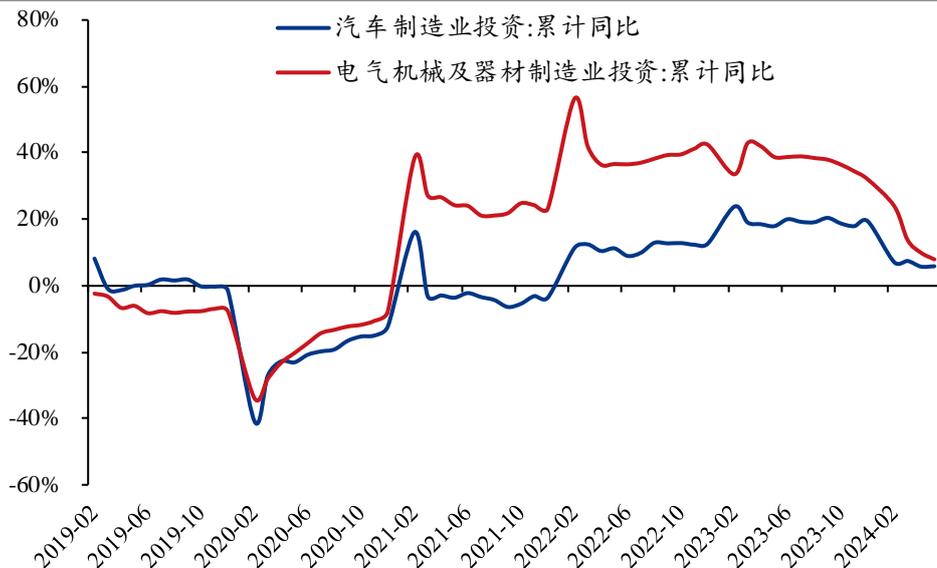
图表11：PPI 同比仍处低位，上游行业好于中下游



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表12：2024年“新三样”固定资产投资增速明显回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、宏观政策的掣肘与努力：方寸间辗转腾挪

今年以来，政府加大宏观调控力度，强化逆周期调节，积极的财政政策适度加力、提质增效，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，房地产政策保供给、促需求、稳房价，巩固和增强了经济回升向好态势。

然而，财政、货币、房地产政策在制定与执行过程中，也面临一些主客观因素的制约，不利于宏观调控作用的充分发挥，应高度关注并妥善应对。

#### （一）财政政策：地方乏力与中央发力

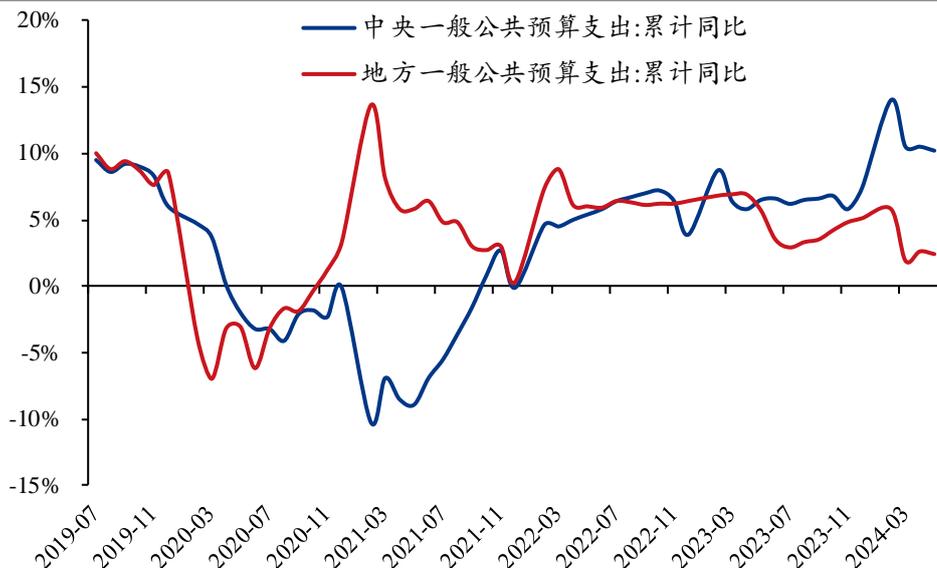
按照今年《政府工作报告》部署，积极的财政政策继续加力提效。赤字、专项债与超长期特别国债合计 8.96 万亿元，超过去年赤字与专项债的 7.68 万亿元，也超过去年赤字、专项债与增发国债之和的 8.68 万亿元。考虑到去年四季度发行的 1 万亿元用于减灾防灾建设的增发国债主要在今年使用，今年的财政实际支出力度将明显增强，成为加快经济恢复的重要力量。

