



国信期货交易咨询业务资格  
证监许可【2012】116号

## ● 主要结论

分析师：夏豪杰  
从业资格号：F0275768  
投资咨询号：Z0003021  
电话：0755-23510053  
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰  
从业资格号：F03115138  
电话：021-55007766-305163  
邮箱：15721@guosen.com.cn

2024 年经济工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破；今年国内生产总值预期目标增长 5.0% 左右，其所蕴含的总量规模是 2024 年“先立”的基本盘，加快发展新质生产力。2024 年上半年，国民经济总体稳定，但仍有一定结构性矛盾，当前经济形势处于恢复期；一季度实际 GDP 增速超全年预期目标，二季度经济略有压力。展望 2024 年下半年，内外部经济环境或继续改善，国民经济总体压力或小于上半年，经济结构性矛盾有望相对好转。

**经济基本面。**消费正筑底等待回升，商品零售有一定支撑；出口有望继续补足缺口，对 GDP 贡献有望提升；固投总体不及预期，基建投资暂未加速。上半年房地产供需不理想，相关利好政策不断落地，至 6 月底有所恢复，后期累积效应或不断显现。

**宏观核心指标。**物价方面，总体相对改善；CPI 有望在猪肉价格的带动下缓步上行；PPI 仍相对较弱，国际油价有所震荡，但货币供应向上拉动物价的滞后效应将逐步显现，PPI 跌幅或相对收窄。库存方面，规上工业企业利润总额增速放缓，库存延续缓慢上行趋势。制造业景气度方面，6 月有所回调，生产指数保持弱势扩张；新订单指数处于荣枯线下方。

**积极的财政政策要适度加力、提质增效。**今年财政的适度加力，在赤字率、赤字规模、一般公共预算支出规模、地方政府新增专项债等各方面均有所体现。在发行进度上，地方政府新增专项债在三季度或继续加速发行。广义财政收支均下滑，尤其是国有土地使用权出让收入，下滑显著。

**稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。**人行在春节假期的节前降准、节后降息，从操作规律、操作幅度、操作时点等各方面均超出预期，可发挥政策对市场的最大激励作用。货币供需方面，货币供应总量相对走低，结构性矛盾较为突出，但政府债券发行提速有利于货币供应的改善。

**人民币汇率方面。**非美发达经济体央行纷纷开启降息；关于美联储降息时点，8 月 1 日降息概率有所上升但仍待观察；仍然维持 9 月 19 日首次降息的判断；人行确定买卖国债但不搞 QE，发挥支持性货币政策作用，市场关于人行降准降息的预期较为浓厚。上半年人民币总体弱势；下半年，在美联储降息落地、出口补齐缺口等利好因素的支撑下，人民币汇率有望相对升值。

**防范化解经济风险。**地方性金交所正按计划关闭，有助于进一步规范地方政府隐性债务管理；房地产供需两侧的优化政策不断落地，累积效应或显现；中小金融机构合并重组，强监管防风险不断增强。

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



根据 2023 年 12 月中央经济工作会议的部署，2024 年经济工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。2024 年政府工作报告指出，今年国内生产总值（GDP）预期目标增长 5.0% 左右，其所蕴含的总量规模是 2024 年“先立”的基本盘，也是“质的有效提升和量的合理增长”的集中体现，加快发展新质生产力。

2024 年上半年，国民经济总体稳定，但仍有一定结构性矛盾，当前经济形势处于恢复期；一季度实际 GDP 增速超全年预期目标，二季度经济略有压力。展望 2024 年下半年，内外部经济环境或继续改善，国民经济总体压力或小于上半年，经济结构性矛盾有望相对好转。

## 一、经济基本面

一季度实际 GDP 超全年预期目标，二季度略有压力。2024 年一季度国内生产总值（GDP）为 29.63 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%。分产业看，第一产业增加值同比增长 3.3%；第二产业增加值增长 6.0%；第三产业增加值增长 5.0%。从全年预期目标来看，今年 GDP 实际增速目标为 5.0% 左右，一季度 GDP 增速总体符合预期，较全年目标高 0.3 个百分点。从 2023 年分季度 GDP 增速来看，一季度至四季度分别为 4.5%、6.3%、4.9% 和 5.2%，因此，一季度基数较低，二季度基数较高，当前国民经济总体仍处于恢复期，虽然一季度 GDP 增速相对较好，但是，二季度略有压力。至三季度和四季度，实际 GDP 增速压力或小于上半年。

图 1：国内生产总值



数据来源：wind 国信期货

工业增加值冲高回落，国有企业表现不佳。1-3 月，规模以上工业（简称“规上工业”）增加值累计同比增长 6.1%；1-5 月规上工业增加值累计同比增长 6.2%。规上工业增加值一季度增速相对稳固，进入二季度，在 4 月有所冲高，但 5 月略有放缓。具体来看 5 月份情况，5 月，规上工业增加值同比增长 5.6%，增速较 4 月回落 1.1 个百分点，高于去年同期 2.1 个百分点；环比增长 0.30%，环比增速较 4 月回落 0.67 个百分点。

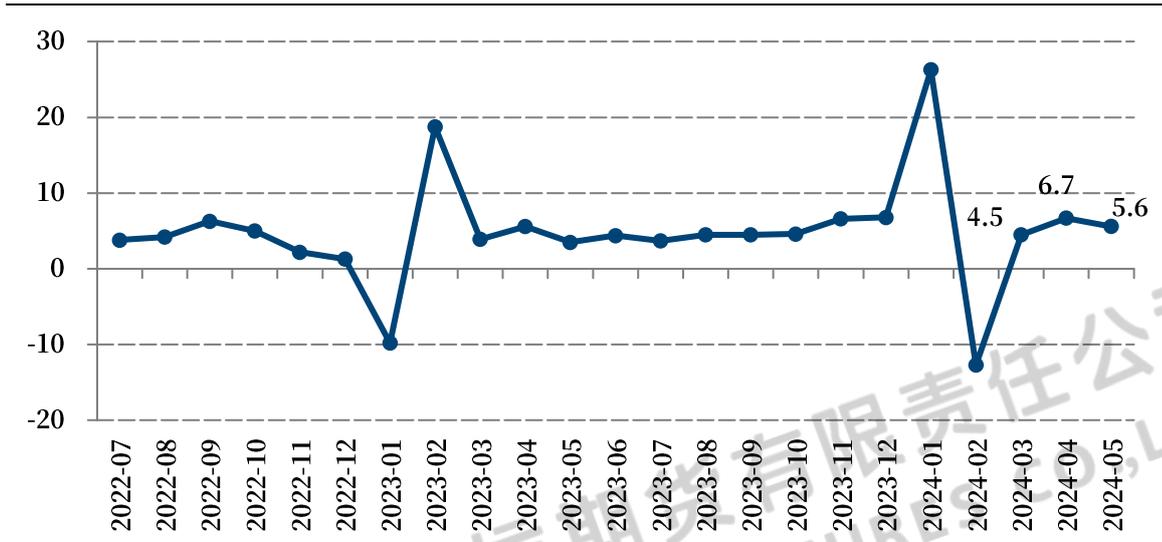
分三大门类看，5 月，采矿业增加值同比增长 3.6%，低基数下延续恢复；制造业同比增长 6.0%，增速较 4 月收窄 1.5 个百分点，增速略有冲高回落；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 4.3%，增速较 4 月收窄 1.5 个百分点，略有回调。



分经济类型看,5月,国有控股企业增加值同比增长3.6%,增幅为2023年7月以来的新低,表现不佳。股份制企业增长6.4%,其中,外商及港澳台商投资企业增长2.5%,增速相对回落。私营企业增长5.9%,继续维持较好表现,增速较4月收窄0.4个百分点。

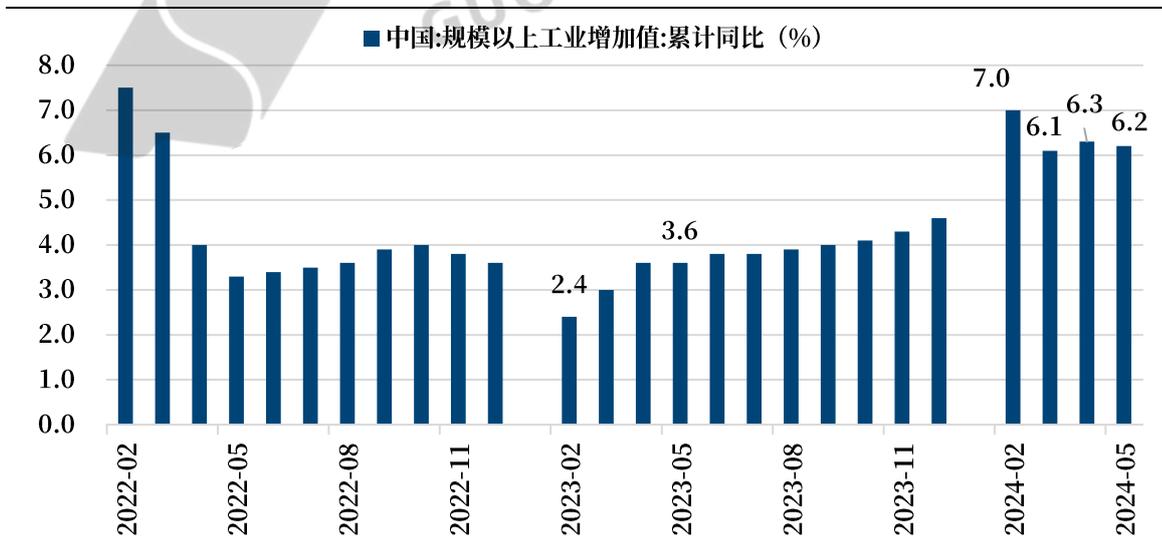
分主要行业看,5月,增幅居前的有,计算机、通信和其他电子设备制造业增长14.5%,化学原料和化学制品制造业增长12.7%,铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长11.8%,有色金属冶炼和压延加工业增长9.3%。

