



2024 年中期宏观经济展望

2024 年 7 月 9 日

国联期货研究所

证监许可[2011]1773 号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

2024 年宏观经济展望: 行稳方致远, 温和渐进修复

股指衍生品: 估值修复, 磨底等待启动契机

股指衍生品: 稳增长政策渐明朗 期待基本面拐点

【专题报告】国联期货股指分红观察(一): 分红对股指基差的影响

【专题报告】美国通胀拐点将现, 加息临近尾声

虚云散尽见真章, 厚积薄发待春雷

国内经济: “脱虚向实” 进程加速, 经济经历 “阵痛期”

我国处于新旧动能切换中间阶段, 宏观总量运行仍有压力, 不具备全面共振复苏的条件, 下半年仍以温和渐进修复为主。房地产仍面临调整压力, 居民消费修复回升斜率较为缓慢, 对经济增长的支撑力不及前期。期待对政策和广义财政发力反应更直接的制造业和基建在下半年提供更亮眼表现, 出口在外需温和修复支撑下动能也有望维持基本稳定, 预计全年能够实现年初制定的 “5% 左右” 的经济增速目标。

财政政策: 多维发力提效, 下半年支出有望加速

下半年政府债券加快发行对财政支出增速回升形成支撑。但由于房地产市场仍处于磨底阶段, 年内土地市场仍将维持低迷, 政府性基金减少趋势难改, 从收入端对财政发力力度形成一定制约。从结构上来说, 财政政策有望在多方面发力提效, 预计仍将有更多消费端和投资端增量政策出台。

货币政策: 重价格、轻规模、防空转

在有效需求不足, 国内循环不够顺畅的环境下, 宏观支持性货币政策立场不变, 仍将维持偏宽松的环境。下半年央行货币政策需兼顾多元目标, 内外部平衡及金融稳定是下半年的重点, 银行净息差和人民币汇率是制约降息落地时点的主要因素, 因此货币政策操作的时点需要等待存款利率新一轮下调、美联储降息等内外部约束条件的拐点信号, 三季度将是降准、降息重要观测窗口期。

海外经济: 增长有韧性, 但分化格局明显

2024 年下半年全球经济增长有韧性, 但各主要经济体分化格局明显。从长期经济趋势上看, 主要发达国家市场中美国经济增速维持相对稳定, 强于欧元区和日本, 同时全球也面临着高利率、高债务、地缘政治关系紧张等带来的挑战和不确定性。全球通胀回落中存在粘性, 通胀回落时间可能比预期更长, 美联储降息窗口或于 9 月后打开, 届时全球流动性将出现改善, 各国货币政策操作空间相应打开。

正文目录

一、国内经济：“脱虚向实”进程加速，经济经历“阵痛期”	- 2 -
1.1 出口：动能维持稳定，继续为经济提供支撑	- 2 -
1.2 投资：政策支持落地，下半年维持高增速	- 5 -
1.2.1 制造业：政策支持及出口韧性双引擎共促投资	- 5 -
1.2.2 基建：广义财政发力，助力投资增速提升	- 6 -
1.3 房地产：供需双缩，仍处于磨底阶段	- 7 -
1.4 消费：居民预期偏弱，复苏斜率有所放缓	- 11 -
1.5 工业：量略减，价微增，产值将平稳增长	- 13 -
1.6 物价水平：稳中向好，温和回升	- 15 -
二、财政政策：多维发力提效，下半年支出有望加速	- 17 -
2.1 回顾：财政收支受限于收入端，总体表现偏弱	- 17 -
2.2 展望：财政政策有望在四方面继续发力提效	- 18 -
三、货币政策：重价格、轻规模、防空转	- 19 -
3.1 货币政策回顾：多元目标下的权衡	- 19 -
3.2 存款“搬家”，银行扩表放缓	- 22 -
3.3 “支持性”货币政策框架将发生演进	- 23 -
3.3.1 货币政策中间变量：转向以价格型调控为主	- 23 -
3.3.2 利率调控机制：以OMO利率为中枢的价格型调控	- 24 -
3.3.3 货币政策新工具：央行通过二级市场买卖国债	- 26 -
3.4 展望：货币政策宽松基调未变	- 28 -
四、海外经济：增长有韧性，但分化格局明显	- 29 -
4.1 美国：通胀有所降温，9月进入降息窗口期	- 29 -
4.2 欧元区：经济增长上行空间有限，降息概率大于美国	- 32 -
4.3 日本：日央行继续加息，但幅度及频率不会过于激进	- 33 -
五、2024年中期大类资产展望	- 34 -
5.1 黄金	- 34 -
5.2 债券	- 35 -
5.2.1 美国国债收益率	- 35 -
5.2.2 中国国债收益率	- 36 -
5.3 汇率	- 36 -
5.4 A股	- 37 -

图目录

图 1 : 中国当月出口金额 (亿美元)	- 3 -
图 2 : 美国制造业 PMI 与自中国进口份额 (%)	- 3 -
图 3 : 各经济体在我国出口中所占份额变化 (%)	- 3 -
图 4 : 中国“新三样”产品出口金额同比 (%)	- 4 -
图 5 : 全国及民间固定资产投资同比增速 (%)	- 5 -
图 6 : 全国三大类投资累计同比增速 (%)	- 5 -
图 7 : 全国制造业投资与高技术制造业投资累计同比增速 (%)	- 6 -
图 8 : 中国地方专项债发行额 (亿元)	- 7 -
图 9 : 房屋销售及房地产开发投资完成额同比增速 (%)	- 8 -
图 10 : 中国新增居民中长期贷款季节性特征 (亿元)	- 8 -
图 11 : 中国 70 大中城市宅价格指数同环比 (%)	- 8 -
图 12 : 房地产新开工、施工、竣工及待售面积同比增速 (%)	- 9 -
图 13 : 商品房成交面积 7 日移动平均 (万平方米)	- 10 -
图 14 : 中国社会消费品零售总额同比变化 (%)	- 11 -
图 15 : 中国新增居民短期贷款季节性特征 (亿元)	- 11 -
图 16 : 农村居民消费倾向 (%)	- 12 -
图 17 : 全体居民消费倾向 (%)	- 12 -
图 18 : 消费者信心指数 (%)	- 13 -
图 19 : 分年龄段调查失业率 (%)	- 13 -
图 20 : 中国规模以上工业增加值同环比 (%)	- 14 -
图 21 : 制造业周期 (%)	- 14 -
图 22 : 中国 PPI 同环比 (%)	- 14 -
图 23 : 基建回暖带动开工率回升 (%)	- 15 -
图 24 : 中国 CPI 及 PPI (%)	- 16 -
图 25 : 中国猪肉市场表现 (%)	- 16 -
图 26 : 中国地方专项债发行额 (亿元)	- 17 -
图 27 : MLF 及 LPR 利率 (%)	- 21 -
图 28 : 结构性货币政策工具余额 (截至 24 年一季度) (%)	- 21 -
图 29 : 社会融资规模主要部分增量 (亿元)	- 22 -
图 30 : M1 同比增速连续第二个月负增长 (%)	- 23 -
图 31 : M2 同比增速连续四个月放缓 (%)	- 23 -
图 32 : 我国现有利率体系和调控框架	- 25 -
图 33 : 利率走廊 (%)	- 26 -
图 34 : 2024 年以来我国债市收益率持续走低 (%)	- 27 -
图 35 : 美国 ISM 制造业和非制造业 PMI (%)	- 30 -
图 36 : 美国就业状况	- 30 -
图 37 : 美国通胀情况 (%)	- 31 -
图 38 : 美国 CPI 各分项对 CPI 同比的拉动 (%)	- 31 -
图 39 : 欧元区通胀情况 (%)	- 32 -
图 40 : 欧元区制造业和服务业 PMI (%)	- 32 -
图 41 : 日本通胀情况 (%)	- 34 -

表目录

表 1 : 中国宏观经济指标 (%)	- 1 -
表 2 : 2024 年上半年货币政策工具使用情况.....	- 20 -
表 3 : 中国人民银行货币政策框架演变.....	- 24 -
表 4 : CME 利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率(数据截至 2024 年 7 月 5 日)	- 32 -

中国经济正处于房地产调整、人口结构变化、旧财税体制亟待变革的经济结构转型阶段，逐渐显露出包括地方债务风险、居民消费升级不畅等问题，因此 2024 年上半年我国经济修复不及预期，总体呈现结构性弱复苏态势，实体经济延续供给复苏快于需求。

一季度经济实现良好开局，GDP 在 2023 年同期基数不低的情况下（4.5%）实现了 5.3% 的同比增长，创下三个季度最高水平，且多项指标也好于预期。然而，进入二季度后，虽然经济运行整体平稳，但部分经济、金融数据出现边际放缓，经济复苏结构并不均衡。中国出口、生产和制造业投资表现相对亮眼，但消费增长放缓，房地产行业尚未出现趋势性改善。当前供给与需求之间的不平衡状况尚未得到明显改善。稳地产的“组合拳”政策陆续出台，效果扩散尚需时日，市场预期扭转或需宏观政策进一步发力。

表 1：中国宏观经济指标（%）

增量的贡献(2024 年截至一季度对实际 GDP 同比贡献率)		指标名称	单位	2024 /05	2024 /04	2024 /03	2024 /02	2024 /01	2023 /12	2023 /11	2023 /10	2023 /09	2023 /08	2023 /07
		GDP：不变价：当季同比	%			5.3			5.2			4.9		
净出口	14.50%	出口金额：累计同比	%	2.7	1.4	1.4	6.8	7.9	-4.7	-5.3	-5.9	-5.8	-5.7	-5.2
		进口金额：累计同比	%	2.9	3.2	1.5	3.5	15.4	-5.5	-6.1	-6.6	-7.6	-7.8	-7.9
投资	11.80%	固投：累计同比	%	4.0	4.2	4.5	4.2		3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4
		地产投资：累计同比	%	-9.4	-8.6	-7.9	-7.5		-8.1	-8.0	-7.8	-7.8	-7.5	-7.1
		制造业投资：累计同比	%	9.6	9.7	9.9	9.4		6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7
		基建投资：累计同比	%	6.7	7.8	8.8	9.0		8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4
消费	73.70%	制造业 PMI	%	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3
		社会零售：累计同比	%	4.1	4.1	4.7	5.5		7.2	7.2	6.9	6.8	7.0	7.3
		服务业 PMI	%	50.5	50.3	52.4	51.0	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5
通胀		城镇调查失业率	%	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3
		CPI：当月同比	%	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	-0.3
金融		PPI：当月同比	%	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4
		社会融资规模存量：同比	%	8.4	8.3	8.7	9.0	9.5	9.5	9.4	9.3	9.0	9.0	8.9
		金融机构：各项贷款余额：同比	%	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4	10.6	10.8	10.9	10.9	11.1	11.1

数据来源：WIND、国联期货研究所

下半年，由于新旧动能切换仍处于中间阶段，宏观总量运行仍有压力，但能够实现年初制定的“5%左右”的经济增速目标，目前来看存在几大支撑：其一是财政政策在上半年发力较慢，意味着为完成全年 7.9% 的广义预算支出增速，下半年财政支出将提速，进而推动实物工作量加速形成。其二是政策支持下，科技创新和技术改造再贷款将为高技术制造业融资环境的优化蓄力，叠加出口驱动，预计制造业投资下

半年仍将保持较高增速。其三是房地产“收储”政策实际有利于打通“去库存-稳价格-提预期”的关键链条，在政策集中推进下，有可能带来积极效果。

下半年经济形势的不确定性主要在两个方面，主要集中在需求端。在内需层面，房地产高库存低需求下房市仍面临调整压力，居民消费弱修复格局未变，但回升斜率较为缓慢，对经济增长的支撑力不及前期。第二，外需方面，贸易摩擦和地缘政治风险显现，外部环境的不确定性或对出口增长的可持续性产生一定扰动。

中国货币政策在有效需求不足、国内循环不够顺畅的情况下，宏观支持性立场不变，仍将维持偏宽松环境。央行货币政策需兼顾多元目标，内外部平衡及金融稳定是下半年的重点，银行净息差和人民币汇率是制约降息落地时点的主要因素。下半年中国货币政策操作的时点需要等待存款利率新一轮下调、美联储降息等内外部约束条件的拐点信号，三季度将是降准、降息重要观测窗口期。

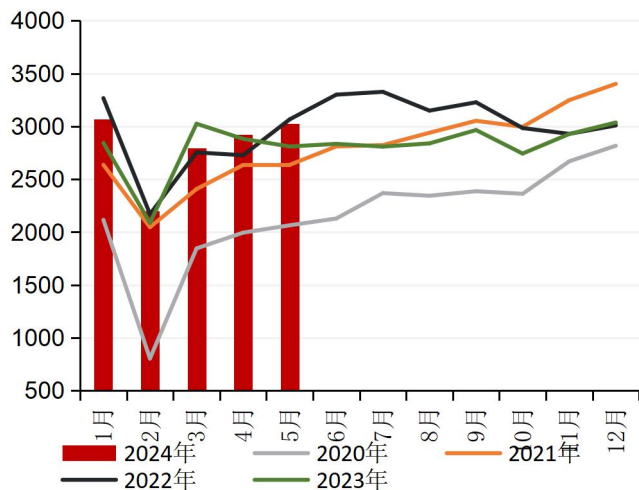
2024 年下半年全球经济增长有韧性，但各主要经济体分化格局明显。IMF、世界银行等国际组织分别上调全年增速至 3.1% 和 2.6%，均较前次预测值上调达 0.2 个百分点。但经济增速上调背后是美国经济增速维持相对稳定，强于欧元区和日本的分化现象；同时全球也面临着高利率、高债务、地缘政治关系紧张等带来的挑战和不确定性。全球通胀回落中存在粘性，回落时间可能比预期更长，美联储降息窗口或于 9 月后打开，届时全球流动性将出现改善，各国货币政策操作空间将相应打开。

一、国内经济：“脱虚向实”进程加速，经济经历“阵痛期”

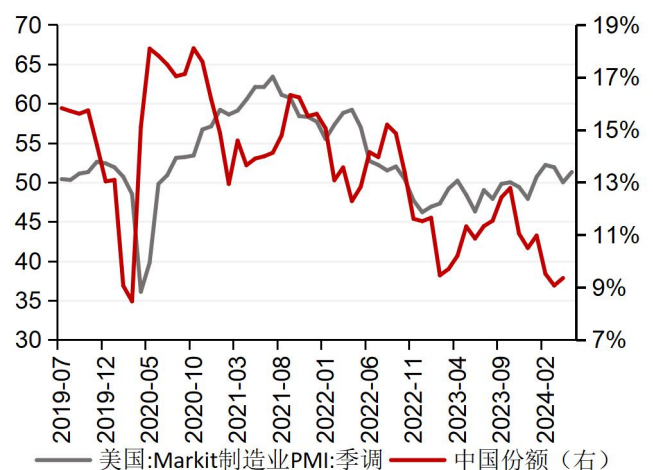
1.1 出口：动能维持稳定，继续为经济提供支撑

2024 年 1-5 月，以美元计价的出口额同比增长 2.7%，好于 2023 年全年-4.7% 及去年同期-1.4% 的增速。净出口对 GDP 贡献率由去年四季度的-11.4% 大幅提升至今年一季度的 14.50%，消费及投资同期贡献率呈现下滑态势，中国出口增速回暖上行，为 2024 年上半年经济增长提供重要支撑。

上半年中国出口景气向好一部分源于低基数效应，但更主要来自外部经济环境修复超预期的推动。6 月标普全球制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 51.6，连续 6 个月高于荣枯线，维持修复态势，为我国出口提供了较为有力的外部环境。同时，随着“一带一路”的深入推进，中国企业出口与海外拓展齐头并进，进一步提升了我国外贸国别的多元化。

