



2024 年半年度宏观展望 | 2024 年 6 月

往期精彩内容：

**2024 年 6 月大类资产配置  
报告：**

未来宏观驱动在哪里

**2024 年一季度宏观展望：**  
稳增长仍是主要基调

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

## 固本培元，才能拾级而上

### 核心观点：

从上半年的经济情况来看，当前经济受到内外因素的影响，整体在中枢附近小幅波动。考虑到内部需求相对疲软，收入预期恢复较慢，债务扩张受到限制，经济正处于新旧动能转换的过程中，短期内结构性矛盾难以解决。因此，下半年经济可能仍然围绕中枢波动。

下半年仍存在一些积极因素，可以支撑经济。首先，疫情的疤痕效应虽然仍然存在，但收入预期有所改善。其次，下半年的政策力度较强，财政政策节奏加快，货币政策仍有降息空间。此外，以旧换新消费政策激发潜在消费。未来经济拐点的出现需要我们要看到房价稳起转向信号以及收入端疤痕效应的逐步消除。

同时，目前外部动力并不明朗。欧美经济复苏边际放缓，下半年美联储采取预防式降息的可能性相对较高，外部环境可能会有所改善。欧洲也可能随着通胀和经济基本面数据的逐步降息。然而，短期内欧洲需求改善的幅度可能仍需观察。整体出口可能会随着海外需求的修复和去年基数效应而有所改善，但改善的程度主要取决于海外需求的恢复情况。

---

**风险点：**国内政策不及预期 地缘政治风险

**重要声明：**文章内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。

---

# 目录

## 章节

1. 国内经济结构性矛盾仍存.....	1
1.1 近期经济数据走势有所分化 .....	1
1.1.1 近期部分经济数据小幅下行或主要受以下因素影响 .....	4
1.1.2 价格指数或许是观察未来经济走势的一大重要指标 .....	5
1.2 国内债务扩张驱动受约束 .....	7
1.2.1 商业银行面临的困境 .....	7
1.2.2 实际利率偏高压制企业信贷需求 .....	8
2. 下半年经济可能仍围绕中枢波动.....	9
2.1 下半年经济仍有支撑 .....	9
2.1.1 疫情的疤痕效应虽然仍在，但收入预期有所好转。 .....	9
2.1.2 下半年政策力度预期偏强 .....	10
2.1.3 消费政策激发潜在消费 .....	13
2.2 未来拐点出现的关键 .....	14
2.2.1 等待房价稳起转向信号 .....	14
2.2.2 等待收入端疤痕效应的逐步消除 .....	15
2.3 外部动力尚不明朗 .....	15
2.3.1 美国经济虽有韧性，但边际走弱 .....	15
2.3.2 欧洲开启降息周期，但需求恢复情况需观察 .....	18
2.3.3 未来主要关注点 .....	19
3. 大类资产配置展望.....	21

## 目录

### 图表

图 1.1: 新订单指数和新出口订单指数下滑严重 (%)	1
图 1.2: 5 月生产较上月小幅走弱 (%)	2
图 1.3: 新质生产力相关行业生产仍然表现偏强 (%)	2
图 1.4: 出口金额同比有所上行 (%)	3
图 1.5: 内需较上月有所好转 (%)	3
图 1.6: 4、5 月份美国制造业 PMI 又回到了荣枯线以下 (%)	4
图 1.7: 广义财政支出增速偏慢 (%)	5
图 1.8: 5 月政府支出有所加快 (亿元)	5
图 1.9: 核心 CPI 同比小幅下滑	6
图 1.10: 实际利率仍持续位于历史高位 (%)	6
图 1.11: 一季度 GDP 平减指数为-1.07% (%)	7
图 1.12: 商业银行的净息差持续下行 (%)	8
图 2.1: 两年均值的可支配收入累计同比呈现逐步好转 (%)	9
图 2.2: 居民的消费意愿也在上升	10
图 2.3: 水泥价格存在明显的上涨 (%)	11
图 2.4: 石油沥青装置开工率却持续下行 (%)	11
图 2.5: 基建投资增速仍偏低 (%)	12
图 2.6: 中期借贷便利到期量压力集中在三季度末到四季度 (亿元)	12
表 2.1: 降息空间预计在 20BP 左右	13
表 2.2: 各地家电以旧换新政策	14
图 2.7: 汽车零售数据仍表现偏弱 (%)	14
图 2.8: 房价是居民购房意愿的一个关键指标	15

