

转型与增长的“新均衡”

——2024 年中期宏观投资策略报告

2024 年 06 月 26 日

- 核心观点：经济高质量发展转型期，下半年结构调整仍将持续，产业发展、防风险方面有待更多政策出台。**化解地产风险仍是政策重点，去库存有望成为政策的重要方向。地方化债持续推进，中央政府将是加杠杆主力。出口有望成为经济重要拉力，给制造业投资带来支撑，高端制造有望保持领跑，消费修复速度预期偏缓。海外政策转向，但美联储降息幅度压缩，官员表态或偏鹰，美国大选给市场带来阶段性扰动。年内经济增速有望小幅超过 5%。
- 出口强势有望延续，仍将是年内拉动经济的重要分项。**海外景气度回升，“一带一路”战略合作加深，支撑出口韧性，我国与东盟、中东等地区存在较多潜在出海机会。欧美贸易保护主义倾向上升是长期趋势，四季度企业可能存在一定抢出口的情况，中长期来看中国企业对外投资将有所增加。进口预期缓步回升，外需表现好于内需，贸易顺差走阔的可能性增加。出口价格偏弱，进口价格偏强的格局或将持续。
- 制造业为经济转型重要抓手，出口、设备投资周期为其赋能。**出口韧性有助于拉动制造业上行，补库和设备更新需求将带动新一轮制造业上行周期。产业升级转型持续推进，新质生产力政策有望陆续出台，高端制造业将持续领跑。但民间投资信心依然不足，企业扩产需要更多政策扶持。
- 房企有望开启去库存进程，政策为下半年重要推力。**预期后续将有更多稳需求、去库存政策出台。供给端政策聚焦“去库存”，保障房建设和收储为重要方向，地产“以旧换新”有望成为“去库存”政策的重要抓手，但地方资金仍有一定堵点。需求端政策预期落脚点在激发有效需求。房地产下半年拖累作用有望边际减轻。
- 下半年专项债+超长期特别国债投放有望给基建带来支撑。**地方专项债三季度有望迎来发行高峰，超长期特别国债在 5-11 月分批发行，将给基建带来资金支撑。地方土地出让收入下滑，叠加地方化债的影响，地方基建项目审批趋严，新基建、民生等项目有望承接更多资金。
- 消费改善节奏偏慢，居民信心有待修复。**当前价格水平偏低，企业利润处于修复阶段，居民对未来收入预期偏谨慎，因此导致了消费链条修复的堵点。当前房价尚未企稳，居民支出情绪受到一定影响，居民部门信贷规模收缩。预期消费修复斜率相对平缓。未来消费品以旧换新政策有望扩容增量，有助于改善居民消费意愿，推动核心物价上行。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

经济分化延续，关注未来需求端变化
 CPI、PPI 低位上行，输入性通胀抬升
 政策推动加量提质，聚焦当下重点问题

- **财政资金投放有待提速，方向上注重提质增效和存量政策落地实施。** 开年以来，财政收支增速偏缓，地方“去土地财政化”持续推进，供需两端约束土地收入。中央财政将加大对地方转移支付力度，整体债务期限预期拉长。地方化债持续从时间换空间，严控隐性债务新增。超长期特别国债重点投向“两重”领域，地方债发行提速，有望给基建、地产等相关项目建设带来资金支撑。
- **货币政策延续呵护经济，注重提升金融质量。** 监管在政策上不再追求信贷增量的扩张，着力盘活被低效占用的金融资源。下半年在防空转、挤水分等影响下，M1、M2 读数可能承压，实体信贷需求依然偏谨慎，政府债发行提速，将成为社融增速的重要支撑。实体融资成本有待继续压降，随着美联储开启降息，汇率压力随之减轻，给我国降息带来空间。预期央行将持续呵护市场流动性，7D 利率的重要性提升。政策在金融资源配置上将持续优化，结合结构性工具做好“五大篇章”相关工作。
- **美国降息空间受限，关注大选、补库走势。** 美国处于强通胀周期，控通胀压力依然较大，就业压力有限，房租、工资下降存在难度，两党候选人政策主张均带有一定程度的驱动通胀的特点。美国缓慢开启补库，行业间存在错位，大选或影响我国出口节奏。经济、通胀、就业、股票、金融业风险等多方牵制下，年内降息预期幅度和次数均被压缩。美债利率存在阶段性反弹风险。
- **大类资产配置：1) 股票：**沿着红利股、产业趋势、政策扶持几大主线进行配置，一是科技和高端制造相关的 AI、半导体、船舶等行业；二是设备更新政策下的家电、机械等；三是阶段性配置红利股，如公共事业、电力系统等。**2) 债券：**债市资产荒持续，机构配置需求仍强，下半年仍有降息空间，长端利率低位波动幅度可能放大，关注波段交易与票息。短端下行幅度受限，关注降息打开交易空间。同业存单仍处放量阶段，中枢回落空间被压缩。城投债可适度拉久期和下沉资质。央国企地产的融资环境边际改善，可选择优质央国企地产改善拉久期。二永债交易属性凸显，可选择优质区域并适当下沉的成农商行挖掘票息收益。**3) 大宗商品：**黄金价格仍有上行空间，但幅度受限，关注美联储降息节点。能源转型等驱动铜需求增加，铜矿供给扰动仍强，可以关注铜价高位回落带来的阶段性机会。预期原油维持宽幅区间震荡。**4) 汇率：**美元指数震荡偏强，波动或有所放大，人民币短期依然承压。
- **风险因素：**海外经济增速放缓超预期，政策落地和效果不及预期，地缘政治冲突超预期。

正文目录

1 经济缓步修复，结构性特征持续	5
1.1 海外景气度回升，出口强势有望延续	5
1.2 制造业对投资托举作用加强，地产政策预期持续宽松	7
1.2.1 房企有望开启去库存进程，政策为下半年重要推力	7
1.2.2 政府债发行有望加速，资金来源支撑基建	10
1.2.3 高端制造增长提速，出口、设备投资周期为制造业赋能	11
1.3 消费改善节奏偏慢，居民信心有待修复	12
2 CPI温和抬升，PPI上行进程存在波动	14
2.1 “以量换价”CPI 延续低位，下半年有望温和抬升	14
2.2 PPI 同比预期保持弱势，外部风险影响工业品价格波动加剧	15
3 政策为经济保驾护航，整体延续宽松	16
3.1 财政资金投放有待提速，推动项目落地实施	16
3.2 货币政策延续呵护经济，注重提升金融质量	18
3.3 重视现代化产业体系建设，推动发展新质生产力	19
4 关注外部不确定性，聚焦降息和补库走势	20
4.1 美国降息空间受限，大选牵动全球局势	20
4.1.1 通胀、经济双韧性，就业保持强劲	20
4.1.2 降息空间压缩，大选有望推动财政扩张	21
4.2 欧央行年中开启降息，经济压力大于通胀压力	22
4.3 日本政策面临转向，地缘政治风险持续	23
5 大类资产配置	24
5.1 股票：关注流动性变化，把握 A 股结构性机会	24
5.2 资产荒格局持续，债券利率进入低位区间	25
5.2.1 利率债：配置需求仍强，关注阶段性波动风险	25
5.2.2 信用债：资产荒逻辑持续，利差压缩幅度放缓	26
5.3 商品：黄金上行空间被压缩，能源转型下铜仍有阶段性机会	27
5.4 汇率：美元保持强势，人民币短期承压	28
6 风险提示	29
图表 1：年初以来出口景气度稳步改善(%).....	5
图表 2：美国补库拉动制造业生产(%)	5
图表 3：全球制造业 PMI 景气度已有所回升(%).....	6
图表 4：对美出口回升，对东盟出口维持高位(%)	6
图表 5：分行业出口累计同比表现(%)	6
图表 6：进口金额与现货指数走势相关(%).....	7
图表 7：进口商品价格上涨，出口价格偏弱(%)	7
图表 8：地产新开工持续低位，拿地偏缓(%).....	8
图表 9：地产销售偏弱，商品房库存累积(%)	8
图表 10：二手住宅租金回报率低于房贷利率(%).....	8
图表 11：房贷利率下行，居民加杠杆依然保守.....	8
图表 12：今年以来地产政策重点梳理，5 月地产政策密集放松	9
图表 13：当前住房“以旧换新”的主要模式.....	10
图表 14：开年以来基建增速偏缓(%).....	11

