



国信期货宏观金融团队

分析师：夏豪杰  
从业资格号：F0275768  
投资咨询号：Z0003021  
电话：0755-23510053  
邮箱：15051@guosen.com.cn

分析师助理：张俊峰  
从业资格号：F03115138  
电话：021-55007766-305163  
邮箱：15721@guosen.com.cn

分析师助理：朱铭晗  
从业资格号：F03111477  
电话：021-55007766-305167  
邮箱：15696@guosen.com.cn

#### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## ● 主要结论

春风拂面，大地回春。2024年一季度已经收官，当前正处在节后开门红、两会定目标后的重要节点，结合今年政府工作报告的工作部署、一季度经济基本面以及后期可能落地的政策，谈谈当前国内宏观经济的五热议。

**财政支出发力空间充足。**一季度财政政策暂未发力。从原因来看，一季度财政资金相对充裕，并且，近期湖南、辽宁等四地取消金交所，为进一步化解地方政府债务风险做准备。今年狭义赤字率为3.0%，并且广义财政支出规模较去年略有增加，因此，一季度财政暂未发力也为年内财政支出发力留足了空间，后期将对投资和商品销售起到支撑作用。

**货币供给助推物价上行。**人行节前降准节后降息，货币政策开展超预期操作，但仍属常规性货币政策。短期来看，政策效果显著。中长期来看，货币政策滞后性特征较为突出，M2助推物价水平上行的最大效果将在2024年8月左右显现。非常规货币政策方面，当前执行中国版QE可能性不高，主要是考虑到历史数据、海外央行政策转向、人民币国际化水平以及当前货币政策效果和时机。

**人民币汇率波动或略有加大。**近日，在岸美元兑人民币走贬至7.20上方，主要受美元指数和人行政策取向的影响。首先，发达经济体央行货币政策转向和预期变化，是左右美元指数以及人民币汇率的外部因素。其次，需权衡保出口还是保外商投资，短期内出口重要性或更突出，进而对弱势人民币有一定要求。在美联储降息信号再次明确之前的4月和5月，人民币汇率总体或仍然维持相对均衡，但是波动幅度较此前或有所加大。

**房地产市场或以政策微调为主。**3月22日国务院常务会议再次明确，“改革商品房相关基础性政策，着力构建房地产发展新模式”。近日，深圳和北京先后取消“7090”政策和“离婚限购”政策，显示出房地产政策持续微调。综合来看，房地产政策在当下持续微调、边际优化，或是最优解。

**新质生产力着眼于中长期发展。**当前，我国经济处于新常态，在经济规模较大、实际增速或逐年递减的背景下，原有经济动能已经不能满足中长期稳定增长的要求。从中长期来说，强调新质生产力的重要性是抓住了经济长期稳步增长的核心。如果没有坚实稳固的生产力发展作为基础，宏观经济政策或可能沦为“空中楼阁”。新质生产力的发展，指明了中国经济未来发展的正确方向。



春风拂面，大地回春。2024 年一季度已经收官，当前正处在节后开门红、两会定目标后的重要节点，结合今年政府工作报告的工作部署、一季度经济基本面以及后期可能落地的政策，谈谈当前国内宏观经济的五热议以及相关突出特征。

