

2024年中宏观展望：固本培元，如日之升



沈夏宜 分析师
Email:shenxiayi@lczq.com
证书:S1320523020004



陈国文 研究助理
Email:chengguowen@lczq.com



杨见一 研究助理
Email:yangjianyi@lczq.com

核心观点：

总量：经济运行稳中向好。一季度 GDP 增速 5.3%，较去年全年增速 5.2%进一步提升，好于市场预期。支撑来自三个方面：一是工业生产表现强劲。工业增加值、第二产业表现亮眼，增速均超过去年同期。二是制造业投资偏强。1-5月制造业增速 9.6%，远超去年同期及全年水平。三是政策多管齐下。设备更新改造对固定资产投资拉动明显；以旧换新政策对耐用品消费的带动作用持续释放；保交楼相关政策对地产形成支撑。考虑到当前经济恢复势头良好，叠加去年下半年经济动能偏弱形成较低基数，全年 GDP 有望实现 5%的增长目标。

出口：下半年欧美降息开启，全球需求提升，对出口形成支撑。上半年出口增速超出预期，为经济提供向上动能。主因全球制造业需求逐步复苏。全球制造业 PMI 重回荣枯线以上，英国、日本、韩国、东南亚等主要国家制造业 PMI 均达荣枯线以上。往前看，一是上半年全球制造业景气扩张逻辑有望延续；二是欧美国家降息周期开启，或进一步对全球库存回补形成支撑，带动我国出口稳健增长。

投资：基建、房地产均有望迎来边际改善。制造业是中流砥柱。其中高技术产业发展态势良好、传统产业进一步修复，上中下游产业链增速均较为稳定；下半年在出口改善、政策支持驱动下，制造业有望继续保持韧性。基建短期承压。受专项债发行偏慢和地方政府化债影响，基建增速有所回落；但下半年财政发力力度提升，或将对基建形成有力支撑。房地产投资暂未回暖。当前房地产投资依然偏弱，供给端、销售端、资金端均未呈现回暖迹象，但在“517”地产新政支持下，下半年地产降幅或收窄，对固投整体拖累程度或有所下降。

消费：商品与服务结构互补，温和修复或仍是主线。1-5月社零增速为 4.1%。从复合增速看，社零两年平均增速高于一季度增速，总体仍处在修复阶段。结构上看，一是餐饮恢复强于商品。二是必选消费优于可选。三是耐用商品出现结构分化。往前看，在“以旧换新”政策支持下，下半年商品消费或将带动社零持续温和修复。

货币：信贷驱动力弱化背景下，财政或将主导下半年信用扩张。一是社融增速中枢下行。主因传统信贷投放思维和规则转变，叠加有效需求偏弱、专项债发行偏慢；二是 M1、M2 增速均下行。资金活化程度偏低拖累 M1，存款向理财转化拖累 M2；三是宽松或仍是主基调。一方面有效需求

相关报告

5月财政数据点评：中央支出增速维持高位，专项债完成进度提速

2024.06.25

5月金融数据点评：社融边际回暖，信贷“挤水分”后或将逐步迎来改善

2024.06.16

美国5月CPI点评：通胀超预期回落，联储表态中性

2024.06.14

偏弱仍在加剧；另一方面政策利率有下行空间。四是信贷驱动力减弱，财政或将主导下半年信用扩张。经济转型下，信贷对经济基本面的解释度、影响力降低，后续财政融资对社融的影响或是主要关注点。

财政：下半年财政政策或将进一步发力。从广义财政支出增速角度看，1至5月广义财政支出同比增速为-2.2%，连续3个月落入负增区间，五年维度看处于低位，与全年广义预算支出增速目标仍有一定差距。下半年“补进度”诉求下，财政支出力度有望提升。驱动力或主要来源于超长期特别国债步入发行期以及新增专项债券的发行和使用加快。

海外：下半年聚焦美国经济、财政、联储三方面变化。第一，经济方面，下半年美国就业市场韧性或接替已经耗尽的超额储蓄成为服务消费的推手。第二，财政方面，美国大选年仍保持了较快的财政扩张速度，对居民、企业形成一定支撑。第三，联储方面，2024年首次降息一再推迟主要系美国通胀、就业数据偏强。下半年，我们预计美国PCE通胀小幅回落至2.5%，失业率稳定在4.1%，美联储大概率9月降息1次，但不排除通胀回落速度慢、推迟降息至11月的可能性。未来美联储货币政策主要以通胀变化为线索，就业市场变化可能带来意外拐点。

风险提示：国内经济在政策加力的背景下稳中复苏，但全球产业链承压、全球政治生态恶化，国内房地产等重点领域风险仍存，政府债发行有压力，流动性超预期收紧，全球经济修复不及预期，欧美货币政策紧缩超预期。

目 录

1. 总量：经济运行稳中向好	6
1.1 出口：出口增速修复超预期，欧美降息或推升全球需求	6
1.1.1 回顾：增速修复，对主要国家出口增速回升	6
1.1.2 展望：欧美降息周期开启，预计需求回升利好我国出口	8
1.2 投资：总体增速平稳，结构静待蓄力	8
1.2.1 制造业：中流砥柱地位不变	9
1.2.2 基建：资金端加持下有望进一步发力	11
1.2.3 房地产：修复缓慢，投资预计延续负增，但降幅收窄	12
1.3 消费：结构互补有支撑	14
1.3.1 社零缓步修复，政策影响下表现分化	14
1.3.2 消费预计温和修复，结构互补	16
2. 货币：信贷驱动力减弱，财政或将主导下半年信用扩张	17
2.1 社融：社融存量增速中枢下移	17
2.1.1 信贷“挤水分”+需求弱，专项债发行进度偏慢是拖累社融主因	17
2.1.2 企业债和信托贷款是主要支撑项	18
2.2 货币：M1、M2 增速均回落	19
2.3 展望：信贷驱动力减弱，财政或将主导下半年信用扩张	20
2.3.1 宽松或仍是主基调	21
2.3.2 信贷驱动力弱化背景下，财政或将主导下半年信用扩张	22
3. 财政：中央支出带动财政发力，下半年政策空间较大	22
3.1 回顾：中央支出维持高位，地方支出增速偏慢	22
3.2 展望：有望进一步发力，超长期特别国债和专项债是主要抓手	24
4. 海外：聚焦美国经济、财政、联储动态	25
4.1 海外聚焦之一：美国经济韧性延续，还有哪些支撑？	25
4.2 海外聚焦之二：美国大选年，财政“紧”了吗？	26
4.3 海外聚焦之三：降息一再推迟，未来如何兑现？	27
5. 风险提示	31

图表目录

图 1	出口总值当月同比 (%)	6
图 2	出口总值当月值 (亿美元)	6
图 3	对各国的出口当月同比 (%)	7
图 4	出口至美国当月值 (百万美元)	7
图 5	出口至欧洲联盟当月值 (百万美元)	7
图 6	出口至东盟当月值 (百万美元)	7
图 7	出口至俄罗斯当月值 (百万美元)	7
图 8	出口至日本当月值 (百万美元)	7
图 9	出口至韩国当月值 (百万美元)	7
图 10	美国 GDP 增速 (%)	8
图 11	欧元区 19 国 GDP 增速 (%)	8
图 12	1-5 月固定资产投资主要由制造业拉动	9
图 13	制造业上中下游产业链增速稳定 (%)	9
图 14	高技术产业同比增速亮眼 (%)	10
图 15	传统产业进一步修复 (%)	10
图 16	东盟各国 PMI 维持在荣枯线以上 (%)	11
图 17	基建投资增速变缓 (%)	12
图 18	房地产投资增速降幅扩大 (%)	13
图 19	房地产新开工不足, 施工规模收缩 (%)	13
图 20	商品房销售面积同比处于地位, 待售同比增速高企 (%)	13
图 21	房地产企业销售依旧承压 (%)	13
图 22	房地产到位资金来源比例 (%)	13
图 23	房地产到位资金增速处于低位 (%)	13
图 24	2014 -2019 年 PSL 发放额度 (亿元)	14
图 25	社零增速有所放缓, 仍处于修复阶段。 (%)	15
图 26	餐饮消费恢复强于商品消费 (%)	15
图 27	必选商品表现优于可选商品 (%)	15
图 28	2024 年必选商品对限上商品增速贡献率的逐月提升 (%)	15
图 29	耐用商品出现结构分化 (%)	16
图 30	居民人均可支配收入构成与增长情况 (累计值)	16
图 31	消费者信心指数有待进一步提升	16
图 32	居民定存居高不下 (亿元)	17
图 33	社融增速环比回升 (亿元)	17
图 34	社融各分项 1-5 月新增统计 (亿元)	18
图 35	5 月专项债发行提速 (亿元)	19
图 36	城投债净融资持续同比少增 (亿元)	19
图 37	M1、M2 增速双双走低 (%)	20
图 38	5 月企业、居民存款同比少增, 财政、非银存款同比多增 (亿元)	20
图 39	单位活存增速持续走低 (%)	20
图 40	企业中长期贷款 (亿元)	21
图 41	企业短期贷款 (亿元)	21
图 42	居民中长期贷款 (亿元)	21
图 43	居民短期贷款 (亿元)	21
图 44	工业企业利润率与企业贷款利率差额仍在收窄	22
图 45	国家一般公共预算支出累计同比增速 (%)	23
图 46	一般公共预算支出预算完成进度 (亿元)	23
图 47	中央一般公共预算支出累计同比增速 (%)	23
图 48	地方一般公共预算支出累计同比增速 (%)	23
图 49	政府性基金收入累计同比增速 (%)	23
图 50	政府性基金支出累计同比增速 (%)	23

图 51	地方国有土地使用权出让累计同比增速 (%)	24
图 52	地方政府新增专项债完成进度 (%)	24
图 53	广义财政支出累计同比增速 (%)	24
图 54	美国近年 GDP 分项贡献及预测值 (%)	25
图 55	美国三轮财政补贴注入居民超额储蓄 (%)	26
图 56	居民累计超额储蓄已经耗尽 (万亿美元)	26
图 57	近期特朗普民调支持率领先拜登 (%)	27
图 58	美国历任总统在任期最后一年推出的重要经济政策数量	27
图 59	6 月 CBO 上调美国 2024 财政赤字率预测至 6.7%	27
图 60	2024 年以来, 首次降息预期不断推后 (%)	28
图 61	CME 交易隐含的市场利率预期	28
图 62	美国非农新增就业数据与市场预期对比	28
图 63	美国贝弗里奇曲线回归, 劳动力市场正常化 (%)	29
图 64	美国劳动供需缺口缩小, 劳动力市场再平衡	29
图 65	黄金年龄人群劳动参与率持续修复 (%)	29
图 66	美国企业招聘意愿回落, 未来仍有下降空间	29
图 67	美国非住房核心 CPI 反弹, 牵制整体通胀放缓 (%)	29
图 68	美国住房价格缓步回落, 四季度或反弹 (%)	30
图 69	美国能源价格与国际油价 (美元)	30
图 70	美国核心服务 CPI 居高不下 (%)	30
图 71	美国汽车价格低位震荡 (%)	30
图 72	美联储 6 月经济预期摘要 (SEP) 再次上调失业率、PCE 价格指数预期	31
表 1	全球各国制造业 PMI (%)	8
表 2	制造业细分行业投资同比增速 (%)	10
表 3	2024 年超长期特别国债发行安排	24

1. 总量：经济运行稳中向好

经济增速表现超预期。一季度 GDP 增速 5.3%，较去年全年增速 5.2% 进一步提升，好于市场预期。

总量支撑来自三个方面：工业生产稳定增长，制造业投资超预期，政策叠加助力。一是工业生产表现强劲。1-5 月工业增加值增速 6.2%，5 月单月增速 5.6%，均高于去年同期水平。第二产业增速表现亮眼，一季度增速 6.0%，超过去年全年增速。二是制造业投资偏强。1-5 月固定资产同比增长 4.0%，较去年明显提速，其中制造业是主要推动力量，增速实现 9.6%，远超去年同期及全年水平。三是政策多管齐下，在不同领域发挥推动作用。设备更新改造对固定资产投资拉动明显；以旧换新政策对耐用品的带动作用也持续释放；保交楼相关政策对地产稳定做出突出贡献，为抑制房地产降幅扩大提供保障。考虑到当前经济恢复势头良好，叠加去年下半年经济动能偏弱形成较低基数，全年 GDP 有望实现 5% 的增长目标。

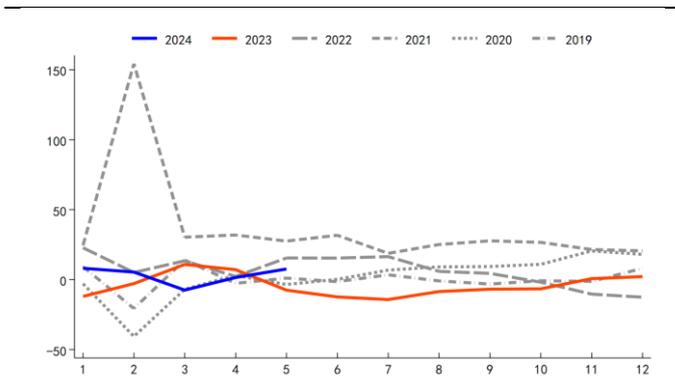
1.1 出口：出口增速修复超预期，欧美降息或推升全球需求

1.1.1 回顾：增速修复，对主要国家出口增速回升

上半年出口增速持续改善，修复进度超预期。(1) 从增速角度看，二季度整体反弹上行。五年维度看，1 至 5 月出口同比增速整体表现中性。(2) 从出口总值角度看，二季度出口总值继续修复。4 月出口总值达到 2924 亿美元，高于近五年同期值；5 月出口总值达到 3023 亿美元，五年维度看，仅略低于 2022 年同期值。

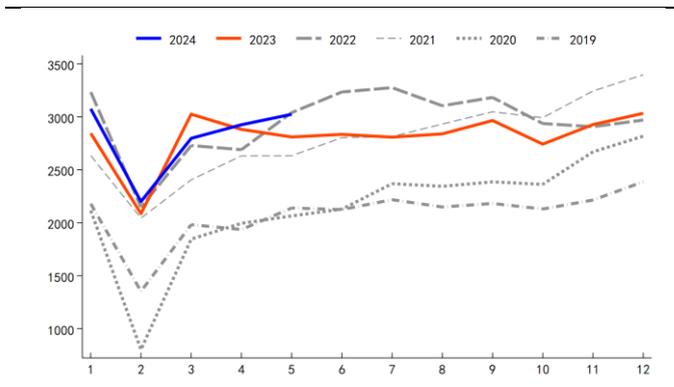
出口回升主因全球需求持续修复。一方面欧元区 19 国 GDP 增速 0.4%，增速较前值提高 0.3pct；另一方面从制造业景气度指数看，全球制造业 PMI 重回荣枯线之上，5 月末，英国、日本、韩国、东南亚等主要国家的制造业 PMI 均达荣枯线以上。