图表 15: 基建各分项增速均有所放缓 (%)	11
图表 16: 工业品生产保持旺盛(%)	11
图表 17: 工业企业产成品存货进入补库阶段 (%)	11
图表 18: 出口回暖有助于拉动制造业出口(%)	12
图表 19: 补库需求有望带动制造业上行 (%)	12
图表 20: 网上购物增速逐步上行(%)	13
图表 21: 居民消费信心尚未修复, 收入信心转弱 (%)	13
图表 22: 居民部门扩表意愿不足(亿元, %)	13
图表 23: 失业率逐步下行 (%)	13
图表 24: 服务分项通胀走势温和(%)	14
图表 25: 猪周期开启上行, 牛羊肉价格下探 (%)	14
图表 26: 居民加杠杆不足, 消费意愿制约 CPI(%)	15
图表 27: 居民存款延续高位, 核心 CPI 窄幅震荡 (%)	15
图表 28: PPI 上行领先于 CPI(%)	15
图表 29: 有色、石油和天然气产业链价格上行 (%)	15
图表 30: 出口向好有望给 PPI 带来支撑(%)	16
图表 31: 流动性约束下, PPI 上行受限 (%)	16
图表 32: 财政收支增速偏缓 (%)	16
图表 33: 地方政府土地出让收入放缓 (%)	16
图表 34: 财政预算赤字规模与赤字率 (万亿元, %)	17
图表 35: 政府债余额规模持续增长 (万亿元, %)	17
图表 36: 新增信贷规模、结构逐步调整(亿元)	18
图表 37: MLF 利率保持不变 (亿元, %)	18
图表 38: 资金利率下行, 分层现象减弱(%)	19
图表 39: 社融、M2 剪刀差走阔 (%)	19
图表 40: PPI 和进口价格回正, 核心 CPI 压力上行(%)	20
图表 41: 美国非农就业保持强劲 (千人)	20
图表 42: 美国库存同比增速走势(%)	21
图表 43: 中小企业增加库存计划处于低位 (%)	21
图表 44: 美联储缩表节奏放缓(万亿美元, %)	22
图表 45: 联邦基金目标利率保持不变 (%)	22
图表 46: 欧元区 CPI 逐步下行(%)	23
图表 47: 家庭储蓄率有所抬升 (%)	23
图表 48: 日本通胀压力上行(%)	24
图表 49: 美国日本 10 年期国债利差逐步收窄 (%)	24
图表 50: 股债风险溢价有所回落(%)	25
图表 51: 流动性可能存在约束, 关注资金改善 (%)	25
图表 52: 国债与利率互换利差有所压缩(%)	26
图表 53: 不同期限利差走势 (%)	26
图表 54: 中票信用利差持续压降 (%)	27
图表 55: 城投债利率持续走低, 利差压缩 (%)	27
图表 56: 黄金与美元指数走势分化 (美元/金衡盎司)	28
图表 57: 铜价高位回落, 铜银比处于低位 (美元/磅)	28
图表 58: 美元兑人民币延续高位	29
图表 59: 中美长端利差逐步收窄 (%)	29

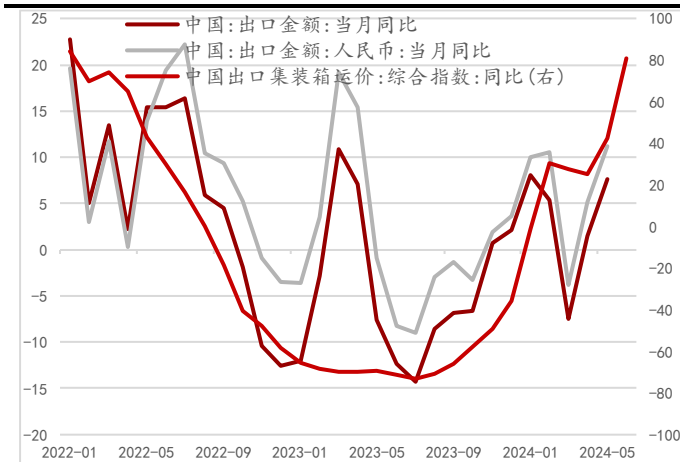
1 经济缓步修复，结构性特征持续

2024年上半年经济基本面逐步好转，结构明显分化，内需修复偏慢，地产需求不足，生产端恢复速度强于需求端。出口为经济增长贡献了较多增量，生产端旺盛支撑了经济韧性。稳增长和高质量发展仍是未来长期的政策方向，下半年外需贡献有望回升，地产政策有望进一步宽松，但房地产投资修复仍需时间。价格因素影响下，预期实际GDP好于名义GDP表现。

1.1 海外景气度回升，出口强势有望延续

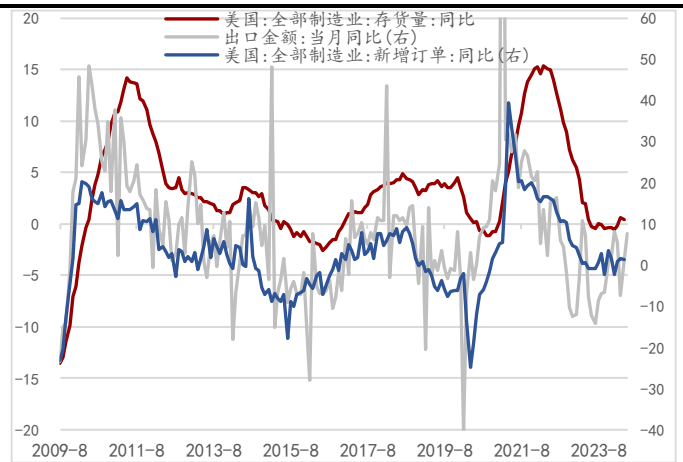
外需改善拉升出口表现，上半年出口依然强劲。2024年开年以来出口表现强劲，1-5月出口累计同比达到2.7%，从中国出口集装箱运价指数来看，6月保持上行，港口集装箱需求旺盛。我国制造业生产保持旺盛，供应转向国际市场。海外经济向好，美国上、下游部分行业开启补库存周期，叠加进入朱格拉周期上行阶段，企业设备开启新一轮更新换代，均给我国出口带来一定拉动。

图表1: 年初以来出口景气度稳步改善(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 美国补库拉动制造业生产(%)

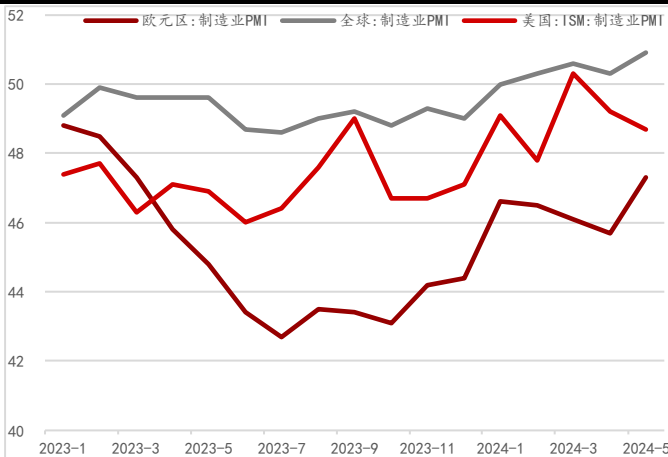


资料来源: Wind, 万联证券研究所

“一带一路”战略合作逐步加深，支撑出口韧性，我国与东盟、中东等地区未来存在较多潜在出海机会。从国别来看，我国对东盟出口依然保持高速增长，对俄罗斯出口在高基数作用下边际回落。对美出口转为正向增长，美国经济保持强韧性，虽然存在贸易摩擦的影响，对美出口依然边际转好，美国对中国贸易赤字依然保持增长。今年以来，中东国家与中国之间的合作持续升温，中东为具备石油资源禀赋的国家，高度关注新能源行业的发展，未来与我国新能源产业的投资合作有望进一步加深。