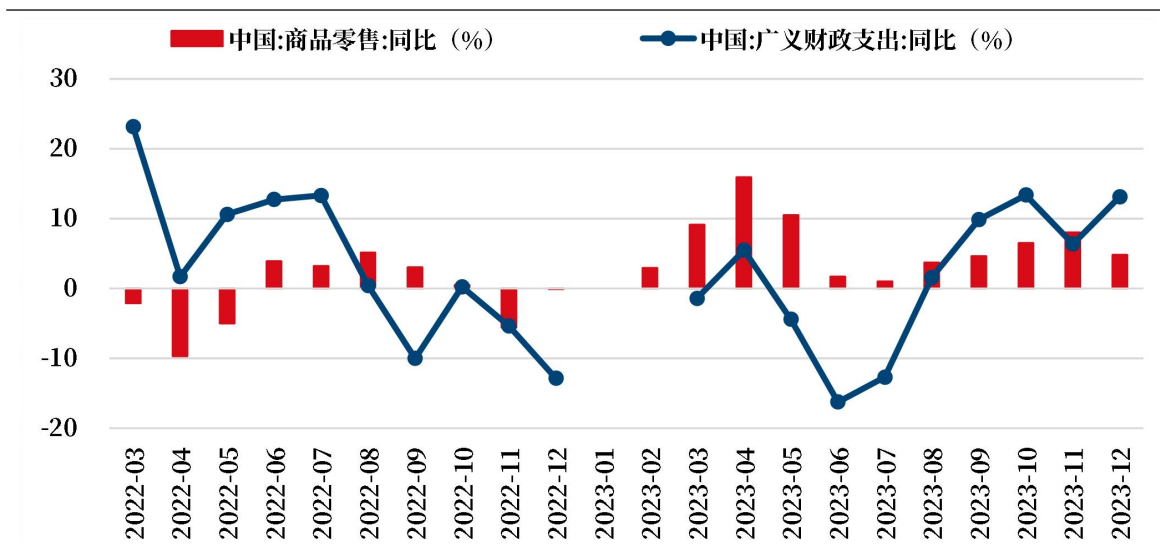
## 一、财政支出发力空间充足

一季度财政政策暂未发力。根据 wind，地方政府新增专项债方面，2024 年一季度发行 6341 亿元，2023 年一季度发行 13568 亿元。

财政暂未发力主要有两个原因。第一，一季度财政资金相对充裕。去年 10 月底增发一万亿元特别国债，根据国家发改委数据，大部分资金实际在今年使用。第二，为进一步化解地方政府债务风险做准备。近期，湖南、辽宁、重庆和西安四地的地方金融监管部门发布公告，取消各自辖区内金融资产交易所（简称“金交所”）业务资质。取消地方性金交所，有助于提高对非标债务的规范管理，是对地方政府隐性债务做到遏制增量、化解存量的重要前提。

财政政策也有两大作用。第一，财政支出支撑投资和消费。今年狭义赤字率为 3.0%，并且广义财政支出规模较去年略有增加，因此，一季度财政暂未发力也为年内财政支出发力留足了空间，后期财政支出将对投资和商品销售将起到支撑作用。第二，货币政策财政化无需忧虑，财政是货币正常投放渠道。2023 年二季度以来，由于货币政策的局限性以及市场主体预期不佳，“资金空转”“宽货币向宽信用转化不佳”等相关问题较为突出。人行由注重货币政策力度转向更加注重货币政策“有效性”，因此“货币政策财政化”的讨论热度不减。关注该问题的主要目的或担忧，实际上是要讨论“地方政府隐性债务风险”“中小金融机构风险”以及系统性金融风险。应该说，货币政策与财政政策同为两大重要的宏观经济政策，在具体政策操作过程中应相互协同、发挥合力；当然，根据国民经济阶段性情况，两者也可能形成一主一辅的政策操作，货币政策财政化和财政政策货币化可以根据情况相互转换，以上两种情形均是为了发挥政策的最大作用。由于财政政策可通过政府债券发行规模和节奏来调控政府部门的融资情况，进而通过商业银行够债、政府支出、企业收款，实现货币由商业银行向市场主体的“间接投放”过程，因此，财政支出实际上是货币供给的正常投放渠道。在当前我国政府部门杠杆率相对不高的情况下，系统性金融风险总体可控。

