

宏观经济半年报

2024年6月25日



金融投资专业理财

瑞达期货股份有限公司
投资咨询业务资格
证监许可【2011】1780号

研究员：许方莉
期货从业资格证号 F3073708
期货投资咨询从业证书号 Z0017638
助理研究员：
廖宏斌 期货从业资格号 F3082507
王世霖 期货从业资格号 F03118150

联系电话：0595-86778969
网 址：www.rdqh.com

扫码关注客服微信号

研究服务
ADS



扫一扫上面的二维码图片，加我为朋友。

海外经济走势分化 国内表现回升向好

摘要

国外端：2024 上半年，美国与多数非美发达国家经济走势逐渐背离，这也促使了美联储与非美央行货币政策走势产生分歧。对美而言，经济增速于年初虽有所放缓，但消费需求在劳动力市场仍旧失衡的状况下仍展现了一定韧性。因此，价格水平放缓趋势在居民收支并未显著减少的状况下逐渐走弱，这也进一步导致通胀数据表现频频不及市场预期，通胀担忧挥之不去持续笼罩着整个市场。在此情况下，市场对美联储年内降息时间节点及降息力度的博弈愈加激烈，首次降息节点预期也由年初的 6 月一路推迟至 9 月，年内降息次数也由三次进一步缩减至两次以内。与此同时，多数非美国国家与美国则形成鲜明对比，高利率水平显著地抑制了经济增速及整体需求，进而促使通胀水平回落至正常区间，这也促使非美央行于逐步开启降息周期。未来全球经济在央行逐步放宽货币政策的影响下或得到提振，前期制造业复苏趋势在需求得到保障的前景下或得以延续。

国内端：上半年我国经济延续了回升向好的态势，作为经济复苏的重要内生动力，制造业仍有上行空间。从投资端来看，房地产依旧偏弱，而财政资金和项目端偏慢，基建增速受专项债拖累明显，使整体投资承压，但随着专项债发行加速有望改善。外贸方面，海外补库需求提振我国出口持续回升。居民消费模式持续变化，旅游消费成为引领消费增长的主要变量。随着暑假到来，居民消费增速有望进一步上行，服务业依旧是主要贡献项。上半年金融数据经济结构分化延续，“制造业强、地产弱”格局不变。楼市低迷及居民提前偿债房贷导致居民中长期贷款走低，防范资金沉淀空转大幅影响企业中长期贷款。展望下半年，经济复苏道路上仍受有效需求、外部性、物价水平、地产景气度等多因素影响。考虑到房地产一揽子政策效果仍未完全释放，下半年经济发展仍有较大上行空间。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 美国经济初显疲软，通胀水平难言乐观	4
(二) 就业市场维持火热，收入水平回落放缓	5
(三) 联储目标仍有距离，转机或于年中来临	7
(四) 货币政策维持紧缩，整体效果不尽人意	8
(五) 经济承压不堪重负，非美国家降息已至	10
二、国内宏观经济回顾展望	14
(一) 经济：动能环比改善，政策端持续发力	14
(二) 生产端：“产业升级、以旧换新”为支撑	15
(三) 投资端：主力投资稳复苏，地产新政待显效	17
(四) 消费端：居民消费模式发生转变	20
(五) 贸易端：海外补库需求增长，提振出口回升	22
(六) 价格端：输入性通胀带动，通胀小幅上行	24
三、宏观政策要确保同向发力、形成合力	30
(一) 财政政策：适度加力、提质增效	30
(二) 货币政策：灵活适度、精准有效	31
四、总结	34
免责声明	36

图表目录

图 1 美国 GDP 增速有所放缓	4
图 2 美国 PMI 数据有所企稳	5
图 3 CPI 数据回落放缓	5
图 4 个人储蓄及消费贷款同比增速仍处于低位	6
图 5 劳动力市场仍保有一定韧性	6
图 6 个人收入及消费增速历史百分位	7
图 7 个人收入及消费增速下降斜率走平	7
图 8 美联储上调年内整体通胀以及核心通胀预期	8
图 9 支持年内降息 2 次或以下的官员增加	8
图 10 缩表规模不增反减	9
图 11 金融状况并未在加息的影响下恶化	9
图 12 美国企业在疫情期间大量发债锁定低利率	10
图 13 美国股市走强提升家庭资产净额	10
图 14 欧元区为刺激经济已开启降息周期	11
图 15 发展中国家经济保有一定韧性	11
图 16 非美发达国家通胀普遍回落至正常区间	12
图 17 发展中国家通胀水平多处于相对可控状态	12
图 18 全球多国央行已开启降息周期	13
图 19 全球制造业 PMI 有望在降息潮中持续得到提振	13
图 20 GDP 及不同产业贡献率	14
图 21 规模以上工业增加值 (%)	15
图 22 三大门类工业增加值同比增速 (%)	16
图 23 制造业 PMI	16
图 24 制造业 PMI 具体分项	16
图 25 投资端相对平稳	17
图 26 基建投资细分项	17
图 27 水泥发运率	18
图 28 制造业投资细分项	18
图 29 地产景气度持续下探	19
图 30 商品房销售面积低位运行	19
图 31 地产新开工、竣工和施工累计同比	20
图 32 房地产投资结构弱 (资金来源累计同比)	20
图 33 社会消费品零售总额同比增速	21
图 34 社会消费品零售额增速分类型	21
图 35 全国城镇失业率低位运行	22
图 36 我国出口同比增速	22
图 37 我国对主要经济体出口累计同比增速	23
图 38 我国进口同比增速 (%)	24
图 39 核心通胀温和	24
图 40 CPI 环比回落	25

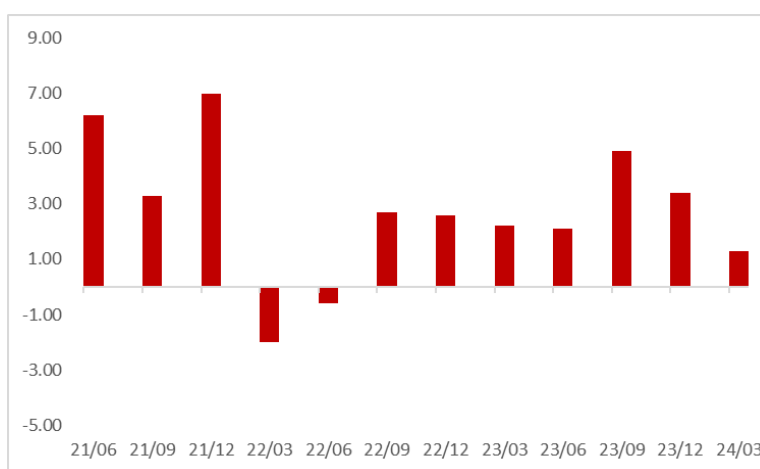
图 41 食品供应良好，价格下降.....	25
图 42 能繁母猪存栏量.....	26
图 43 蔬菜季节性回落（中国寿光指数）.....	26
图 44 地缘冲突使得油价上半年高位运行.....	27
图 45 PPI 环比时隔六月回正.....	28
图 46 PPI 分行业同比.....	28
图 47 PPI 分行业环比.....	28
图 48 生产、生活资料负剪刀差.....	29
图 49 公共财政收支同比增速（%）.....	30
图 50 社会融资规模及其增速.....	31
图 51 居民、企业中长期贷款.....	32
图 52 企业部门新增贷款及其构成.....	32
图 53 M1、M2 增速及其剪刀差小幅走扩.....	33

一、国外宏观经济回顾展望

（一）美国经济初显疲软，通胀水平难言乐观

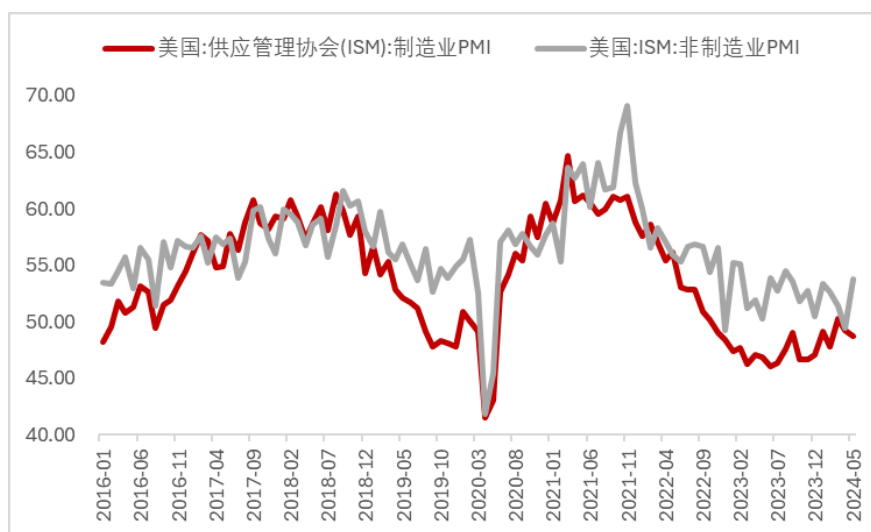
自年初以来，市场仍旧持续对先前美国政策利率走势的博弈，然而经济数据表现时好时坏也进一步推升了年内降息预期的波动。前期公布的一季度 GDP 增速录得 1.6%，远低于市场预期的 2.5%，整体 GDP 增速受库存变动以及贸易边际拖累的影响虽低于市场预期但仍保持于正增长区间，同时消费及投资项增速稳定发力给予需求一定支撑，进而使通胀数据高于市场预期，核心 PCE 更是录得 3.7% 同样高于预期的 3.4%。整体经济的韧性同样也能从月度数据中反映，上半年美国制造业 PMI 数据持续修复，尤其在 3 月更是一度回升至 50 荣枯线之上，而服务业 PMI 则几乎稳定保持于扩张区间，前期制造业经济活跃度显著回升也加深了市场对美国需求韧性的担忧。经济需求韧性的影响同样反映在了通胀数据的走势上，CPI 数据在能源价格企稳后逐步下滑速度逐渐放缓，而核心通胀水平更是在住房以及服务业相关价格保持坚挺的情况下一度停止了下滑进程。

图 1 美国 GDP 增速有所放缓



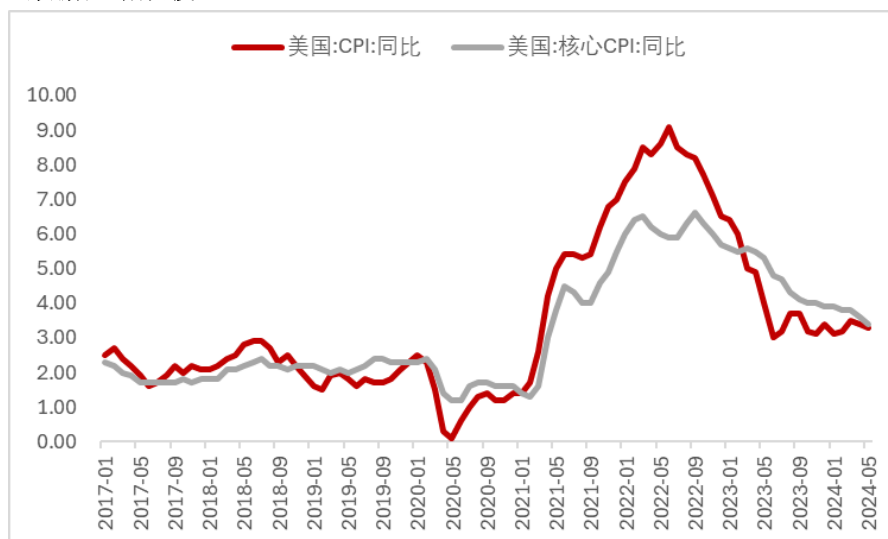
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 2 美国 PMI 数据有所企稳