图2:工业增加值当月同比



数据来源: wind 国信期货

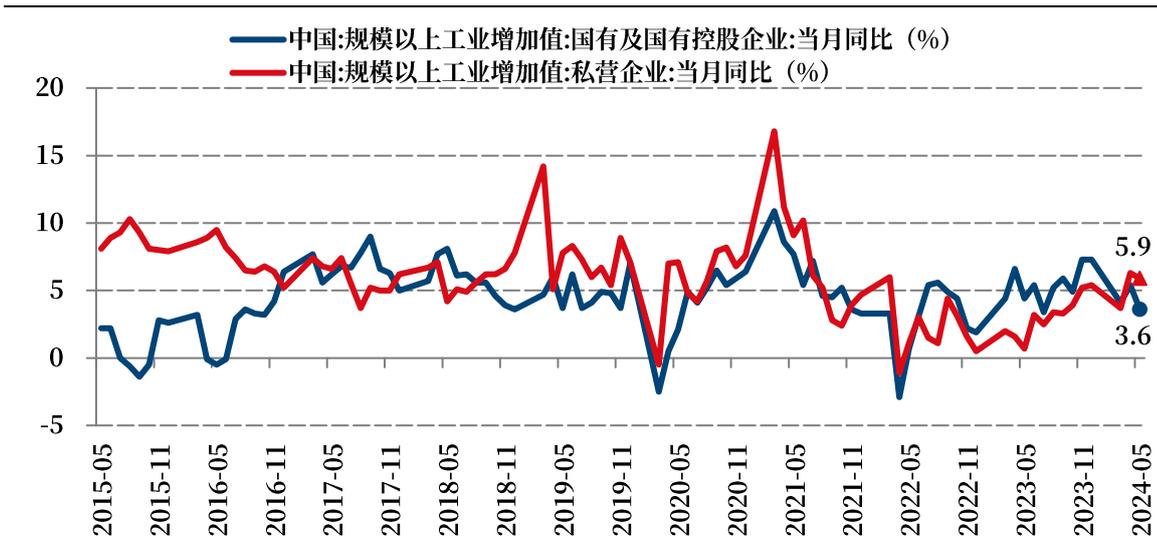
图3:工业增加值累计同比



数据来源: wind 国信期货



图 4：工业增加值分企业类型



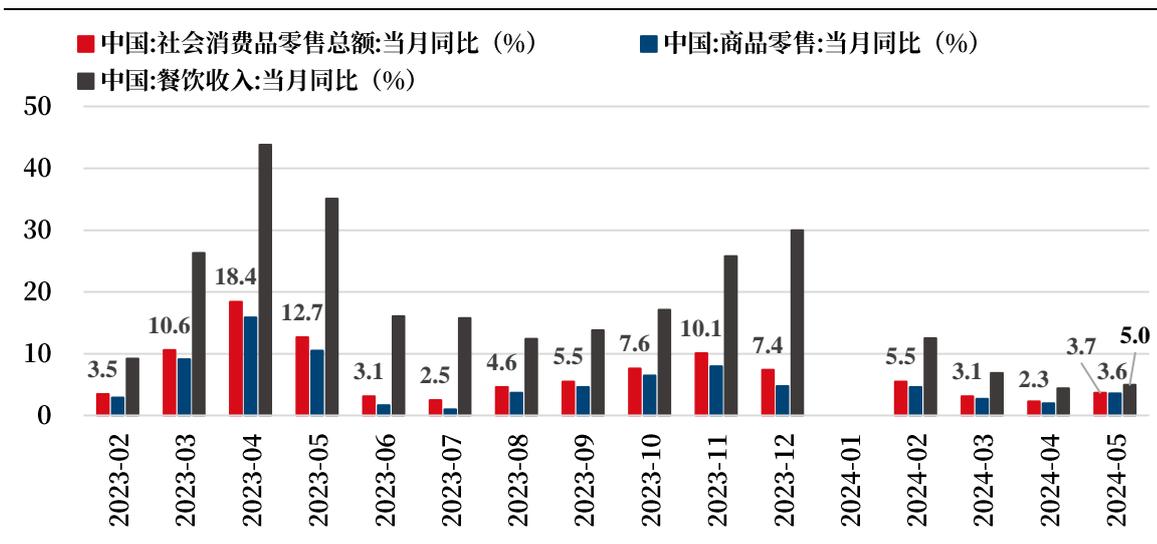
数据来源: wind 国信期货

**社零筑底待回升，商品零售仍有支撑。**1-3月社会消费品零售（简称“社零”）总额累计同比增长4.7%，增幅小于去年同期1.1个百分点；1-5月社零总额累计同比增长4.1%，增速有所放缓，且低于去年同期5.2个百分点。具体看月度情况，5月，社零同比增长3.7%，增速较4月回升1.4个百分点。2023年4月和5月社零同比增速分别为上涨18.4%和上涨12.7%，因此，5月社零在高基数影响下小幅改善。社零总额增速的筑底回升，主要源于去年同期增速波动较大。

按消费类型分，5月，餐饮收入同比增长5.0%，商品零售同比增长3.6%，受高基数影响较为显著，均略有回升。2023年6月和7月，虽然餐饮收入增速均在15.0%左右，但是商品零售增速均在1.0%左右，考虑到商品零售占比较大，因此2024年6月和7月，社零有望在商品零售的带动下有所回升。

从商品零售的具体商品类型来看，5月同比涨幅居前的有，体育、娱乐用品类上涨20.2%，化妆品类上涨18.7%，通讯器材类上涨16.6%，家用电器和音像器材类上涨12.9%，同比增幅均在10.0%以上。同比跌幅较大的有，金银珠宝类下降11.0%，建筑及装潢材料类下降4.5%，汽车类下降4.4%。

图 5：社会消费品零售

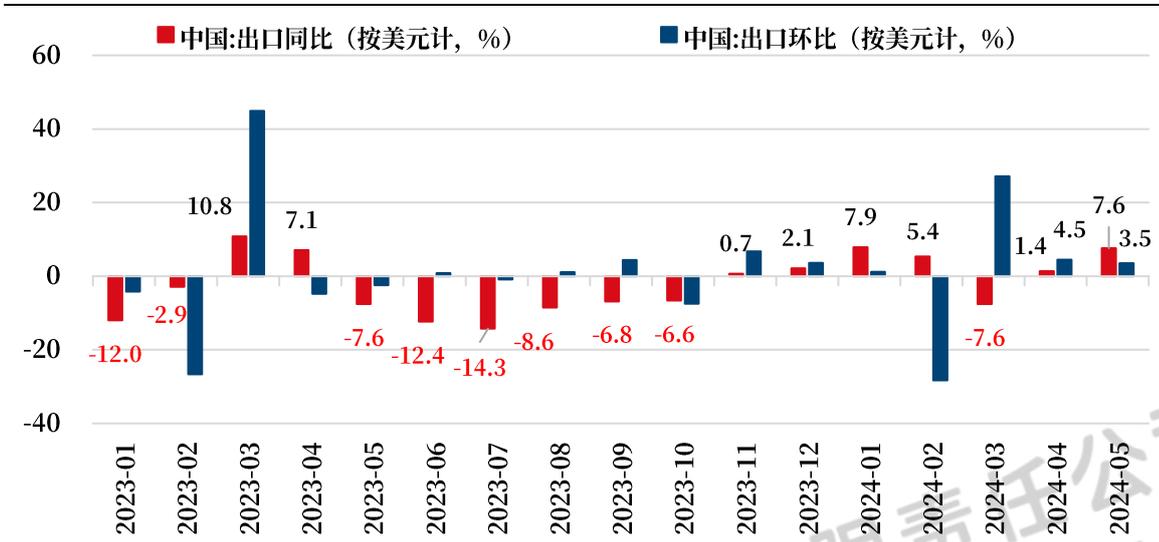


数据来源: wind 国信期货



出口低基数下趋势性恢复，有望继续补齐缺口。按美元计，1-3月出口累计同比增长1.4%，1-5月出口累计同比增长2.7%。从月度情况来看，按美元计，2024年5月出口同比增长7.6%。2024年5月出口呈现低基数下的趋势性恢复，对东盟大幅改善、对美国小幅改善、对欧盟相对稳固。从商品类型来看，船舶和集成电路增幅保持强劲，汽车、家用电器、家具表现较好。

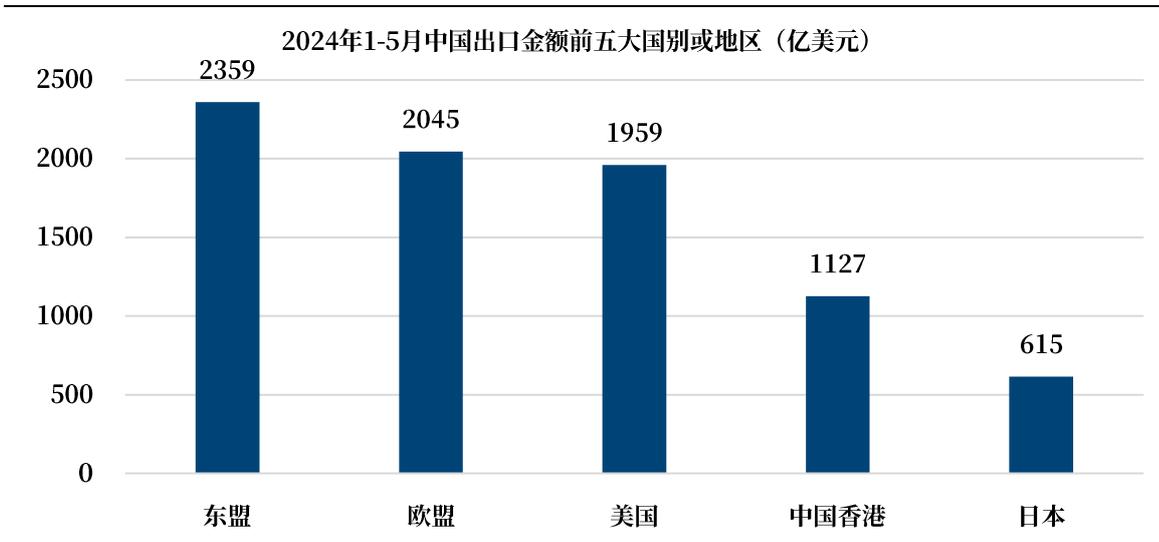
图6：出口



数据来源：wind 国信期货

从总量来看，出口在低基数下呈现趋势性恢复。从出口规模来看，按美元计，从2022年、2023年和2024年的5月份出口金额来看，分别是3038.99亿美元、2809.19亿美元和3023.50亿美元。因此，总量上，2024年5月出口金额，虽略低于2022年5月的水平，但是已经高于2023年5月的水平，出口总量为低基数下的相对改善。从出口增速来看，按美元计，2024年5月出口环比上涨3.5%，增速较4月的环比上涨4.6%收窄1.1个百分点，因此，相比于4月，5月出口恢复态势略有减弱。2023年6月至10月出口同比均为收缩，其中，2023年6月和7月出口同比分别为下降12.38%和下降14.25%，因此，后期出口仍将在低基数下保持一定改善，有望补齐去年的增幅缺口。值得注意的是，5月制造业PMI中新出口订单指数表现不佳，录得48.3%处于收缩区间，对后期出口改善幅度略有压制。

图7：中国出口金额前五大国别或地区



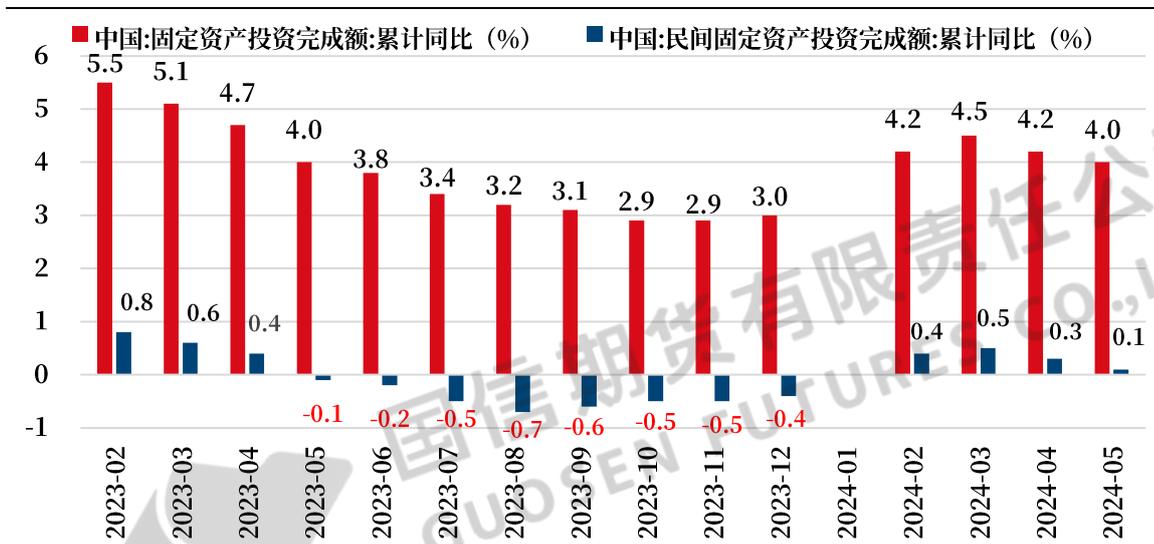
数据来源：wind 国信期货



从地区来看，低基数下对东盟大幅改善、对美国小幅改善、对欧盟相对稳固。对东盟出口，按美元计，2023年5月同比为下降15.92%；2024年5月出口508.29亿美元，同比上涨22.51%，涨幅较2024年4月扩大14.36个百分点，对东盟出口呈现低基数下的大幅改善。对欧盟出口，按美元计，2023年5月同比为下降7.03%；2024年5月出口441.89亿美元，同比为下降0.98%，跌幅较2024年4月收窄2.58个百分点，对欧盟出口相对稳固。对美国出口，按美元计，2023年5月同比为下降18.24%；2024年4月出口440.16亿美元，同比为上涨3.62%，由2024年4月的下降2.8%转为上涨，对美国出口呈现低基数下的小幅改善，且5月单月对美国出口规模接近对欧盟出口规模。