图 1：广义财政支出和商品零售



数据来源：wind 国信期货



## 二、货币供给助推物价上行

人行节前降准节后降息，货币政策开展超预期操作。从政策效果来看，短期内效果显著。金融机构新增人民币贷款方面，2024年1-2月累计新增6.37万亿元，较2023年同期少增3400亿元；其中，短期贷款少增1.13万亿元，长期贷款多增2040亿元；长期贷款的多增或受益于5年期以上LPR节后超预期降息。中长期来看，货币政策滞后性特征较为突出。根据广义货币供给与物价水平的历史数据，2023年2月M2为阶段性高点，同比增速为12.9%；将其后置18个月，M2助推物价水平上行的最大效果将在2024年8月左右显现。物价水平的上行，有助于恢复经济活力，改善市场主体预期，更重要的是降低实际利率水平。

中国版量化宽松（QE）可能性较小。近日，市场传言中国版QE可能启动，对此，我们认为可能性较低。主要基于以下六个理由。

第一，购买国债并非等同于QE，关键在购买量和债券类型。QE的核心是大量购买资产抵押证券和长期国债，从而可向私人部门迅速提供大量流动性，形成所谓的“大水漫灌”。人行通过公开市场业务调节基础货币供给，是常规货币政策操作，债券类型为短期债券。

第二，人行购买长期国债的情形较为罕见。人行理论上可通过二级市场购买国债，但是历史上几乎没有执行。其中例外的是，2007年为成立中投公司，财政部发行了1.55万亿元的特别国债；人行对该部分国债进行了回购，资产负债表中的政府债权在2007年增加了约1.4万亿元。近17年来，除部分国债到期，人行的政府债权基本维持不变，至2024年2月保持在1.52万亿元，占人行资产总额的3.4%。可以看出，人行在购买长期国债的情形较为罕见。

第三，当前并非执行QE的最佳时机。回顾2023年，国民经济在去年7月左右探底回升，人行8月降息9月降准。应该说，当时或是中国版QE的最佳时机。正如上文所讨论的那样，彼时如果执行中国版QE，会产生财政货币化的一种情形。关于今年需要发行的超长期特别国债，可通过降准、超额续作MLF等常规货币政策提高商业银行的够债能力。

第四，货币政策效果已经有所显现。2024年春节前降准节后降息，货币总量政策已经超预期操作，政策效果已经显现；1-2月中长期贷款有所新增，物价水平或将在8月左右出现较好恢复。

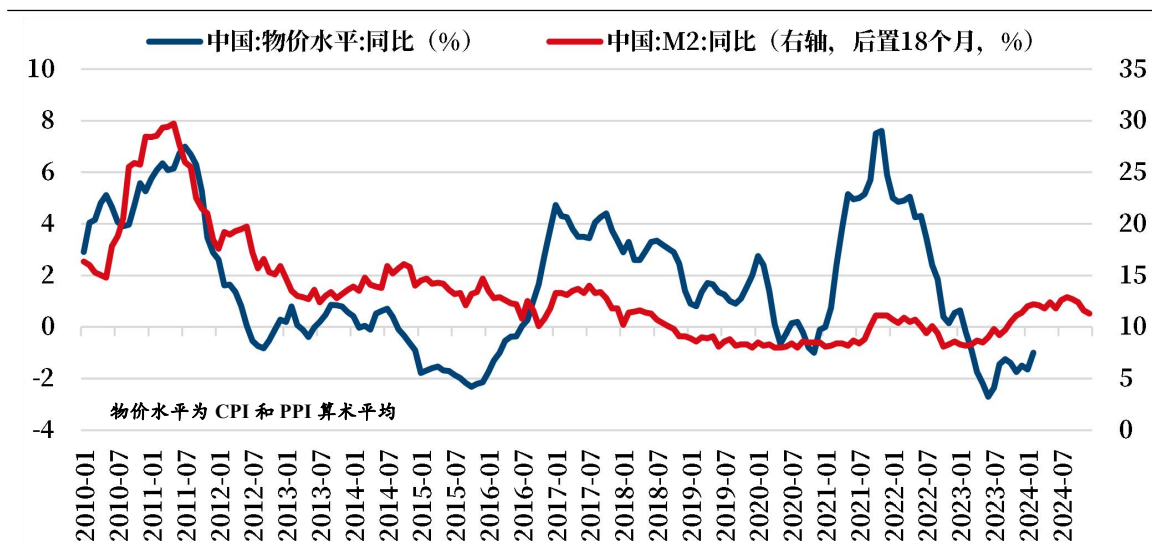
第五，海外央行货币政策转向。3月瑞士央行调降政策利率25个基点，成为近年来首个降息的主要发达经济体。随着美联储年内兑现降息，中美息差有望由近17年的高点回落，有利于人行降准降息等常规政策的操作，也有利于提高海外资金对中国市场的偏好。