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 CPI 数据回落放缓



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

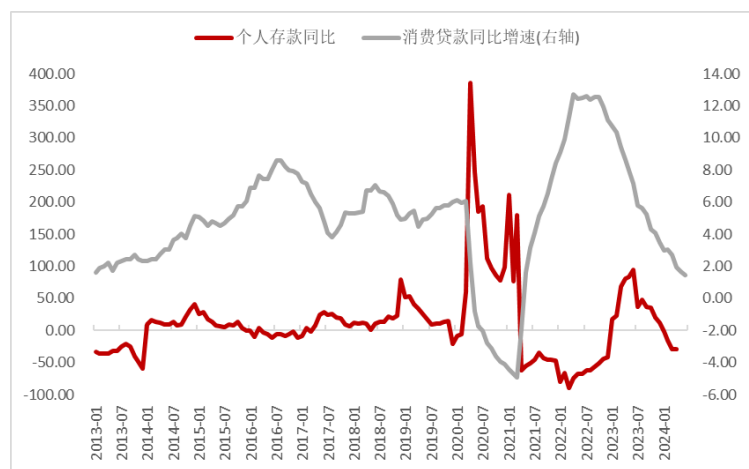
(二) 就业市场维持火热, 收入水平回落放缓

在当前美国维持高利率环境下, 前期作为消费增速主力推手之一的消费信贷水平仍旧处于回落状态, 同时更为早期受到财政政策补贴的个人存款储蓄水平在得到一定消耗释放后并未再次显著提升, 因此当前居民收入作为影响消费需求的主要支撑因素依然左右着整体价格指数的走势。然而自今年以来, 劳动力市场新增就业人数非但没有显著回落, 数据表现甚至频频大超市场预期, 即便劳动力需求有所减少, 但整体劳动力市场仍处于需求大

于供给的状态，供需失衡程度仍旧高于疫情前水平。

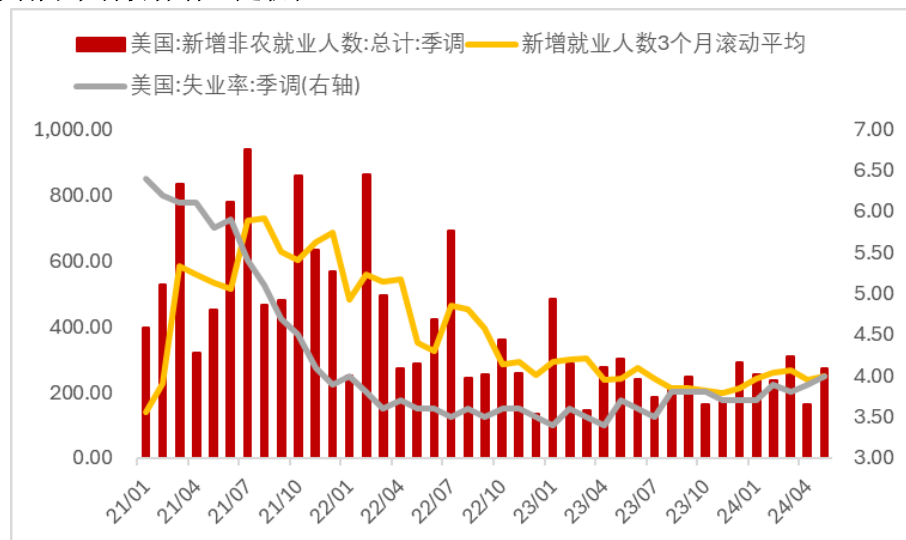
而在劳动力市场维持火热的状况下，整体薪资增速下行速度同样有所放缓，对于人力成本较高的服务业而言，在需求水平并未出现显著回落的状况下企业得以将劳动力成本转嫁给消费者，这也使得服务业薪资水平仍相对维持于高位。因此，在当前薪资增速仍处于阶段性高位的状况下，个人收入持续给予消费水平一定支撑，后继劳动力市场供需再平衡的过程中个人收入或仍难以于短期内大幅放缓，核心通胀水平在薪资增速显著放缓前或仍将得到消费需求的支撑。

图 4 个人储蓄及消费贷款同比增速仍处于低位



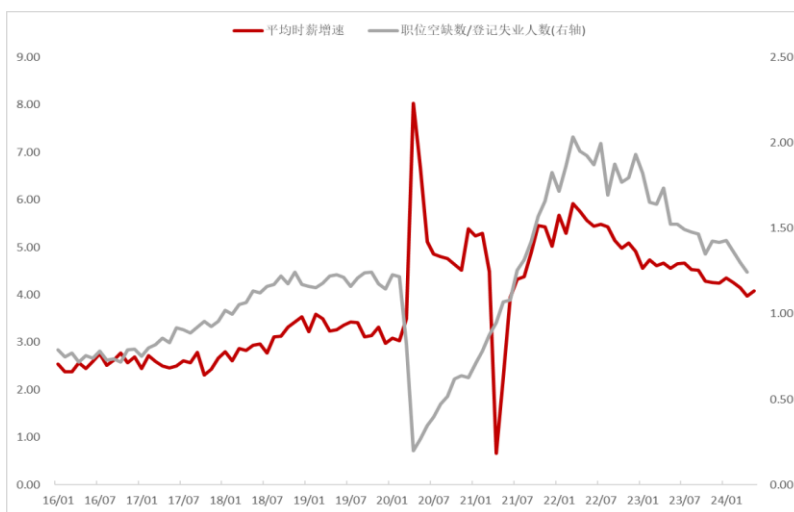
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 5 劳动力市场仍保有一定韧性



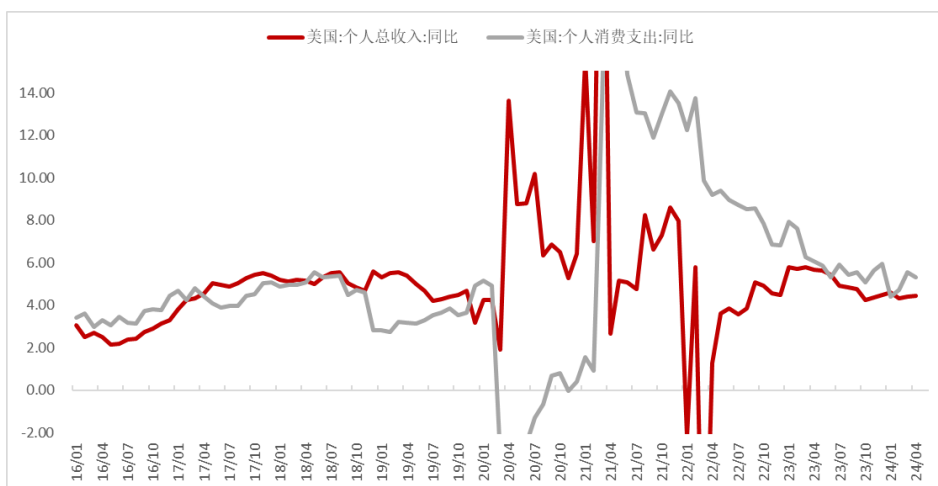
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 6 个人收入及消费增速历史百分位



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 7 个人收入及消费增速下降斜率走平



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（三）联储目标仍有距离，转机或于年末来临

自美联储于去年年底停止加息后，市场对政策利率的博弈主轴便转向了降息时间节点以及整体降息幅度。在美国经济迟迟无法降温的状况下，市场对于年内首次降息的预期时间节点也从年初的 6 月份一路推迟至了 9 月，而降息幅度则由降息 75 基点一度压缩至 25 基点。对于降息幅度的预期改变不仅限于市场参与者，美联储官员在经济数据无法如期朝央行目标改善的状况下同样不断下调年内的降息预期。从最新公布的点阵图来看，年内政策利率预期中值较 3 月有所上调，与此同时，年内支持不降息或降息一次的美联储官员人

数显著上升，当前支持年内不降息的官员上升至 4 人，而支持降息一次的人数则由 2 人上升至 7 人。结合经济预测变化来看，美联储官员对后继美国通胀粘性预期有所升高，其对于核心通胀水平是否能回落至正常水平的判断也更加谨慎，这也使更多官员在近期公开发言中表达对降息看法较为谨慎的态度，年内整体降息空间进一步受到挤压。

图 8 美联储上调年内整体通胀以及核心通胀预期

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3	3.5-4.5
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0		2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1		2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3	
March projection	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memorandum: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6	2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 9 支持年内降息 2 次或以下的官员增加



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

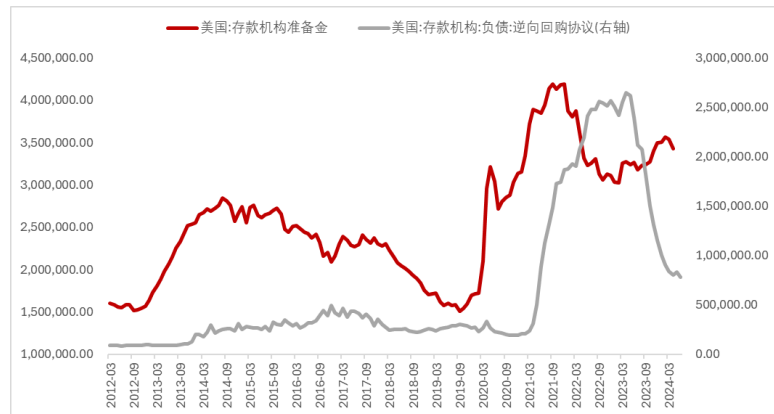
(四) 货币政策维持紧缩，整体效果不尽人意

即便美联储在去年年底停止加息后便持续将政策目标利率维持于阶段性高位，但其缩表事宜进程在硅谷银行事件爆发后却有所停滞，同时存款准备金自 2023 年起不降反升，可谓“言行不一”。与存款准备金形成鲜明对比的则是不断减少的逆回购协议总额，而在逆回购协议数量持续减少的情况下也侧面反映了金融市场流动性有所改善，这一点不仅直观的反映在美国三大股指持续上涨屡创新高的状况，同时也在芝加哥联储全国金融状况不断