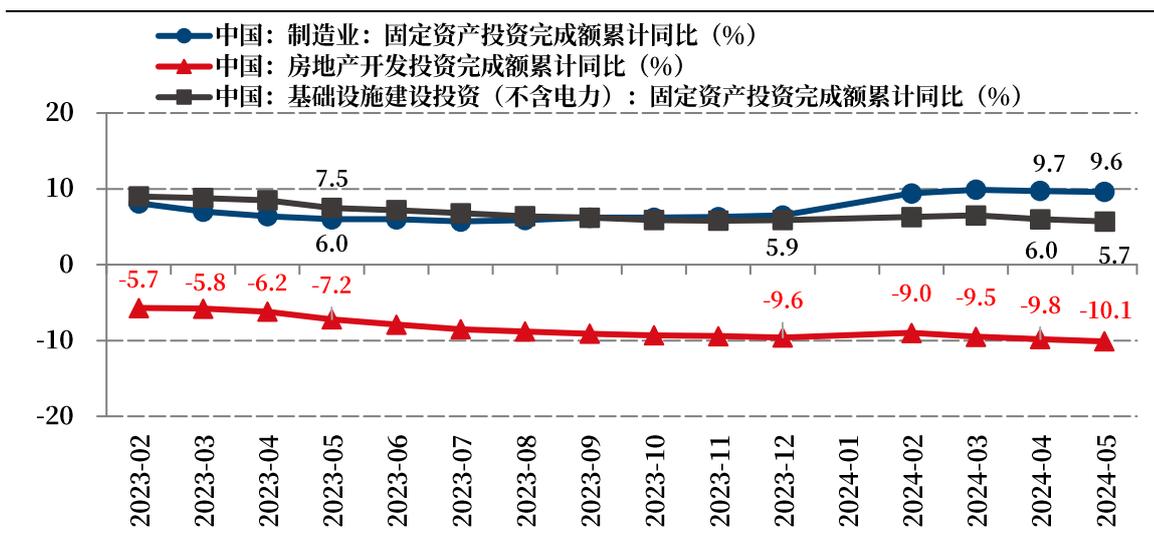
**固投总体不及预期，基建投资暂未加速。**1-3月，全国固定资产投资（简称“固投”）同比增长4.5%；1-5月，固投同比增长4.0%，增速较1-3月收窄0.5个百分点。其中，1-5月，民间固定资产投资（简称“民间投资”）同比增长0.1%，增速较1-3月收窄0.4个百分点。

图8：固定资产投资



数据来源：wind 国信期货

图9：分行业固定资产投资



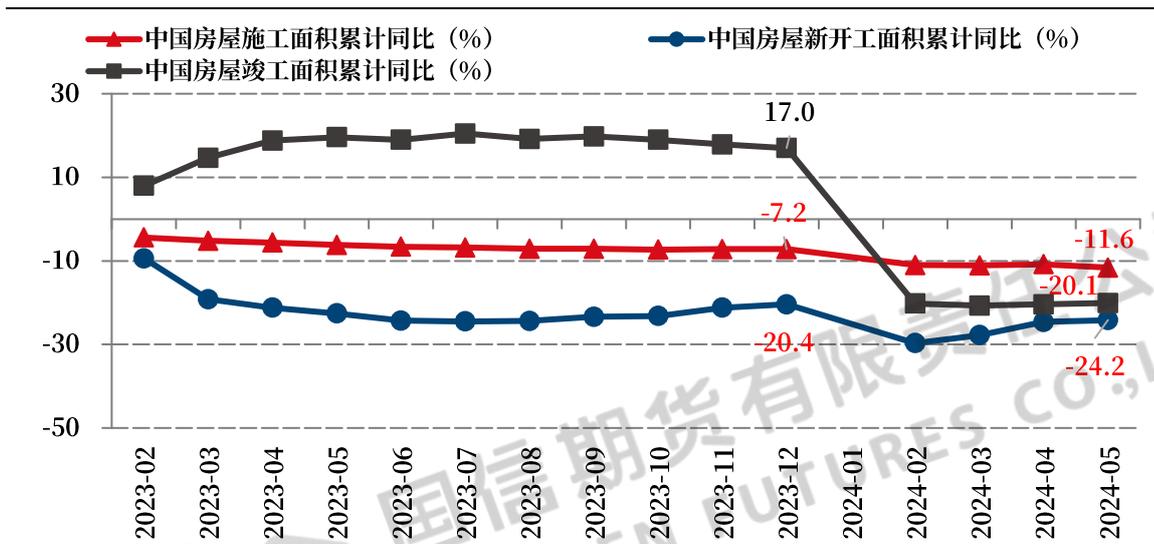
数据来源：wind 国信期货



分三大产业来看，1-5月，制造业投资增长9.6%，增速较今年1-4月收窄0.1个百分点，较去年同期加快3.6个百分点，相对稳固；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长5.7%，增速较今年1-4月收窄0.3个百分点，较去年同期收窄2.2个百分点，不及预期；房地产开发投资下降10.1%，降幅较今年1-4月扩大0.3个百分点，较去年同期扩大2.9个百分点，仍然不佳。

**房地产供需仍不理想。**房地产供给侧方面，1-5月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降11.6%；房屋新开工面积同比下降24.2%；房屋竣工面积同比下降20.1%；房地产开发企业到位资金同比下降24.3%。房地产需求侧方面，1-5月，新建商品房销售面积同比下降20.3%；新建商品房销售额同比下降27.9%；5月末，商品房待售面积同比增长15.8%。

图10：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：wind 国信期货

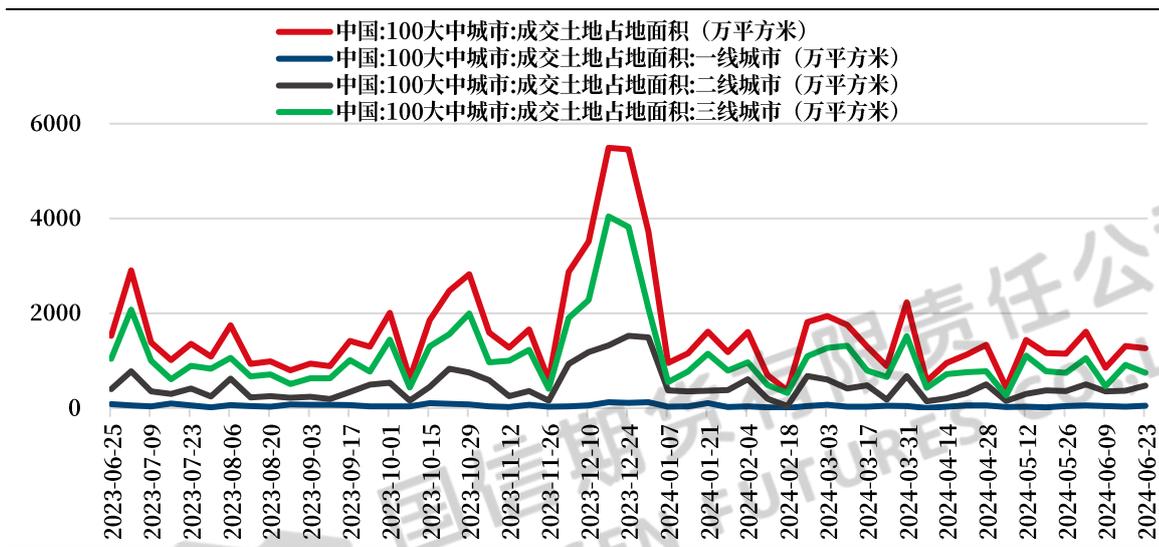
**“边际优化、持续微调”政策基调，抓紧构建房地产发展新模式。**6月7日，根据新华社报道，李强主持召开国务院常务会议，听取关于当前房地产市场形势和下一步工作考虑的汇报。会议指出，房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局。要充分认识到房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。

**房地产利好政策不断落地。**5月中旬，各地纷纷进一步优化房地产限购政策，尤其是一线城市全面跟进，涉及限购区域、首付比例、公积金贷款比例、商业贷款利率政策下限、二孩及以上家庭增购、支持企业购房等众多利好政策。5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话，商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。与此同时，《中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》《中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》以及《中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》发布，3项政策分别为“下调最低首付款比例”“下调个人住房公积金贷款利率”“取消商业性个人住房贷款利率政策下限”。5月17日，中国人民银行设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房。6月7日，金融监管总局和住房城乡建设部联合印发《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用 满足房地产项目合理融资需



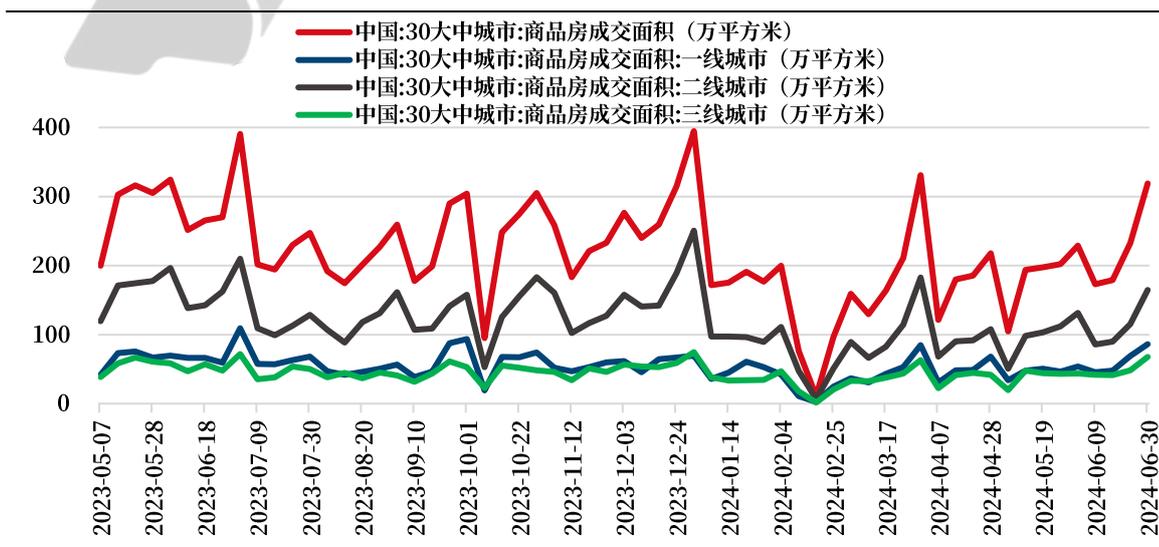
求的通知》，有望带动供给侧房企融资规模进一步增大。6月20日，住房和城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议，各地要推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。值得注意的是，各地方政府的财政收入情况，是保障型商品房收购规模的关键，各地或存在较大差异。6月底，北京进一步优化房地产市场政策，涉及商业性个人住房贷款最低首付款比例及利率下限、本市户籍二孩及以上的多子女家庭首套住房认定标准、公积金个人住房贷款最低首付款比例、公积金支持建筑绿色发展以及住房“以旧换新”活动多项政策措施。至此，自5月中旬以来，四大一线城市新一轮房地产优化政策均已落地；与此同时，南京、苏州等核心二线城市也发布“买房落户”政策。从近期房地产市场成交数据来看，6月100个大中城市土地周度成交面积略有恢复至1300万平方米左右，6月30个大中城市商品房的周度成交面积逐步恢复，至6月30日当周成交319万平方米，表现较好。