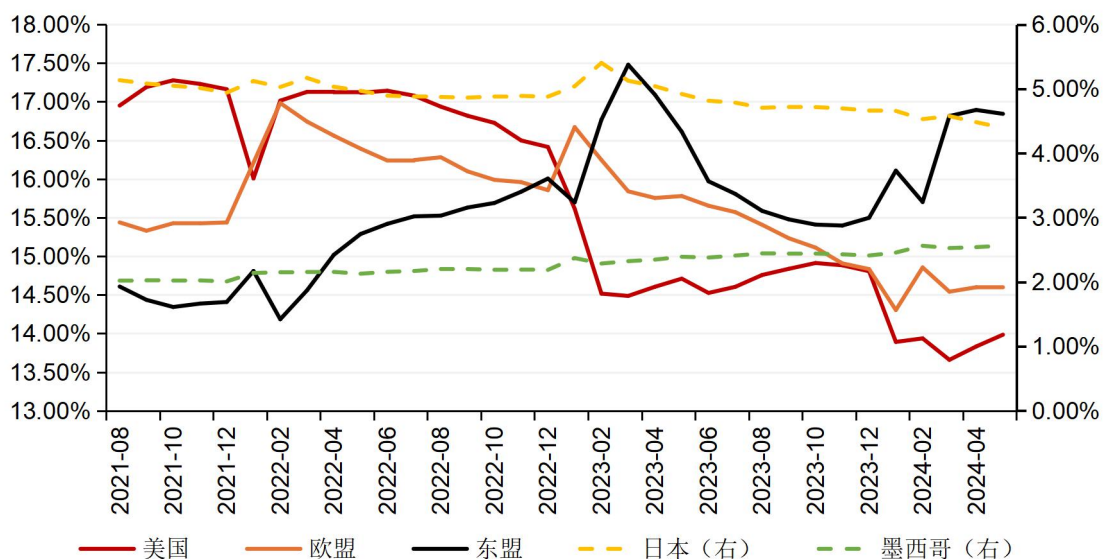
图 1：中国当月出口金额（亿美元）


数据来源：WIND、国联期货研究所

图 2：美国制造业 PMI 与自中国进口份额（%）


数据来源：WIND、国联期货研究所

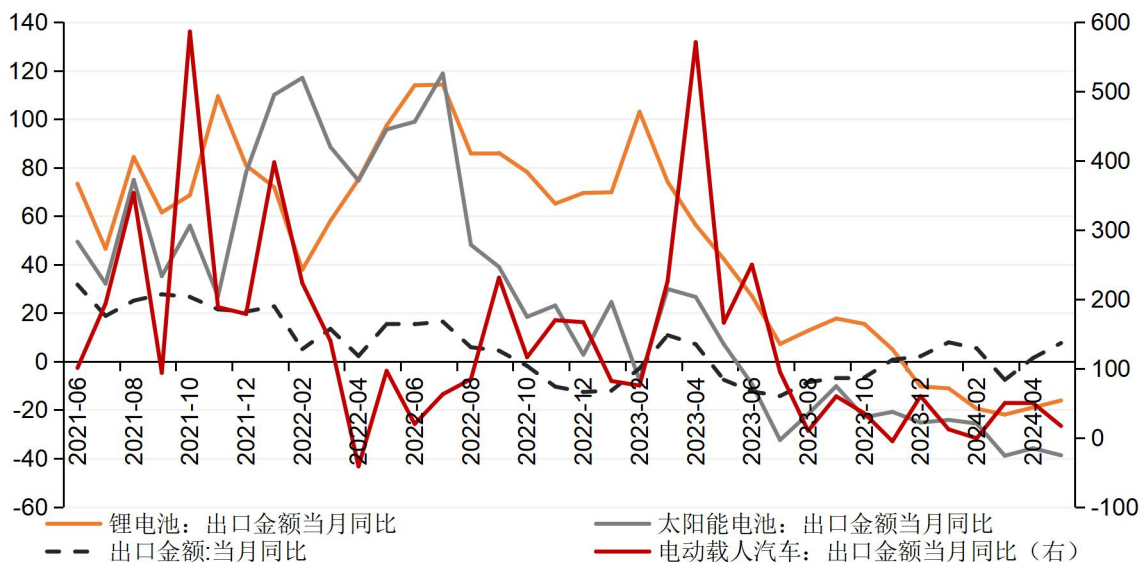
从出口国家和地区结构来看，自 2018 年中美贸易摩擦及全球疫情等一系列冲击后，我国出口已逐步形成新的格局。上半年东盟持续稳居中国第一大贸易伙伴地位，截至 2024 年 5 月，其在中国出口总额中占比高达 16.84%，且出口增速恢复较为显著。相比之下，我国对传统三大贸易伙伴——美国、欧盟和日本的出口金额在我国出口总额中的占比分别为 13.98%、14.6%及 4.39%，较 2023 年底分别下降 0.82%、0.24%、0.27%。值得注意的是，我国对美国的重要战略中转地——墨西哥的出口金额在我国出口总额中的占比则较 2024 年底上升 0.16%。我国对以东盟、墨西哥为代表的新兴国家出口高增显示出新兴市场国家新需求增长对我国出口形成有效拉动，部分抵消了对欧美出口份额的下滑。

图 3：各经济体在我国出口中所占份额变化（%）


数据来源：WIND、国联期货研究所

从出口产品结构来看，1-5 月“新三样”新能源汽车、锂电池和太阳能电池出口仍是出口增长的主要推动力，但因贸易摩擦问题其对总出口增长的正向拉动有所减弱。同时，随着全球商品需求的改善，服装鞋帽、家用电器和家具等传统下游消费品出口也呈现出显著的改善趋势。

图 4：中国“新三样”产品出口金额同比（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望下半年，全球制造业周期上行，叠加发达国家补库和各新兴经济体有望继续保持较快的复苏势头，预计将继续支撑外需的温和修复。各新兴经济体受益于全球产业链重构及数字化转型的驱动，在全球高利率环境的压制下，经济增长仍然表现出较强的活力。根据世界银行 6 月发布的最新预测数据，亚洲地区仍是全球经济增长主要动力来源，俄罗斯、中东、非洲、拉美等新兴市场的增速也较快。在亚洲制造业增速保持稳定的情况下，6 月份全球经济仍保持在复苏通道。全球制造业上半年 PMI 均值较去年同期上升 0.9 个百分点，全球经济复苏力度好于去年同期。在此背景下，多个积极因素有望共同推动我国下半年出口动能维持基本稳定：一是我国对欧美日等传统市场的出口基础仍较稳固；二是随着我国中高端制造业竞争力不断提升，出口商品结构持续改善，“新三样”及机电等中高端技术密集型产品占比越来越高，出口结构不断优化；三是我国出口市场多元化战略逐步见效，进一步分散了市场风险，并能够部分抵消对欧美日出口份额的下滑。

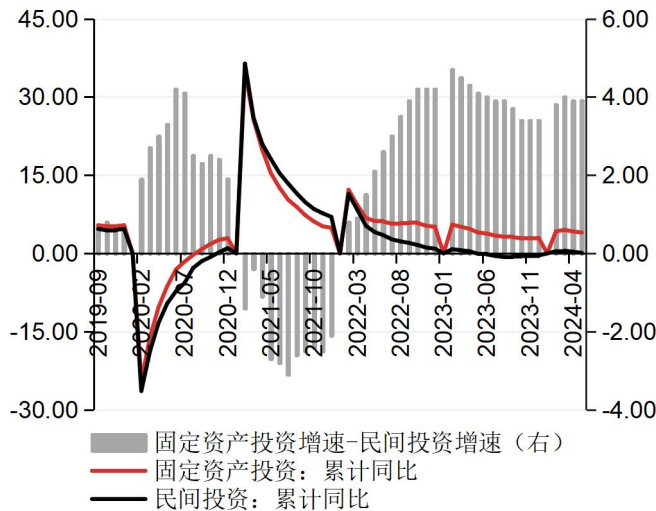
然而，我们需要注意到，由于 2024 年为欧美选举大年，因为对华态度及对华贸易保护政策正逐渐成为各国不同党派之间争取选民支持的重要筹码。出口贸易壁垒的

被动推升正在增加我国出口外部环境的不确定性和复杂性，需要重点关注下半年出口改善的可持续性。

1.2 投资：政策支持落地，下半年维持高增速

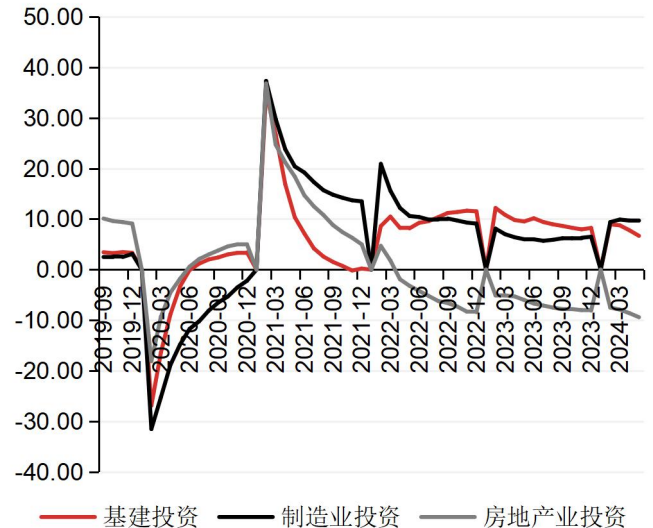
2024 年 1-5 月，全国固定资产投资同比增速 4%，保持正增长。但受房地产疲弱及专项债发行速度慢于往年的影响，增速有所放缓，5 月固定资产投资环比下降 0.04%。

图 5：全国及民间固定资产投资同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 6：全国三大类投资累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

1-5 月民间投资增速累计同比增速为 0.1%，相比去年同期的-0.1%略有提升，但年初至今依旧在零增长附近波动，表明民间投资意愿仍显不足。年初以来企业盈利情况逐步改善，但融资成本偏高对民营企业投资构成一定制约，因此 6 月 25 日财政部等部门联合发声，宣布中央财政将对满足条件的经营主体进行设备更新贷款贴息 1%，以降低融资成本，有望在下半年刺激民营企业资本开支。

从固定资产投资结构上看，上半年投资数据持续显现“制造业投资仍对整体投资构成明显支撑，基建投资增速放缓但韧性仍存，房地产投资拖累进一步加大”的特征。具体数据显示，1-5 月制造业、基建（不含电力）、房地产投资分别同比增长 9.6%、5.7%、-9.4%，分别较去年全年提升 3.1%、下降 0.2%和下降 1.3%。

全年来看，我们认为制造业和基建投资将继续成为固定资产投资的主要支撑项，而房地产投资仍将保持疲弱。

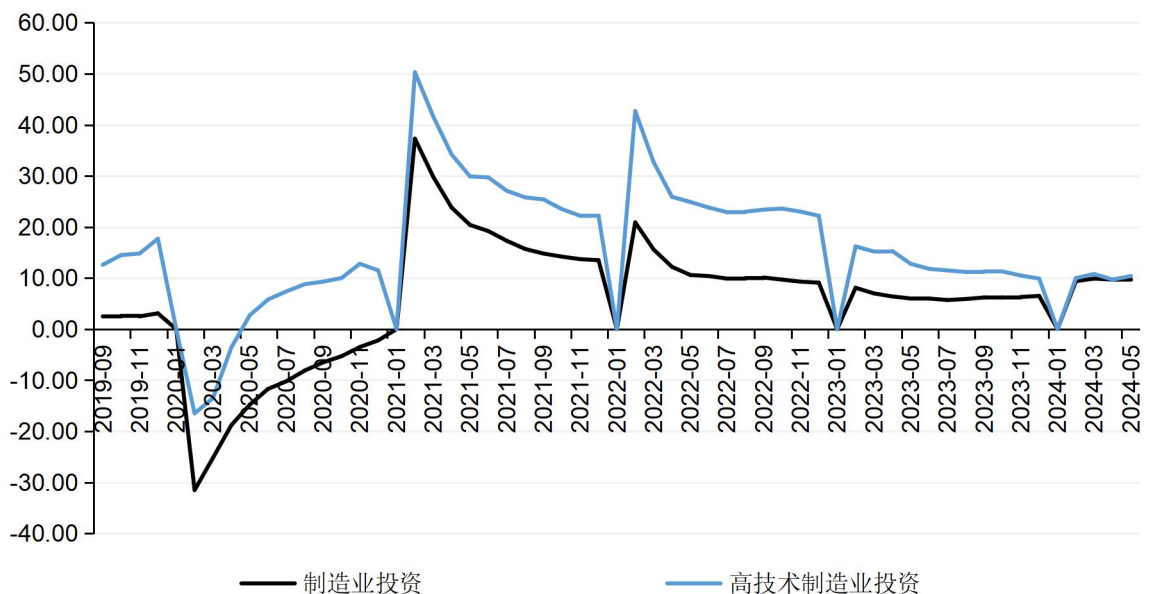
1.2.1 制造业：政策支持及出口韧性双引擎共促投资

制造业投资仍将继续承担推动固投增长的重任。

一方面，新质生产力的培育 and 大规模设备更新有望对制造业投资产生较强带动

作用。第一，新质生产力是未来制造业发展的重点，3月政府工作报告将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”放在首位。数据显示，1-5月高技术制造业投资同比增长10.4%，增速高于制造业投资整体。第二，随着2024年3月李强总理主持召开的国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，各部委迅速响应中央号召，各项实施方案和实施细则开始落地，同时伴随着央行4月初宣布设立科技创新和技术改造再贷款，以及6月财政部宣布将实施设备更新贷款财政贴息政策，表明下半年相关增量政策将进一步有效降低融资成本。预计该行动方案将在下半年继续拉动制造业投资增长，并助力新一轮朱格拉周期启动。

图 7：全国制造业投资与高技术制造业投资累计同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

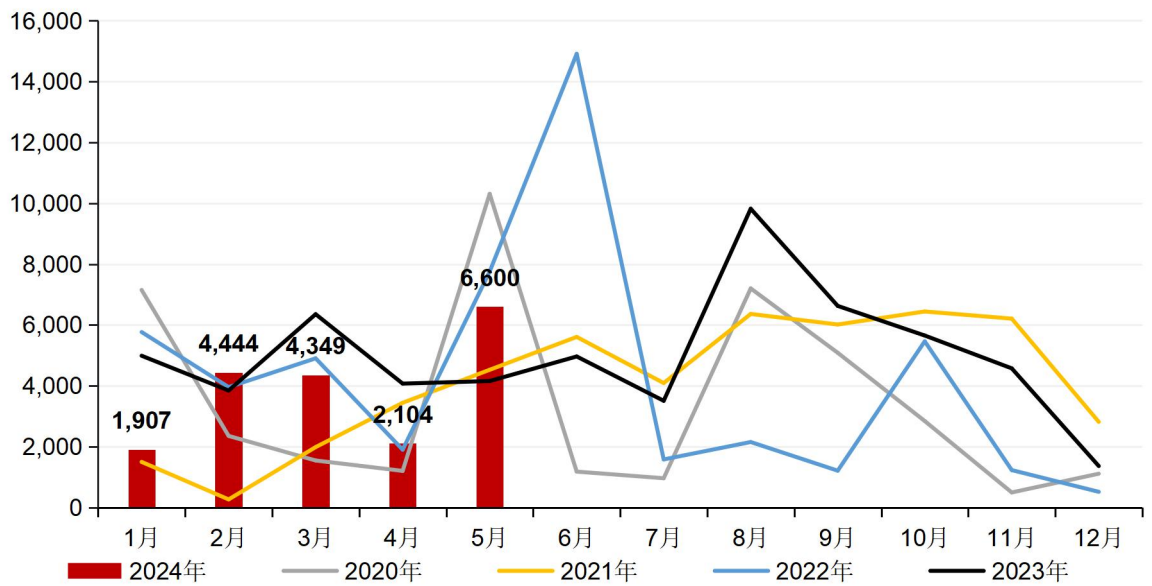
另一方面，制造业投资与出口高度相关。全球制造业周期上行，叠加发达国家补库和各新兴经济体有望继续保持较快的复苏势头，预计将继续支撑外需的温和修复，中国出口动能有望维持基本稳定

综合出口驱动与政策支持，制造业尤其是高技术制造业融资环境正逐步优化，进而构成本轮制造业投资回升的基础，预计制造业投资下半年仍将保持较高增速。

1.2.2 基建：广义财政发力，助力投资增速提升

2024年1-5月，基建投资（不含电力）累计同比增速为5.7%，仍保持正增长，但低于去年全年5.9%的增速。这一方面是由于5月开始提速的专项债资金投放效果尚未在上半年显现，另一方面是由于年初化债政策调整对部分债务高企地区新增项目投资产生一定影响。

图 8：中国地方专项债发行额（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

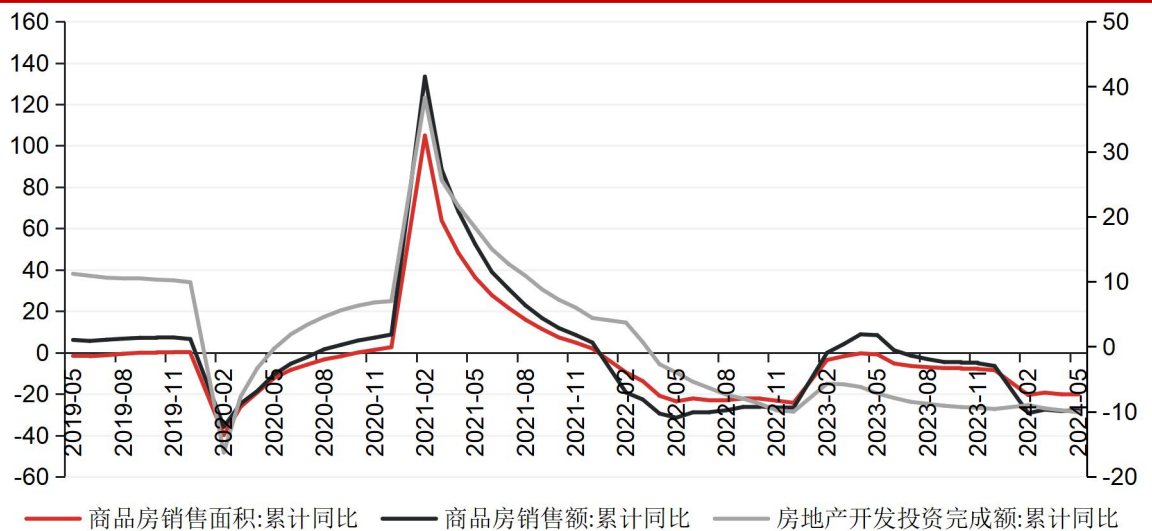
从基建投资分类增速来看，上半年中央主导的基建投资表现不错，1-5月铁路运输业和去年年底新增万亿国债主要支持的水利投资同比增速分别处于21.6%和18.5%的高水平。然而，由于1-4月专项债发行进度明显慢于往年，由地方主导的道路运输投资和公共设施管理投资同比增速仅分别为-0.9%和-5.5%。

