

# 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

### 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**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加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。

## 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。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。

图 1 2024 年政府工作报告主要内容



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。

图 2 我国 GDP 不变价当季同比 (%)



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、货币政策、财政政策都会进一步宽松支持经济发展，不确定性是宽松的力度到底有多大，宽松的节奏到底如何（相对前松后紧还是前紧后松），以及宽松能达到的效果等等，这些问题都很难提前给出答案。

### 1.3.1 财政留有余地

目前来看，财政是相对克制的，这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。

表面看财政扩张略不及预期，但实际上财政的加码还是有迹可循的。

首先，虽然赤字率保持不变，但考虑到专项债、特别国债、其他调入资金等财政支出工具，广义财政支出力度是在扩大的，同样的赤字率对应的绝对赤字规模却是不同的。今年 3% 的赤字率对应的赤字规模为 4.06 万亿元，加上调入资金、使用结转结余资金（去年 1 万亿增发国债中尚未使用的 5000 亿元）、今年增发的 1 万亿元超长期特别国债以及 3.9 万亿元的地方政府专项债，实际赤字率约为 8.2%，高于去年 7.6%，广义财政支出力度是在边际上升的。

其次，今年的政府工作报告提出，未来几年将连续发行超长期特别国债，今年仅先发行 1 万亿，保留了后续增发的空间。从近期中央的部署来看，未来大规模的设备更新，以及汽车、家电等消费品的以旧换新等等可能之后都会需要财政的配合，所以我们预计今年全年的财政扩张力度并不低。

### 1.3.2 货币先行一步

当前我国的货币政策加大了逆周期调节的力度，具体体现在以下几个方面：首先，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，并推动融资成本的降低；其次，优化了资金供给，特别是对重点领域的支持，同时在保持汇率基本稳定的同时兼顾了内外经济的平衡。此外，金融对实体经济的支持效果不断提升，体现在货币信贷的平稳增长、贷款利率的低位运行、信贷结构的持续优化以及汇率的基本稳定等方面。



