

中国宏观经济：经济修复步伐放缓 政策仍有发力空间

——2024 年上半年中国经济回顾与下半年展望

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心 李彦森 Z0013871

➤ 摘要：

○ 上半年经济增速表现符合预期，并且达到预期增速目标 5.0%。与此同时上半年经济运行也存在明显的结构性问题。一是名义值明显弱于实际值，通缩对经济的负面影响下降但远未消除，背后所反映的供需失衡、以量换价问题持续，且再通胀步伐下半年或继续放慢。二是一季度 GDP 增长 5.3%，但二季度增速回落至 4.7%，且还是在去年同期低基数情况下，显示出边际增长动能短期被削弱。三是从需求角度看，内需弱于外需的情况延续且二季度进一步放大，政策斜率放缓下投资尤其基建投资偏低，地产投资表现明显弱于预期，消费受到收入预期约束，且后两者下半年改善幅度仍有不确定性。而在价格方面，至年中再通胀速度正在减慢，价格水平对名义增长的支持年中接近最大，三季度存在短期去通胀风险。

○ 我们预计，下半年财政加速下基建投资修复相对确定，地产仍是主要风险。消费面临收入约束则有待解决。外需或暂时持稳，但新一轮贸易冲突风险正在上升，预计 5.0% 的全年增速目标能够实现。无论财政还是货币政策年内均维持宽松方向不变，且财政政策力度将大于上半年。货币政策仍以降低融资成本，推动流动性进入实体经济为目标。三中全会释放的改革政策信号以及落实情况值得期待。此外美元进入降息周期后人民币汇率存在反弹空间。

目录

第一部分	上半年经济总体向好与结构性问题并存.....	3
一、	名义产出持续回升 周期压力暂不必担忧.....	4
二、	地产风险未解除 基建仍有增长空间.....	6
三、	消费维持稳定 关注就业、收入改善情况.....	8
四、	出口表现强势 但增量空间受限.....	9
第二部分	下半年再通胀步伐可能放缓.....	11
一、	猪价仍是上行线索 但 CPI 总体受约束.....	11
二、	PPI 已反弹至高位 继续上行动能削弱.....	13
第三部分	政策宽松环境不变 财政投放力度将上升.....	15
一、	央行货币政策仍有作为空间.....	15
二、	财政收支增速回落 下半年发力将增加.....	17
三、	中央政府加杠杆速度有待加快.....	18
第四部分	汇率持续走弱 利差反弹后存升值空间.....	22
第五部分	大宗商品跟随经济运行步伐波动.....	25
第六部分	全文总结与下半年展望.....	25

第一部分 上半年经济总体向好与结构性问题并存

上半年经济增速表现符合预期，并且达到预期增速目标 5.0%。但上半年经济运行也存在明显的结构性问题。一是名义值明显弱于实际值，通缩对经济的负面影响下降但远未消除，背后所反映的供需失衡、以量换价问题持续，且再通胀步伐下半年或继续放慢。二是一季度 GDP 增长 5.3%，但二季度增速回落至 4.7%，且还是在去年同期低基数情况下，显示出边际增长动能短期被削弱。三是从需求角度看，内需弱于外需的情况延续且二季度进一步放大，政策斜率放缓下投资尤其基建投资偏低，地产投资表现明显弱于预期，消费受到收入预期约束，且后两者下半年改善幅度仍有不确定性。从全年角度看，上半年 5.0% 增速下，下半年经济增速同样达到 5.0% 即可实现全年目标。结合下半年财政资金投放增量上升等因素看，二季度 GDP 的 4.7% 或成为年内低点，全年 5.0% 增速目标能够实现。

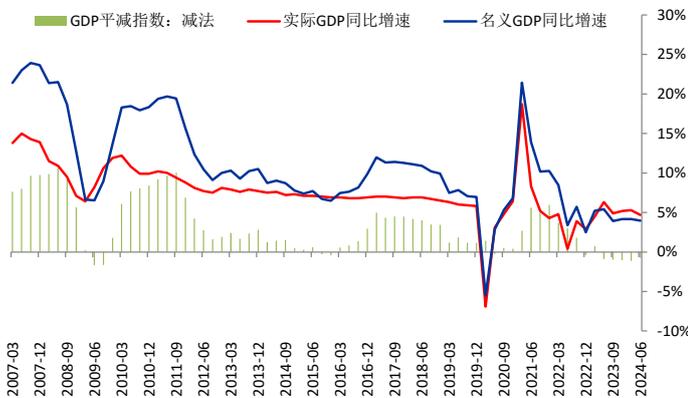


图 1 GDP 增速先快后慢

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

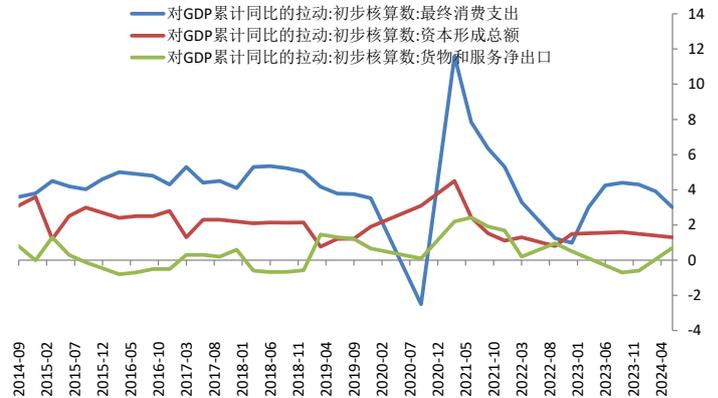


图 2 外需对经济带动明显增强

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

2024	Q1 当季	Q2 当季	Q3 当季	Q4 当季	全年累计
实际 GDP 同比 增速	5.30%	4.70%	6.00%	6.00%	5.53%
			5.50%	5.50%	5.26%
			5.00%	5.00%	5.00%
			4.50%	4.50%	4.73%
			4.00%	4.00%	4.46%

表 1 不同情境下的 2024 年 GDP 增速预期

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

数据名称	单位	2022	2023	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	2024-06
实际GDP累计同比	%	3.00	5.20	--	--	5.20	--	--	5.20	--	--	5.30	--	--	5.00
名义GDP累计同比	%	4.83	4.64	--	--	4.82	--	--	4.64	--	--	4.18	--	--	4.07
工业增加值累计同比	%	3.60	4.60	3.80	3.90	4.00	4.10	4.30	4.60	26.30	7.00	6.10	6.30	6.20	6.00
制造业PMI	点	49.14	49.89	49.30	49.70	50.20	49.50	49.40	49.00	49.20	49.10	50.80	50.40	49.50	49.50
出口金额:累计同比	%	5.58	-4.67	-5.21	-5.65	-5.80	-5.88	-5.29	-4.67	7.90	6.80	1.40	1.40	2.70	3.60
进口金额:累计同比	%	0.74	-5.53	-7.88	-7.79	-7.61	-6.61	-6.06	-5.53	15.40	3.50	1.50	3.20	2.90	2.00
贸易差额:累计值	亿美元	8379	8221	4801	5473	6224	6783	7474	8221	846	1239	1823	2546	3372	4350
固定资产投资:累计同比	%	5.10	3.00	3.40	3.20	3.10	2.90	2.90	3.00	--	4.20	4.50	4.20	4.00	3.90
房地产投资:累计同比	%	-10.00	-9.60	-8.50	-8.80	-9.10	-9.30	-9.40	-9.60	--	-9.00	-9.50	-9.80	-10.10	-10.10
基建投资:累计同比	%	11.52	8.24	9.41	8.96	8.64	8.27	7.96	8.24	--	8.96	8.75	7.78	6.68	7.70
制造业投资:累计同比	%	9.10	6.50	5.70	5.90	6.20	6.20	6.30	6.50	--	9.40	9.90	9.70	9.60	9.50
名义社会消费:累计同比	%	-0.20	7.20	7.30	7.00	6.80	6.90	7.20	7.20	--	5.50	4.70	4.10	4.10	3.70
GDP平减指数累计同比	%	1.77	-0.54	--	--	-0.36	--	--	-0.54	--	--	-1.07	--	--	-0.89
CPI:累计同比	%	2.00	0.20	0.50	0.50	0.40	0.40	0.30	0.20	-0.80	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10
核心CPI:累计同比	%	0.90	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.40	0.80	0.70	0.70	0.70	0.70
PPI:累计同比	%	4.10	-3.00	-3.20	-3.20	-3.10	-3.10	-3.10	-3.00	-2.50	-2.60	-2.70	-2.70	-2.40	-2.10
PPIRM:累计同比	%	6.10	-3.60	-3.50	-3.60	-3.60	-3.60	-3.60	-3.60	-3.40	-3.40	-3.40	-3.30	-3.00	-2.60
M2:存量同比	%	11.80	9.70	10.70	10.60	10.30	10.30	10.00	9.70	8.70	8.70	8.30	7.20	7.00	6.20
贷款余额存量同比	%	11.10	10.60	11.10	11.10	10.90	10.90	10.80	10.60	10.40	10.10	9.60	9.60	9.30	8.80
社融规模存量同比	%	9.60	9.50	8.90	9.00	9.00	9.30	9.40	9.50	9.50	9.00	8.70	8.30	8.40	8.10

表 2 近一年主要经济数据变动情况

数据来源: Wind、方正中期研究院

一、 名义产出持续回升 周期压力暂不必担忧

上半年名义产出呈现明显的两阶段特征，一季度至二季度初期主要受到实际工增持续高增长支持，产出价格增速偏低，5月开始价格指数增速显著加快，成为推升名义产出的主要因素，实际产量指标增速则有所减缓。企业部门总体营收和利润改善。但截至6月情况显示，产销率明显下降，出口交货值稍弱于季节性，内需持续处于弱勢境地给产出带来压力，尤其是基建、地产相关性强的上游黑色、非金属建材行业走弱更明显，而制造业相关性强的化工、有色表现相对好，半导体、汽车、装备制造业明显好于其他行业。另外从制造业PMI来看也有类似情况出现：3月制造业PMI升至高点后持续下降，5月和6月再回负值区间。其中供需分项全面减速，且内需相对更弱。至二季度后期，产品和原料净需求持续边际走弱；产成品库存上升、原材料库存下降；原材料价格和出厂价格大幅回落。短期库存周期有转向被动加库存迹象，库存周期压力增加。总体上看，当前产出面临两大问题，一是供大于需情况持续存在，二是包括终端消费品价格和上游原材料价格涨价均减慢。被动加库存特征正在显现。但我们认为下半年随着政策力度加大，需求边际修复有助于产出端维持稳定。从内生周期角度看，2022年四季度为底部开启的库存周期上行阶段年内不会结束，内生增长动力只是减弱而非反转，更多的风险需关注2025年情况。

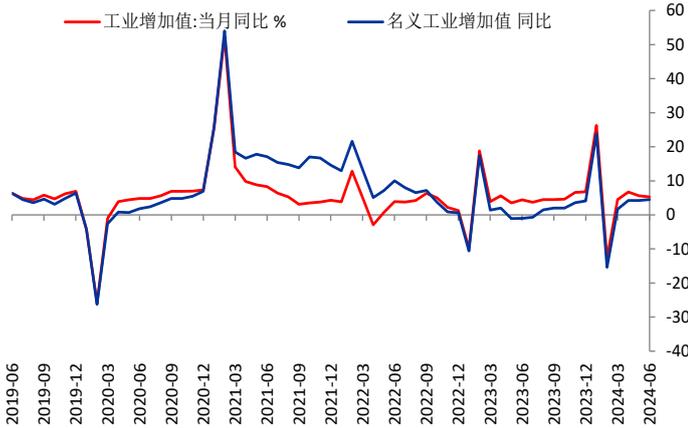


图3 名义产出持续回升、实际产出先上后下

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

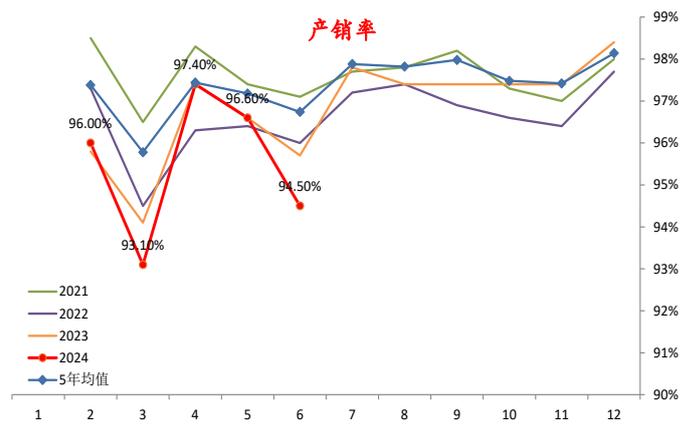


图4 Q2产销率走弱

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

官方同比	下游行业					中游行业										上游行业						
	食品制造业	农副食品加工业	纺织业	医药制造业	汽车制造业	通用设备制造业	专用设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	铁路、船舶和航空航天及其他运输设备制造业	电力、热力的生产和供应业	黑色金属冶炼及压延加工业	有色金属冶炼及压延加工业	非金属矿物制品业	橡胶和塑料制品业	化学原料及化学制品制造业	煤炭开采和洗选业	石油和天然气开采业	黑色金属矿采选业	有色金属矿采选业	非金属矿采选业	开采辅助活动
2024/06	4.8	0.9	5.1	6.2	6.8	3.4	3.4	4.4	11.3	13.1	4.1	3.3	10.2	-0.4	8.6	9.2	4.2	4.4	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
2024/05	3.5	-0.9	5.3	4.0	7.6	2.4	2.1	3.9	14.5	11.8	4.0	3.9	9.3	-0.6	8.6	12.7	4.4	1.6	3.3	13.7	-0.2	-9.0
2024/04	4.8	1.2	6.6	4.9	16.3	3.7	2.0	5.8	15.6	13.2	5.7	2.0	11.4	-1.5	10.5	12.3	1.5	0.7	7.2	15.4	-1.9	-5.2
2024/03	4.9	5.2	2.5	3.1	9.4	0.0	0.9	4.8	10.6	8.6	4.9	3.3	11.2	-2.8	5.3	9.1	-1.6	1.5	6.7	9.9	-2.0	7.3
2024/02	7.3	2.3	6.6	-3.5	9.8	4.1	2.0	4.6	14.6	11.0	7.8	8.7	12.5	3.9	13.1	21.0	1.4	3.0	7.7	5.8	2.4	1.4
2023/12	4.4	-0.8	1.7	-3.3	20.0	4.6	3.6	10.1	9.6	5.6	5.8	2.1	12.9	0.3	9.9	11.0	5.8	3.5	16.6	3.8	-3.2	-12.8
2023/11	3.8	-0.5	2.1	-8.1	20.7	0.8	1.9	10.2	10.6	12.7	9.2	5.1	10.2	-0.6	7.4	9.6	5.2	1.8	11.6	2.7	-2.7	-12.7
2023/10	4.7	0.7	2.0	-10.4	10.8	-0.1	2.7	9.8	4.8	9.6	0.9	7.3	12.5	-1.1	6.0	12.1	3.3	0.4	12.8	9.5	-2.4	-8.0
2023/09	6.4	1.2	0.8	-7.7	9.0	0.0	1.6	11.5	4.5	2.6	4.6	9.9	8.4	-1.7	6.0	13.4	1.4	3.4	1.3	-0.9	-5.9	6.6
2023/08	2.5	3.1	1.4	-6.2	9.9	-0.8	-0.5	10.2	5.8	3.1	0.2	14.5	8.8	-1.6	5.4	14.8	1.6	7.2	-2.1	-0.9	-5.6	-1.4
2023/07	0.0	3.0	-0.3	-3.5	6.2	-1.4	1.5	10.6	0.7	1.0	4.6	15.6	8.9	-3.4	3.6	9.8	0.4	4.2	6.1	-1.2	-10.5	6.7
2023/06	3.1	2.2	-0.4	-2.1	8.8	-0.2	3.4	15.4	1.2	4.7	5.4	7.8	9.1	-0.4	3.0	9.9	2.0	4.1	0.0	-7.8	-8.5	5.9