回落的趋势中有所体现。

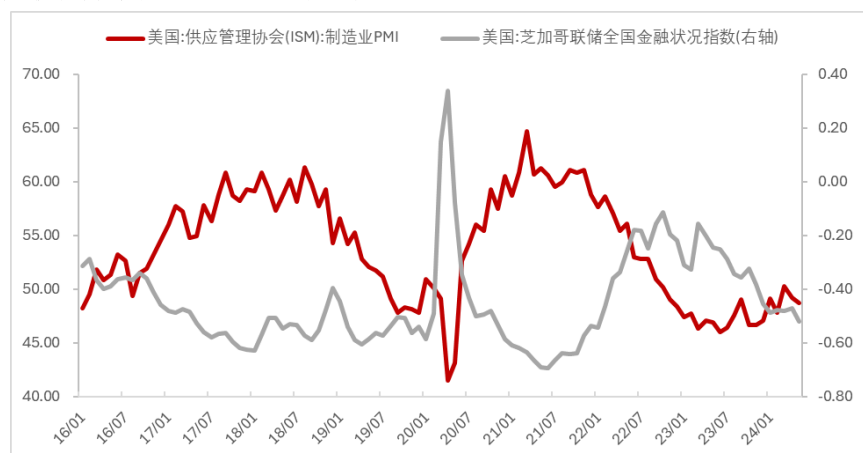
除此之外，美联储在疫情爆发期间将目标政策利率下调至 0% 附近水平以确保市场流动性得到保障，美国企业在此期间也通过大量发行企业债来锁定低利率并降低融资成本以及后继利息支出。因此，即便后继美联储于短时间内大幅上调利率水平后，多数大型企业债务支出并未受到显著影响，叠加人工智能概念爆发引发新一轮科技革新热潮推动整体股指上涨，居民资产净额随之提升同样创造了新一轮财富效应，进一步给予消费需求一定支撑。因此，在货币政策对经济影响效果相对有限且财政预算在大选年或难以显著下修的状况下，市场流动性在下半年或仍将保持相对充足的状态，居民资产净值得到一定保障的情况下或持续给予消费水平一定支撑，未来通胀水平下行前路或仍将坎坷，在此情景下美联储或不得不维持高利率水平更久的时间，整体降息空间或也随经济数据公布进一步受到挤压。

图 10 缩表规模不减反减



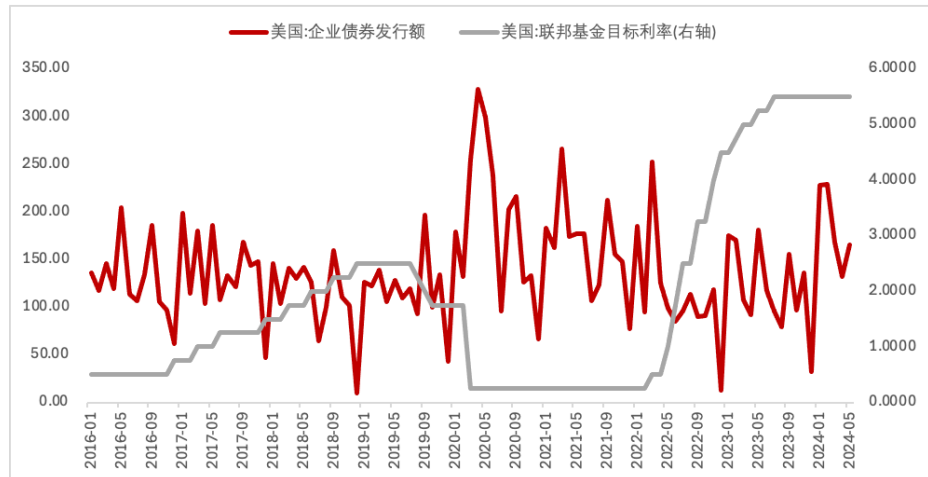
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 11 金融状况并未在加息的影响下恶化



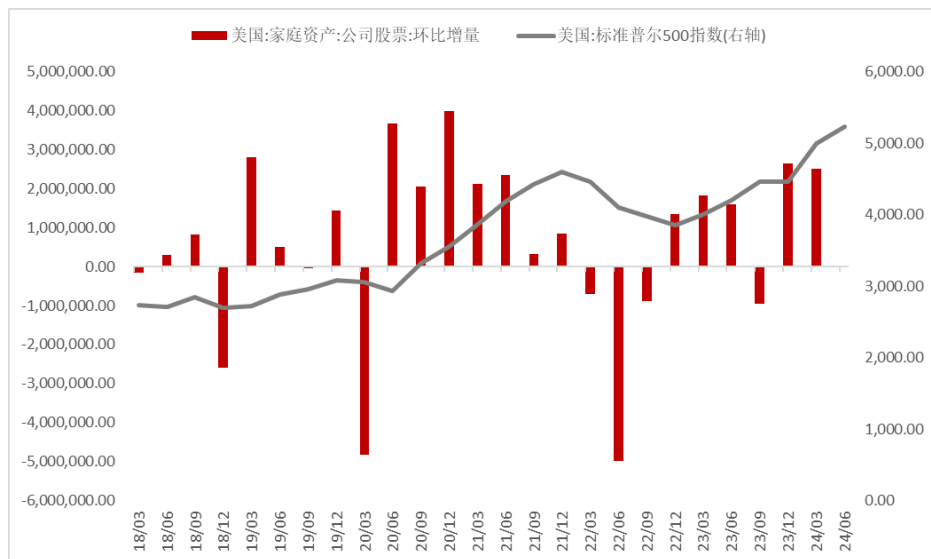
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 12 美国企业在疫情期间大量发债锁定低利率



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 13 美国股市走强提升家庭资产净额



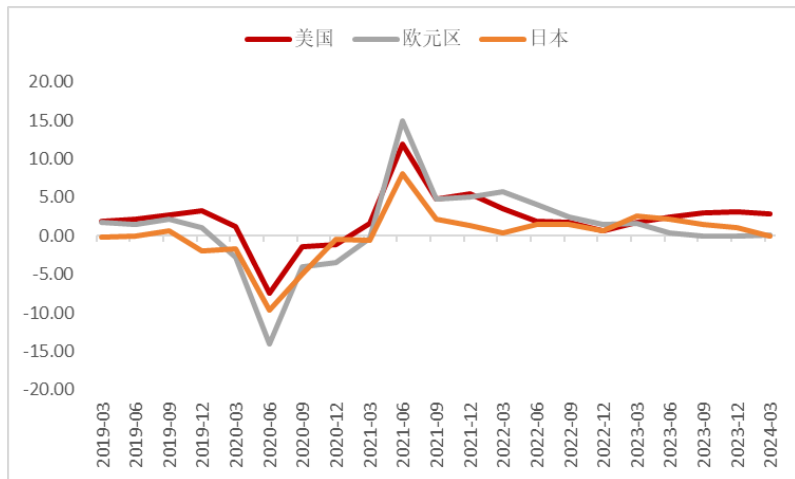
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(五) 经济承压不堪重负，非美国家降息已至

自全球央行随美联储在近几年开启紧缩货币政策加以抑制通胀水平以来，如欧元区及英国等多数非美发达国家经济增速在高利率环境下接连承压。但相较美国经济持续展现韧性的状况，非美国家经济放缓带动需求快速回落结合前期高企的能源价格逐步正常化也使得非美国家通胀水平于年内逐步回落至 2%附近的正常水平，这也进一步促使非美央行于公开演讲中逐步释放鸽派信号并开启降息周期。在当前全球多数央行已开启降息潮的状况下，

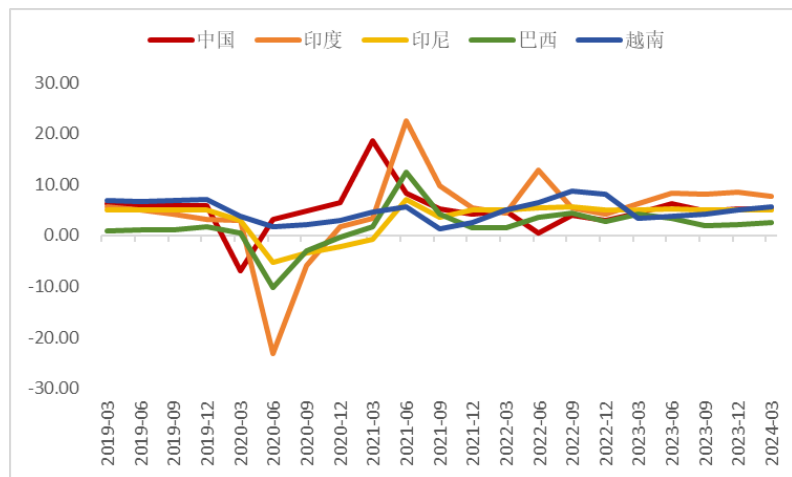
非美发达国家经济或得到新一轮货币政策所带来的提振，整体需求的回升或同样带动生产及出口较为密集的发展中国家经济活跃度提升，全球制造业复苏趋势或有望在下半年得到延续。

图 14 欧元区为刺激经济已开启降息周期



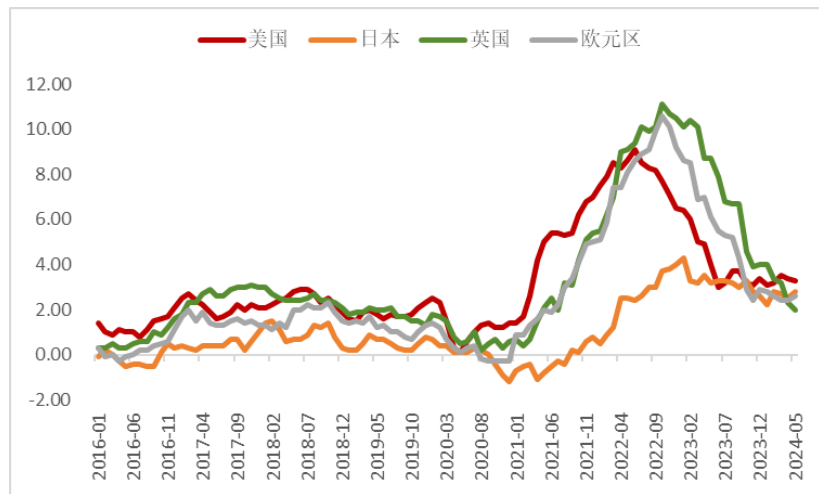
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 15 发展中国家经济保有一定韧性



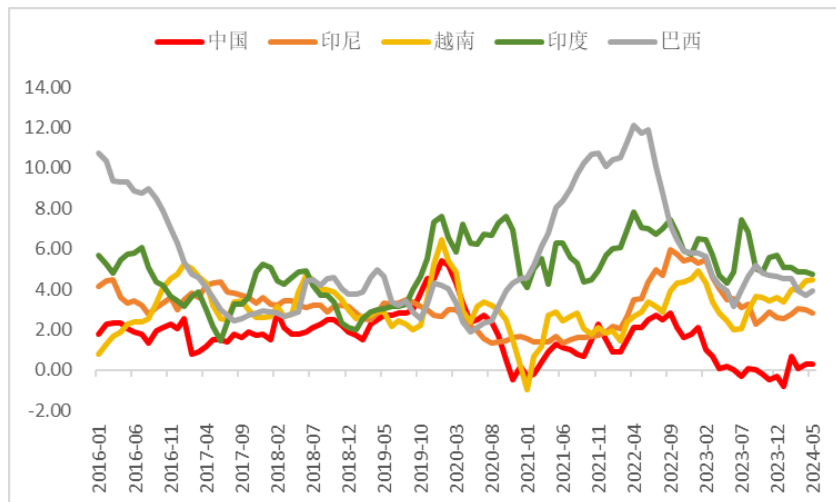
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 16 非美发达国家通胀普遍回落至正常区间



