

政策资金跟踪：设备更新与以旧换新对下半年经济影响展望

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

三中全会后，政策拐点信号逐渐明晰，下半年政策或进一步发力托底经济。本次设备更新与以旧换新政策的亮点在于，投向领域对需求的转化效率增强，尤其是船舶设备更新对制造业投资的拉动较为明确。同时其政策执行力较高，且主要落地于下半年的经济需求。

摘要：

三中全会后，政策拐点信号逐渐明晰。会后一周内各项政策频繁出台，或是对“坚定不移实现全年经济社会发展目标”的呼应。一方面，二季度 GDP 增速放缓、增长不及预期，市场情绪有所回落。而另一方面，从外围来看，美国大选重新出现不确定性，贸易逆全球化的预期使得未来出口回暖的扰动有所增强。因此从经济基本面的角度来看，下半年政策进一步发力托底经济的诉求有所上升。

本次《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》所使用的资金为总数约 3000 亿元的超长期特别国债，并非新增的资金来源，但转换为此资金工具实物需求的效率或有一定提升。截止到 7 月 26 日，本次一万亿超长期特别国债已发行 3630 亿元，进度 36.3%，全额将于 11 月发行完毕。根据资金落地至少需要 3 个月的时间以及实物工作量的相互印证来看，超长期特别国债最早于 8 月中旬落地见效，从目前的财政支出情况来看，其对于基建端的支出尚不明显。

本次政策的亮点在于，投向领域对需求的转化效率增强，尤其是船舶设备更新对制造业投资的拉动较为明确。同时其政策执行力较高，且主要落地于下半年的经济需求。文件加强了对于船舶行业的设备更新力度，而该行业目前处于上行周期，设备更新意愿强烈，预计能继续给制造业投资带来较大支撑。同时，此资金来源为中央发行的超长期特别国债，在稳增长与防风险并重，且近期政策倾向防风险的背景下，由中央主导的资金的执行力与落地效果具备相对优势。总体而言，根据我们对资金落地节奏的跟踪，资金总量对后三个月的基建投资支撑力度有所减弱，而四季度或产生需求小高峰，托底内需。

风险提示：政策落地不及预期，宏观经济不确定性

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。



宏观与商品策略研究团队

研究员：
张文
从业资格号：F3077272
投资咨询号：Z0018864

刘道钰
从业资格号 F3061482
投资咨询号 Z0016422

目 录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 摘要: | 1 |
| 一、 政策拐点信号逐渐明晰 | 4 |
| 二、 设备更新与以旧换新: 并非增量资金, 但效率或有所提升 | 5 |
| (一) 资金来源主要为超长期特别国债 | 5 |
| (二) 对下半年需求的拉动有望提升 | 6 |
| 三、 稳增长资金跟踪 | 8 |

图表目录

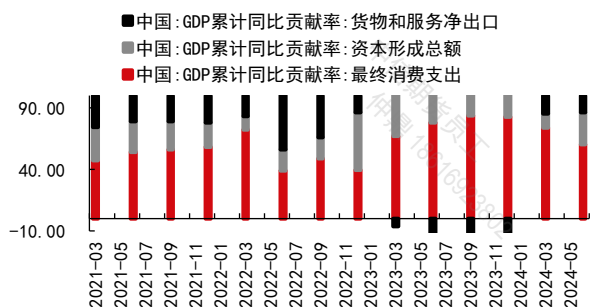
| | |
|--|---|
| 图表 1: GDP 支出法同比贡献率 | 4 |
| 图表 2: 制造业逐渐代替基建投资成为主要支撑项 | 4 |
| 图表 3: 基建类支出保持平稳 | 5 |
| 图表 4: 基建类占总提公共财政支出的比例变化 | 5 |
| 图表 5: 超长期特别国债发行情况 | 6 |
| 图表 6: 财政基建类支出领先基建投资 3 个月 | 6 |
| 图表 7: 设备更新与以旧换新资金具体投向 | 6 |
| 图表 8: 中国船舶手持订单量快速上升 | 7 |
| 图表 9: 中国造船产能利用监测指数不断上升 | 7 |
| 图表 10: 中国新船价格指数位于高位 | 7 |
| 图表 11: 铁路船舶行业产量与价格 | 7 |
| 图表 12: 24 年 1-6 月专项债发行约 14935 亿元, 同比-38% | 8 |
| 图表 13: 专项债资金投向情况 | 8 |
| 图表 14: 资金领先基建投资约 3 个月 | 9 |
| 图表 15: 专项债当月同比变化量领先基建投资 3 个月 | 9 |