表3 中下游制造业明显强于中上游原材料行业

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

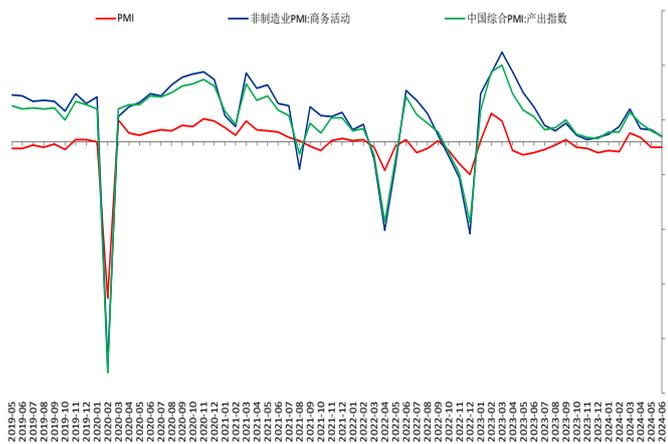


图5 制造业PMI先升后降

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

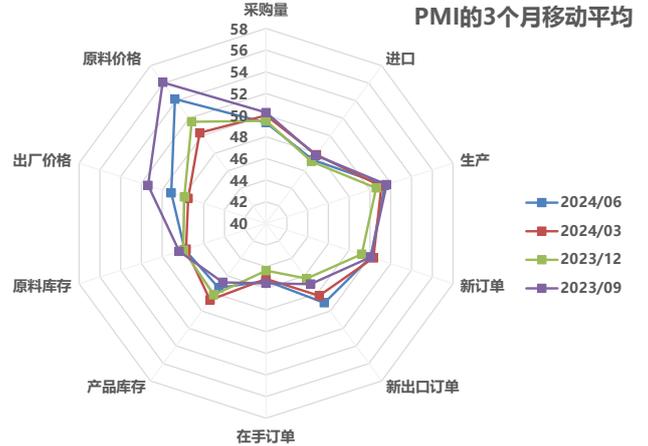


图6 供需扩张步伐放缓

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

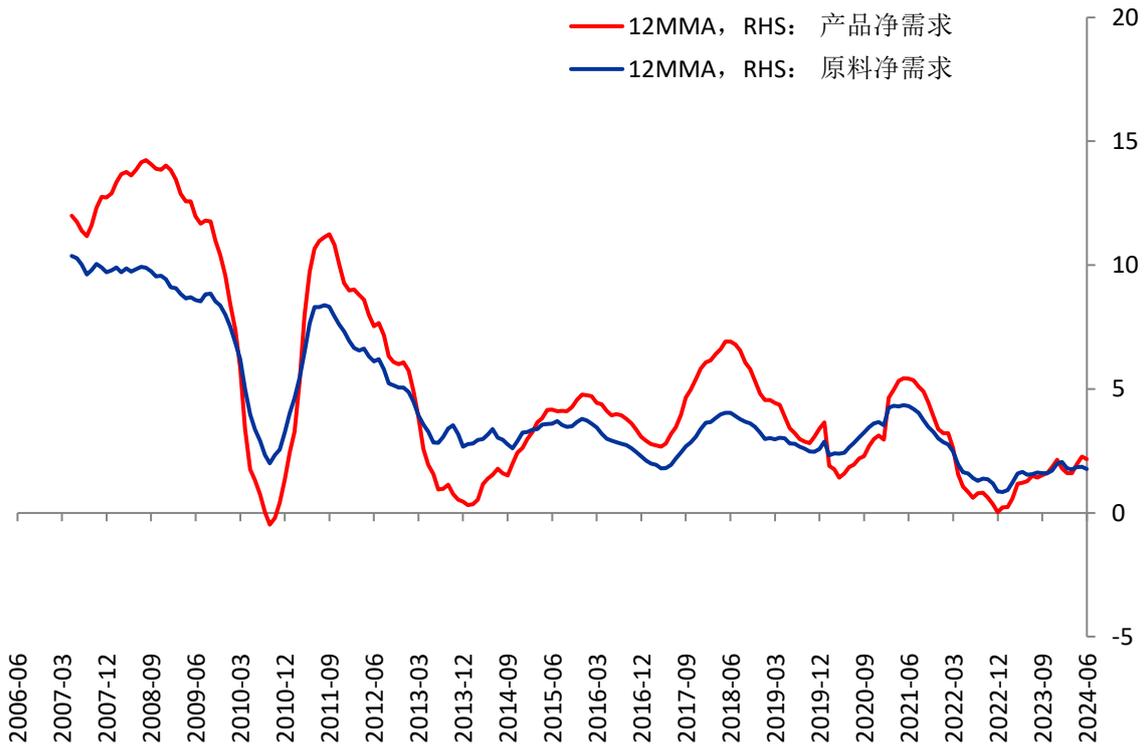


图 7 库存周期仍位于上行阶段

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 地产风险未解除 基建仍有增长空间

今年以来总投资增速先升后降，其中地产投资大幅负增长仍是主要拖累项，基建投资则对冲风险稳增长的重要抓手，制造业投资基本持稳变动不大。从节奏上看，二季度初期基建投资短期回落，主要受到资金增量下降影响。6月开始特别国债资金落实到位并形成实物工作量后，基建投资增量和增速均有明显回升。往后看，上半年国债仅发行节奏慢，下半年尤其三季度将加速落实财政政策。制造业投资受经济转型、升级和低融资成本带动，整体向好趋势不变，但需要警惕大规模设备更新政策效果减弱以及“挤出效应”的影响。地产资金压力和投资弱势不改，上半年仅实现低基数下的同比增速收窄，未实现任何实际增量。5月政策宽松后部分城市房价跌速减慢，但风险仍未彻底解除，下游销售能否持续好转并传导至上游投资，对开工和施工端产生拉动仍存在疑问，需要继续关注房屋销售和行业资金情况。此外，去库存和市场出清还有赖存量房收储政策，然而财政资金限制下短期难有明显加速。长期看，受到人口回落、城市化转向平稳等影响，地产下行周期不变。

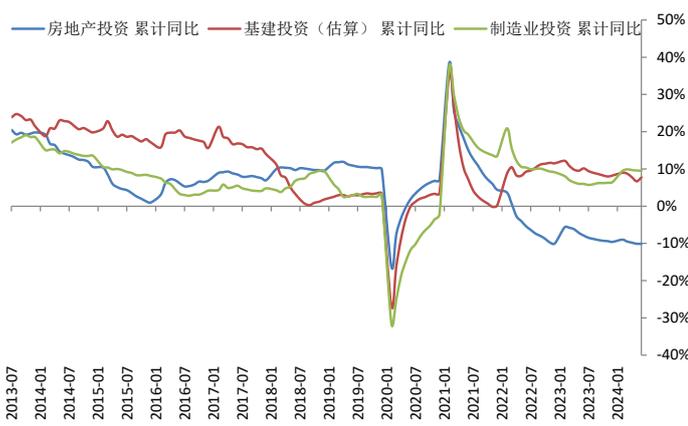


图 8 名义投资仍受地产拖累
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

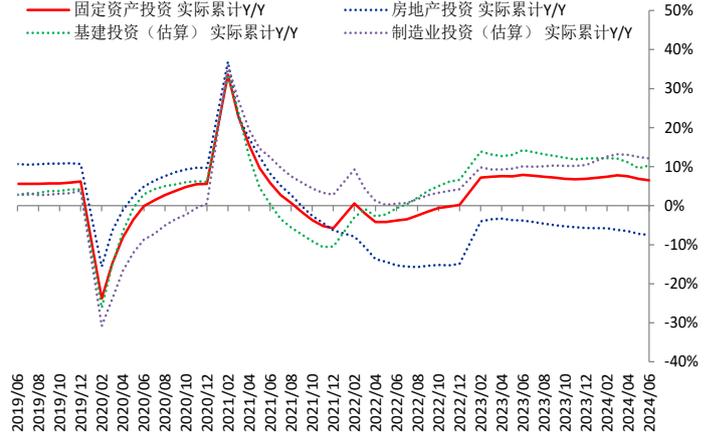


图 9 实际投资中基建短期回落
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

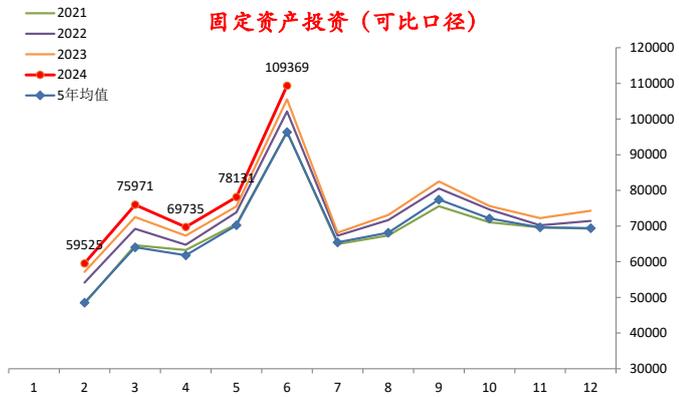


图 10 可比口径的固投基本稳定
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

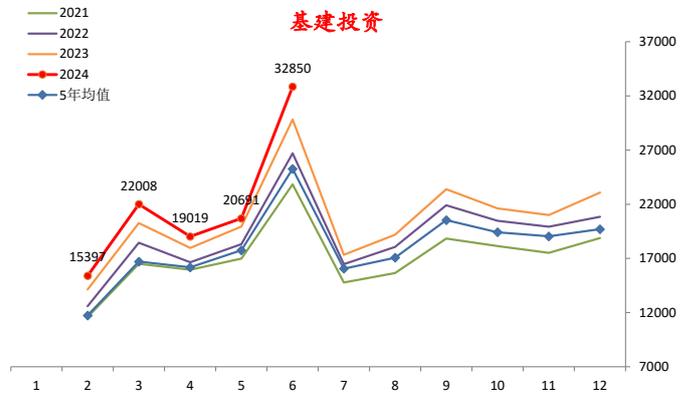


图 11 基建投资 4 月和 5 月走弱后 6 月明显回升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

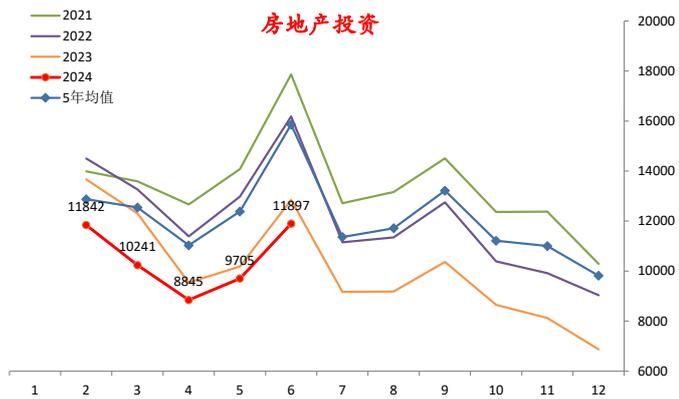


图 12 房地产投资持续处于低位
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

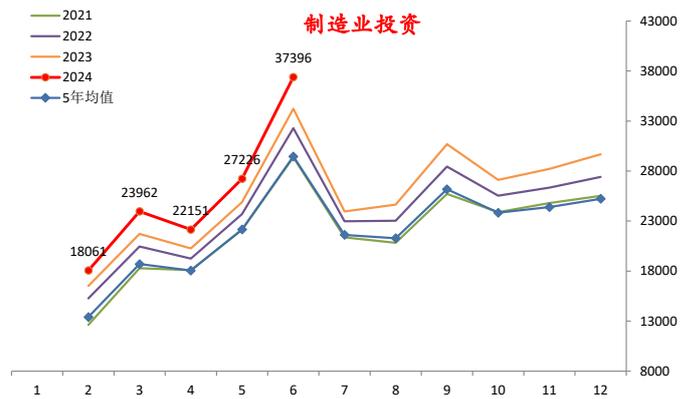


图 13 制造业投资稳中有升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

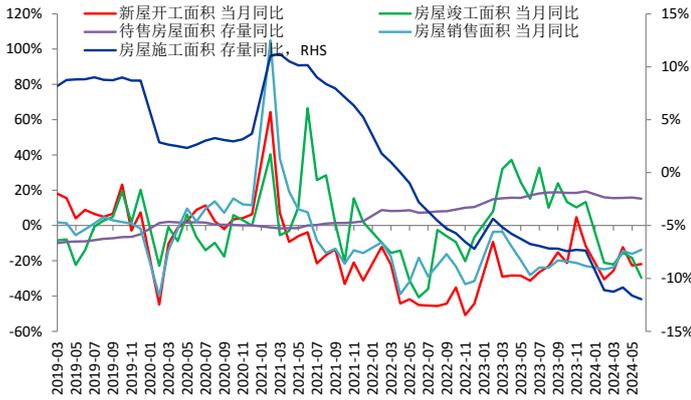


图 14 房地产行业主要指标均走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

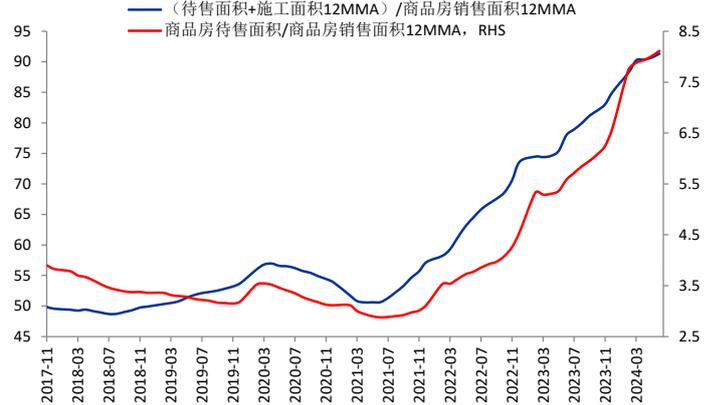


图 15 库销比和广义库销比均显示被动加库存
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

三、消费维持稳定 关注就业、收入改善情况

今年以来，消费总体增长但对经济的贡献度有所回落。从节奏上看，社会零售消费同比增速下行后持稳，单月表现持续符合季节性。但分项中仍有几点值得关注。一是消费品价格总体偏弱，尤其是耐用品价格，这与中下游制造业 PPI 走弱逻辑一致，以量换价情况下消费总额增长有一定制约，尤其是汽车等消费品方面。二是线上消费二季度波动较大，主要是 5 月电商促销提前透支 6 月消费潜力，造成 5 月和 6 月分别明显超过和弱于季节性的表现，但两个月总体消费也处于偏低位置。三是服务消费保持火爆，即使去年同期基数已经脱离疫情影响，餐饮为代表的服务消费增速仍持续好于商品零售。四是地产销售不佳继续拖累相关商品消费。我们预计，下半年消费总体维持平稳，服务消费存在增长空间，商品消费仍面临量增价跌之下总额的阻力。内生逻辑看，消费倾向回归常态后，就业、收入改善仍缓慢，需继续等待居民收入端（包括财产性收入）对消费形成更多支撑，消费-收入-消费的内生逻辑待加强。预计消费将以平稳为主，对经济增长贡献不变。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