图1 出口总值当月同比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

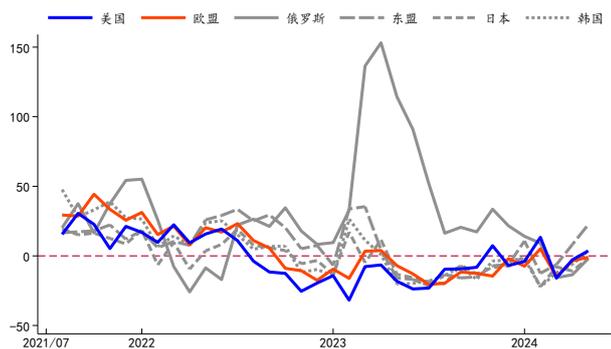
图2 出口总值当月值 (亿美元)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

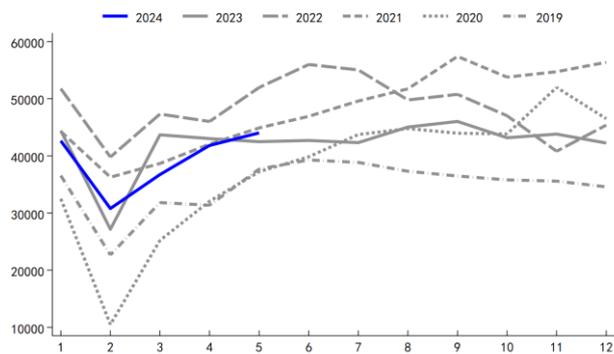
对主要国家出口增速季节性反弹。(1) 从出口同比增速看，对美国，3 月出口同比增速为 -15.9%，为季节性低点，4 月和 5 月同比增速分别为 -2.8% 和 3.6%；对欧洲，3 月出口同比增速为 -14.9%，4 月和 5 月分别实现 -3.5% 和 -0.98% 的增速；对东盟，3 月出口增速为 -6.2%，4 月和 5 月回升至 8% 和 22.5%；对俄罗斯，受高基数因素影响，3 月与 4 月增速为负，5 月降幅收窄至 -1.96%；对日本，3 月出口同比增速为 -7.8%，4 月降低至 -10.9%，5 月回升至 -1.5%；对韩国，3 月出口增速为 -12%，4 月和 5 月分别为 -6% 和 3.6%。(2) 从出口值角度看，4 月和 5 月对东盟的出口值高于过去五年同期值水平。

图3 对各国的出口当月同比 (%)



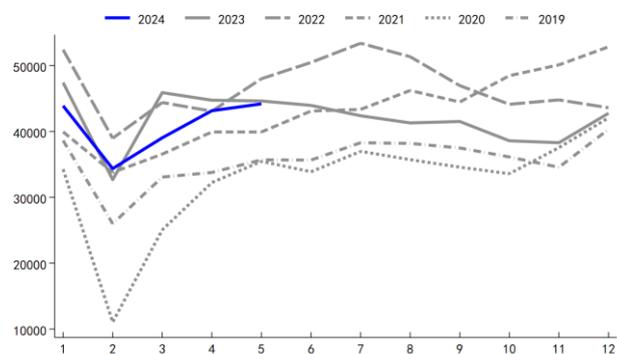
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图4 出口至美国当月值 (百万美元)



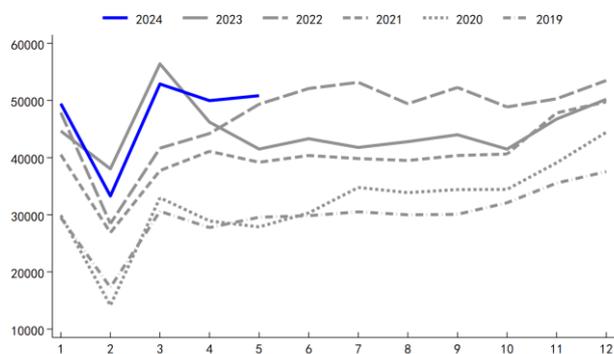
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图5 出口至欧洲联盟当月值 (百万美元)



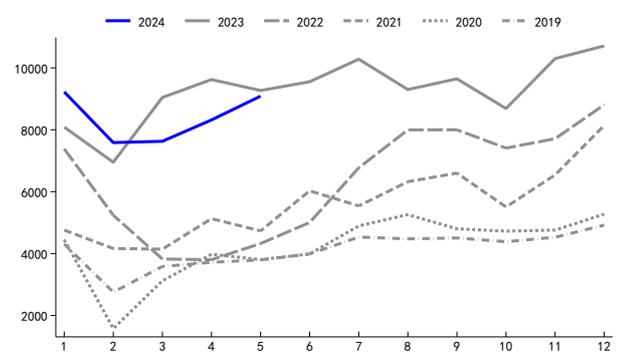
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图6 出口至东盟当月值 (百万美元)



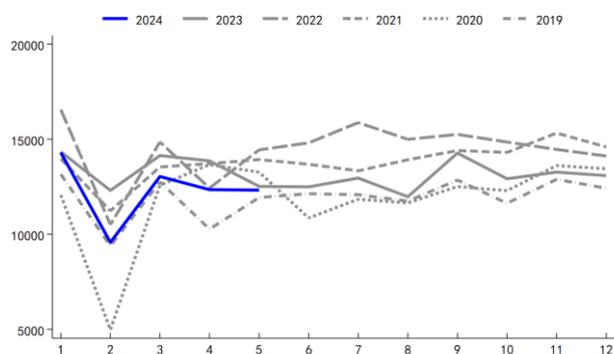
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图7 出口至俄罗斯当月值 (百万美元)



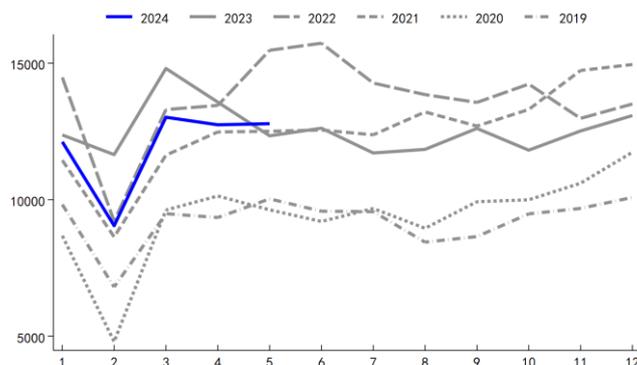
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图8 出口至日本当月值 (百万美元)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图9 出口至韩国当月值 (百万美元)

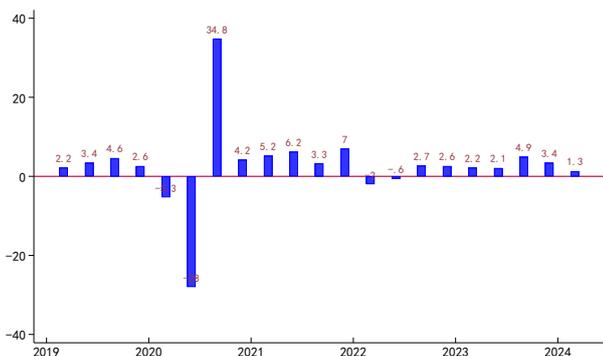


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

1.1.2 展望：欧美降息周期开启，预计需求回升利好我国出口

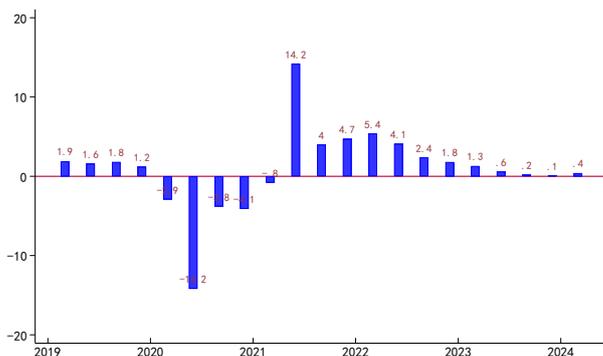
往前看，一是上半年全球制造业景气扩张逻辑有望延续；二是欧美国家降息周期开启，全球总需求有望进一步提升，对我国出口形成支撑。一方面，欧洲央行在6月初宣布降息25个基点，且年内有再降息两次的预期；另一方面，美国一季度GDP增速回落，年内降息预期仍在；二者均将对全球库存回补形成支撑，推动全球总需求的进一步修复，带动我国出口稳健增长。

图10 美国 GDP 增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图11 欧元区 19 国 GDP 增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

表1 全球各国制造业 PMI (%)

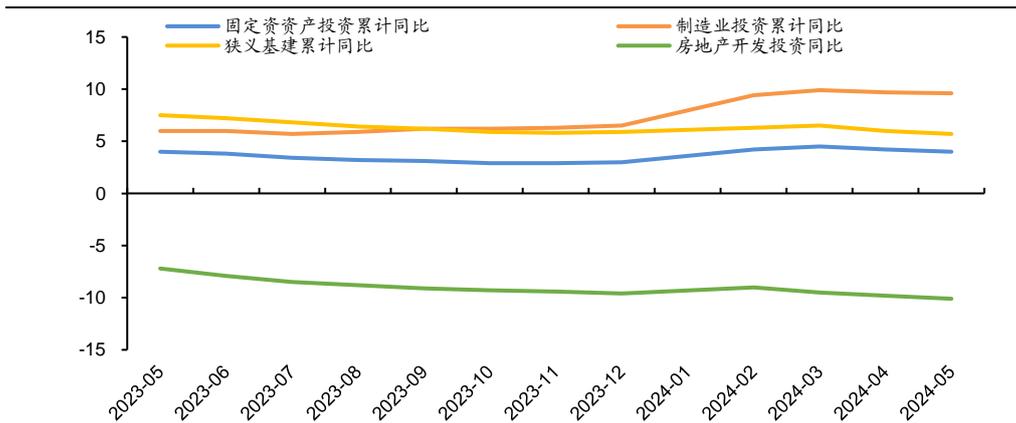
日期	2024-5	2024-4	2024-3	2024-2	2024-1	2023-12	2023-11	2023-10
摩根大通全球制造业 PMI	50.9	50.3	50.6	50.3	50	49	49.3	48.8
美国供应管理协会 ISM 制造业 PMI	48.7	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9
欧元区制造业 PMI	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1
英国制造业 PMI	51.2	49.1	50.3	47.5	47	46.2	47.2	44.8
日本制造业 PMI	50.4	49.6	48.2	47.2	48	47.9	48.3	48.7
韩国日经制造业 PMI	51.6	49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50	49.8
新加坡 PMI	54.2	52.6	55.7	56.8	54.7	55.7	55.8	53.7
越南制造业 PMI	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6
马来西亚制造业 PMI	50.2	49	48.4	49.5	49	47.9	47.9	46.8
泰国制造业 PMI	50.3	48.6	49.1	45.3	46.7	45.1	47.6	47.5
印度尼西亚制造业 PMI	52.1	52.9	54.2	52.7	52.9	52.2	51.7	51.5
制造业 PMI	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49	49.4	49.5
制造业 PMI 新出口订单	48.3	50.6	51.3	46.3	47.2	45.8	46.3	46.8
制造业 PMI 进口	46.8	48.1	50.4	46.4	46.7	46.4	47.3	47.5

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

1.2 投资：总体增速平稳，结构静待蓄力

制造业推动固定资产投资，基建投资提速有望形成合力，房地产降幅预计收窄。1-5月，全国固定资产投资（不含农户）18.8万亿元，同比增长4.0%。其中，制造业投资同比增速9.6%，高于去年全年增速，对固定资产投资增速的贡献率为57.3%，成为主要支撑项；基建投资同比增速5.7%，略低于去年全年增速，或因上半年政府专项债偏慢、地方政府化债拖累，下半年预计财政发力，将对基建形成有力支撑；房地产投资仍较弱，1-5月累计同比增速-10.1%，但政策支持下降幅或收窄。

图12 1-5月固定资产投资主要由制造业拉动

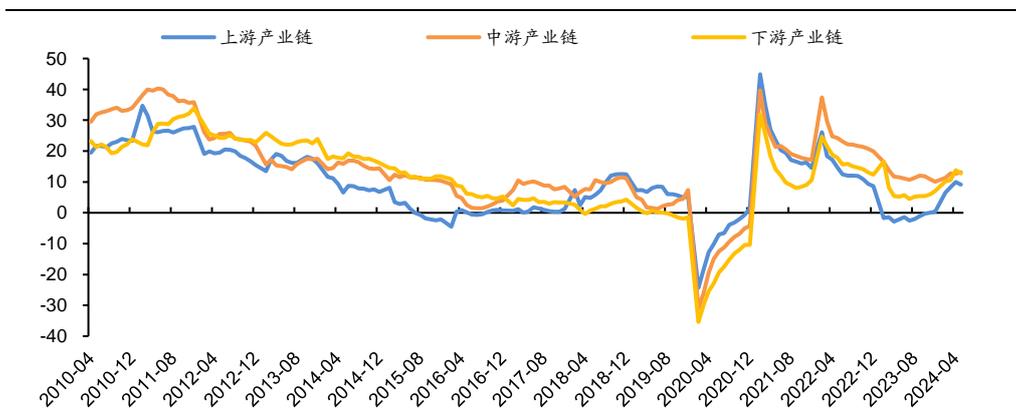


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

1.2.1 制造业：中流砥柱地位不变

制造业带动作用增强，上中下游产业链增速稳定。总体看，1-5月制造业投资增速9.6%，比固定资产投资高5.6个百分点，贡献率达57.3%，与去年全年增速相比高出3.1个百分点，成为固定资产投资的最大推动项。**分产业链看**，上游原材料制造业增速9.1%，主要由黑金、有色、橡胶等行业拉动；中游设备制造业增速13.2%，主要由金属制品、电子设备、运输设备、通用设备等行业拉动；下游消费制造业增速12.8%，主要由食品加工、食品制造、纺织服装等行业拉动。

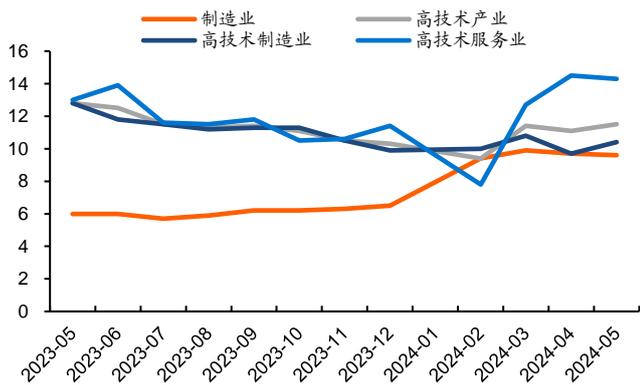
图13 制造业上中下游产业链增速稳定（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

