



2024 年二季度宏观展望 | 2024 年 3 月

往期精彩内容：

**2024 年年度展望：**

2024 年能否破除 2023 年经济困局？

**2024 年 3 月大类资产配置报告：**

利多因素逐步积累，重点关注两会

南华研究院  
金融衍生品研究中心-宏观组  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

曹扬慧：  
投资咨询证号：Z0000505

潘响：  
期货从业证号：F03107845

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 稳增长仍是主要基调

### 核心观点：

近期，我们观察到商品市场出现了一些新的变化。自 2 月以来，有色和黑色商品的价格走势逐渐出现分歧，可能是由于当前内外经济强弱不同的格局导致的。那么，外部经济的强势格局是否能够延续呢？总的来说，美国经济可能仍然具有较强的韧性，但存在消费走弱的风险。二季度可能经济整体韧性仍在，但随着超额储蓄逐步消耗，可能比第一季度稍显疲弱。其次，在第二季度，我们仍需关注以下两个方面：（1）美联储降息的节奏以及美国商业银行的风险。（2）日本央行持续加息并缩减资产负债表规模，可能会对全球金融市场的流动性产生收缩，并引发全球资产震荡的恐慌情绪。

回到国内，我们延续年报的观点，整体经济仍在缓慢复苏的趋势中，需要政策的发力。然而，我们也不能忽视当前国内经济的结构性特征。在 1-2 月份，消费、制造业生产投资和出口表现较强，而地产仍然是当前的主要拖累因素。在第二季度，消费可能仍然是最大的拉动因素，设备更新相关行业以及与汽车、家电、家装消费品相关的回收利用行业可能成为未来带动消费的重点领域。地产政策可能会进一步放松，但当前地产市场主要问题出现在需求端，居民的收入预期问题尚未解决，很难看到基本面的好转。1-2 月份财政支出增速较慢，主要是受到专项债发行进度缓慢的影响，预计第二季度财政政策将加速落地。未来的降息时机可能会在第二季度之后。

关于内部弱势格局是否会延续，我们重点关注的指标可能是通胀。如果第二季度消费仍然边际好转，在当前外部经济较强的情况下，可能会进一步推动物价指数的上升，形成正向反馈。

### 风险提示：

文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

# 目录

## 章节

<b>1. 内弱外强 .....</b>	<b>1</b>
1.1 商品走势出现分歧 .....	1
1.2 外强能否持续 .....	2
1.3 海外需关注的主要方面 .....	3
<b>2. 内弱格局是否延续.....</b>	<b>10</b>
2.1 消费二季度能否持续韧性 .....	10
2.2 出口二季度能否有所支撑 .....	14
2.3 地产二季度能否边际好转 .....	15
2.4 二季度政策如何变动 .....	18
<b>3. 大类资产配置展望.....</b>	<b>21</b>

## 目录

### 图表

图 1.1: 有色跟黑色的价格走势出现分歧.....	1
图 1.2: 美国、全球经济韧性相较于国内更强.....	2
图 1.3: 超额储蓄将消尽 (十亿美元) .....	2
图 1.4: 居民个人消费支出逐步下滑 (%) .....	2
图 1.5: 市场对美国降息节奏预期有所变化 .....	4
图 1.6: 关注美国商业银行的存款流动性压力.....	6
图 1.7: 未来政策利率保持在 0.0-0.1% 区间 .....	7
图 1.8: 核心 CPI 韧性仍强, PPI 同比也开始有转向趋势 .....	8
图 1.9: 日经指数创历史新高 .....	8
图 1.10: 日本央行历史加息进程 .....	9
表 2.1: 国内当前主要基调还是稳增长.....	10
图 2.1: 当前消费具有一定的韧性 (%) .....	11
图 2.2: 餐饮收入同比持续上涨, 商品零售业表现不弱 (%) .....	12
图 2.3: 汽车、通讯器材、地产后周期消费品均表现偏强 (%) .....	12
图 2.4: 2022 年设备更新改造有两项资金支持.....	13
图 2.5: 出口整体均表现较强 (%) .....	14
表 2.2: 美国、欧盟是拉动出口的主要动力 (%) .....	15
图 2.6: 美国、欧盟 PMI 指标有所上行 (%) .....	15
图 2.7: 地产销售数据远不及去年销售水平 .....	16
图 2.8: 去化周期持续攀升 .....	16
图 2.9: 挂牌量指数快速攀上 .....	17
图 2.10: 商品房价格相对于租金来说仍偏高 (%) .....	18

表 2.3：2024 年一般公共预算和政府性基金预算收支目标 .....	19
图 2.11：政府性基金预算增速偏低（%） .....	19
表 2.4：降息空间预计在 20BP 左右 .....	20

# 1. 内弱外强

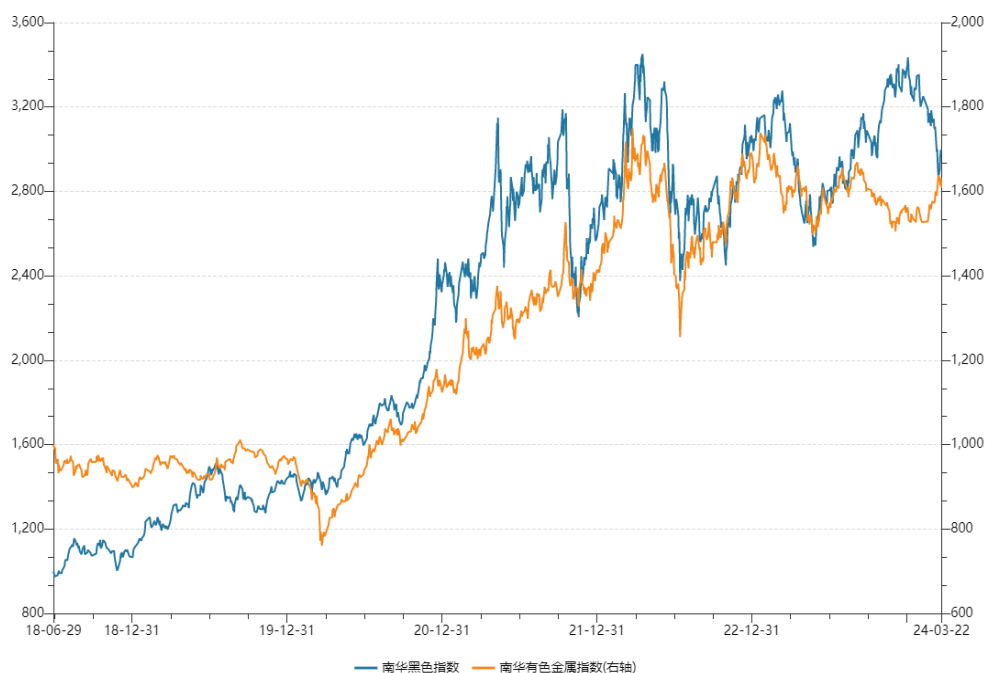
近期，我们注意到商品市场发生了一些新的变化。自2月以来，有色和黑色商品的价格走势逐渐出现分歧，可能是由于当前内弱外强的经济格局导致的。那么，外强的经济格局是否能够延续呢？总的来说，美国经济可能仍然具有较强的韧性，但存在消费走弱的风险。二季度可能经济整体韧性仍在，但随着超额储蓄逐步消耗，可能会比第一季度稍显疲弱。其次，在二季度我们仍需关注以下两个方面：（1）美联储降息的节奏差异以及美国商业银行的风险。（2）日本央行持续加息并缩减资产负债表规模，可能会对全球金融市场的流动性产生收缩，并引发全球资产震荡的恐慌情绪。