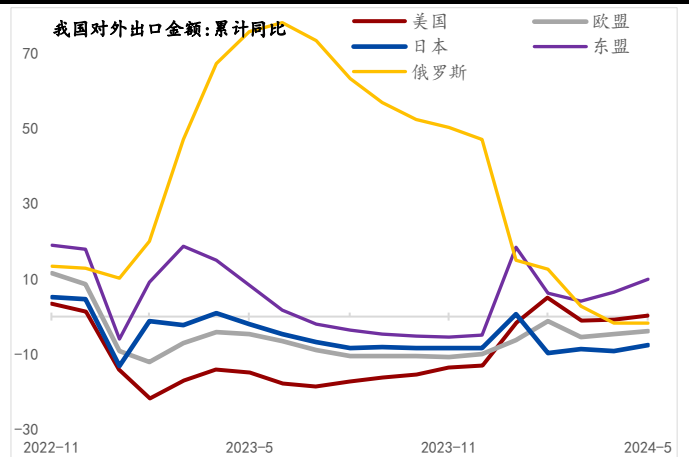
欧洲右翼势力走强，贸易保护、加征关税的风险加大。6月10日的欧洲议会选举中，德、法等国的右翼党派选票均大幅超出中间偏左的执政党，给未来欧盟的政治格局带来更多不确定性。欧洲右翼政治主张上更加关注国家内部的经济利益，包括气候和移民政策更保守、减少对乌援助、贸易保护主义、增强国民福利等。6月12日，欧盟拟对进口自中国电动汽车征收17.4%-38.1%不等的临时反补贴税，欧盟对汽车进口的一般关税税率为10%，如果此次初裁结果实施落地，中国出口到欧盟的电动汽车的关税将达到27.4%至48.1%。并且欧盟碳关税政策已进入过渡阶段，2026年将正式开始征收。短期来看，欧洲地区依然受制于高通胀，年内对我国商品加征关税范围大规模扩张的概率偏低。但欧盟对华的“去风险”思路可能会长期化，更加关注自身产业链安全。

图表3: 全球制造业PMI景气度已有所回升(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

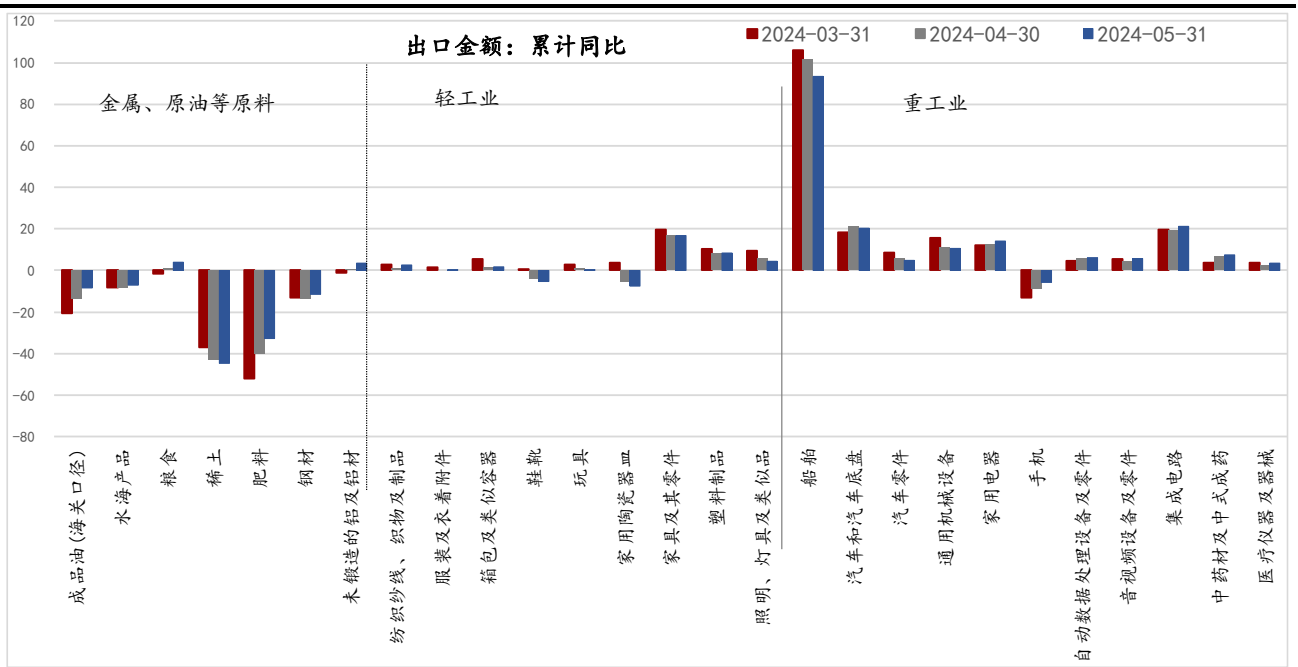
图表4: 对美出口回升, 对东盟出口维持高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

高端制造产品出口明显增长, 船舶表现亮眼, 传统行业出口边际好转。从各行业出口表现来看, 新能源汽车、锂电池、光伏产品为代表的“新三样”出口明显上行; 传统的劳动密集型行业出口也边际上行, 纺织服装、轻工制造行业出口均有所改善。全球消费电子景气回升的周期, 拉动了我国机电设备的出口。我国造船业在全球具有比较优势, 叠加全球船舶更新需求带动下, 我国船舶出口量、价均有所增长。

图表5: 分行业出口累计同比表现 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

出口仍将是年内拉动经济的重要分项, 外需回升支撑出口表现。在海外补库周期推动下, 叠加朱格拉周期上行共振, 预期出口在下半年仍将保持旺盛。欧央行、加拿大在6月已经开启降息, 美联储下半年也有望开启降息, 全球需求有望受益回升。但美国

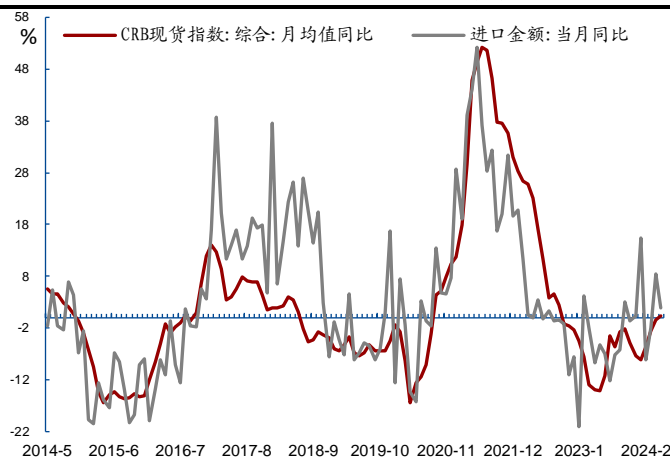
大选前后，美国海外关税政策仍有较大的不确定性，对未来政策的担忧下，四季度企业可能存在一定抢出口的情况，都将给下半年出口表现带来支撑。

贸易保护主义倾向上升是长期趋势，中国企业对外投资预期有所增加。美国外贸政策将持续收紧，对于部分核心科技产品的贸易约束将增加。我国在部分设备制造和核心科技商品具有较强的竞争力、充足的供应能力和低廉的价格，但海外在安全性等考虑下，对相关行业的管控预期较强。例如我国电气机械和器材制造业出口占全球比重较高，也更容易引起行业摩擦和贸易制裁。未来我国或将积极推进制造业企业“走出去”，拓展在清洁能源、基建、新能源汽车等领域的合作，通过在欧洲、中东等国家建厂、组装成品等，为制造业提供贸易避风港。

进口缓步回升，外需表现好于内需，贸易顺差走阔的可能性增加。进入二季度中国进口指标开始回暖，与服务业回暖表现一致，5月累计同比增速达到2.9%，内需缓步修复，铜等大宗商品价格上涨带来一定影响。未来预期外需表现相对好于内需，贸易顺差或边际走阔。