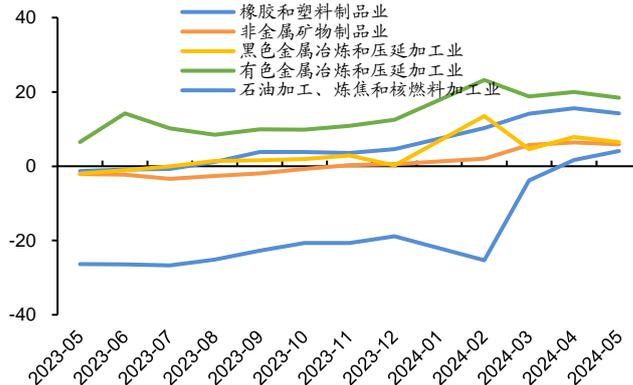
高技术产业发展态势良好，传统产业进一步修复。新动能稳步发展，高技术产业投资同比增长11.5%，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.4%、14.3%，增速亮眼，进一步明确了新兴制造业对整体的支撑和拉动。石油加工、非金等传统行业去年表现相对偏弱，但今年已出现逐步修复迹象，如石油加工增速从去年-18.9%修复至5月4.1%，非金从0.6%修复至5.9%。

图14 高技术产业同比增速亮眼 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图15 传统产业进一步修复 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

表2 制造业细分行业投资同比增速 (%)

项目	2024-05	2024-04	2024-03	2023-02	2023-12	2023-05
制造业	9.6	9.7	9.9	9.4	6.5	6
上游原材料制造业	9.1	10	8.3	6.5	0.4	-2.1
黑色金属冶炼和压延加工业	6.5	7.9	-1.4	13.5	0.2	-2
有色金属冶炼和压延加工业	18.4	20	-1.6	23.2	12.5	6.5
橡胶和塑料制品业	14.2	15.6	-1.4	10.3	4.6	-1.3
中游设备制造业	13.2	12.7	12.7	11.3	10.1	11.6
金属制品业	17.3	16.4	0.9	9.2	3.5	0.8
通用设备制造业	13.5	13.2	0.3	11.3	4.8	4.5
专用设备制造业	12.7	13.9	-1.2	12	10.4	8.6
电子设备制造业	14.8	13.1	1.7	14.8	9.3	10.5
运输设备制造业	34.7	27.7	7	25	3.1	-1.3
下游消费制造业	12.8	13.8	10.6	10.2	7	5.2
农副食品加工业	21.4	19.2	2.2	13.6	7.7	8.1
食品制造业	29.7	27.8	1.9	22.5	12.5	0.5
纺织服装、服饰业	14.8	17.9	-3.1	16.6	-2.2	-4.2

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

总体看，下半年制造业有望继续维持韧性。

一是政策对新兴制造业支持较强，下半年有望保持这一趋势。年初国家发展和改革委员会修订发布了《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，旨在引导社会资源流向、促进产业结构调整和优化升级，为新兴制造业发展奠定政策环境。在逆周期调节上，政策对于新兴制造业的支撑较强，预计随着各项支持政策落地，新兴制造业投资将进一步拉动整体制造业投资。

二是大规模设备更新改造持续推进，设备工器具投资或将形成有力支撑。上半年，工业领域设备更新实施方案落实颇见成效。5 月份，设备工器具购置投资累计同比增长 17.5%，比整体制造业投资高 7.9 个百分点，贡献率为 52.8%¹。下半年预计将延续增长

¹ 国家统计局投资司首席统计师罗毅飞解读 2024 年 1-5 月份投资数据 (https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202406/t20240617_1954734.html)

态势，对制造业形成有力支撑。

三是出口改善将或带动外需型制造业进一步修复。我国对东盟地区的出口总额占比从去年的 15% 上升至 17%，对美国出口占比从去年 15% 下降至 14%，对欧盟地区出口维持 15% 不变。东盟地区主要国家制造业 PMI 在今年一直维持在荣枯线以上，将利好我国出口，中长期看会推动外需型制造业进一步修复。

图16 东盟各国 PMI 维持在荣枯线以上 (%)

制造业PMI	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11
全球	50.9	50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3
东盟	51.7	51.0	51.5	50.4	50.3	49.7	50.0
越南	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3
马来西亚	50.2	49.0	48.4	49.5	49.0	47.9	47.9
印度尼西亚	52.1	52.9	54.2	52.7	52.9	52.2	51.7
马来西亚	50.2	49.0	48.4	49.5	49.0	47.9	47.9
泰国	50.3	48.6	49.1	45.3	46.7	45.1	47.6
新加坡	54.2	52.6	55.7	56.8	54.7	55.7	55.8
美国	48.7	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6
欧元区	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2

资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

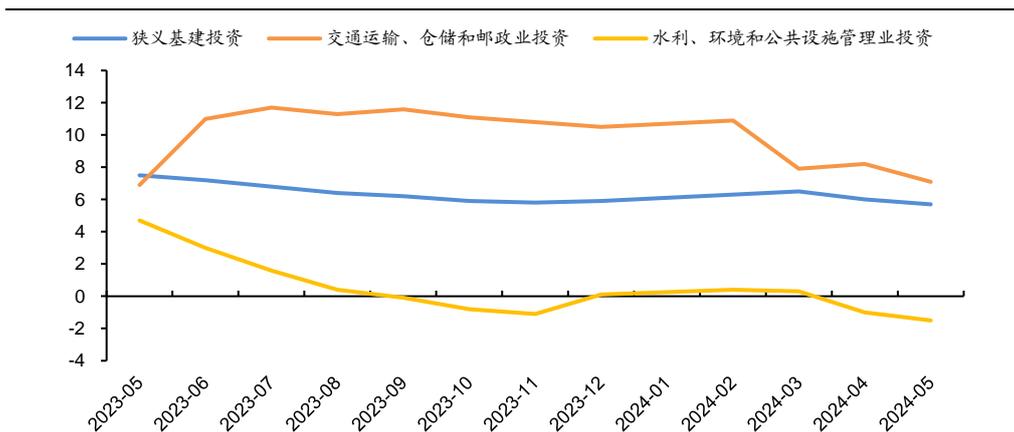
1.2.2 基建：资金端加持下有望进一步发力

基建增速承压，或受政府债发行偏慢和地方化债的影响。1-5月基建投资同比增速 5.7%，增速连续 4 个月下滑。一是专项债发行偏慢拖累。在新增专项债 4 月完成进度约为 18.5%，五年维度看完成进度较缓慢，仅高于 2020 年同期值²。二是地方政府化债对基建投资形成压力。地方政府基建资金主要来源于城投债和地方政府预算支出，化债背景下城投融资受限，相应对基建投资形成拖累。分项来看，交通运输、仓储和邮政业投资增速 7.1%，与一季度相比下滑 0.8 个百分点，铁路运输和航空运输为主要拉动项，道路运输和管道运输为主要拖累项；水利、环境和公共设施管理投资增速 -1.5%，与一季度相比下滑 1.8 个百分点，水利投资为主要支撑项，环境管理投资和公共设施投资为主要拖累项目。

下半年专项债发行节奏抬升及特别国债逐步落地或将助力基建投资。一是上半年专项债完成进度较低，后续发行或加速。5 月政府债券融资新增 1.2 万亿元，高于前 4 月平均水平 0.3 万亿元，预示政府发债节奏开始加快。二是超长期特别国债发行安排明确，或进一步为基建投资提供支撑。

² 《4 月财政数据点评：中央支出增速维持高位，超长期国债助力财政发力》联储证券研究院于 2024 年 5 月 22 日发布

图17 基建投资增速变缓 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

1.2.3 房地产：修复缓慢，投资预计延续负增，但降幅收窄

房地产投资维持负增，去库存推进缓慢。5月房地产开发投资累计增速-10.1%，依旧处在低位，指向房地产弱势未变。

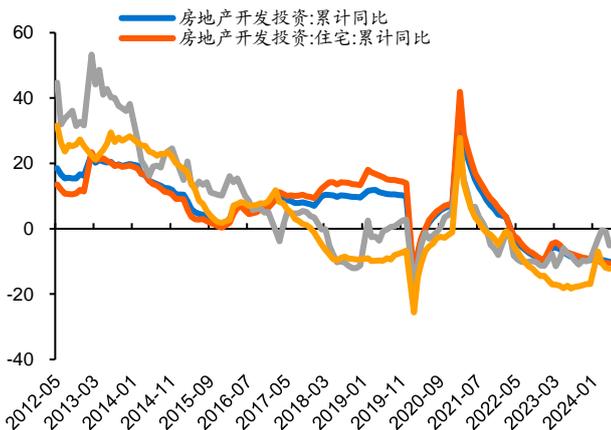
供给端看，新开工不足，施工规模收缩，指向投资疲软。1-5月房地产新开工面积同比增速-24.2%，降幅与一季度相比略微收窄，但去年同期基数走低，今年是否修复存疑。房地产施工面积同比增速-11.6%，降幅扩大，房地产竣工面积同比增速-20.1%，降幅缩小。总体看，房地产目前新开工不足，施工少，竣工略有修复，总体依旧缺乏投资动能。

销售端看，房企销售依旧承压。1-5月商品房销售面积同比增速-20.3%，处于低位区间，待售面积同比增速15.8%。占比最大的住宅待售面积增速较快，自去年以来保持增长态势，一季度后维持在24%以上，指向房地产去库存压力尚未减弱，去化周期或有所延长。

资金端看，到位资金增速处于低位，上半年略有修复。房地产投资到位情况显著弱于去年。1-5月到位资金增速逐步修复，但依旧处于低位，5月资金到位增速-24.3%，降幅缩小，主因国内贷款增速降幅大幅收窄，增速-6.2%，或与“白名单”融资项目支持政策落地有关³。房产投资主要资金来源如定金及预付款和个人按揭贷款依旧在低位徘徊，上半年增速波动不大，5月增速分别是-36.7%和-40.2%，未见进一步改善。

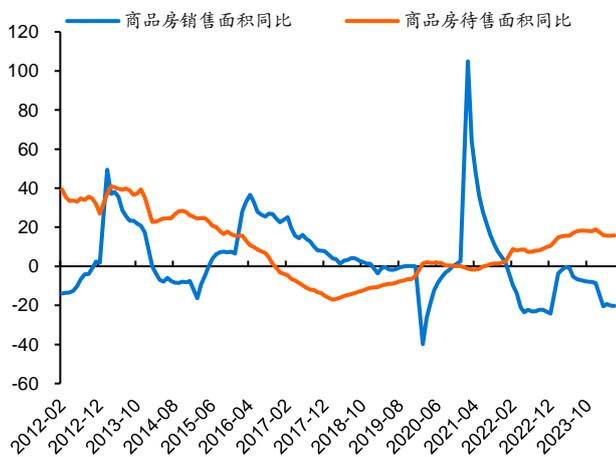
³ 经济日报：用好房地产“白名单”融资政策|房企 新浪财经 新浪网 (sina.com.cn)

图18 房地产投资增速降幅扩大 (%)



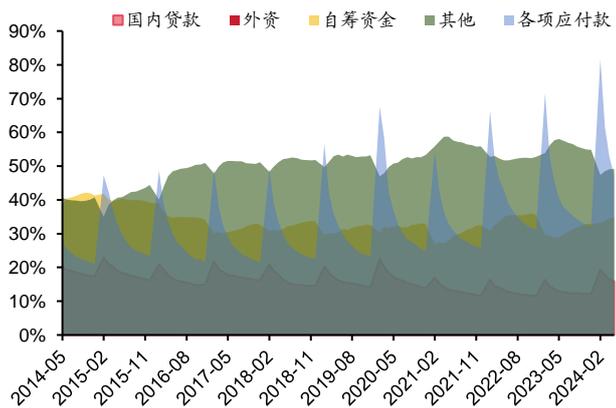
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图20 商品房销售面积同比处于低位，待售同比增速高企 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图22 房地产到位资金来源比例 (%)



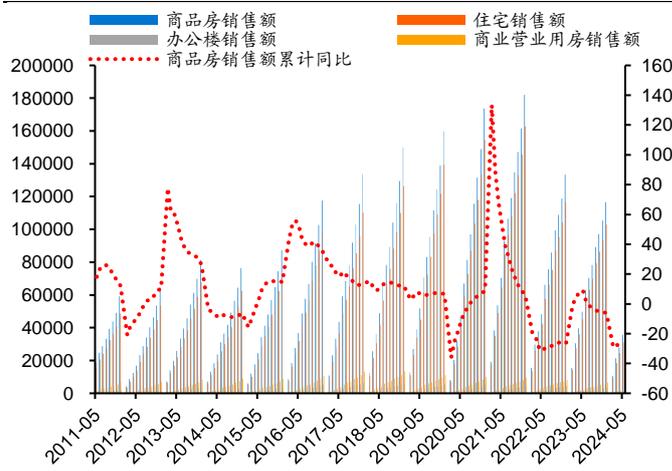
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图19 房地产新开工不足，施工规模收缩 (%)



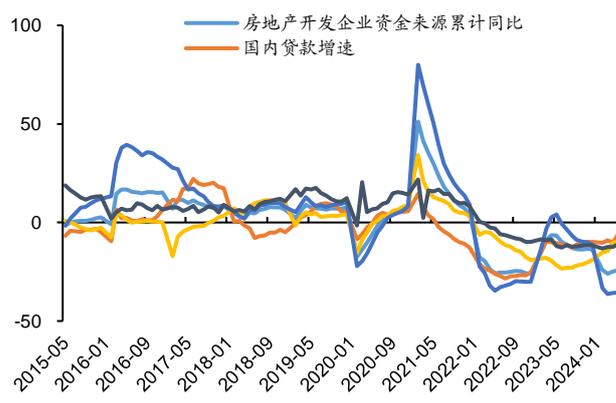
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图21 房地产企业销售依旧承压 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图23 房地产到位资金增速处于低位 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

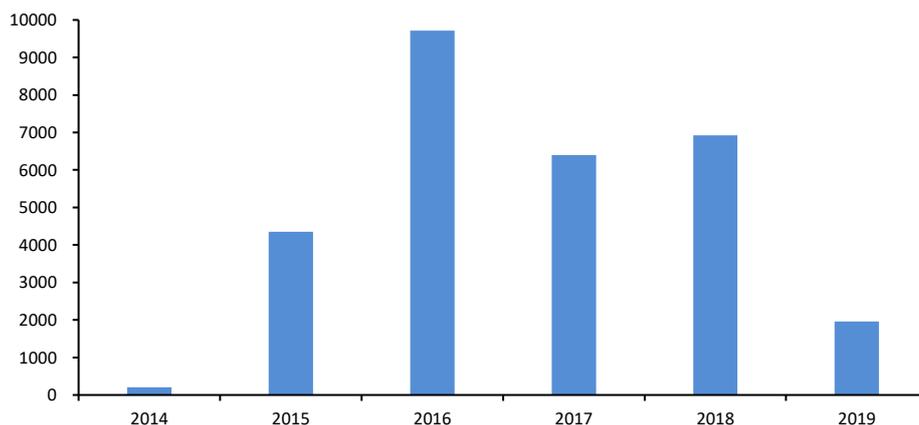
下半年房地产依旧以去库存、化风险为主，政策支持下地产拖累程度或有所下降。销售端，在 517 地产政策支持下，房地产销售有望边际改善。供给端，保交楼政策加码将带动一定程度竣工。销售端、供给端的恢复或有助于缓解地产对经济的拖累。