## 1.1 商品走势出现分歧

从2月以来，有色跟黑色的价格走势逐渐出现分歧，或许是因为当前内弱外强的格局导致这种分歧的发生。

近期，我们观察到商品市场发生了一些新的变化。从长周期的角度来看，一般来说，有色和黑色商品的价格走势基本同步，这是由于它们都受到经济增长和终端需求的影响。然而，从2月份开始，我们注意到这两类商品的价格逐渐出现分歧。这种分歧的主要原因可能是海外经济相对于国内更具韧性，导致有色和黑色商品的走势出现差异。根据花旗经济意外经济指数，自2024年1月以来，美国 and 全球经济相对于国内表现更为强劲。欧美制造业采购经理人指数数据也显示，海外经济在1月和2月逐步修复。这导致与海外需求密切相关的有色商品逐步上涨，尤其是铜的涨幅较快。然而，国内经济呈现出结构分化的特点，制造业相对较强，而建筑行业持续疲弱。这导致以地产链为主要需求的黑色商品持续疲弱。同时，地产链的前端表现较弱，螺纹钢的价格快速下滑。

图 1.1：有色跟黑色的价格走势出现分歧



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2: 美国、全球经济韧性相较于国内更强



资料来源: Wind 南华研究

## 1.2 外强能否持续

总的来说,美国经济可能仍然韧性较强,但存在消费走弱风险,二季度可能经济整体韧性仍在,但随着超额储蓄的逐步消耗,可能会比一季度稍弱。

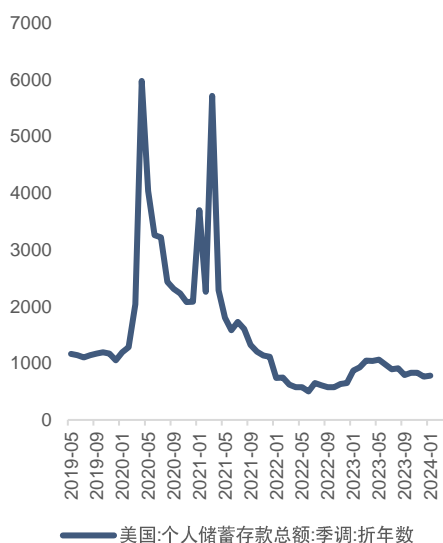
从前文中的资产价格表现可以看出,当前的国内外经济格局主要呈现出外强内弱的趋势。那么,这种外强内弱的格局在二季度是否会持续下去,还是会有所收敛呢?首先,让我们来看一下美国经济的情况:

根据美国的零售数据,可以看出2月份美国零售环比反弹至0.6%,低于预期的0.8%。消费虽然有所回暖,但低于预期。同时,美国的核心零售数据也显示走弱,这可能是由于去年圣诞节期间的先买后付导致消费能力透支。然而,与此同时,美国PPI和初次申请失业金数据显示美国的通胀韧性仍然较强。总体来看,美国经济目前仍然具有一定的韧性,但消费数据显示美国经济可能进入了降温通道。

考虑到美国居民的超额储蓄即将耗尽。超额储蓄对于美国居民收入的支撑是维持美国经济持续韧性的主要因素之一。在2020年和2021年,美国的超额储蓄迅速增加,创造了超额的消费需求。然而,随着超额储蓄的逐步消耗,这种支撑将逐渐减弱。其次,从居民的支付能力来看,目前信用卡拖欠率正在逐步上升,并开始超过疫情前的水平。同时,居民个人消费支出也在逐步下降,尽管增速仍高于疫情之前的水平。随着超额储蓄的耗尽,居民的消费增速可能会继续放缓,甚至回到疫情之前的水平。

图 1.3: 超额储蓄将消尽 (十亿美元)

图 1.4: 居民个人消费支出逐步下滑 (%)



数据来源: Wind 南华研究



数据来源: Wind 南华研究

总体来看,美国经济可能仍然具有较强的韧性,但存在消费走弱的风险。在第二季度,经济整体的韧性可能仍然存在,但随着超额储蓄的逐步消耗,可能会比第一季度稍显疲弱。

### 1.3 海外需关注的主要方面

#### 1、美联储降息节奏预期差

从当前的美国经济数据和美联储官员的发言来看,美国经济呈现出“通胀波动下行”和“经济表现高度韧性”的特征。同时,美联储也认为当前货币政策位于相对偏紧的区间,暗示其内心渴望降息。然而,当前的通胀前景仍不明朗,美联储在降息节奏上面临两大难题:过早降息可能引发通胀的意外反弹,而过晚降息可能导致商业银行风险进一步加剧,甚至引发经济危机。近期的数据似乎难以证明后者的可能性更高,因此,美联储可能仍需保持耐心。

那么,未来的降息节奏将如何发展呢?触发美联储降息的两大诱因主要是基本面下行和突发风险。在应对增长下行时,美联储可能采取较为温和的“缓慢型”降息策略。而在应对突发风险时,可能会采取更为迅速的“骤降型”降息策略。降息节奏的差异也会对我国的政策节奏和经济产生一定的影响。去年12月,市场预期今年3月开始降息,并预计今年共降息6次。然而,2月份市场对降息节奏的预期发生了变化,预计6月开始降息,共降息4次不到。而在3月份,降息节奏的预期又有所变化,预计可能在6月开始降息,今年共降息3次左右。

我们在二季度仍需关注以下两个方面:(1)美联储降息节奏差以及美国商业银行风险。(2)日本央行持续加息并缩减资产负债表规模,可能会对全球金融市场的流动性产生收缩,并引发全球资产震荡的恐慌情绪。



图 1.5：市场对美国降息节奏预期有所变化





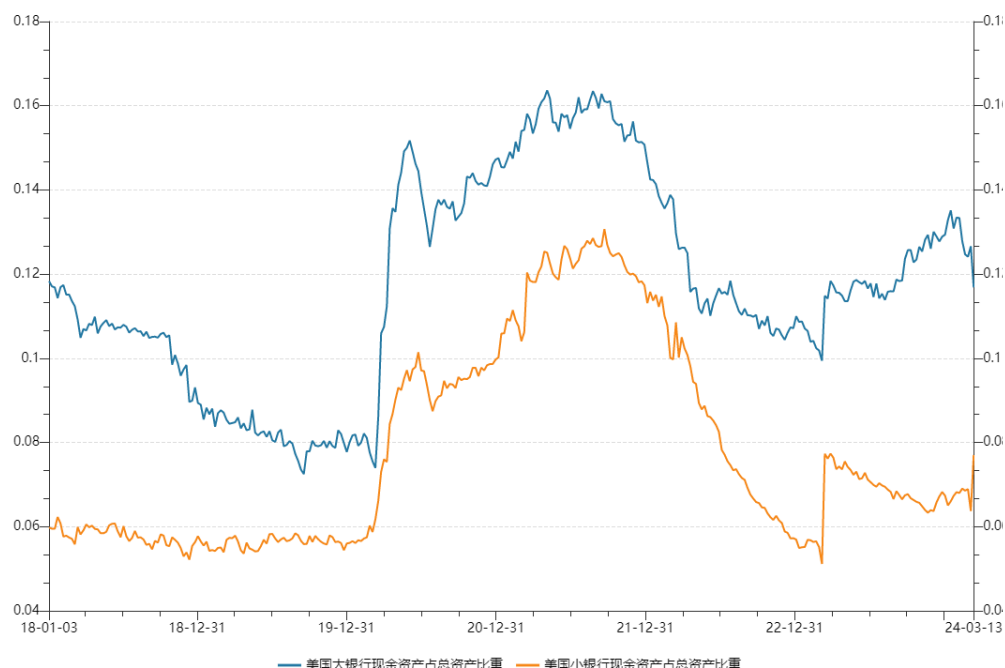


这种降息节奏差就是我们二季度需要重点关注的内容，市场在去年12月预期今年的降息节奏较快、幅度较大，但一季度开始修正了这种预期。这种修正将会对国内的货币政策节奏产生影响。目前来看，美国经济整体表现出高度的韧性，并未出现重大风险的迹象，因此未来可能主要采取的是较为温和的“缓慢型”降息策略。原本预期今年中美利差可能会大幅收敛，但“缓慢型”降息可能会使得今年中美利差的收敛幅度减小。外部压力仍然存在，这对国内的货币政策、汇率以及风险资产都可能产生一定的不利影响。

因此，在二季度我们仍需要关注美国商业银行的风险。如果未来美国商业银行出现一定的风险，那么美联储的降息节奏可能会发生变化。不排除提前开启降息并采取“骤降型”降息策略。其中，降息节奏的预期差异是我们需要重点关注的内容。