但年初以来，受财政收入增长不及预期、专项债发行进度偏慢等影响，财政支出力度总体偏弱，地方乏力导致出现“预期差”。1-5 月全国一般公共预算收入同比-2.8%，全国政府性基金预算收入同比-10.8%（其中，国有土地使用权出让收入同比-14%），由此 1-5 月一般公共预算收入和政府性基金预算两本预算的收入之和同比为-4.1%；同时 1-6 月专项债发行进度仅为 38.3%，低于近几年历史同期。财政收入增长与专项债发行不及预期导致一般公共预算支出与政府性基金预算支出之和同比为-2.2%，低于名义经济增速。

一般公共预算支出同比 3.4%，主要受地方财政支出拖累，增速仅为 2.4%，中央财政支出力度较强，增速达 10.2%。基建投资方面，较为依赖地方财政的公共设施管理业和道路运输业投资低迷，1-5 月累计同比分别为-5.5%和-0.9%；受到中央财政支持的铁路运输业和水利管理业投资强劲，1-5 月累计同比分别达 21.6%和 18.5%。

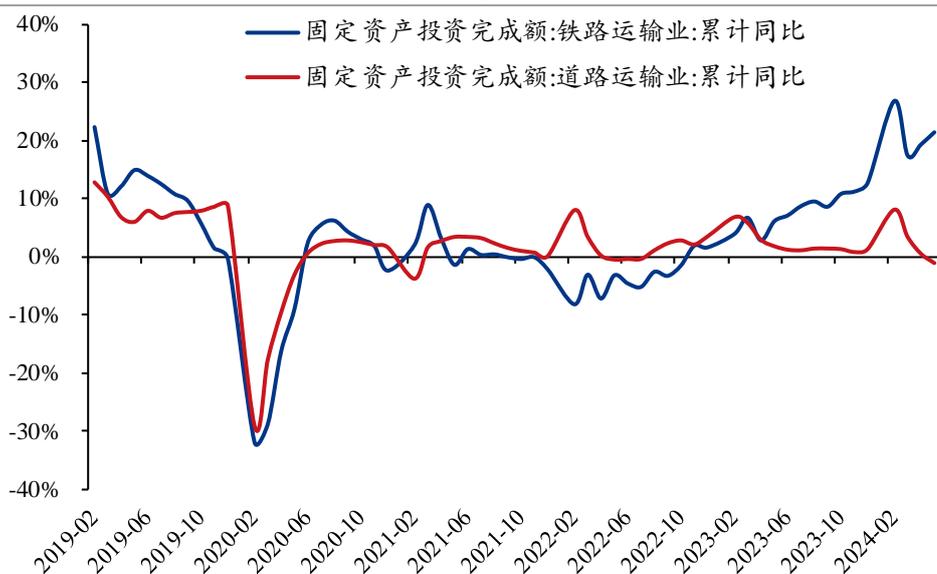


图表13: 2024年1-5月, 中央财政支出力度强于地方