不过，从全年的维度来看，为响应4月底政治局会议“加快专项债发行使用进度”的号召，5月起地方政府专项债发行工作开始提速，同时，万亿超长期国债发行计划也公布并开始执行。截至6月底，尚有超2.4万亿专项债和8400亿特别国债待发行，合计约占全年发行总量的66%，预计基本在10月底前完成发行任务。

今年二季度末到三季度或将迎来政府债券发行高峰，我们预计下半年伴随债券发行加速和项目开工的增加，交通和公共设施建设增速均有望回升。同时，中央主导的方式也将成为推动基建增长的新动力，广义财政有望助力基建增速进一步小幅提升。

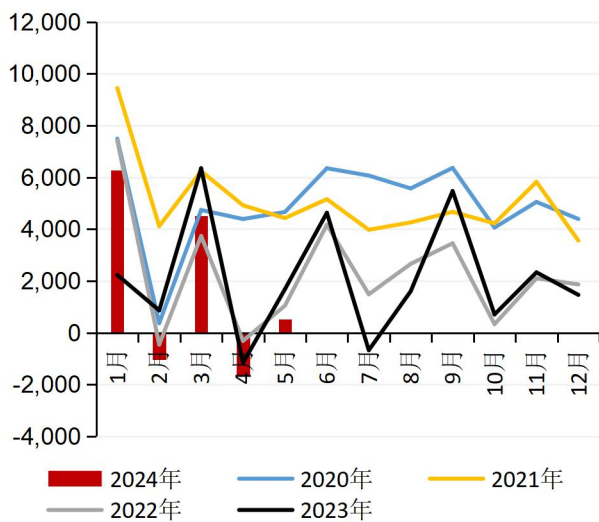
1.3 房地产：供需双缩，仍处于磨底阶段

2024年上半年我国房地产总体仍在磨底，呈“供需双缩”态势，地产数据进一步下行。随着我国房地产市场从增量阶段转为存量阶段，当前的核心任务是防范和化解市场风险，并积极构建房地产发展新模式。

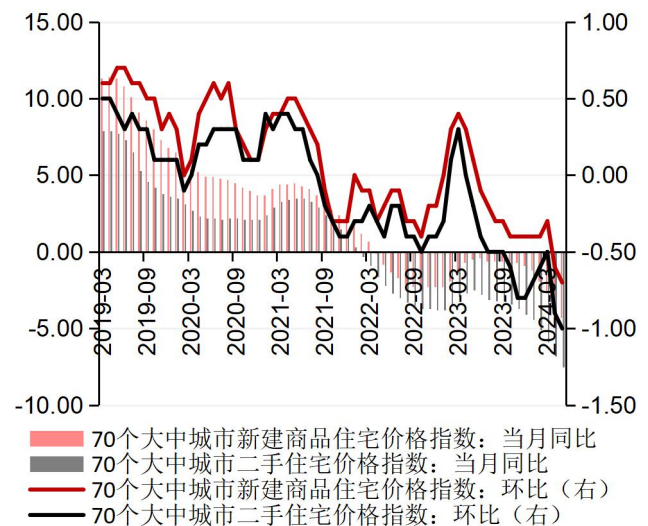
图 9：房屋销售及房地产开发投资完成额同比增速（%）


数据来源：WIND、国联期货研究所

从需求端来看，房地产销售端景气度仍低。2024 年 1-5 月，中国房地产销售面积和销售额同比增速分别为-20.3%和-27.9%，仍处历史低位；5 月居民中长期贷款仅新增 514 亿元，远低于过去五年同期均值。这些数据表明，前期增量地产政策对市场交易量的提振尚不明显，“517”新政落地后的提振效果尚未完全显现，居民购房意愿仍较为冷淡。

图 10：中国新增居民中长期贷款季节性特征（亿元）


数据来源：WIND、国联期货研究所

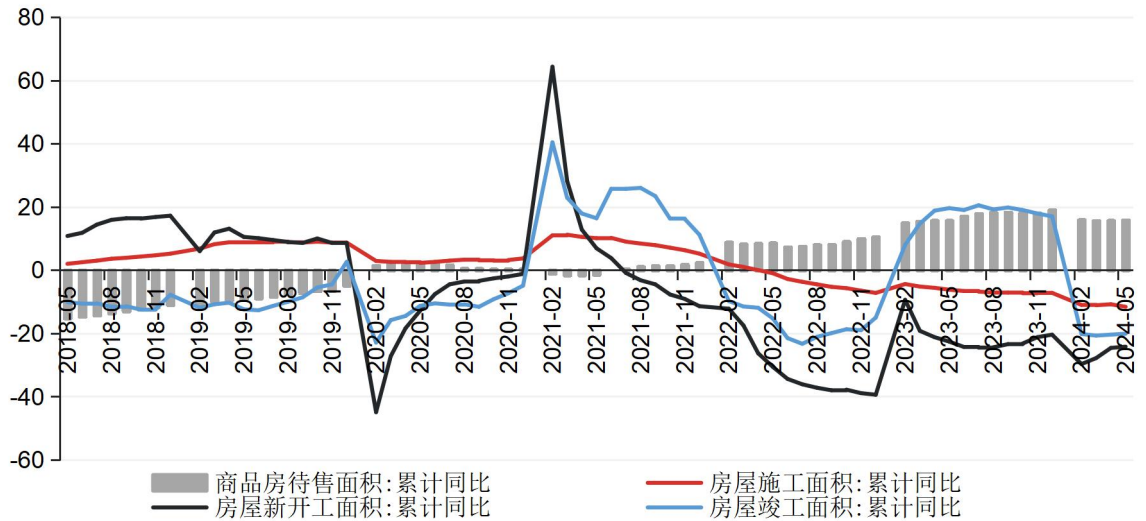
图 11：中国 70 大中城市宅价格指数同环比（%）


数据来源：WIND、国联期货研究所

从供给端来看，保交付高峰期结束和 2021 年中以来销售回落带来的新开工和竣工双弱格局虽有逐步企稳之势，但尚未出现实质性扭转。1-5 月新开工、施工、竣工当月增速分别为-24.2%（1-3 月-24.6%）、-11.6%（1-3 月-10.8%）、-20.1%（1-3 月-20.4%），房地产各供应环节整体仍在低位筑底。

从房地产投资相关角度来看，投融资增速进一步回落。1-5 月房地产开发投资同比增速为-10.1%，延续下滑趋势。此外，今年前 5 个月，地方政府性基金中的国有土地使用权出让收入同比下降 14%，降幅较前 4 个月扩大 3.6 个百分点。企业拿地意愿仍低迷，且房地产优先去库存背景下土地供应缩减对房地产投资构成进一步压制。

图 12：房地产新开工、施工、竣工及待售面积同比增速（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

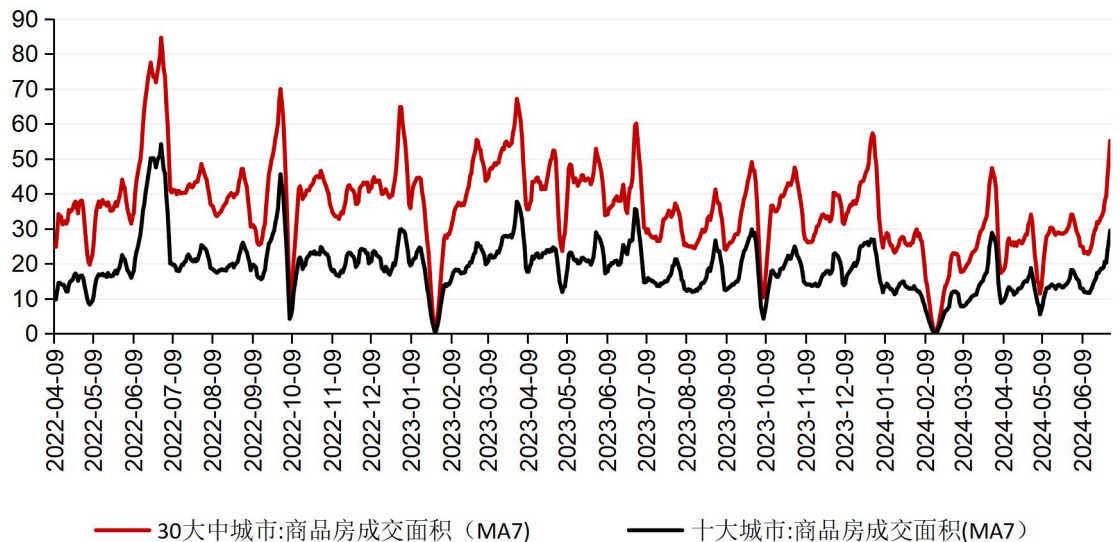
从政策取向来看的，当前对楼市企稳的期望日益迫切。5 月 17 日，新一轮地产政策面世。供给端政策重点在于商品房“去库存”：帮助房地产企缓解“低效库存”，政府可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房，央行按照贷款本金的 60% 发放 3000 亿元保障性住房再贷款，预计将带动银行贷款 5000 亿元。

需求端政策主要体现为央行新政“三箭齐发”，包括降低商业房贷最低首付比例，降低公积金贷款利率，全面取消首套、二套房商业房贷利率政策下限。调整后首套和二套首付比率分别为 2003 年和 2007 年以来最低；公积金贷款利率时隔 20 个月再次下调，创历史新低。此后，全国多个省市先后降低了首付比例和贷款利率。6 月 27 日，北京发布楼市新政，降低首付款比例并提高公积金贷款限额等，至此一线城市楼市政策调整全部落地。

“517”新政落地已一个多月，从高频数据来看，房地产市场确实出现了一些积极变化，30 大中城市和十大城市商品房成交面积均有所改善。6 月 30 日当周，30 城商品房销售面积创年内新高，环比增长 42.3%。由此可见，政策加码确有利于稳定房地产市场。但同时也需关注销售改善的可持续性，接下来的 7、8 月份是传统销售淡

季，市场复苏的可持续性仍充满不确定性。此外，从新政落地至房产价格和交易量企稳，进而传导至地产开发商预期扭转、房地产开发投资企稳回升仍需一定时间。

图 13：商品房成交面积 7 日移动平均（万平方米）



数据来源：WIND、国联期货研究所

在当前销售端未出现趋势性改善的情况下，地产链库存压力仍然较大。从中长期来看，2021 年中国城镇居民套户比开始大于 1，意味着中国房地产供需格局转变，未来趋势终将是投资品时代步入消费品时代，重点是“脱虚向实”。房地产市场能否顺利企稳仍由市场供求关系决定，在目前需求仍未趋势性改善的情况下，全行业现阶段库存加速去化或需更依赖于政府“收储”。

政府“收储”不仅有利于加速去化周期，也有利于盘活开发商难以变现的存量资产，为保交房提供必要的现金流支持。然而，该策略在实施层面仍有几方面问题待明晰：

(1) 首先是平衡项目收支问题。综合考虑运营成本和租金回报率等，保障性住房的运营收入未必能够覆盖贷款利息成本。要解决盈亏平衡问题，一方面有赖于终端贷款利率的下行，以降低融资成本；另一方面，则需要地方政府在实际收储中予以贴息支持，如通过财政贴息方式补贴保障性住房再贷款利率等。但值得注意的是，并非所有地方政府都具备支撑“收储”政策的财政实力，因此需关注未来收购主体是否会由地方收储转为中央参与。

(2) 资金规模是另一大挑战。鉴于房地产“收储”所需的资金量级巨大，当前央行推出的 3000 亿元保障性住房再贷款资金或许只是初步的探索性举措，其体量并不足以满足全面的“收储”需求。期待未来政策工具持续加码，助力扩大收购规模，

从而帮助房地产行业筑底回升。

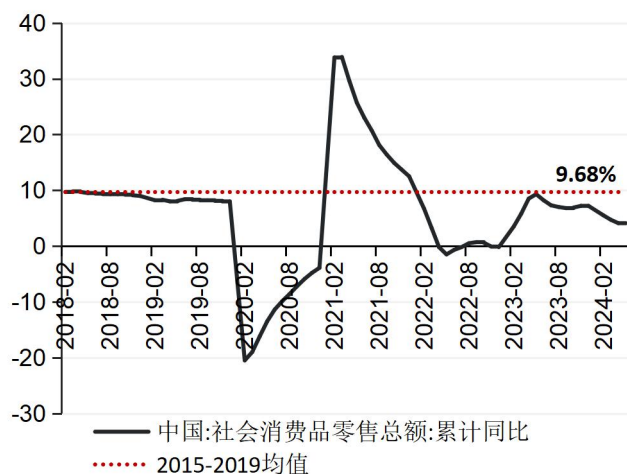
(3) 此外，还需注意资产收购后的变现问题。若要求收购资产快速变现，可能会导致新的市场供应增加，反而无法达到库存去化的目的，如何“收而储之”同样是亟待解决的问题。

综上所述，下半年在前期各项政策持续发力下，预计短期内能够有效释放居民刚需和改善型需求，市场下行态势将有所放缓，但由于居民对收入和房价下跌预期均未明显改善，需求端复苏或不具有可持续性，全国房地产市场仍处于磨底阶段，整体回升空间不大。但房地产“收储”政策实际有利于打通“去库存-稳价格-提预期”的关键链条，若政策安排能够突破现有资金和规模限制，将有望从房地产供应链环节稳定房地产投资，有可能带来积极效果。

1.4 消费：居民预期偏弱，复苏斜率有所放缓

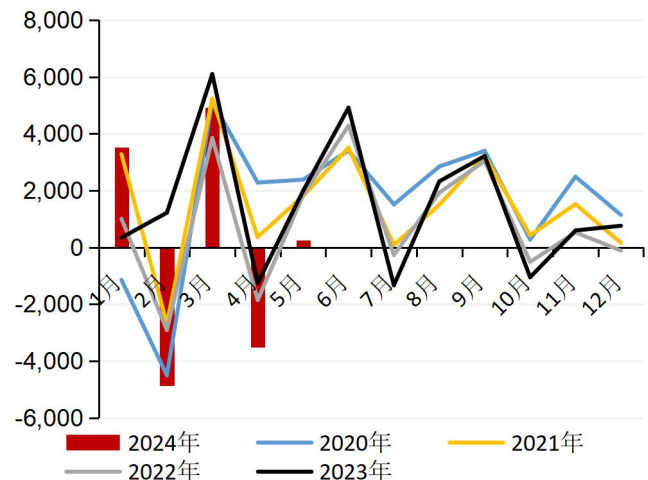
2024 年上半年，我国居民消费总体有所恢复，但斜率偏缓。社会消费品零售总额在开年时表现相对强势，但受当前房价尚未企稳，以及居民收入预期不稳定等因素影响，春节后居民消费动能有所下滑。今年 1-5 月，社零累计同比增速为 4.1%，相较于 2015-2019 年间 9.68% 的增速均值，今年上半年社零增速中枢明显回落。此外，居民部门信贷规模不断缩减，4-5 月新增居民短期贷款均显著低于季节性水平，进一步反映居民加杠杆支出意愿不足。受消费恢复力度偏弱影响，上半年居民消费价格指数（CPI）始终在低位运行。

图 14：中国社会消费品零售总额同比变化（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 15：中国新增居民短期贷款季节性特征（亿元）

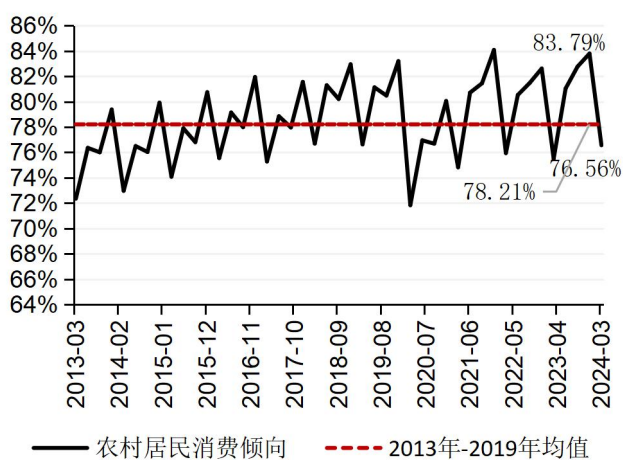


数据来源：WIND、国联期货研究所

在增速维度外，上半年消费呈现出一些结构化特征。第一，服务消费增长好于商品消费，居民消费更体现出“即时性悦己主义”，因此旅游出行等消费持续增长，

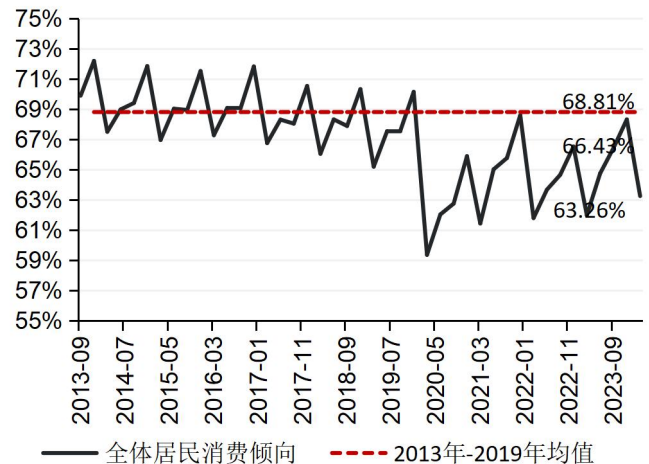
体育、娱乐用品、化妆品类等升级类消费品均表现不俗。**第二，不同区域和群体间消费倾向分化明显，下沉市场消费表现更突出。**2020-2024 年一季度，农村居民消费倾向(人均消费支出/人均可支配收入)均值为 79.22%，超过 2013-2019 年的均值 78.21%，与之形成对比的是，同期全体居民消费倾向均值仍低于 2013-2019 年均值 4.56 个百分点，主因当前城镇居民消费倾向偏弱。**第三，受房地产市场疲弱影响，建材等地产后周期消费仍承压，但家用电器和音响器材类消费在消费品以旧换新等政策支持下表现良好。**