图 11：100 个大中城市土地成交面积



数据来源：wind 国信期货

图 12：30 个大中城市商品房成交面积



数据来源：wind 国信期货



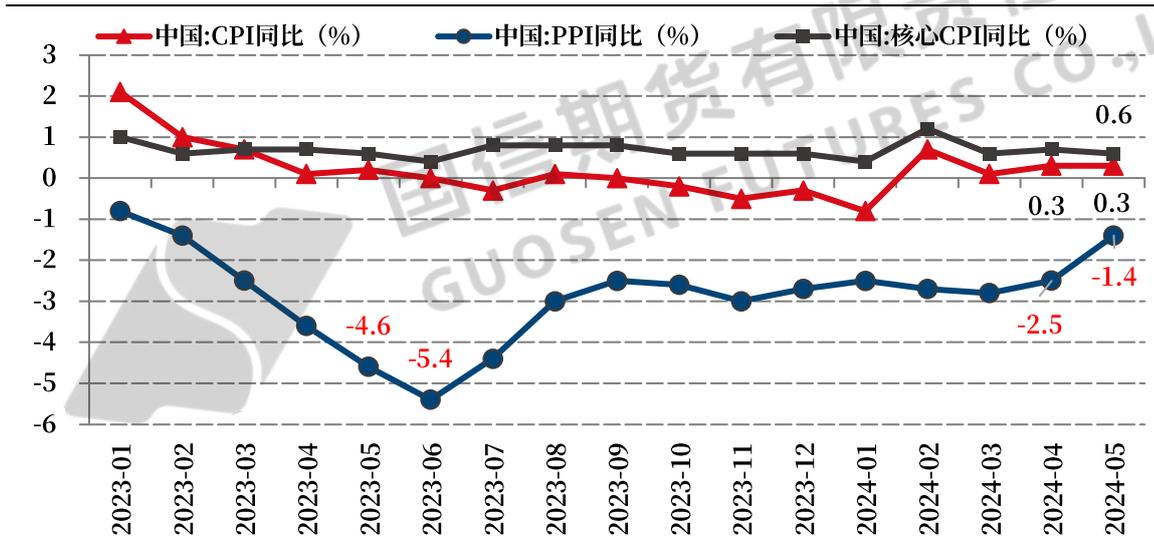
## 二、宏观核心指标

### (一) 物价水平

物价水平相对改善，猪肉价格持续回升。一季度，CPI 略有波动 PPI 相对较低；进入二季度，CPI 略有改善 PPI 跌幅收窄。从月度情况来看，5 月 CPI 同比上涨 0.3%，涨幅与 4 月相同；5 月 PPI 同比下跌 1.4%，跌幅较 4 月收窄 1.1 个百分点。综合来看，5 月物价水平总体改善，CPI 同比保持微量增幅，猪肉价格连续 2 个月向上拉动 CPI；PPI 同比跌幅显著收窄，为 2023 年 2 月以来最小跌幅，主要是采掘业跌幅明显收窄，原材料由跌转涨，加工业小幅改善。后期生猪价格有望继续回升，国际原油价格维持 80 美元/桶上下震荡，货币供应向上拉动物价的滞后效应将逐步显现；因此，CPI 有望稳步上行，PPI 跌幅有望逐步收窄。

CPI 同比方面。5 月 CPI 同比上涨 0.3%，从 CPI 分大类来看，其他用品及服务上涨 3.6%、教育文化娱乐上涨 1.7%、衣着上涨 1.6%、医疗保健上涨 1.5%、生活用品及服务上涨 0.8%、居住上涨 0.2%；交通通信下跌 0.2%，食品烟酒下跌 0.1%。食品中，鲜果价格下降 6.7%，影响 CPI 下降约 0.15 个百分点；畜肉类价格下降 2.2%，影响 CPI 下降约 0.07 个百分点，其中猪肉价格上涨 4.6%，影响 CPI 上涨约 0.05 个百分点；猪肉价格连续 2 个月向上拉动 CPI。

图 13：物价水平



数据来源：wind 国信期货

PPI 同比方面。5 月 PPI 同比下降 1.4%。分 PPI 的两个大项来看，生产资料价格下降 1.6%，跌幅较 4 月收窄 1.5 个百分点，影响 PPI 下降约 1.21 个百分点；其中，采掘工业跌幅收窄 3.6 个百分点至下跌 1.2%，原材料工业由跌转涨录得上涨 0.5%，加工工业跌幅收窄 1 个百分点至下跌 2.6%。PPI 的生活资料价格下降 0.8%，跌幅较 4 月收窄 0.1 个百分点，影响 PPI 下降约 0.21 个百分点。从 PPI 分行业来看，5 月同比跌幅较大的行业有，煤炭开采和洗选业下降 9.0%，非金属矿物制品业下降 8.8%，造纸和纸制品业下降 3.9%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 3.7%；5 月 PPI 同比涨幅居前的行业有，有色金属矿采选业上涨 13.5%，石油和天然气开采业上涨 9.4%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 8.9%，黑色金属矿采选业上涨 4.6%。

物价环比方面。5 月 CPI 环比下降 0.1%，其中食品烟酒类价格环比持平；交通通信、生活用品及服务价格分别下降 0.8%和 0.7%。5 月 PPI 环比上涨 0.2%；其中，生产资料价格上涨 0.4%，生活资料价格下跌 0.1%。



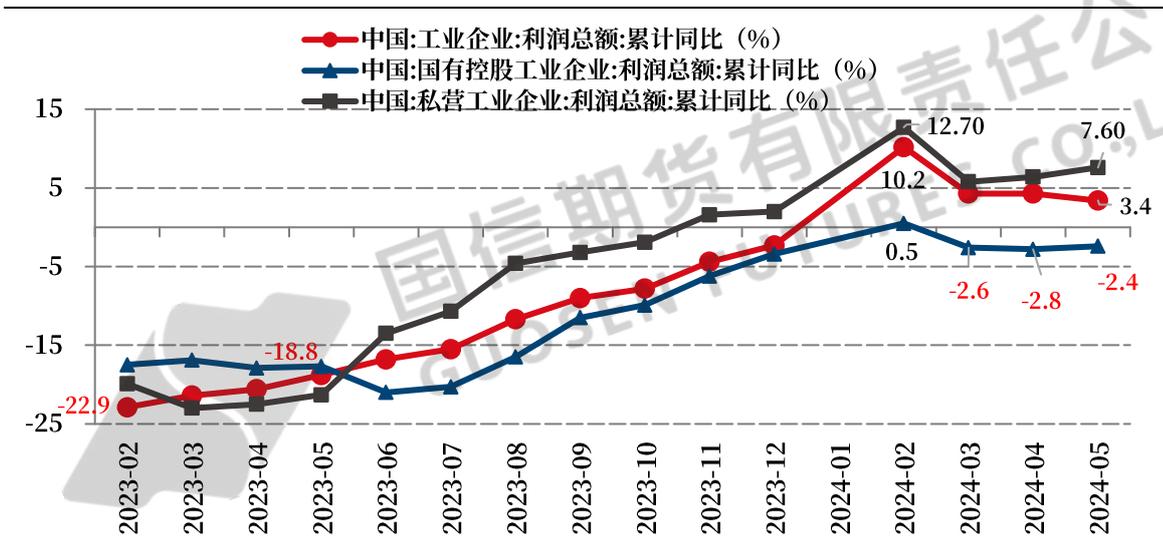
## (二) 库存周期

规上工业企业利润总额增速放缓，库存延续缓慢上行趋势。规上企业利润总额，由年初的1-2月累计同比上涨10.2%，此后逐步走低，至1-5月累计同比上涨3.4%；库存方面，由年初的上涨2.4%，缓慢上行，至5月上涨3.6%。

分企业类型来看，私营和外企相对较好，国有控股仍有压力。1-5月，私营企业实现利润总额同比增长7.6%，涨幅较1-4月扩大1.2个百分点，延续较好表现。1-5月，国有控股企业实现利润总额同比下降2.4%，降幅较1-4月收窄0.4个百分点，仍有进一步改善空间。1-5月，外商及港澳台商投资企业实现利润总额同比上涨12.6%，涨幅较1-4月收窄4.1个百分点，继续维持较好增速。

分行业来看，制造业增幅略有回调，但相对良好。1-5月，制造业实现利润总额同比上涨6.3%，涨幅较1-4月收窄1.7个百分点，维持良好恢复态势。1-5月，采矿业实现利润总额同比下降16.2%，跌幅较1-4月的收窄2.4个百分点，表现仍然不理想。1-5月，电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额同比增长29.5%，继续维持较高增速。

图 14：规上工业企业利润

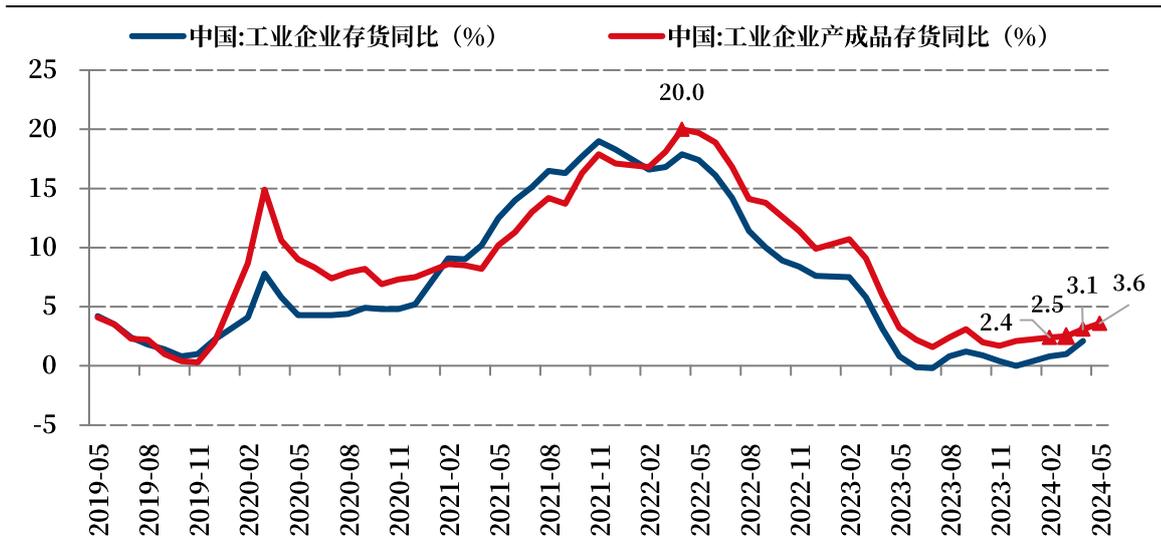


数据来源：wind 国信期货

制造业各行业利润差异较大，金属制品业以及运输设备制造业表现较好。具体来说，1-5月，在31个制造业中，24个行业利润总额同比增长，6个行业同比下降，1个行业（黑色金属冶炼和压延加工业）上年同期为亏损，无法计算同比增速；行业利润增减的数量分布与1-4月相同。具体来看，1-5月制造业利润总额同比涨幅居前的有，化学纤维制造业上涨169.3%，造纸和纸制品业上涨147.3%，有色金属冶炼和压延加工业上涨80.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业上涨56.8%，金属制品、机械和设备修理业上涨43.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨36.3%，文教、工美、体育和娱乐用品制造业上涨31.8%。其中，金属制品、机械和设备修理业以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，这两个行业均是在2023年1-5月较高增速的基础上，继续录得较高增速，表现较好；化学纤维制造业，造纸和纸制品业，有色金属冶炼和压延加工业，计算机、通信和其他电子设备制造业，这四个行业均是在2023年1-5月增速较低基础上的恢复性增长。1-5月，制造业利润总额同比下降幅度较大的有，石油、煤炭及其他燃料加工业下降177.7%，非金属矿物制品业下降52.9%。