表 1 货币政策梳理

时间	部门	措施	主要内容
2023/9/14	中国人民银行	降准	当前，我国经济运行持续恢复，内生动力持续增强，社会预期持续改善。为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，中国人民银行决定于 <b>2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)</b> 。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。
2023/9/25	中国人民银行	货币政策	<b>为维护季末流动性平稳</b> ，2023年9月28日人民银行以利率招标方式开展了6090亿元7天期和14天期逆回购操作。
2023/10/20	中国人民银行	货币政策	<b>为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响</b> ，维护银行体系流动性合理充裕，2023年10月20日人民银行以利率招标方式开展了8280亿元逆回购操作。中标利率1.80%。
2023/10/23	中国人民银行	货币政策	<b>为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响</b> ，维护银行体系流动性合理充裕，2023年10月23日人民银行以利率招标方式开展了8080亿元逆回购操作。中标利率1.80%。
2023/10/30	中央	部署金融工作	会议分析金融高质量发展面临的形势，部署当前和今后一个时期的金融工作。会议强调，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分， <b>要加快建设金融强国</b> ，全面加强金融监管，完善金融体制，优化金融服务，防范化解风险，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展，为中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。会议强调， <b>要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。</b>
2023/11/15	中国人民银行	货币政策	中国人民银行2023年11月15日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，对冲税期高峰、政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币， <b>2023年11月15日人民银行开展14500亿元中期借贷便利(MLF)操作和4950亿元公开市场逆回购操作</b> ，有助于满足金融机构的资金需求。当日共有4740亿元逆回购和8500亿元MLF到期，实现了流动性净投放6210亿元。价格方面，MLF操作利率维持2.5%不变，7天逆回购操作利率维持1.8%不变。 <b>MLF量宽价平，实现2017年以来单月最高净投放规模以补充银行间流动性水位。</b> 本次MLF投放量高达14500亿元，是历史最高的单月投放规模；净投放规模高达6000亿元，是2017年至今的单月最高水准，预计将有效降低商业银行的中长期负债成本，对冲近期政府债多发压力。
2023/12/8	中共中央政治局	分析研究2024年经济工作	中共中央政治局12月8日召开会议，分析研究2024年经济工作，明确提出“坚持稳中求进工作总基调”，强调“巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，一系列重要部署传递出2024年经济工作新动向。(1)今年经济回升向好，明年迎来实施“十四五”规划的关键一年；(2)要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破；(3)加快构建新发展格局，为高质量发展持续注入强大动力；(4)兜牢民生底线，保障农民工工资按时足额发放。
2024/1/24	央行	降准、定向降息	中国人民银行行长潘功胜1月24日宣布，中国人民银行 <b>将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元；1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点</b> ，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。
2024/2/8	央行	货币政策	介绍了2023年货币政策执行情况： <b>一是加大货币信贷支持经济力度</b> 。全年两次降准释放长期资金超1万亿元，中期借贷便利(MLF)超额续作2.5万亿元，灵活开展公开市场操作，保持流动性合理充裕。多次召开金融机构座谈会，引导信贷总量适度、节奏平稳，增强贷款增长的稳定性和可持续性。 <b>二是降低融资成本激发有效需求</b> 。两次下调政策利率，带动贷款市场报价利率(LPR)等市场利率下行。发挥存款利率市场化调整机制作用，稳定银行负债成本。调整优化住房信贷政策，引导商业银行有序降低存量首套房贷款利率。 <b>三是优化资金供给推动结构转型</b> 。出台金融支持民企的指导性文件，落实支持科技型企业融资行动方案；增加支农支小再贷款额度2500亿元，延续实施普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具，增加抵押补充贷款(PSL)额度5000亿元，引导金融资源更多流向重大战略、重点领域和薄弱环节。 <b>四是稳定汇率兼顾内外均衡</b> 。深化汇率市场化改革，适时上调跨境融资宏观审慎调节参数、下调外汇存款准备金率，发挥外汇自律机制作用，强化预期引导，调节外汇市场供求。 <b>五是处置重点领域风险保障金融稳定</b> 。加强金融风险监测评估，稳妥处置重点区域和重点机构风险。有序推进金融支持融资平台债务风险化解。强化金融稳定保障体系建设。

2024/2/20	央行	降息	<b>5 年以上 LPR 调降 25BP:</b> 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 2024 年 2 月 20 日贷款市场报价利率 (LPR) 为: 1 年期 LPR 为 3.45%, <b>5 年期以上 LPR 为 3.95%</b> 。以上 LPR 在下次发布 LPR 之前有效。
2024/3/6	央行	货币政策	十四届全国人大二次会议于 3 月 6 日下午 3 时举行记者会。央行行长潘功胜在记者会上表示, 总量上保持合理增长。 <b>目前法定存款准备金率平均为 7%, 后续仍有降准空间。</b> 将综合运用多种货币政策工具, 加大逆周期调节力度, 保持流动性合理充裕, 支持社会融资规模和货币信贷总量稳定增长、均衡投放。
2024/3/7	央行 货币 政策 司	货币政策	<p><b>一、货币政策逆周期调节力度明显加大:</b> 一是三次降准等加大流动性供给; 二是两次下调政策利率推动降低融资成本; 三是优化资金供给支持重点领域; 四是兼顾内外均衡保持汇率基本稳定。</p> <p><b>二、金融支持实体经济质效不断提升:</b> 一是货币信贷平稳增长; 二是贷款利率处于低位; 三是信贷结构持续优化; 四是汇率保持基本稳定。</p> <p><b>三、下阶段货币政策要灵活适度、精准有效:</b> 总量方面, 保持融资和货币信贷合理增长; 价格方面, 促进社会综合融资成本稳中有降; 结构方面, 做好金融“五篇大文章”; 协同方面, 加强政策配合, 发挥政策合力。</p>