一是 3000 亿保障性住房再贷款有助于房地产库存去化。央行在国新办 5 月 17 日国务院政策例行吹风会上表示将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，预计将带动银行贷款 5000 亿元，从而支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售的商品房，将其改

造成配售型或配租型保障性住房⁴。保障性住房再贷款一方面可以拉动建成未出售商品房销售，缓解库存压力。另一方面有利于改善房地产企业资金状况，降低房企资金链断裂风险，助力落实保交楼。

从资金规模来看，保障性住房再贷款难以达到棚改货币化的库存去化效果。2015年至2018年，央行通过PSL支持棚户区改造，累计投放3.4万亿元，期间单年投放金额最低4353亿元，2016年单年投放将近1万亿元。相比之下，今年3000亿元保障性住房贷款规模不大，虽有助于房地产库存去化，但预计难以达到棚改政策效果。

图24 2014-2019年PSL发放额度(亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

二是商品房转保障房有助于改善房地产供需错配，满足刚需，缓解销售压力。保障性住房贷款政策主要目的在于稳市场，房产销售价格上涨概率较低。一方面，从投放路径来看，棚改政策下央行货币最终流向居民端，资金规模大且直接流入市场，导致房价大幅度提升。但是在保障性住房贷款政策下，货币最终由央行流向房企，房企将资金用于在建项目续建，一定程度带动竣工，这部分资金基本不会流向市场，因此不会推动房产销售价格大幅上涨。另一方面，商品房向保障房的转换，相当于变相降低销售价格，满足刚需购房者的住房需求，有助于改善房地产市场成交疲弱现状，进一步缓解房地产销售压力。

1.3 消费：结构互补有支撑

1.3.1 社零缓步修复，政策影响下表现分化

社零增速放缓，仍处于修复阶段。1-5月，社零同比增速4.1%，远低于疫情前水平，处在较低增速区间。一是去年疫情恢复，消费潜力大幅释放导致基数抬升。二是居民预期较低，消费需求不足。从复合增速看，社零两年平均增速为6.7%，高于一季度5.3%，指向总体仍处在修复阶段。

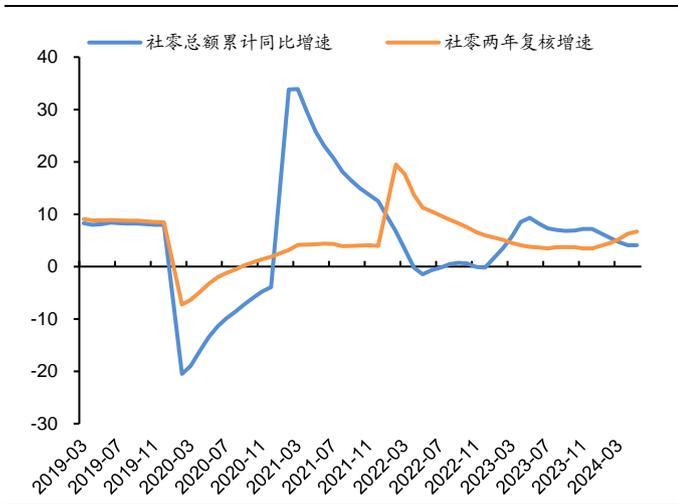
餐饮恢复强于商品，必选商品表现优于可选商品。1-5月餐饮消费增速8.4%，略低于疫情前同期水平9.3%；商品消费增速3.5%，远低于疫情前同期水平8%，指向餐饮恢复功能强于商品。1-5月限额上商品同比增速3.9%。其中，必选商品增速9.1%，贡献率58%，拉动整体增速2.2%；可选商品增速5.1%，贡献率42%，拉动整体增速1.7%，必选商品拉动幅度更大。

耐用商品出现结构分化。汽车类、建筑装潢材料类、金银珠宝类同比增速有所下

⁴ 国新办举行国务院政策例行吹风会 介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况 (<http://www.pbc.gov.cn/rmyh/3963412/3963426/5356698/index.html>)

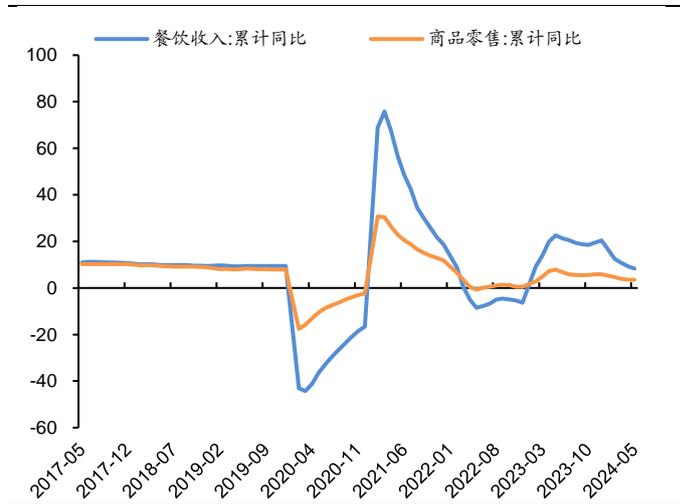
降，对可选商品造成拖累。其中，汽车消费连续三个月位于负增速区间，5月增速-4.4%，降幅有所收窄，或受以旧换新政策影响；金银珠宝消费进一步走弱，5月增速-11%，或受金价上涨影响。在以旧换新政策支持下，家用电器类、通讯器材类表现较好，其中通讯器材类增速连月高增，5月增速达16.6%。

图25 社零增速有所放缓，仍处于修复阶段。（%）



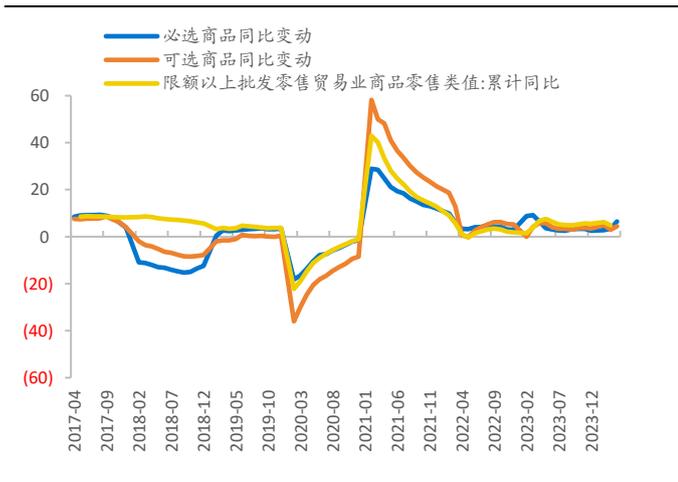
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图26 餐饮消费恢复强于商品消费（%）



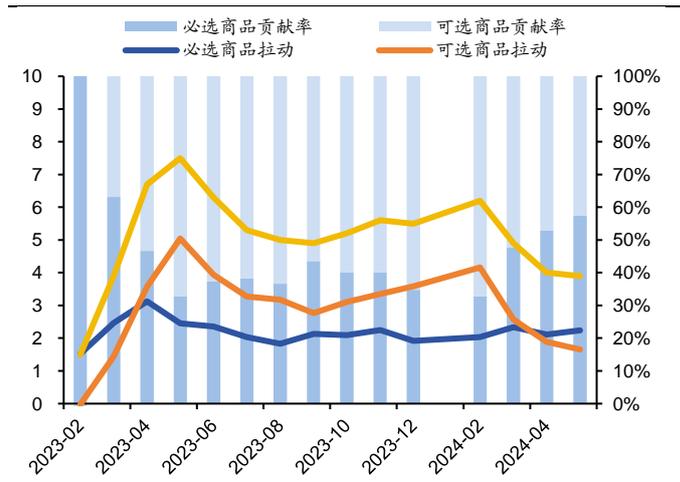
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图27 必选商品表现优于可选商品（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图28 2024年必选商品对限上商品增速贡献率的逐月提升（%）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图29 耐用商品出现结构分化 (%)

	2024年5月	2024年4月	差额百分点
限额以上批发零售贸易业商品零售类值:当月同比	3.50	0.90	↑ 2.60
粮油、食品、饮料、烟酒类商品零售类值:当月同比	9.50	8.30	↑ 1.20
服装鞋帽、针、纺织品类商品零售类值:当月同比	4.40	-2.00	↑ 6.40
化妆品类商品零售类值:当月同比	18.70	-2.70	↑ 21.40
日用品类商品零售类值:当月同比	7.70	4.40	↑ 3.30
家用电器和音像器材类商品零售类值:当月同比	12.90	4.50	↑ 8.40
中西药品类商品零售类值:当月同比	4.30	7.80	↓ (3.50)
家具类商品零售类值:当月同比	4.80	1.20	↑ 3.60
金银珠宝类商品零售类值:当月同比	-11.00	-0.10	↓ (10.90)
体育、娱乐用品类商品零售类值:当月同比	20.20	12.70	↑ 7.50
书报杂志类商品零售类值:当月同比	-5.10	-2.00	↓ (3.10)
文化办公用品类商品零售类值:当月同比	4.30	-4.40	↑ 8.70
通讯器材类商品零售类值:当月同比	16.60	13.30	↑ 3.30
石油及制品类商品零售类值:当月同比	5.10	1.60	↑ 3.50
建筑及装潢材料类商品零售类值:当月同比	-4.50	-4.50	↑ 0.00
汽车类商品零售类值:当月同比	-4.40	-5.60	↑ 1.20
其他商品零售类值:当月同比	4.40	3.70	↑ 0.70

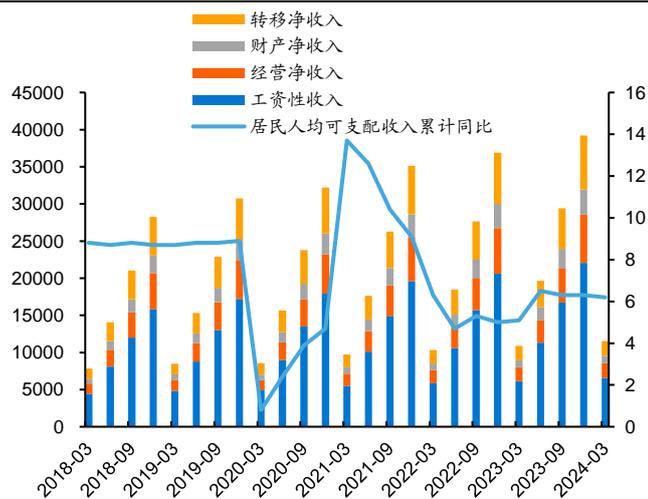
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

1.3.2 消费预计温和修复, 结构互补

一是消费品“以旧换新”政策有望提振商品消费。今年消费增长在总体上面临 2023 年高基数与“报复性”消费倾向减弱的挑战, 结构上面临汽车消费降温的趋势。消费品“以旧换新”政策的落地有望拉动商品消费, 尤其是家电、通讯工具的消费增速, 弥补餐饮、汽车消费动能减弱的拖累, 社零整体延续修复态势。

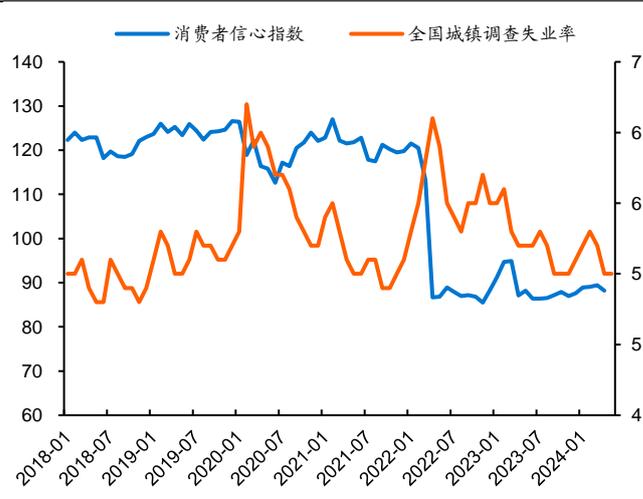
二是居民消费意愿较弱, 市场信心指数有待提升。收入端看, 居民可支配收入和工资性收入增速有所回落, 是造成消费疲弱的主要原因。存款端看, 居民短贷持续走弱, 定存居高不下, 自身主动加杠杆消费的意愿不高, 反映出弱预期下, 消费意愿仍然受到抑制。总体来看, 疫情的“疤痕效应”依然存在, 修复需要足够的时间。

图30 居民人均可支配收入构成与增长情况(累计值)



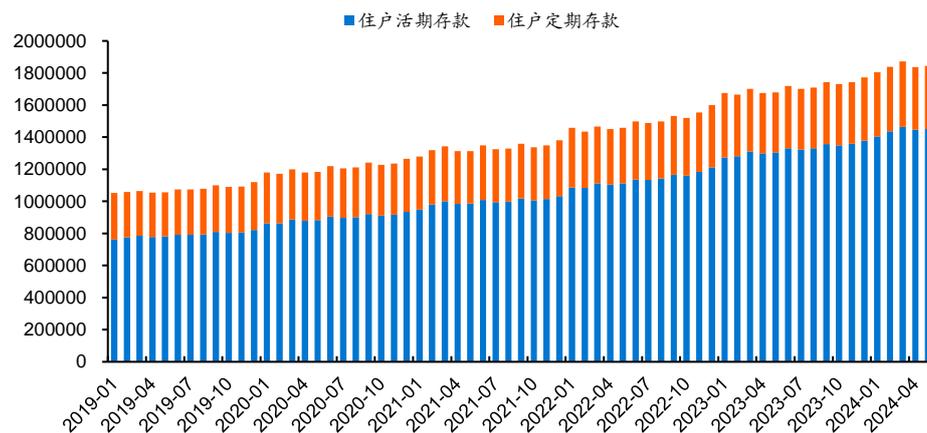
资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图31 消费者信心指数有待进一步提升



资料来源: 同花顺 iFinD, 联储证券研究院

图32 居民定存居高不下 (亿元)