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表14: 2023年以来, 铁路投资增速高于道路

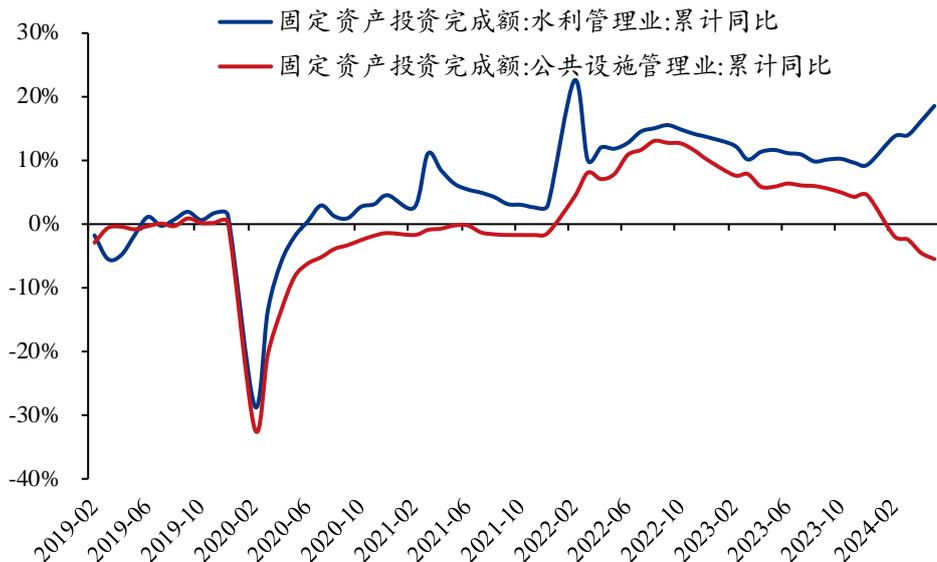


注: 2021 和 2023 年为两年平均增速

资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表15：2024 年以来，水利投资走强，公共设施管理投资走弱



注：2021 和 2023 年为两年平均增速

资料来源：Wind、粤开证券研究院

**地方政府在落实积极财政政策时，面临三方面不足：**

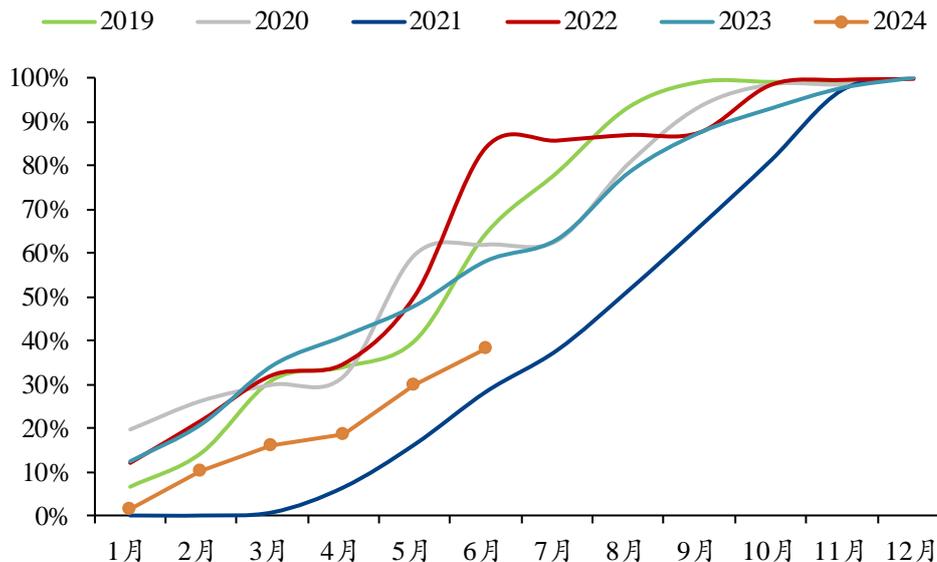
**一是资金不足**，受经济名义增速偏低、房地产市场低迷、政府减税降费等因素影响，地方财政收入承压，财政紧平衡也限制了地方政府促进经济增长和提供公共服务的能力。1-5 月地方一般公共预算收入和土地出让收入累计同比分别为 0.5%和-14%，地方一般公共预算支出执行进度（38.6%）落后于收入执行进度（44.5%）。