一、政策拐点信号逐渐明晰

三中全会后，政策拐点信号逐渐明晰，下半年政策进一步发力托底经济的诉求有所上升。一方面，下半年国内经济不确定性有所增强。二季度 GDP 增速放缓、增长不及预期，市场情绪有所回落。2024 年年初以来经济结构外需表现强于内需，出口回暖、稳增长和新质生产力发展支撑制造业投资韧性，万亿国债和支出对基建端提供一定支撑，而房地产投资增速延续低位震荡、拖累较大。从价格水平看，名义 GDP 增速持续偏弱，物价低迷直接影响居民收入、企业收入和财政收入，二季度居民人均可支配收入增速出现边际放缓。内需相对偏弱，且政策保持定力的背景下，市场对于出口进一步回暖带动经济增长的预期有所提升。而另一方面，从外围来看，美国大选重新出现不确定性，贸易逆全球化的预期使得未来出口回暖的扰动有所增强。因此从经济基本面的角度来看，下半年政策进一步发力托底经济的诉求有所上升。三中全会强调“坚定不移实现全年经济社会发展目标，要按照党中央关于经济工作的决策部署，落实好宏观政策，积极扩大国内需求。”再度明确和坚定经济目标，下半年政策发力的必要性有所上升。从能力上来看，上半年我国政策保持定力，下半年政策空间仍旧相对充裕。

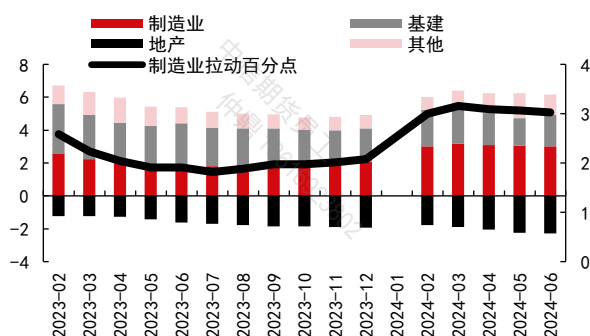
会后一周内各项政策频繁出台，或是对“坚定不移实现全年经济社会发展目标”的呼应。从货币政策来看，7 月 22 日，为进一步加强逆周期调节，加大金融支持实体经济力度，下调 7 天逆回购利率 10bp 至 1.7%。1 年期和 5 年期 LPR 分别下调 10bp 至 3.35%、3.85%。7 月 25 日，央行以利率招标方式开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，较上月调降 20BP。产业政策方面，《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》25 日对外发布。文件提出，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。一系列政策的密集发布或预示政策拐点信号逐渐明晰，下半年稳增长政策或加力运行。

图表1：GDP 支出法同比贡献率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表2：制造业逐渐代替基建投资成为主要支撑项



资料来源：Wind、中信期货研究所

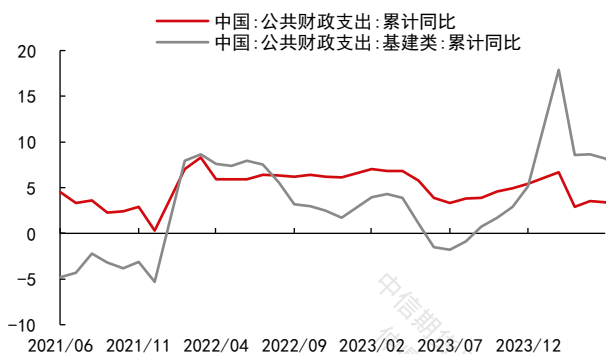
二、设备更新与以旧换新：并非增量资金，但效率或有所提升

（一）资金来源主要为超长期特别国债

值得注意的是，本次《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》所使用的总数约 3000 亿元的资金为超长期特别国债，并非新增的资金来源，但转换为实物需求的效率或有一定提升。