图 2.9：制造业 PMI 的周期波动为 3-5 年（%） .....	16
图 2.10：美国物价指数偏韧性（%） .....	16
图 2.11：市场预期美联储最早可能在 9 月开启第一次降息 .....	17
图 2.12：美国可能迎来新一轮耐用品置换周期（%） .....	18
图 2.13：欧元区是典型的外需驱动的经济体（%） .....	18
图 2.14：工业信心指数仍处于下滑趋势.....	19

## 1. 国内经济结构性矛盾仍存

近期的经济走势呈现出一定的分化。景气度大幅下降，生产有所减弱，但出口表现较为强劲，而内需则有一定的改善。内需的改善可能受到基数效应、促销和假期等因素的影响，其持续性好转的趋势可能存在一定的不确定性。总体来看，国内经济仍然在中枢附近小幅波动。

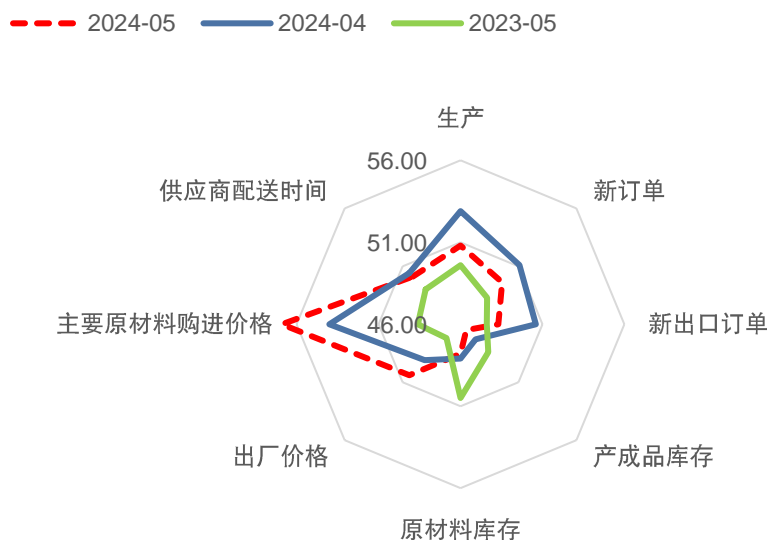
当前国内经济边际有所改善，但动力不足。主要原因是经济仍处于新旧动能转换期，经济复苏趋势并不稳定，内需仍然偏弱。其次，我国债务扩张受到一定的限制。一方面，商业银行面临的压力逐步加大，净息差持续下行，商业银行的资本金压力限制了供给层面的信贷扩张。另一方面，实际利率持续较高也会抑制企业的信贷需求。

### 1.1 近期经济数据走势有所分化

二季度以来，从经济数据的角度来看，似乎二季度的经济数据呈现逐步下行的趋势。从景气度的角度来看，PMI数据连续两个月下滑，并且5月份的下降幅度较大，生产端同比增速也有所下降。

在制造业PMI指数的分项中，除了价格方面的指标外，其他指标相较上个月都有所下降，但仍好于去年同期。特别是新订单指数和新出口订单指数，下滑幅度较为严重。新出口订单指数可能受到美国制造业PMI下滑的影响，而新订单指数的下滑或许进一步验证了当前内需动力仍然不足。