第六，人民币国际化水平仍然不高。如果人行执行QE政策，形成“大水漫灌”，由于人民币国际化水平仍然不高，过量的货币供给将留在国内市场，短期可助推物价回升。但是，中长期来说，非常规的QE政策势必需要收紧（QT），进而回收流动性；届时，如果叠加国际能源价格波动，将对国内物价水平产生剧烈影响，将大幅扭曲资源配置，不利于经济的长期稳定发展。

因此，综合来看，虽然人行理论上可在二级市场购买国债，但是，实际操作中大量购买长期国债的可能性较低，当前执行中国版QE可能性不高。



图 2：货币供给和物价水平



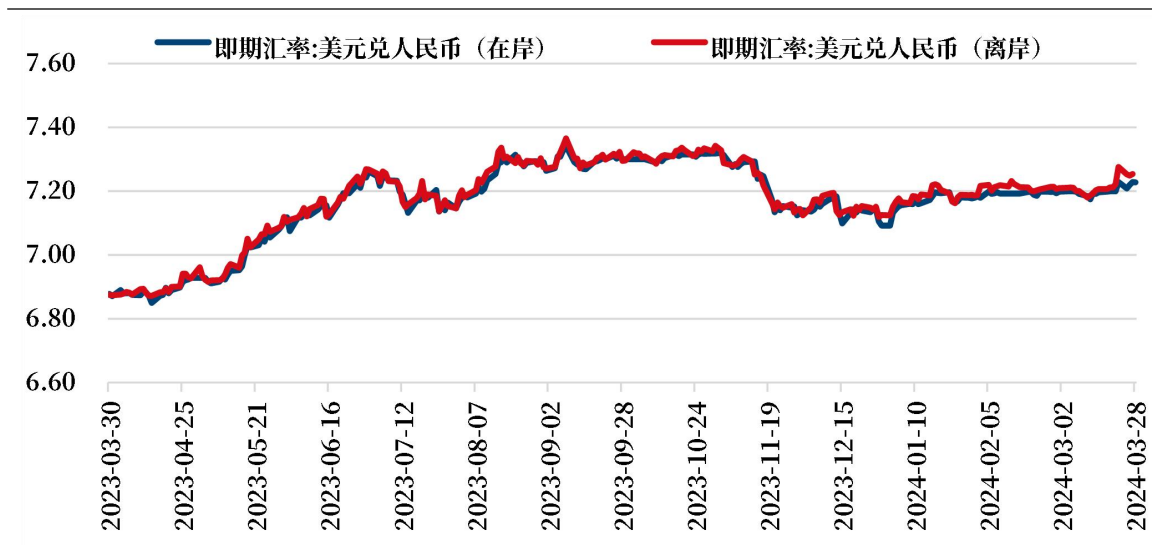
数据来源: wind 国信期货

### 三、人民币汇率波动或略有加大

近日，在岸美元兑人民币走贬至 7.20 上方，主要受美元指数和人行政策取向的影响。

第一，美元指数波动受美联储 3 月议息会议以及日本央行、瑞士央行等非美央行货币政策转向的影响。3 月美联储议息会议相对偏鸽，年内降息为大概率事件，目前降息时点在 6 月和 7 月之间相互胶着。日本央行虽然退出负利率，但是宽松货币政策的本质并未改变；瑞士央行成为近年来首个降息的发达经济体，间接带动美元指数走强。因此，短期内，发达经济体央行货币政策转向和预期变化，是左右美元指数以及人民币汇率的外部因素。

