

千磨万击还坚劲

——2024年二季度宏观展望

相关研究：

- 《等待与回归-2023年中期宏观展望》 2023.07.03
- 《经济磨底，政策加码》 2023.10.18

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号 中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 经济目标增速不低，预计政策持续宽松

政府工作报告将 2024 年的经济增速目标设定为 5%，与去年年初设定的 5%左右的预期目标基本一致。但考虑到 2023 年 5.2%的经济增速建立在 2022 年 3.0%的低基数之上。因此，**今年要完成 5%的目标难度要明显大于去年。**

鉴于经济目标之高叠加内外环境之复杂，要想顺利实现甚至超额完成预期目标，就必然需要政策的进一步加码和支持。**目前来看，财政相对克制，或许是为未来的政策调整保留空间。**今年赤字率目标设定为 3%，虽然与去年年初目标相同，但低于去年实际赤字率 3.8%的水平（去年四季度追加了 1 万亿美元的特别国债）。一般公共预算支出增加 1.1 万亿元，地方政府专项债（3.9 万亿元）仅比去年增加 1000 亿元。**货币政策加大了逆周期调节的力度。**去年以来

，央行通过三次降准和两次下调政策利率加大了流动性供给，推动融资成本的降低。未来货币政策仍将保持宽松，降准降息可期。

□ 宏观基本面总体改善，房地产依然羸弱

第一，通胀水平边际抬升。食品项对 CPI 拉动的改善最为明显，猪肉价格由 1 月份同比-17.3%大幅上升至 2 月份同比+0.2%，鲜菜价格同比由 1 月份-12.7%上升到 2 月份的+2.9%。**第二，制造业投资增速大增。**1-2 月制造业同比增速高达 9.4%，较去年全年高出近 3 个百分点，较去年同期高出 1.3 个百分点，其中高技术制造业同比增长 10.0%。**第三，消费复苏势头强劲。**1-2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%，其中餐饮消费同比增速高达 12.5%。**第四，首月 M1 同比大幅走高。**1 月 M1 同比增速为 5.9%，大幅领先前值 1.3%，2 月份 M1 同比回落至 1.2%，主要原因是春节错位。**第五，中长期贷款利率大幅下调。**5 年 LPR 利率超预期下调 25bp，央行意图维稳当前低迷的房地产市场，并通过利率的下降影响预期和信心，进而达到稳房产，促经济的效果。**第六，房地产市场依然羸弱。**1-2 月房地产开发投资完成额同比增速为-9.0%，较去年同期水平（-5.7%）跌幅进一步扩大。在整体商品房销售下滑的情况下，二线城市商品房销售明显好于一线和三线城市。

□ 进一步修复资产负债表，发展新质生产力

当前经济引擎已经从过去投资为主转向内需为主，即更加强调消费的权重。而内需提振是以资产负债表的改善为前提。当前我国收入结构存在两对矛盾：一是人均可支配收入占人均 GDP 的比重较低；二是不同地域之间的人均收入差异较大（东部地区人均可支配收入是中部地区的 1.5 倍，西部地区的 1.6 倍）。修复资产负债表一方面需要不断提升人均

可支配收入，另一方面需要逐步通过制度化、市场化的手段缩小地区间收入差距。

在此背景下，大力发展新质生产力是一种途径。新质生产力是让创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式，它是由技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级而催生。特点在于创新，并以全要素生产率大幅提升作为核心标志。具体又可以衍生出新制造、新服务和新业态等内涵。我们认为发展新质生产力对于走出我国传统的低附加值代工模式具有深远意义。新质生产力的构建是一套系统的、完整的、贯穿产业链上下游的大工程。其根本目标是为了大幅提升生产效率，这就要求要及时将科技创新成果应用到具体产业链和产品上，意味着从研发到应用的落地。具体的手段包括改造传统产业、培育新兴产业、布局未来产业。我们预计高端制造、绿色产业、高科技产业将获得政策的倾斜。