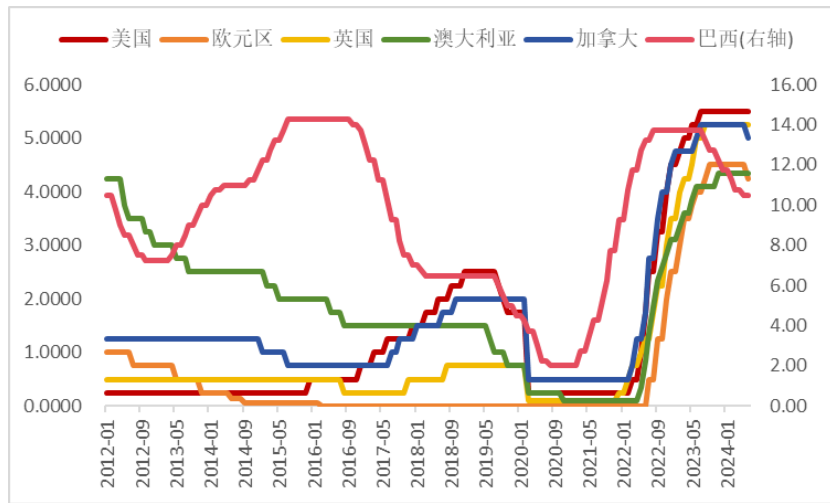
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 17 发展中国家通胀水平多处于相对可控状态



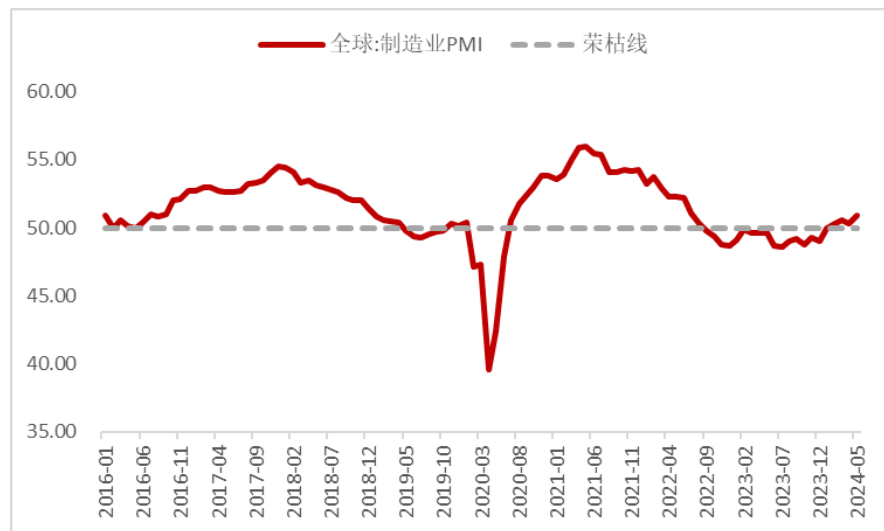
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 18 全球多国央行已开启降息周期



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 19 全球制造业 PMI 有望在降息潮中持续得到提振



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

二、国内宏观经济回顾展望

(一) 经济：动能环比改善，政策端持续发力

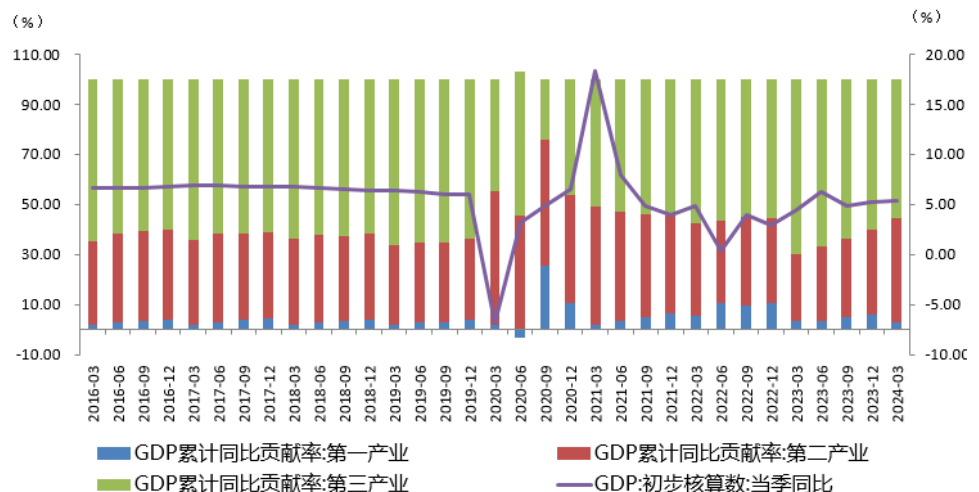
2024 上半年国内经济持续复苏，结构改善，增速回升，外需持续回暖带动我国出口大幅好转，进而拉动制造业支撑整体经济，多因素共同影响下市场信心较强。

二季度政治局会议对当前经济形势进行研判，指出经济运行中积极因素增多，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征，其中，以高技术制造业为代表的新质生产力领域较快增长，居民消费、特别是服务消费持续修复。但同时，经济在恢复进程中也面临着一些压力，一方面，有效需求不足，企业经营压力较大，供需不匹配的现象依旧存在；另一方面，外部环境复杂性、严峻性、不确定性的问题尚存。

我国经济于今年一季度实现 5.3% 的良好开局，为全年实现 5% 左右的增速提供有力支撑，出口以及制造业对整体经济的拉动作用较为明显。但需要注意，GDP 平减指数已经连续四个季度负增长，物价低迷对经济名义增长的拖累较为明显，后续政策端对通胀回暖或加码发力。而据政府工作报告安排，2024 年广义赤字较去年多 1.28 万亿，财政增量规模可观。预计 2024 年三季度有望进一步加速使用，料对经济增长形成持续支撑。

展望下半年，经济复苏道路上仍受有效需求、外部性、物价水平、地产景气度等多因素影响。考虑到房地产一揽子政策效果仍未完全释放，下半年经济发展仍有空间。

图 20 GDP 及不同产业贡献率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

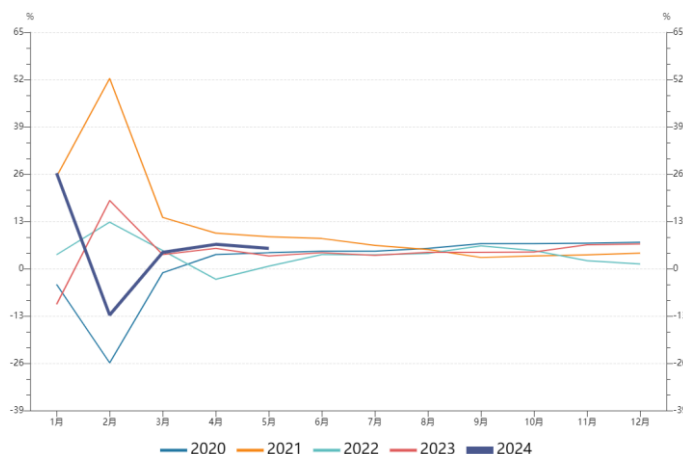
（二）生产端：“产业升级、以旧换新”为支撑

作为经济复苏的重要内生动力，制造业今年表现仍有上行空间。截止至今，共有三个月官方制造业 PMI 落于荣枯线以下，最高值于三月份录得 50.8，主要与外需联系较为紧密，海外经济衰退预期升温也就导致我国制造业恢复减缓，总体表现为近五年较低水平。

工业修复斜率向上，装备制造领先增长。从不同类型产品看，出口相关产业链及装备制造领域产品工业增加值均维持高增，新能源汽车、集成电路、工业机器人等产品均保持高速增长。目前，新能源汽车产销和出口同比继续保持快速增长，汽车行业以旧换新等有关政策仍在深入实施，市场消费潜能有望进一步扩大，带动装备制造增速维持高增。工业增长受益于年初以来“设备更新”落地效果不断显现，规模以上工业企业利润同比增速连续三个季度增长，企业信心稳步回升，工业经济在政策扶持下持续改善。展望后续，预计今年工业稳增长政策或呈现力度前置发力的节奏，在经济内生动力恢复后增速料转向平稳。

需求改善、库存周期转变、产业转型，叠加政策支持，市场信心有望回升。目前我国处于被动去库存的底部区间，随着国内需求改善，未来有望逐步进入补库存阶段，加上多项产业政策频频发力，有望提振下半年制造业水平。

图 21 规模以上工业增加值 (%)



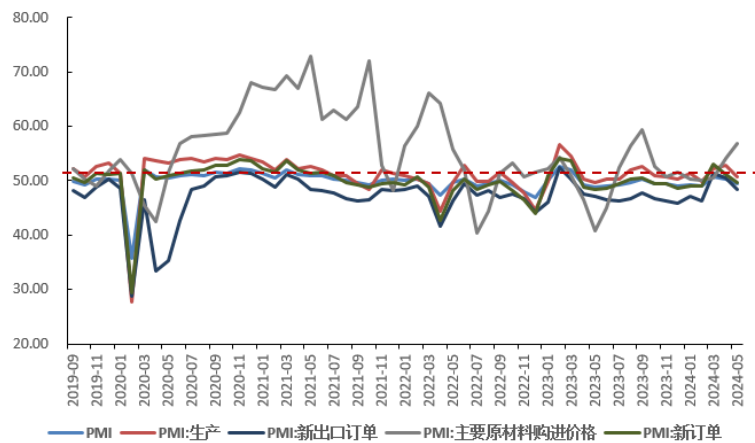
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 22 三大门类工业增加值同比增速 (%)



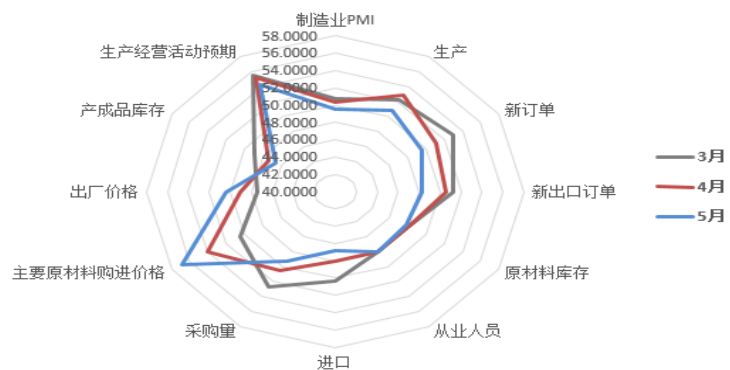
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 23 制造业 PMI



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 24 制造业 PMI 具体分项

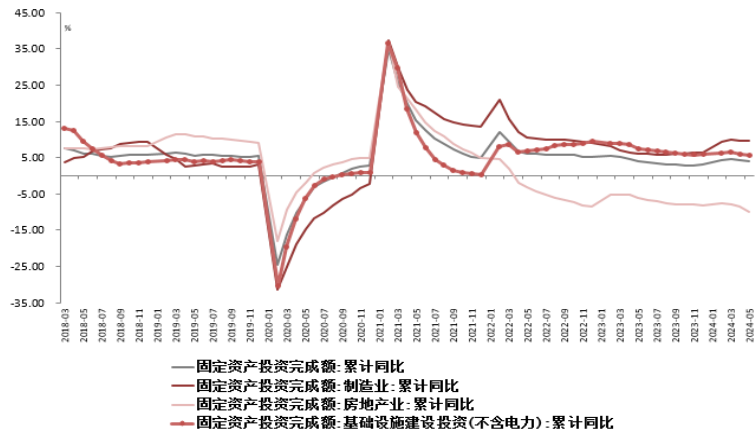


资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(三) 投资端：主力投资稳复苏，地产新政待显效

制造业支撑投资端，地产延续下探趋势。1-5月固定资产投资增速为4.0%，较上月小幅回落0.2个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长8.6%。分领域看，基础设施投资同比增长5.7%，制造业投资增长9.6%，房地产开发投资下降10.1%。