文件披露，现就统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换，因此其资金来源便是 5 月 17 日起开始发行的 1 万亿超长期特别国债，属于存量资金的使用。从财政支出上来看，5 月后整体中央对于基建的支出相对平稳，在超长期特别国债“少量多次”的发行模式下，资金并未出现“脉冲式”落地。二季度以来，随着特别国债资金的落地，基建支出贡献占比高位回落，占比小幅提升，其中农林水支出累计增速高位滑落，从 12% 下滑至 6.8%，而城乡社区事务仍有较好支撑，反映去年发行的一万亿主要落地于水利基建的特别国债落地告一段落，而新增的超长期特别国债并未接替形成脉冲式上行。截止到 7 月 26 日，本次一万亿超长期特别国债已发行 3630 亿元，进度 36.3%，全额将于 11 月发行完毕。根据资金落地至少需要 3 个月的时间以及实物工作量的相互印证来看，超长期特别国债最早于 8 月中旬落地见效，但从目前的财政支出情况来看，其对于基建端的支出尚不明显。

图表3：基建类支出保持平稳



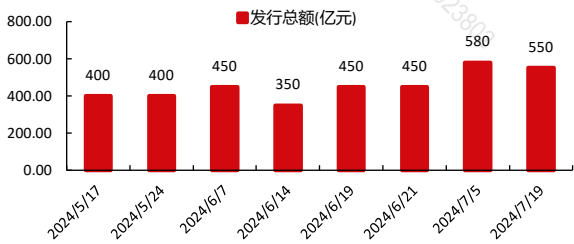
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：基建类占总提公共财政支出的比例变化



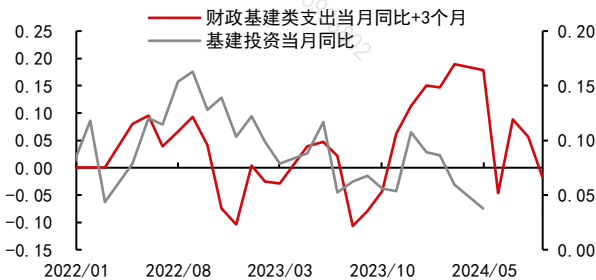
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表5：超长期特别国债发行情况



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表6：财政基建类支出领先基建投资 3 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

（二）对下半年需求的拉动有望提升

不过，此次用于此次设备更新与以旧换新的 3000 亿资金转换为实体需求的效率或有显著提升。从资金投向上来看，此次将用 1480 亿元左右超长期特别国债大规模设备更新专项资金用于优化设备更新项目支持方式以及支持老旧营运船舶报废更新。1600 亿元超长期特别国债用于其他设备更新，以及以汽车家电为主的消费品以旧换新。其对于商品需求和经济拉动的效率或有所增加。

图表7：设备更新与以旧换新资金具体投向

| 资金投向 | 资金具体用途 | 超长期特别国债使用金额（亿元） | 中央财政资金（亿元） |
|---------|----------------------|-----------------|------------|
| 设备更新 | 优化设备更新项目支持方式 | 1480 | - |
| | 支持老旧营运船舶报废更新 | | - |
| | 支持老旧营运货车报废更新 | | - |
| | 提高农业机械报废更新补贴标准 | 1600 | - |
| | 提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准 | | - |
| | 提高设备更新贷款财政贴息比例 | | 200 |
| 消费品以旧换新 | 支持地方提升消费品以旧换新能力 | - | - |
| | 提高汽车报废更新补贴标准 | | - |
| | 支持家电产品以旧换新 | | - |
| | 落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策 | - | 75 |

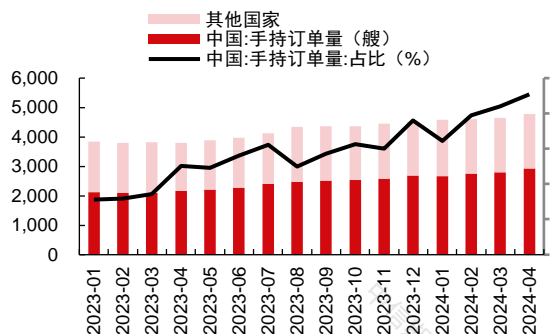
资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