图 1.1：新订单指数和新出口订单指数下滑严重（%）



资料来源：Wind 南华研究

其次，从工业增加值的角度来看，5月份的生产相较上个月略有下降，但从结构的来看，与新质生产力相关的汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业仍然表现较强。同时，从上游的角度来

看，与新质生产力相关性较高的商品端，有色金属相较于其他商品表现较强。而对出口依赖度较高的装备制造业和消费制造业来说，整体景气度也表现较强。总体来看，尽管工业增加值有所减弱，但与新质生产力相关的行业仍然保持较强的生产水平，同时出口对国内制造业的生产也起到一定的带动作用。

图 1.2：5 月生产较上月小幅走弱（%）



资料来源：Wind 南华研究

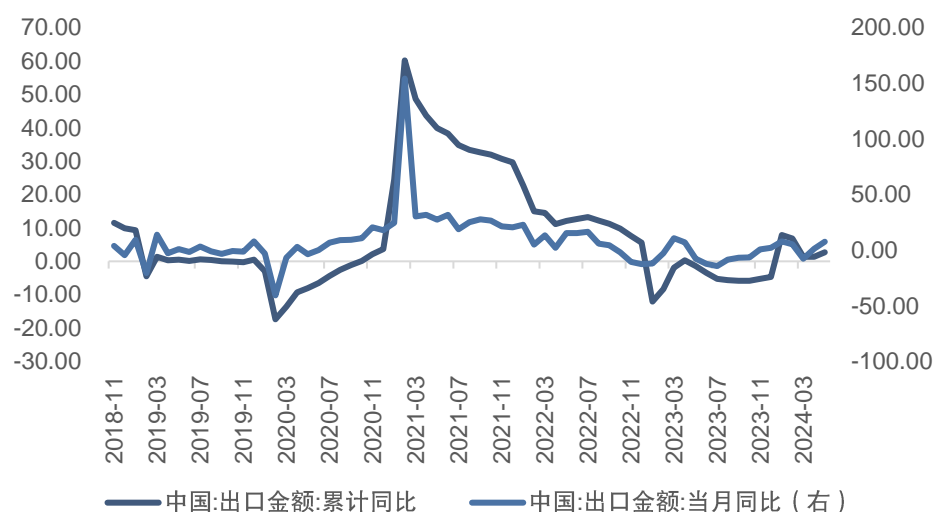
图 1.3：新质生产力相关行业生产仍然表现偏强（%）

板块	工业增加值增速（%）	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	较上月相比	出口依赖度
采矿	煤炭开采和洗选业	1.30	0.60	0.30	1.40	2.40	2.00	1.60	1.40	0.70	
采矿	石油和天然气开采业	2.00	2.10	2.50	3.00	3.70	3.70	3.90	4.30	-0.10	
采矿	黑色金属矿采选业	0.00	7.30	7.20	7.70	5.00	4.00	3.30	2.40	-7.30	
采矿	有色金属矿采选业	0.00	9.40	7.40	5.80	-1.60	-2.20	-2.80	-4.10	-9.40	
采矿	非金属矿采选业	0.00	-0.10	0.60	2.40	-5.70	-6.00	-6.40	-7.00	0.10	
电水燃	电力、热力的生产和供应业	6.00	6.50	6.80	7.80	4.30	4.10	3.50	3.90	-0.50	4.10
原材料制造	化学原料及化学制品制造业	10.70	10.30	9.60	10.00	9.60	9.50	9.50	9.20	0.40	16.90
原材料制造	橡胶和塑料制品业	9.80	10.10	9.90	13.10	3.70	3.10	2.60	2.20	-0.30	27.60
原材料制造	非金属矿物制品业	0.20	0.40	1.10	3.90	-0.50	-0.60	-0.60	-0.50	-0.20	8.10
原材料制造	黑色金属冶炼及压延加工业	5.10	5.40	6.60	8.70	7.10	7.50	7.80	7.80	-0.30	10.30
原材料制造	有色金属冶炼及压延加工业	11.40	11.80	12.00	12.50	8.80	8.40	8.30	7.80	-0.40	18.10
装备制造	金属制品业	5.60	5.30	5.10	7.50	3.20	2.70	2.30	1.90	0.30	19.30
装备制造	通用设备制造业	2.70	2.80	2.40	4.10	2.00	1.70	1.80	2.10	-0.10	25.40
装备制造	专用设备制造业	1.80	1.70	1.60	2.00	3.60	3.60	3.80	3.90	0.10	20.50
装备制造	汽车制造业	10.50	11.30	9.70	9.80	13.00	12.30	11.30	11.40	-0.80	7.50