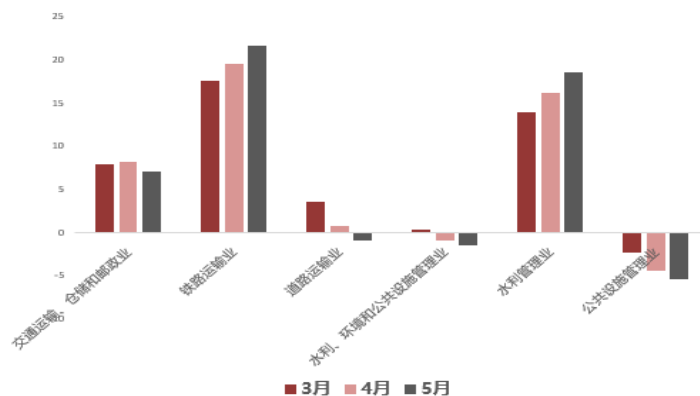
图 25 投资端相对平稳



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

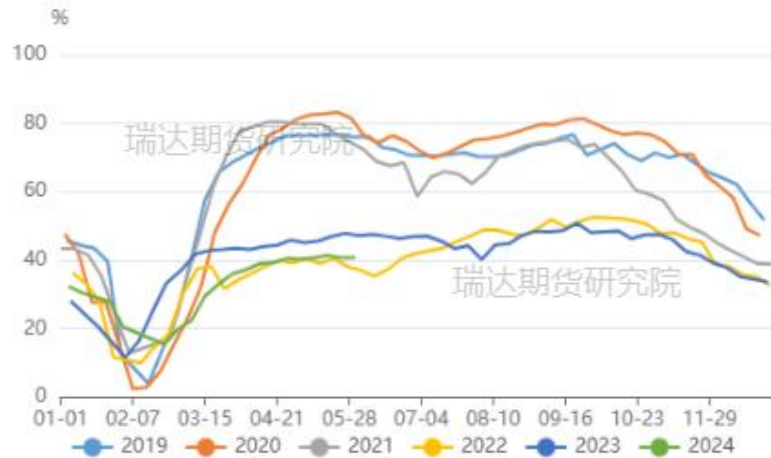
铁路仍作为基建投资增长的主要驱动力，整体道路投资同比转负。出口相关产品投资处于高位，如铁路、船舶、航空航天和其他运输设备、电子设备、专用设备和通用设备同比增速走高。基建投资中，受万亿国债托底的水利管理继续维持扩张，而与专项债关联较高的公共设施投资增速回落，专项债发行进度过慢对基建投资的拖累已有所体现。截止5月份，专项债发行进度仅约30%，远不及过往平均量，但较1-4月已明显加速，后续或进一步改善。

图 26 基建投资细分项



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

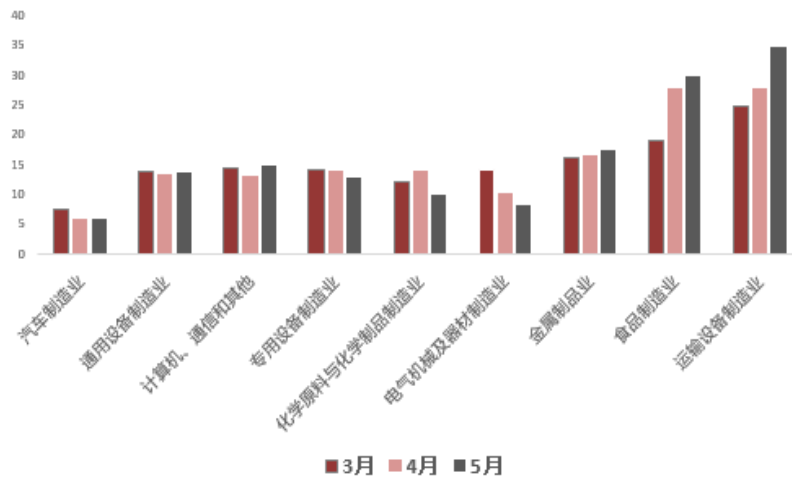
图 27 水泥发运率



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

制造业投资持续亮眼。制造业投资上半年大幅超出总体投资，目前增速虽小幅下降仍然处于高位，新质生产力相关的高技术产业投资维持较高增速，高技术产业投资同比增长 11.5%。设备更新需求叠加“产业升级”有望推动制造业投资增速稳中有升。

图 28 制造业投资细分项



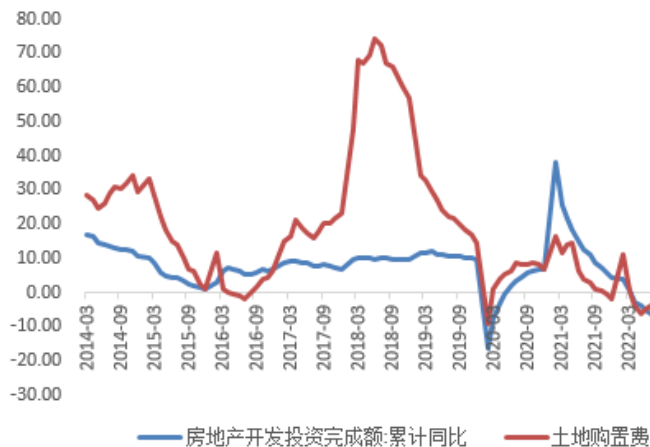
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

房地产仍在持续调整。1-5 月全国房地产开发投资同比下降 10.1%，降幅继续扩大 0.3 个百分点，开工、竣工面积保持-20%增速。虽然在“517”一揽子去库存政策落地后，新房销售小幅改善，全国商品房销售面积和金额同比从-22.8%和-30.4%小幅收窄至-20.7%和-26.4%，但 70 城新建住宅价格同比环比降幅均继续走阔，销售端量价依旧低迷，居民购房意愿未见明显提升。从资金来源看，跌幅较大的是个人按揭贷款，大幅下降 40.2%（前值-

39.7%)，销售回款能力大幅恶化。尽管从需求侧来看，限制性条件进一步放松，全国范围内调整首套房和二套房首付比例下限，下调住房公积金贷款利率，但目前政策效果仍不达预期，考虑到本轮地产去库压力较上一轮较大（截至5月份，去库化周期超过23个月），政策端需要更大的力度托底，后续不排除政策空间继续加码。

综上，从上半年整体投资状况来看，房地产仍然偏弱，而财政资金和项目端仍偏慢，基建增速受专项债拖累明显，使整体投资增速承压，但随着专项债发行加速有望改善。

图 29 地产景气度持续下探



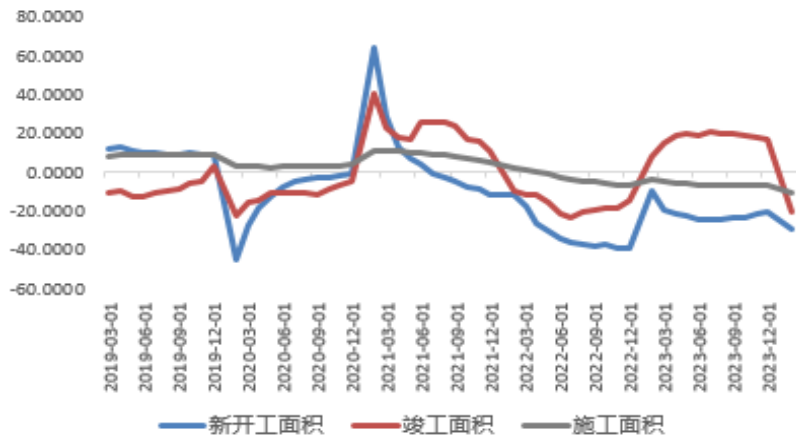
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 30 商品房销售面积低位运行



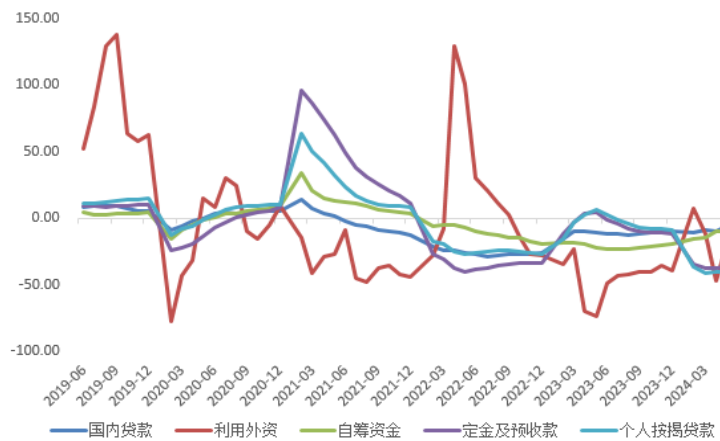
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 31 地产新开工、竣工和施工累计同比



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 32 房地产投资结构弱（资金来源累计同比）



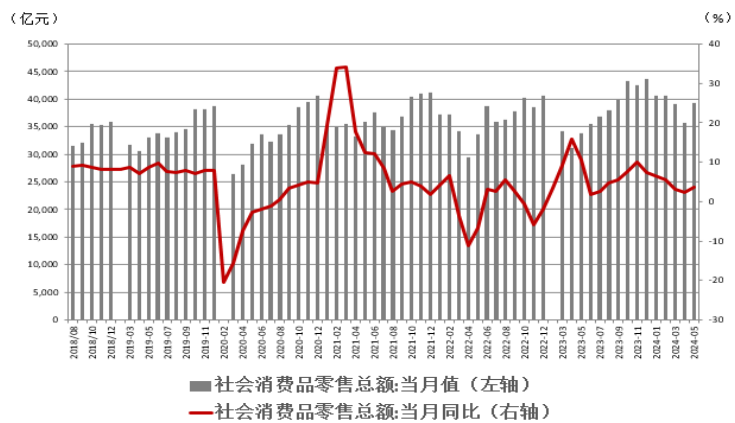
资料来源：wind，瑞达期货研究院

（四）消费端：居民消费模式发生转变

2024 年以来，中国消费支出情况显示出了强劲的增长势头，特别是服务型消费作为主要贡献项。从最新数据来看，5 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，比上月加快 1.4 个百分点；环比 0.51%。年初以来，社消增速主要受旅游淡旺季所影响，例如春节、端午、五一节假日等，文旅相关行业恢复亮眼，同比高增；除此之外，居民消费模式也发生了一定的变化，商品消费增速持续低于餐饮收入。5 月份商品零售增速 3.6%，较上月回升 1.6 个百分点，餐饮消费 5.0%，继续上涨。“618”活动提前带动商品网上零售额当月同比增长 12.9%，限额以上单位体育、娱乐用品，化妆品，通讯器材等升级类商品零售额均超两位数增长。而汽车消费高基数对整体消费增长的影响仍在延续，汽车消费增长-4%，扣除汽车消