图 15: 规上工业企业存货和产成品存货



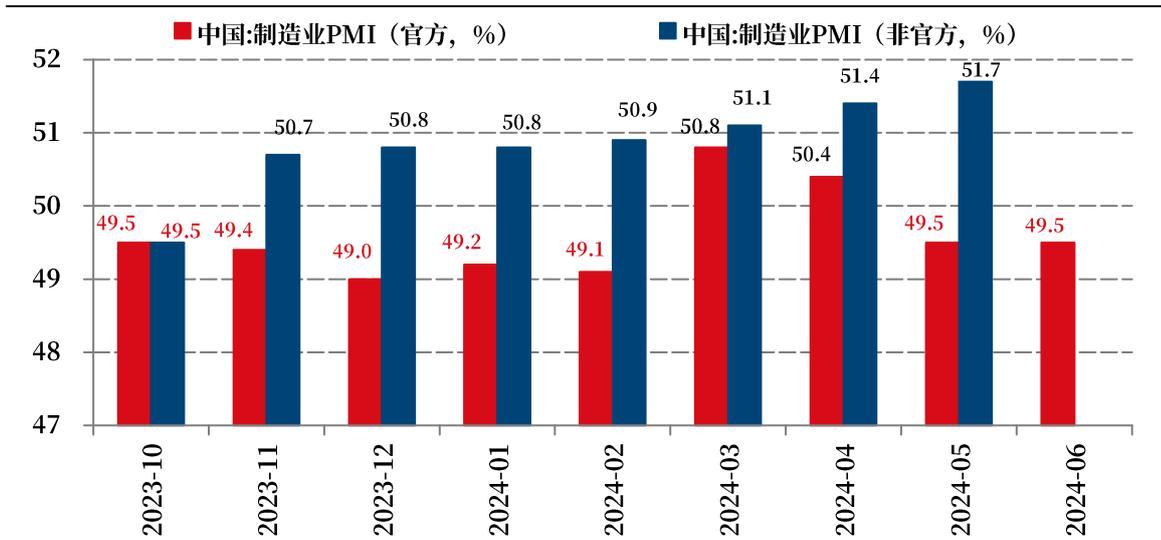
数据来源: wind 国信期货

### (三) 景气指数

制造业景气度有所回调，生产指数保持弱势扩张。6月官方制造业PMI为49.5%，与5月持平，连续2个月处于收缩区间。从官方制造业PMI分类指数来看，6月，生产指数为50.6%，新订单指数为49.5%，原材料库存指数为47.6%，从业人员指数为48.1%，供应商配送时间指数为49.5%，五大分类指数较上月变化不大，其中供应商配送时间略有下降0.6个百分点。从非制造业商务活动指数来看，6月为50.5%，较5月的51.1%回落0.6个百分点，非制造业仍然维持一定扩张势头，但扩张已经连续3个月收窄。

综合来看，6月官方制造业PMI仍然处于收缩区间。其中，生产指数弱势扩张；新订单指数处于荣枯线下方，新出口订单指数连续2个月收缩；出厂价格由弱势扩张回落至收缩区间，主要原材料购进价格扩张势头显著减弱，仍维持弱势扩张，或预示6月PPI跌幅有扩大可能。

图 16: 制造业 PMI



数据来源: choice 国信期货

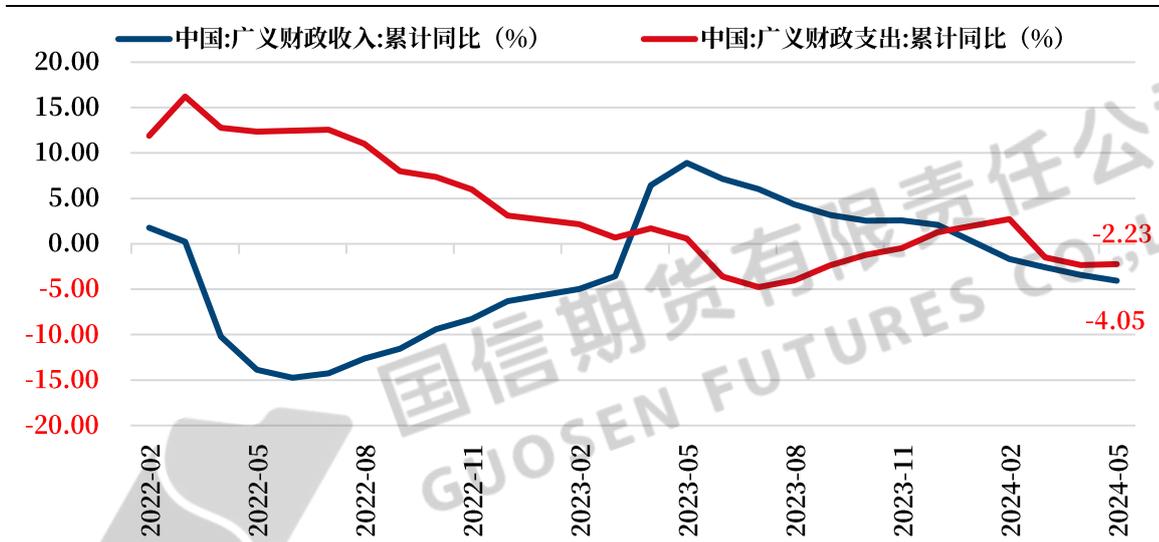


### 三、财政和货币政策

#### (一) 财政政策

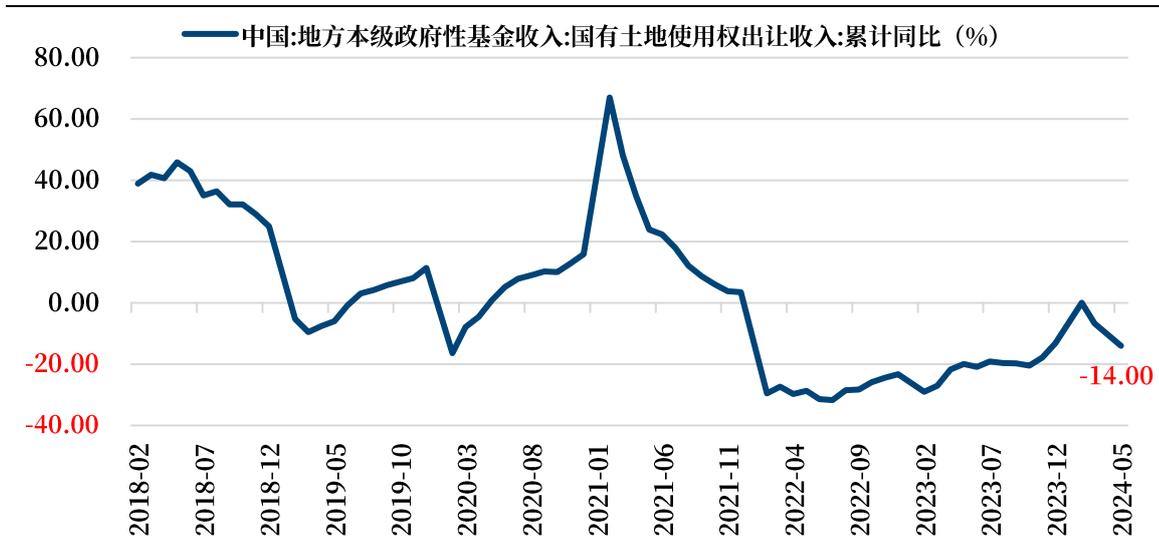
积极的财政政策要适度加力、提质增效。2024年财政赤字率拟安排3.0%；赤字规模4.06万亿元，比2023年初预算增加1800亿元；一般公共预算支出规模28.5万亿元、比2023年增加1.1万亿元；拟安排地方政府专项债券3.90万亿元，比2023年增加1000亿元。首先，财政赤字率3.0%是相对积极财政政策的分界线。2023年初赤字率拟安排3.0%，至2023年10月增发1万亿元特别国债后赤字率调整为3.8%。增发的1万亿元特别国债，2023年安排使用5000亿元，2024年安排使用5000亿元。2023年调整后的3.8%赤字率，应该说较为积极；但是，资金使用上，5000亿元在2024年使用，则2023年的财政政策已经为2024年提前发力。其次，地方政府新增专项债方面，2023年初计划为3.8万亿元，2023年实际发行3.94万亿元，2024年拟安排3.90万亿元，符合“适度加力”的要求。

图 17：广义财政收支



数据来源: wind 国信期货

图 18：地方政府国有土地使用权出让收入

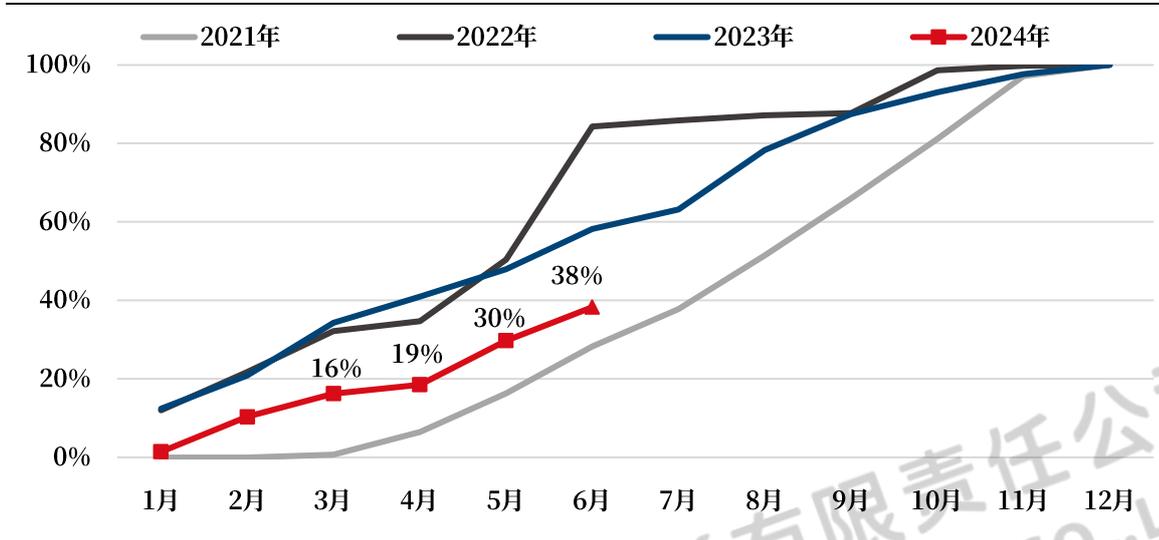


数据来源: wind 国信期货



广义财政收支均下跌，国有土地使用权出让收入显著下滑。1-5月，全国一般公共预算收入9.69万亿元，同比下降2.8%；1-5月，全国一般公共预算支出10.84万亿元，同比增长3.4%。1-5月，全国政府性基金预算收入1.66万亿元，同比下降10.8%；地方政府性基金预算本级收入中，国有土地使用权出让收入1.28万亿元，同比下降14%。1-5月，全国政府性基金预算支出2.77万亿元，同比下降19.3%。从广义财政角度来说，1-5月，广义财政收入累计同比下降4.05%，广义财政支出同比下降2.23%。