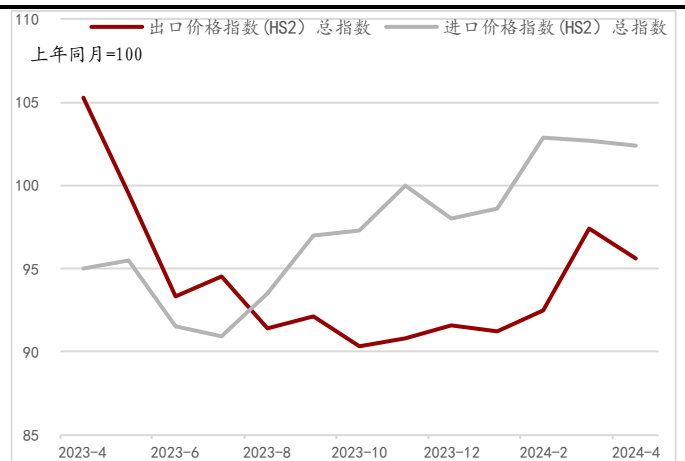
出口价格偏弱，进口价格偏强的格局或将持续。我国进口商品中，原油、铜等大宗商品占比较高，当前上游价格弹性较强，上游大宗涨价拉升了进口价格和增速。中游制造业价格弹性偏弱，我国以中游设备制造出口为主。因此，下半年进出口商品价格分化的格局仍将持续。

图表6: 进口金额与现货指数走势相关(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 进口商品价格上涨, 出口价格偏弱 (%)



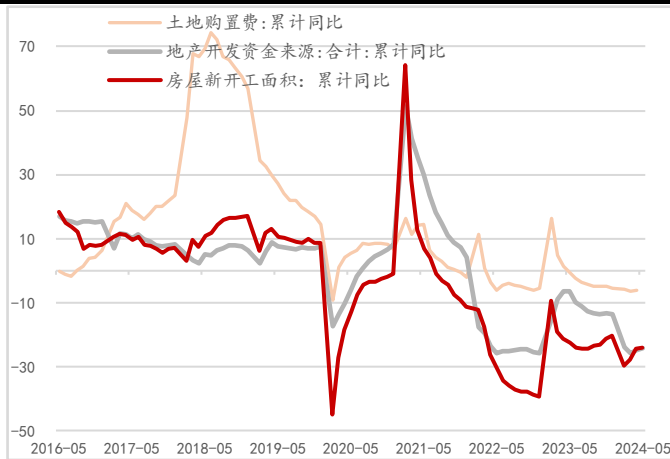
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 制造业对投资托举作用加强，地产政策预期持续宽松

1.2.1 房企有望开启去库存进程，政策为下半年重要推力

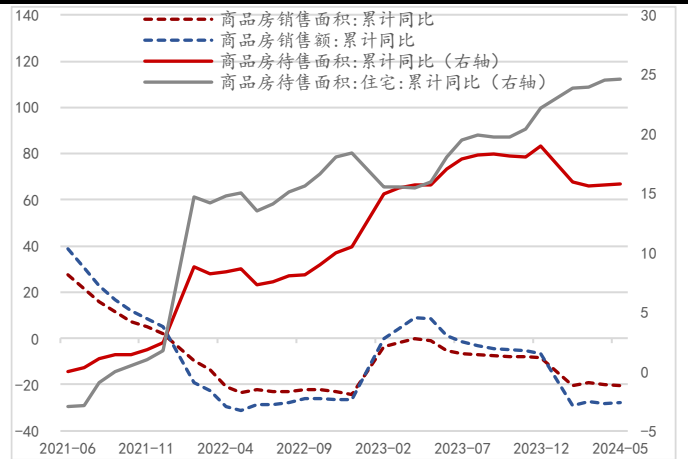
地产依然是内需的主要拖累项，销售处于低位，库存压力较大，新开工、施工延续负增。地产仍处于下行周期，5月累计同比由-9.8%继续下探为-10.1%，带动上下游产业链的需求大幅下降。地产新开工、施工面积延续低位，竣工在高基数作用下也有所放缓。商品房销售面积累计同比下行至-20.3%，住宅待售面积累计同比上行至24.6%，当前地产销售偏弱，库存压力较大。房企资金来源偏紧，拿地延续负增。

图表8: 地产新开工持续低位, 拿地偏缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

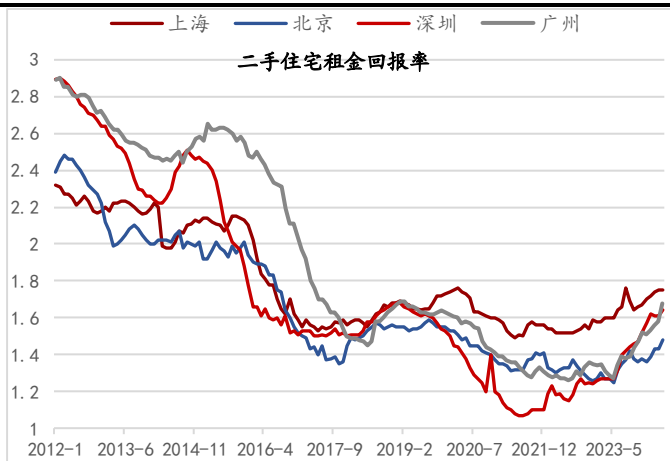
图表9: 地产销售偏弱, 商品房库存累积(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

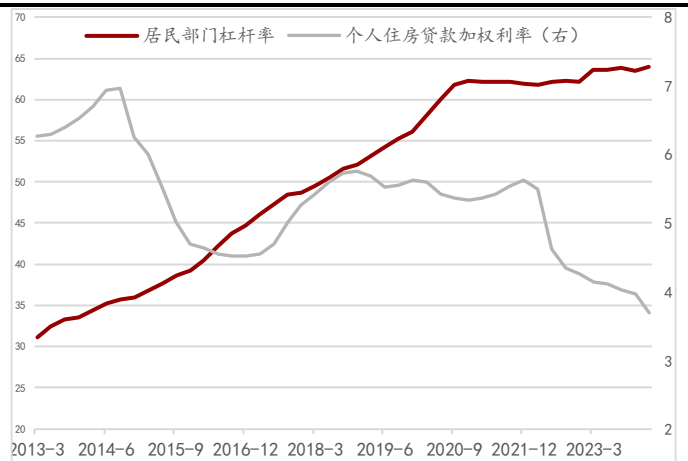
居民加杠杆依然谨慎, 政策落地效果有待观望。近几年房贷利率持续下行, 有助于支持市场, 但居民对收入增速预期的调整, 叠加房价尚未企稳, 影响了居民加杠杆的信心。地产销售尚未改善, 新开工受政策驱动的特征较为明显。随着人口进入下行长周期, 地产去金融化带来地产长期需求侧逻辑转变。短期来看, 房价上半年持续下滑, 不同城市价格也有所分化, 当前一线城市的住宅租金回报率偏低, 近期上行主要是房价下跌带动。

图表10: 二手住宅租金回报率低于房贷利率(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表11: 房贷利率下行, 居民加杠杆依然保守(%)



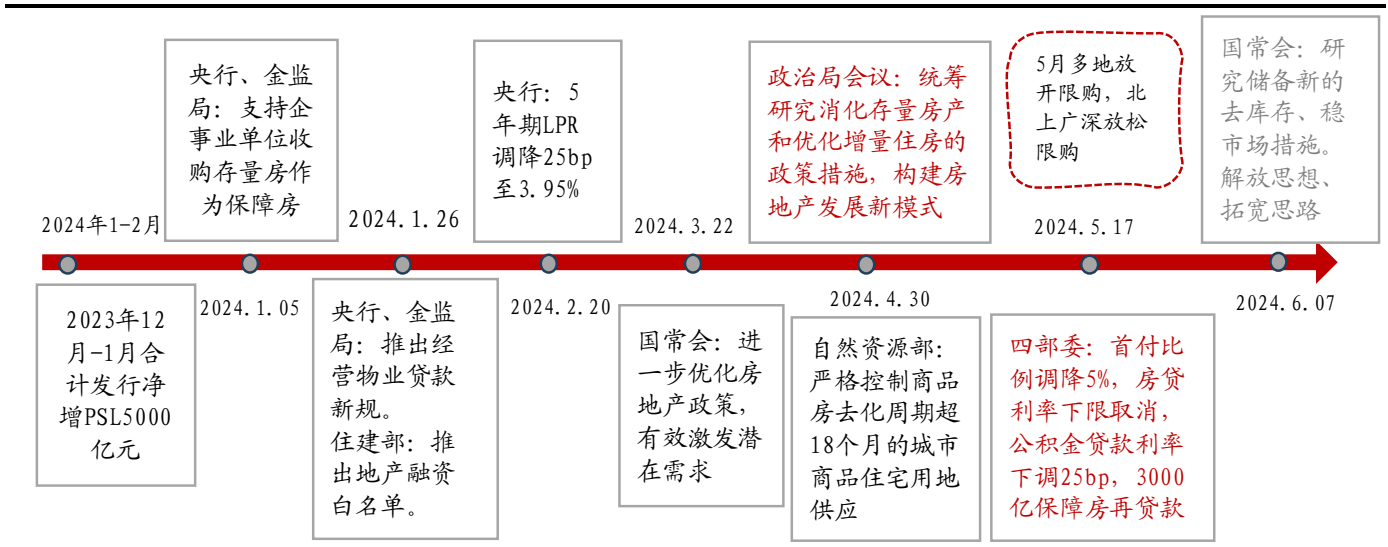
资料来源: Wind, 万联证券研究所

今年以来地产需求端政策利好频发, 高能级城市限购放松, 购房成本持续下调。政策持续重视房地产领域风险, 助力推动地产市场平稳健康发展, 加快构建房地产发展新模式。需求端来看, 一是高能级城市持续放松限购: 5月杭州、西安等城市取消限购, 北上广深也陆续放松限购条件。二是降低居民购房成本: 1月央行调降5年期LPR至3.95%; 5月17日政策迎来大幅放松, 调降了个人住房贷款最低首付比例5个百分点, 取消个人住房贷款利率政策下限, 下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。后续房贷利率仍有进一步下调空间。