图 16: 农村居民消费倾向 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 17: 全体居民消费倾向 (%)



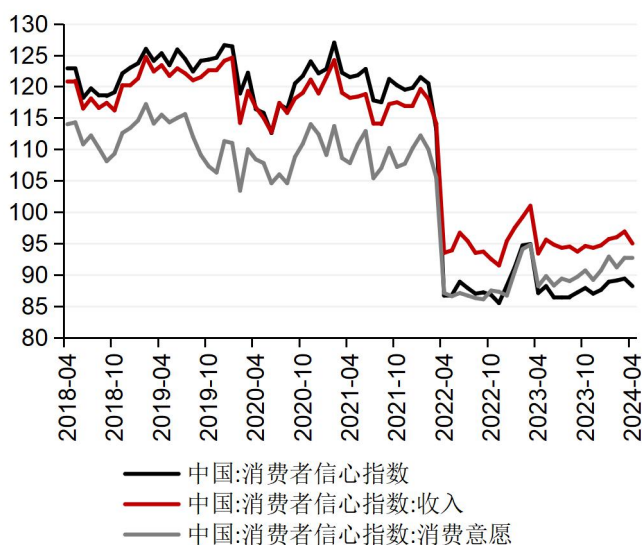
数据来源: WIND、国联期货研究所

从居民资产负债表角度来看，由于 2024 上半年房地产市场及股市等仍未有明显改善，居民部门资产负债表受损情况仍未扭转，财富效应对消费复苏依然呈现拖累状态。

从居民收入角度来看，在就业和收入层面，年初以来我国就业形势总体保持稳定，但 16 至 24 岁年轻劳动力失业率仍处于偏高位置。同时，人均可支配收入增速中枢相较于 2018 年以前也有明显下降，这导致消费者信心指数整体处于较低水平，并且全体居民消费倾向恢复也不显著。

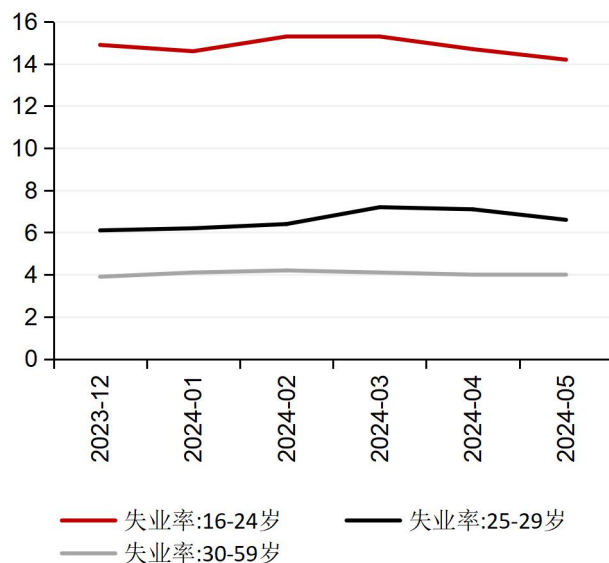
由于居民是滞后、顺周期的部门，在经济环境偏弱，资产中占比最大的房产价格未企稳，以及居民收入增速预期中枢下降的情况下，会更倾向于减少消费，增加储蓄以应对未来的不确定性。

图 18: 消费者信心指数 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 19: 分年龄段调查失业率 (%)



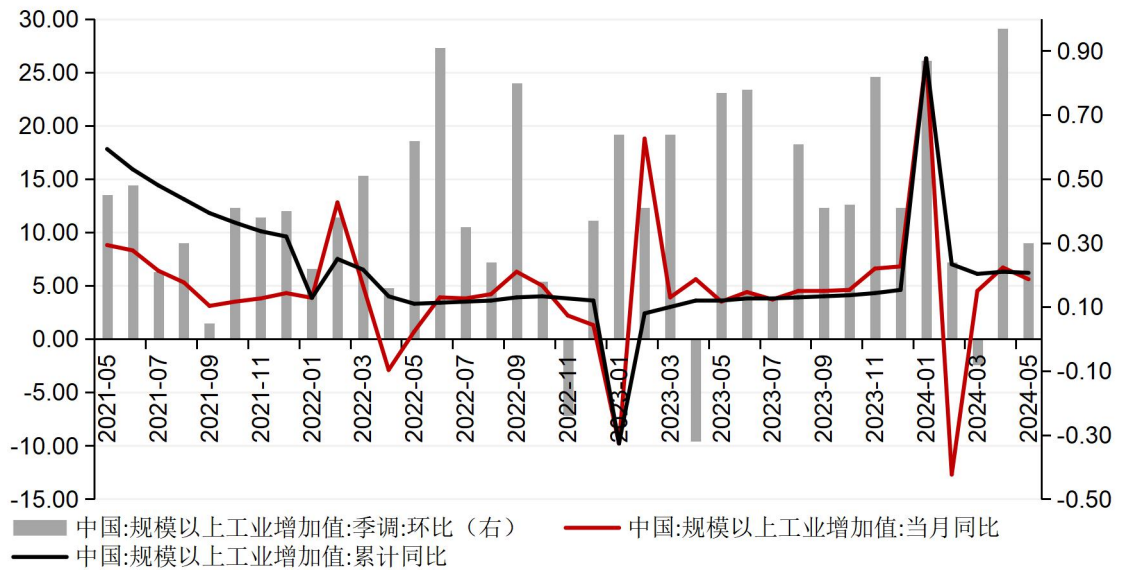
数据来源: WIND、国联期货研究所

同时我们也注意到一些积极因素。第一，服务消费方面，随着人们对精神追求的升级和“即时性悦己消费主义”的盛行，预计下半年暑期和假期的旅游出行、个性化短途旅游、演唱会等文娱消费将继续保持热度，从而带动服务消费和相关商品消费的增长。第二，在商品消费方面，部分商品如家电等将继续受到相关政策的支持，消费品以旧换新政策仍处于逐步落实阶段，期待政策层通过财政补助、贷款贴息等财税金融工具进一步推进政策落地，助力商品类消费延续增长动能。第三，在经济发展、人员回流、消费企业积极布局等因素支撑下，下沉市场居民消费意愿和能力不断增强，有望为消费市场继续注入活力。第四，由于去年下半年社零基数相对上半年较低，低基数效应有望支撑消费同比增速有所抬升。

展望下半年，预计居民消费将维持温和复苏态势，但因居民资产负债表及居民收入增速中枢也较难有明显改善，进而抑制居民消费复苏的斜率。消费对 GDP 的贡献率将继续减弱。

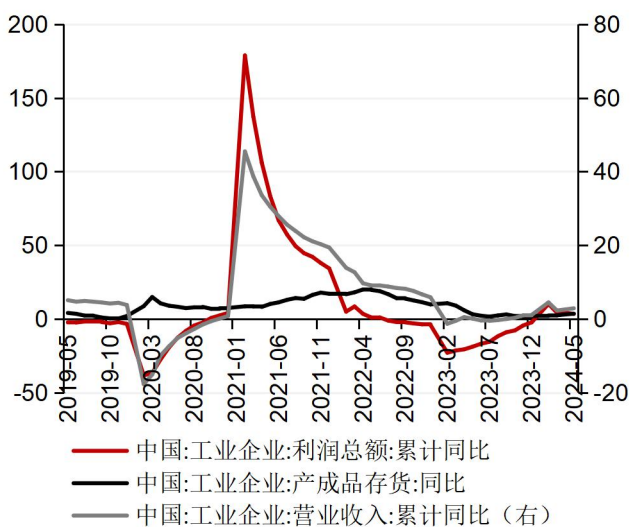
1.5 工业：量略减，价微增，产值将平稳增长

国内补库周期启动叠加出口增长带动，上半年我国工业生产总体表现良好。1-5 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速较 2023 年全年提升 1.6 个百分点。1-5 月规模以上工业企业利润同比增长 3.4%，延续年初以来的增长态势；5 月工业企业利润同比增长 0.7%，较 4 月增幅略有下降。

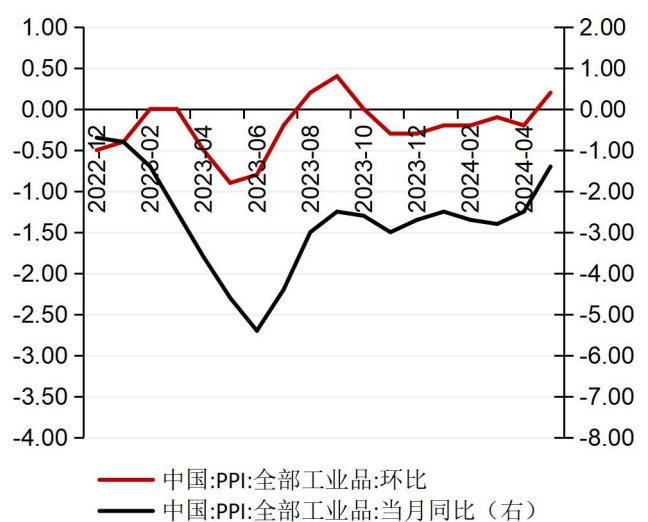
图 20：中国规模以上工业增加值同环比 (%)


数据来源：WIND、国联期货研究所

其中，工业企业利润受多重因素的影响，包括工业增加值、生产者价格指数(PPI)和利润率的增速。今年以来，由于中国 PPI 持续低位运行，增加值的提升是推动利润回升的主要力量。量方面，5 月工业产成品库存增速上行至 3.6%，脱离此前的低位震荡状态，国内补库周期逐渐启动叠加外需拉动，5 月工业企业利润同比增速仍维持正增。但从价格方面来看，5 月 PPI 同比增速为 -1.4%，虽较 4 月降幅收窄 1.1 个百分点，但仍显示出工业品价格修复总体偏弱。由此可见，当前制约工业企业利润增速回升的主要因素是 PPI。

图 21：制造业周期 (%)


数据来源：WIND、国联期货研究所

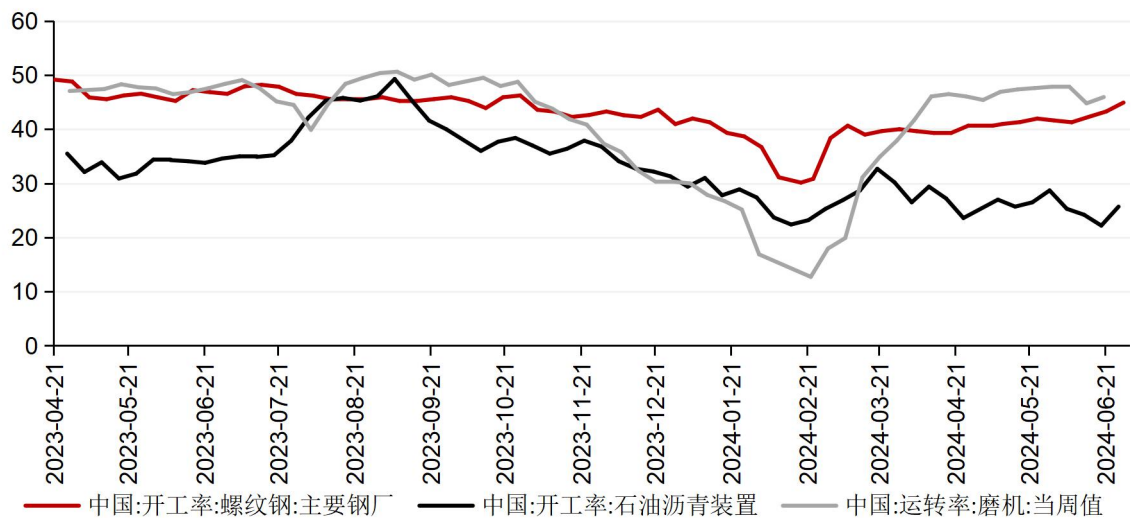
图 22：中国 PPI 同环比 (%)


数据来源：WIND、国联期货研究所

下半年，工业生产有望保持平稳增长，利润有望在价格拉动下延续修复。

价格方面，目前有几大线索共同助力下半年工业品价格同比增速的回升。第一，下半年广义财政发力，将带动基建投资加快形成实物工作量。当前高频数据显示，基建相关的螺纹钢和石油沥青装置等开工率均有回升，预计下半年黑色系商品价格对 PPI 压制将逐步缓解。第二，大规模设备更新和消费品以旧换新等政策仍处于逐步落实阶段，下半年相关增量政策将进一步有效降低融资成本，促进工业生产，政策落实后的效果应好于上半年。第三，从历史跌幅来看，去年 5-7 月 PPI 同比增速读数加速下行，预计 2024 下半年 PPI 降幅或随基数下降而持续收窄，同比增速将有所抬升。

图 23：基建回暖带动开工率回升（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

生产端，由于仍受房地产磨底和有效需求不足的拖累，工业增加值增速中枢或小幅低于上半年，但一些积极的因素也正在显现，工业生产总体仍将保持平稳增长。积极因素如下：第一，如前文所说，工业品价格的拖累作用将有所减弱。第二，广义财政发力下基建投资加快形成实物工作量，相关行业生产强度有望小幅回暖。

利润端，预计工业企业利润仍有一定修复空间，整体呈现“量略减、价微增”的特征。如前文所述，工业生产增速将小幅回落但仍保持平稳增长，工业品价格有望小幅回暖，因此工业企业利润修复动能及增速中枢或强于上半年，利好企业盈利修复。

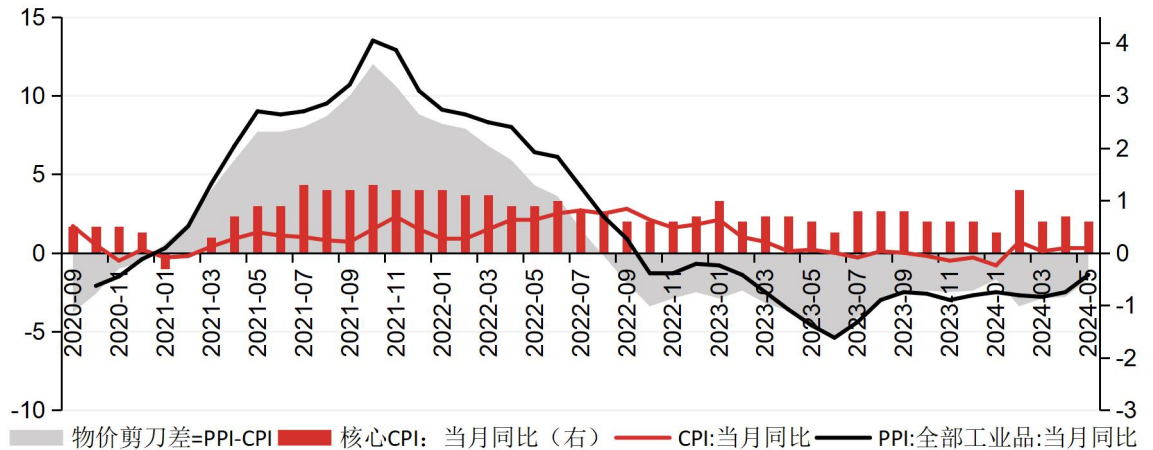
综合来看，需求不足仍会对工业生产带来压力，但随着 PPI 与库存周期见底，企业经营将呈现出“工业品价格回升-营收改善-利润改善-开启新一轮补库周期”的过程，下半年工业生产将好于二季度，工业增加值将保持平稳增长。

1.6 物价水平：稳中向好，温和回升

2024 年上半年，中国物价运行整体偏弱，未及市场预期。1-5 月，受居民消费恢

复力度偏弱影响，居民消费价格指数（CPI）整体保持弱势运行，累计同比增长 0.1%。同期，受居民消费意愿偏低导致中下游价格回落加剧，以及地产行业不景气拖累相关产品价格影响，生产者价格指数（PPI）已连续 20 个月负增长。