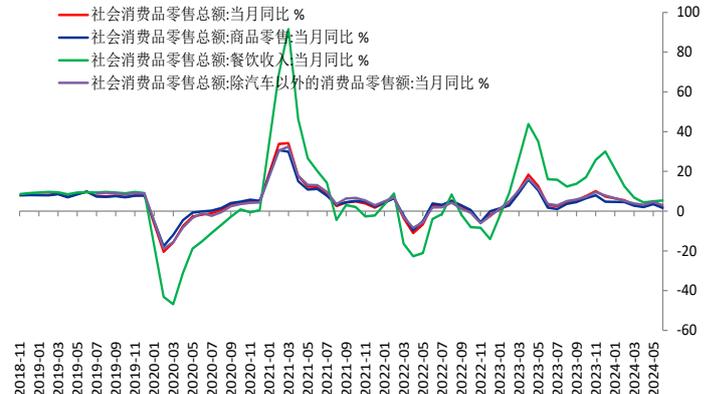
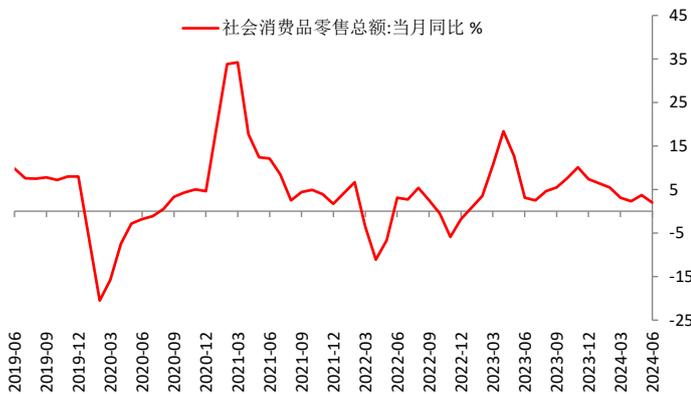


图 16 社消总额同比放缓后持稳
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 17 服务消费（餐饮）仍相对较好
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

官方累计同比	必需品消费				改善性消费				地产系消费			汽车系消费		餐饮消费	商品零售
	粮油食品	饮料	日用品	化妆品	文娱用品	书报杂志	家具	家电	建筑材料	汽车	石油及制品				
2024-06	9.60	5.60	2.30	1.00	11.20		2.60	3.10	-1.20	-1.10	4.10	5.40	1.50		
2024-05	9.30	6.50	2.70	5.40	15.20	2.60	3.00	7.00	-0.40	0.20	4.00	5.00	3.60		
2024-04	9.30	6.50	1.50	2.10	13.80	4.80	2.50	5.50	0.60	1.40	3.80	4.40	2.00		
2024-03	9.60	6.50	0.70	3.40	14.20	7.30	3.00	5.80	2.40	3.80	4.50	6.90	2.70		
2024-02	9.00	6.90	-0.70	4.00	11.30	3.70	4.60	5.70	2.10	8.70	5.00	12.50	4.60		
2023-12	5.20	3.20	2.70	5.10	11.20	4.80	2.80	0.50	-7.80	5.90	6.60	30.00	4.80		
2023-11	5.10	2.80	3.60	4.70	10.70	6.10	2.80	0.60	-7.80	6.20	6.50	25.80	8.00		
2023-10	5.20	2.40	3.60	6.20	9.90	6.30	2.90	0.30	-7.50	5.30	6.40	17.10	6.50		
2023-09	5.30	2.00	3.50	6.80	8.30	7.20	3.10	-0.60	-7.90	4.60	6.50	13.80	4.60		
2023-08	4.90	1.20	3.90	7.50	8.00	6.80	3.40	-0.40	-7.80	4.90	6.20	12.40	3.70		
2023-07	4.90	1.30	4.20	7.20	9.40	7.40	3.20	0.00	-7.30	5.50	6.20	15.80	1.00		
2023-06	4.80	1.00	5.00	8.60	10.50	8.60	3.80	1.00	-6.70	6.80	7.50	16.10	1.70		

表 4 改善型、服务型消费表现最佳，地产相关消费受偏弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院



图 18 收入增速放慢制约支出增长
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

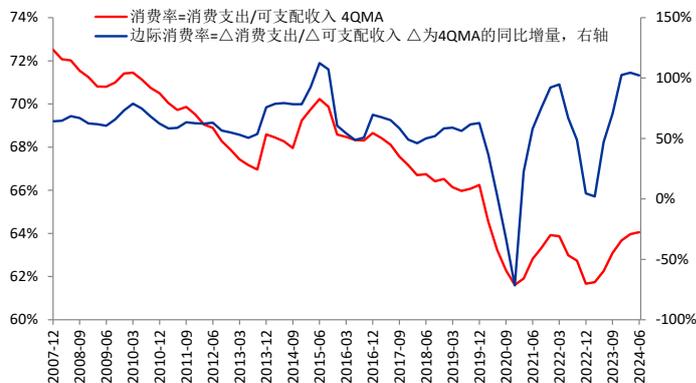


图 19 消费率和边际消费率变动不大
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

四、 出口表现强势 但增量空间受限

上半年美元计价的出口累计同比增长 3.62%，进口累计同比增长 2.04%，贸易差额累计为 4362.57 亿美元。出口总体呈现先修复后平稳的态势，一季度基本延续去年下半年以来的强势，同比、环比均有明显增长。该强势特征延续至二季度初期，之后环比继续加速的步伐放慢，但在低基数影响下仍维持较高的同比增长。结构上看，多数出口分项同样呈现先增长后转稳的表现。其中上游电子、半导体等改善幅度相对较大，耐用消费品如家电、汽车出口则位于高位。地产后周期和工业中间品出口继续受全球经济和美国地产市场修复带动。而进口增速先持稳后回落，尤其是 6 月走弱较明显，与大宗商品价格走弱、国内补库放慢均有关，并同时反映在工业金属和化工产品进口量下降。总体上看，出口高位持稳的增长态势延续，与制造业 PMI 新出口订单、韩越出口、全球 PMI 等指标维持上行趋势，以及海运费价格持续上涨逻辑一致。

而进口回落受到补库存放慢拖累，从 PMI 内需指标走弱也可验证。另外，欧盟对华电动汽车加关税或对出口产生结构性影响。中长期看，出口仍将与全球经济贸易部门同步修复，背后的全球库存周期共振性向上逻辑不变，预计下半年外需仍是支持经济的重要方面。在节奏方面，出口金额从快速修复期（2023H2-2024Q1）进入平稳期后，增量上行空间减少，但同比在低基数推升下短期仍有望加速。进口则仍将受到国内加库存步伐和大宗商品价格变动的影响。

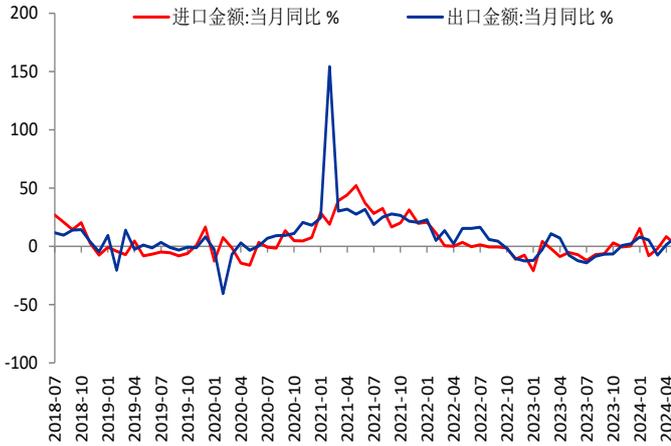


图 20 出口增速持续加快

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

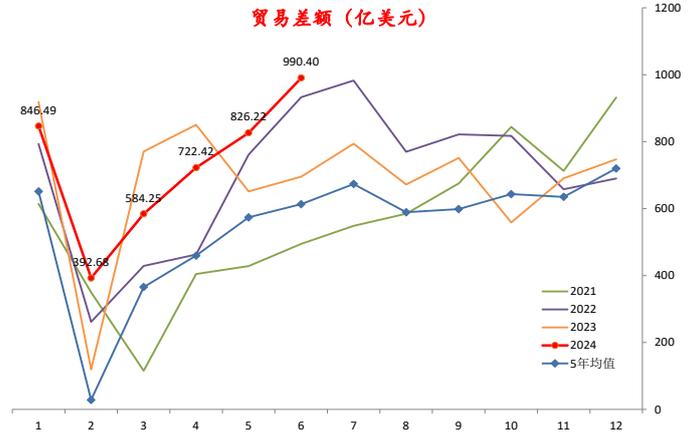


图 21 贸易差额升至高位

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

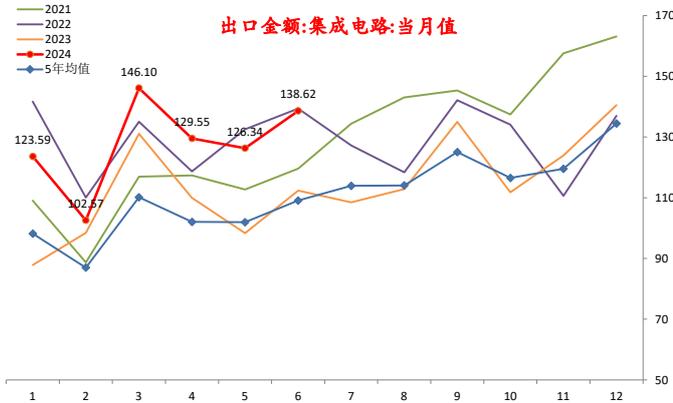


图 22 半导体出口延续恢复态势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

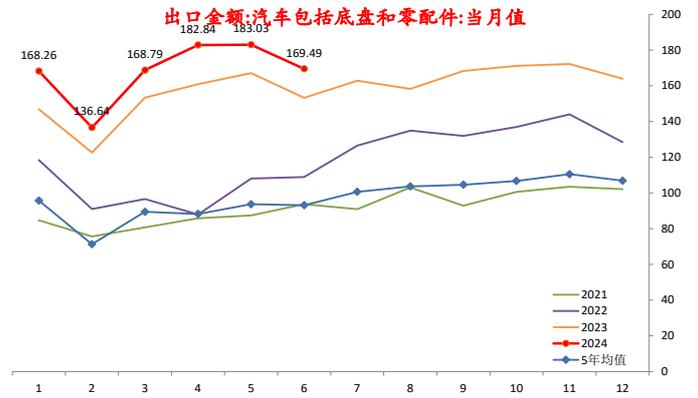


图 23 汽车出口维持高位

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

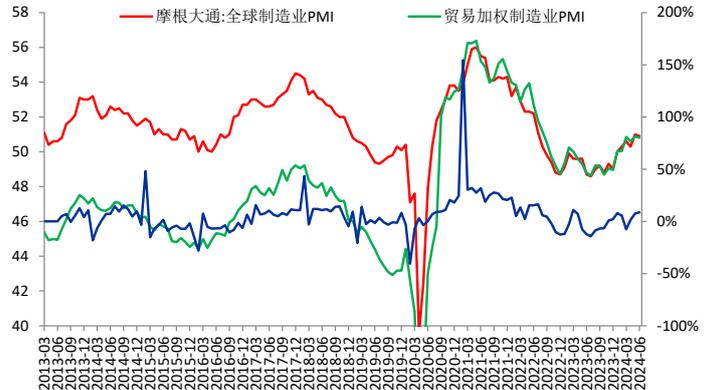
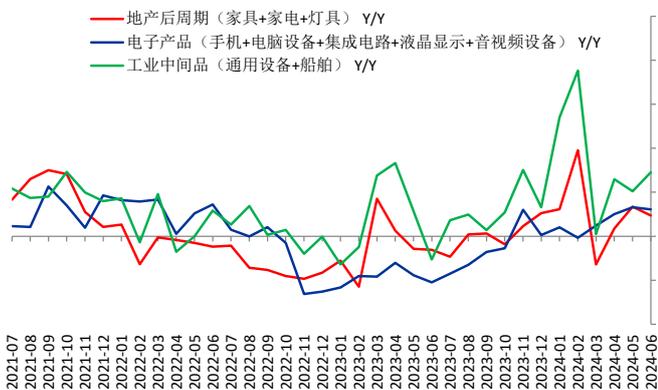


图 24 工业中间品出口强势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

图 25 全球经济修复对出口有带动作用

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第二部分 下半年再通胀步伐可能放缓

上半年国内通缩局面整体有所改观，再通胀趋势加快。CPI 同比基本处于略高于 0 位置，PPI 跌幅则持续收窄。CPI-PPI 差值不断下行，截至 6 月已经降至 1.0%；二者均值跌幅则持续减小至-0.3%。二季度 GDP 平减指数跌幅收窄至-0.73%。我们预计下半年 CPI 中枢将缓慢抬升，猪周期是最主要支持项。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心 CPI 回升步伐。而下半年 PPI 在外需暂时位于高位，基建跟随政府债增量回升的概率较高情形下维持稳定。地产回升程度仍有较大不确定性。再通胀速度正在减慢，价格水平对名义增长的支持年中接近最大，甚至三季度存在短期去通胀风险。需关注财政投放节奏和更多对冲下行政策的力度。货币政策完全不受到通胀环境的限制，反而有更多的宽松必要性。