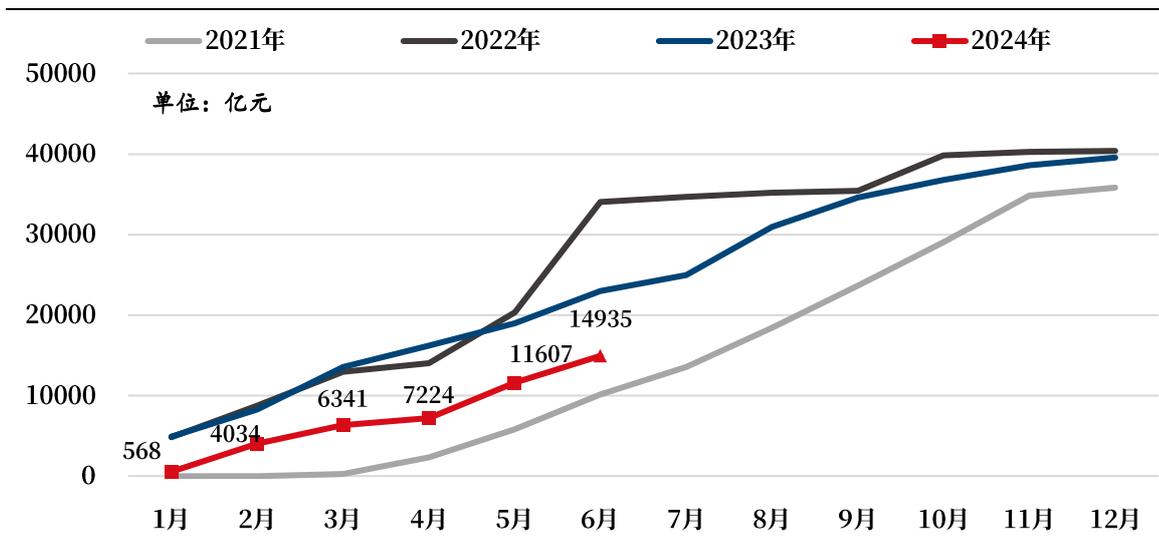
图 19：地方政府新增专项债发行进度



数据来源：wind 国信期货

新增专项债发行相对加速，总体进度仍有待提高。5月和6月，地方政府新增专项债发行有所加速，分别发行4383亿元以及3327亿元；1-6月，地方政府新增专项债累计发行1.45万亿元，发行进度38%，与2023年相比落后10个百分点。超长期特别国债方面，根据财政部5月13日消息，《关于公布2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排的通知》发布，2024年超长期特别国债涉及品种为20年、30年和50年；其中，5月17日首发30年期，5月24日首发20年期，6月14日首发50年期。截至6月14日，财政部已发行4期次超长期特别国债共1600亿元，其中，20年期400亿元，30年期850亿元，50年期350亿元。

图 20：地方政府新增专项债累计发行规模



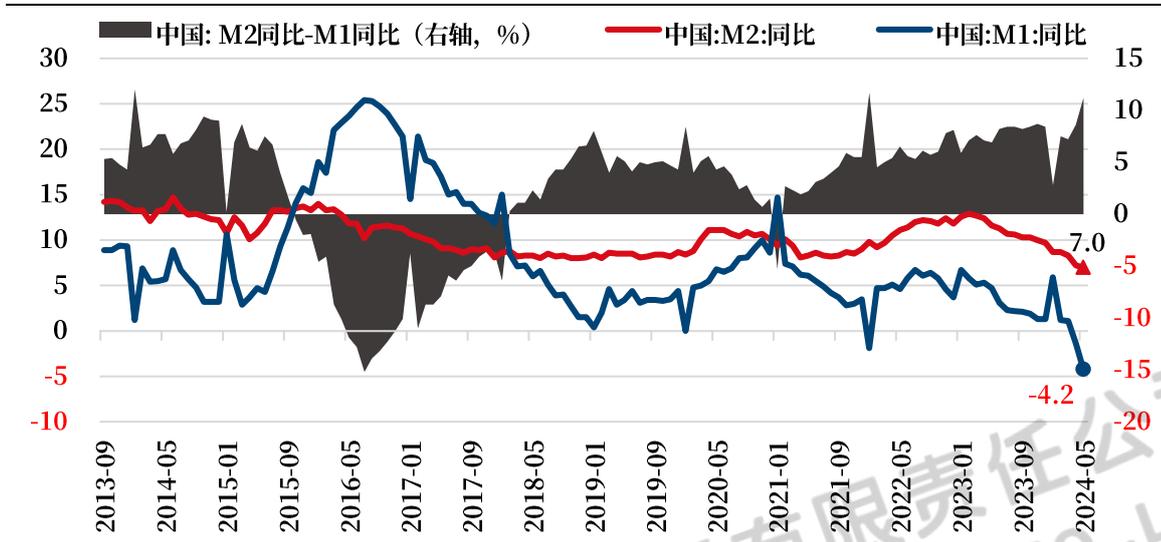
数据来源：wind 国信期货



## (二) 货币政策

稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。2024年春节假期节前降准、节后降息，操作规律、操作幅度、操作时点等各方面均超出预期。对于跨周期和逆周期调节来看，开展市场意料之外的货币政策操作，可发挥政策对市场的最大激励作用，提升货币政策的有效性。此后，总量货币政策相对稳定。

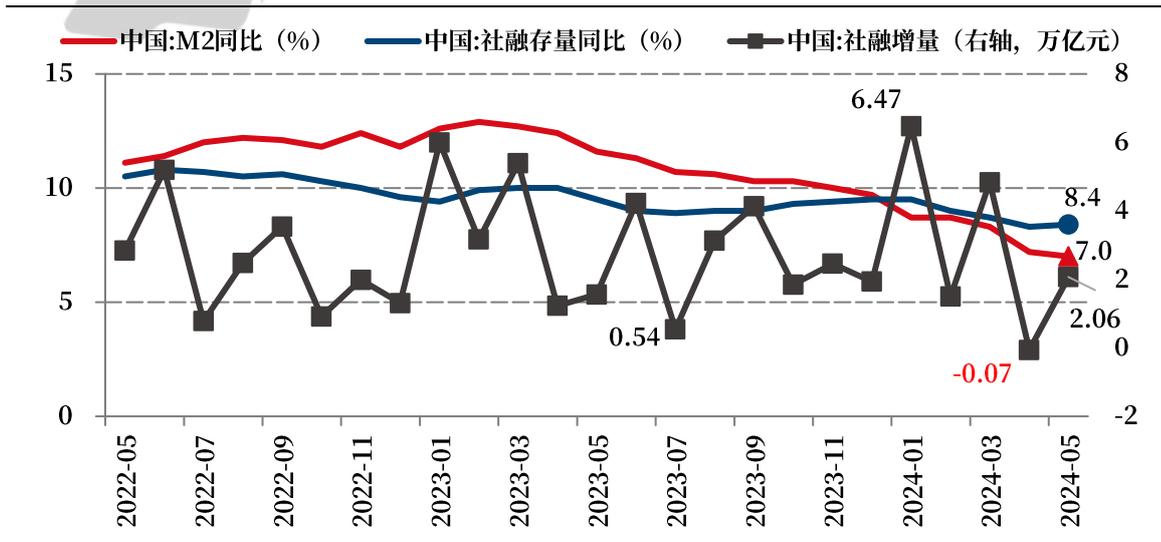
图 21: M2 和 M1



数据来源: wind 国信期货

货币供应总量相对走低，结构性矛盾较突出。5月末，广义货币(M2)同比增长7.0%，狭义货币(M1)同比下降4.2%，流通中货币(M0)同比增长11.7%。5月末社会融资规模存量同比增长8.4%。2024年前五个月社会融资规模增量累计为14.8万亿元，比上年同期少2.52万亿元；其中5月社会融资规模增量为2.06万亿元，逆转4月社融增量收缩的不利局面。

图 22: M2 和社融存量



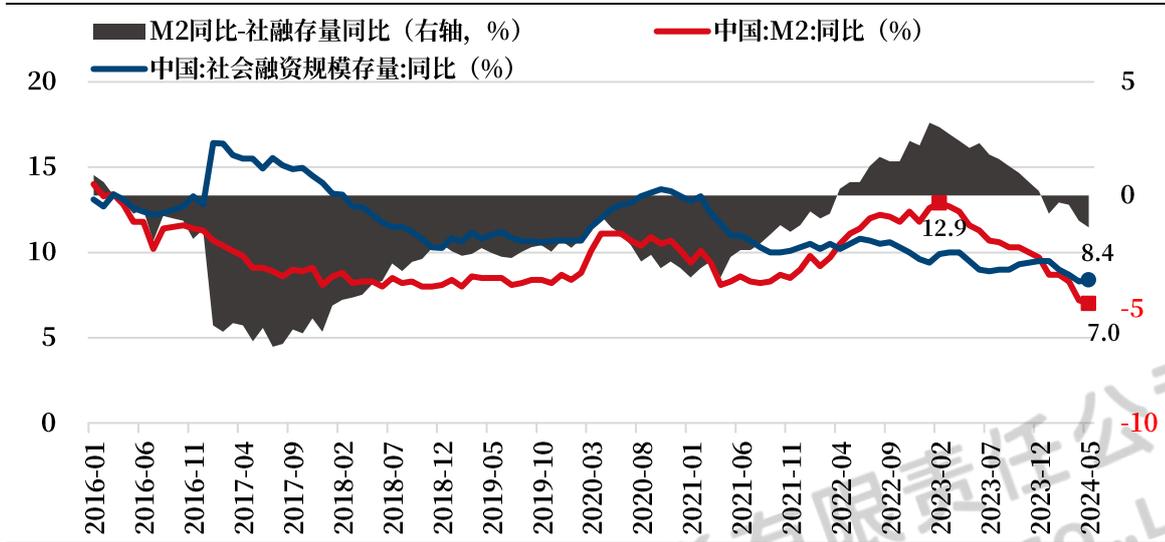
数据来源: wind 国信期货

5月M2增速有所走低，M1连续2个月录得负增长，且跌幅是1986年有数据记录以来的最低值。从5



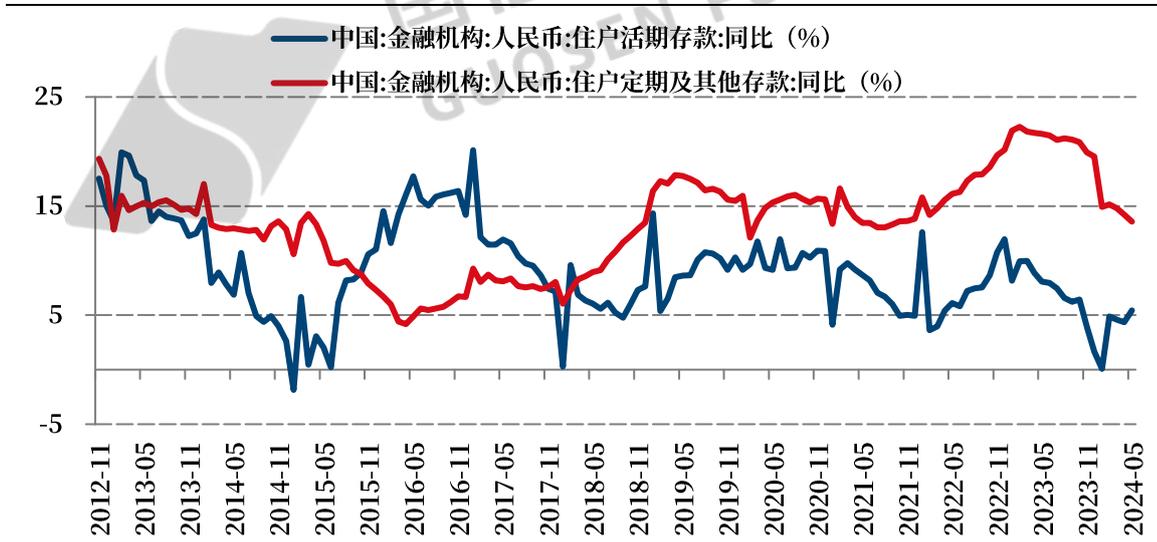
月活期存款来看，住户活期存款同比上涨 5.42%，相对较低；非金融企业活期存款同比下降 15.86%，是 2011 年以来的新低；即 5 月 M1 表现不佳主要受非金融企业“存款定期化”影响，反映企业短期内扩张需求不强。近期 M1 的不佳，或也受到“禁止手工补息”以及“金融业增加值调整”有关，但是，总体仍然反映出总需求相对不足，货币供应存在结构性矛盾。5 月社融方面，社融存量保持相对稳定增速，但是较年初略有下行；5 月社融增量有所好转，主要受益于政府债券发行新增 1.23 万亿元以及人民币贷款新增 0.82 万亿元。