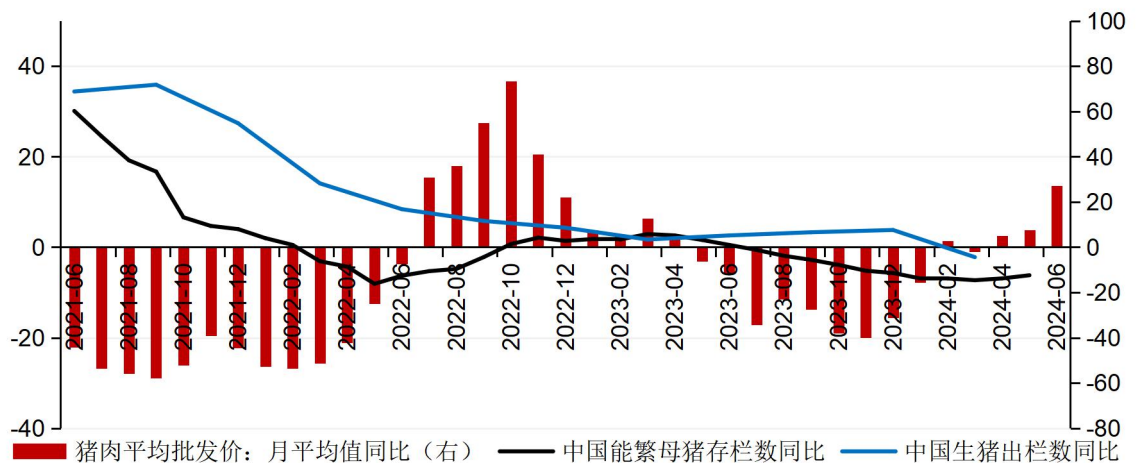
图 24：中国 CPI 及 PPI (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望下半年，生产者价格指数（PPI）方面，如本文 1.5 中所述，广义财政支出发力、政策持续推进和低基数效应将共同助力 PPI 同比增速在下半年有所抬升，年底不排除增速转正的可能性。但需留意，国内房地产市场需求低迷和国内大循环复苏偏慢的制约仍强，或对 PPI 回升的速度和斜率构成一定压制。

图 25：中国猪肉市场表现 (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

消费者价格指数（CPI）方面，下半年食品和非食品项价格均具有韧性，CPI 年内温和回升态势不变。在食品项中，最重要的是猪肉和蔬果价格的变化。猪肉方面，今年来猪肉产能持续去化，上半年能繁母猪存栏数较去年同期不断减少，同比增速

始终处于-7.5%至-6%的负增长区间，一季度生猪出栏数同比增速同为负值。与此同时，考虑到去年下半年猪肉批发价基数较低，预计下半年生猪供给缩量 and 低基数效应将共同推动猪价平稳上行。蔬菜方面，国家气候中心宣布本轮厄尔尼诺事件已于5月结束，但夏末秋初可能进入拉尼娜状态，预计受南方暴雨天气影响，下半年蔬果价格也将有所上涨。

在非食品项中，服务业需求增长空间仍大。随着人们对精神追求的升级和“即时性悦己消费主义”的盛行，下半年旅游出行、演唱会等文娱消费将继续保持热度，因此服务类价格上涨动力仍较强，服务消费项的支出也有助于推动核心CPI小幅上行。此外，若内需得到有效提振并修复，将有助于企业将成本上涨传导至消费终端，那么伴随着下半年PPI降幅同比的持续收窄，其对CPI的抑制作用可能逐渐走弱。

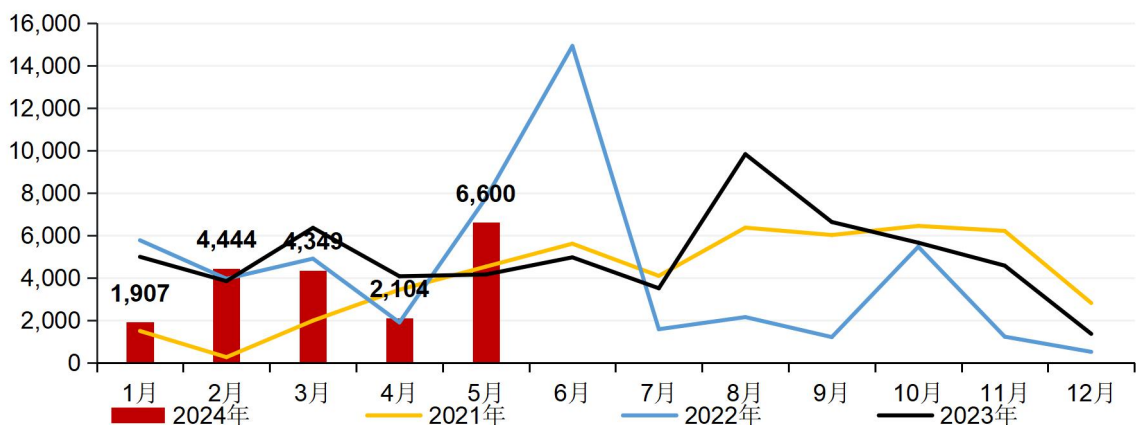
综合来看，无论是猪价、蔬果价格的上行趋势，还是服务需求的回升韧性，都将对下半年CPI的逐步回升起到积极的推动作用，我们预计下半年CPI仍将呈现温和回升态势。

二、财政政策：多维发力提效，下半年支出有望加速

2024年上半年，我国积极的财政政策继续加力提效。然而，由于税收和土地出让收入负增长，财政支出力度受到一定制约，财政收支呈现紧平衡。在此背景下，下半年对财政政策的精准性和有效性提出了更高要求，财政需要保持支出力度和积极程度，进一步发挥跨周期和逆周期调节作用以维稳经济。

2.1 回顾：财政收支受限于收入端，总体表现偏弱

图 26：中国地方专项债发行额（亿元）



数据来源：WIND、国联期货研究所

首先，由于去年年底增发特别国债，专项债项目筛选偏慢，以及部分重点化债省份严控新增投资，上半年地方专项债发行进度明显慢于往年。截至6月底，专项债发行进度仅完成近40%，对财政收入造成一定压力。但下半年，随着地方专项债预计将在三季度持续放量发行，这一情况有望得到改善。

其次，经济总体弱复苏及物价水平的低迷对财政收入产生一定拖累，财政“第一本账”收入有所承压。1-5月，全国一般公共预算收入同比增速为-2.8%，从收入结构来看，全国税收收入同比增速（-5.1%）远低于非税收入增速（10.3%）。不过，随着政府债发行提速和物价水平的温和回升，下半年税收完成进度有望逐步好转。

最后，由于当前房地产增量政策重在“去库存”，土地供应缩减使得土地出让收入进一步下行。1-5月，财政“第二本账”中的国有土地使用权出让收入同比下降14%，受此拖累，同期全国政府性基金预算收入同比下降10.8%，政府收入端进一步承压。

受地方专项债发行偏慢，叠加税收和土地出让收入减少，1-5月广义财政支出（全国一般公共预算和政府性基金支出之和）同比下降约2.2%。从支出结构上来看，中央财政支出力度强于地方，1-5月中央和地方一般公共预算支出同比增速分别为10.2%和2.4%，中央和地方政府性基金预算支出同比增速分别为20.1%和-19.9%。这在一定程度上保障了中央主导的基建项目表现总体稳健，而地方主导的相关基建投资增速则有所放缓。

2.2 展望：财政政策有望在四方面继续发力提效

第一，加快发债。一方面是地方政府债加速发行，另一方面是考虑是否通过增发国债来新增赤字，弥补因税收和土地出让收入下行而减少的支出安排，确保一定的支出力度以稳固基建投资和扩大总需求。

第二，通过财税政策支持来推动大规模设备更新和消费品以旧换新，旨在稳定民间投资和促进消费。目前，财政部已提出“一揽子”财税政策措施清单，包括财政补贴、政府债券、税收、财政贴息、政府采购等多种工具。

在财政补贴、财政贴息方面，发改委于6月18日宣布，财政部已拨付中央财政资金64.4亿元支持汽车以旧换新，并下达5亿元支持老旧农机报废；6月25日，财政部等四部门发文，宣布中央财政将对满足条件的经营主体进行设备更新贷款贴息1%等。

在减税降费方面，6月28日，财政部等三部门发布《关于2024年度享受增值税加计抵减政策的先进制造业企业名单制定工作有关事项的通知》，该政策实际上就是落实先进制造业企业按照当期可抵扣进项税额加计5%抵减应纳增值税税额优惠政策。

第三，若上半年地产增量政策落地效果不及预期，或有增量财政政策支持房地产去库存。例如，在实际收储过程中，通过财政贴息方式补贴保障性住房再贷款利率，以降低实际融资成本，或通过增发特别国债或增加PSL额度等方式定向用于保障房收储。这样既可以在短期内加速房地产库存去化并推进保障房建设任务，中长期来看，也有利于平衡“收储”政策实际实施过程中的项目收支问题。

第四，推动新一轮财税体制改革，从根本上解决当前财政收支紧平衡和地方财力受限问题。2023年12月中央经济工作会议提出谋划新一轮财税体制改革，6月25日审计署在报告中再次提出谋划新一轮财税体制改革，完善中央与地方财政事权和支出责任划分，进一步完善地方税体系是改革的重点方向之一。

二十届三中全会已确定于7月15日至18日召开，需高度关注财税体制改革。当前我国四大税种中，消费税是唯一尚未实行央地共享的税种。预计在新一轮财税体制改革中，消费税有望扩大征税范围及后移征税环节，增加地方消费税收收入，以进一步提升地方政府落实积极财政的能力和主动性。

下半年，政府债券加快发行对财政支出增速回升形成支撑。但由于房地产市场仍处于磨底阶段，年内土地市场仍将维持低迷，政府性基金减少趋势难改，从收入端对财政发力力度形成一定制约。

从结构上来说，财政政策有望在多方面发力提效，预计仍将有更多相关增量政策出台。在消费端，侧重于通过需求端政策提振汽车、家具家电等大宗消费品消费；在投资端，有效降低企业融资成本，激发企业投资活力。

三、货币政策：重价格、轻规模、防空转

3.1 货币政策回顾：多元目标下的权衡

随着国内房地产行业、地方债务及外部环境（海外通胀韧性等）的一系列变化，2024年上半年货币政策较年初基调有一定变化，稳定汇率、防资金空转、银行息差变化后再平衡都作为需要兼顾的多元目标，国内政策利率单边下降难度增大，数量型工具因兼顾资金效率、防空转，故总量层面动用较少。

数量层面，2024 年上半年保持流动性合理充裕同时兼顾资金“防空转”、提升资金使用效率原则。央行公开市场操作灵活精准，投放节奏延续月末加大投放、月初净回笼，春节、季末等特殊时点加大规模投放的规律，维持资金面平稳均衡，资金利率整体在政策利率附近波动。同时，为巩固经济回升向好态势、稳定市场预期，央行 1 月 24 日宣布，决定自 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元。此次降准幅度力度均超过 2023 年两次降准，释放了稳增长的积极信号。

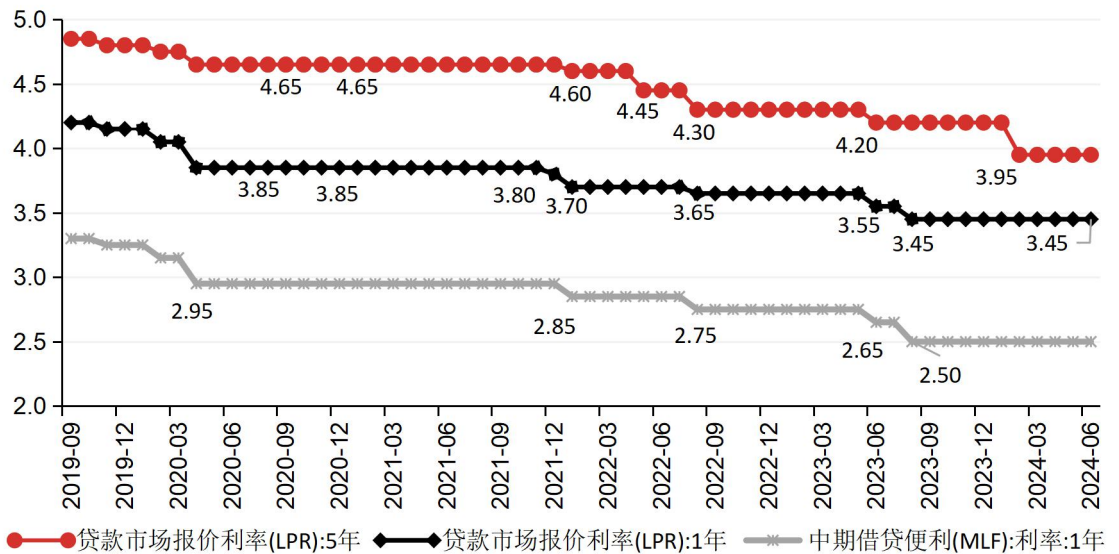
表 2：2024 年上半年货币政策工具使用情况

日期	调整
2024 年 1 月 24 日	自 2024 年 2 月 5 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.0%。 自 2024 年 1 月 25 日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。
2024 年 2 月 20 日	一年期贷款市场报价利率（LPR）维持在 3.45% 不变， 五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.20% 下调至 3.95%。
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行决定，自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。 中国人民银行、国家金融监督管理总局调整个人住房贷款最低首付款比例，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。

数据来源：中国人民银行、国联期货研究所

价格层面，由于国内银行净息差约束及对稳定人民币汇率的需要，2024 年央行价格性工具使用较为谨慎。上半年政策利率保持不变，LPR 单边调整。中期借贷便利（MLF）利率连续 11 个月“原地踏步”，保持 2.50% 不变。而贷款市场报价利率（LPR）在 2 月迎来自改革以来最大幅度的单次下行，5 年期以上 LPR 下调 25BP 至 3.95%。此次调降旨在降低企业长期贷款和居民按揭贷款利率的同时，发挥好稳投资和支持房地产市场平稳运行的作用。

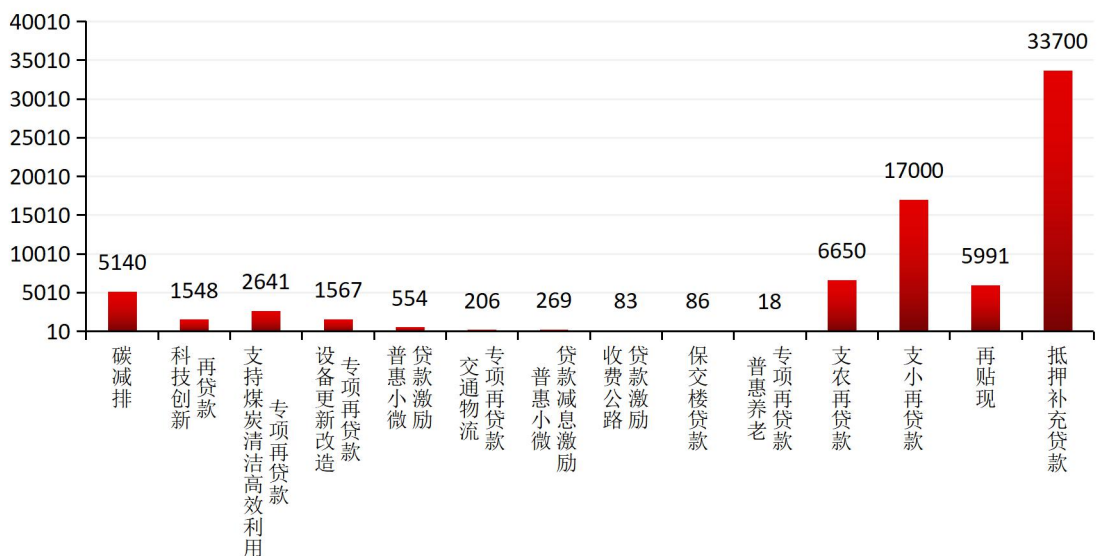
图 27: MLF 及 LPR 利率 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

结构性工具持续发力，发挥牵引带动作用，更好地引导金融资源流向亟需领域。截至2024年6月末，中国结构性货币政策工具余额达到6.9万亿元，约占央行总资产的16%，与欧元区、英国和日本等相似金融体系基本处于同一水平，聚焦支持小微企业、绿色转型等国民经济重点领域和薄弱环节。

图 28: 结构性货币政策工具余额 (截至 24 年一季度) (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

上半年结构性货币政策工具有以下两个亮点: (1) 4月, 人行联合科技部等部门新设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款, 以支持中小科技企业和重点领域数字化、智能化、高端化升级改造。(2) 5月, 人行宣布设立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, 用作配售型或配租型