政策聚焦“去库存”, 保障房建设和收储为重要方向。4月政治局会议提出“研究消化

存量房产和优化增量住房的政策措施”。政策着力解决房地产企业的流动性压力，聚焦保障房、收储等方向。供给端来看，一是白名单制度：开年以来，多地房地产融资“白名单”持续落地，给房企融资带来支持。二是PSL、3000亿元保障性住房再贷款为保障房、收储提供资金支持：PSL等政策效果持续显现；5月17日，央行宣布设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方收购部分商品房用作保障性住房，支持地方以收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量的住宅用地，预计可以调动银行贷款5000亿元。高库存的城市对于保障性住房贷款有较大的使用需求。四是严控新增供地：自然资源部提出严控去化周期慢的城市商品住宅供地。五是各地开始推进地产“以旧换新”。

图表12：今年以来地产政策重点梳理，5月地产政策密集放松

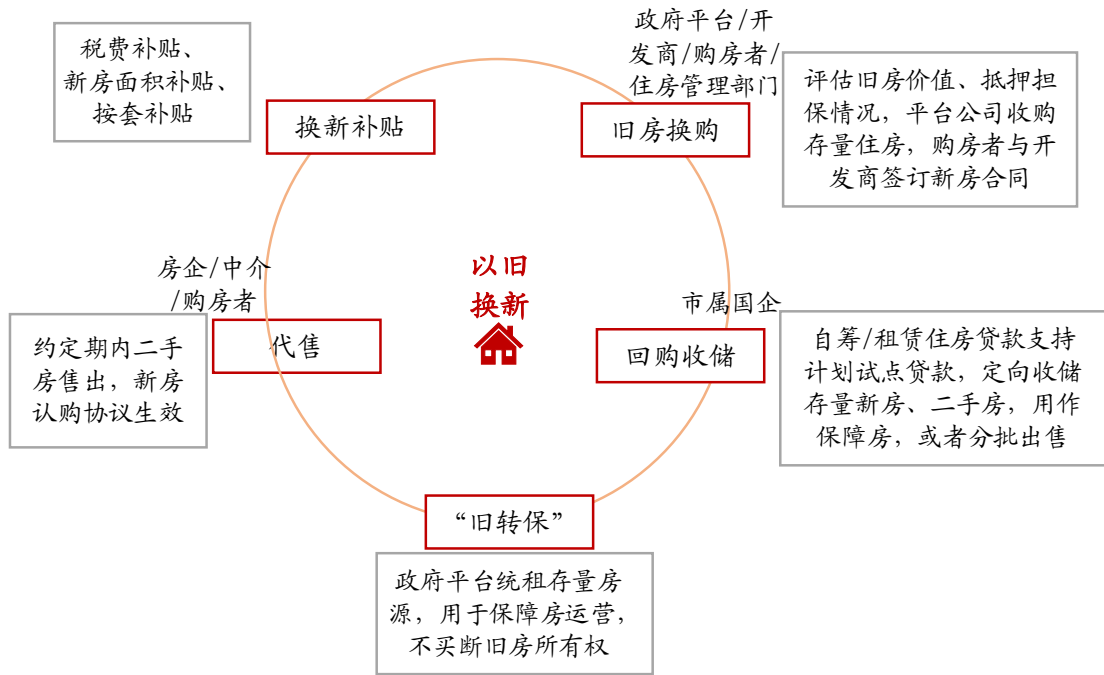


资料来源：央行、国常会、自然资源部等政府官网，万联证券研究所

地产“以旧换新”有望成为“去库存”政策的重要抓手。多地开启住房“以旧换新”，来盘活存量房产。通常包含以下几种操作模式：（1）回购收储模式：地方国企直接参与回购收储，定向收储存量新房、二手房项目，大多用于改设为保障房，或者分批出售，改善市场预期。但商品房收储进程偏慢，地方资金偏紧带来约束，并且出于对日后审计、国有资产流失的担忧，当前对拟收购商品房标准严格。（2）代售模式：购房者同时签署新房认购和二手房卖出协议，如果协议期内二手房卖出，新房认购协议也随之生效。（3）旧房换购模式：评估旧房价值、抵押担保情况，政府平台来收购存量住房，购房者从开发商处购买新房。换购模式的试点规模普遍较小，对于旧房的面积、房龄、区位等要求较高，并且换新只能选择房企指定项目。（4）发放换新补贴：出售旧房并购买新房后，通过税费补贴、新房面积补贴、按套补贴三种主要财政补贴模式。（5）“旧转保”模式：地方平台一次性给旧房支付5-10年租金，用于保障房运营。

地产“以旧换新”政策有助于提升去库存速度，并推进保障房建设。但另一方面，随着“以旧换新”房源的进一步扩大，可能给相关企业带来资金周转问题，当收购的二手房无法及时转化为现金流且新房销售未能产生足够现金流时，将对地方平台企业造成负担。

图表13: 当前住房“以旧换新”的主要模式



资料来源: 各地方政府官网, 万联证券研究所

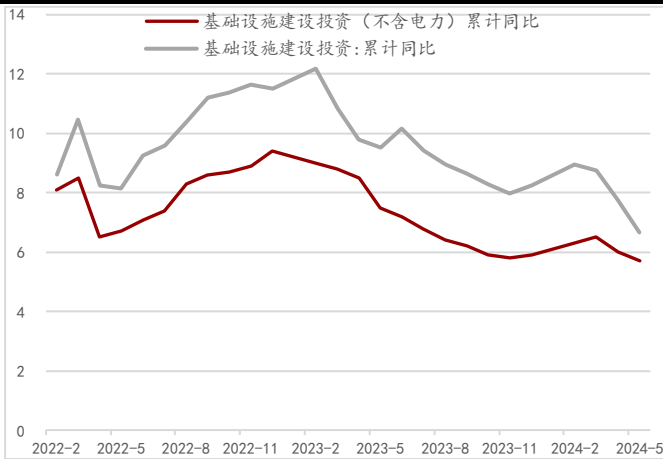
地产政策供、需两端预期持续发力，收储政策有望加码。预期后续将有更多稳需求、去库存政策出台。供给端来看，中央层面牵头地产收储，地方资金仍有一定堵点。历年新增专项债额度用于保障性安居工程均不超过两成，可调用的地方专项债资金规模相对有限。需求端政策预期落脚点在激发有效需求，一线城市地产政策已经进一步放松，房贷利率预期将进一步下调，来降低居民购房的机会成本。短期市场预期偏弱、库存偏高的压力依然存在。

房地产下半年拖累作用有望边际减轻，保障房建设为重要托举项。政策推动地产去库存的背景下，未来预期房企拿地依然偏谨慎，新开工持续承压，施工端压力延续。5月房地产政策密集放松，但销售环比改善有限。6-7月将是政策效果观察期。随着一线城市限购放开的影响逐步显现，销售的高基数期的消退，下半年销售跌幅有望收窄。仍需关注房价指标的走势，如果房价持续下行将继续压制居民购房意愿。