图 3：人民币汇率



数据来源: wind 国信期货

第二，从内部因素来看，内外均衡的汇率制度以及政策取向是基本前提。影响人民币汇率的两大内部





因素分别是，弱势人民币对出口的促进作用以及人民币贬值预期对外商投资的不利影响，即需权衡保出口还是保外商投资，短期内出口重要性或更突出。综合内外部因素，在美联储降息信号再次明确之前的4月和5月，人民币汇率总体或仍然维持相对均衡，但是波动幅度较此前或有所加大。

图4：外商直接投资

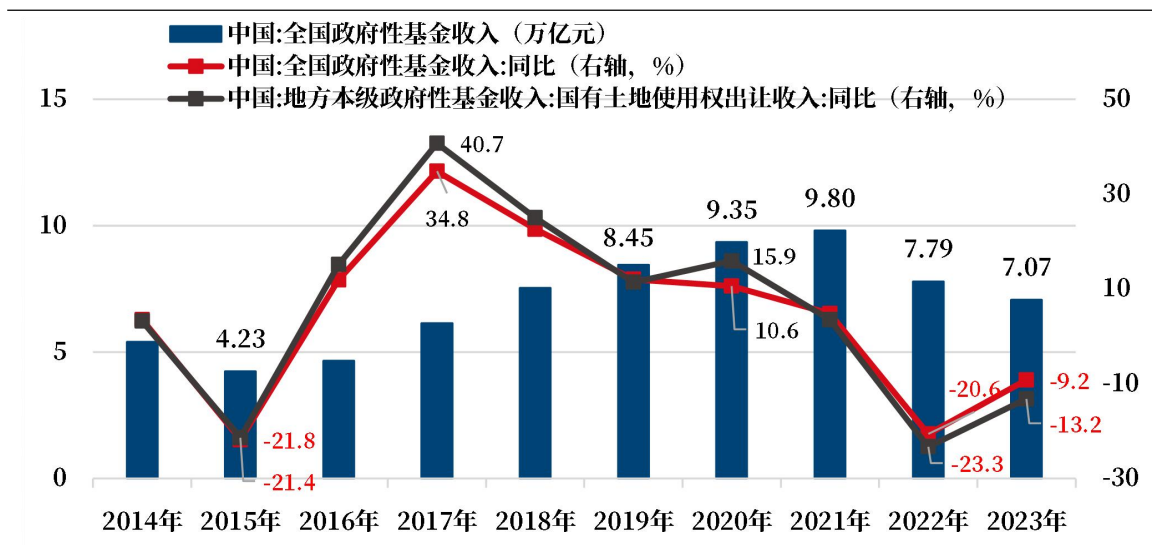


数据来源: wind 国信期货

#### 四、房地产市场或以政策微调为主

从现状来看，今年1-2月房地产市场整体表现不佳。具体来说，新开工、竣工、新房销售、资金到位等各项指标均不及预期。受此影响，以万科、碧桂园等为代表的头部房企出现到期债务偿还压力。从政策取向来看，3月22日国务院常务会议再次明确，“改革商品房相关基础性政策，着力构建房地产发展新模式”。关于基础性政策，2月初四大一线城市分别优化房地产限购政策；近日，深圳和北京先后取消“7090”政策和“离婚限购”政策，显示出房地产政策持续微调。