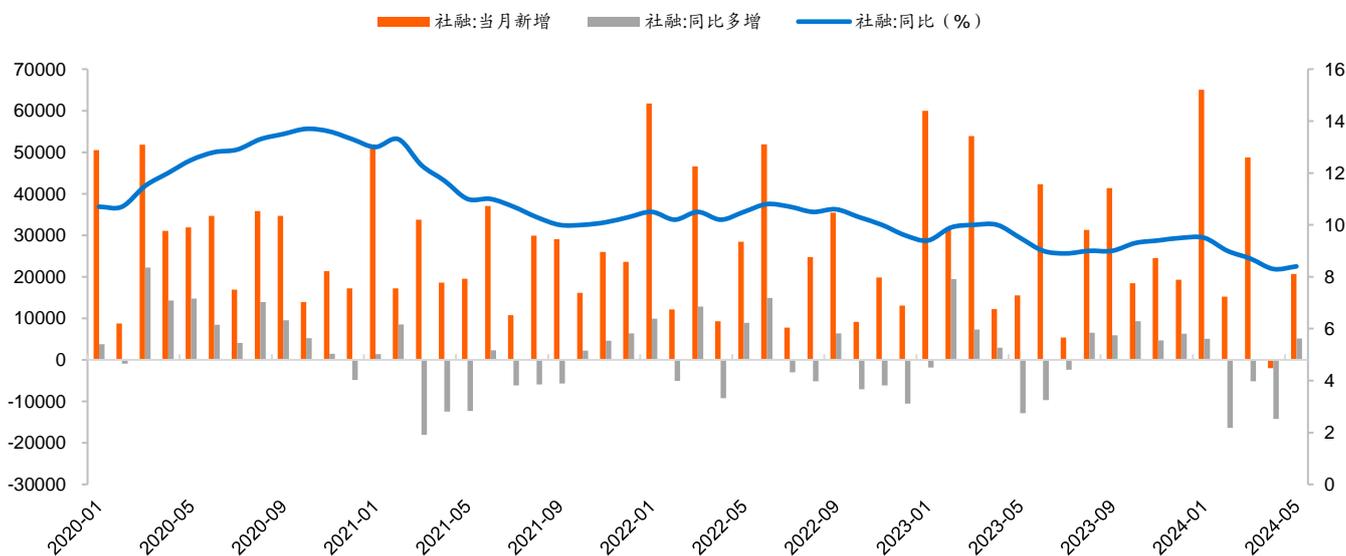
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2. 货币：信贷驱动力减弱，财政或将主导下半年信用扩张

2.1 社融：社融存量增速中枢下移

社融同比少增，存量增速下破9%。1-5月新增社融14.8万亿，同比少增2.6万亿。社融存量增速自3月下破9%后，4月继续下探至8.3%，其中社融当月新增-1987亿，录得2005年10月以来首次、历史第三次负增。截止5月末，社融存量增速较2023年底回落1.1个百分点至8.4%。

图33 社融增速环比回升 (亿元)



资料来源：Wind，联储证券研究院

2.1.1 信贷“挤水分”+需求弱，专项债发行进度偏慢是拖累社融主因

人民币贷款同比少增。1-5月新增人民币贷款11.1万亿，同比少增1.5万亿。主因信贷增长已由供给约束转化为需求约束。一是片面追求规模的传统思维和规则有所转变。一季度央行会同国家统计局优化了季度金融业增加值核算方式，从主要参考贷款余额改为收入法，弱化了地方政府和金融机构“冲时点”行为，过去信贷投放中虚增的水分被

挤出；二是信贷有效需求偏弱。一方面，长期来看，“盘活存量，提升效能”诉求下，信贷结构有增有减，信贷需求出现“换挡”；另一方面，短期来看，当前实体回报率仍在筑底阶段，利润-生产的正反馈机制未形成，企业融资扩产意愿偏低。此外，4月以来禁止“手工补息”政策的推出，也影响了部分“低贷高存”的融资需求。

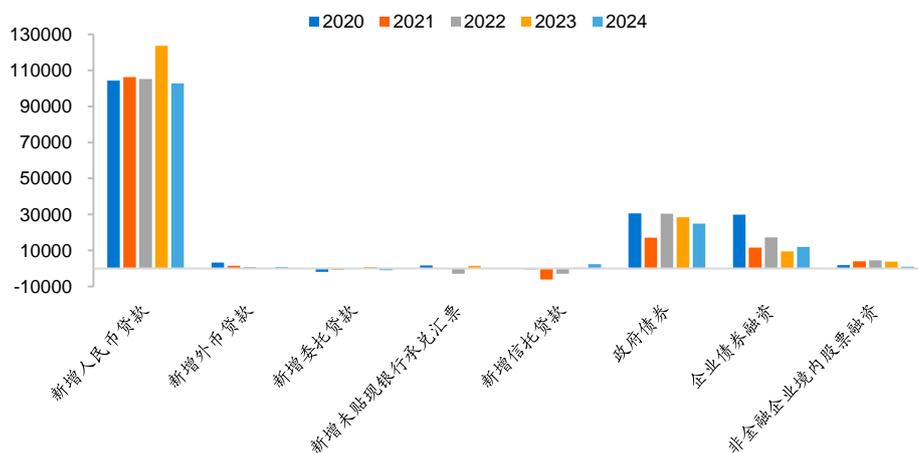
政府债券同比少增。1-5月新增政府债券2.5万亿，同比少增3500亿，主因专项债发行节奏偏慢。1-5月新增专项债发行1.2万亿，同比少增7362亿。主因两点：一是提前批下达时间偏晚。可能是去年年底新增万亿国债对提前批产生一定“挤出”；二是项目审核趋严。今年以来政策端对于专项债项目质量提出了更高要求，项目审核更加严格，客观上拉长了项目审核周期。4月政治局会议提出“加快专项债发行使用进度”，新增专项债发行在5月显著提速。往前看，专项债在“补进度”要求下有望在二三季度保持较强的发行态势。减轻对政府债的拖累。

2.1.2 企业债和信托贷款是主要支撑项

企业债融资同比多增。1-5月新增企业债券1.2万亿，同比多增2519亿。一是基数偏低。去年同期信贷发力靠前，低价信贷替代了部分企业发债融资需求，形成了较低基数。二是企业债券融资成本降低。今年以来，企业发债成本持续走低，推动企业发债融资意愿边际提升。结构上看，受化债影响，产业债为主要贡献，城投债融资偏弱。1-5月城投债净融资为-2098亿。同比少增7740亿。

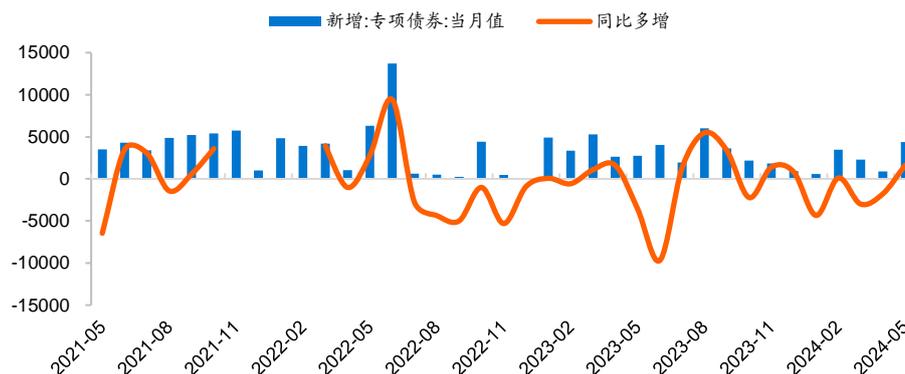
信托贷款同比多增。1-5月新增信托贷款2350亿，同比多增1969亿。或因城投融资规模压降，部分融资需求外溢至表外。但6月以来，部分信托公司收到监管部门窗口指导，要求严格落实《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》，须通过“融资平台查询系统”查询确认相关平台是否列入监管名单中。若在名单之内，不管作为融资主体或者担保主体，相关债务只减不增，降低高息非标融资。指向监管部门对于政信类信托业务有所收紧。

图34 社融各分项 1-5月新增统计（亿元）



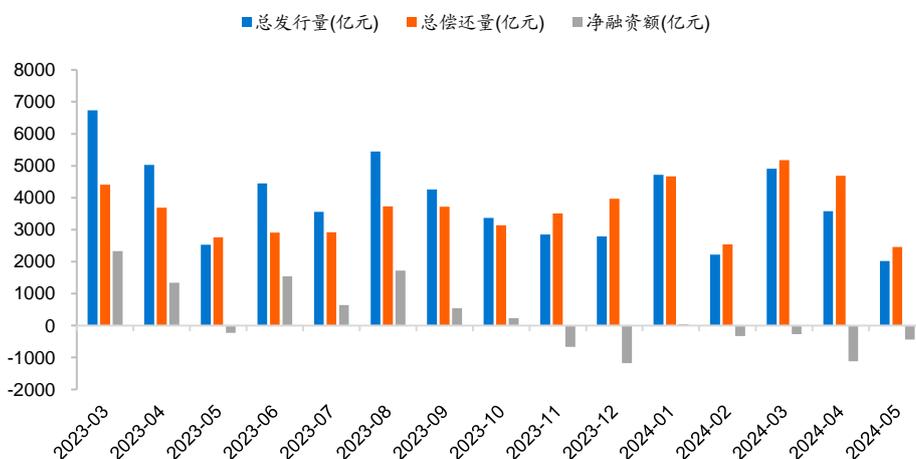
资料来源：Wind，联储证券研究院

图35 5月专项债发行提速（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图36 城投债净融资持续同比少增（亿元）

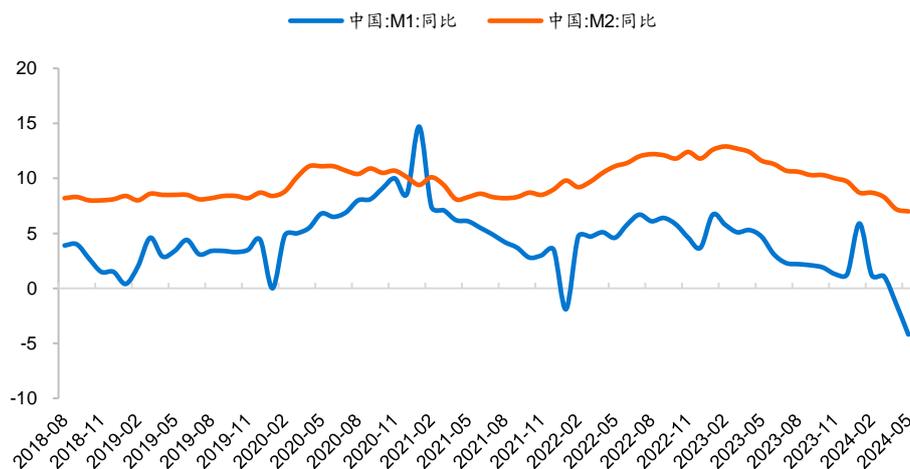


资料来源：Wind，联储证券研究院

2.2 货币：M1、M2增速均回落

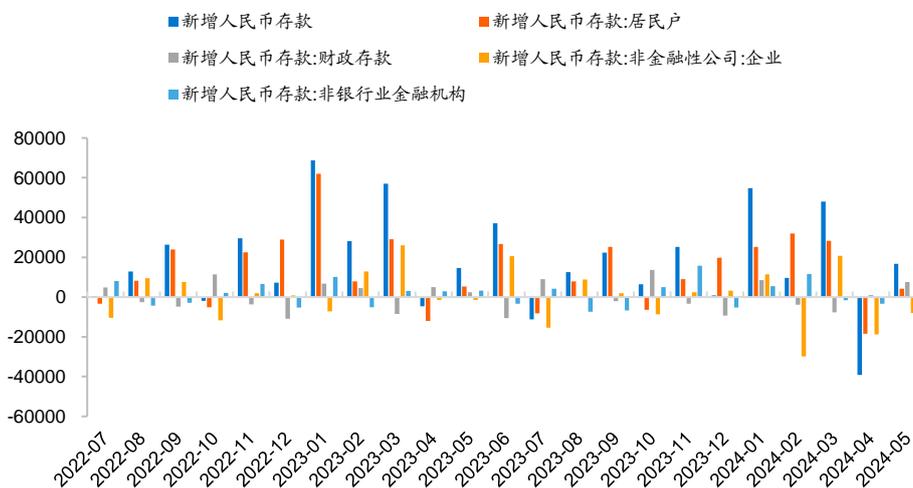
单位活存增速偏低拖累 M1，存款向理财转化拖累 M2。截止 5 月末，M1、M2 增速较 2023 年底分别下滑 5.5 和 2.7 个百分点至-4.2%和 7.0%。一是单位活存增速偏低拖累 M1。单位活存从 2023 年底的 1.3%降至 5 月末的-4.2%，央行在一季度货政报告中提到：“企业和居民的存款定期化趋势加剧。定期和活期存款比重已由 2017 年的“六四开”升至目前的“七三开。”居民、企业需求不足仍是资金活化程度偏低主因。二是存款向理财转化拖累 M2。普益标准数据显示，5 月全市场理财产品规模环比上涨 0.87%至 28.56 万亿，创年内新高。结合当月存款数据来看，5 月居民和企业存款分别同比少增 1164 亿和 6607 亿，非银存款同比多增 8379 亿，财政存款同比多增 5264 亿。指向二季度以来，在禁止“手工补息”、“高息揽储”后，存款相对于理财产品的吸引力下降，理财对存款的替换明显加速。

图37 M1、M2 增速双双走低 (%)



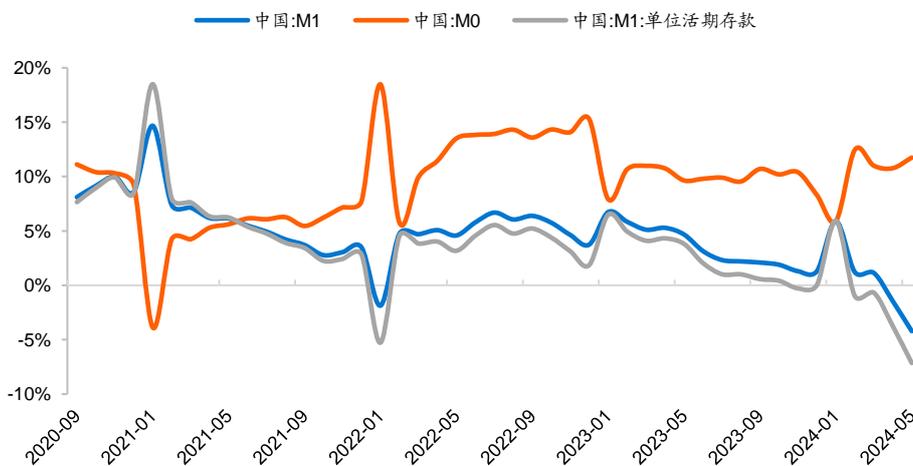
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图38 5月企业、居民存款同比少增, 财政、非银存款同比多增 (亿元)



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图39 单位活存增速持续走低 (%)