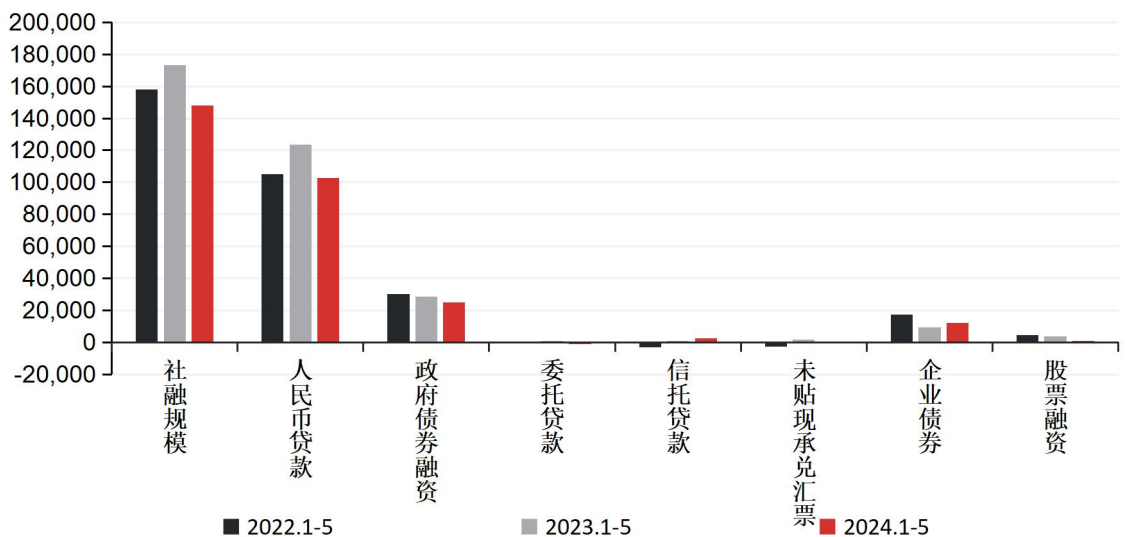
保障性住房，预计带动银行贷款 5000 亿元。

中国人民银行表示，下一步，结构性工具将继续坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”基本原则，作为常规总量工具的有益补充。但同时也会“有进有出”，合理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。

3.2 存款“搬家”，银行扩表放缓

受国内需求增速放缓，企业及居民预期不足的影响，全社会融资需求整体偏弱。2024 年 1-5 月社会融资新增规模 14.8 万亿，不及去年同期 17.32 万亿。其中，新增人民币贷款为主要拖累项（较去年同期少增 2.1 万亿元），政府债券融资少增 0.35 万亿，股票融资少增 0.28 万亿，仅企业债券融资多增 0.25 万亿。信贷投放明显放缓，其中，居民信贷较去年同期少增 0.95 万亿，企业信贷较去年同期少增 1.66 万亿。

图 29：社会融资规模主要部分增量（亿元）



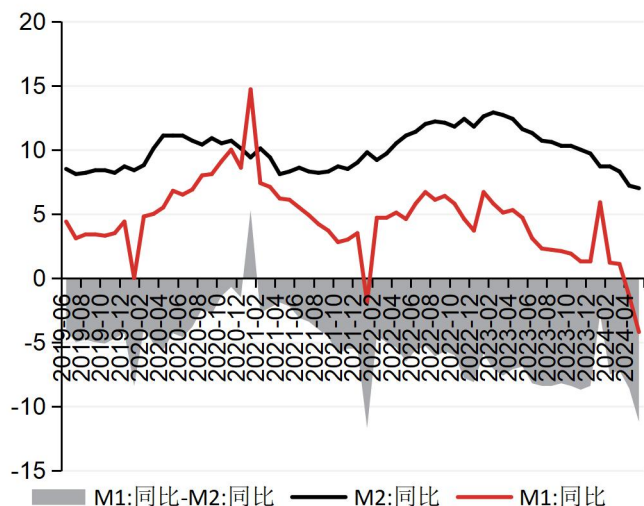
数据来源：WIND、国联期货研究所

2024 年上半年，M1 及 M2 增速呈现放缓态势。截至 5 月末，M1 同比增速-4.2%，为连续第二个月负增长，且降幅较 4 月同比增速-1.4%进一步加大；M2 同比增速 7%，连续第四个月增速下滑。

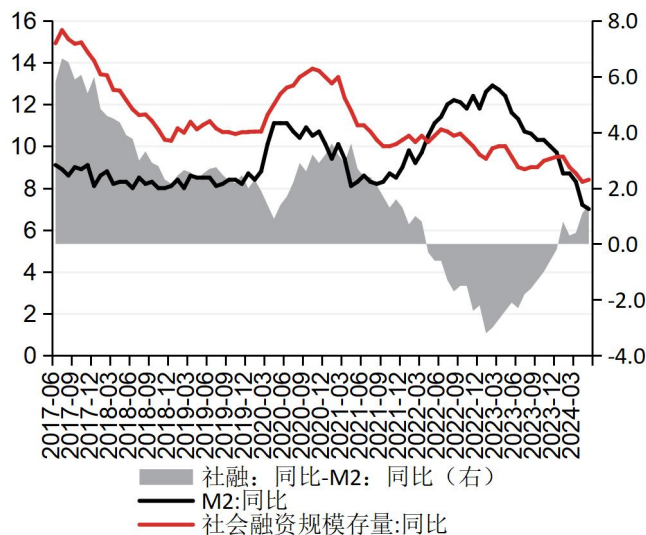
从结构来看，企业活期存款减少是 M1 增速下滑的主要拖累。企业活期存款减少超过 1 万亿元，同比多减 8000 多亿元。这主要是由于居民预期不足导致居民端资金向企业端回流不畅，M1 增速下行。

同时影响 M1 和 M2 增速放缓的共性因素还包括金融业“挤水分”规范手工补息、上半年财政发力较慢等。4 月份，“手工补息”高息揽储行为在市场利率自律定价机

制下得到约束。受此影响，企业通过票据融资、高息存款的套利行为减少，部分存款同步收缩；同时，银行存款转为定期存款，或流向理财、货币基金等现金管理类产品（是导致二季度债券“资产荒”部分原因），这些都导致 M2、M1 增速下行。

图 30：M1 同比增速连续第二个月负增长（%）


数据来源：WIND、国联期货研究所

图 31：M2 同比增速连续四个月放缓（%）


数据来源：WIND、国联期货研究所

需要说明的是，金融业增加值核算优化调整也影响了金融总量增速。以往金融业增加值季度核算方法参考存贷款增速，今年一季度起，为完善金融业 GDP 核算方式，统计局修改为参考利息净收入、手续费及佣金净收入等指标，金融机构为追求规模而虚增存贷款的冲动被抑制，对相关数据的影响可能会在年内持续显现。但真正需要资金的高效企业会获得更多融资，金融支持实体经济力度没有减弱。

3.3 “支持性”货币政策框架将发生演进

6 月 19 日，中国人民银行行长潘功胜在 2024 陆家嘴论坛上提出，保持支持性货币政策立场，优化货币政策调控的中间变量，逐步淡化对数量目标的关注；进一步健全市场化的利率调控机制；逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱；健全精准适度的结构性货币政策工具体系；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。

3.3.1 货币政策中间变量：转向以价格型调控为主

随着经济从高速增长转向高质量发展，宏观金融总量规模已经很大的背景下，宏观金融总量增速有所下降是自然的。货币信贷增长已由供给约束转为需求约束，关注的重点应在增长质量和效率，而非在数量的增长上甚至“规模情结”上。

央行未来将继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注，将从“数

“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。需要把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用。

今年以来，已逐渐淡化 M2、社会融资规模等金融总量增速目标数值，仅要求保持与名义经济增速实现基本匹配，意味着“经济增长和价格预期水平”的阶段性提法将会淡出，而且这种匹配也是跨周期视角的匹配。

下一步，我们 M1 统计口径将进行动态完善，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，从货币功能的角度看，需要研究纳入 M1 统计范围，更好反映货币供应的真实情况。未来居民活期存款、现金管理类的基金理财或有望纳入 M1 统计口径中，或进一步推动 M1 增长。

3.3.2 利率调控机制：以 OMO 利率为中枢的价格型调控

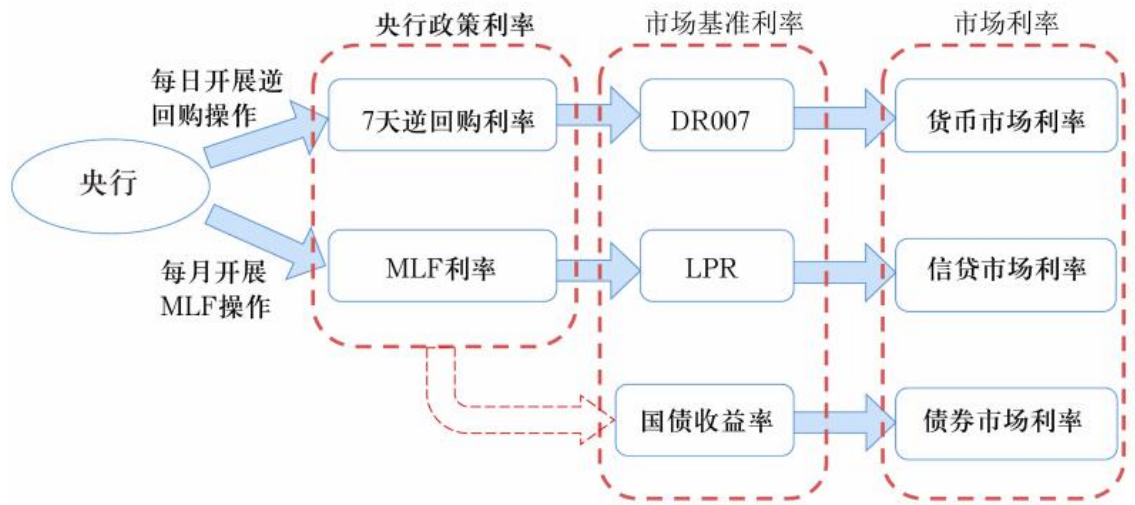
表 3：中国人民银行货币政策框架演变

日期	政策支持
2012 年	《金融业发展和改革“十二五规划”》明确推动货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主的转型。
2019 年	改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，LPR 由报价行综合考虑资金成本、市场供求、风险溢价等因素，在中期借贷便利（MLF）利率的基础上市场化报价形成。从政策利率向市场利率传导的价格型调控框架初见雏形。
2021 年	建立了以公开市场操作（OMO）利率为短期政策利率，中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的政策利率体系。 引导形成存款类金融机构间的债券回购利率 DR007（资金利率）围绕 OMO 利率波动，MLF 利率向 LPR 利率再向实际贷款利率传导的利率引导机制。
2022 年	推进了存款利率市场化调整机制，参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。

来源：中国人民银行

我国央行自 2012 年起就推动货币政策从以数量型调控为主向以价格型调控为主的转型。经过多年利率市场化改革及演变，目前我国已形成以公开市场操作（OMO）利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率、以 SLF 利率作为利率走廊上限和超额存款准备金利率作为利率走廊下限构建利率走廊机制有效运行的央行政策利率体系。通过 OMO 利率引导货币市场资金利率走势，通过 MLF 利率直接为中长期的存、贷款利率等提供锚点。

图 32：我国现有利率体系和调控框架



图片来源：中国人民银行

近年来政策利率传导机制逐渐完善，但仍存在一定问题，如政策利率品种较多，OMO、MLF 和 LPR 利率均为政策利率或具有政策利率功能，不同货币政策工具之间的利率关系也比较复杂，不利于市场和社会群众理解，同时也一定程度上加大了央行的管理难度。此外，随着利率体系市场化程度加深，MLF 和 LPR 逐渐与市场利率脱钩。后期若逐步退出一些政策利率，利率政策的自主性将进一步提升，如 MLF 逐步告别政策利率，余额逐步缩减，并以降准置换。

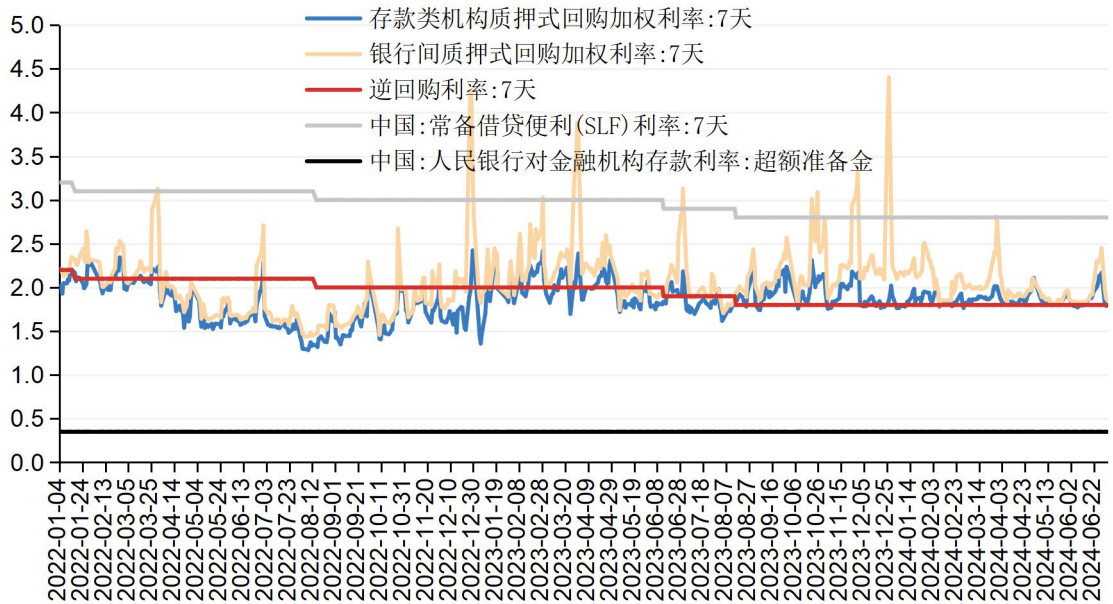
在此政策利率体系背景下，央行提出未来将以 7 天期逆回购利率为主要政策利率，其他期限货币政策工具利率淡化政策利率色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。央行以短期政策利率(OMO 利率)为中枢逐步形成价格型调控为主的货币政策框架：以 OMO 政策利率为操作目标，通过二级市场国债买卖、逆回购等方式调节市场流动性，将市场短期利率稳定在 OMO 利率附近，配合利率走廊引导市场形成长期利率。

7 月 8 日，央行发布公告，为了提高公开市场操作的精准性和有效性，央行将视情况开展临时正回购和临时逆回购操作，时间为为工作日 16:00-16:20，期限为隔夜，操作利率分别为 7 天期 OMO 利率减点 20BP 和加点 50BP。该机制意在市场资金松/紧的时候，通过正回购/逆回购，使 R007 不至于过度向下/上偏离 7 天期 OMO 利率。这个机制强化了 7 天期 OMO 利率的影响力，使央行货币政策框架向以 OMO 利率作为中枢的价格型调控进一步靠拢。

近两年 DR007 实际上已经在逆回购利率上下较窄区间内波动，为了更好的引导市场利率围绕政策利率中枢运行，央行可能会收窄利率走廊的宽度。现阶段利率走廊

的宽度为 245BP（上限常备借贷便利利率 2.8%，下限超额存款准备金利率 0.35%）
 相对较宽需要进一步收窄，央行可能会调整现有的利率 SLF 和超额存款准备金的利率或者创设新的工具形成新的利率走廊。

图 33：利率走廊（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

央行同时明确提出，持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。今年上半年房贷下限取消后住房贷款也不再挂钩 5 年 LPR，因此下半年 LPR 利率下调空间有望打开。

3.3.3 货币政策新工具：央行通过二级市场买卖国债

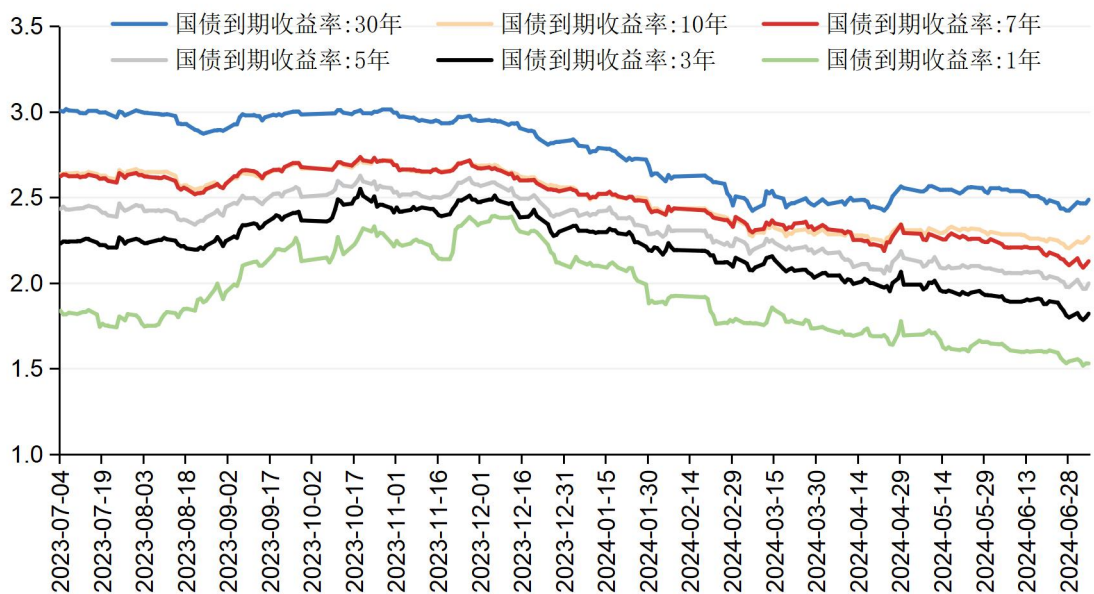
央行在 2024 陆家嘴论坛表示，随着我国金融市场快速发展，债券市场的规模和深度逐步提升，央行通过在二级市场买卖国债投放基础货币的条件逐渐成熟。在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖，作为基础货币投放渠道和流动性管理工具以充实货币政策工具箱，与其他工具综合搭配，共同营造适宜的流动性环境。人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实，国债发行节奏、期限结构、托管制度等也需同步研究优化。