图5：全国政府性基金收入和土地出让收入



数据来源: wind 国信期货

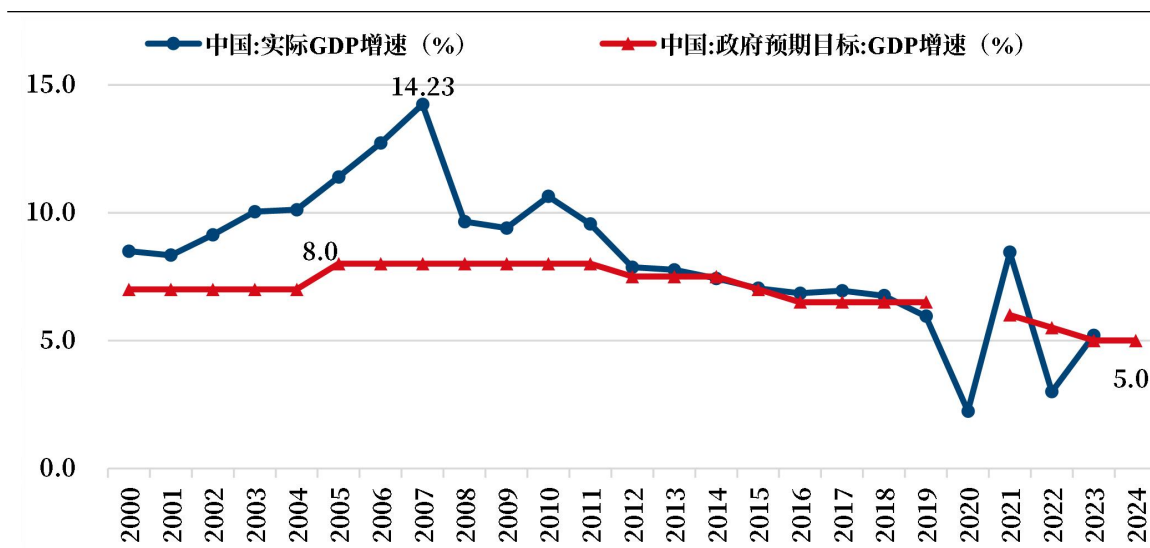


房地产政策持续微调或是最优解。关于政策微调的不利影响方面，政策仅有小幅调整，政策幅度无法达到市场预期，市场观望情绪浓厚，短期内对改善市场需求或无法起到较大的推动作用。关于政策微调的有利影响方面，房地产新模式是一个阶段性的探索过程，既然是探索便有试错的空间，因此，通过政策微调来观察市场反应和政策效果，坚持稳中求进工作总基调。以上房地产市场的现状和政策调整，主要取决于房地产市场在我国国民经济中的四大特征。第一，土地出让收入是地方政府收入的重要组成部分；第二，房地产市场风险和地方政府债务风险是当前我国经济三大风险之二；第三，房地产与居民财富、产业链上下游深度绑定；第四，单纯依靠房地产市场已经不能支撑我国经济长期稳定发展。因此，综合来看，房地产政策在当下持续微调、边际优化，或是最优解。

## 五、新质生产力着眼于中长期发展

当前我国经济处于新常态，在经济规模较大、实际增速或逐年递减的背景下，原有经济动能已经不能满足中长期稳定增长的要求。今年政府工作报告对于发展新质生产力以及现代产业体系提出了诸如低空经济等具体行业的发展要求，是发展新质生产力的重要落脚点和抓手。从中长期来说，强调新质生产力的重要性是抓住了经济长期稳步增长的核心。上文介绍的财政、货币、汇率以及房地产必然是中国经济的重要组成部分以及核心政策。但是，宏观经济或者说国民经济发展的基础，生产力的发展才是本质。如果没有坚实稳固的生产力发展作为基础，宏观经济政策或可能沦为“空中楼阁”。新质生产力的发展，指明了中国经济未来发展的正确方向。

图 6：中国实际 GDP 增速以及 GDP 政府预期目标



数据来源：wind 国信期货



#### 重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。