总体来看，美国银行业面临着三大风险。首先是负债侧存款的流动性风险。自美联储开始加息以来，货币基金与银行存款利差扩大，导致存款流向货币市场基金。同时，随着美国超额储蓄的不断消耗，美国中小银行的存款也在持续流出。从美国银行现金资产占总资产的比重来看，美国小银行的存款流失率持续下降，而近期美国大银行的存款流失率也开始出现快速下降的趋势。因此，未来需要持续关注美国商业银行的存款流动性压力。

图 1.6：关注美国商业银行的存款流动性压力



资料来源：Wind、南华研究

第二个风险是资产侧长久期资产的利率风险。由于美国银行在转型过程中增加了利率风险的敞口，并且在应对利率风险方面准备不足，导致本次美联储激进加息所带来的可供出售和持有至到期资产的浮亏大幅超过以往水平。银行资产的久期也在逐步拉长。美联储保持高利率的时间越长，银行体系的利率风险就越高。根据美国国家经济研究局的研究，以全行业平均久期为4.6年计算，每次美联储加息1%，就会导致银行业的浮亏占总资产比重提高4.5%，未实现亏损提高约1.1万亿美元。因此，未来需要持续关注美国银行资产的利率风险。

第三个风险是商业地产贷款的信用风险。自美联储开始加息以来，美国写字楼商业地产面临着空置率上升、净吸收率降低、库存过高等风险。商业地产价格对利率的敏感性较强，而持续高利率使得商业地产的价值持续偏低，进而增加了商业银行的风险。在二季度，我们需要持续关注美国商业地产价格的情况。

## 2、日本货币政策

根据日本于3月15日公布的2024年“春斗”初步结果，日本最大工会Rengo争取到的年度工资涨幅达到5.28%，高于前一年的3.8%，创下了30年来的最大涨幅。这一工资涨幅超出了市场预期的4.5%-5.0%水平，直接影响了日本央行的货币政策。在3月的议息会议上，日本央行宣布开启“货币政策正常化”，退出了负利率政策、结束了YCC政策，并停止购买ETF。在议息会议之前，日本央行已经与市场进行了充分的沟通，本次会议决议的调整内容也完全符合市场的预期。尽管本次会议决议宣布了货币政策的收紧，但仍保留了临时购债和固定利率购债等政策工具，并强调在长期利率快速上升时，可以灵活操作以遏制利率的大幅波动。日本央行宣布退出负利率政策，将政策利率对标无担保隔夜利率，今后促使其保持在0.0-0.1%的区间，

相当于加息10个基点，幅度较小，加息的实际影响相对有限。

图 1.7：未来政策利率保持在 0.0-0.1% 区间

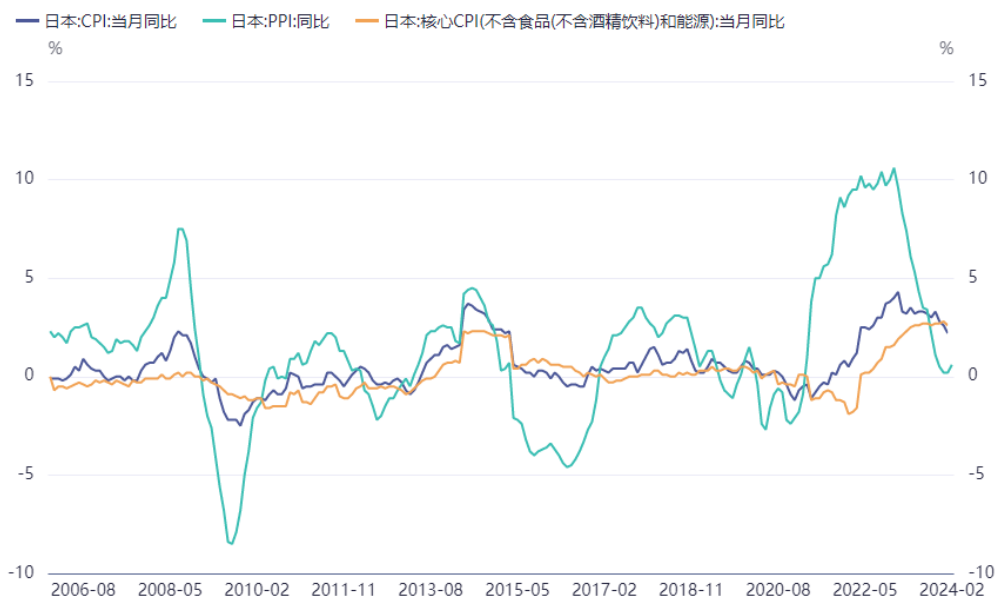


资料来源：Wind、南华研究

从财政政策的角度来看，日本央行计划未来每个月购债量为6万亿日元，基本与今年1、2月持平。整体来看，日本虽然退出了负利率时代，但本次货币政策加息幅度有限，同时，目前看并未有“缩表”倾向，因此，本次政策整体对市场的影响不大。

未来我们需要持续关注日本的物价指数。偏强的薪资增速意味着日本未来现金收入增幅有所提升，同时，日本股市创下历史新高，权益资产所带来的财富效应也会在一定程度上支撑消费。目前，日本的核心CPI仍然表现出韧性，而PPI同比数据也开始出现转向的趋势。

图 1.8: 核心 CPI 韧性仍强, PPI 同比也开始有转向趋势



资料来源: Wind、南华研究

图 1.9: 日经指数创历史新高



资料来源: Wind、南华研究

如果未来美国经济保持韧性, 日本通胀率上涨至2.5%-3.5%的区间, 日本央行可能会持续加息并采取“缩表”政策。然而, 从日本央行加息幅度以及政策谨慎态度来看, 即使持续加息, 日本央行加息幅度也较为有限。根据历史上日本央行的加息进程来看, 一般情况下, 日本央行会在美联储最后一次加息之后才开始加息。在2000年, 日本央行加息了25个基点, 将利率提高至0.25%; 在2006-2007年, 日本央行进行了两次加息, 每次加息25个基点, 最终将利率提高至0.5%。因此, 如果通胀持续保持韧性, 最终的利率可能会在0.5%左右。

图 1.10: 日本央行历史加息进程



资料来源：Wind、南华研究

如果日本央行持续加息并缩减资产负债表规模，可能会对全球金融市场的流动性产生收缩，并引发全球资产震荡的恐慌情绪。（1）收缩全球金融市场的流动性：日元是主要的套息货币，资金需求方可以通过以低利率借入日元资金，然后投资海外市场。日本央行持续负利率为全球流动性提供了宽松条件。然而，当日本央行开始加息时，全球流动性可能会在一定程度上收紧。同时，如果日本央行停止资产负债表扩张，而其他主要国家央行大多处于紧缩周期中，这将增加这些国家的流动性压力。然而，从日本央行加息的节奏和幅度来看，对流动性的收缩影响相对有限。（2）易产生恐慌情绪引发全球资产震荡：除了实际的流动性影响外，我们也不能忽视超出市场预期的政策所带来的恐慌情绪。如果日本央行与市场不能充分沟通，导致市场预期与实际政策节奏不一致，这可能引发市场的恐慌情绪。当恐慌情绪开始扩大蔓延时，可能会引发全球资产的震荡。

总体而言，与全球其他国家高利率相比，日本的政策利率存在明显差距，因此对全球的影响相对有限。未来仍需关注美联储的货币政策。然而，我们也需要警惕市场对政策节奏预期与实际节奏之间的差异。

## 2. 内弱格局是否延续

将视角转回国内，我们延续年报的观点：整体经济仍在缓慢复苏的趋势中，需要政策端的发力来提振经济。尽管1-2月的经济数据受到春节和季节性因素的干扰，但从PMI数据来看，制造业仍处于下行趋势，整体位于收缩区域。虽然与海外相比，国内经济可能相对较弱，但我们也不能忽视当前国内经济的结构性特征。在1-2月份，消费、制造业生产投资和出口表现较为强劲，而地产仍然是当前的主要拖累因素。