装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.10	10.90	10.00	11.00	6.80	6.90	6.30	5.90	0.20	23.60
装备制造	电气机械及器材制造业	4.80	5.00	4.80	4.60	12.90	13.20	13.60	14.10	-0.20	34.00
装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造业	13.80	13.60	13.00	14.60	3.40	2.60	1.70	1.40	0.20	60.70
消费制造	农副食品加工业	2.10	2.80	3.30	2.30	0.20	0.30	0.40	0.40	-0.70	5.00
消费制造	食品制造业	5.50	6.00	6.40	7.30	3.30	3.10	3.10	2.90	-0.50	4.50
消费制造	酒、饮料和精制茶制造业	5.80	5.90	6.50	8.10	0.80	0.60	0.10	-0.20	-0.10	4.30
消费制造	纺织业	5.30	5.40	4.90	6.60	-0.60	-0.80	-1.00	-1.30	-0.10	40.90
消费制造	医药制造业	1.10	0.40	-1.00	-3.50	-5.80	-6.00	-5.70	-5.20	0.70	9.50

资料来源：Wind 南华研究

而从需求层面来看，内需和外需数据在5月份都有所走强。整体出口表现较为强劲，5月份出口金额同比较上个月增长了6.1个百分点，达到了7.6%。这主要受到海外制造业复苏和基数效应等因素的影响，推动了出口金额的增长。

图 1.4：出口金额同比有所上行（%）



资料来源：Wind、南华研究

从出口商品品类的角度来看，船舶、汽车和集成电路的出口表现较为强劲。这在另一方面表明，海外制造业复苏在一定程度上通过出口带动了国内生产，这使得当前国内需求相对疲弱的情况下，生产仍然保持较强劲的表现。从工业企业利润的角度来看，装备制造业相对于原材料制造业和消费制造业表现较强，这可能也受到海外制造业复苏的影响，带动了装备制造业企业利润的改善。这也在一定程度上印证了出口在当前经济中扮演着重要的角色，推动了生产的增长。

受假期错位的影响，内需相较上个月也有所好转。去年五一假期在4月底开始，而今年假期则在5月初开始，这种假期错位是支撑本月社会融资规模增长的因素之一。同时，6.18网购促销活动的提前也带动了网上零售额的增长，对社会零售也有积极的贡献。总体来看，5月份的消费受到多方因素的影响有所上升。

图 1.5：内需较上月有所好转（%）



资料来源：Wind、南华研究

从以上经济数据来看，近期的经济走势呈现出一定的分化。景气度大幅下降，生产有所减弱，但出口表现较为强劲，而内需则有一定的改善。内需的改善可能受到基数效应、促销和假期等因素的影响，其持续性好转的趋势可能存在一定的不确定性。总体来看，国内经济仍然在中枢附近小幅波动。

### 1.1.1 近期部分经济数据小幅下行或主要受以下因素影响

#### 1) 美国经济增速放缓。

从当前的美国制造业PMI数据来看，可以观察到美国经济数据在2023年11月开始出现明显的筑底反弹趋势。尽管美国经济在今年一季度表现较为强劲，但在4月和5月份，制造业PMI又回到了荣枯线以下，并持续下行。美国制造业景气度的下降在一定程度上会通过出口影响到国内经济，这也在一定程度上反映在新出口订单的指标上。