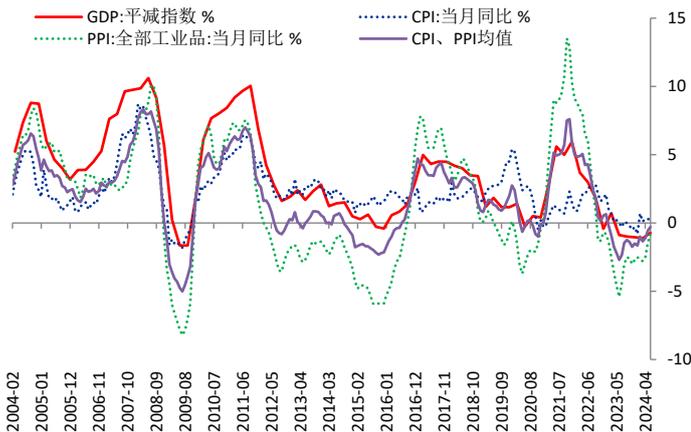


图 26 CPI、PPI 均值和平减指数跌幅收窄

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

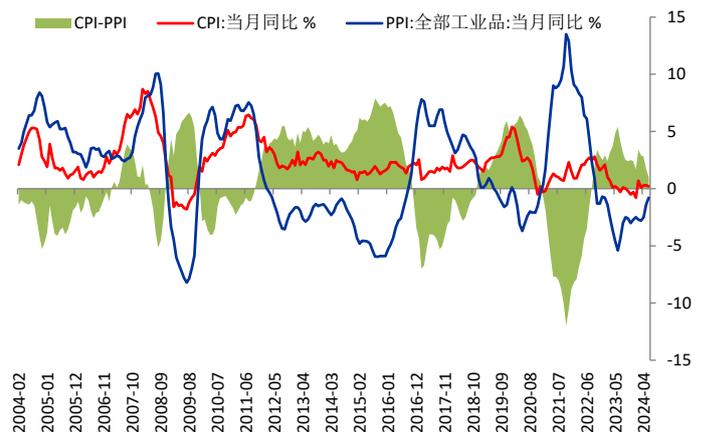


图 27 CPI-PPI 持续回落

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

一、猪价仍是上行线索 但 CPI 总体受约束

从 CPI 角度看，上半年基本维持 0 以上位置震荡。其中一季度受到春节影响波动明显放大，二季度波动幅度减小。食品中粮油价格跌幅持续收窄。鲜果、鲜菜价格跟随天气以及供应波动，总体影响超过猪肉价格上涨力量，是拖累食品价格的主因。非食品价格走弱逻辑主要有四个方面。一是国内燃料价格跟随国际油价大幅下跌。二是家用器具等耐用品价格跌幅扩大，受到上游 PPI 传导影响，以及汽车等行业普遍降

价拖累。三是服务价格涨势相对确定，服务消费需求火爆存在一定支持，但季节性波动加大。四是房租价格受到经济不景气影响持续走弱。从目前情况看，下半年猪肉产能（能繁母猪）、库存（生猪存栏）大概率将延续下行趋势，猪肉价格易涨难跌，其缓慢上行仍是推升 CPI 食品项的主要线索。非食品价格分歧依然较大，按照油价维持 80 美元附近波动的基准情景，核心商品跌价仍是主要拖累之一。核心服务中租金项或将有所回升但幅度有限，非租金项相对平稳，核心通胀低位略有反弹。总体 CPI 环比难显著脱离季节性表现，基数先升后降将令 CPI 同比读数三季度承压、四季度反弹，总体仍受约束，上移空间有限。长期来看，经济修复、消费复苏节奏将决定消费通胀尤其是核心 CPI 回升步伐。收入慢增长、消费弱反弹情况改善之前，CPI 难有更高的运行中枢。

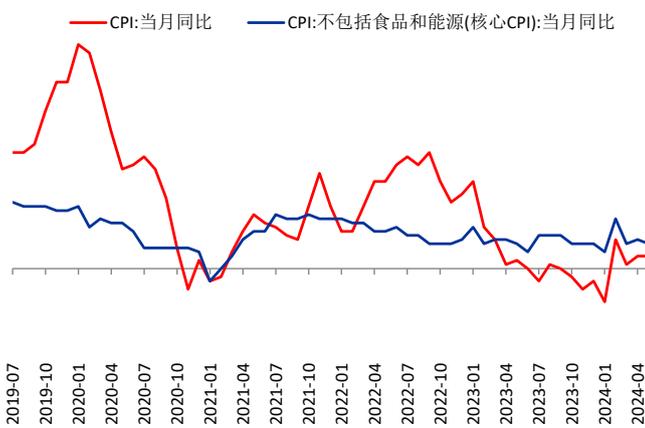


图 28 总体 CPI 与核心 CPI 均持稳
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

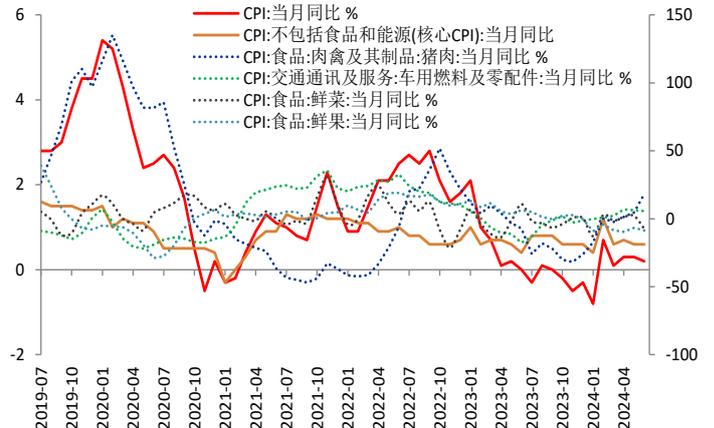


图 29 猪肉带动力持续增强
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

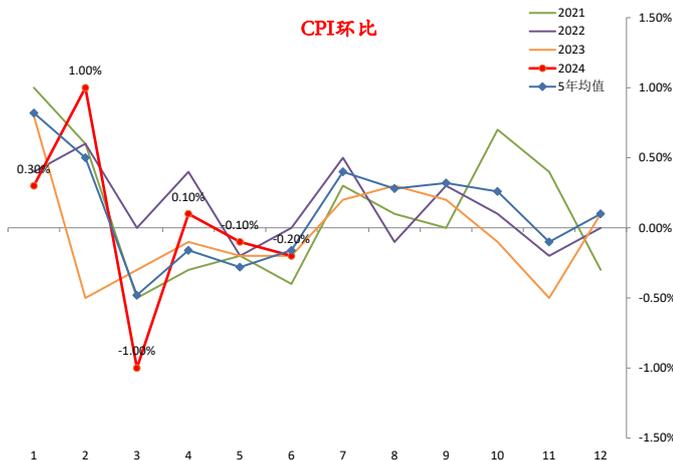


图 30 CPI 环比受春节影响波动加大
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

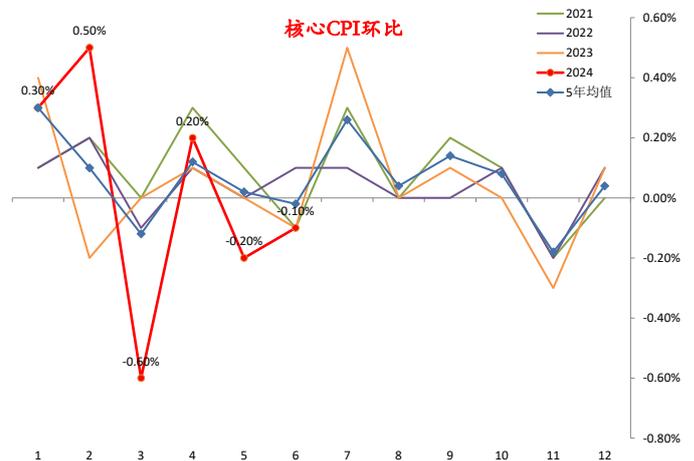


图 31 核心 CPI 环比波动也放大
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

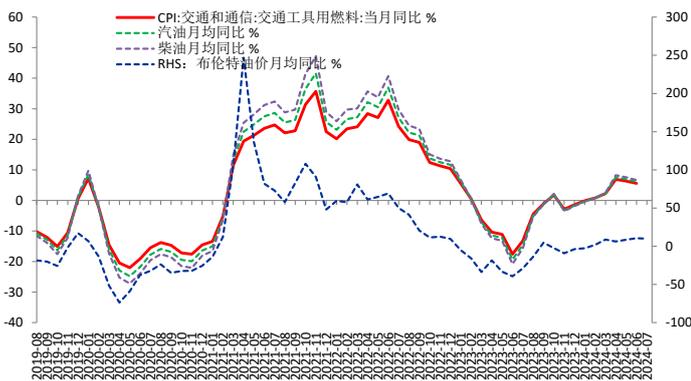


图 32 能源价格反弹存在支持作用
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

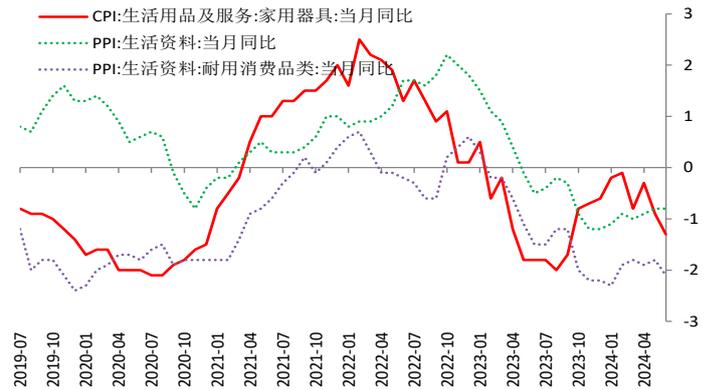


图 33 PPI 对核心商品有拖累
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、PPI 已反弹至高位 继续上行动能削弱

年初以来 PPI 去年开始的修复趋势，至 6 月跌幅收窄至 0.8%，为 18 个月以来最好位置。从节奏上看，PPI 同比一季度受到基数回升影响而放慢改善步伐，二季度基数回落后改善速度再度加快。商品价格反弹仅在 5 月起到短期作用，且更多作用在上游行业，PPI 环比多数时间小幅负增长。PPI 同比跌幅收窄也是 GDP 平减指数负增长减小的主要推动力。这有助于企业名义产出、营收和利润的改善，并推动名义产出回升。但 PPI 与 PPIRM 差值至年中出现 16 个月以来首次转负，下游相对上游利润改善速度持续放慢，下游相对更强的竞争环境不利于产出价格稳定。从行业角度看，大宗商品价格反弹也对上游带动更明显，中游原材料行业部分收益，下游制造业通缩情况不变，且强供给、弱需求之下仍有持续恶化趋势。产业链中，能化受油价企稳反弹带动维持强势。有色加速上涨也与金属价格高位支持有关。黑色负增长改善有限，内需不振和地产弱勢拖累仍在。我们认为，PPI 加速修复趋势即将结束，6 月可能是 PPI 的阶段性高位。下半年 PPI 基数先回升后回落，三季度新涨价有限之下 PPI 同比将回落，四季度则相反，这意味着短期存在一定的去通胀风险。长期来看，全球货币政策和经济基本面、商品供给端波动均为大宗商品价格和 PPI 的主要影响。除非商品价格带动下有新涨价因素出现，否则 PPI 上行动力将明显削弱。