表 2.1：国内当前主要基调还是稳增长

	单位：%	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02
经济增长	实际GDP同比	当季同比	5.20	5.20	4.60	4.60	4.30	4.50	3.70	4.30	3.50	5.60	4.50	18.77
	工业增加值	当月同比	-12.70	26.30	6.60	6.60	4.60	4.50	3.70	4.40	3.50	5.60	4.50	18.77
	出口	当月同比	5.60	8.20	2.23	0.71	-6.61	-6.83	-8.54	-14.24	-12.36	-7.55	7.13	10.86
	进口	当月同比	-8.20	15.40	0.15	-0.66	2.98	-6.27	-7.19	-12.11	-7.01	-5.25	-8.79	-1.99
	固定资产投资	当月同比	4.20		3.00	2.90	2.90	3.10	3.20	3.40	3.80	4.00	4.70	5.10
	制造业投资	当月同比	9.40		6.50	6.30	6.20	6.20	5.90	6.00	6.00	6.40	7.00	8.10
	房地产投资	当月同比	-9.00		-9.60	-9.40	-9.30	-9.10	-8.80	-8.50	-7.90	-7.20	-6.20	-5.80
	基建投资	当月同比	8.95		8.24	7.96	8.27	8.64	8.96	9.41	10.15	9.53	9.80	10.82
	社零	当月同比	5.50		7.40	10.10	7.60	5.50	4.60	2.50	3.10	12.70	18.40	10.60
	社零-商品零售	当月同比	4.60		4.80	8.00	6.50	4.60	3.70	1.00	1.70	10.50	15.90	9.10
就业	社零-餐饮收入	当月同比	12.50		30.00	25.80	17.10	13.80	12.40	15.80	16.10	35.10	43.80	26.30
	城镇调查失业率	当月值	5.30	5.20	5.10	5.00	5.00	5.00	5.20	5.30	5.20	5.20	5.30	5.60
	31个大城市城镇	当月值	5.10	4.90	5.00	5.00	5.00	5.20	5.30	5.40	5.50	5.50	5.50	5.70
通胀	CPI	当月同比	0.70	-0.80	-0.30	-0.50	-0.20		0.10	-0.30		0.20	0.10	0.70
	核心CPI	当月同比	1.20	0.40	0.60	0.60	0.60	0.80	0.80	0.40	0.60	0.70	0.70	0.60
	PPI	当月同比	-2.70	-2.50	-2.70	-3.00	-2.60	-2.50	-3.00	-4.40	-5.40	-4.60	-3.60	-2.50
内外平衡	美元兑人民币	平均汇率	7.11	7.11	7.10	7.15	7.18	7.18	7.17	7.16	7.15	6.99	6.89	6.90
	社会融资规模	存量同比	9.00	9.50	9.50	9.40	9.30	9.00	9.00	8.90	9.00	9.50	10.00	10.00
信贷	M2	当月同比	8.70	8.70	9.70	10.00	10.30	10.30	10.60	10.70	11.30	11.60	12.40	12.70
	百城住宅价格指数	当月环比	0.14	0.15	0.10	0.05	0.07	0.05	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.02	0.02
	金融稳定	上证综合指数	3,015.17	2,788.55	2,974.94	3,029.67	3,018.77	3,110.48	3,119.88	3,291.04	3,202.06	3,204.56	3,323.26	3,272.86

资料来源：Wind 南华研究

那么，二季度国内消费、出口、地产、政策如何变动？（1）消费：消费可能仍然是最大的拉动因素。二季度可能会重点关注设备更新相关行业以及与汽车、家电、家装消费品以及回收循环利用相关的行业。这些领域可能成为未来推动消费增长的重点。（2）出口：如果美国和欧盟经济在二季度继续好转，那么出口可能仍然对国内出口相关行业和原材料产业有一定的拉动作用。这可能会对二季度的PPI、CPI数据产生积极影响。（3）地产：未来地产政策可能会进一步放松，但当前地产市场主要问题出现在需求端。居民的收入预期问题难以解决，很难看到基本面出现好转。（4）政策：1-2月份财政支出增速偏慢，主要是由于专项债发行进度较慢所致。预计二季度财政政策将加速落地。未来的降息时点可能在第二季度之后。

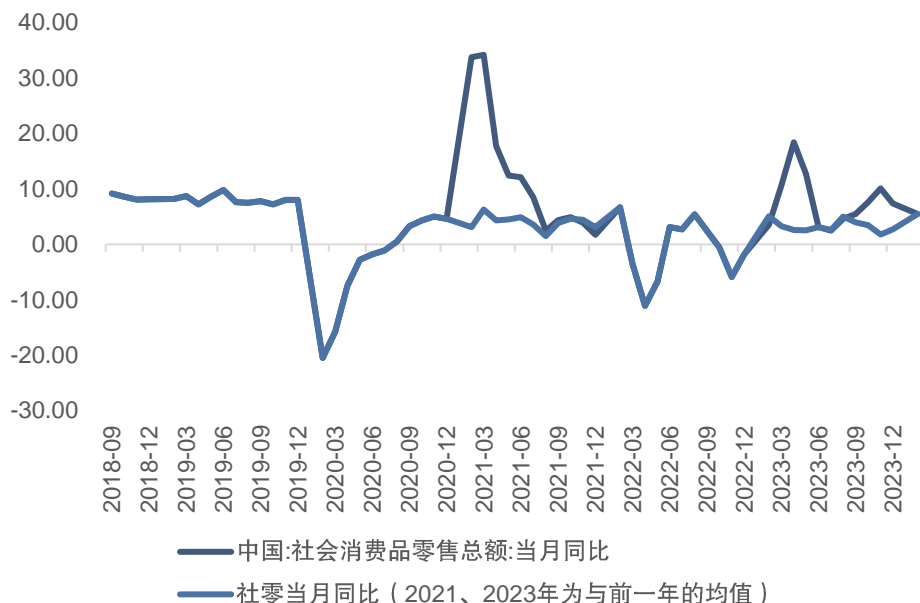
关于内弱的格局是否延续，我们重点关注的指标可能是通胀。如果二季度消费仍边际好转，这可能会进一步推动通胀上行。在当前海外经济相对较强的情况下，上游工业品价格上涨，对中下游产业的传导以及终端需求的拉动，进一步推动物价指数上行。通胀上行可以带动实际利率下行，降低社会实际融资成本，从而形成正向反馈，进一步扩大内需，推动经济形成正向循环。

### 2.1 消费二季度能否持续韧性

通过观察社零数据，我们可以发现，尽管从当月同比来看，社零可能呈下行趋势，但如果我们考虑到2022年底疫情放开所带来的二阳因素的干扰，通过计算2023年社零数据与2022年社零数据的两年均值，我们可以看到消费可能并不那么糟糕，整体呈现上行的趋势。这也在一定程度上显示了当前消费具有一定的韧性。

今年消费可能仍是最大的拉动项，二季度设备更新相关行业以及以旧换新所涉及到的汽车、家电、家装消费品以及与此相关的回收循环利用相关行业都可能是未来带动消费的重点领域。