1.2.2 政府债发行有望加速，资金来源支撑基建

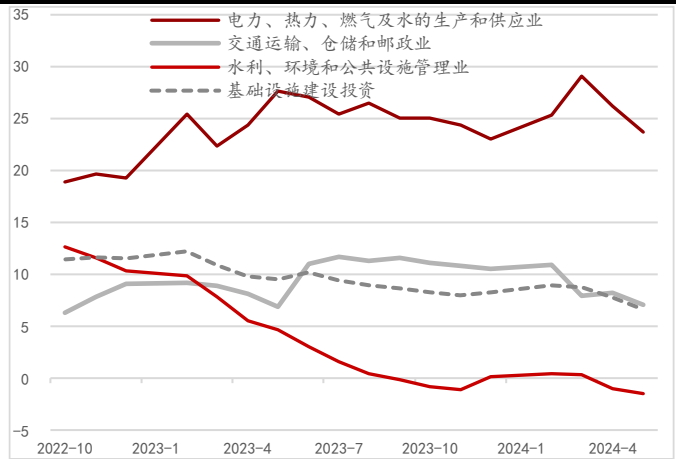
基建建设进程偏慢，资金投放、项目审批放缓为主要干扰。2024年1-5月，基建（不含电力）累积同比增速由上月的6%放缓为5.7%，专项债发放进程偏慢，叠加地方化债，基建投资和实物工作量表现偏弱，螺纹钢、水泥等建材需求持续偏低。2023年四季度增发了万亿元特别国债，主要用于灾后恢复重建，部分资金项目结转至今年使用，也导致财政资金下达进程放缓。国家发改委表示，截至2024年5月末，去年增发的万亿国债已落地项目开工率超过80%，在6月底前有望将剩余项目全部开工。有望拉动城乡基建、水利等项目的投资增速，对总体资产形成拉动。

图表14: 开年以来基建增速偏缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 基建各分项增速均有所放缓(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

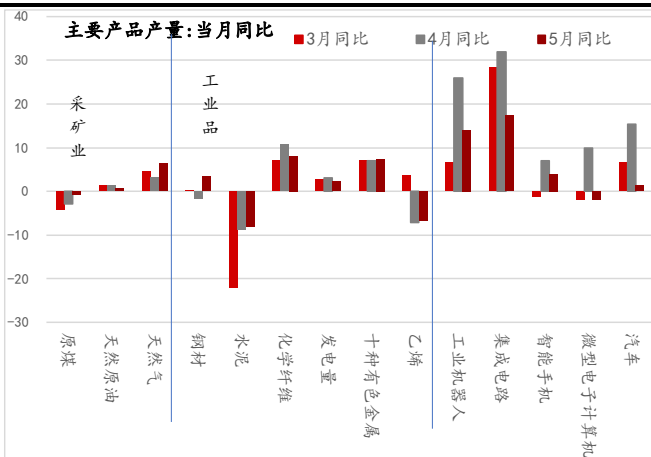
下半年专项债+超长期特别国债投放有望给基建带来支撑。2024年全年地方债预期发放3.9万亿元, 三季度有望迎来发行高峰。1万亿元超长期特别国债在5-11月期间分批发行, 将给基建带来资金支撑。根据以往的投放情况, 年底发行的部分国债预期结转至下一年使用, 并形成实物工作量。超长期特别国债的常态化发行, 2025年仍有发行空间, 在经济新旧动能切换期, 基建将持续发挥逆周期调节的作用。

地方化债带来项目审批趋严, 新基建有望承接更多资金。地方土地出让收入下滑, 叠加地方化债的影响, 地方基建项目审批趋严, 并且投资效益高的优质项目也有所减少。随着基建投资和城投平台的转型, 新基建、民生相关分项预期逐步增长, 新能源相关设备等投资逐步提速, 铜价和钢材价格走势分化背后, 体现了经济结构转型的特征, 基建的行业结构也将随之转变。

1.2.3 高端制造增长提速, 出口、设备投资周期为制造业赋能

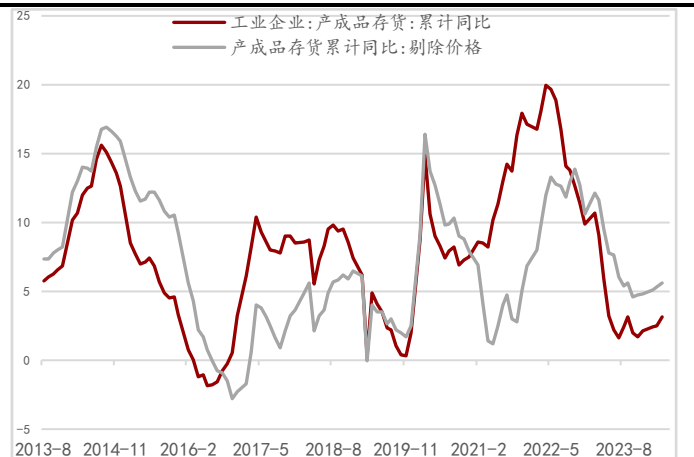
上半年制造业增长提速, 高技术制造业快速发展。1-5月制造业投资累计同比增速达到9.6%, 其中高技术产业累计同比上行为11.5%。外需转好, 出口拉动了我国制造业表现。我国缓步开启补库进程, 有助于提振制造业。大规模设备更新政策有助于带动朱格拉周期进入复苏阶段, 推动新一轮设备投资周期。发展新质生产力的背景下, 可以看到我国工业机器人、集成电路、新能源汽车生产保持旺盛, 与设备制造产业链高度相关的铜价表现强劲, 有色金属生产表现好于黑色金属。

图表16: 工业品生产保持旺盛(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 工业企业产成品存货进入补库阶段(%)



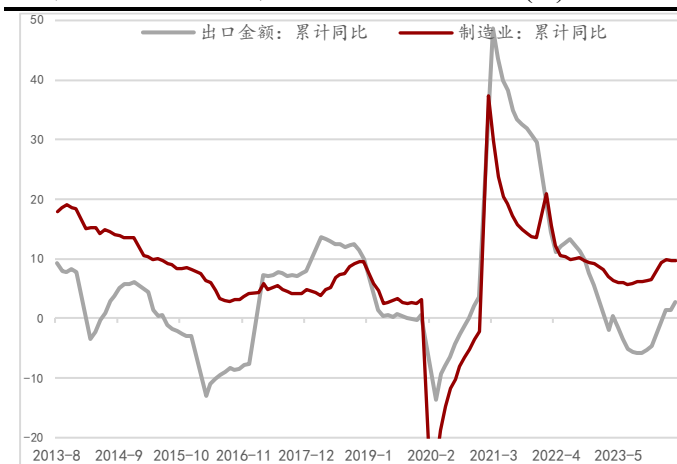
资料来源: Wind, 万联证券研究所

出口有助于拉动制造业上行，补库和设备更新需求带动新一轮制造业上行周期。下半年海外需求预期保持韧性，当前欧美通胀压力依然较大，短期快速收紧政策、提高关税相对受阻，大选将给市场情绪和企业预期带来不确定性加大，年底可能存在抢出口的情况，都将给年内制造业增速带来支持。我国大规模设备更新政策覆盖了较多行业，有望推动新一轮设备制造更新换代，带动制造业增长。国内外开启的补库需求也有望给制造业形成推力。

制造业产业升级转型持续推进，新质生产力政策有望陆续出台。随着经济体量的增长，经济增速中枢将边际回落。通过技术进步有望拉升经济周期的中枢。大国博弈的背景下，制造业产业链的重塑与竞争问题凸显。我国政策着力推动新质生产力发展，有助于改善经济中长期增速的中枢，打破技术壁垒的约束。高端制造业的发展将是未来的长期趋势。