图 23: M2 和社融增量



数据来源: wind 国信期货

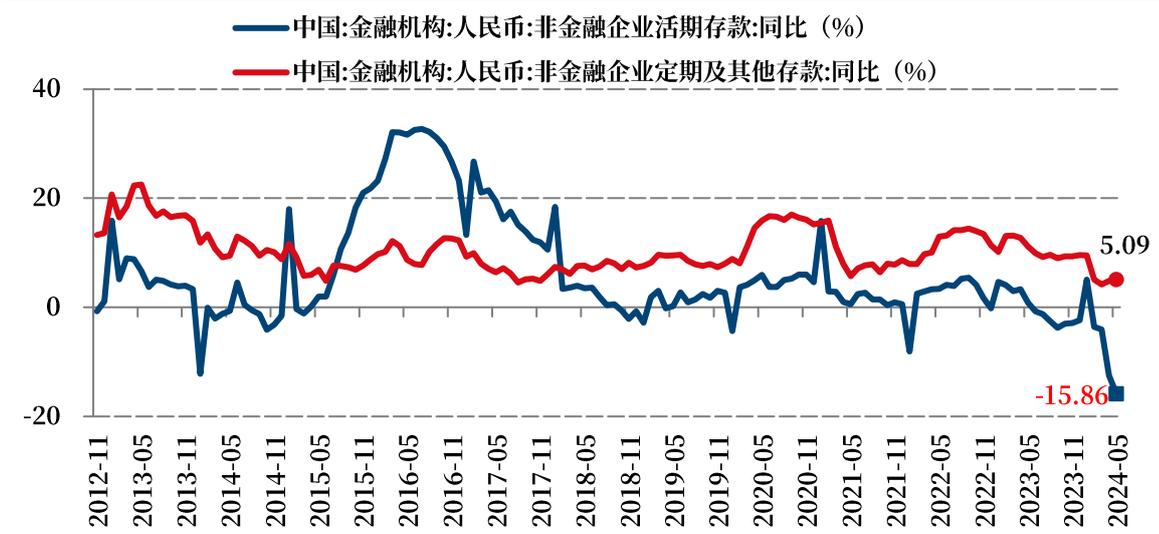
图 24: 居民活期存款和定期存款



数据来源: wind 国信期货



图 25：非金融企业活期存款和定期存款



数据来源: wind 国信期货

### (三) 人民币汇率

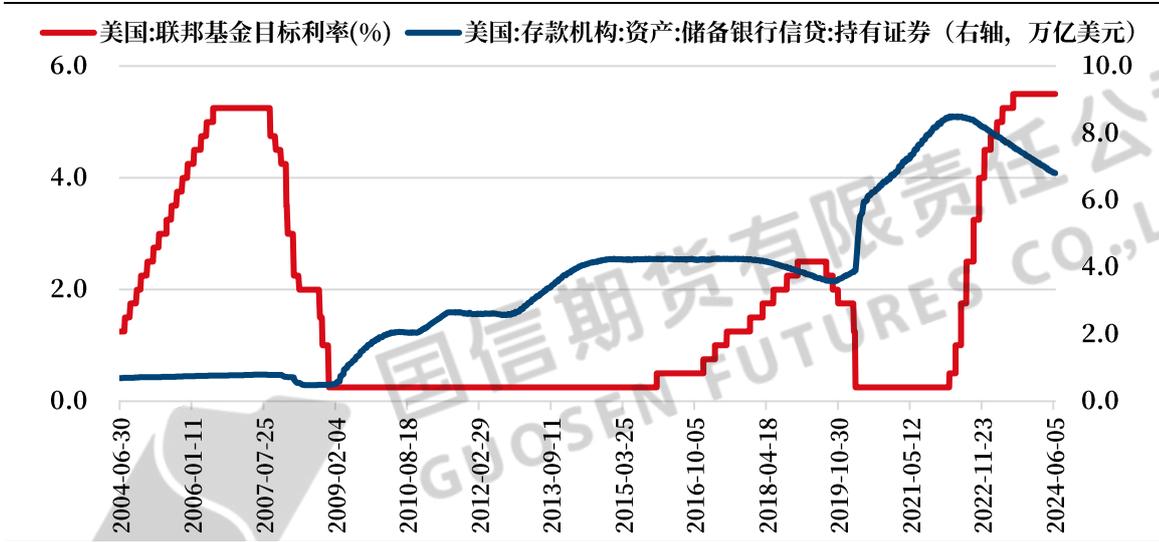
**非美发达经济体央行纷纷降息。**3月21日瑞士央行降息25个基点;5月8日瑞典央行降息25个基点;6月5日加拿大央行降息25个基点;6月6日欧洲央行分别下调三大关键利率25个基点。6月20日,瑞士央行再次降息25个基点,这是瑞士央行2024年内的第二次降息。6月20日,英国央行维持利率不变,即5.25%。由于瑞士法郎作为美元指数的权重相对不大,占比3.6%;因此,瑞士央行降息后,美元指数波动不大。但是,英镑在美元指数的权重较大,占比11.9%。更重要的是,英国5月CPI同比已经降至2.0%,符合降息条件。虽然本次英国央行没有降息,但是8月1日降息的可能较高。因此,英国央行利率决议公布后,英镑兑美元有所走贬,美元指数当日上涨0.39%。近日,日元持续贬值,美元兑日元突破前期高点,6月21日走贬至159.8800,达到1990年4月以来的新高;6月26日突破160.0整数关口,至6月28日,一度走贬至161.2755。日本5月CPI同比录得2.8%,较4月扩大0.3个百分点。日本物价回升或与当前弱势日元有一定关联;但是,日本央行寄希望通过弱势日元抬升国内物价水平的计划,实际并不支持日本央行再次加息,即输入型通胀与强势日元不可同时存在。短期内,日元或仍相对弱势,但是,在美元兑日元再度达到160.0关口的当下,日本央行或再次干预日元外汇市场,但是干预规模也受制于美国财政部已经将日本加入外汇行为“观察名单”。日本央行将于7月9日至10日召开债券市场参与者会议,届时或就日本央行减少国债购买量传达较为明确信号,有望对日元形成一定支撑。

**美国经济总体稳固,核心指标相对走弱。物价方面略有下行,**5月CPI同比3.3%,预期3.4%,前值3.4%;5月核心CPI同比3.4%,预期3.5%,前值3.6%,5月核心CPI是自2021年5月以来的新低。美国5月PCE物价指数同比2.56%,前值2.68%;5月核心PCE物价指数同比2.57%,前值2.78%,是2021年4月以来的新低。**劳动力市场方面,主要指标存在差异,但总体不再强劲。**5月失业率4.0%,预期3.9%,前值3.9%;5月非农就业人口增加27.2万人,预期18.0万人,前值16.5万人。5月失业率略有上行,相对符合预期;5月新增非农就业人口大幅上行,超市场预期。但是,关于新增非农就业人口数据,考虑到其大幅上修和大幅下修的历史过往,再考虑到失业率略有上行,造成失业率与新增非农两项数据表现具有显著差异,因此市场对于新增非农数据的权威性有所质疑。**GDP以及消费方面,有所下修。**美国一季度实际GDP年化季环比修正值下修至1.3%,初值为1.6%;美国6月密歇根大学消费者信心指数初值65.6%,预期72.0%,前值69.1%,是2023年12月以来的新低。**总统大选方面,不确定性上升。**5月30日,根据新华社的报道,美国纽约市曼哈顿一家法院的陪审团30日下午裁定,美国前总统特朗普在“封口费”案中有



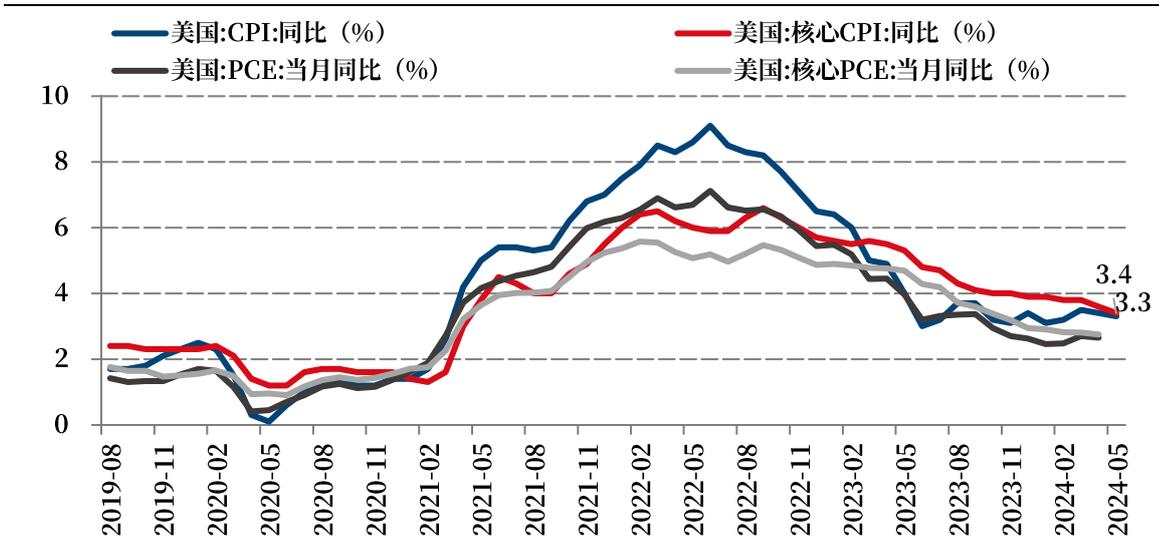
罪。特朗普由此成为美国历史上首位在刑事案件中被裁定有罪的前总统。对特朗普的量刑定在7月11日，也就是共和党人将正式宣布他为2024年共和党总统候选人的几天前。根据美国法律，候选人如果被定罪，其仍可参与总统大选，且特朗普后期仍有上诉权利。**美国总统大选首场辩论，特朗普临场表现好于拜登。**当地时间6月27日晚，北京时间6月28日上午，美国2024年总统选举首场电视辩论结束，整场辩论持续了约90分钟；美国民主党籍现任总统拜登与共和党籍前总统特朗普，围绕美国经济、移民、堕胎，以及俄乌冲突、巴以局势等问题展开辩论。据美国媒体报道，两人的第二场辩论将于9月10日举行。从美国总统选举首场辩论的临场表现来看，拜登较为欠缺，动作迟钝、语焉不详、逻辑混乱等不时出现；特朗普在语言表达上相对流畅，但其讲话内容或存在夸大及虚假成分；总体来说特朗普的表现好于拜登；辩论结束后主办方的一项民意调查显示，特朗普以67%对拜登33%的支持率赢得了辩论。关于此次辩论，还有以下四点值得关注。第一，在本次美国总统大选正式结果出炉前，选情仍有可能出现变化；第二，无论是拜登还是特朗普当选，仍需注意区别竞选时的主张与当选后政策兑现的差异；第三，无论是拜登还是特朗普当选，短期内，中美两国竞争又合作的总体态势或变化不大；第四，美国总统大选、美联储降息预期、地缘冲突等相关因素相互交织，短期内相关大类资产可能出现较大波动。