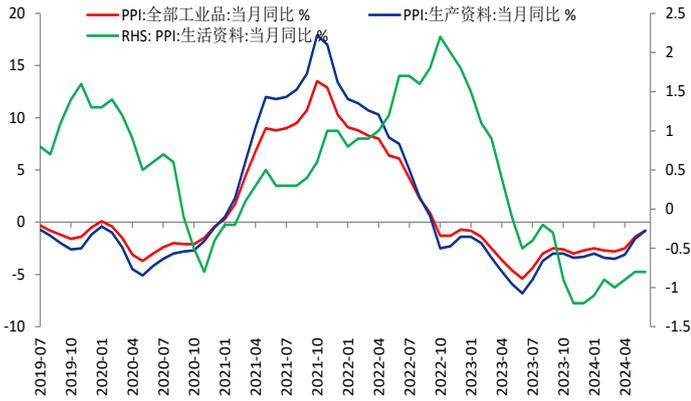


图 34 PPI 跌幅持续收窄
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

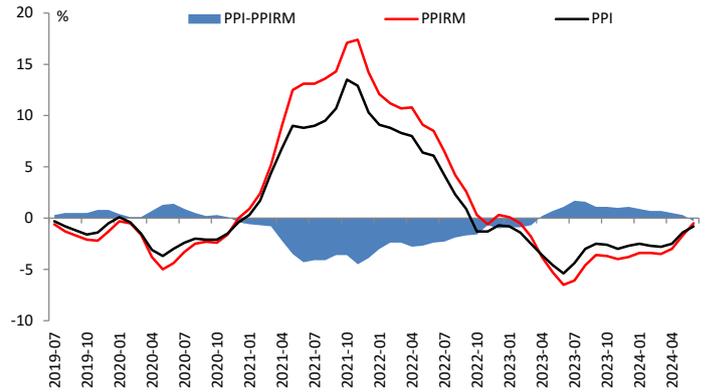


图 35 PPI 与 PPIRM 差值回落
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

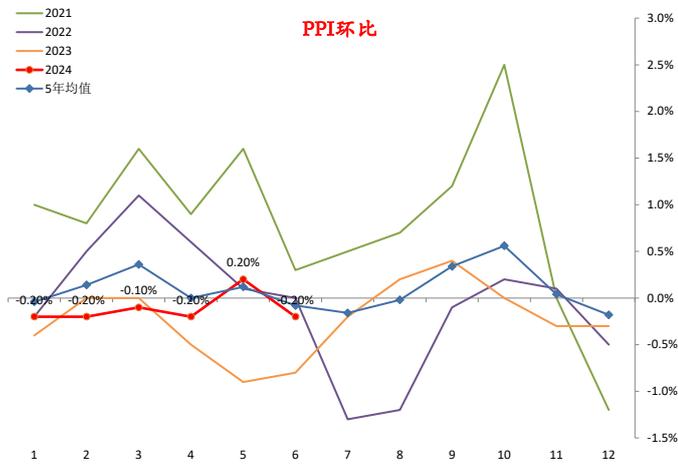


图 36 PPI 环比多数时间小幅负增长
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

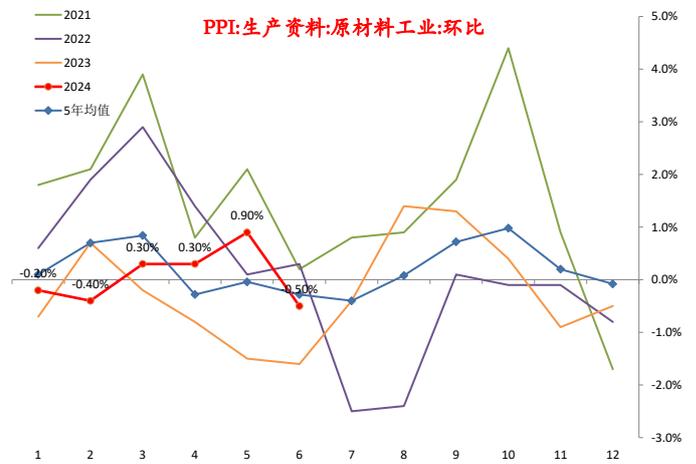


图 37 原材料工业受到商品涨价影响更积极
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

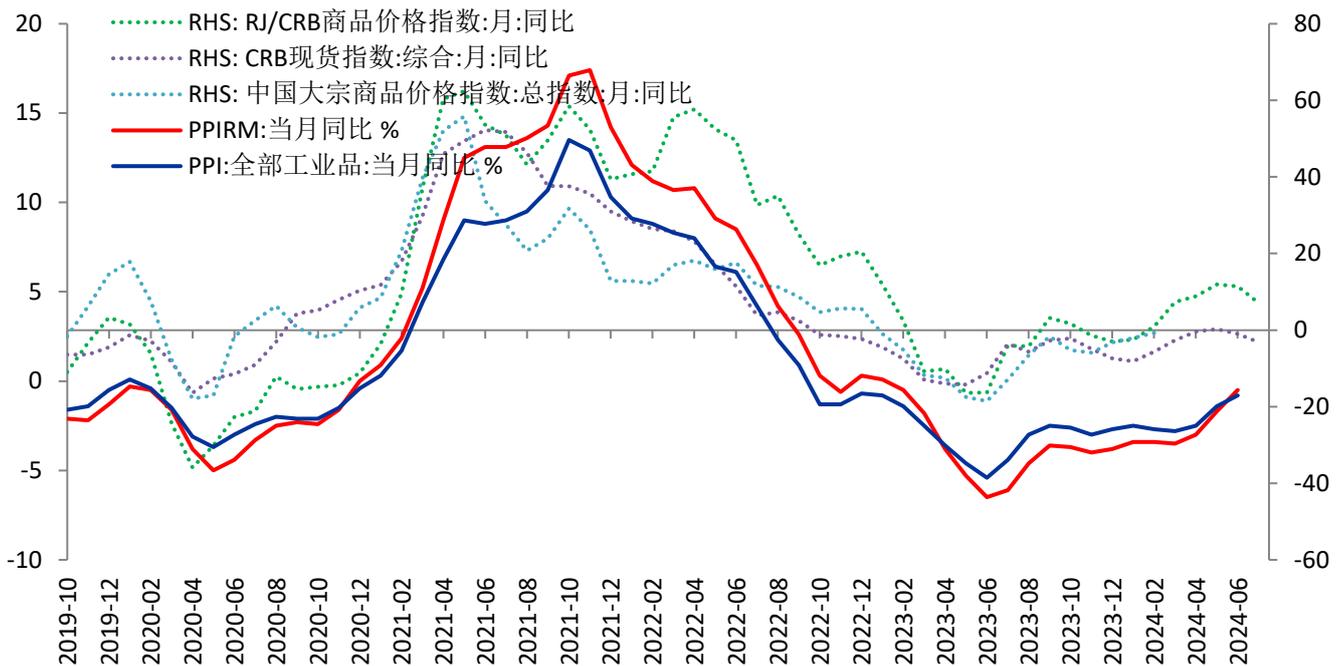


图 38 商品价格反弹步伐放缓下 PPI 新涨价动能被削弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第三部分 政策宽松环境不变 财政投放力度将上升

上半年货币政策总体维持宽松，年初降准支持经济。但融资端分歧也有所加大，居民长贷仍持续处于低位，与房屋销售弱关系密切。社融更多受到政府融资带动大幅回升，特别是 5 月开始随着超长期特别国债发行而出现明显反弹，成为信用增量的主要支持因素。流动性通过居民部门进入实体经济的道路仍不畅通，有待更多政策支持。从财政角度看，今年以来财政收支改善速度明显偏慢，财政收入持续负增长，财政支出则有所扩大。上半年国债净融资 15530 亿元，地方专项债净融资额约为 1.5 万亿元，未达到全年总增量的一半。我们预计，下半年无论财政还是货币政策仍将维持宽松方向不变。财政政策力度将大于上半年。货币政策仍以降低融资成本，推动流动性进入实体经济为目标。以目前情况看，政府加杠杆刺激经济是年内最易实现的方式，另外对于中央和地方政府财政收入的重新划分值得期待。

一、 央行调整货币政策 未来仍有作为空间

今年央行货币政策总体维持宽松，年初曾全面调降准备金率，但同时央行持续缩表，试图挤压银行间剩余流动性进入实体经济，以打破“资产荒”问题（4月禁止手工补息同样逻辑），存在一定收效但效果并不明显。缩表反而令储备货币下降，增加银行对企业和非银扩表存压力。从融资端来看，二季度社融和表内贷款明显回落受到短期政策宽松不足影响。居民长贷仍持续处于低位，与房屋销售弱关系密切。企业长贷或反映“挤出效应”问题，其投资步伐放缓风险上升。票据和短贷情况则显示企业融资层面经营流动性偏低，或是拖累存款和M1的原因之一。社融受到政府融资带动大幅回升。存款总体低位，企业活期存款拖累M1严重，财政支出约束下机关团期存款低则是另一拖累因素。资金继续从企业流向居民，M1-M2增速大降，企业流动性受限。当前M1和企业活期存款低是金融市场担忧的问题。企业-非银-政府-企业流动性循环打通之前，M1或维持弱势。总体上看，居民部门、企业部门分别是长期、短期的流动性短板。政府融资随着超长期特别国债5月开始发行而出现明显反弹，成为信用增量的主要支持因素。经济表现弱于预期、内需短期偏弱、通缩改善步伐减慢的现状不变。货币政策有待进一步宽松，打通流动性进入实体经济，尤其是进入企业和居民部门的通道。我们认为下半年降准的可能性不低，降息也存在可能，但在基准利率变革期实现手段存在不确定性。

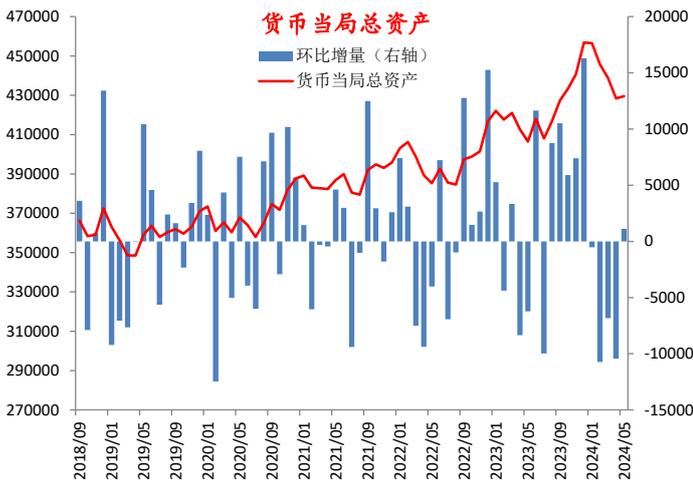


图 39 央行资产负债表总体收缩
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

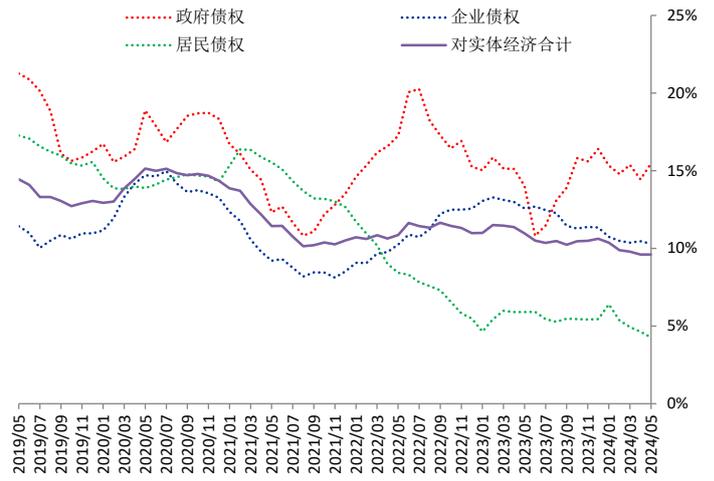


图 40 商业银行对居民扩表持续减速
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

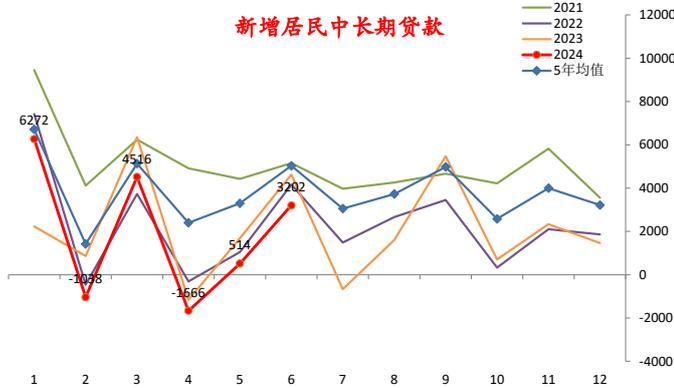


图 41 居民长贷受限

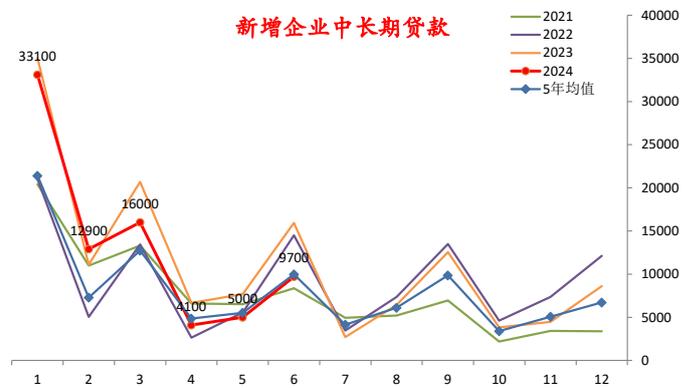


图 42 设备更新政策退坡后企业中长贷回落

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

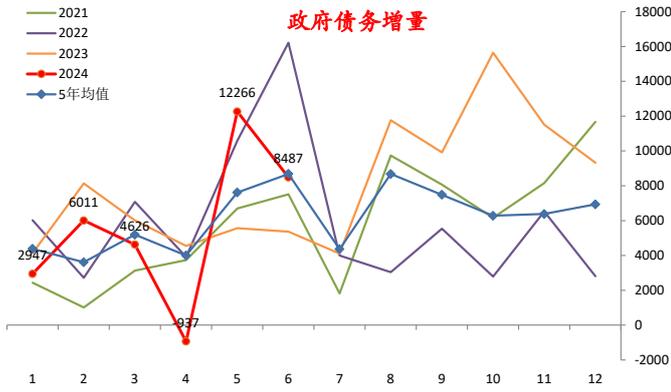


图 43 5月开始政府融资增量显著上升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

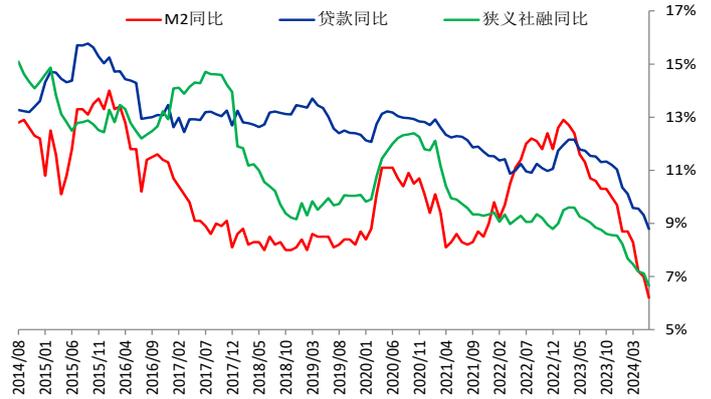


图 44 广义社融、M2 增速均回落
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

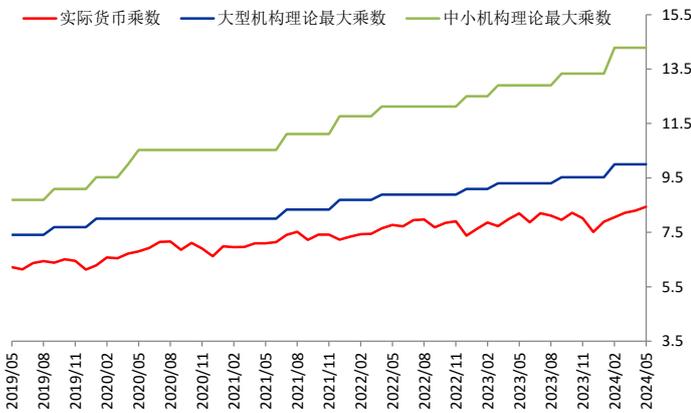


图 45 央行年初降准带动货币乘数上升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

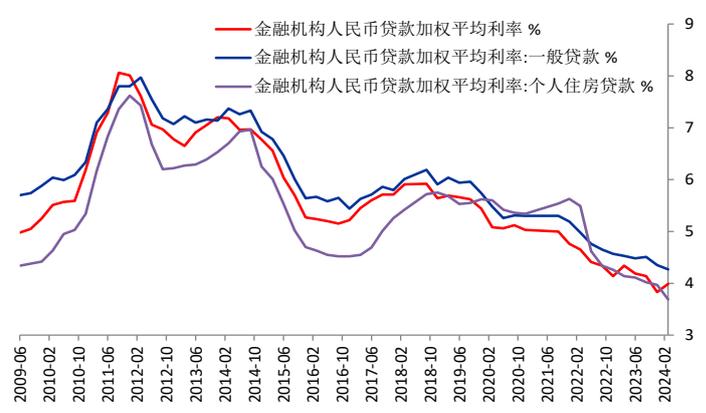


图 46 实体经济融资成本继续下降
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 财政收支增速回落 下半年发力将增加

今年以来财政收支改善速度明显偏慢，财政收入持续负增长，财政支出则有所扩大。上半年国债净融资 15530 亿元，地方专项债净融资额约为 1.5 万亿元，未达到全年总增量的一半。两会确定年内发行特别国债 1 万亿元，但从 5 月下旬开始发行，融资投放速度不快。截至 5 月情况显示，财政赤字扩大程度略超季节性，反映政府债加速发行影响。而去年同期缓税入库则抵消部分收入同比跌幅。主要收入分项中，税收明显弱于季节性。其中企业所得税、土地增值税、房产税均弱于季节性。产出暂时有助于稳定增值税，但企业盈利能力下降制约企业所得税。个人税收变动不大，中产居民收入增长较慢仍存限制。地产成交和上游购地位于低位，限制相关税收改善空间。支出走弱分项增加，城乡社区事物、农林水务、科学技术、文化旅游体育传媒、节能环保均弱于季节性。基建相关分项表现偏弱，部分非刚性支出有所下滑，或受到