**二是项目储备不足**，满足收支平衡要求的专项债项目储备不足、部分重点化债省份严控新增投资，地方专项债发行和使用进度偏慢。1-6 月专项债发行进度仅为 38.3%，显著低于 2022 和 2023 年同期的 84.3%和 58.2%。

**三是积极性不足**，地方公务员面临基层行政事务增多、政绩考核目标多元化、支出责任膨胀加剧财政紧平衡形势等激励不相容问题，部分地方和部分部门出现懒政怠政、形式主义等现象，不利于地方营商环境、经济发展和民生福祉的改善。



图表16：2024 年地方专项债发行进度明显偏慢

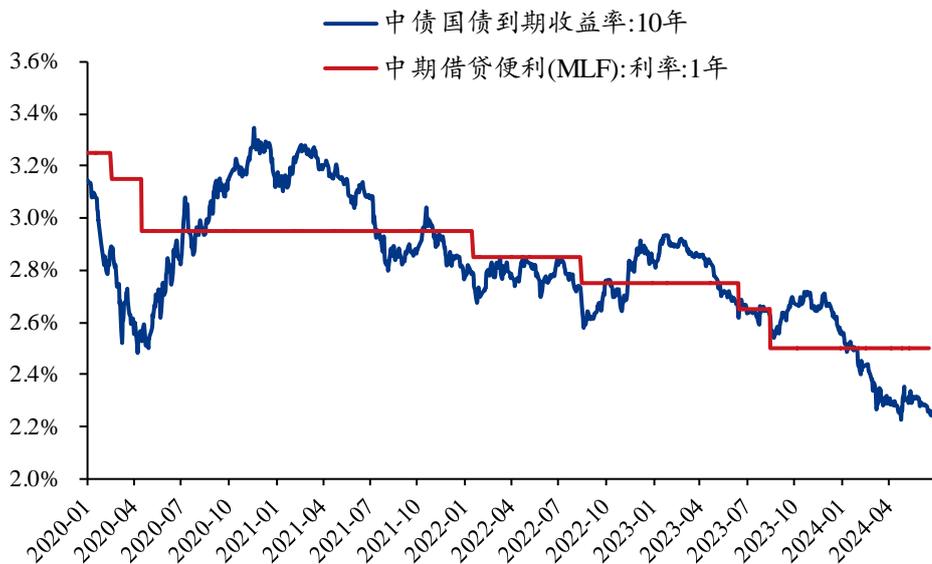


资料来源：Wind、粤开证券研究院

## （二）货币政策：增量受限与存量盘活

在国内有效需求不足、物价持续低迷、实际利率较高的背景下，市场期望货币政策更加积极，10 年期国债收益率从年初的 2.56% 持续下行至 6 月底的 2.21%。然而央行政策出台较为审慎，自 1 月降准 0.5 个百分点、下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，2 月引导 5 年期以上 LPR 下行 0.25 个百分点之后，并未进一步降准降息。

图表17：2024 年以来，10 年期国债收益率持续下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院



央行在制定货币政策时，面临三大外部约束：

一是**稳定银行净息差**。一季度商业银行净息差已降至历史新低的 1.54%，降息将导致净息差继续收窄，影响银行业经营的稳定性和安全性。

二是**稳定人民币汇率**。年初以来人民币兑美元汇率持续走弱，即期汇率与中间价出现较大偏离，并跌破 7.2。在美联储降息时点不断推迟的背景下，我国降息将扩大美中利差，或加重人民币汇率贬值压力。

三是**防范资金空转套利**。当前实体经济融资需求较为低迷，宽松的金融环境可能引发资金空转套利问题，不利于金融稳定。例如，部分企业可能借助自身优势地位，将低成本贷款资金用于购买理财、定期存款，或转贷给其他企业，赚取利差；部分金融机构可能通过加杠杆、期限错配、信用下沉等方式谋求高收益，资金脱实向虚，在金融体系内自我流转。