图 26: 美联储货币政策操作



数据来源: wind 国信期货

图 27: 美国物价水平

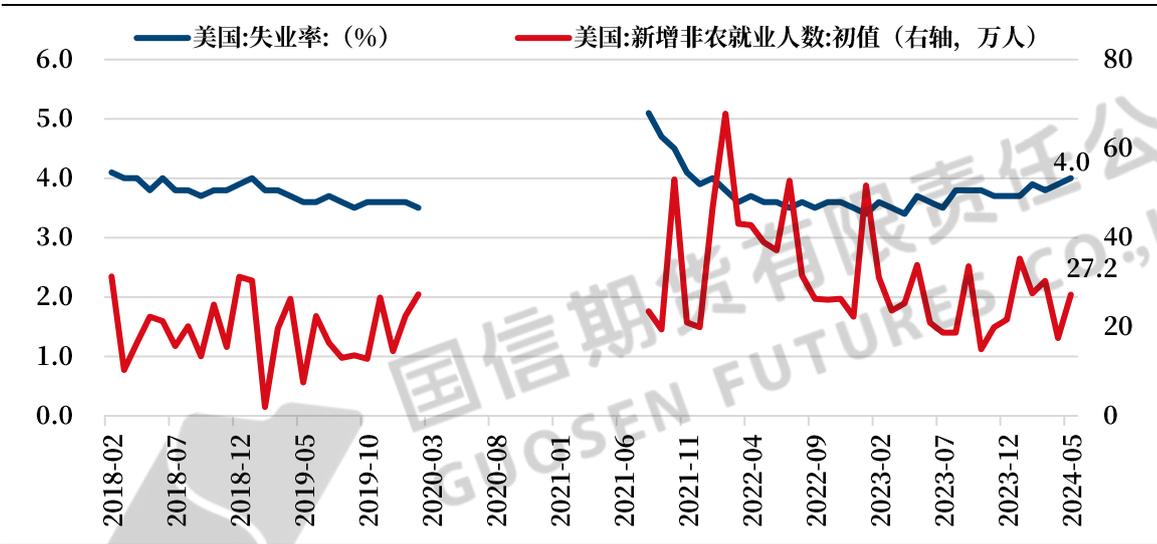


数据来源: wind 国信期货



**美联储货币政策方面。**5月2日，美联储发布利率决议，维持利率不变，符合预期；但是，降低“缩表”规模；将把每月到期后不进行再投资的美国国债数量上限从600亿美元下调至250亿美元，而抵押贷款支持证券（MBS）的上限仍维持在350亿美元不变，即美联储降低“缩表”规模。总体来说，美联储降低“缩表”规模，增加美联储降息概率，但是，推迟美联储降息时点。6月13日，美联储召开议息会议并公布利率决议，维持利率不变，符合预期。6月点阵图显示，关于2024年内的降息幅度，4位与会者认为应该维持在5.25%-5.50%，即维持利率不变；7位与会者认为应该降至5.0%-5.25%，即降息25个基点；8位与会者认为应该降至4.75%-5.0%，即降息50个基点。综合来说，关于美联储降息时点，8月1日降息概率有所上升，但总体待观察后期数据；我们仍然维持9月19日首次降息的判断。第一，欧洲央行和加拿大央行已经开启降息；第二，美国物价水平有所降温；第三，虽然5月非农大超预期，但是非农有大幅上修下修的历史，参考性有所降低，而5月失业率有所上升，即劳动力市场总体正逐步降温；第四，6月消费者信心指数也相对走低。美联储出现明确降息信号且降息落地前，美元指数短期内或以阶段性大幅波动为主。

图 28：美国失业率和新增非农就业人数



数据来源：wind 国信期货

图 29：美国实际和名义利率

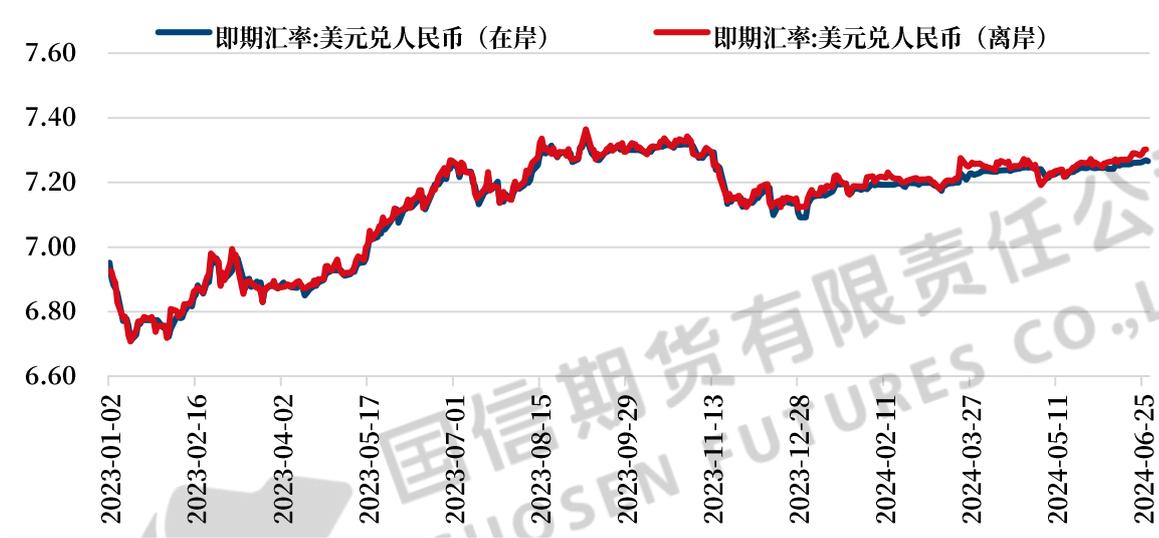


数据来源：wind 国信期货



人行确定买卖国债但不搞QE，发挥支持性货币政策作用。中国人民银行（简称“人行”）在2024年初的春节前后降息降准，此后保持总量货币政策相对稳定。6月19日，潘功胜行长在第十五届陆家嘴论坛上发表《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》主题演讲，回答了关于人行购买国债这一热点话题。根据演讲内容，人行买卖国债有以下四点值得关注。第一，确定人行将会把买卖国债纳入货币政策工具箱；第二，人行买卖国债形成新的基础货币投放渠道，作为对公开市场操作、中期借贷便利以及外汇占款的补充；第三，人行买卖国债的规模和久期不确定，不搞中国版量化宽松；第四，人行买卖国债具体落地时间尚不确定，或瞄准中长期货币政策制度安排。关于未来货币政策框架演进，潘功胜行长还表示：优化货币政策调控的中间变量，个人活期存款以及一些流动性很高甚至直接有支付功能的金融产品，需要研究纳入M1统计范围；未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能；合理把握结构性货币政策工具的规模，已实现阶段性目标的工具及时退出；提升货币政策透明度，健全可置信、常态化、制度化的政策沟通机制，做好政策沟通和预期引导。

图 30：美元兑人民币汇率



数据来源：wind 国信期货

在岸美元兑人民币，上半年总体弱势，下半年有望走强。2024年上半年，人民币仍维持相对弱势；主要受美联储未开启降息的压制；叠加消费、投资总体改善力度不强，进一步依赖出口的恢复，且地方政府新增专项债发行相对加速以及超长期特别国债开启发行后，市场对人行降准降息预期较为浓厚，人民币偏弱。在岸美元兑人民币方面，从年初至3月底，一度压制在7.20下方；6月美联储继续维持利率不变，人民币再度走贬，6月11日突破6.25；预计7.30一线形成上方压力。离岸美元兑人民币方面，总体走势与在岸美元兑人民币相一致；6月26日离岸美元兑人民币突破6.73整数关口。2024年下半年，在美联储降息落地、出口补齐缺口等利好因素的支撑下，人民币汇率有望相对升值。

#### 四、总结

根据2023年12月中央经济工作会议的部署，2024年经济工作要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。2024年政府工作报告指出，今年国内生产总值（GDP）预期目标增长5.0%左右，其所蕴含的总量规模是2024年“先立”的基本盘，也是“质的有效提升和量的合理增长”的集中体现，加快发展新质生产力。2024年上半年，国民经济总体稳定，但仍有一定结构性矛盾，当前经济形势处于恢复期；一季度实际GDP增速超全年预期目标，二季度经济略有压力。展望2024年下半年，内外部经济环境或继续改善，国民经济总体压力或小于上半年，经济结构性矛盾有望相对好转。二十届三中全会将于7月15日至18日在北京召开，将聚焦全面深化改革工作，将对我国经济的中长期发展作出重大决策部署；中央政治局会议或将在7月底



前后召开，届时将分析当前经济形势并部署下半年经济工作。

**经济基本面。**消费正筑底等待回升，商品零售仍有一定支撑；出口有望继续补足缺口，对 GDP 贡献有望提升；固投总体不及预期，基建投资暂未加速，在新增专项债发行提速的基础上，固投有望形成支撑。上半年房地产供需不理想，相关利好政策不断落地，至 6 月底有所恢复，后期累积效应或不断显现；房地产将保持“边际优化、持续微调”的政策基调，抓紧构建发展新模式。

**宏观核心指标。**物价方面，总体相对改善；CPI 有望在猪肉价格的带动下缓步上行；PPI 仍相对较弱，国际油价有所震荡，但货币供应向上拉动物价的滞后效应将逐步显现，PPI 跌幅或相对收窄。库存方面，规上工业企业利润总额增速放缓，库存延续缓慢上行趋势。制造业景气度方面，6 月有所回调，生产指数保持弱势扩张；新订单指数处于荣枯线下方；出厂价格由弱势扩张回落至收缩区间，主要原材料购进价格扩张势头显著减弱，但仍维持弱势扩张。

**积极的财政政策要适度加力、提质增效。**今年财政的适度加力，在赤字率、赤字规模、一般公共预算支出规模、地方政府新增专项债等各方面均有所体现。在发行进度上，地方政府新增专项债在 5 月和 6 月相对加速，但总体进度仍待提升；三季度或继续加速发行。广义财政收支均下滑，尤其是国有土地使用权出让收入，下滑显著。

**稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。**人行在春节假期的节前降准、节后降息，从操作规律、操作幅度、操作时点等各方面均超出预期，可发挥政策对市场的最大激励作用，提升货币政策的有效性。货币供需方面，货币供应总量相对走低，结构性矛盾较为突出，但政府债券发行提速有利于货币供应的改善。

**人民币汇率方面。**非美发达经济体央行纷纷开启降息；关于美联储降息时点，8 月 1 日降息概率有所上升，但总体待观察后期数据；我们仍然维持 9 月 19 日首次降息的判断；人行确定买卖国债但不搞 QE，发挥支持性货币政策作用，市场关于人行降准降息的预期较为浓厚。在岸美元兑人民币，上半年总体弱势；下半年，在美联储降息落地、出口补齐缺口等利好因素的支撑下，人民币汇率有望相对升值。

**防范化解经济风险。**地方性金交所正按计划关闭，有助于进一步规范地方政府隐性债务管理；房地产供需两侧的优化政策不断落地，累积效应或显现；中小金融机构合并重组，强监管防风险不断增强。牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

#### 2024 年下半年宏观风险提示：

1. 生猪去产能节奏缓慢，CPI 恢复不及预期；
2. 国际油价大幅下挫，PPI 恢复不及预期；
3. 国有企业利润恢复不佳，规上工业增加值增速放缓；
4. 美国总统大选炒作中美关系，出口恢复不及预期；
5. 美联储降息时点滞后或不降息，中美息差回落不及预期；
6. 俄乌冲突、中东局势等局部地区冲突影响全球经济，出口恢复不及预期。
7. 全球恶劣气候加剧，全球粮食等农作物供给受冲击。



#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。



国信期货有限责任公司  
GUOSEN FUTURES CO., LTD.