图 2.1：当前消费具有一定的韧性（%）

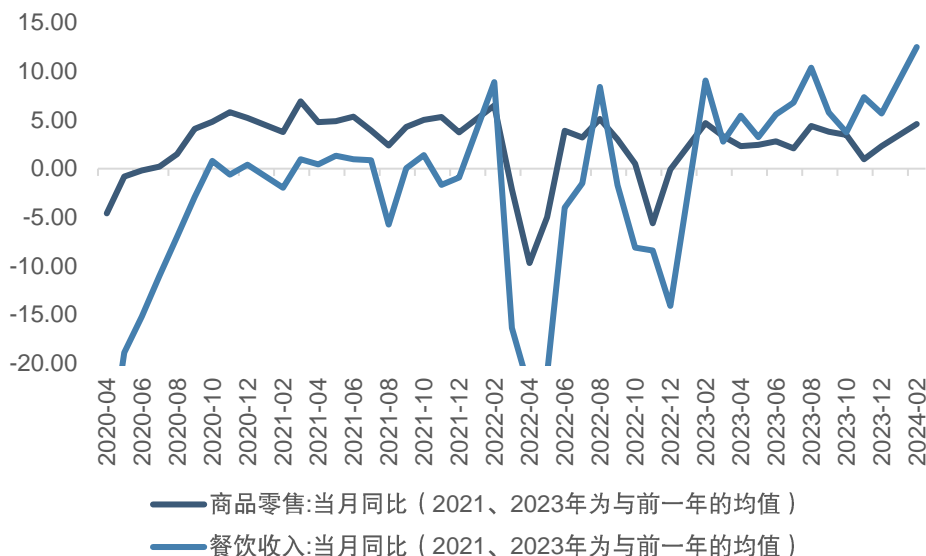


资料来源：Wind 南华研究

具体来看餐饮和零售的当月同比数据，受春节假期因素的影响，餐饮收入持续上涨，而商品零售业表现也不弱。餐饮收入主要受假期因素影响较大，总体来看，二季度假期较多，因此餐饮收入在二季度可能仍然表现不弱。而商品零售虽然不及餐饮收入，但仍然具有一定的韧性。具体来看，将商品零售按品类拆分，可以发现，1、2月份必需消费品持续表现强劲，尤其是春节假期带动了烟酒类的快速增长。而在可选消费品方面，汽车、通讯器材和地产后周期消费品表现较为强劲。受汽车价格战的影响，汽车消费在1、2月份快速增长，如果汽车价格战在二季度持续下去，汽车消费可能会持续偏强。地产后周期消费有所改善可能是由前期竣工端引起的滞后消费，从当前竣工端的表现来看，地产后周期消费可能会好于整体竣工端表现，但很难成为未来消费的主要拉动因素，未来地产后周期消费动力可能会逐渐减弱。

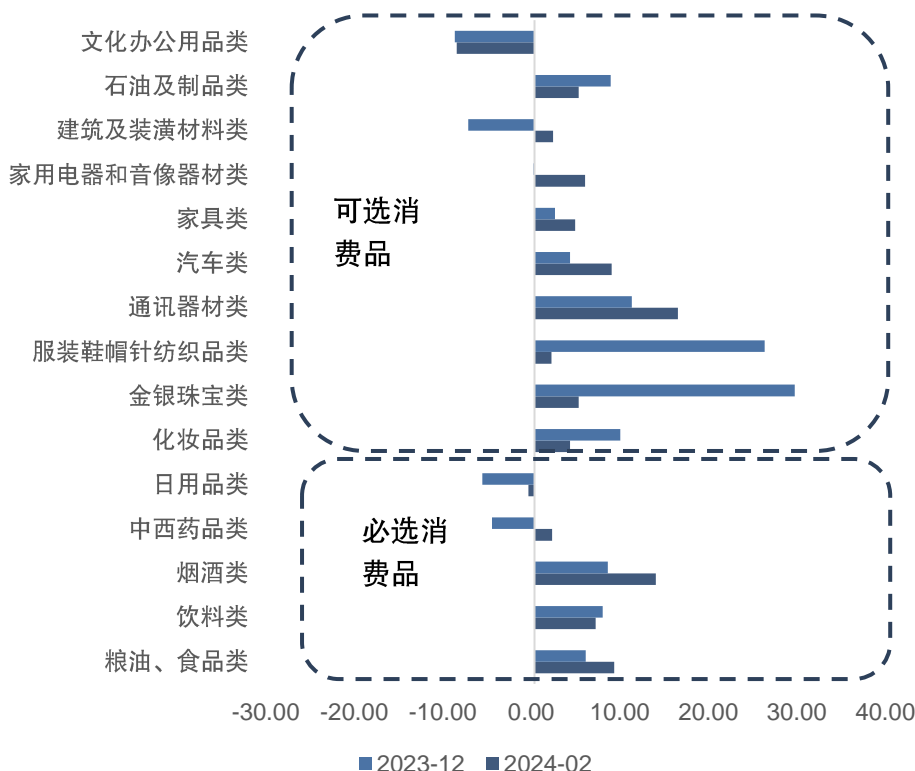


图 2.2: 餐饮收入同比持续上涨, 商品零售业表现不弱 (%)



资料来源: Wind 南华研究

图 2.3: 汽车、通讯器材、地产后周期消费品均表现偏强 (%)



资料来源: Wind 南华研究

二季度商品消费的重点除了汽车, 可能更多的惊喜在设备更新改造、家电以旧换新领域。那么应该观察哪些领域, 以及如何关注政策力度呢?

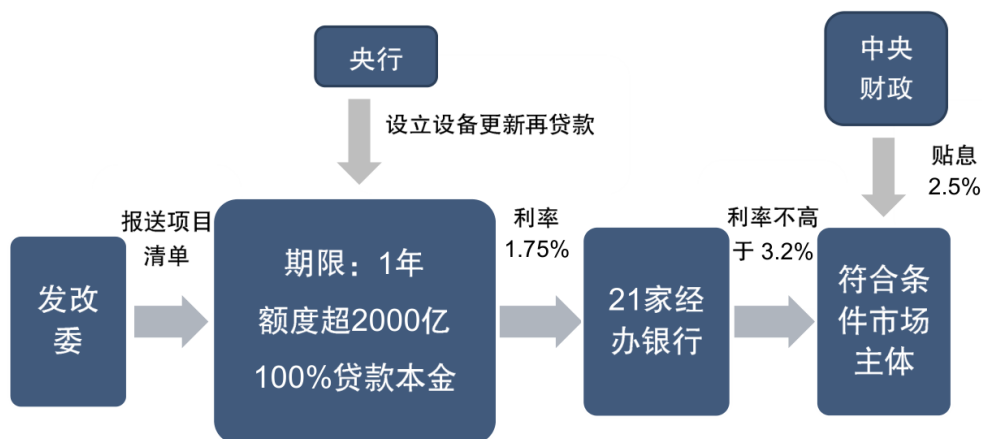
习总书记在中央财经委员会第四次会议上提出要“鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品以旧换新”。在两会中也提出，要“积极扩大有效投资”“推动生产设备、服务设备更新和技术改造”。同时，3月13日国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，指出了设备更新、以旧换新的具体方向，以及资金来源。那么接下来我们具体来回答两个问题，重点推动哪些行业？钱从哪来？

## 1、设备更新：

（1）重点推动的行业：从印发的行动方案可以看出设备更新主要聚焦以下四个领域：“聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻纺、电子等重点行业”、“建筑和市政基础设施领域设备更新”、“建筑和市政基础设施领域设备更新”、“教育文旅医疗设备水平”。

（2）资金来源：本次资金来源分为财政政策以及货币政策的支持。从财政支持来看，主要是“把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围”、“加大对节能节水、环境保护、安全生产专用设备税收优惠支持力度，”通过中央预算资金支持以及税收优惠对设备更新进行支持，具体支持力度可能还需关注后期的政策出台。从货币政策支持来看，主要是“运用再贷款政策工具，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持；中央财政对符合再贷款报销条件的银行贷款给予一定贴息支持。”根据2022年设备更新改造支持力度，企业贷款的利率不高于0.7%，或许今年支持力度及运行流程与2022年相似。

图 2.4：2022 年设备更新改造有两项资金支持



资料来源：中国政府网、国家发改委 南华研究

## 2、以旧换新：

（1）重点推动的行业：以旧换新消费品主要聚焦于“开展汽车以旧换新”、“开展家电产品以旧换新”、“推动家装消费品换新”。在推动以旧换新消费的同时，还聚焦于回收循环利用，可能会带动危废行业、二手商品流通交易、废旧设备线上交易平台等行业的发展。

（2）资金来源：以旧换新方面也主要依靠财政政策以及货币政策的支持。从财政

支持来看，“坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新，通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新；鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新”、“配合再生资源回收企业增值税简易征收政策，研究完善所得税征管配套措施，优化税收征管标准和方式”，主要也是通过中央、地方财政支持以及税收优惠。参考2009年家电以旧换新补贴资金主要由中央承担80%，省市财政承担20%。从货币政策支持来看，主要是“加强对绿色智能家电生产、服务和消费的金融支持”，或许未来会进一步扩大消费贷款等金融支持工具。