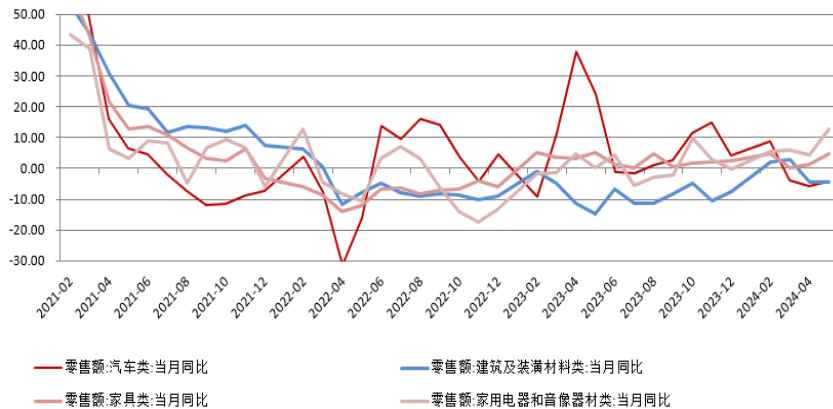
费增速后，社零总额增长为 4.7%，提升 0.8 个百分点，消费动能持续优化。后续来看，消费需求回升仍需等待政策出台以及房地产的好转。新一轮消费刺激政策酝酿实施，财政在税收方面优惠或主要是涉及家用电器、汽车等以旧换新。此外，居民自身消费模式继续变化，旅游消费已经成为引领消费增长的主要变量，并且随着暑假到来，居民消费增速有望进一步上行，服务业依旧是主要贡献项。接下来，进一步释放消费潜力不仅是稳定经济增长的重大部分，更是我国经济中长期实现高质量发展的关键所在。

图 33 社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 34 社会消费品零售额增速分类型

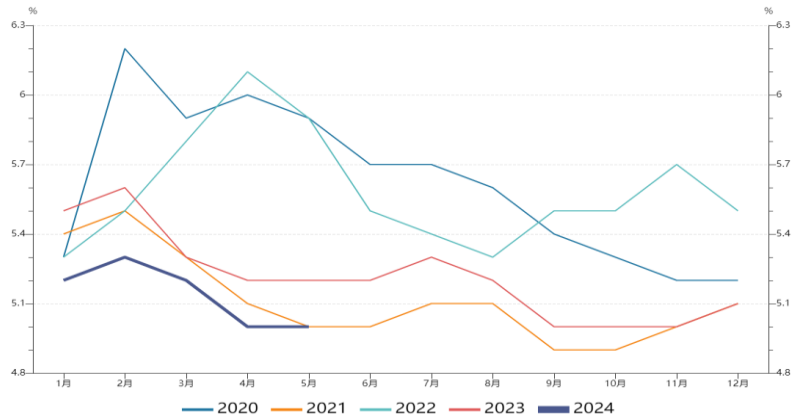


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

就业方面，1-5 月全国城镇调查失业率平均值为 5.1%；5 月失业率为 5.0%，与上月持平，比上年同期下降 0.2 个百分点。目前来看，本地户籍人口失业率在 2023 年下半年以来持续上升，但在 2024 年以来持续下降，就业下沉的现象有所缓解，随着政策逐步将经济引

导至新质生产力，劳动力市场结构性失衡将持续修复。

图 35 全国城镇失业率低位运行

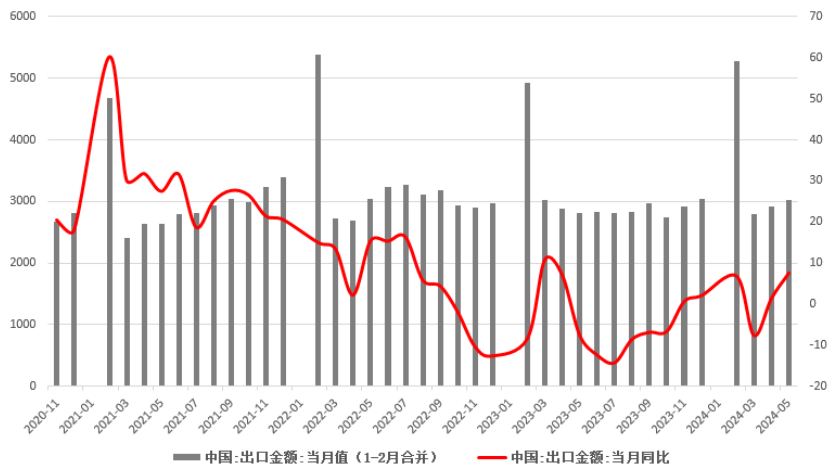


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

（五）贸易端：海外补库需求增长，提振出口回升

上半年，发达经济体制造业复苏趋势较好，带动外需回暖，进一步促进我国出口上涨。按美元计价，5月我国外贸进出口5220.7亿美元，增长5.1%。其中，出口3023.5亿美元，同比7.6%，前值1.5%；进口2197.3亿美元，同比1.8%，前值8.4%；贸易顺差826.2亿美元，前值723.5亿美元。

图 36 我国出口同比增速

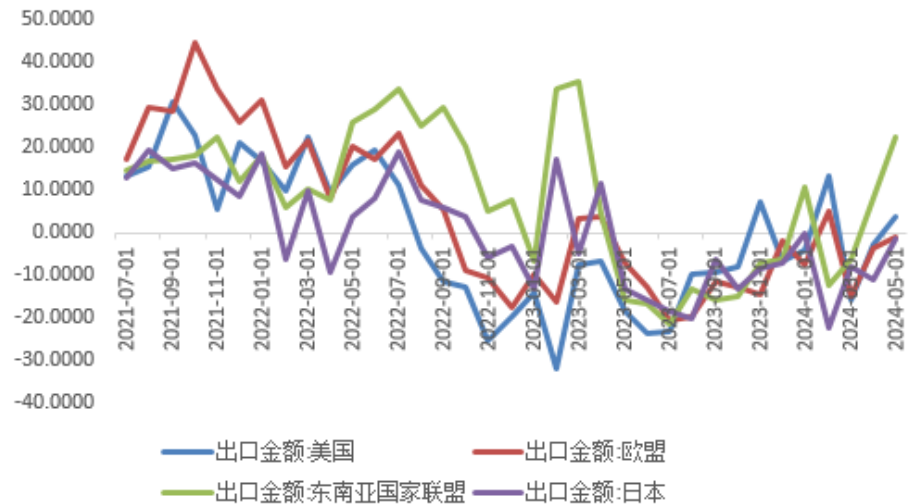


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

我国对主要经济体出口增速全面回升。5月我国对东盟出口同比增速从8.1%提高至22.5%，为主要拉动项，但总体是受低基数带动；对美出口同比从-2.8%回升至3.6%，对欧

盟出口从-3.6%收窄至 1.0%，发达经济体补库需求增长，带动总体外贸水平。接下来，对东盟出口同比或继续受基数影响而高增，全球制造业回暖也在基本面上有利于我国出口上涨。

图 37 我国对主要经济体出口累计同比增速



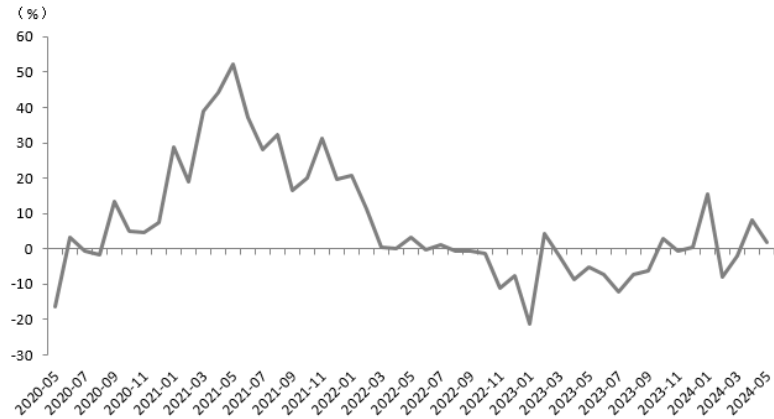
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

分产品看，劳动密集型商品是出口增速回升的主要贡献，疫情对劳密产品干扰褪去，低基数促进今年回升。其中，部分产品出口增速开始转正，纺织纱线、织物及其制品、箱包及类似容器均表现较好。而机电产品增长动能依然强劲，电子相关出口表现亮眼，集成电路增长 28.5%。

总的来看，基数走低叠加外需改善，我国出口大幅回升，多数商品有所改善。在美联储 9 月前维持高利率的情况下，经济韧性仍强，商品需求改善，中国出口料呈温和恢复特征。

而进口方面，1-5 月我国进口同比有所回落。从产品上来看，集成电路、自动数据处理设备、铁矿石、原油对进口增速拉动较大，而进口农产品、汽车、煤炭、药材对进口总额增速的拖累最为明显。其中，进口农产品受到价格因素拖累较大，从内需上看，地产新政策逐步落实，接下来楼市和基建相关的进口产品需求有望得到提振。

图 38 我国进口同比增速 (%)



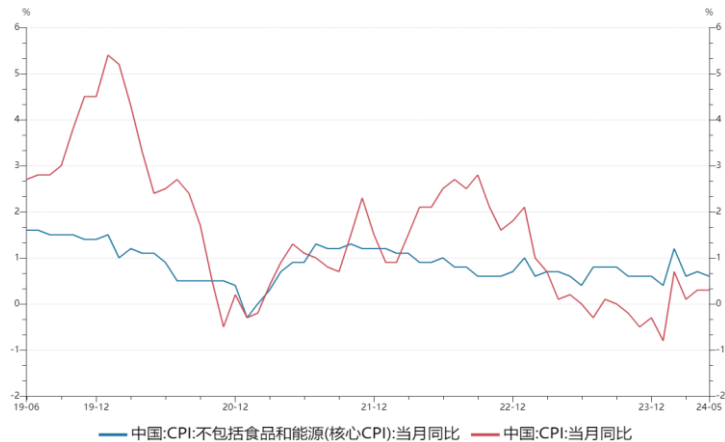
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(六) 价格端：输入性通胀带动，通胀小幅上行

自去年下半年开始，受消费市场供给充足、实际需求动能仍然偏弱影响，我国 CPI 回落至负增长区间，经济复苏有所承压。但在 CPI、PPI 双双负增后，“稳增长、促消费、扩内需”措施频频落地，带动整体经济回升。

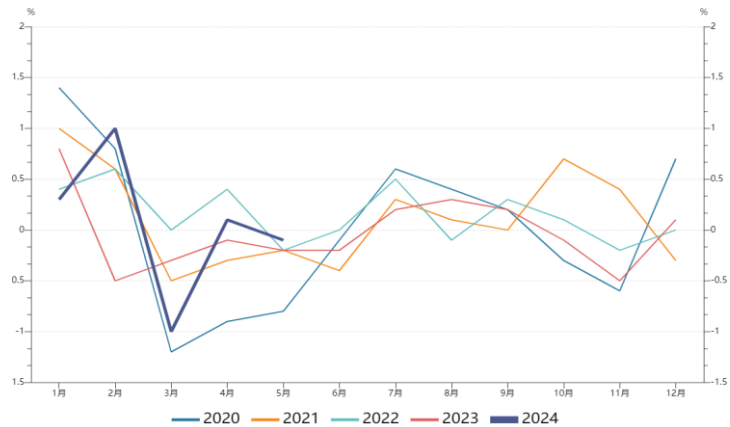
最新公布数据显示，5 月 CPI 同比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.3%；环比下降 0.1%。核心 CPI 同比上涨 0.6%，小幅回落，但总体保持稳定，说明居民需求恢复趋势不改。