7 月 1 日，央行在官方网站上宣布将于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，标志着央行正式将国债纳入公开市场操作工具箱。7 月 5 日，金融时报发布最新消息显示央行已与几家主要金融机构签订债券借入协议，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。央行在

二级市场买卖国债进行流动性管理的实际操作时间已经越来越近。

短期来看，央行在二级市场买卖国债有利于维持近期金融市场稳定。今年以来，受市场供需关系、投资者行为等因素影响。在“资产荒”背景下，部分市场机构为增厚收益集中购买长久期资产，长期限债券需求显著上升，短期内供给则相对偏少，长期债券收益率一路下行。近期 10 年国债利率已经下破 2.3%，50 年国债利率下破 2.5%，整体低于 2.5%-3% 的央行合意水平。

图 34：2024 年以来我国债市收益率持续走低（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

央行 4 月以来持续提示长端利率风险，但 10 年与 30 年国债到期收益率仍处低位，央行可能认为需要对利率定价做出进一步引导和纠偏，7 月 1 日央行公告即将开展国债借入操作向市场释放了干预信号。央行先在一级市场开展国债借入操作，借入长期/超长期国债，再在二级市场开展国债卖出操作，这将影响债券公开市场供求关系，从而可能影响收益率走势，避免中长期国债收益率过度偏离合理水平，给政策调控长期利率提供更多的操作空间。

7 月 5 日公布的向一级交易商采用无固定期限、信用方式借入国债，并且会视市场情况选择操作频率。“信用方式”借入国债这种方式本身不会直接影响市场的流动性，因为它不涉及央行资产负债表的变化，也不会导致基础货币的投放或回收。“无固定期限”意味着央行对收益率曲线的控制将不会局限于某一期限品种。相较于防止长端收益率过低，央行的意图或在防范可能出现的利率倒挂，保持正常向上倾斜的收益率曲线以及市场对投资的正向激励作用。

央行开展国债借入操作乃至后续卖出国债的方式得到进一步明确，未来央行对债券公开市场供求关系乃至市场流动性的把握将更为精细，并且随着央行预期引导力度加大，长期国债收益率有望维持在一定相对低的波动区间，有助于金融稳定。同时，随着与美债收益率的息差收紧，这也将为人民币提供支撑。

长期来看，央行买卖国债对利率债市场定价有一定影响，且可能成为货币政策工具箱长期、有机的组成部分，将对收益率曲线的形状（即不同久期的期限利差）产生影响。央行在二级市场买卖国债可能在短时间内上导致长期利率中枢上移，对债券等利率敏感型资产价格有负反馈，但是央行目前的操作更多是为了调整利率曲线形态，这将有利于提升金融机构配置固收类资产的收益，同时稳定中美利差和汇率，从而有利于人民币资产的综合优势。

此外，央行开展国债交易有望逐步成为央行流动性管理方式。央行可以通过多个货币政策工具配合，通过市场化方式影响市场风险偏好，进而实现增量资金更加精准的投向，避免流动性泄露。

3.4 展望：货币政策宽松基调未变

展望 2024 年下半年，在有效需求不足，国内循环不够顺畅的环境下，宏观支持性货币政策立场不变，维持偏宽松的环境。央行在货币政策上有望进一步转向价格型调控，但为配合经济结构转型，更需考虑增长的效率和质量。

央行货币政策需兼顾多元目标，内外部平衡及金融稳定是下半年的重要目标，银行净息差和人民币汇率是制约降息落地时点的主要因素，降息降准的时点仍具有不确定性。

从汇率稳定角度来看，目前中美利差倒挂，央行倾向于以稳定的短期政策利率稳住国内短端市场利率，并关注长期收益率变化。美联储首次降息时点确定后，将打开国内货币政策操作空间，短期利率的空间将打开。

从银行净息差角度来看，4 月开始的规范手工补息有望在短期内一定程度内降低银行负债成本，后续随着银行负债端基本稳定，银行净息差确认改善后，若出现了新一轮存款利率下调，则是货币政策利率工具空间被打开的信号，5 年期 LPR 或优先调整。

从防空转目标完成角度来看，在经历几月的规范“手工补息”之后，存款出表高峰期或已过去，或将在三季度见到银行存款新增规模企稳，后续 M1 及 M2 下降幅度

有限。随着财政支出发力与房地产政策效果显现，2024 年下半年 M1 同比增速或有所回升，摆脱负增长区间。商品房销售增速和 M1 增速呈正相关。随着下半年房地产及相关产业链景气度改善，将带动 M1 增长；另一方面，今年上半年政府债发行进度偏慢，5 月以后政府债发行有所提速。随着财政进一步发力，并形成实体部门收入与存款，对 M1 及 M2 亦有提振，预计最快三季度初确认防空转目标完成，商业银行负债质量得到一定程度上的提升，货币政策传导机制效率加强，进入政策操作窗口期。

同时，预计 6-12 月政府债券月均新增规模高达约 0.9 万亿元，为避免短期流动性紧张和利率波动过大，央行降准配合财政政策发力仍存在必要性。

综上，我们认为下半年中国货币政策操作的时点需要等待存款利率新一轮下调、美联储降息等内外部约束条件的拐点信号，三季度将是降准、降息重要观测窗口期。

四、海外经济：增长有韧性，但分化格局明显

4.1 美国：通胀有所降温，9 月进入降息窗口期

2024 年上半年，美国经济动能总体平稳，增速领先发达国家主要经济体。一季度，美国总体呈现“高增长、高利率、高通胀”的特征，实际 GDP 年化季环比增速为 1.4%，好于日本-0.46%和欧元区 0.3%的增速。其中，财政支出扩张、内需消费韧性和 AI 半导体引领的新经济是推动美国经济增长的重要引擎。同时，美国经济结构更具内循环优势，需求端相较中国、欧洲和日本更锚定于内需，使其经济在全球地缘政治风险加剧的背景下表现出较强的防御性。

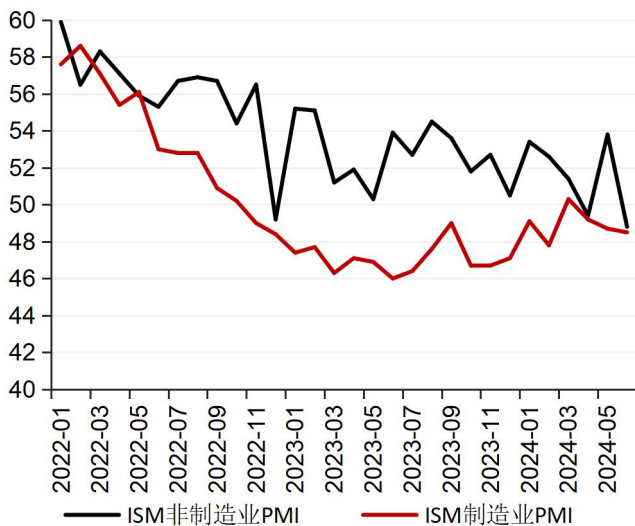
进入二季度后，高利率环境下，美国经济和就业市场均呈现边际放缓，“高增长”开始边际松动，并带动通胀压力减轻。

一方面，美国经济景气度有所下降。6 月 ISM 制造业 PMI 录得 48.5，连续第 3 个月萎缩，同期 ISM 服务业 PMI 也意外大幅不及预期，录得 48.8，萎缩速度创四年最快。同时，美国地产市场也受到明显冲击，5 月美国新屋销售环比创 6 个月新低，成屋签约销售指数也下跌至 2001 年有数据记录以来新低，这表明第二季度末美国经济的边际放缓或具有全面性。

另一方面，美国就业市场的转弱进一步印证了美国经济内生动能的减弱。6 月美国失业率已上行至 4.1%，达到 2021 年 11 月以来的最高水平，6 月非农就业人口 20.6 万人，较上月数据小幅走低。在此背景下，通胀放缓趋势已重回轨道。美国 5 月核心

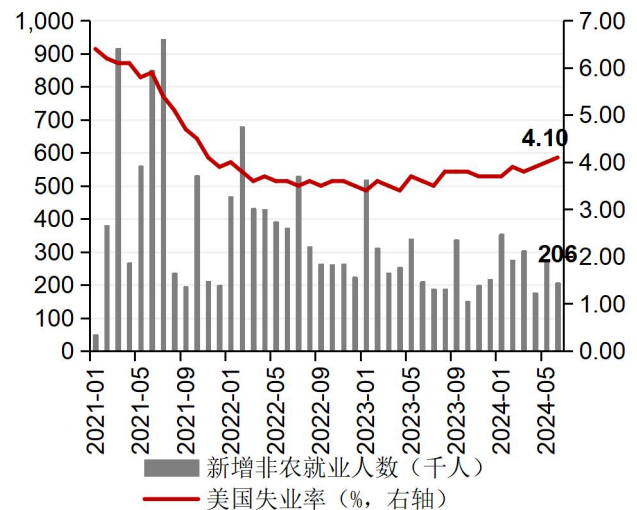
PCE 物价同比增速为 2.6%，创下三年来最低纪录；6 月 FOMC 会议中对通胀的措辞从“缺乏进一步进展”变为“取得可适度的进一步进展”，市场再度进入数据观察阶段，以期更为明确的信号出现。

图 35：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI (%)



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 36：美国就业状况



数据来源：WIND、国联期货研究所

展望下半年，美国经济的走势未见明朗。尽管二季度经济内生动能有所减弱，但既未出现整体经济失速的情况，也没有新的周期扩张迹象，预计经济增速仍将维持相对稳定。

美国本轮自 2020 年开始的周期受财政刺激、产业政策和供给限制等因素影响，经济宏观分析范式出现重要变化，不同前瞻性、滞后性宏观指标间出现明显的分化和错位。如 2023 年在就业市场强劲、私人消费尤其是服务消费韧性的支撑下，美国经济表现持续超预期，但工业产出、利润率等指标却呈现下行。而 2024 年上半年则表现为就业、服务消费回落带动通胀压力边际减轻，而工业产出、营收、利润率等指标先行寻底回升，总体呈现弱补库。此外，虽然美国财政在下半年可能有所发力，但在高企的公共债务压力下，其对经济的助力或有限，此前通过大量财政扩张来托举经济的情况将难以再现。不过，不同部门“滚动式”消化经济下行压力，也将使得整体经济受到的冲击保持在可控范围内。

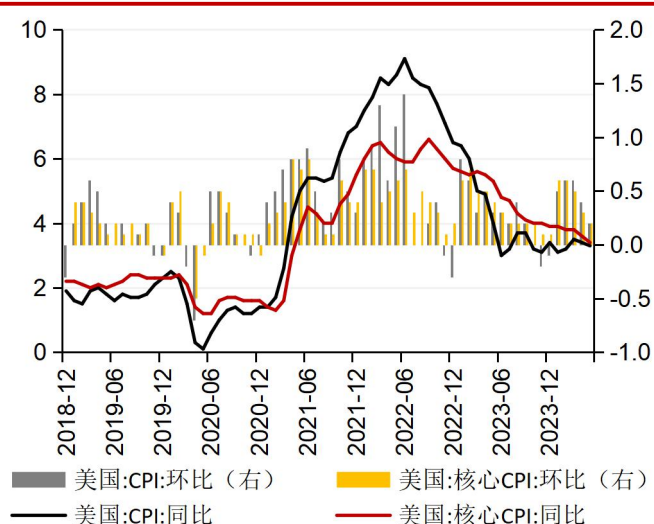
通胀方面，“边际改善”仍将是下半年的主线，但预计下行空间和速度均有限。美国 5 月 CPI 同比增长放缓至 3.3%，为近两年的最低水平，环比近两年来首次零增长。从结构上看，核心商品的通胀已随供应链压力缓解显著下行，但核心服务项从通胀顶峰至今尚未有明显改变。因此，当前核心服务粘性较强是通胀降温未及预期的主

要原因，而房租和薪资增速则是核心服务的主要支撑。

预计下半年在租金和薪资增速回落的背景下，美国核心服务通胀将呈下行趋势，但改善空间或相对有限。随着就业市场向常态化回归，预计新增就业人数和薪资水平均难以大幅上升，这将直接限制居民的消费能力和意愿，从而推动核心通胀下行。然而，需要注意的是，租房服务在核心服务项中占比较大。尽管 ZILLOW 观察租金指数在 5 月已回落至疫情前水平，但在当前高利率和高房价背景下，美国房屋销售受到抑制，租房需求或有支撑，这将延长新租约租金下降体现在整体通胀中所需的时间。

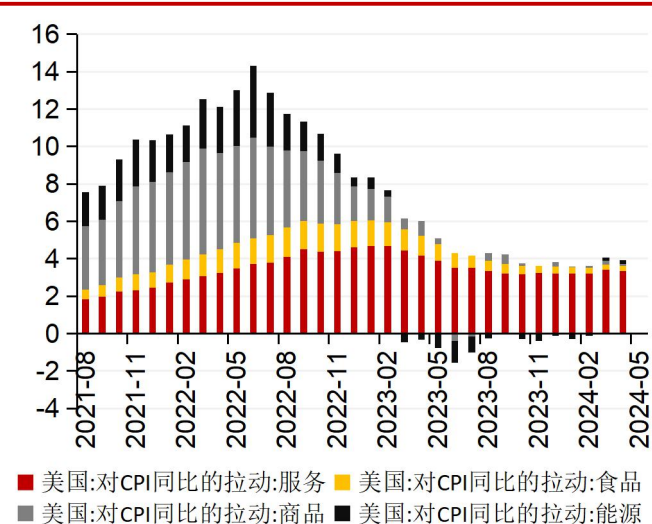
因此，预计下半年美国整体通胀将有所降温，但核心 PCE 回归至美联储认为的合意状态仍有难度，预计 9 月美联储进入降息窗口期。

图 37：美国通胀情况（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

图 38：美国 CPI 各分项对 CPI 同比的拉动（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

此外，随着美国大选的临近，政治因素对金融市场的影响逐渐增大。当前美国两党提出的多数政策，如贸易、补贴等政策，在提振美国经济预期的同时也可能带来一定通胀压力，将对货币政策执行带来扰动。从历史角度看，美联储货币政策的方向性变化往往会在选举日之后发生，这也进一步增加了降息窗口在 9 月后打开的概率。

值得注意的是，尽管通胀数据的走势依然是判断美联储货币政策动向的核心因素，但鲍威尔曾表示，美联储面临三种可能的路径：（1）通胀持续偏强，劳动市场火热，则不会降息。（2）通胀下行增加降息信心。（3）劳动力市场超预期弱化带来降息。在基准情形下，年内美国核心通胀距离美联储目标仍将有一定距离，需关注下半年失业率是否会上行至高于美联储 4% 的目标。若就业市场超预期放缓，或促使美联储提高对通胀容忍度，进而触发降息操作。

表 4: CME 利率期货统计未来联邦基金利率所处区间概率(数据截至 2024 年 7 月 5 日)

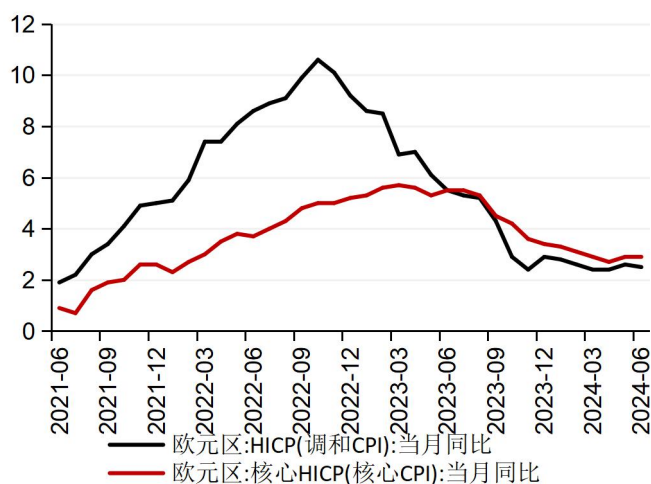
美联储会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.80%	91.20%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.10%	66.50%	27.40%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.40%	29.40%	51.40%	16.80%
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	21.80%	45.20%	26.50%	4.70%
2025/1/29	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	13.30%	35.30%	34.50%	14.00%	2.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	0.60%	8.90%	27.50%	34.80%	21.20%	6.20%	0.70%
2025/4/30	0.00%	0.30%	4.10%	16.60%	30.50%	29.20%	15.00%	4.00%	0.40%
2025/6/18	0.20%	2.60%	11.70%	25.00%	29.70%	20.60%	8.30%	1.80%	0.20%