总而言之，今年消费可能仍是最大的拉动项，从以上的政策梳理来看，二季度设备更新相关行业以及以旧换新所涉及到的汽车、家电、家装消费品以及与此相关的回收利用相关行业都可能是未来带动消费的重点领域。

## 2.2 出口二季度能否有所支撑

若二季度美国、欧盟经济仍持续好转，那么二季度出口可能仍会对国内出口相关行业及原材料有一定拉动作用，这或许也会利好二季度PPI数据，带动PPI、CPI上行。

从1、2月出口数据来看，1月出口累计同比8.2%，2月累计同比7.1%，出口整体均表现较强。从基数来看，本次出口数据基数效应也存在一定干扰，导致1、2月出口数据较高，但仍不可否认的是全球复苏对国内需求的拉动效果。

图 2.5：出口整体均表现较强（%）



资料来源：Wind 南华研究

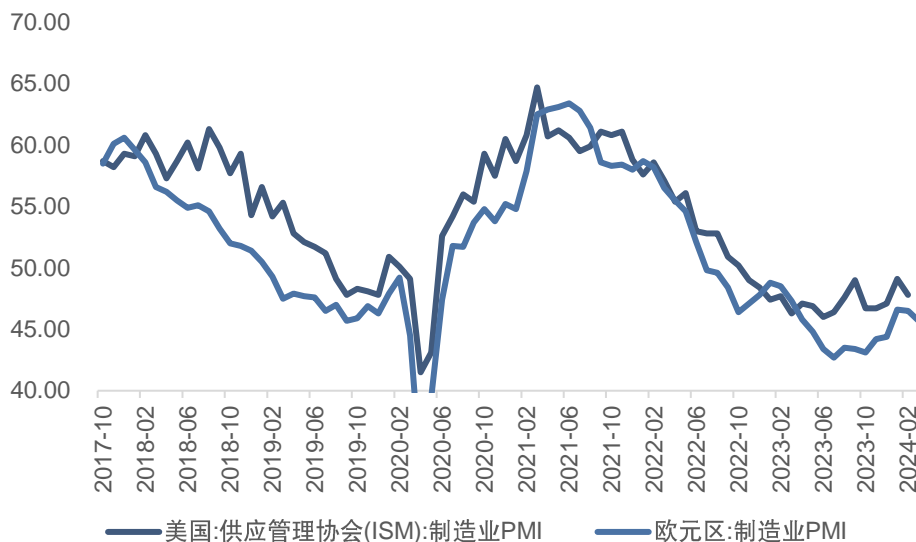
从中国对其他主要国家及地区出口金额累计同比来看，俄罗斯、东盟和美国是出口增速较高的三个国家。而从出口金额累计同比变化值来看，美国和欧盟是拉动出口的主要动力。考虑到美国和欧盟在我国出口金额中所占比例较高，因此根据数据来看，1、2月份的出口主要受到美国和欧盟的拉动。此外，从美国和欧盟的PMI数据来看，当前美国和欧盟的经济活动有所上升，表明美国和欧洲经济可能没有市场所想象的那么糟糕，经济具备一定的韧性，从而推动了出口的增长。

表 2.2: 美国、欧盟是拉动出口的主要动力 (%)

时间	主要国家及地区出口金额累计同比								
	美国	欧盟	东盟	日本	韩国	中国香港	中国台湾	澳大利亚	俄罗斯
2024-02	5.00	-1.30	6.00	-9.70	-9.90	16.40	4.40	-7.50	12.50
2024-01	-1.80	-6.30	18.20	0.40	0.10	48.50	28.80	-12.40	15.00
2023-12	-13.10	-10.20	-5.00	-8.40	-7.20	-6.30	-16.00	-5.30	46.90
2023-11	-13.80	-11.00	-5.50	-8.60	-7.80	-7.10	-17.10	-4.80	50.20
2023-10	-15.40	-10.60	-5.30	-8.60	-8.20	-8.00	-19.00	-4.20	52.20
2023-09	-16.40	-10.60	-4.80	-8.30	-7.50	-8.70	-20.50	-5.50	56.90
2023-08	-17.40	-10.50	-3.70	-8.60	-7.80	-8.90	-22.40	-3.70	63.20
2023-07	-18.60	-8.90	-2.00	-6.80	-6.40	-9.40	-24.50	-2.60	73.40
2023-06	-17.90	-6.60	1.50	-4.70	-4.60	-9.80	-24.70	0.70	78.10
2023-05	-15.10	-4.90	8.10	-2.10	-0.50	-8.40	-23.20	7.20	75.60
2023-04	-14.30	-4.30	15.00	0.80	4.90	-7.20	-20.10	10.40	67.20

资料来源: Wind 南华研究

图 2.6: 美国、欧盟 PMI 指标有所上行 (%)



资料来源: Wind 南华研究

若二季度美国、欧盟经济仍持续好转，那么未来出口可能仍会对国内出口相关行业及原材料有一定拉动作用，这或许也会利好二季度 PPI 数据，带动 PPI、CPI 上行。

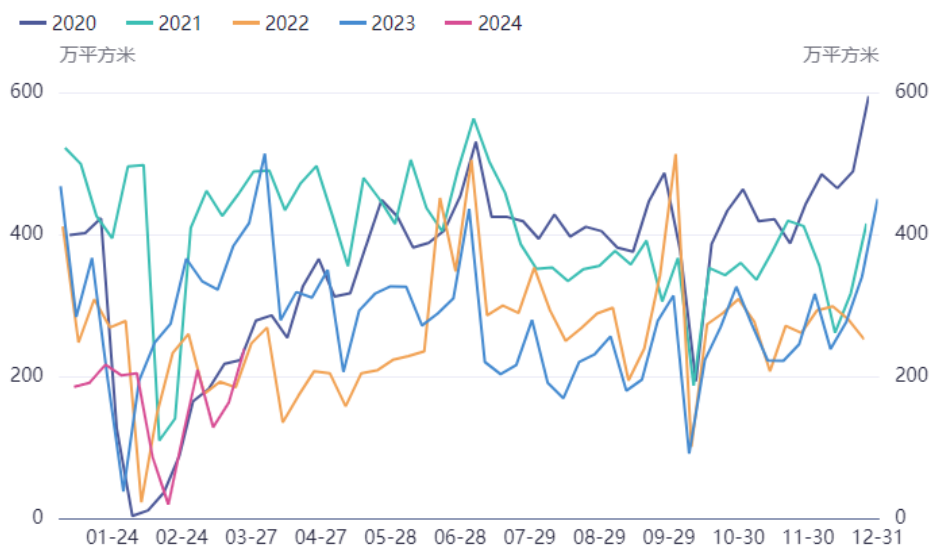
未来地产政策可能会进一步放松，但当前地产主要的问题出现在需求端，居民的收入预期问题不能解决，很难看见基本面反转好转。

### 2.3 地产二季度能否边际好转

地产销售情况一直是国内重点关注的经济指标之一，春节期间新房销售数据不及预期，表现偏弱，政策利率大幅调降 5 年期 LPR 利率来迎接接下来 3-4 月地产销售旺季，但从目前的数据来看，地产销售数据远不及去年销售水平，维持在 5 年低位。