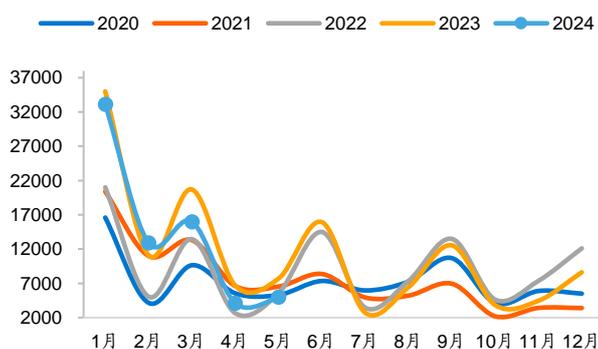
资料来源: Wind, 联储证券研究院

2.3 展望: 信贷驱动力减弱, 财政或将主导下半年信用扩张

2.3.1 宽松或仍是主基调

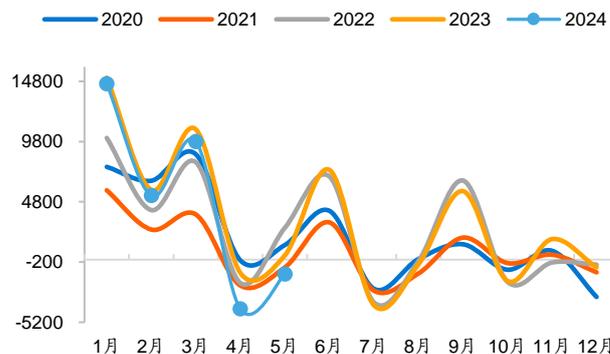
货币政策或将继续保持宽松。一是有效需求偏弱仍在加剧。一方面企业端，5月制造业PMI重回荣枯线下方，供需等主要分项悉数回落；同时，5月BCI企业销售、利润、投资前瞻指数环比4月也在走弱，企业部门贷款连续同比少增。另一方面居民端，5月商品房销售也未见明显起色，居民部门中长贷同比持续负增；二者均指向当前总需求仍然不足。

图40 企业中长期贷款（亿元）



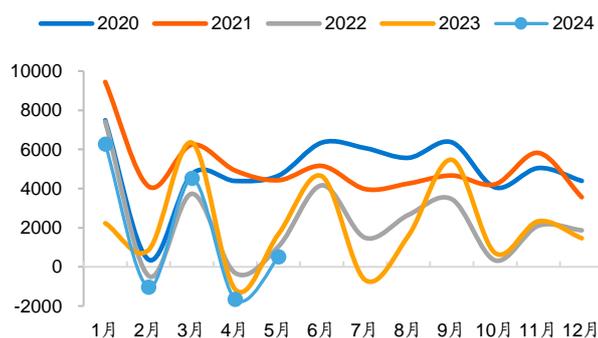
资料来源：Wind，联储证券研究院

图41 企业短期贷款（亿元）



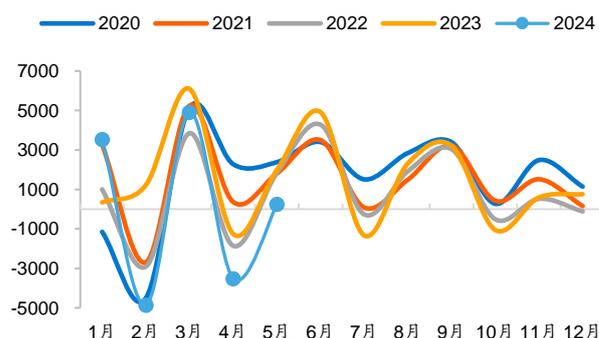
资料来源：Wind，联储证券研究院

图42 居民中长期贷款（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

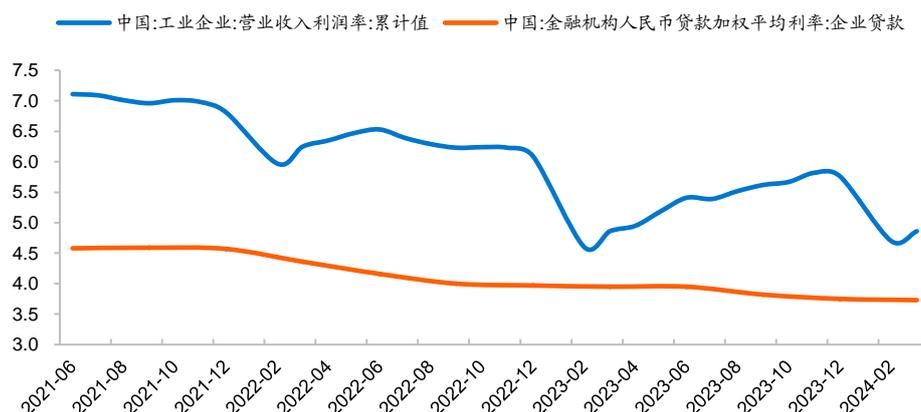
图43 居民短期贷款（亿元）



资料来源：Wind，联储证券研究院

二是政策利率仍有下行空间。一方面，工业企业利润率与企业贷款利率差额仍在收窄。截止3月底，工业企业利润率与企业贷款加权平均利率差较2023年底继续回落88个基点至1.1%，信贷融资成本相较于利润率而言仍然偏高。另一方面，美联储年内降息仍有预期。上半年，美联储不断推后降息节点，市场预期降息幅度也随之缩小，美中利差对国内政策利率有所牵制。但往前看，美联储下半年有一次降息的预期仍然存在，随着时间节点临近，“汇率掣肘”有望得到缓解。此外，银行净息差压力持续释放。今年以来商业银行密集下调存款挂牌利率，缓解息差压力。同时，央行也在4月开始整顿“手工补息”，进一步巩固存款利率下调成果，均为后续降息提供了空间。

图44 工业企业利润率与企业贷款利率差额仍在收窄



资料来源: Wind, 联储证券研究院

2.3.2 信贷驱动力弱化背景下，财政或将主导下半年信用扩张

信贷对经济的驱动减弱。一是从央行表述来看，信贷投放的边际效果递减。一季度贷政报告中指出“近年来，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”、“一些省份贷款增长较快，但未有效带动经济增长；还有一些省份以较低的信贷增长支持了较快的经济发展”。二是从数据表现来看，经济数据与贷款增速的回落相背离。今年一季度 GDP 增速 5.3%，同期贷款增速从 10.6% 回落至 9.6%。主因经济增长的驱动是出口、服务业和新兴制造业，而这些分项对融资的敏感度要低于传统的地产企业和地方政府融资平台。所以前者在不容易受融资环境影响的情况下拉动经济，而后者在地产市场低迷和化债政策的制约下直接反映在金融数据里。核心还是随着经济转型升级和高质量发展，信贷对于当前经济增长的驱动力有所减弱。

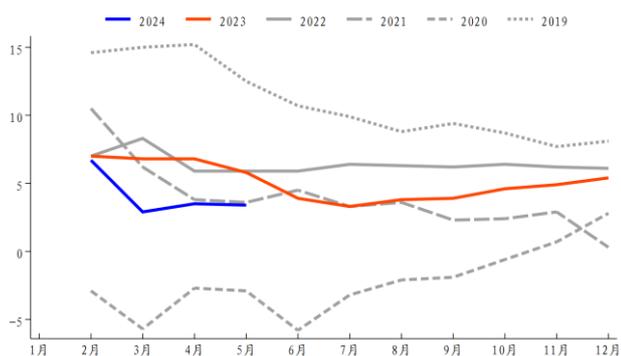
财政或将主导下半年信用扩张。往前看，虽然信贷有望边际改善，一是规则端，随着时间推移，“挤水分”等相关政策的边际影响或将逐步弱化；二是需求端，一方面从企业部门来看，5 月 PPI 环比年内首次正增长，预计后续将对工业企业利润产生正面贡献，有助于提升实体回报率，减轻企业扩表约束；另一方面从居民部门来看，随着新一轮地产政策落地效果逐步显性，居民端加杠杆意愿或将有所修复。但经济转型下，信贷对经济基本面的解释度、影响力降低是客观现实，后续财政融资对社融的影响或是主要关注点。年内来看，随着特别国债发行开启、专项债加速发行，财政发力将在二三季度持续为社融提供支撑，或成为下半年信用扩张的主要来源。

3. 财政：中央支出带动财政发力，下半年政策空间较大

3.1 回顾：中央支出维持高位，地方支出增速偏慢

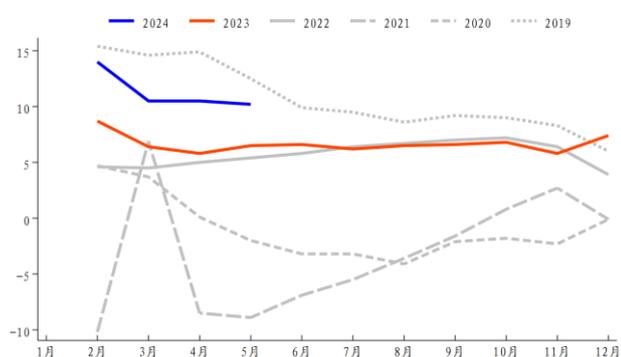
中央财政支出增速较高，支撑财政政策积极发力，地方财政支出增速偏慢。(1) 1 至 5 月一般公共预算收入累计同比增速达到 -2.8%，五年维度看表现中性偏慢。从支出节奏看，1 至 5 月一般公共预算支出完成进度为 37.9%，五年维度看表现中性。(2) 分中央和地方看，1 至 5 月中央支出累计同比增速为 10.2%，五年维度看增速较快；地方财政支出累计同比增速为 2.4%，显著慢于中央财政支出增速，五年维度看表现偏慢。

图45 国家一般公共预算支出累计同比增速 (%)



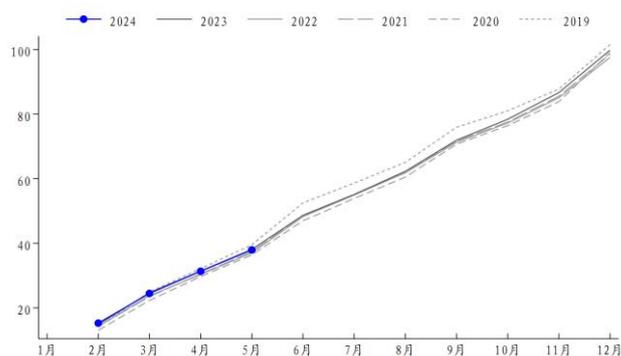
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图47 中央一般公共预算支出累计同比增速 (%)



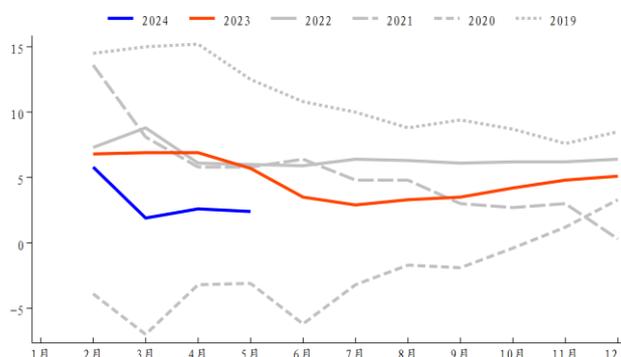
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图46 一般公共预算支出预算完成进度 (亿元)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

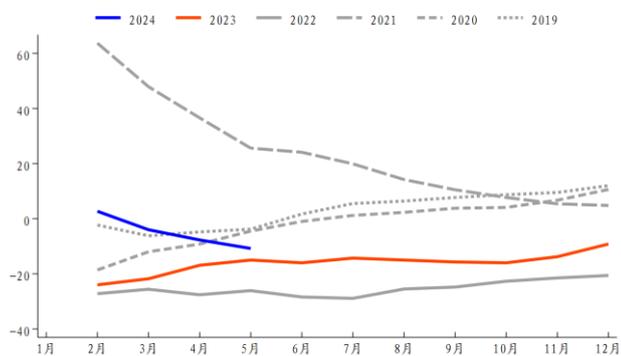
图48 地方一般公共预算支出累计同比增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

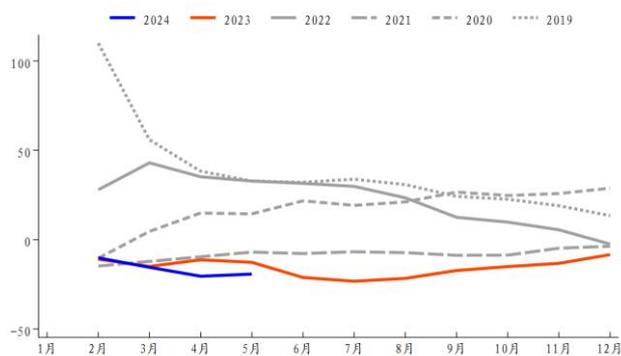
政府性基金方面，土地出让金收入增速持续较低，拖累政府性基金收入与支出增速。一方面，1-5月政府性基金收入累计同比增速为-10.8%。其中土地出让金收入累计同比增速为-14%，是主要拖累。主因房地产市场低迷，房企拿地意愿不强。另一方面，受土地出让收入偏弱影响，支出端1-5月政府性基金支出累计同比增速降至-19.3%。从地方政府专项债角度看，5月新增专项债累计完成进度为29.7%，虽然较前值提高11.2个百分点，但五年维度看，进度仍然偏慢。土地出让收入持续下滑、专项债发行进度低于预期，广义财政支出力度受到制约。

图49 政府性基金收入累计同比增速 (%)



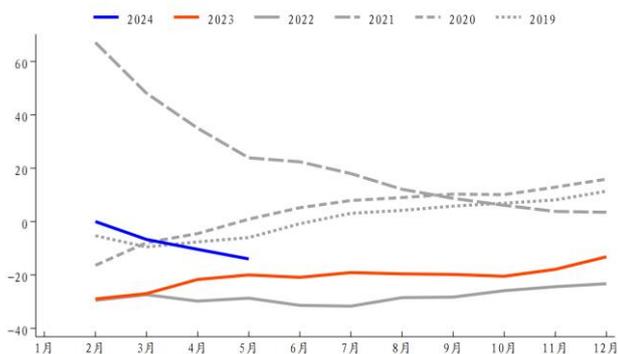
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图50 政府性基金支出累计同比增速 (%)



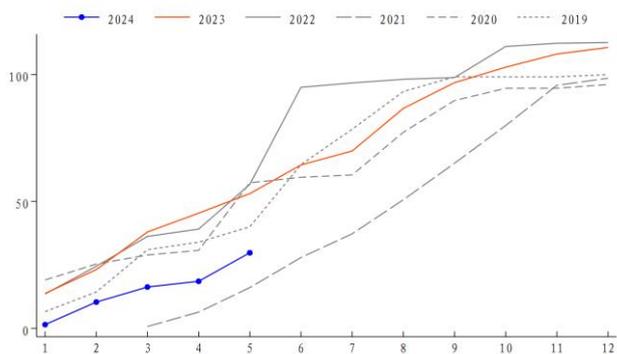
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图51 地方国有土地使用权出让累计同比增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图52 地方政府新增专项债完成进度 (%)

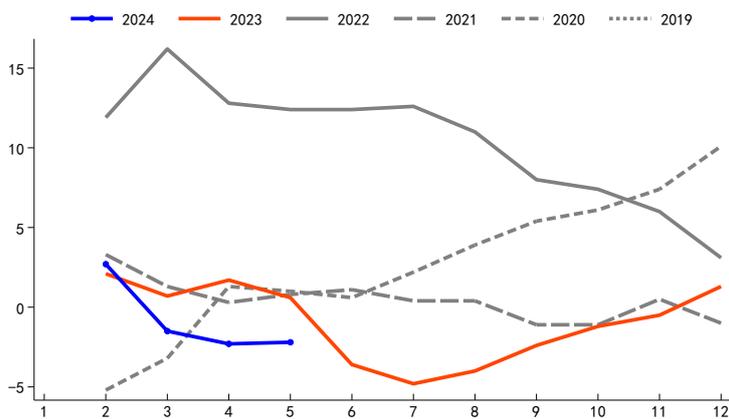


资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

3.2 展望：有望进一步发力，超长期特别国债和专项债是主要抓手

下半年财政政策或将进一步发力。从广义财政支出增速角度看，1至5月广义财政支出同比增速为-2.2%，连续3个月落入负增区间，五年维度看处于低位，与全年广义预算支出增速目标7.9%有一定差距。下半年“补进度”诉求下，财政支出力度有望提升，驱动力或主要来源于超长期特别国债和新增专项债券的发行和使用加快。