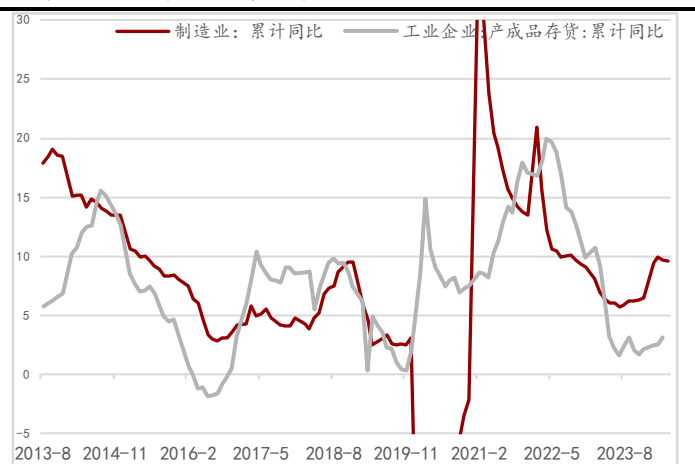
民间投资信心依然不足，企业扩产需要更多政策扶持。5月民间投资累计同比增速为0.1%，整体上行乏力，房地产疲弱带来一定拖累。企业盈利逐步改善，但企业长端信贷增速放缓，对未来加杠杆依然保持谨慎。当前内需不足的现象依然存在，部分行业生产端存在“以价换量”的问题，未来解决供需均衡，进一步提振企业信心需要更多相关扶持政策出台。

图表18: 出口回暖有助于拉动制造业出口(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 补库需求有望带动制造业上行(%)

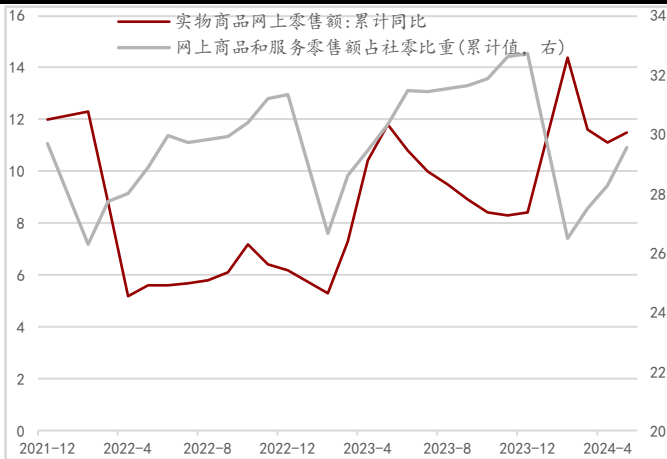


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 消费改善节奏偏慢，居民信心有待修复

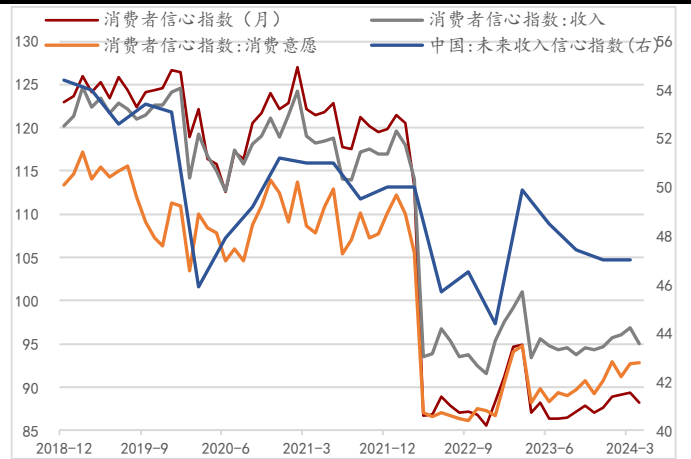
消费改善斜率偏缓，消费受假期提振的特征明显，日常消费偏保守。1-5月社会消费品零售额累计同比为4.1%，当前消费修复进程整体偏慢。在五一长假等假期带动下，出行、旅游等服务业消费被明显抬升，而居民日常消费表现偏弱，网上零售额占比逐步回升。消费品以旧换新政策有助于拉动汽车、家电等商品的消费，地产市场表现疲弱，影响了居民消费信心。可以看到消费者信心指数延续低位震荡，4月出现了边际下滑，其中收入信心指数偏弱，而消费意愿继续上行。

图表20: 网上购物增速逐步上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 居民消费信心尚未修复, 收入信心转弱 (%)

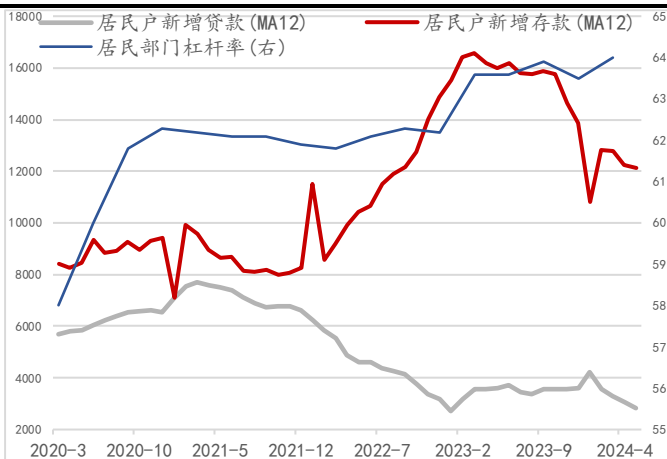


资料来源: Wind, 万联证券研究所

居民加杠杆意愿不足, 消费者信心有待修复。我国居民部门中房地产资产占比较高, 当前房价尚未企稳, 居民支出情绪受到一定影响。从价格→企业利润→居民收入→居民消费的传导链条来看, 当前价格水平偏低, 企业利润处于修复阶段, 居民对未来收入预期偏谨慎, 因此导致了消费链条修复的堵点。我国居民部门中房地产资产占比较高, 当前房价尚未企稳, 居民支出情绪受到一定影响, 居民部门信贷规模收缩。多因素共同作用下, 预期消费修复斜率相对平缓。

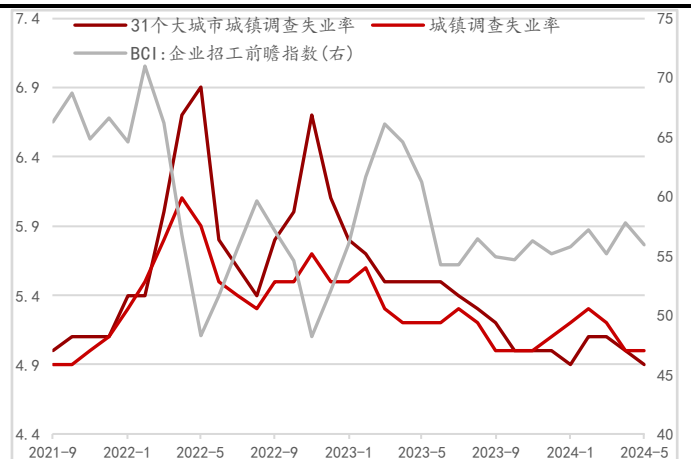
就业持续改善, 但结构性问题仍存。5月我国城镇调查失业率已经降至5%, 但企业招工前瞻指数依然表现谨慎。16-24岁的年轻劳动力失业率依然处于偏高位置。当前政策重心在于确保中低收入群体的就业稳定, 并逐步提高就业质量。解决年轻劳动力就业问题有助于提升消费者信心和收入预期, 为消费修复奠定基础。

图表22: 居民部门扩表意愿不足(亿元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 失业率逐步下行 (%)



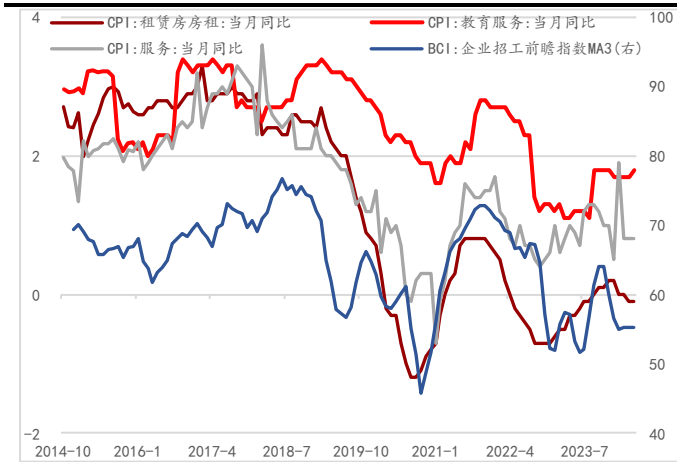
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 CPI温和抬升，PPI上行进程存在波动