图 2.7：地产销售数据远不及去年销售水平

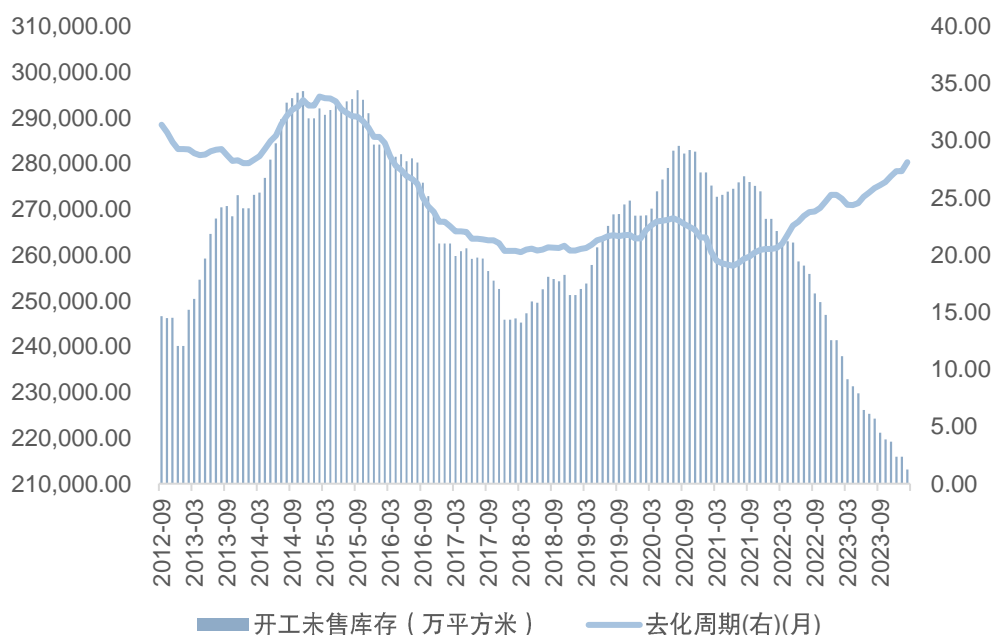
30大中城市:商品房成交面积:当周值



资料来源：Wind 南华研究

从地产开工未售库存也能看出，当前去库速度同比增速有所下降，当前为-10.4%，跟前期的-11%左右的增速相比有所降低，同时，从去化周期来看，去化周期持续攀升，虽然当前库存仍在下行趋势中，但相对于低迷的地产销售来说，地产库存仍偏高。从边际变化来看，当前地产新开工增速持续下滑，而开工未售库存下降速度却有所减缓，这也在一定程度上表明地产销售的低迷。

图 2.8：去化周期持续攀升

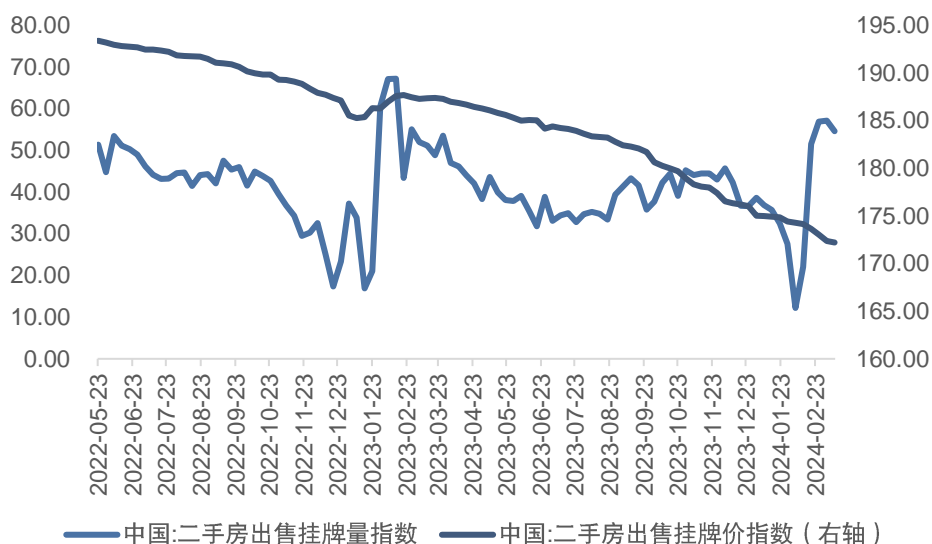


资料来源：Wind 南华研究

想要地产销售有所好转，或许需要等到房价的跌势止住，房价维持在一个相对稳定的水平，未来我们如何判断房价稳企了呢？主要是从两个方面，一方面从二手房供给市场来看，等二手房市场供需达到稳定时，或许就是二手房价格稳企之时。另一方面从房地产租售比来看，当房地产租售比与30年期国债利率一样时，则表明商品房作为资产跟同期的安全资产一样低了。

（1）从二手房挂牌量和挂牌价指数来看，3月挂牌量指数快速攀升，表明供给端的压力有所加剧，而挂牌价指数则维持下行趋势。关于地产价格何时有望稳定，或许我们仍需等待二手房挂牌量见顶，即二手房在供给层面达到稳定，才能带动二手房价格的稳定，进而进一步促使新房价格的稳定。否则，二手房价格下跌的压力将传导至新房市场，进一步降低商品房销量。从两会高质量发展的政策基调来看，以发展新质生产力为主的政策意味着更平缓的增速曲线。在地产增速真正筑底以及新的增长动能确立之前，很难看到周期的拐点。

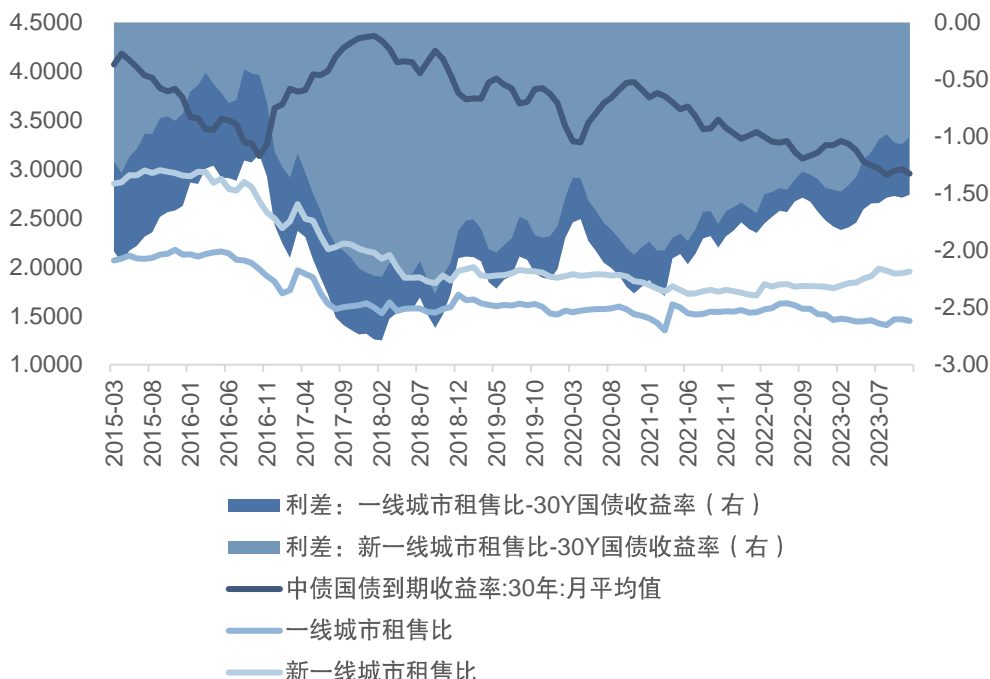
图 2.9：挂牌量指数快速攀上



资料来源：Wind 南华研究

（2）如果我们将商品房仅看作刚需而不考虑其投机属性，那么商品房的回报主要来自房租所带来的现金流。我们可以采用租售比的方式来反映持有房地产的投资回报率，即每月平均房租乘以 12，再除以平均房价，得到一个比例。通过将这个比例与 30 年期国债收益率进行比较，可以判断商品房价格是否过高。当房地产租售比与 30 年期国债利率相当时，就表明商品房作为资产的回报率与同期的安全资产一样。从一线城市和新一线城市的租售比与 30 年国债收益率的差值来看，目前这两者之间的差距虽然有所减少，但仍然处于负值区间。这意味着相对于租金来说，商品房价格仍然偏高。

图 2.10: 商品房价格相对于租金来说仍偏高 (%)



资料来源: Wind 南华研究

近期，国务院常务会议表示将研究统筹融资信用服务平台建设，提升中小微企业融资便利水平，并听取了关于优化房地产政策、促进房地产市场平稳健康发展的汇报。未来地产政策可能会进一步放松，主要集中在限购放松和开发商融资方面，对市场的影响将有限，可能在第二季度会有一定程度的好转。然而，如果当前房价仍然处于下跌通道，居民信心未能有效修复，即使放松限购政策，也很难解决当前面临的困境。融资政策主要旨在帮助开发商解决融资问题，以防止发生金融风险。目前地产市场主要问题出现在需求端，居民的收入预期问题尚未解决，很难看到基本面的好转。