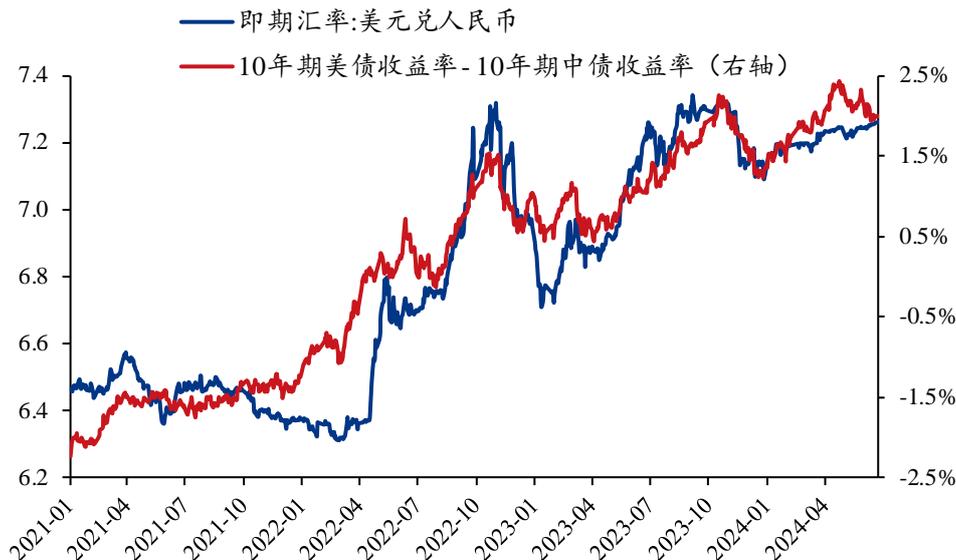
图表18：商业银行净息差持续收窄



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表19：美中利差扩大加重人民币汇率贬值压力

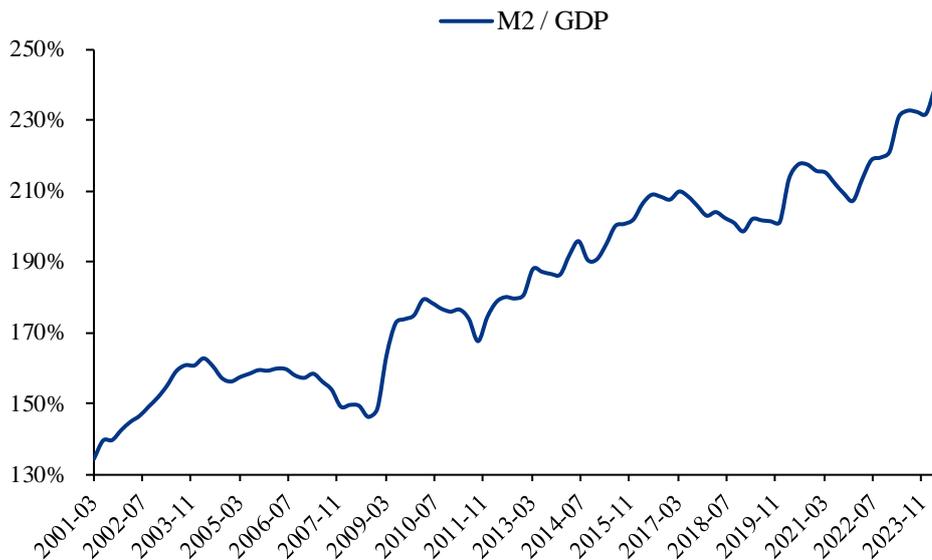


资料来源：Wind、粤开证券研究院

虽然没有降准降息，但央行仍通过结构性货币政策工具、禁止银行“手工补息”、下调房贷首付比例、取消房贷利率下限等方式，引导信贷合理增长、均衡投放，巩固和增强经济回升向好态势。