图 39 核心通胀温和



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

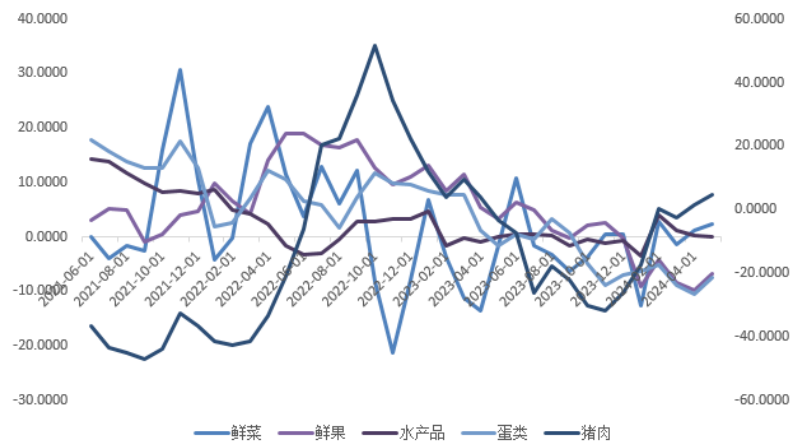
图 40 CPI 环比回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

天气扰动叠加猪价反季节上涨，带动食品项小幅好转。上半年我国南北气温差异较为明显，极端天气出现频率较高，从而导致食品项中各项商品分化明显。5月份鲜果、鸡蛋受暴雨天气和产能减弱影响分别上涨3.0%和2.7%；猪肉价格在二次育肥和压栏情绪下推动持续上涨1.1%，随着前期生猪去产能效果的逐渐显现，能繁母猪存栏量下行趋势有望延续，从而继续支撑猪价回升；而除此之外，全国气温普遍回升，多数食品较为充足，虾蟹类、牛肉和鲜菜价格环比下降4.3%、3.6%和2.5%。夏季到来，气温进一步回升，多数食品供应端或更加充足，但生猪价格上涨趋势有望延续，此消彼长下整体食品项价格同比增速大概率低位运行，此外仍需注意极端暴雨天气的影响。

图 41 食品供应良好，价格下降



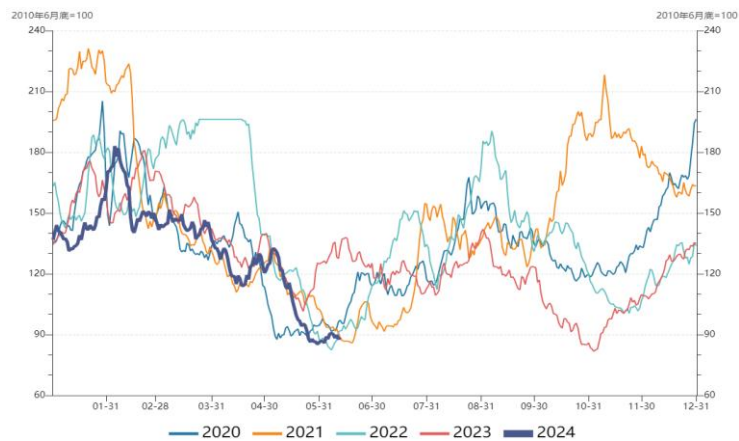
资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 42 能繁母猪存栏量



资料来源: Mysteel, 瑞达期货研究所

图 43 蔬菜季节性回落 (中国寿光指数)



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

黄金、原油价格主要受国际因素传导。非食品价格由上月下降 0.5% 转为上涨 0.3%。今年二季度以来，全球制造业转暖、需求好转，同时叠加中东地缘局势进一步加剧，市场避险需求迅速上涨，国际金价、油价随之上行，进而带动国内金饰品和汽油价格分别上涨 8.7% 和 3.0%；受小长假期间出行增多影响，飞机票、交通工具租赁费、宾馆住宿和旅游价格再度转涨，涨幅分别为 15.3%、9.0%、4.0% 和 2.7%，也对非食品价格形成有效支撑。从核心 CPI 来看，内需不足的问题依旧存在，后续或在五一带动下小幅回升。5 月 12 日，以军仍继续在加沙地带南部城市拉法对巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）进行“精准打击”，这或是地缘局势进一步加剧的前兆，短期油价、金价或继续受到支撑。

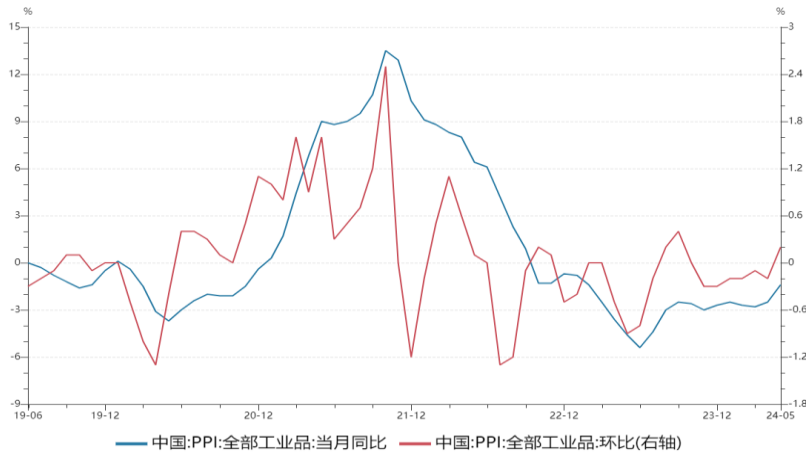
图 44 地缘冲突使得油价上半年高位运行



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

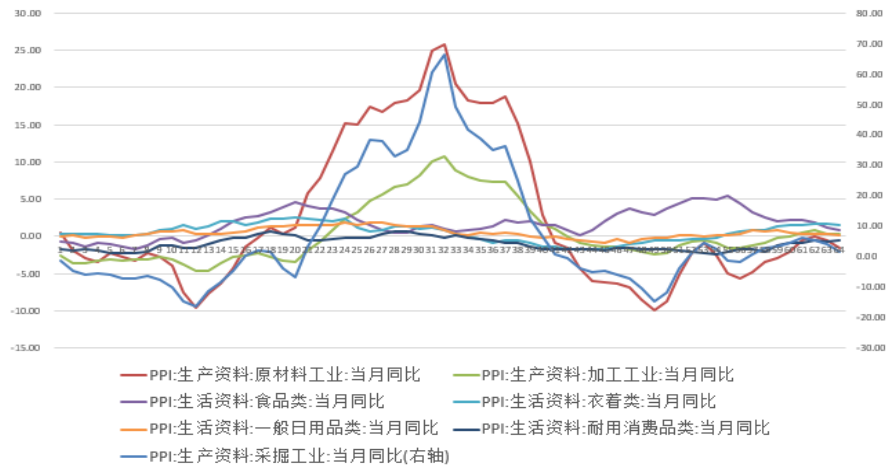
国际与国内大宗商品表现分化，中下游企业承压。工业生产继续恢复，带动 PPI 环比时隔 2024 年首次转正为 0.2%，主要由上游原材料价格上涨带动。生产资料价格和生活资料降幅均较有所收窄，两者剪刀差收窄于-0.8%。国际与国内大宗商品表现分化，或是当前 PPI 仍在筑底的主要原因。上半年地缘冲突、供给偏紧等因素持续扰动，导致国内有色金属价格快速上涨，而与国内传统投资相关的大宗商品价格表现仍偏弱。具体来看，有色金属冶炼和压延加工业价格总体上涨，其中铜冶炼、铝冶炼、金冶炼价格上涨最为显著，但与地产关联度较强的行业需求恢复总体较为缓慢，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业等价格涨跌幅较小，反应国内基建和地产等相关需求仍偏弱，但随着近期政策发力，预期改善或带动黑色金属回升。往后看，考虑去年低基数效应，三季度 PPI 同比降幅有望收窄，但幅度有限。而 PPI 回到正增长状态的时点还将主要取决于国内地产市场走向及各项稳增长措施的落实情况。此前政治局会议强调宏观政策靠前发力有效落实，避免前紧后松，预计特别国债和专项债发行将加速，基建实物工作量或加快。但同时我们发现随着上游价格攀升，终端需求不足的现象依然存在，中下游行业或遭受成本压力。

图 45 PPI 环比时隔六月回正



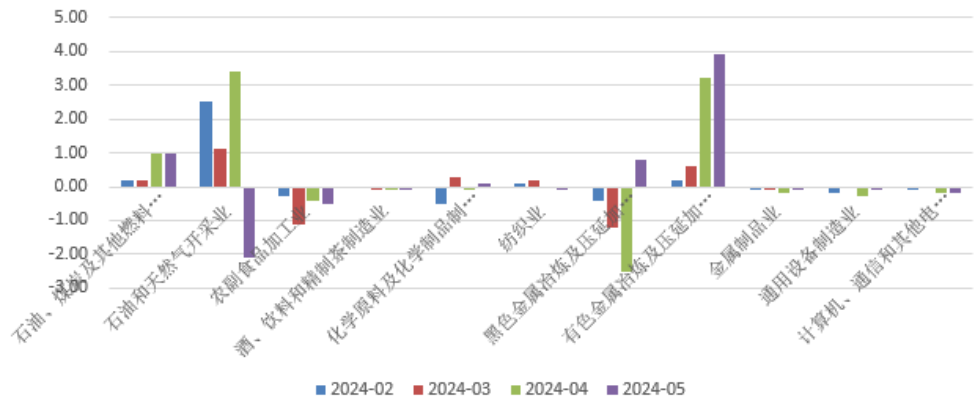
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 46 PPI 分行业同比



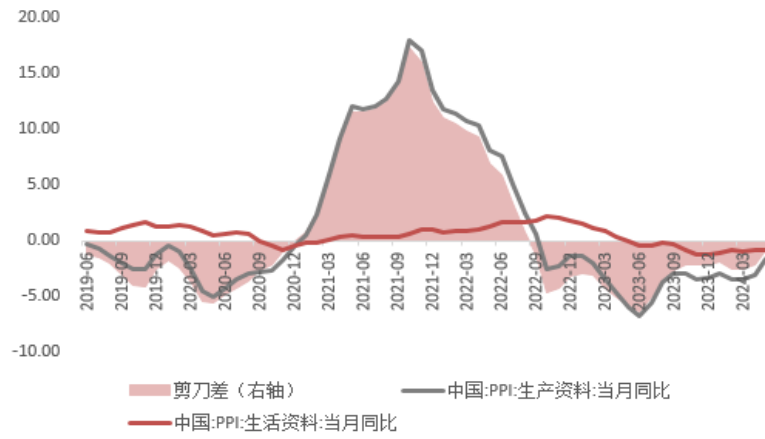
资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 47 PPI 分行业环比



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

图 48 生产、生活资料负剪刀差



资料来源: Wind, 瑞达期货研究所

三、宏观政策要确保同向发力、形成合力

(一) 财政政策：适度加力、提质增效

2024年1-5月，全国一般公共预算收入9.7万亿元，同比下降2.8%，按照可比口径实际增长2%左右，较此前小幅回落，但比2023年同期下降14.6个百分点。其中，税收收入8.05万亿，同比-5.1%；非税收入1.6万亿，同比10.3%，重回两位数增长。据此前国新办发布会披露，今年财政收入较往年更少主要受两项特殊因素的扰动。其一，去年财政收入基数高，2022年制造业中小微企业部分缓税在2023年前几个月得以入库，抬高基数。其二是2023大量出台的增值税和个人所得税减免政策对2024年减收影响。扣除上述特殊因素的影响后，全国一般公共预算收入总体保持恢复性增长。