2.1 “以量换价” CPI延续低位，下半年有望温和抬升

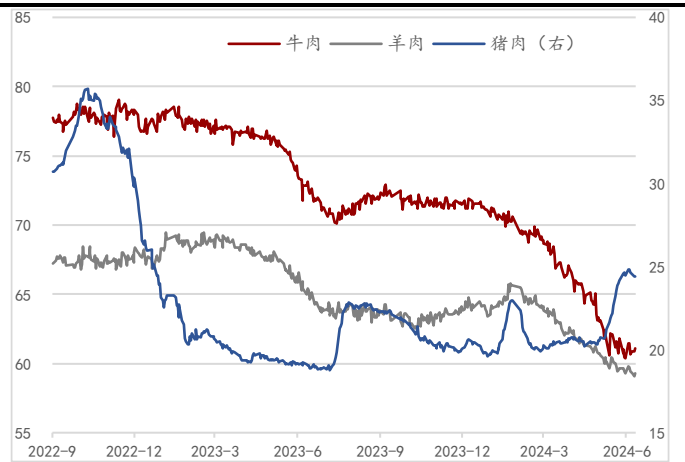
CPI持续处于低位，行业间价格回升节奏存在差异。上半年CPI延续位于1%以下，5月增速为0.3%。肉类价格给CPI带来一定拖累，猪肉价格持续处于低位，猪肉处于产能去化周期，6月价格大幅走高受到压栏和二次育肥推动。牛、羊肉价格近期也下探至低点，国内牛肉出栏量增加、进口牛肉增长带来供应宽松，当前养殖户效益回落压力较大。非食品项来看，服务分项走势温和，旅游受到节假日带动波动较大，房租分项同比边际下滑。相对而言，消费品价格持续小幅上行，而耐用消费品价格走势持续回落，实物消费呈现“K型”分化，居民消费信心不足在CPI上也有所体现。

图表24: 服务分项通胀走势温和(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 猪周期开启上行, 牛羊肉价格下探(%)

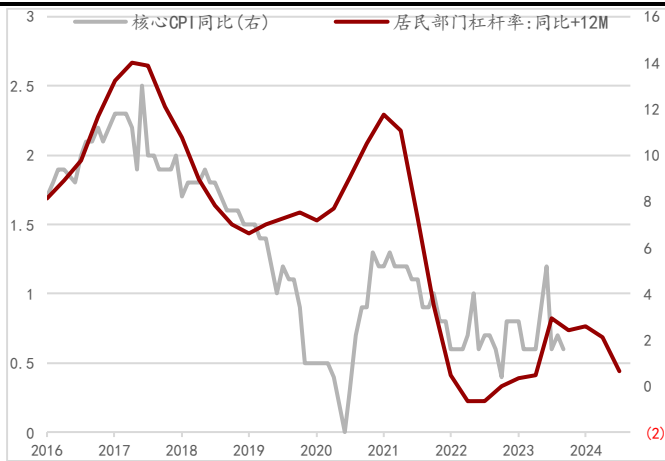


资料来源: Wind, 万联证券研究所

CPI缓步温和抬升，低基数、猪价开启上行周期起到一定拉动作用，公共服务价格影响较小。2024年二季度，部分地区的燃气和水电、高铁线路等公共服务涨价，但由于权重较低，影响相对较小。生猪养殖户成本承压下，产能扩张受到显著约束，随着能繁母猪去化的效果逐步显现，预期下半年猪肉价格有所抬升。但规模化养殖下，猪价反弹弹性受限。内需不足的问题化解需要时间，居民加杠杆意愿不足，存款延续处于高位，制约了CPI的上行空间。

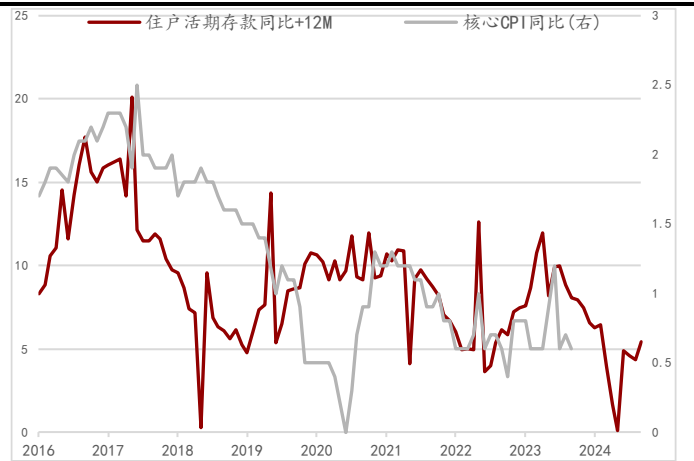
政策关注物价走势，未来更多提振消费的政策有望出台。中国经济修复在价格上表现并不清晰，价格表现持续偏弱。我国生产保持强势，量增对应着低价。需求不足也侧面反映了偏低的价格水平，带来了微观体感经济和宏观数据走势的差异。政策也开始关注物价走势，价格的回升有助于带动名义GDP增速回升。未来消费品以旧换新政策有望扩容增量，有助于改善居民消费意愿，推动核心物价上行。

图表26: 居民加杠杆不足, 消费意愿制约CPI(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表27: 居民存款延续高位, 核心CPI窄幅震荡 (%)

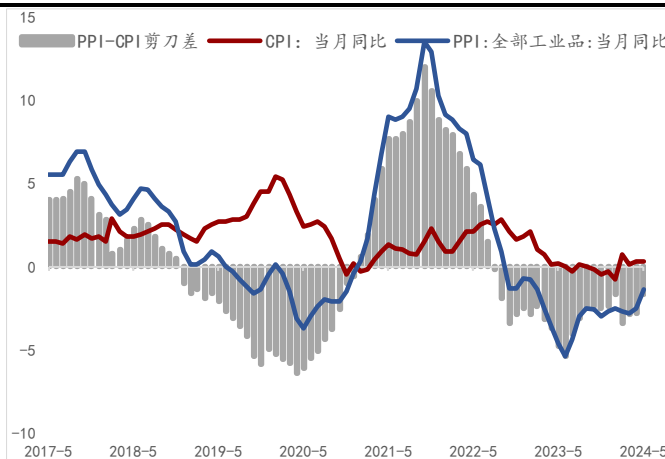


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 PPI 同比预期保持弱势, 外部风险影响工业品价格波动加剧

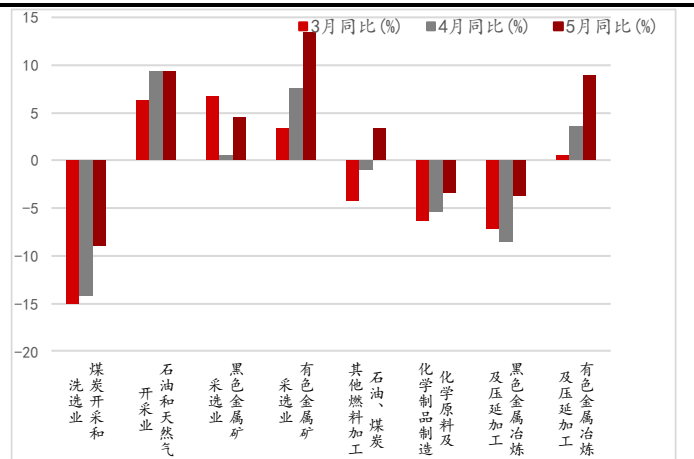
上半年PPI延续负增, 价格由上游向下游传导持续受阻。PPI环比自2023年11月至2024年4月期间持续小幅负增, 5月环比转正, 在翘尾因素带动下, PPI同比跌幅收窄至-1.4%。工业品价格在过去几个月环比抬升, 国际市场有色金属价格同比明显上行影响下, 原料端的输入性通胀拉升。而出厂价格偏低和生活资料延续低位带动PPI走弱, 中下游制造商在价格方面议价能力较弱, PPI呈现了上游强于下游的特征, 价格传导受阻, 这种分化也压制了PPI的涨幅。

图表28: PPI上行领先于CPI(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表29: 有色、石油和天然气产业链价格上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

PPI上行趋势存在波动, 整体上行幅度有限。财政扩张、设备更新、海外需求韧性有助于推动商品价格上涨, 上游价格弹性将持续强于下游行业, 上游原材料价格上涨给下游制造业利润带来一定负担。海外降息、补库节奏、大选、地缘政治等给工业品价格带来波动风险。当前内需不足的问题依然存在, 三季度PPI存在回落风险, 四季度或回升至0%左右, 整体上行力度整体温和。

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/528032127053006105>