资料 : Wind、湘财证券研究所

尤其值得关注的是今年 2 月份 LPR 的降息。从 2019 年 LPR 报价利率改革至今, 单次下调 25bp 的幅度也是创下了历史之最。一般认为, 5 年期以上 LPR 作为中长期贷款, 对应的是企业的长期贷款和居民住房按揭, 尤其是对后者的代表性更大。而本次央行大幅调低 5 年期 LPR 利率也意图明显, 即希望当前低迷的房地产市场, 并以此影响预期和信心, 进而达到稳房产, 促经济的效果。当前我国房地产确实形势严峻。虽然地产政策密集出台, 但受制于居民收入增长放缓, 房企债务压力巨大, 供需两端均面临重重挑战。2023 年全年, 房地产固定投资完成额同比增速为-8.1%, 房地产开发投资完成额同比增速为-9.6%, 且从趋势上观察, 并未出现明显的好转迹象。我国房地产市场已经对宏观基本面形成了较大的拖累。

同时值得关注的是两会上央行行长潘功胜表示后续仍有降准空间, 这无疑也释放了后续仍会降准这一比较确定性的信号。展望未来, 货币政策将继续保持宽松态势, 未来将根据实际需要灵活采取降准和降息措施, 并进一步丰富货币政策工具箱, 以应对经济运行中的不确定性和风险。同时会进一步完善和优化金融市场的功能, 以提高资金的有效配置和流动性管理。此外, 针对实体经济中的关键领域和薄弱环节, 货币政策将加强定向支持, 以促进经济结构的优化和升级。低利率或是未来较长期内的主旋律。

## 2 宏观基本面总体改善，房地产依然羸弱

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。2024年1月我国新增人民币贷款4.92万亿，同比多增200亿，其中居民新增贷款同比大幅多增7200亿，意味着居民对经济预期明显改善，同时M1同比增速从去年末1.3%大幅升至1月份5.9%，资金活跃度显著提高。此外，春节期间消费的强劲反弹带动通胀同比由负转正。这些迹象都意味着我国宏观基本面稳中向好趋势正在持续。但同时我们也需要意识到，当前经济仍面临诸多挑战，诸如通胀虽边际走高但整体仍处较低水平、制造业景气度尚未走出收缩区间等。未来我国经济将可能呈现波浪式前进、螺旋式上升之态势。

### 2.1 通胀水平边际抬升

今年2月国内CPI当月同比上涨0.7%，较前值大幅上行1.5个百分点，结束了连续4个月的负增长。CPI同比转正主要是因为春节错位原因所致。一般而言，春节对于食品和服务的需求比较旺盛，CPI会展示出季节性的升高。去年春节在1月份，去年1月和2月CPI同比分别为2.1%和1.0%；今年春节在2月份，映射到今年1月和2月CPI同比分别为-0.8和0.7%。1-2月累计同比增速为零。2月CPI食品项同比增速为-0.9%，较前值大幅收敛5个百分点；CPI非食品项同比增速为1.1%，较前值上涨0.7个百分点。剔除食品和能源扰动的核心CPI同比增速录得1.2%，较前值上升0.8个百分点。

图3 我国CPI及其分项同比走势（%）



资料：Wind、湘财证券研究所

食品项对CPI拉动的改善最为明显。1月食品拖累CPI达1.66个百分点，2月其拖累效应大幅缩小到0.25个百分点，改善程度达到1.41个百分点。在食品项中，猪肉价格和鲜菜价格的同比上升是一大亮点，猪肉价格由1月份的-17.3%大幅上升至2月份的+0.2%，提高了17.5个百分点。鲜菜价格同比由1月份的-12.7%上升到2月份的+2.9%，提高了15.6个百分点。一方面可以由春节错位解释，另一方面也可以由局部地区雨雪天气等气候因素解释。

图4 我国CPI分项对整体读数的拉动效应 (%)



资料：Wind、湘财证券研究所

图5 CPI食品分项近两月同比走势 (%)