图53 广义财政支出累计同比增速 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

超长期特别国债步入发行期，新增专项债发行提速，预计将对后续财政支出形成有效支撑。4月政治局会议提出“要及早发行并使用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，一方面，财政部于5月13日明确了超长期特别国债的发行安排，今年拟发行20年期，30年期和50年期超长期特别国债，自5月下旬持续发行至11月中旬。另一方面，5月以来，专项债项目筛选提速，各地专项债发行计划明显放量。财政政策发力空间及部署均较为明确，预计将提振广义财政支出增速。

表3 2024年超长期特别国债发行安排

期限	招标日期	首发/续发	付息方式
20年	5月24日	首发	按半年付息
	6月19日	续发	
	7月19日	续发	
	8月14日	首发	
	9月20日	续发	
	10月18日	续发	

30年	11月8日	续发	按半年付息
	5月17日	首发	
	6月7日	续发	
	6月21日	续发	
	7月5日	续发	
	7月24日	首发	
	8月2日	续发	
	8月21日	续发	
	9月6日	续发	
	9月24日	首发	
	10月11日	续发	
	10月25日	续发	
	11月15日	续发	
50年	6月14日	首发	按半年付息
	8月9日	续发	
	10月16日	续发	

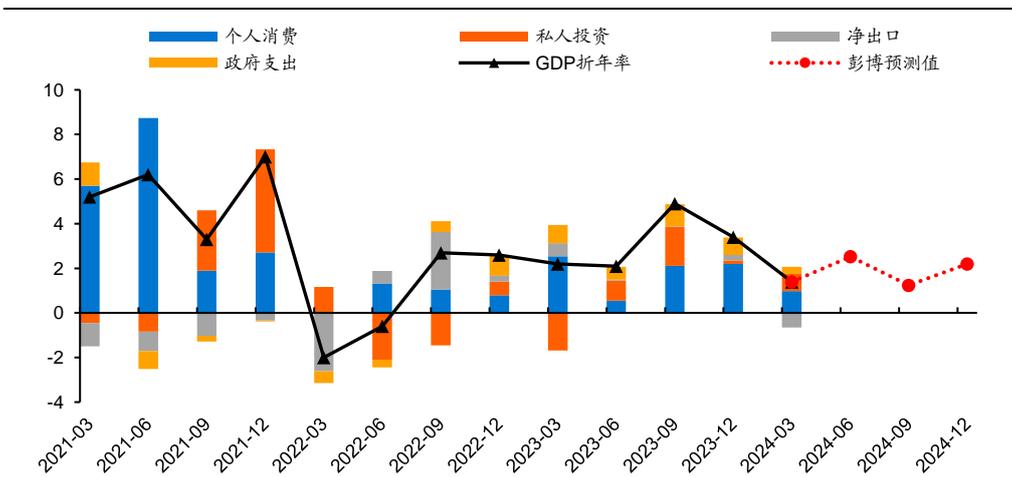
资料来源：财政部网站，联储证券研究院

4. 海外：聚焦美国经济、财政、联储动态

4.1 海外聚焦之一：美国经济韧性延续，还有哪些支撑？

2024年上半年美国经济增长放缓，但服务消费仍有韧性。一季度GDP环比折年放缓至1.4%，其中消费环比折年1.5%，较2023年四季度（3.3%）明显转弱，但对整体GDP拉动仍有0.98%。从结构上看，一季度美国消费转弱主要系商品消费负增长，而服务消费仍维持了上一季度的水平，对应的是美国宽财政和就业稳定的支撑。一方面，一季度居民超额储蓄仍有余量，另一方面，美国就业市场稳定对消费注入动能，居民财富存量和流量均不弱。

图54 美国近年GDP分项贡献及预测值（%）

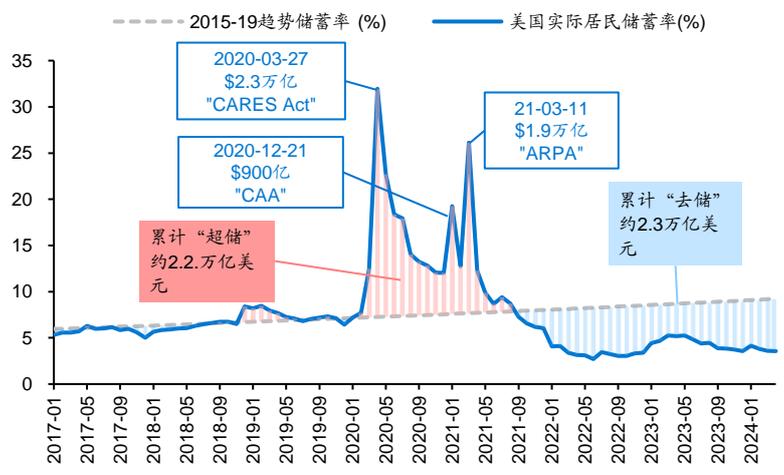


资料来源：同花顺 iFinD, Bloomberg, 联储证券研究院

下半年就业市场韧性将接替超额储蓄成为服务消费的推手。疫情期间美国政府三轮财政补贴为居民蓄积了2.2万亿美元超额储蓄。据测算，截至2024年4月，美国居民已向市场释放了2.3万亿美元，超额储蓄已经耗尽，居民财富存量对消费的支撑将转弱。然而，当前美国就业市场稳定对美国居民薪资水平的保障将延续至2024年年底，预计服务消费还将保持一定韧性。美国就业市场在上半年有所放缓，但非农新增就业表现整体超预期旺盛，失业率保持4%及以下的低位，平均时薪资增速4%，持续超出通胀率，居民实际购买力上升。从结构上看，就业市场“流量”接替超额储蓄“存量”的趋势指

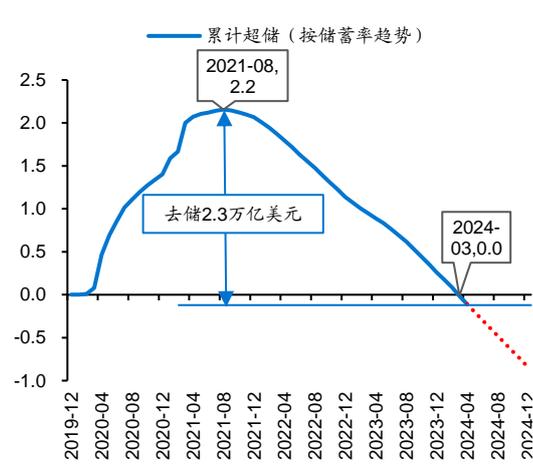
向美国消费放缓将以耐用品、非耐用品、服务消费的顺序展开，与上半年趋势基本一致。

图55 美国三轮财政补贴注入居民超额储蓄 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图56 居民累计超额储蓄已经耗尽 (万亿美元)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

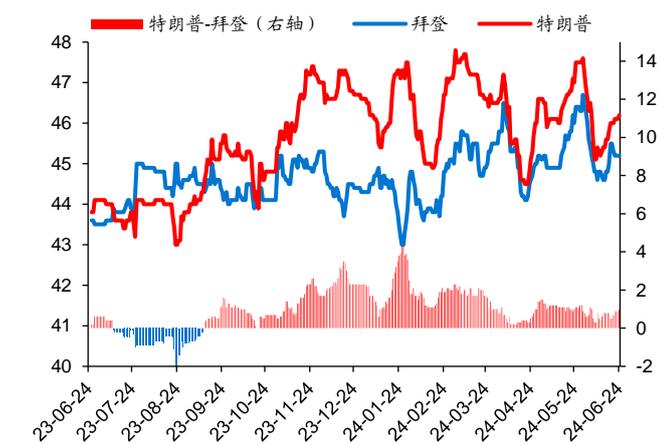
4.2 海外聚焦之二：美国大选年，财政“紧”了吗？

拜登政府加快推出重大经济政策，大选年财政紧中有松。一季度美国 GDP 中政府支出有所放缓，然而收紧财政的趋势可能被拜登团队“抢发政策”的竞选策略所牵制。今年 2-5 月，拜登共颁布了 77 项“具有重大经济影响”的政策⁵，远超往届水平。仅 2024 年颁布的政策就将对美国经济产生至少 154 亿美元/每年的拉动影响。这些政策既包括指向居民部门的额外学生贷款减免、每人 \$3000-3600 美元的儿童税收抵免、1 万美元的首套房税收抵免、2.5 万美元的一代购房者补贴等，也包括指向企业部门和金融市场的三大法案相关政策，实际对经济的拉动作用将远超估计值。

拜登连任的不确定性是财政扩张的主要动机。拜登任期内美国通胀高涨，相当一部分选民的经济体感较差，过去一年内的绝大部分时间，拜登支持率落后特朗普 0.5-1.5%。一方面，为了争取最后阶段的民意倾斜，拜登政府寄希望于推出针对摇摆州的经济政策以赢得选民支持。另一方面，如果特朗普当选，提早推出的政策不易被总统换届后的《国会审查法案》(CRA) 推翻。

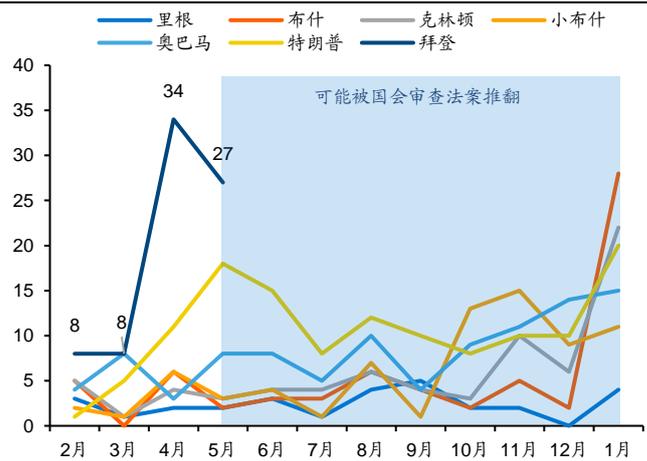
⁵预计每年将对经济产生 2 亿美元及以上影响作用的经济政策。该标准于 2023 年 4 月 6 日由 1 亿美元上调至 2 亿美元，意味着与过去标准下的重大政策相比，拜登政府推出的政策影响力更大，且数量更多。

图57 近期特朗普民调支持率领先拜登 (%)



资料来源：RCP，联储证券研究院

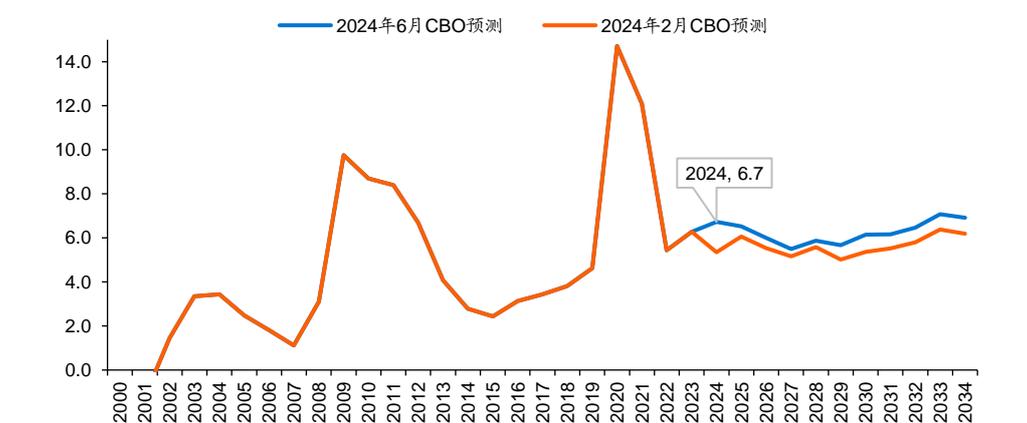
图58 美国历任总统在任期最后一年推出的重要经济政策数量



资料来源：GWU RSC，联储证券研究院；美国总统2月正式上任

2024 年美国财政可能不会大幅放缓，持续支撑居民和企业部门。近期美国国会预算办公室（CBO）修订美国赤字预期至 1.92 万亿美元，赤字率达 7%，比 2 月预测上调 27%。从总量上看，2024 年美国财政对居民部门和企业部门的拉动作用将至少延续至年底，对美联储年内放宽货币政策造成一定阻力。**预计 2024 年下半年美国宽财政、紧货币的趋势或延续。**

图59 6月 CBO 上调美国 2024 财政赤字率预测至 6.7%

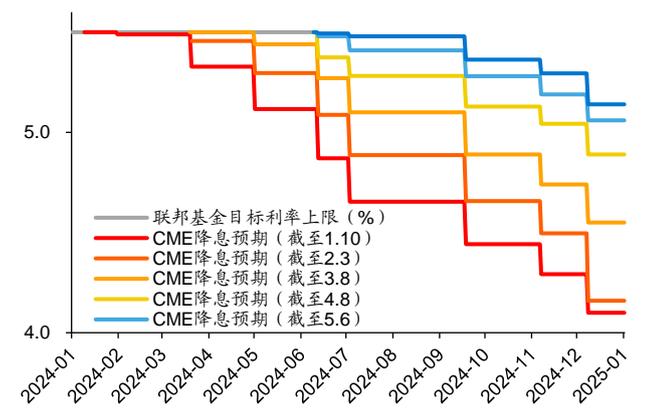


资料来源：CBO，联储证券研究院

4.3 海外聚焦之三：降息一再推迟，未来如何兑现？

2024 年上半年降息预期不断推后，背后是美国经济基本面表现超预期。2024 年 1 月，市场判断 3 月有望首次降息。2024 年 6 月，首次降息预期已经推后至 9 月，全年降息次数由 5 次回落至 1-2 次。回顾上半年，美国通胀和就业表现不断超出预期，但美联储既没有转向宽松，也没有进一步紧缩。美联储在货币政策紧缩“最后一英里”的阶段维持了谨慎的双目标锚定策略——维持高利率期望压降通胀的同时，严密关注就业市场走差的风险。