## 2.4 二季度政策如何变动

### 1、财政政策：

从2023、2024年财政预算目标来看，一般公共预算收入预计增长3.3%，支出预计增长4%。支出增速高于收入，表明财政政策将延续积极的基调。从政府性基金收支规模来看，全国政府性基金预算收入增长0.1%，政策对土地市场反弹的预期相对较弱。然而，政府性基金预算支出增长18.6%，主要由地方专项债和特别国债组成。与去年相比，专项债增加了1000亿，超长期特别国债增发了1万亿元。因此，从广义赤字的角度来看，财政政策的力度加大。

如果考虑到去年10月底超额发行的万亿国债大部分结余将在今年得到使用，再加上新增的PSL，其在12月和1月的发行规模已达到5000亿元。再加上1万亿元的超长期特别国债，广义财政扩张的力度是相当明显的。未来，PSL将成为今年财政发力的

1-2 月财政支出增速偏慢，主要是专项债发行进度较慢所拖累，预计二季度财政政策将加速落地。未来的降息时点可能在第二季度以后。



最大灵活项，具备较大的发挥空间。

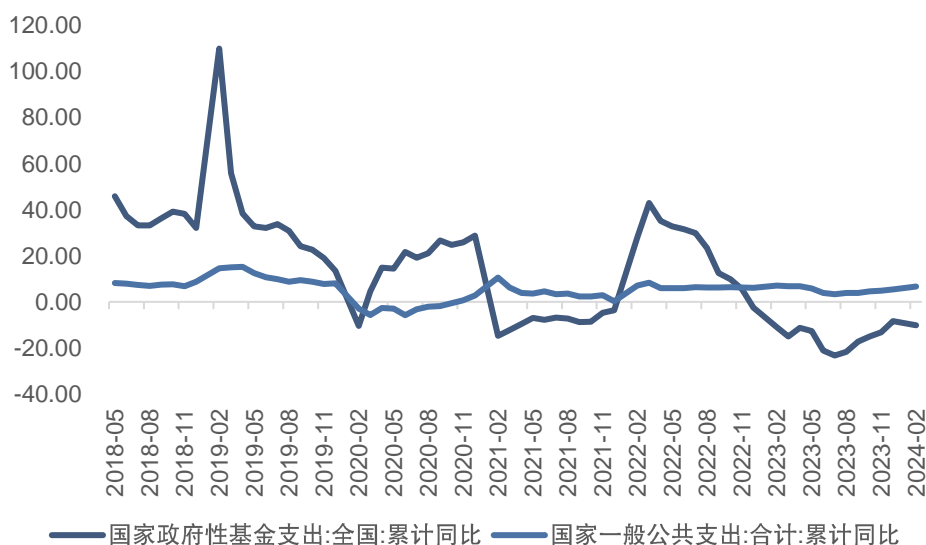
表 2.3：2024 年一般公共预算和政府性基金预算收支目标

单位：万亿元		2024年预算目标			2023年预算目标		
		绝对值	较2023年 执行数增量	增速	绝对值	较2022年 执行数增量	增速
收入	一般公共预算	22.4	0.72	3.3%	21.7	1.31	6.4%
	政府性基金预算	7.1	0.01	0.1%	7.1	-0.72	-9.2%
	合计	29.5	0.73	2.5%	28.7	0.59	2.1%
支出	一般公共预算	28.5	1.09	4.0%	27.5	1.4	5.4%
	政府性基金预算	12	1.89	18.6%	10.1	-0.92	-8.4%
	合计	40.6	2.98	7.9%	37.6	0.47	1.3%
支出合计-收入合计（广义赤字）		11.1	2.3	25.5%	8.8	-0.1	-1.3%

资料来源：Wind 南华研究

从1、2月的财政数据来看，广义财政支出累计同比增速为2.73%，与今年预计的7.9%增速目标仍存在一定差距。同时，从一般公共预算支出和政府性基金预算增速来看，主要是政府性基金预算增速偏低。这主要是由于专项债发行进度较慢所致，1、2月份专项债仅完成全年额度的10%，而往年同期平均在17%左右。因此，总体来看，1-2月份的财政支出增速较慢，主要是受到专项债发行进度缓慢的影响。预计在二季度，财政政策将加速落地。

图 2.11：政府性基金预算增速偏低（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 2、货币政策：

今年对货币政策的主要表述是：稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。政策将保持流动性合理充裕，确保社会融资规模和货币供应量与经济增长和价格水平预期目标相匹配。货币政策延续了以往的基调，我们认为，未来货币政策仍有一定的降息空间，主要基于以下两点：

（1）经济增长的需要。无论是从实际利率还是宽信用的角度来看，当前的利率在一定程度上偏高。偏高的利率压制了居民消费需求，提高了企业融资成本，不利于经济增长。因此，考虑到经济增长的需要，未来仍有一定的降息空间。

（2）全球周期错位局面有所改善。美国经济数据显示，当前美国通胀仍较为黏性，导致前期较为激进的降息预期得到修正，市场预期美联储的降息可能在今年6月份。我们认为，在基准情形下，美联储不会选择在2024年上半年开启第一次降息，大概率发生在今年下半年。因此，货币政策错位的局面将有所改善，未来可能会在下半年变成共振节奏，扩大了货币政策的操作空间。

未来的降息时点可能在第二季度以后。2月5年期LPR有所下调，根据以往的利率调整经验，利率调整通常会经历“利率调整-观察-再调整”的过程。因此，短期内将进入政策观察期，如果没有突发事件的干扰，未来降息时点可能在第二季度以后。从历年降息幅度来看，2023年和2022年均有一次调降7天逆回购利率，共降20BP。而2020年降息2次，共降30BP，可视为近年来的上限。因此，根据往年经验，今年可能降息2次，共降20BP，具体降息时点可能在第二季度以后。考虑到商业银行净息差约束，在降息前后，可能会先引导存款利率下行以及进一步调降存款准备金率。

**表 2.4: 降息空间预计在 20BP 左右**

降息时间	降息幅度 (BP)	降息后利率 (%)
20191218	5	2.5
20200203	10	2.4
20200330	20	2.2
20220117	10	2.1
20220815	10	2.0
20230613	10	1.9
20230815	10	1.8

数据来源：Wind 南华研究

从四季度央行货币政策报告以及本次货币政策的表述来看，未来结构性货币政策可能成为关键。货币政策的重点将主要集中在盘活存量资金，打通货币传导渠道，推动M2向M1的转化，实现流动性从居民部门向企业部门的转移，以促进经济活化和提高资金使用效率。

其次，通胀可能是二季度主要关注的点，若二季度消费仍边际好转，这可能会带动通胀进一步上行，在当前海外经济偏强，带动上游工业品价格的上涨，在上游价格持续偏强对中下游的传导以及终端需求方消费的拉动，这就进一步带动物价指数的上行。而通胀上行能够带动实际利率下行，降低社会实际融资成本，这就使得二季度降息的必要性有所下降。

### 3. 大类资产配置展望

股市走势展望：国内经济在二季度可能会出现一些边际上的亮点，但整体上并不会有明显的改善，仍将延续稳步复苏的趋势。因此，预计二季度经济将呈现震荡偏调整的趋势。市场可能会在5月之后开始关注7月政治局会议的政策预期，这对股市可能会有一个向上的驱动。总体而言，在前期的震荡阶段，我们可以关注设备更新和以旧换新相关行业，可能会出现结构性的行情。

债市走势展望：债市整体来看可能在二季度仍是偏震荡的行情，但利率向下震荡的概率会比上行的概率高，主要还是由于国内经济的长期结构性矛盾未解决，对债市的整体需求仍在，考虑到2季度降息的可能性较小，因此利率的下行空间也较为有限。

商品走势展望：总体来看，海外需求韧性，全球制造业出现复苏迹象，因此商品可能整体呈现中枢缓慢上移的趋势，但我们也要注意像前期对美国经济韧性计价较为充分的铜等品种，可能会出现海外经济走弱风险引起回调。同时，市场可能在5、6月博弈7月政治局会议的政策力度，这可能会在一定程度上利好工业品。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货 APP