数据来源: CME、国联期货研究所

4.2 欧元区: 经济增长上行空间有限, 降息概率大于美国

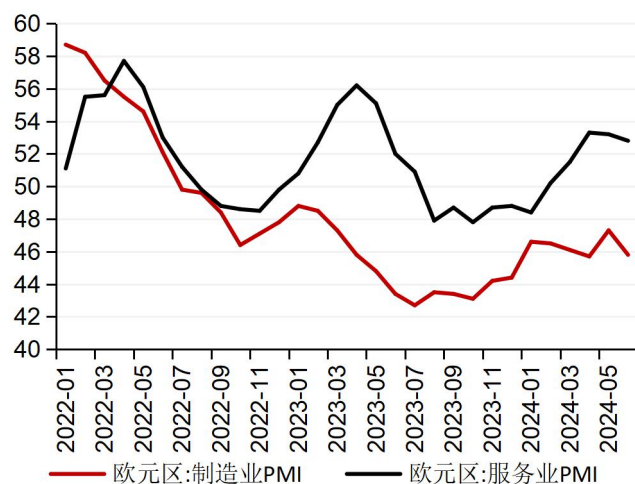
在居民收入和支出增长的推动下, 2024 年欧元区经济小幅恢复, 但长期来看, 其上行空间有限。一季度欧元区 GDP 环比增长 0.3%, 显示出其经济正在温和复苏, 主因欧洲劳动力市场表现强劲。5 月欧元区失业率降至 6.4%, 达到历史最低水平。同时, 消费者信心指数也延续了 2022 年 9 月以来的回升趋势。向前看, 随着欧洲经济基本面逐渐好转, 欧元区劳动力市场的韧性有望持续, 从而带动工资增长的可持续性, 欧洲消费或仍有恢复空间。但与此同时, 欧元区仍面临一系列结构性挑战, 高昂的能源成本, 相对较弱的财政支持力度, 以及来自中国商品的竞争压力, 均对本土工业的复苏构成了制约。近期欧元区景气指数进一步小幅走弱也印证了这一点, 6 月制造业 PMI 降至 45.8, 持续位于萎缩区间。

图 39: 欧元区通胀情况 (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

图 40: 欧元区制造业和服务业 PMI (%)



数据来源: WIND、国联期货研究所

通胀方面，欧元区今年来整体通胀延续回落，下半年通胀或继续呈现波动向下。上半年，调和 CPI 同比增速从 2023 年 12 月的 2.9% 下降至 2024 年 6 月的 2.5%，同期核心调和 CPI 同比增速从 3.4% 下降至 2.9%。5、6 月通胀有所反弹，主因居民工资涨幅提振消费，服务业通胀较顽固，但目前欧元区并未出现明显的“薪资-通胀”螺旋式上升态势，因此预计下半年通胀水平有望继续下行。

欧美经济周期已持续分化一年，通胀虽仍在目标水平之上，但鉴于欧洲经济增长压力大于通胀压力，且通胀放缓明显快于美国，2024 年 6 月欧央行领先美联储开启降息，将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别下调 25BP。此次降息属于预防性降息，下半年，由于美联储降息预期反复波动，欧元区通胀水平有望继续下行，在暂时没有经济衰退风险的情况下，欧央行或不急于开启连贯的降息周期。然而，考虑到欧元区经济增长动力相对不足，且工业复苏乏力，下半年欧央行降息概率仍大于美联储。

4.3 日本：日央行继续加息，但幅度及频率不会过于激进

长期超宽松政策对企业和居民部门的修复，叠加新冠疫情后全球通胀大幅上升，为日本提供了一个难得的货币政策正常化的机会。因此，日本于 3 月 19 日结束 YCC，将基准利率上调至 0%-0.1%。随着日央行逐渐回归货币正常化，日本成为主要发达经济体中逆向开启加息的国家，且此趋势预计在下半年得以延续。

2024 年一季度，日本实际 GDP 增速有所回落，这主要归因于日本能登半岛地震、汽车公司停产等特殊因素的扰动。然而，从全年维度来看，这些短期因素对经济的负面影响大概率能够消退，同时在多个积极因素的影响下，预计日本下半年经济增速或有所反弹，但上升动能相对有限。

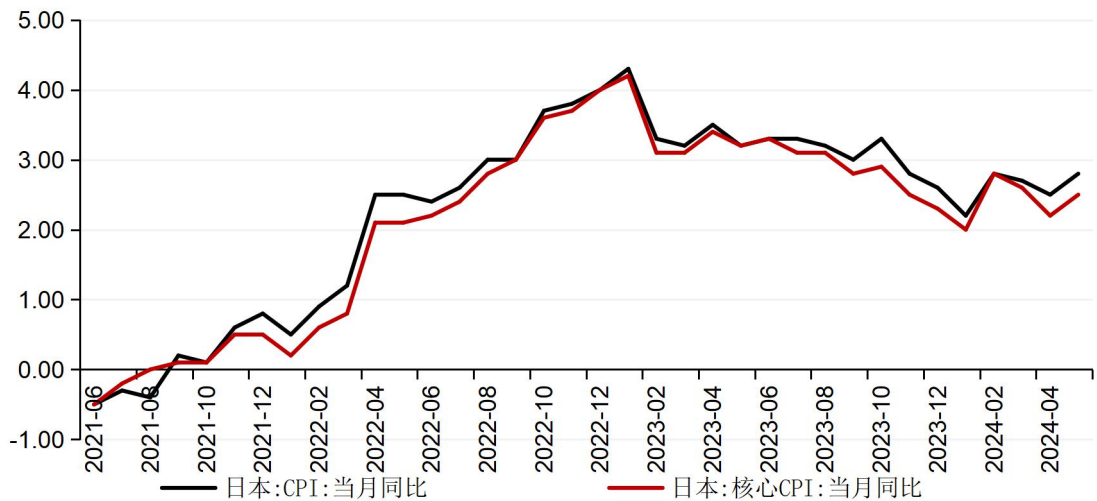
积极因素包括：第一，日本相对较低的绝对物价水平使其成为全球性价比高地，旅游业因此成为当前日本经济最大亮点。截至一季度，外国人旅行消费额同比增长约 73%，创历史新高，预计下半年旅游业仍将对日本经济有所提振。第二，受高性价比和全球供应链重构的影响，近期外资半导体企业逐渐加大在日布局，从而长期起到推高日本潜在 GDP 的作用。第三，2023 年日本 GDP 同比增速呈前高后低，低基数效应也使日本 GDP 同比增速易出现下半年偏强的特征。

但需留意，日本人口老龄化导致需求不足和潜在产出增长缺乏动力，且当前经济中的积极因素主要受外部推动，中长期看，伴随着国际去通胀的进程深化和日元升值，

这部分积极因素或边际消退，因此，日本经济的增长动能可能受限。

通胀方面，上半年日本通胀水平总体呈上升态势，下半年日本通胀存在高位停留或反弹的风险。日本 5 月核心 CPI 同比上涨 2.5%，已连续 33 个月同比上涨。6 月起，受补贴结束的影响，日本电子公司开始涨价，下半年通胀中成本推升或有加大。此外，7 月初日本最大工会 Rengo 表示，日本企业 2024 年提供的平均工资涨幅为 5.10%，为 33 年来最高水平，薪资增长也将进一步推高通胀水平。

图 41：日本通胀情况（%）



数据来源：WIND、国联期货研究所

同时，由于美日利差和经济增速差，日元正面临持续贬值压力。因此，通胀的高企和汇率的贬值都需要日央行通过加息来进行调节。预计日央行将维持持续的货币政策正常化，下半年有望继续加息，并且仍然存在小幅减少购债的可能性。但考虑到日本经济的内生增长动能仍然较弱，以及通胀受补贴结束、薪资上涨及外部因素如日元贬值和大宗商品价格上涨的影响，加息的幅度和频率可能不会过于激进。同时，日本的货币政策还需密切关注美国货币政策的节奏，若美联储开启降息，则日央行加息的可能性也将相应降低。

五、2024 年中期大类资产展望

5.1 黄金

黄金等贵金属是当前以美元为主的全球货币体系下的重要补充。长周期视角下，其货币属性更为突出，估值主要取决于信用货币体系中信用的相对强弱。由于当前美国政府债务占 GDP 比重持续走高反映出美政府偿债能力和美元信用下降，长周期

下黄金货币属性持续增强推动其估值上移。

自 2022 年进入加息周期至 2023 年 7 月，美联储进行了四十年来最快的加息，累计加息 11 轮幅度共 525BP。美国的高利率环境导致其联邦政府利息支出高昂，目前已突破 2500 亿美元/季，同时高利率也增加了美国金融体系风险，从 2023 年 3 月银行危机开始，联邦联储银行为商业银行持续提供信贷支持以应对美债利率持续上升的减值损失。虽然美国 MBS 规模和美联储资产缩减明显，但美国债务货币化的程度仍然继续加深，目前美国国债规模已经近 35 万亿元。

美国高利率不可持续，否则将削弱美元信誉，黄金作为超主权硬通货，货币属性凸显，将是信用货币体系下滑的核心收益资产。在去美元趋势下，全球央行正在持续增持黄金储备。自 2022 年 11 月以来，中国央行连续 18 个月增持黄金储备，期间增持量超 300 吨。

同时，若美联储开启降息，通常将直接影响美国市场的整体利率水平。随着市场利率的下降，传统固定收益投资的回报率也将相应减少，从而增强拥有保值增值属性的黄金的相对吸引力。当前在通胀方面，美国 5 月 CPI 同比增长放缓至 3.3%，为近两年的最低水平，环比近两年来首次零增长。从结构上看，核心商品的通胀已随供应链压力缓解显著下行，但核心服务项从通胀顶峰至今尚未有明显改变，预计在租金和薪资增速回落的背景下，下半年核心服务将呈下行趋势。因此，预计下半年美国整体通胀将有所降温，预计 9 月后降息窗口会逐渐打开。若就业市场超预期放缓，也或促使美联储提高对通胀容忍度，进而提前触发降息操作。美联储开启降息，黄金将有望继续保持上行动力。

5.2 债券

5.2.1 美国国债收益率

在美国通胀、经济增长及就业多方面因素影响下，我们认为 9 月起美联储降息窗口逐渐打开，预计下半年降息 1-2 次，美债收益率下行趋势概率比较大。

美国国债收益率同时反映了实际利率的变化及通胀预期的波动。2024 年下半年美国整体通胀将有所降温，但核心 PCE 回归至美联储认为的合意状态仍有难度，通胀下降进程或缓慢曲折。综合来看，下半年美债收益率将呈现螺旋式回落态势。

2024 年美债发行量超过往年水平及美国通胀粘性或将延缓美债收益率的回落幅度，预计 10 年期美债收益率下半年主要在 3.8-4.5% 区间内波动。在美联储降息靴子

落地前，或有短期交易美债的机会。

5.2.2 中国国债收益率

下半年中国政府债券发行节奏可能会有所加快，尤其是专项债，发行高峰将集中于三季度。随着债券发行放量，“资产荒”有望边际好转，但由于目前市场风险偏好并未发生根本性变化，预计债券总供给仍是有限的。

2024 年下半年，债券市场仍将面临经济弱修复、资金面宽松、资产荒的格局，社会融资成本下行仍为主基调，市场对年内央行进一步下调政策利率的预期仍比较高，债市整体仍处于较强格局。但需注意到，通胀水平有望温和回升，在设备改造、以旧换新、债券发行提速等政策带动下，下半年经济复苏有所回升，国债收益率进一步下行空间有限。

央行二级市场买卖国债对利率债市场定价有一定影响，但更多改变的是利率波动节奏和国债在机构间的分布，没有本质上改变债券的供需。未来央行对债券公开市场供求关系乃至市场流动性的把握将更为精细，将更多的对收益率曲线的形状（即不同久期的期限利差）产生影响。从节奏上，未来长债利率下行趋势缓和。

随着央行预期引导力度加大，长期国债收益率有望维持在一定相对低的波动区间，有助于金融稳定，预计下半年 10 年期国债收益率将在 2.2%-2.55% 区间波动。

5.3 汇率

2024 年上半年，美元基本对主要货币均出现升值，利率偏高但经常账户逆差扩大的货币如美元、英镑相对强势，而经常账户更为健康但对美利差偏低的货币反而汇率承压，例如日元。即便日央行已于 3 月历史性退出 YCC 并提升利率，日元兑美元汇率今年以来仍下跌超过 10%。下半年，日元仍存在进一步贬值的风险，鉴于美日汇率的主导因素来自美国，日本当局的外汇干预和加息等举措或许可以放缓日元贬值的速度，但难以逆转其贬值趋势。日元能否实现由弱转强，仍取决于美元指数的走势，以及美联储能否顺利开启降息。

对于人民币而言，尽管中美利差持续倒挂，叠加中国经济复苏弱修复且复苏结构并不均衡，人民币存在贬值压力，但事实上 2024 年上半年人民币汇率仍保持了相对稳定，在岸人民币兑美元跌约 2.7%，离岸人民币兑美元下跌仅约 2.4%。人民币在上半年不俗的表现主要得益于国内对于内外均衡的着重考虑，以及中国经常账户的稳健。

下半年，美元指数或呈现先上后下，整体震荡的走势。短期来看，考虑到美国国

内基本面趋势未见明朗，既未出现经济整体失速，也没有新的周期扩张迹象，经济、就业数据冷热不均，当前地缘政治将主导汇市。近期政治方面，风险更迫近的是欧洲，单从欧洲议会来看，右翼扩张是现实，意味着“疑欧情绪”上升、欧盟凝聚力下降，资产的主要特征呈现“避险+欧系汇率疲弱”，叠加欧央行先于美联储的降息操作，都将使得美元进入被动升值区间，需警惕人民币在此期间的压力。进入四季度，美联储降息预期临近将成为汇市最强的驱动因素，美国与非美国利差将趋于持续收敛，美元指数将承受一定下行压力。

人民币方面，在强势中间价的作用下，叠加国内政策对于内外均衡的重要考量，以及未来央行对长端国债收益率乃至市场流动性的把握将更为精细，人民币整体将保持平稳波动，在全球主要汇率中表现出防守性。中长期来看，中美利差的核心驱动尚未出现明显改善，三季度美元反弹力度较强的背景下，人民币防御性或有减弱，四季度若在美国降息周期临近下中美利差收敛，叠加中国经常账户稳健，则人民币将有较好表现。

5.4 A 股

从经济基本面来看，中国经济正处于房地产调整、人口结构变化、旧财税体制亟待变革的转型阶段，逐渐显露出包括地方债务风险、居民消费升级不畅等问题，因此短期内经济修复不及预期。上半年，国内经济复苏有所放缓，且复苏结构并不均衡，中国出口、生产和制造业投资表现相对亮眼，但消费增长放缓，地产板块尚未出现趋势性改善。房地产政策大幅放松后，效果扩散尚需时日，市场预期扭转或需宏观政策进一步发力。

然而，资本市场正在稳信心方面持续发力。2024 年是 A 股供求关系逆转的元年，即使在经济修复不及预期的情况下，也会支持 A 股估值震荡回升。4 月 12 日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，简称资本市场新“国九条”，表现了对于资本市场发展方向从“融资市”向以股东利益为核心的市场转变，其中严格上市公司持续监管和加大退市监管力度对于目前市场结果和风格产生较大影响。A 股今年上半年的筹资金额大幅下降，且 IPO 自 2 月起至 6 月 21 日始终处于冻结状态。我们预计其他条件不变的情况下，2024 年融资金额有望减少万亿元。同时今年上市公司分红和回购力度均创今年同期新高，重要股东减持金额及减持公司家数均低于往年同期水平。

同时，下半年股指配置相对债券的相对吸引力边际增强。7月1日人行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，5日央行开展国债借入操作乃至后续卖出国债的方式得到进一步明确，未来央行对债券公开市场供求关系乃至市场流动性的把握将更为精细，预计长期国债收益率在央行预期引导下有望逐渐回升至合意区间，未来债券端或将很难出现前期大幅上涨行情，债券端对股指流动性挤出效应将边际减弱。

在此背景下，目前A股市场估值在经历2月份以来修复行情后依然处在历史中低位置，具备长期较高的配置价值。但市场内部存在分化格局，上半年上证50指数在历史维度的市盈率和拥挤度方面，均较其他指数表现出相对优势。而中证1000指数不管是从自身相对的历史估值水平和相对其他指数估值水平均表现出较为理想的配置机会，短期或有明显的估值修复预期。

但新“国九条”对A股估值体系进行重塑，小市值绩差股已成为市场重点监控对象，其爆雷概率远远高于大市值股票。因此，市场资金关注焦点正逐步从中小市值个股转向大市值个股。考虑到该市场风格短期内难以改变，加上沪深300指数在市盈率历史维度水平相对上证50更具有性价比，尽管其相对估值处于历史高位，但中期市场而言，以中大市值个股为代表的沪深300指数或仍受到市场资金追捧，市场表现有望超出市场整体水平。

风险提示：海外逆全球化；地缘突发事件；国内及海外政策超预期。

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600