图60 2024 年以来，首次降息预期不断推后（%）



资料来源：CME，联储证券研究院

图61 CME 交易隐含的市场利率预期

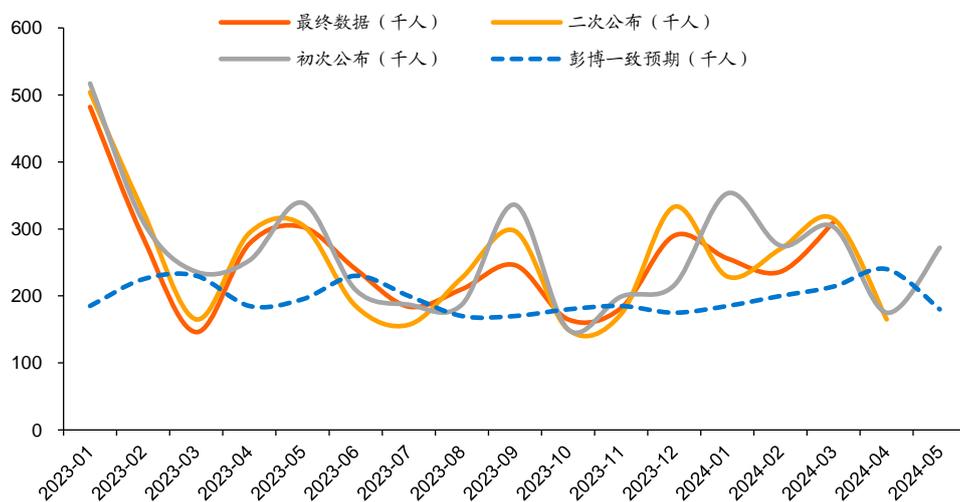
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	61.1%	32.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	26.1%	50.8%	20.7%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	21.4%	45.9%	26.7%	4.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	14.0%	36.6%	34.0%	12.7%	1.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.8%	9.7%	29.0%	34.9%	19.8%	5.3%	0.5%
2025/4/30	0.0%	0.4%	4.8%	18.5%	31.7%	28.0%	13.2%	3.1%	0.3%
2025/6/18	0.2%	3.2%	13.4%	26.7%	29.4%	18.8%	6.9%	1.3%	0.1%
2025/7/30	1.4%	7.1%	18.5%	27.8%	25.3%	14.2%	4.8%	0.9%	0.1%

资料来源：CME，联储证券研究院

就业方面，上半年美国就业市场有韧性，但趋势上正在放缓。2023 年 12 月以来，美联储开始将注意力由物价转向劳动力市场，但 2024 年上半年劳动力市场并未出现美联储担忧的大幅走弱。2024 年 1-5 月，美国非农就业月平均新增 24.8 万人，预期平均 20.4 万人，月均超预期新增 4.4 万人，劳动力市场增量不弱。失业率方面，尽管 4-5 月失业率读数连续走高，但水平仍在 4% 及以下，暂不构成触发降息的条件。

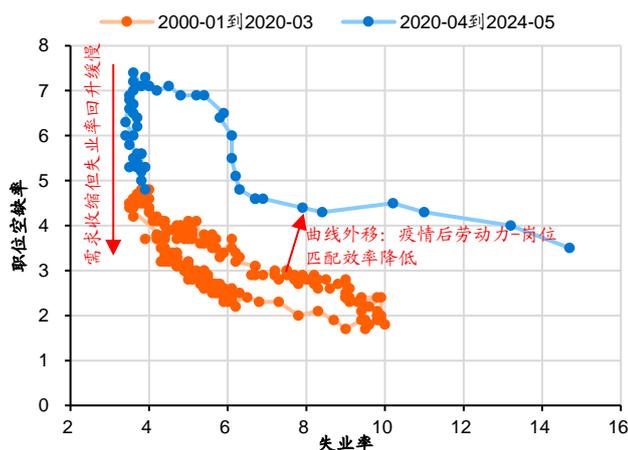
从更长期的视角来看，美国就业市场正在逐步放缓。美国劳动力市场供需持续改善、就业质量下降、劳动力市场流动性转弱、边缘劳动力就业机会承压、贝弗里奇曲线回归等证据均指向美国就业市场正在逐步放缓，未来就业市场大概率继续松弛，满足失业率走高的条件。如果意外降息，原因更可能来自于就业市场，但当前这种情形出现的概率较低，预计 2024 年平均失业率仍能维持在 4.1% 左右。

图62 美国非农新增就业数据与市场预期对比



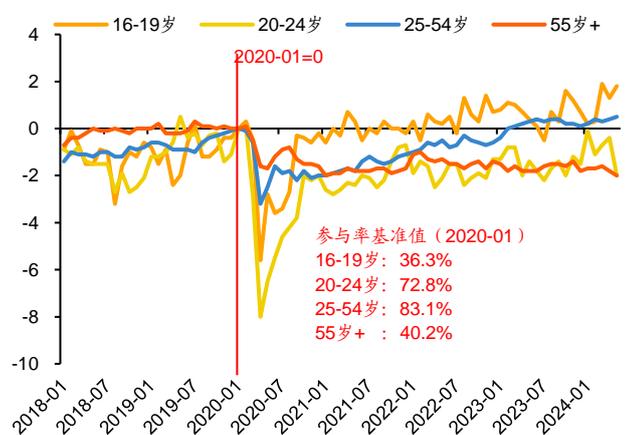
资料来源：BLS, Bloomberg, 联储证券研究院

图63 美国贝弗里奇曲线回归，劳动力市场正常化 (%)



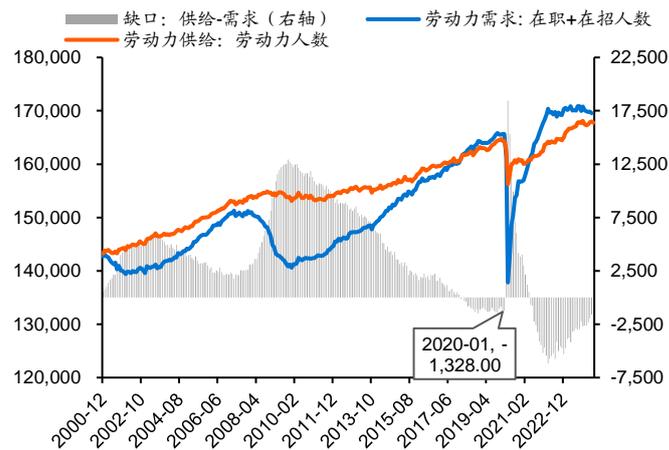
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图65 黄金年龄人群劳动参与率持续修复 (%)



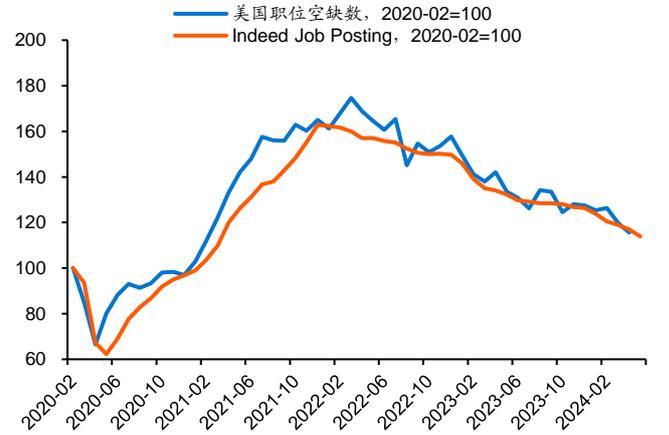
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图64 美国劳动供需缺口缩小，劳动力市场再平衡



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

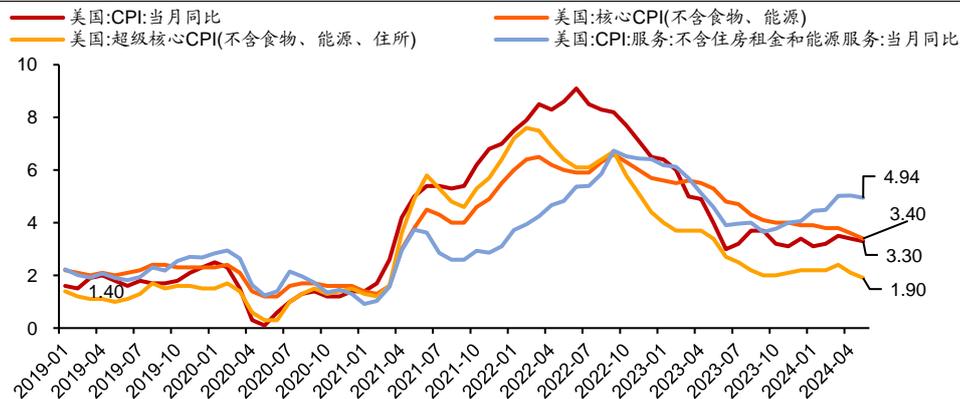
图66 美国企业招聘意愿回落，未来仍有下降空间



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

通胀方面，上半年美国通胀下行偏慢，下半年通胀表现将指引后续降息路径。2024年1-5月，美国CPI同比月均3.3%，环比0.3%，核心CPI同比月均3.7%，环比0.3%。PCE同比月均2.6%，环比0.3%，核心PCE同比月均2.8%，环比0.3%。不论是从CPI还是PCE、核心或整体的口径来看，美国物价水平距离美联储所要求的2%的目标仍有较大差距，且平均环比增加未明显放缓。要想达成降息，必然需要美联储提升对通胀的容忍度，2024年美联储或在PCE下降到2.5%左右达成降息，通胀读数决定降息节奏。

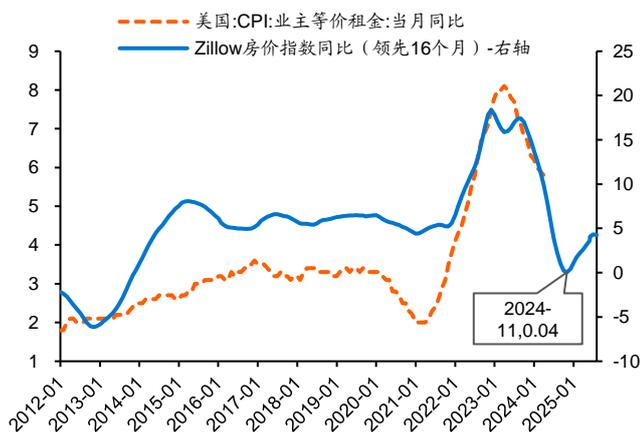
图67 美国非住房核心CPI反弹，牵制整体通胀放缓 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

能源、住房、粘性服务业通胀为下半年关注重点，9-11月为降息窗口期。拆分分项来看，上半年核心通胀回落不及预期主要是住房下行偏缓，叠加粘性服务业消费仍然较为旺盛导致。非核心方面，由于俄乌、巴以等地缘政治冲突上抬油价，1-3月美国能源价格快速上行，4-5月见顶回落，带动通胀超预期下行。向后看，下半年通胀风险主要集中在四季度住房价格反弹、全年核心服务消费韧性、油价前景不确定三个方面，预计二、三季度通胀有望进一步回落，四季度再通胀风险增加，9-11月为普遍认同的“降息窗口”。在就业市场稳定的前提下，通胀将指引降息路径，贴于市场预期情形。

图68 美国住房价格缓步回落，四季度或反弹 (%)



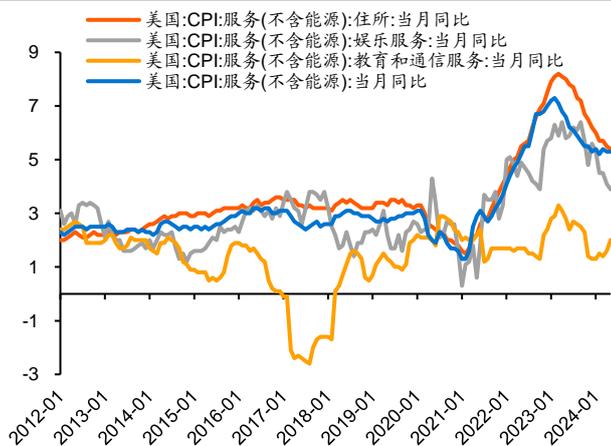
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图69 美国能源价格与国际油价 (美元)



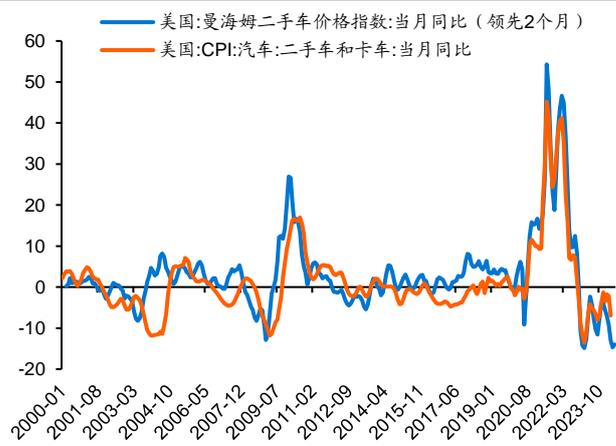
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图70 美国核心服务 CPI 居高不下 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

图71 美国汽车价格低位震荡 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

2024 年通胀小幅回落、就业市场相对稳定是更可能的情形。当前，美联储面临三条政策路径：①通胀高位、就业稳健→不降息，②通胀回落→降息，③就业走差→降息，其中路径②的可能性最大。一方面，当前美国就业市场“松弛”，但年内失业率突然走高是小概率事件。另一方面，美联储进一步提升对通胀中枢上移的容忍度，上调 2024 年 PCE 及核心 PCE 预期，拓宽了“通胀回落”的解读空间，美联储判断通胀回落取得进展的可能性相对增加，年内降息一次仍有可能。因此，我们预计基准情形下美联储 9 月降息 1 次，降息幅度 25bps，不排除通胀回落速度慢、推迟降息至 11 月的可能性。

中长期美联储货币政策主要以通胀变化为线索，就业市场变化可能带来意外拐点。2023 年美国经济增长超预期，而 2024 年美国经济增长韧性拖尾超预期。因此，我们认为中长期美国货币政策维持“higher for longer”的时间将比预期更长，2025 年及以后的利率路径可能更为波折。不断拉长的降息周期将提高通胀指标对利率中枢的影响力，而就业市场的超预期变化则可能带来意外的政策干预。

图72 美联储6月经济预期摘要（SEP）再次上调失业率、PCE价格指数预期

项目	GDP				失业率				PCE				核心PCE			联邦基金利率			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	2024	2025	2026	长期
	-	-	-	-	-	↑	↑	↑	↑	↑	-	-	↑	↑	-	↑	↑	-	↑
2024年6月	2.1	2.0	2.0	1.8	4.0	4.2	4.1	4.2	2.6	2.3	2.0	2.0	2.8	2.3	2.0	5.1	4.1	3.1	2.8
2024年3月	2.1	2.0	2.0	1.8	4.0	4.1	4.0	4.1	2.4	2.2	2.0	2.0	2.6	2.2	2.0	4.6	3.9	3.1	2.6
2023年12月	1.4	1.8	1.9	1.8	4.1	4.1	4.1	4.1	2.4	2.1	2.0	2.0	2.4	2.2	2.0	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源：美联储，联储证券研究院

5. 风险提示

国内经济在政策加力的背景下稳中复苏，但全球产业链承压、全球政治生态恶化，国内房地产等重点领域风险仍存，政府债发行有压力，流动性超预期收紧，全球经济修复不及预期，欧美货币政策紧缩超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000