政府收入放慢约束。广义财政角度看，主要是收入弱于季节性，支出基本符合季节性，收支差额赤字程度超季节性扩大。经济改善步伐放慢，商品价格回落导致名义增量承压不利于预算内收入尤其是税收稳定。且土地出让收入仍未呈现回升势头。我们预计，下半年广义财政改善的大方向不变，名义增长速度仍决定税收增速，进一步回升阻力增加。特别国债和专项债下半年将加速发行，可补充广义财政收入不足。从节奏上看，三季度专项债和特别国债发行或进一步提速，届时其对广义财政支出的支持将体现。这一方面有助于财政支出加快和维持基建投资等资金稳定；另一方面也将间接激活税收，提振预算内财政收入。存量房屋去库存和地产收储进程则决定土地出让收入，下半年或难有显著回暖，仍需持续关注。

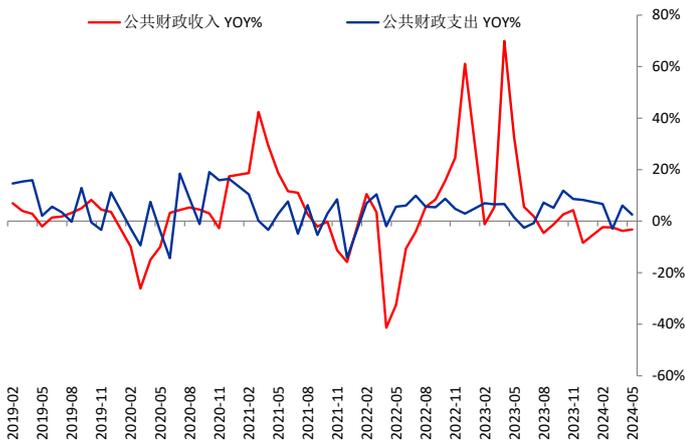


图 47 财政收入增速仍在回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

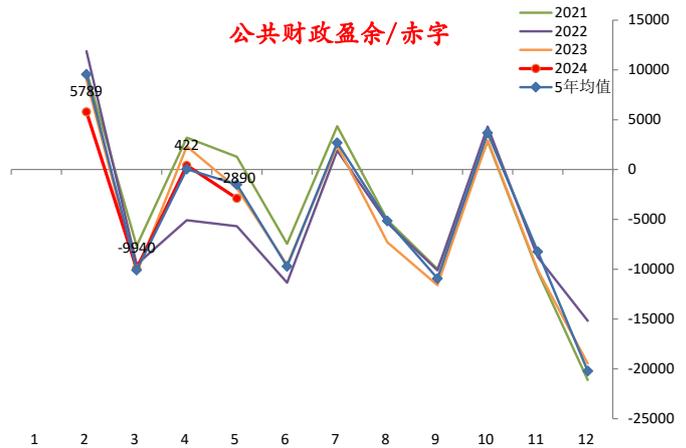


图 48 公共财政赤字增加
数据来源：Wind、方正中期研究院

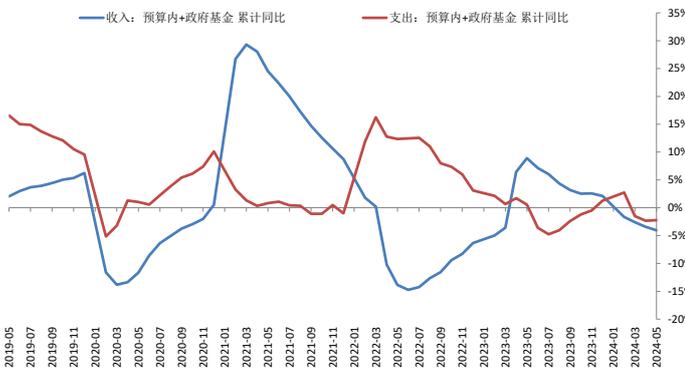


图 49 广义财政收支增速下降
数据来源：Wind、方正中期研究院

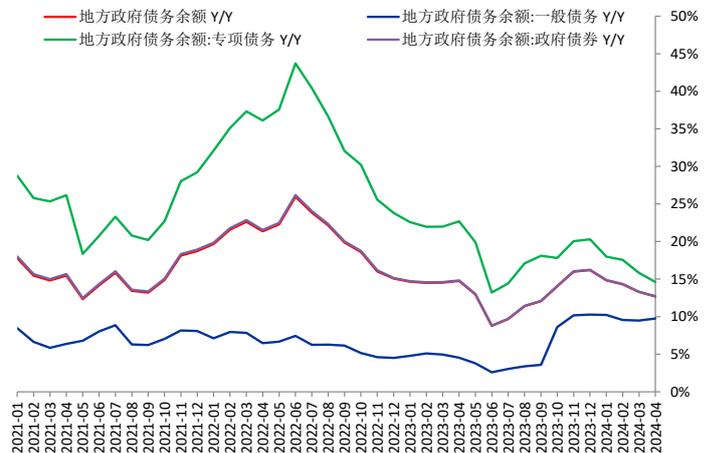


图 50 地方债余额增速回落
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 中央政府加杠杆速度有待加快

我们把国内经济划分为居民、企业、政府、金融系统四个部门，四部门的杠杆率今年总体继续上升，但差异也有所增加，企业部门杠杆率贡献依然较大，居民和政府部门加杠杆速度放慢。居民部门显然仍受到“资产负债表衰退”的影响，风险偏好回落和购房杠杆需求耗尽限制其债务杠杆扩张速度，也限制流动性进入实体经济。企业部门快速加杠杆，与投资加快和大规模设备更新政策提振有关，但无论横向还是纵向来看，企业杠杆率均已经升至高位，向上空间较为有限。无论从哪个方面看，未来政府仍有进一步加杠杆的空间和必要性，以缓和居民“资产负债表衰退”和企业债务负担风险。事实上，今年两会上《政府工作报告》强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，赤字率 3% 的目标与去年一致，但赤字金额 4.06 万亿比去年增加 1800 亿。地方专项债安排 3.9 万亿较去年增加 1000 亿，且确立将每年持续发行 1 万亿元特别国债，地方专项债也有所扩容。下半年政府杠杆扩张速度将会明显加快。而居民部门杠杆率或仍难以明显回升，需要继续关注地产销售情况。