□ 投资建议

在全球经济处于下行周期之际，我国面对内外挑战，顶住下行压力，宏观经济总体保持恢复向好态势。CPI 在 2 月份已经由负转正，结束了连续 4 个月的负增长、居民部门信贷需求明显放量、消费复苏势头强劲。宏观基本面的总体边际改善难以证伪。但同时我们也要意识到经济发展的艰巨性和挑战性，今年政府工作目标将全年 GDP 增速目标设为 5.0% 左右，CPI 增速目标设为 3.0% 左右，客观而言总量和通胀的目标设定并不低，需要中央和地方齐心协力，攻坚克难。在此背景下，我们预计宽松政策会进一步加码，当前货币政策已经提前发力，5 年期 LPR 大幅下调 25 个基点，1 月份全面降准 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元。结合央行行长的公开表态，未来进一步降准降息值得期待。财政政策目标设置相对较为克制，但考虑到新增 1 万亿超长期国债并未纳入赤字，以及需要对大规模设备更新等产业政策提供配合支持，预计后续仍有发力空间。我们相信中国经济的韧性，千磨万击还坚劲，任尔东西南北风。

在今年“以进促稳”的主基调下，我们认为提振内需是重要抓手，而改善全社会资产负债表，提升人均可支配收入是提振内需的重要前提。我们预计今年的财政发力点也将从投资端基建发力逐步向增加对民生领域的支出倾斜，通过健全医疗保障体系和推进减税降费等措施，降低企业和居民的当期经济负担，从负债端进行修复。同时，大力发展新质生产力，摆脱传统经济增长方式的束缚，通过科技创新等手段大幅提高全要素生产率，做大总量蛋糕，从资产端进行提升。建议关注后续产业政策的落地。

□ 风险提示

内需修复不及预期；中美贸易摩擦加剧；房地产政策效果不及预期。

敬请阅读末页之重要声明

正文目录

1 经济工作任务艰巨， 政策宽松持续发力	3
1.1 今年经济工作主要目标	3
1.2 经济增速目标设置不低	4
1.3 政策加码势在必行	5
2 宏观基本面总体改善， 房地产依然羸弱	9
2.1 通胀水平边际抬升	9
2.2 制造业投资增速大增	13
2.3 消费复苏势头强劲	17
2.4 首月 M1 同比大幅走高	20
2.5 中长期贷款利率超预期下调	21
2.6 房地产市场依然疲弱	22
3 提振内需， 发展新质生产力	23
3.1 改善资产负债表是提振内需的基础	23
3.2 发展新质生产力	26
4 投资建议	27
5 风险提示	28

图表目录

图 1 2024 年政府工作报告主要内容	4
图 2 我国 GDP 不变价当季同比 (%)	5
图 3 我国 CPI 及其分项同比走势 (%)	9
图 4 我国 CPI 分项对整体读数的拉动效应 (%)	10
图 5 CPI 食品分项近两月同比走势 (%)	10
图 6 我国猪肉平均批发价走势 (元/公斤)	11
图 7 PPI 同、环比走势 (%)	12
图 8 PPI 生产资料分项同、环比增速 (%)	12
图 9 固定资产投资同、环比增速 (%)	13
图 10 我国民间固定资产投资增速累计同比 (%)	13

图 11 高技术制造业和高技术服务业同比增速 (%)	14
图 12 部分高端制造业投资同比增速 (%)	15
图 13 我国制造业 PMI 走势 (%)	15
图 14 PMI 生产和新订单指数 (%)	16
图 15 PMI 新出口订单与出口金额当月同比 (%)	16
图 16 社零总额同比增速 (%)	17
图 17 餐饮收入消费和商品零售消费累计同比增速 (%)	18
图 18 城镇和乡村社零累计同比增速 (%)	18

图 19 非制造业 PMI 指数 (%)	19
图 20 PMI 建筑业和服务业细分指标 (%)	20
图 21 M1 同比大幅走高 (%)	21
图 22 1 年期和 5 年期 LPR 利率走势 (%)	22
图 23 房地产开发投资累计同比 (%)	22
图 24 我国 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	23
图 25 三家马车对 GDP 的贡献度 (%)	24
图 26 东中西部地区人均可支配收入 (元)	25
表 1 货币政策梳理	7
表 2 人均可支配收入/人均 GDP	25
表 3 人均可支配收入及增长率统计 (元, %)	26

1 经济工作任务艰巨，政策宽松持续发力

1.1 今年经济工作主要目标

每年两会的政府工作报告往往是对全年经济建设工作最为重要的风向标。2024年3月5日上午，十四届全国人大二次会议开幕。李强总理作政府工作报告，既有对过去一年政府工作的回顾，亦有对新年工作的期许和展望。