其中的亮点是，加强了对于船舶行业的设备更新力度，而该行业目前处于上行周期，设备更新意愿强烈，对于制造业投资的拉动效率相对较高。近年我国造船业在全球市场份额快速提升。2023 年，中国已超越希腊成为最大船东国，同时，中国船厂在全球新造船市场份额也在不断提升，已超过 50%。从订单量上来看，未来国内造船需求相对稳定上升，在全球占比也在进一步上升中。该行业的特征可以用产能扩大，成本占优，利润稳定来总结。根据克拉克森，全球产能的增长主要来自中国闲置船厂重启，以及现有船厂扩建，与制造业投资增长相互印证。根据克拉克森，全球产能的增长主要来自中国闲置船厂重启，以及现有船厂扩建，与制造业投资增长亦相互印证。从成本来看，国内船板价格远低于日本与韩国，

钢价下滑之下，成本占据绝对优势。从利润来看，受手持订单覆盖率维持高位以及供给相对刚性的影响，中国新船价格指数位于高位。成本较低背景下，行业利润与现金流较为健康，投资意愿高。2024 年 4 月，全球船厂手持订单覆盖率为 3.4 年。预计投向该行业的资金乘数效应相对较高，或能给投资需求带来较好支撑。

而对于消费品以旧换新的支持力度，尽管上半年的消费品以旧换新政策落地不及市场预期，但相比于超长期特别国债有关于“新质生产力”的长期投资来说，仍对汽车以及家电消费带来短期的效果，对于下半年稳增长的意义也相对重大。截至 7 月 25 日中午，汽车以旧换新信息平台已收到汽车报废更新补贴申请 36.4 万份，单日新增已超过 1 万份。

图表8：中国船舶手持订单量快速上升



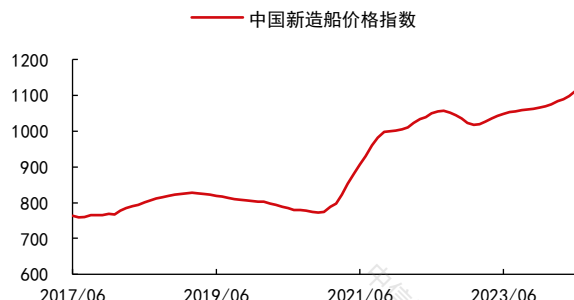
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表9：中国造船产能利用监测指数不断上升



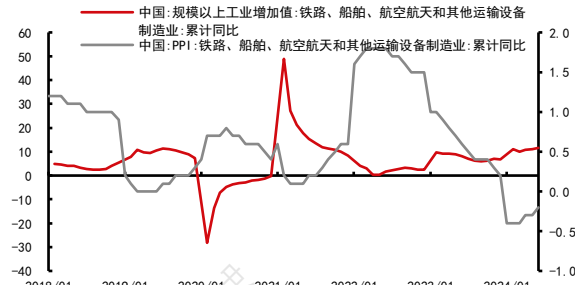
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表10：中国新船价格指数位于高位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表11：铁路船舶行业产量与价格



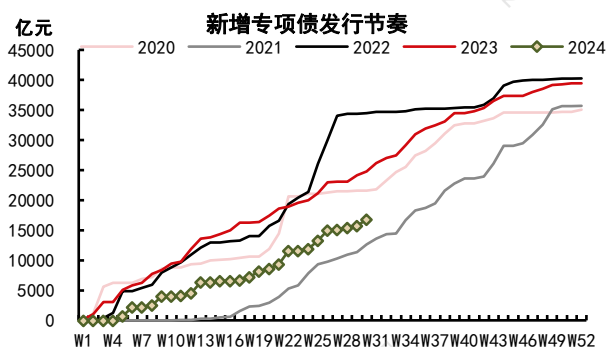
资料来源：Wind、中信期货研究所

同时从节奏上来看，预计资金将于下半年落地，给年内经济需求带来一定支撑。一方面，此资金来源为中央发行的超长期特别国债，在稳增长与防风险并重，且近期政策倾向防风险的背景下，由中央主导的扩财政资金的执行力与落地效果具备相对优势。今年以来，地方政府专项债的发行节奏在政策倾向防风险的背景

下显著放缓。在政策释放专项债即将加速的信号后，5月专项债发行有所加快，但在6月与7月时再度放缓，地方财政扩张需求保持定力，相对稳健。相比之下，由中央下达的资金的使用效率以及积极性相对较高。其中，上述表格的前1480亿元资金将由国家发展改革委牵头安排，执行力度相对较高，后1500亿元也将直接安排给地方，整体资金使用效率与质量相对较高。