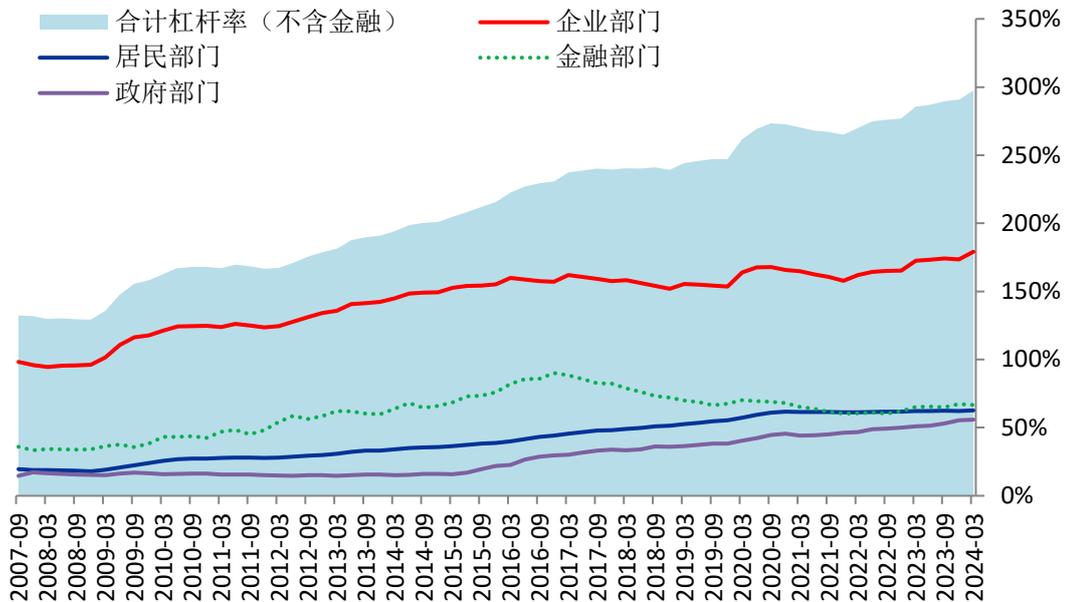


图 51 政府部门具有最大的加杠杆空间
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

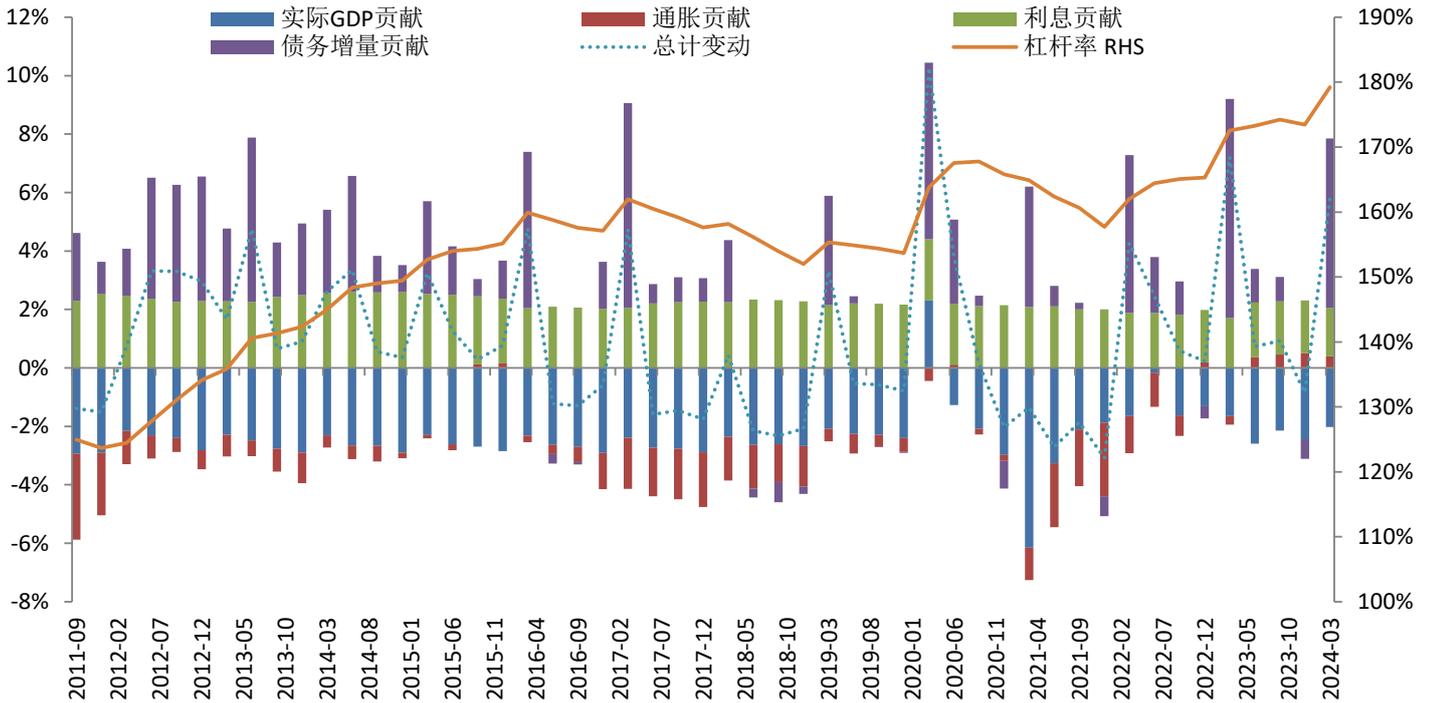


图 52 企业部门杠杆率上升受到债务增量带动
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

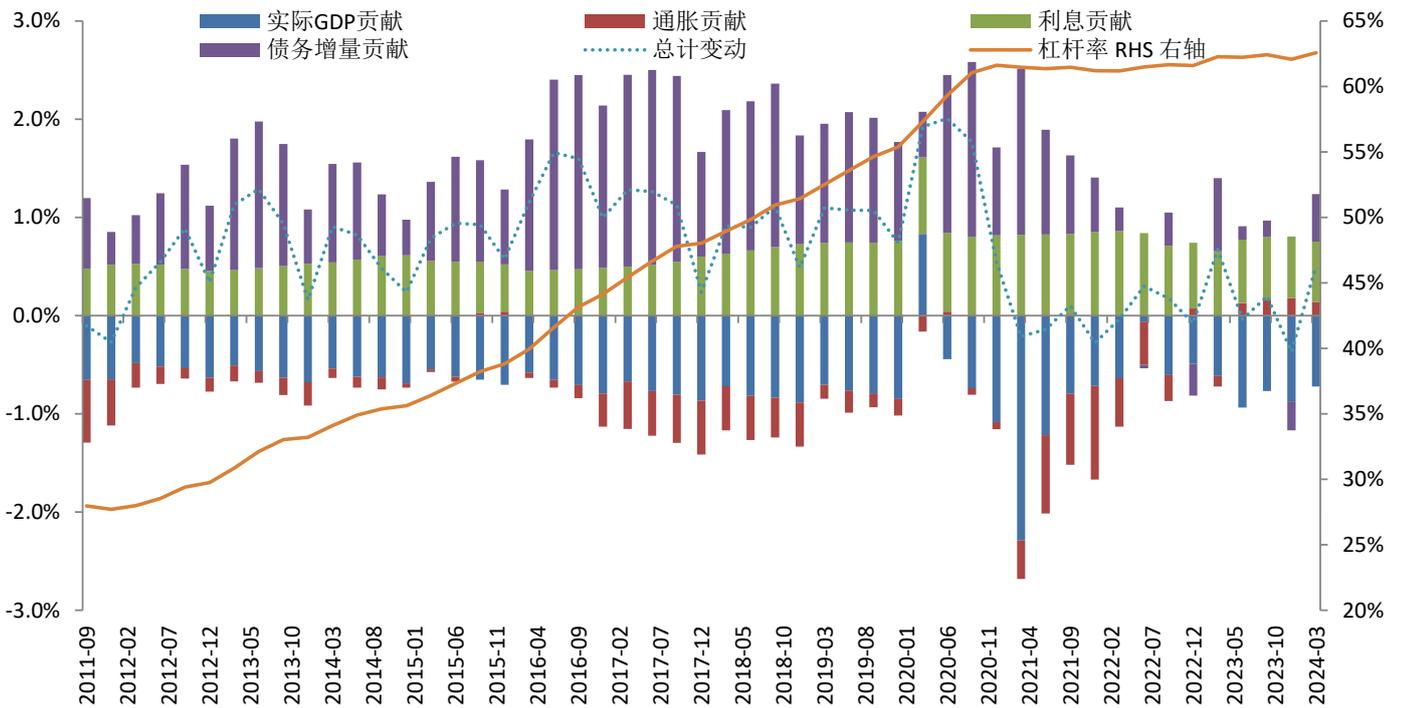


图 53 居民部门债务增量贡献较小
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

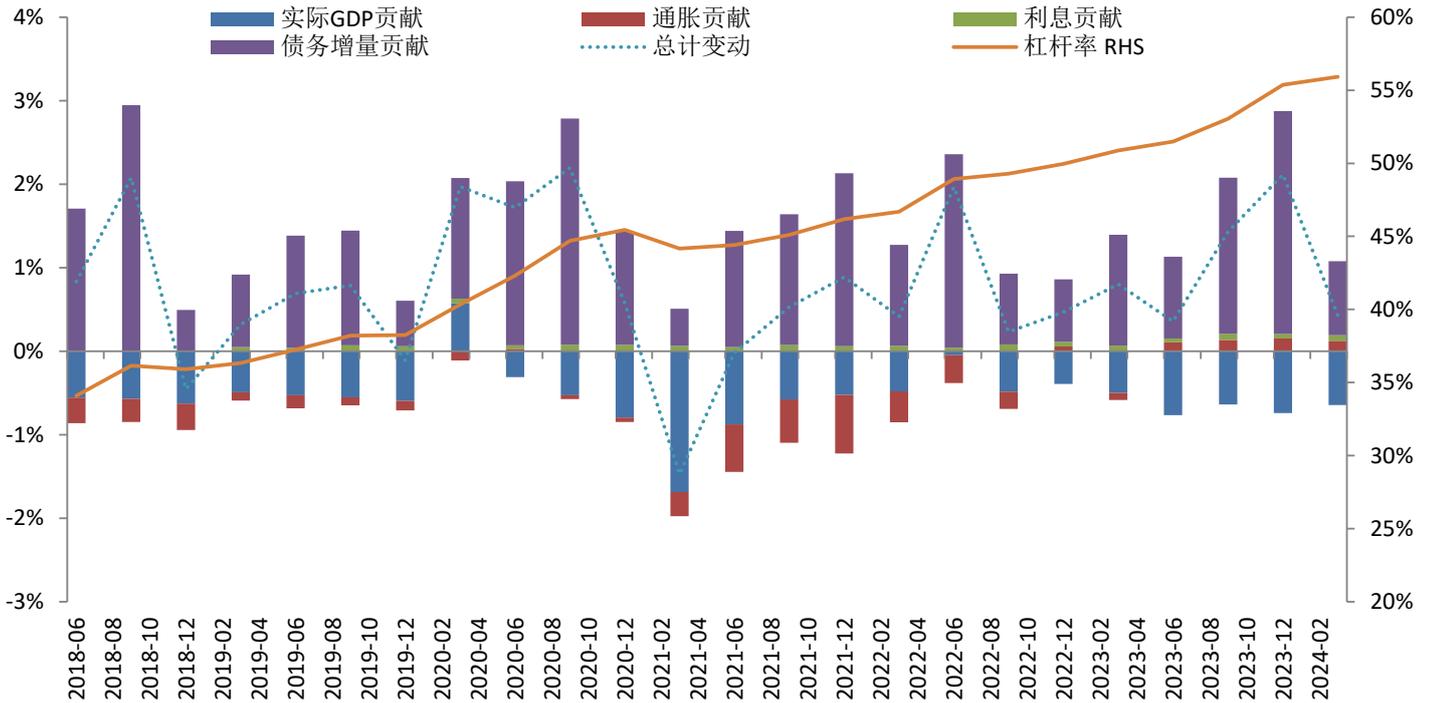


图 54 政府部门债务增量明显下降
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

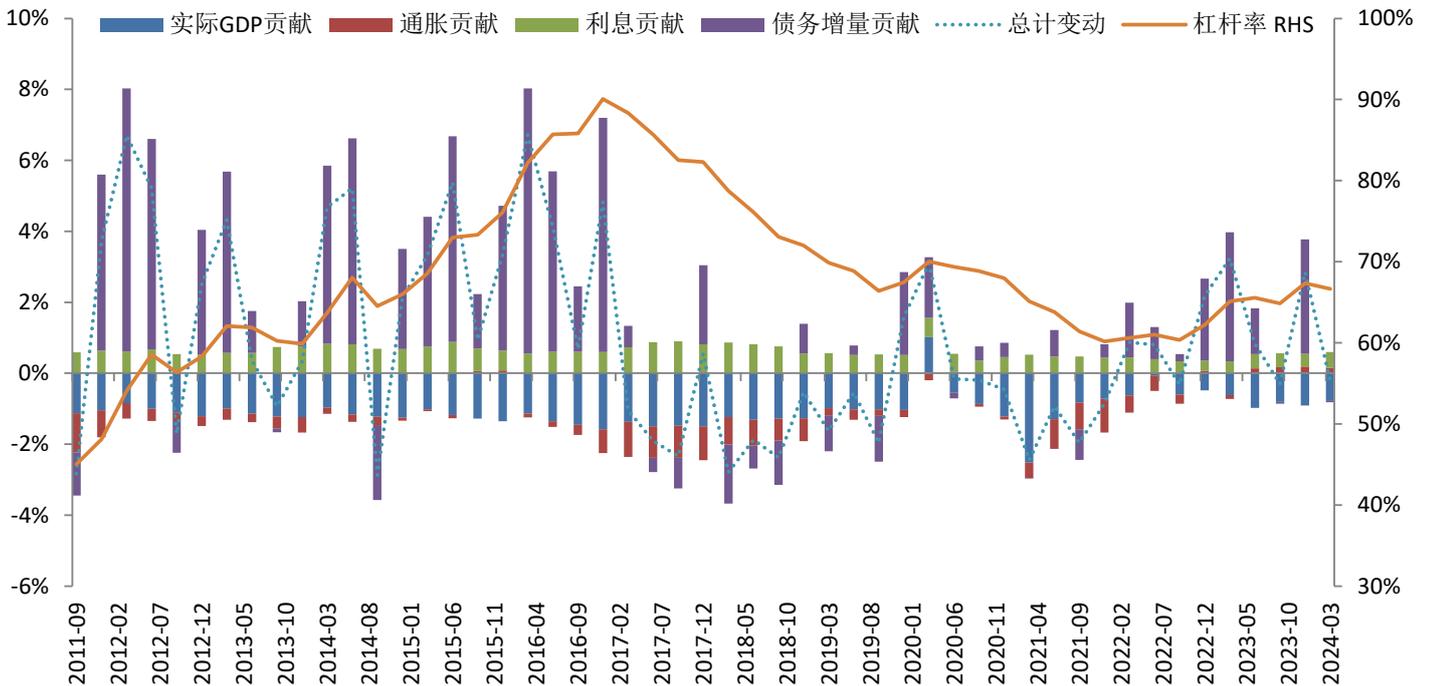


图 55 金融部门去杠杆受到债务增量下降影响
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第四部分 汇率持续走弱 利差反弹后存升值空间

2024 年以来人民币汇率总体小幅升值，截至 6 月主要汇率指数较 2023 年年末均有所上升。但对不同货币来看，结构性差异较大，尤其是对美元出现持续震荡走弱，尤其是 5 月和 6 月走弱节奏更快。从 CFETS 篮子来看，除美元以外，人民币相对英镑、墨西哥元、港元、沙特第纳尔走弱较多，相对日元、韩元、欧元、澳元、马币则有明显升值。从政策角度看，央行主要试图稳定美元兑人民币汇率，尤其是二季度后汇率持续走弱之下，中间价走弱幅度相对有限，实际汇率持续位于“跌停”位置附近，反应央行尝试通过中间价定价公式中的逆周期因子维持汇率相对稳定，但效果并不理想。从基本面角度看，中美经济表现差异波动有限，仅在春节前美国相较于中国经济超预期更多，之后美国表现更弱于预期。该情况与汇率走势背离，反映基本面因素并非汇率走弱直接影响。从外汇流动性来看，前 5 个月银行代客结售汇、涉外收付款均为净流出状态，新增外币贷款、外汇占款总体增加，但二季度明显负增长。外汇存款和外汇储备除 4 月回落外均增长。流动性指标反映汇率承受一定压力尤其是二季度。从中美利差角度来看，这仍是影响美元兑人民币汇率的最关键因素。截至 6 月底中美利差已经下降约 70BP（2023 年末为-1.3%左右，2024 年中为-2.0%左右），下降幅度显著。其中 1 月至 4 月持续下行，受到美联储超预期鹰派推升美债收益率的同时中债收益率持续回落影响。5 月后美债收益率回落但中债收益率继续下行，利差反弹但幅度有限，汇率则继续走弱，二者稍有背离。总体上看，5 月开始美债收益率重回下行趋势，中债收益率在央行干预下有反弹空间，中美利差或出现回升，有助于汇率稳定。从政策角度看，美元兑人民币 7.3 位置正在成为政策底线，一旦明显跌穿该位置，更多稳汇率政策将出台。我们预计下半年汇率维持稳定，并呈现先弱后强态势，随着美联储进入加息周期，中美利差回升带动下，人民币汇率将存在反弹空间。