目前我国货币总量 M2 超 300 万亿元，M2/GDP 比值近 240%，人民币贷款余额约 250 万亿元，是每年增量的 10 多倍，要更加注重处理好总量与结构、存量与增量的关系。盘活被低效占用的金融资源、减少资金空转沉淀、大力发展直接融资，有助于提高资金使用效率和金融支持实体经济质效，加快经济恢复步伐。

图表20：货币信贷存量规模较大，盘活低效存量意义凸显



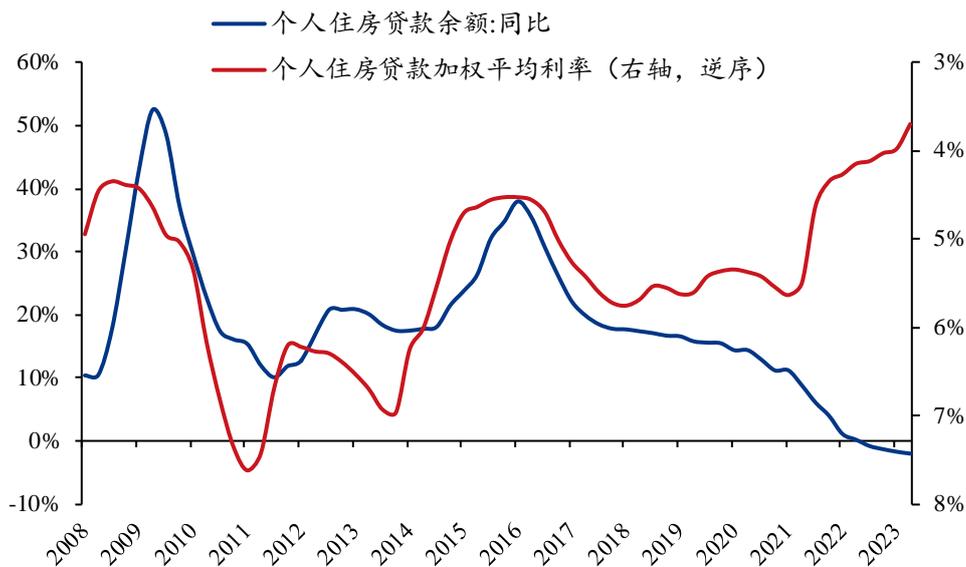
资料来源：Wind、粤开证券研究院



### （三）房地产政策：趋势性拐点与周期性托底

本轮房地产下行周期与前几轮存在显著区别：前几轮周期处在城镇化快速推进、居民住房短缺的时代，当楼市阶段性走弱，房地产刺激政策均能快速提振居民购房需求，且需防范房价大幅上涨风险；但随着房地产市场供求关系发生重大变化，住房发展的主要矛盾从总量短缺转为总量基本平衡、结构性供给不足，稳地产政策效果明显减弱。商品房销售面积于 2021 年见顶，自 2021 年下半年楼市走弱以来，房地产调控不断放松，但房地产销售和投资持续低迷。

图表21：本轮稳地产政策效果不及前几轮



资料来源：Wind、粤开证券研究院

针对当前房地产市场供需关系新形势，一方面，要尊重规律、尊重实际，认识到商品房销售趋势性拐点的来临，加快构建房地产发展新模式；另一方面，应继续优化房地产政策并尽快扭转房地产价格下行预期，促进房地产短周期企稳回升。

在周期性托底方面，房地产政策也面临一些难点堵点：

其一，增量政策空间有限。517 地产新政之后，大部分城市的稳地产政策基本已应出尽出，仅北上广深等少数核心城市还留有进一步放松限购的余地，但考虑到可能的房价上涨和对周边区域的“虹吸效应”风险，一线城市在放松限购方面仍较审慎。

其二，地方财政紧平衡制约政策落实效果。市场认为，保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”以及地方政府收购存量商品房，是当前的重要破局手段，然而上述政策高度依赖地方财政支持。以政府收储为例，项目贷款额度不能超过 80%，需要地方政府筹集 20% 的自有资金；租金回报率偏低背景下，要维持项目成本收益平衡，需要地方政府提供财政贴息。