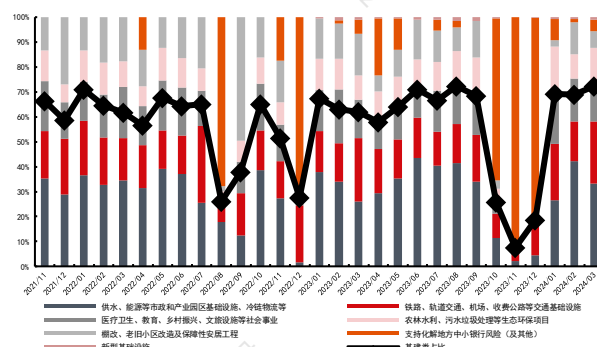
另一方面，文件中也明确了使用时间，过时效资金将采取回收处理，体现政策主要针对下半年的经济拉动。文件披露，若某地区用完中央下达资金额度，则超出部分由该地区通过地方资金支持，中央不再负担。截至2024年12月31日未用完的中央下达资金额度收回中央。预计该资金将对下半年经济带来较好支撑。

图表12：24年1-6月专项债发行约14935亿元，同比-38%



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表13：专项债资金投向情况



资料来源：Wind、中信期货研究所

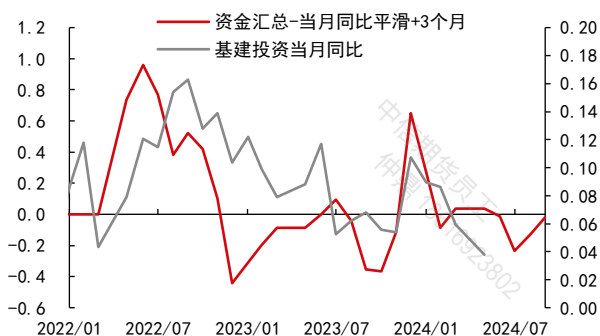
三、稳增长资金跟踪

从节奏来看，资金总量对后三个月的基建投资支撑力度有所减弱，而四季度或产生需求小高峰，托底内需。根据我们在《政策挖掘系列之三：稳增长资金来源梳理与跟踪》中对资金的跟踪方法，将能够落地至实体需求的资金，从总量、落地节奏、落地效果等角度进行详细分析再后续需求节奏进行展望。按照资金推算，资金总量对后三个月的基建投资支撑力度有所减弱，对于商品拉动或仅持平或略低于去年。而四季度随着专项债逐步完成年初的发行额度，以及超长期特别国债的落地和转换需求的效率提升，我们认为或在四季度产生需求小高峰，托底内需。

预计本次“稳增长”政策加码将于四季度得以体现。我们将中央、地方以及政策性银行、央行等资金加总后与去年同期进行对比后发现，7-9月的资金同比去年有所走弱，或给商品需求带来一些压力。不过根据国新办披露，万亿国债的项目于6月底全部动工，而其资金或在今年一季度时已经落地，因此部分万亿国

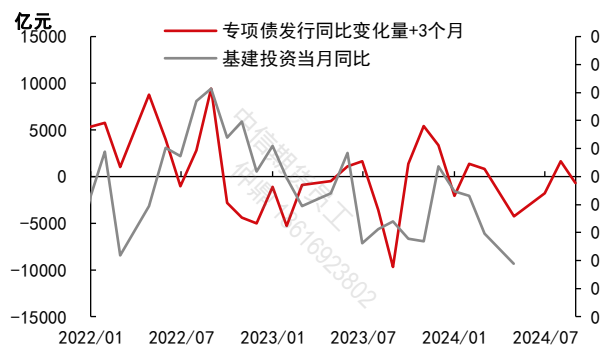
债滞后的需求或给三季度带来一些支撑，使得三季度相关需求维持弱稳。而四季度随着本次设备更新与以旧换新相关资金落地，以及在解读三中全会精神记者会中提到的积极的财政政策要更好发力见效，加快专项债发行使用进度的背景下，后续专项债发行有望加快进度，预计本次“稳增长”政策加码将于四季度得以体现。

图表14：资金领先基建投资约3个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表15：专项债当月同比变化量领先基建投资3个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>