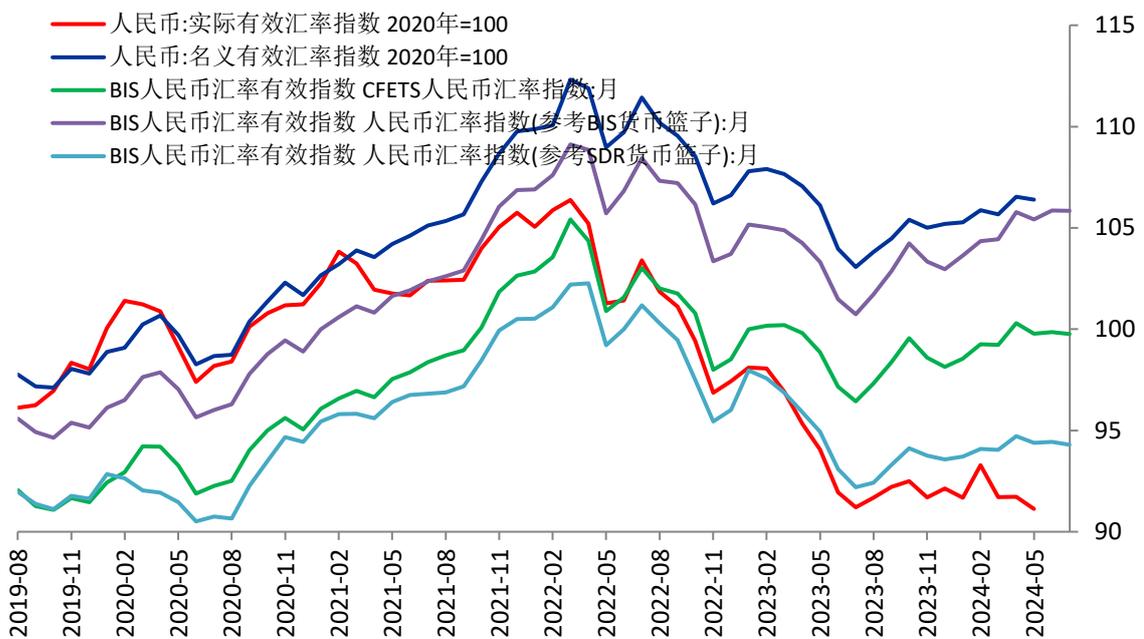


图 56 人民币汇率指数变动情况（月均）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

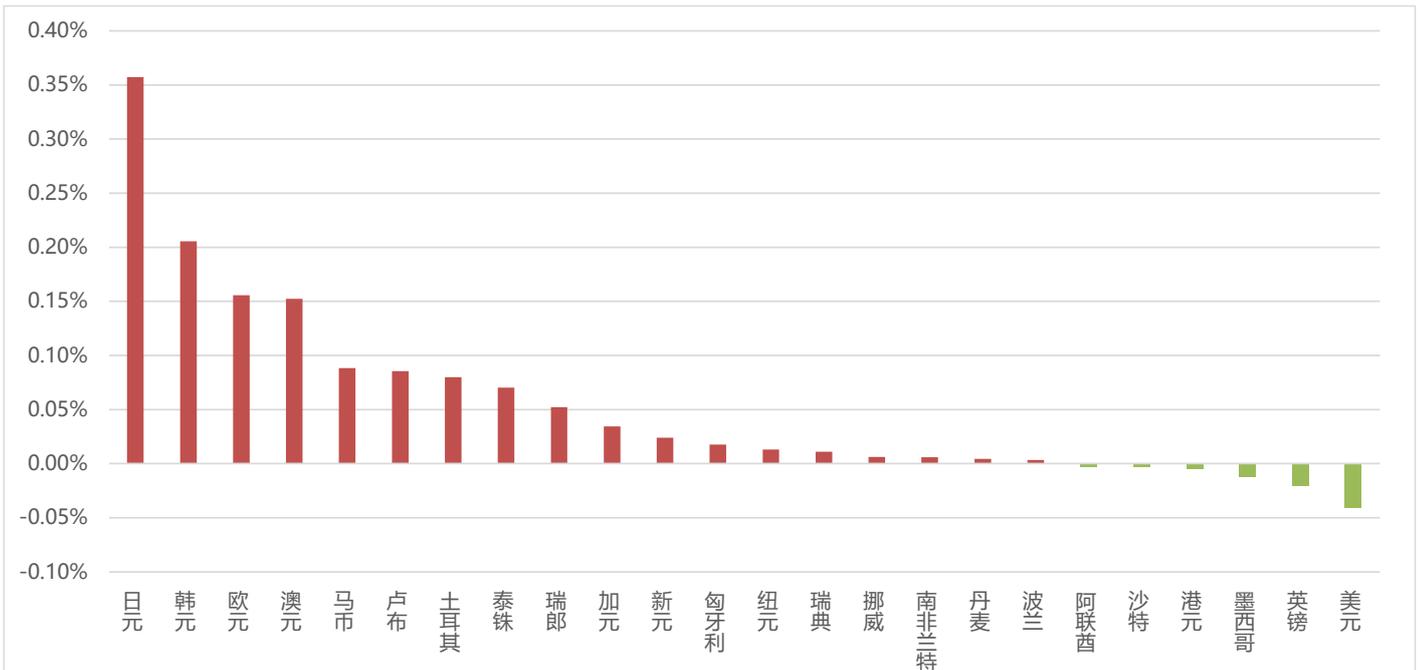


图 57 主要国家汇率对人民币指数的影响幅度

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

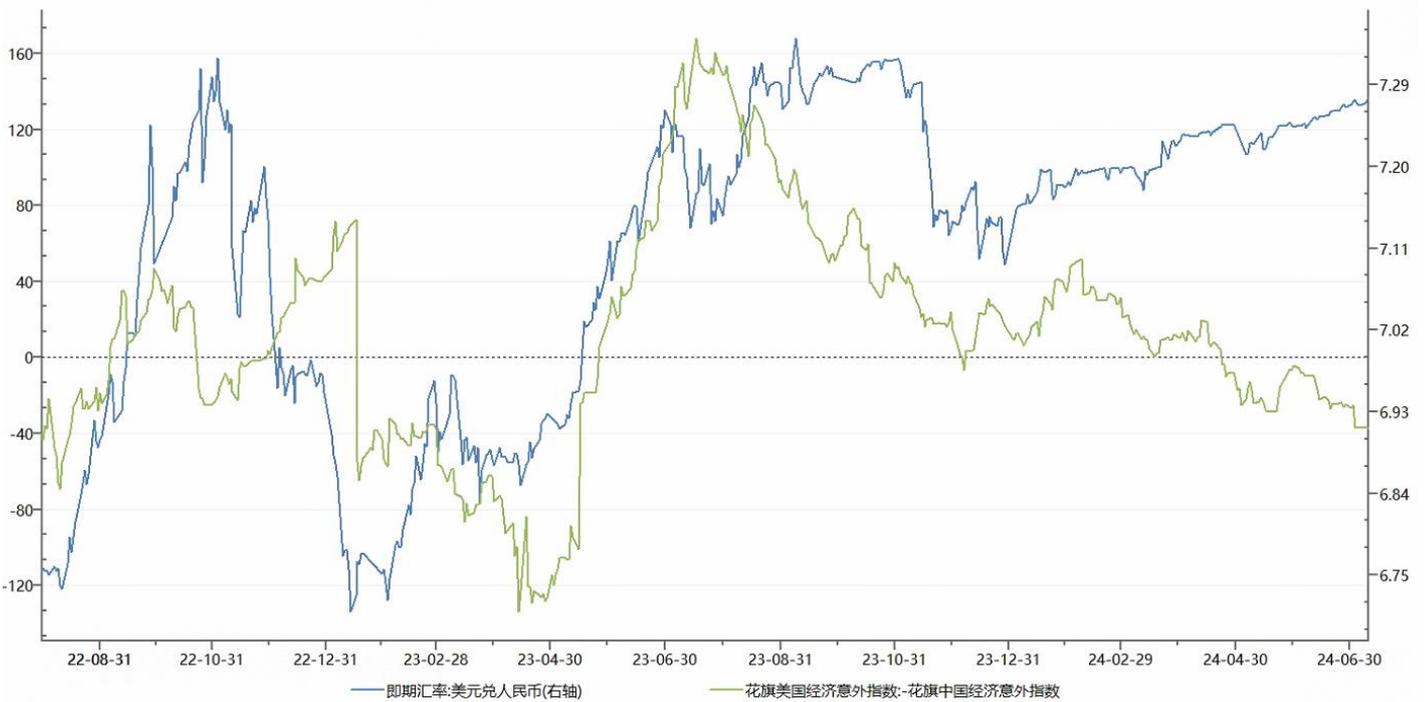


图 58 中美宏观经济预期差与汇率走势分化

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

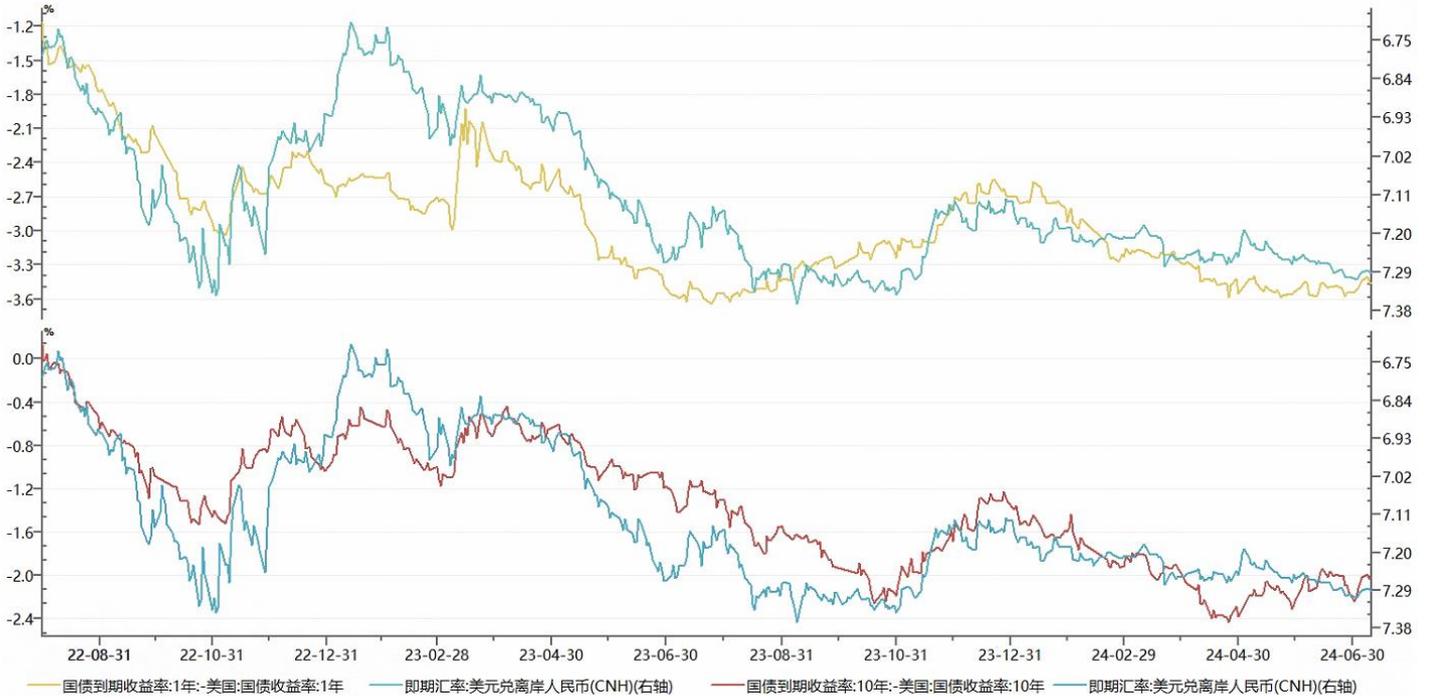


图 59 中美利差与汇率仍强相关
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

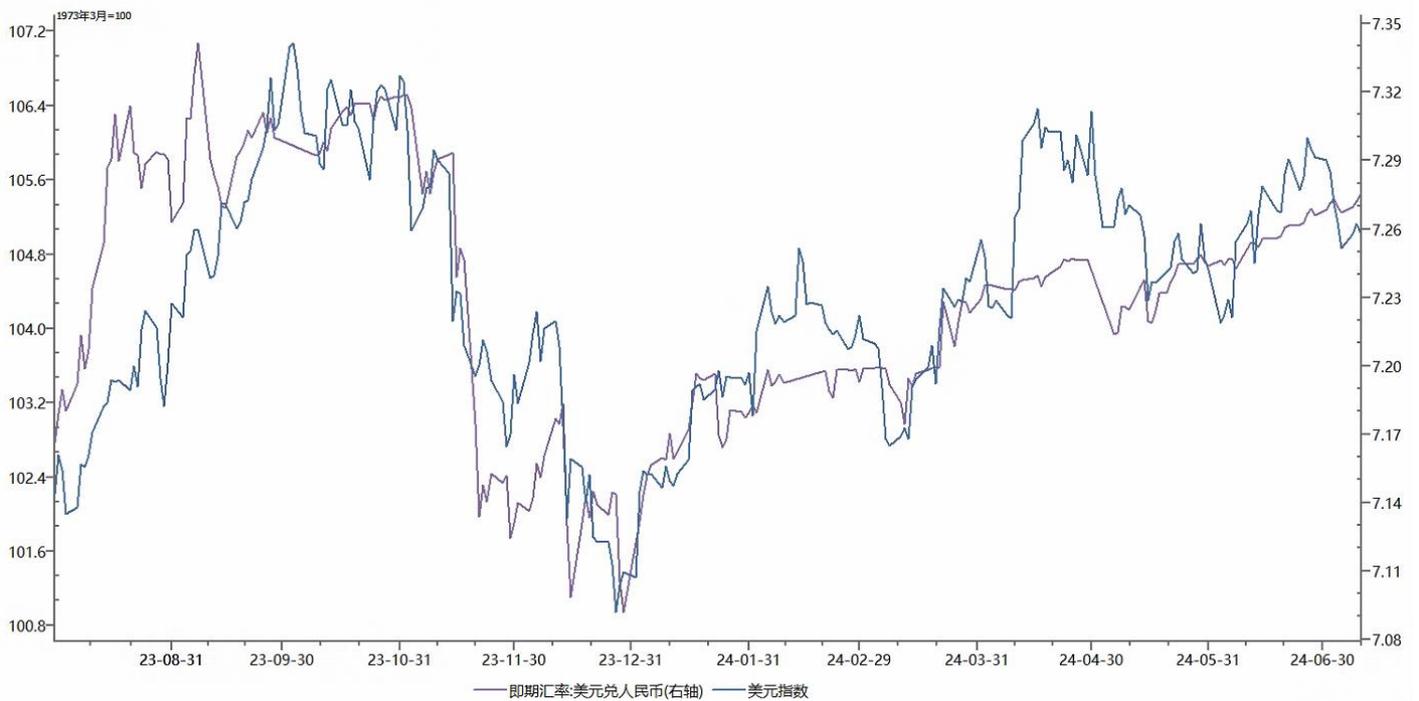


图 60 人民币汇率与美元指数关系
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第五部分 大宗商品跟随经济运行步伐波动

上半年大宗商品市场基本跟随经济运行步伐波动。从品种角度看，有色普遍涨幅较大对应国内制造业受到出口带动而明显增长。但工业硅、碳酸锂等明显供大于需品种表现不佳。黑色总体走弱，主要仍与地产投资弱于预期有关。其中板材、铁合金明显好于建材，同样对应制造业强于建筑业情况。非金属建材出现差异，基建相关品种强于地产相关品种。能化产品中原油产业链普遍跟随上游价格涨价，煤化工相对较弱。农产品中主要是生猪产能、库存去化周期下价格上行，同时饲料端价格承压。此外，贵金属、期债等避险属性较强的品种涨幅明显强于期指等风险偏好高的品种。从节奏上，大部分商品的强势周期从年初延续至5月，之后上行步伐放慢或出现调整。这一变动与国内经济二季度修复步伐放缓，以及美联储降息预期推迟存在密切关系。展望下半年市场，我们认为商品价格总体将呈现宽幅震荡特征，中枢或略有上移，但不确定性增加。国内经济修复进程以及美联储降息预期仍是影响商品市场总体表现的关键因素。三季度国内经济强于二季度概率较高，有助于商品市场延续短期反弹走势，特别是黑色商品受益更明显。但海外尤其是美联储降息节奏存在不确定性，如果三季度美联储降息则将推升商品市场加速反弹，否则将抑制反弹进度和上方高度。同时需要关注美国风险的溢出效果。特朗普当选美国总统概率上升意味着特朗普交易推升商品价格的可能性提升，尤其是有色金属方面。此外，随着美联储逐步进入降息周期，贵金属长期偏强态势将延续。

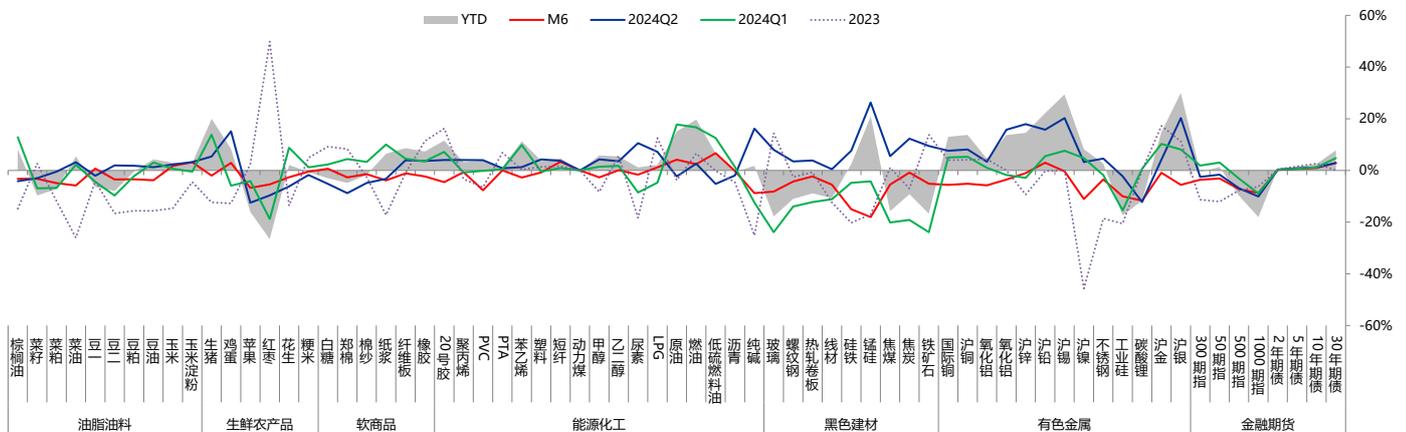


图 61 2024 年以来国内期货品种表现 (截至 6 月 28 日)
数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 全文总结与下半年展望

上半年经济增速表现符合预期，并且达到预期增速目标 5.0%。与此同时上半年经济运行也存在明显的结构性问题。一是名义值明显弱于实际值，通缩对经济的负面影响下降但远未消除，背后所反映的供需失衡、以量换价问题持续，且再通胀步伐下半年或继续放慢。二是一季度 GDP 增长 5.3%，但二季度增速回

落至 4.7%，且还是在去年同期低基数情况下，显示出边际增长动能短期被削弱。三是从需求角度看，内需弱于外需的情况延续且二季度进一步放大，政策斜率放缓下投资尤其基建投资偏低，地产投资表现明显弱于预期，消费受到收入预期约束，且后两者下半年改善幅度仍有不确定性。而在价格方面，至年中再通胀速度正在减慢，价格水平对名义增长的支持年中接近最大，三季度存在短期去通胀风险。

我们预计，下半年财政加速下基建投资修复相对确定，地产仍是主要风险。消费面临收入约束则有待解决。外需或暂时持稳，但新一轮贸易冲突风险正在上升，预计 5.0% 的全年增速目标能够实现。无论财政还是货币政策年内均维持宽松方向不变，且财政政策力度将大于上半年。货币政策仍以降低融资成本，推动流动性进入实体经济为目标。三中全会释放的改革政策信号以及落实情况值得期待。此外美元进入降息周期后人民币汇率存在反弹空间。

商品市场方面，下半年总体将呈现宽幅震荡特征，中枢或略有上移，但不确定性增加。国内经济修复进程以及美联储降息预期仍是影响商品市场总体表现的关键因素。三季度国内经济强于二季度概率较高，有助于商品市场延续短期反弹走势，特别是黑色商品受益更明显。但海外尤其是美联储降息节奏存在不确定性，如果三季度美联储降息则将推升商品市场加速反弹，否则将抑制反弹进度和上方高度。同时需要关注美国风险的溢出效果。特朗普当选美国总统概率上升意味着特朗普交易推升商品价格的可能性提升，尤其是有色金属方面。此外，随着美联储逐步进入降息周期，贵金属长期偏强态势将延续。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号2801室	021-58991278
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。