图 1.6: 4、5 月份美国制造业 PMI 又回到了荣枯线以下 (%)



资料来源：Wind、南华研究

#### 2) 节日错位、基数效应等因素掩盖了部分经济真实节奏。

从社零消费同比数据上看，或许表明当前需求有一定的好转，但前文分析中提到的节日错位、基数效应对消费真实需求的体现产生了一定的干扰。如果我们从PMI新订单指数、CPI同比数据、金融数据等方面来看，可能会发现当前的需求仍然偏弱，居民消费能力仍然受到收入预期的制约。

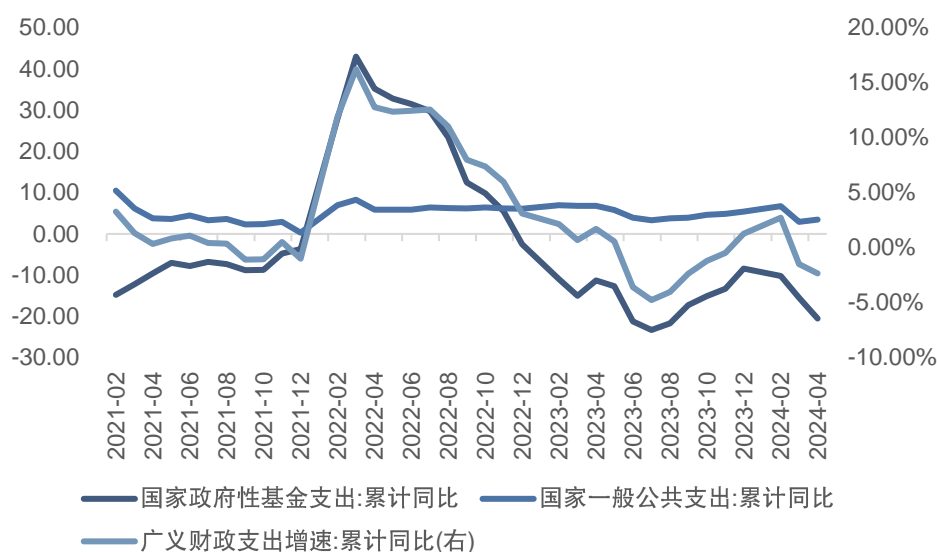
#### 3) 财政支出增速偏慢

从财政数据来看，4月份广义财政支出的累计同比增速为-2.33%，与今年预计的7.9%增速目标存在一定的差距。这主要是受政府性基金支出增速偏慢的影响。尽管5月份政府支出有所加快，专项债和国债的发行也加速了，但前期财政支出增速偏