为此，我们提炼出今年经济工作的几个核心维度：

第一，从经济增速上看，经济增长预期目标为5%左右。考虑了促进就业增收、防范化解风险等需要，并与“十四五”规划和基本实现现代化的目标相衔接，也考虑了经济增长潜力和支撑条件，体现了积极进取、奋发有为的要求。实现今年预期目标并非易事，需要政策聚焦发力、工作加倍努力、各方面齐心协力。2020年—2023年，中国GDP实际增速分别为2.3%、8.1%、3%、5.2%。其中，2022年未能实现GDP增速目标，2024年的GDP增速目标与2023年目标持平。

第二，从通胀目标上看，居民消费价格涨幅设定在3%左右。作为反映消费需求的一项重要指标，2023年CPI整体低位运行，尤其在第四季度每个月都同比负增长。2024年1月CPI同比下降0.8%，2月由于春节错位同比转正。价格长期低位运行表明社会总需求有所不足。

第三，发行1万亿超长期特别国债。并且从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。历史上我国发行过15年期、20年期、30年期和50年期等超长期国债，当前国债发行市场以30年和50年的期限为主。发行超长期国债体现中央加杠杆稳定经济、更好统筹发展的决心。同时，以超长期特别国债来匹配相关中长期项目的建设需求，有助于缓解地方的偿债压力，进一步降低融资成本。地方政府专项债方面，今年设定额度为3.9万亿，较去年额度3.8万亿增加了1000亿。

第四，新增就业人口1200万以上。对比2023年提出的1200万左右的目标，要求有所提高。近三年我国实际实现就业人口数分别达到1269万、1206万、1244万，均超额完成目标。

第五，房地产发展新模式。政府工作报告提出要“适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式”。实际上，自2021年中央经济工作会议上提出“房地产发展新模式”以来不断在高层级会议中被提及。根据住建部部长倪虹的解释，构建房地产发展新模式是破解

房地产发展难题、促进房地产市场平稳健康发展的治本之策。过去在解决“有没有”时期追求速度和数量的发展模式，已不适应现在解决“好不好”问题、高质量发展阶段的新要求，亟需构建新的发展模式。房地产发展新模式应该注重市场供需关系，以满足刚性和改善性住房需求为重点，努力让人民群众住上好房子。“以人定房，以房定地、以房定钱，防止市场大起大落”。此外，今年政府要求对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，相比去年有效防范化解优质头部房企风险的表述有重要的转变，这也体现出守住房地产不发生系统性风险的底线思维。



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 经济增速目标设置不低

政府工作报告将2024年的经济增速目标设定为5%，与去年年初设定的5%左右的预期目标基本一致。但考虑到2023年5.2%的经济增速建立在2022年3.0%的低基数之上，因此今年要完成5%的目标难度要明显大于去年。而去年实际经济增速5.2%，仅高于年初目标值0.2个百分点。

全国汇总看，2024年31省份GDP加权平均目标增速为5.4%。GDP增长目标最高的是海南（8%），最低的是天津（4.5%），北京、上海、广东、江苏、山东等主要省份增长目标设为5%，与中央目标一致。相比往年地方政府GDP目标设置普遍高于中央的特点，也显示出当前地方政府在债务压力和卖地收入下滑的背景下，各位对于未来经济增长的预估比较保守。尤其是经

济大省的目标设置较为谨慎更加反映出今年经济建设的难度之大。



资料来源：Wind、湘财证券研究所

今年的主基调是“以进促稳”，我们理解高质量发展同样离不开一定的经济增长速度。自行车理论告诉我们，想让自行车平稳是需要给予一定的骑行速度的，如果没有速度支撑反而不容易实现“稳”。因此，虽然今年 5% 的增速目标难度较大，但也只能迎难而上，不能因为高质量发展而放弃发展的速度。只要我们上下一心，齐心协力，攻坚克难，完成 5% 的目标仍然大有希望。

1.3 政策加码势在必行

当前宏观环境主要面临几大挑战：有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患较多。叠加海外产业链脱钩、贸易转移以及技术封锁等。这些内外部的挑战和困难值得重视。

鉴于经济目标之高叠加内外环境之复杂，要想顺利实现甚至超额完成预期目标，就必然需要政策的进一步加码和支持。确定性是今年产业政策、货

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/465312320114011131>