全国一般公共预算支出同比增长3.5%，总体平稳，占全年比重为37.9%，与去年同期基本持平。具体来看，上半年我国财政资金支出的重点仍是基建领域，农林水支出同比增长12%，城乡社区支出同比增长9.5%；民生领域支出增速明显提升，教育支出、社会保障支出增速保持平稳，卫生健康支出小幅回落。在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的民生类支出仍有较强必要性。

可以看到，财政一直在稳增长中发挥着主导作用。随着一系列大规模设备更新购置、超长期特别国债、专项债等扩大内需政策逐步落地，财政收入或稳步回升。而近期国债和地方专项债发行均有所加速，万亿国债落地进度也进一步推进，财政支出料增速上行。

图 49 公共财政收支同比增速 (%)

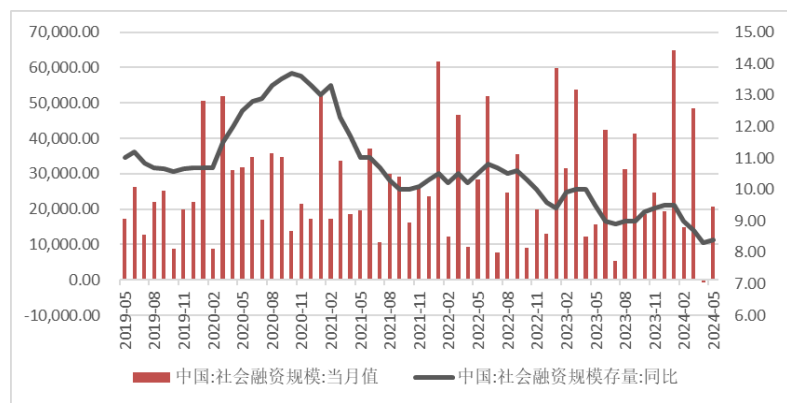


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

（二）货币政策：灵活适度、精准有效

政企发债提速，弥补信贷弱势。1-5 月份社融 14.8 万亿，同比减少 2.52 万亿。5 月新增社融 2.06 万亿元，同比多增 5088 亿元，略高于市场预期，结束了 4 月罕见的负增长现象，月末余额同比增速回升 0.1 个百分点至 8.4%。从社融结构上看，政府、企业发债提速拉动社融回升，信贷全面少增是社融的主要拖累项。信贷方面，经济尚处于修复趋势，地产低位运行，私人部门加杠杆意愿较弱，叠加政府再转发行节奏偏慢，有所拖累，下半年发行或将加速。

图 50 社会融资规模及其增速

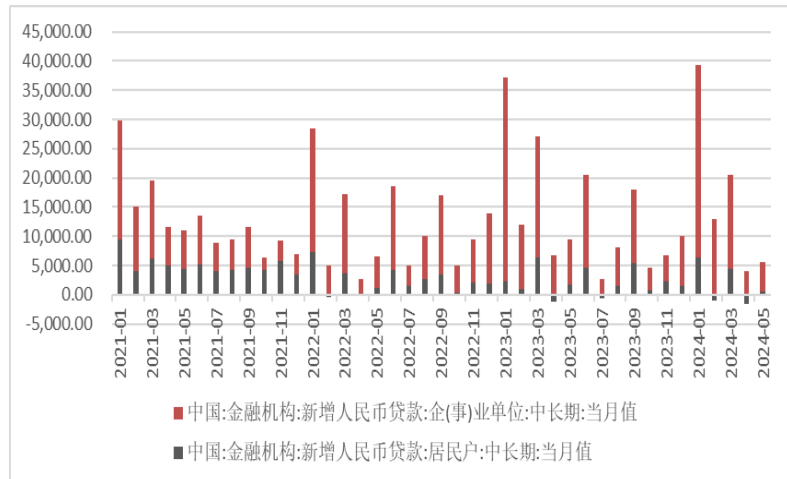


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

企业、居民贷款双双回落，企业端票据冲量现象较为明显，实际信贷需求偏弱。5 月新增信贷 9500 亿元，同比少增 4100 亿元，月末余额同比增速 9.3%，环比下降 0.3pct，信贷增速再创新低。从结构来看，居民部门风险偏好下降，消费及购房需求不足。5 月 17 日房地产新政以来，房地产市场虽有边际修复迹象但未见明显好转，且存量房贷利率偏高，居民提前还贷潮仍在继续。

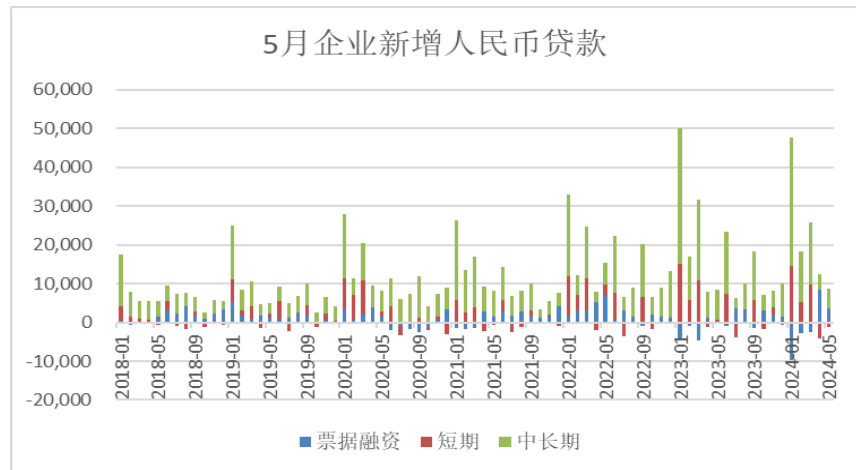
企业部门风险偏好下降。5 月企业短期贷款减少 1200 亿元；企业新增中长期贷款 5000 亿元，同比少增 2698 亿元，低于过去三年同期均值 6592 亿元。今年以来政府债券发行节奏偏慢，基建及三大工程落地速度不快，企业中长贷缺乏支撑。

图 51 居民、企业中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 52 企业部门新增贷款及其构成

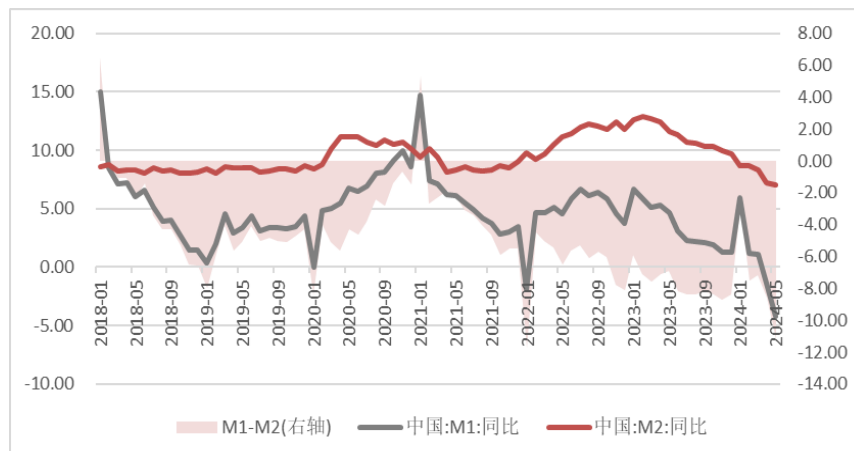


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

摒弃规模总量情结，关注信贷结构和价格。受金融行业持续挤水分，财政发力较慢、内需不足等因素影响。其中，M1 同比减少 1.4%，回落 2.5 个百分点。新房销售偏弱、存款定期化问题依然存在，企业开工意愿不足，共同拖累 M1 同比增速，资金活化意愿有待提升。M2 同比增长 7.2%，回落 1.1 个百分点，低于市场预期且录得历史新低，信贷空转情况有所改善导致企业存款同比少增或是 M2 下行的主要原因。M1-M2 剪刀差走阔至 11.2%，再创历史新高。本轮私人部门信用没有跟随政府信用扩张，财政政策的乘数效应减弱，或许是导致 M2 减少的一个原因。当前仍需进一步刺激内需、提振实体经济活跃度，提振经济内生增长动能。未来信贷少增可能是常态，社融信贷总量的指示意义在削弱，关注信贷结构和价

格更有价值。随着财政端积极发力与房地产逐步企稳，M1 增速有望摆脱负增长。

图 53 M1、M2 增速及其剪刀差小幅走扩



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

总的来看，上半年金融数据经济结构分化延续，“制造业强、地产弱”格局不变。楼市低迷及居民提前偿债房贷导致居民中长期贷款走低，防范资金沉淀空转大幅影响企业中长期贷款。但超长期特别国债发放，地方政府债节奏加快因素的推动下，新增社融料回归常态。

四、总结

回顾 2024 年上半年，海外宏观经济状况呈现出明显的分化趋势。美国经济虽然在高利率环境下些许走弱，但消费和投资的稳定增长为需求提供了一定支撑。与此同时，就业市场保持火热且劳动力供需失衡程度仍高于疫情前水平导致薪资增速并未出现显著放缓，在居民收入得到一定保障的情况下，整体经济所产生的需求承托也成为了通胀下行进程中的一大阻扰。与美国相比，如欧元区及英国等非美国国家经济在高利率环境下明显承压，通胀水平进而在需求受到抑制叠加能源价格回落的影响下逐步朝央行 2% 的目标靠拢。在此情况下，美联储与非美央行的货币决策同样出现了分歧，由于货币政策对经济抑制效果不佳，美联储于年内不断上修全年经济增速与通胀预期，同时多数官员逐步下调年内降息次数及幅度的预期，进一步反映美联储将维持高利率环境更长久的时间。而如欧元区及英国等发达国家央行则在整体经济走弱且通胀回落至正常水平区间后逐步于公开发言中释放鸽派信号并执行降息以便刺激经济。往后看，在美国货币政策受前期企业于降息阶段锁定较低发债成本且整体劳动力供需再平衡进程速度受制于人口结构变化相对缓慢的影响下对整体经济抑制效果或仍旧相对有限；除此之外，财政预算在大选年或难以显著下降，后继美国经济大概率仍将保持一定韧性。在非美央行已相对确定下半年降息进程的情况下，美国与非美国家利差或将持续走阔，美元指数或得到相应支撑。即便如此，在美国金融条件相较宽松且非美国家逐步放宽货币政策的影响下，全球经济增速或将得到一定提振，整体需求回升或有利制造业复苏趋势持续，商品价格在需求前景相对稳定且供给端偏紧的状况下或在企稳后得到一定上涨空间。

反观我国，上半年国内经济持续复苏，结构改善，增速回升，外需持续回暖带动我国出口大幅好转，进而拉动制造业支撑整体经济，多因素共同影响下市场信心较强。二季度政治局会议对当前经济形势进行研判，指出经济运行中积极因素增多，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征，其中，以高技术制造业为代表的新质生产力领域较快增长，居民消费、特别是服务消费持续修复。但同时，经济在恢复进程中也面临着一些压力，一方面，有效需求不足，企业经营压力较大，供需不匹配的现象依旧存在；另一方面，外部环境复杂性、严峻性、不确定性的问题尚存。

展望下半年，需求改善、库存周期转变、产业转型，叠加政策支持，市场信心有望回

升。居民收入逐步改善，叠加“扩内需”政策落实，我国消费仍有较大提升空间，且消费模式料进一步转变。需要注意的是，我国经济仍存在不确定性，复苏道路上仍受有效需求、外部性、物价水平、地产景气度等多因素影响。考虑到房地产一揽子政策效果仍未完全释放，下半年经济发展仍有较大上行空间。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。