## 四、下阶段宏观调控与改革建议

### （一）短期：加大逆周期调节力度，扩大总需求

第一，财政政策加大力度，靠前发力。其一，充分研究考虑是否追加年内预算赤字



规模，新增赤字可通过增发国债实现，弥补因税收和土地出让收入下行而减少的支出安排，确保必要的支出强度。**其二**，加快专项债发行，并尽快形成实物工作量，推动财政支出增速快速回升。**其三**，优化“化债”政策，推动地方从应急状态回归常态。对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。坚持在发展中化债，研究延长隐性债务清零时间，避免2028年清零导致地方政府刚性化债进而带来经济的收缩效应。

**第二，货币政策腾挪空间，加大对实体经济支持力度。****其一**，通过打击银行违规高息揽储行为、支持中小银行补充资本金、适当增加人民币汇率弹性遏制套息交易等方式，减轻货币政策的外部约束，扩大政策空间。**其二**，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求，例如进一步降低存量房贷利率，或允许存量房贷“转按揭”。**其三**，积极运用结构性货币政策工具，推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等新设立工具落地生效，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府收购存量商品房的金融支持。

**第三，继续优化房地产政策并尽快扭转房地产价格下行预期。****限购方面**，一线城市有必要进一步放松，例如放开郊区限购、全市范围内增加购房指标，从优化存量到释放增量需求；**房贷方面**，各地在“因城施策”的基础上，合理调整首付比例和房贷利率，降低居民购房门槛和成本；**政府收储方面**，加大中央财政对地方的支持力度，缓解地方财政压力，推进收储工作顺利进行；**供给方面**，出让优质地块、取消不合理的规划限制、将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。

## （二）中长期：推动体制机制改革，调动地方政府、企业家、居民和科学家四大主体的积极性

**第一，推动新一轮财税体制改革，从根本上解决当前财政运行紧平衡和地方债务问题，激发地方政府积极性和活力。**一是厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模，避免政府支出责任无限扩张。二是上收部分事权和支出责任到中央和省级政府，减轻地方政府和市县政府的支出压力。三是继续规范转移支付，兼顾分配的效率和公平，既要调动地方政府积极性，又要考虑区域均衡发展，可考虑在转移支付中嵌入激励因子和公平因子。四是稳定宏观税负，减税降费要从追求数量转向效果，选择对普通居民影响不大、但有利于推动绿色发展和缩小贫富差距的税种进行结构性调整。五是预算制度方面，建立规范的资本预算、债务预算，与现行的四本经常性预算并列，加强政府投融资的预算约束，提高政府投融资效率。

**第二，构建高水平社会主义市场经济体制，从政策稳定性、制度完备性、法治落实和理论突破四个层面提振企业家信心。**加快建设全国统一大市场，深化要素市场化改革，不断完善产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等市场经济基础制度，推进宏观经济治理体系和治理能力现代化。

**第三，推动收入分配、户籍制度等方面的改革，提高医疗教育和养老等水平，化解居民消费率偏低的长期问题，调动居民积极性。**推进以人为本的新型城镇化，缩小户籍人口和常住人口城镇化率之间的差距；推动基本公共服务均等化，缩小贫富差距；打造生育友好型社会，应对人口老龄化和少子化；加速落后产能出清，促进产业升级和产品创新，通过高质量供给创造有效需求；使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费、消费环境优获得感强愿消费。

**第四，推动科技创新体制改革，实施股权激励、推动产学研一体化，更大程度上提**



**高人力资本参与收入分配的比重，调动科学家的积极性。**给予科研单位更多自主权，赋予科学家更大技术路线决定权和经费使用权；健全科技成果使用、处置和收益管理制度，打通科技成果转化应用通道，推动产学研深度融合，提高科技成果转化和产业化水平。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)