资料：Wind、湘财证券研究所

图 6 我国猪肉平均批发价走势（元/公斤）



资料：Wind、湘财证券研究所

去年全年 CPI 同比增速为 0.2%，今年设置的目标是 3%，实现难度较大。3% 的 CPI 涨幅突出体现了政府在今年加大宏观经济政策逆周期、跨周期调节，明显改变需求不足状态的决心，预计未来工作力度也会比较大。3% 的 CPI 涨幅给今年的财政货币政策操作留出了较大的空间和回旋余地，这表明今年在扩大内需，扭转需求不足方面要下更大的力量，要取得更显著的成效。对于未来 CPI 的走势，我们需要关注两条线索：一条是春节假期的结束是否会带来总需求的回落，尤其是权重较大的猪肉价格的变化。猪肉价格会因为春节聚餐等因素需求增加，但由于短期内仍然供给充足，并不具备价格大幅上涨的基础。等待下半年猪周期拐点可能会迎来猪价向上动力。另一条是基本面好转和政策加码下总需求提振的可持续性。

作为通胀的另一个指标 PPI 表现越发低迷。2 月 PPI 当月同比增速录得 -2.7%，跌幅较前值继续扩大 0.2 个百分点。PPI 环比增速 -0.2%，与前值持平，1-2 月 PPI 累计同比增速为 -2.6%。

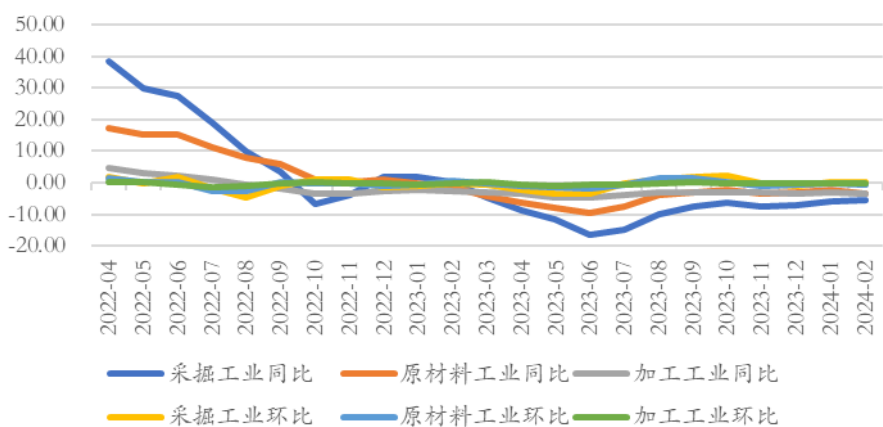
图 7 PPI 同、环比走势 (%)



资料 : Wind、湘财证券研究所

观察 PPI 生产资料项，2 月当月采掘工业、原材料工业和加工工业同比增速分别录得-5.5%、-3.4%和-3.2%，分别较前值上升 0.5 个百分点、下降 1.1 个百分点和下降 0.1 个百分点。环比看，采掘工业、原材料工业和加工工业环比增速分别录得 0.2%、-0.4%和-0.3%。观察同环比数据，我们认为国内商品价格处于整体偏弱格局。原因可能在于春节期间企业停工停产对供需两端的影响，此外房地产市场依然处于向下调整的状态，1-2 月份商品房同比销售面积跌势不止。因此在两者共振下，钢铁、水泥、煤炭等大宗表现较弱。未来在政策发力下的“三大工程”有望对国内大宗商品价格形成有利的支持。预计二季度 PPI 同比跌幅可能会逐步缩小，全年有望转正。

图 8 PPI 生产资料分项同、环比增速 (%)



资料 : Wind、湘财证券研究所

## 2.2 制造业投资增速大增

今年 1-2 月全国固定资产投资（不含农户）50847 亿元，同比增长 4.2%。较去年全年 3.0% 的增速水平上升 1.2 个百分点，但较去年同期 5.5% 的同比增速有点回落。从环比角度看，1 月和 2 月的固定资产投资增速分别为 0.24% 和 0.88%，表明整体投资增速在边际提升。另外，值得关注的是民间投资增速已经由负转正，1-2 月累计同比增速录得 0.4%，而去年民间投资增速为 -0.4%，民间投资热情的逐步恢复意味着我国内生增长动能正在改善。

图 9 固定资产投资同、环比增速 (%)



资料 : Wind、湘财证券研究所

图 10 我国民间固定资产投资增速累计同比 (%)



资料 : Wind、湘财证券研究所

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/486044232213010112>