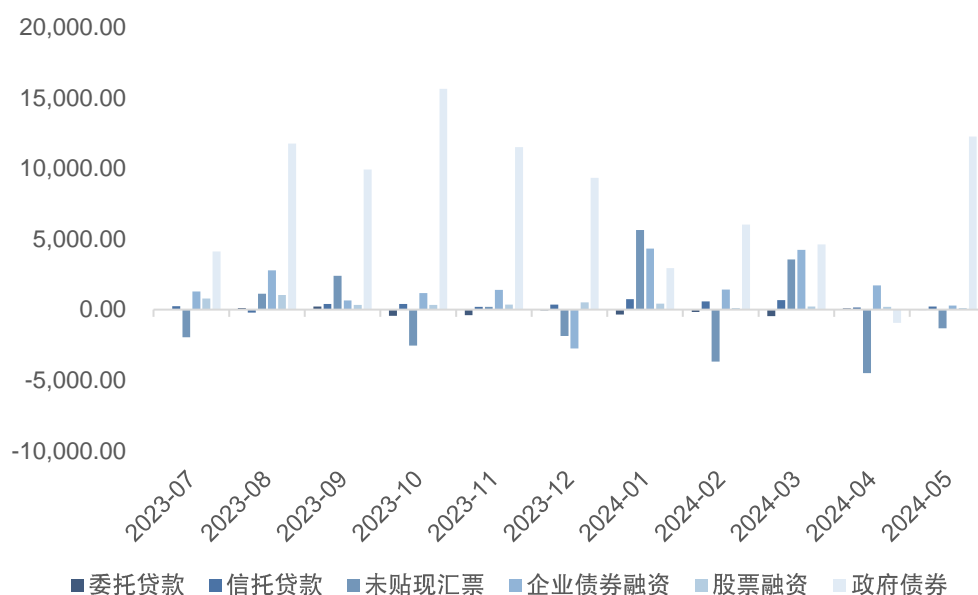
慢也是经济增速边际放缓的重要原因之一。

图 1.7：广义财政支出增速偏慢（%）



资料来源：Wind、南华研究

图 1.8：5 月政府支出有所加快（亿元）



资料来源：Wind、南华研究

### 1.1.2 价格指数或许是观察未来经济走势的一大重要指标

虽然从量的角度来看，经济似乎表现出一定的下行趋势，但从价的角度来看，经济下行并不明显。5 月份的 CPI 同比上涨了 0.3%，略低于预期的 0.4%，但与前一个月的涨幅持平。而 5 月份的 PPI 同比下降了 1.4%，略好于预期的 1.5%，并且较前一个月的下降幅度有所收窄。CPI 数据表现不及预期，核心 CPI 较上个月下降了 0.1 个百

分点，达到了0.6%。一方面，受海外需求影响，大宗商品价格上涨较多，推动了PPI同比的回升；另一方面，核心CPI同比仍然保持在0.7%的中枢附近，呈现小幅波动。

图 1.9：核心 CPI 同比小幅下滑

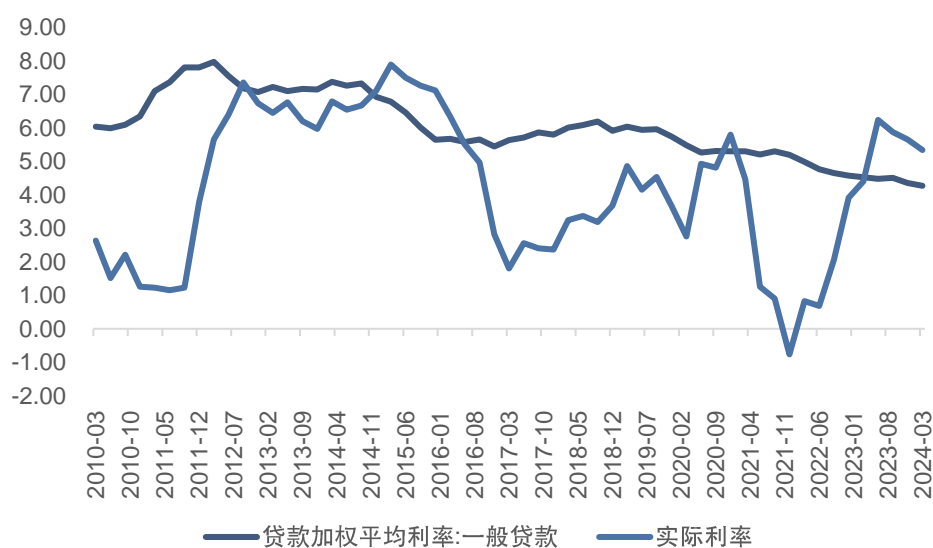


资料来源：Wind、南华研究

价或许是观察未来经济走势的一大重要指标。

1) 价是影响实际利率的重要因素。尽管当前名义利率仍处于下行通道，但实际利率仍然持续位于历史高位，并且通胀对实际利率的影响程度远大于名义利率。因此，未来通胀走势将是约束投资需求的一大重要影响因素。

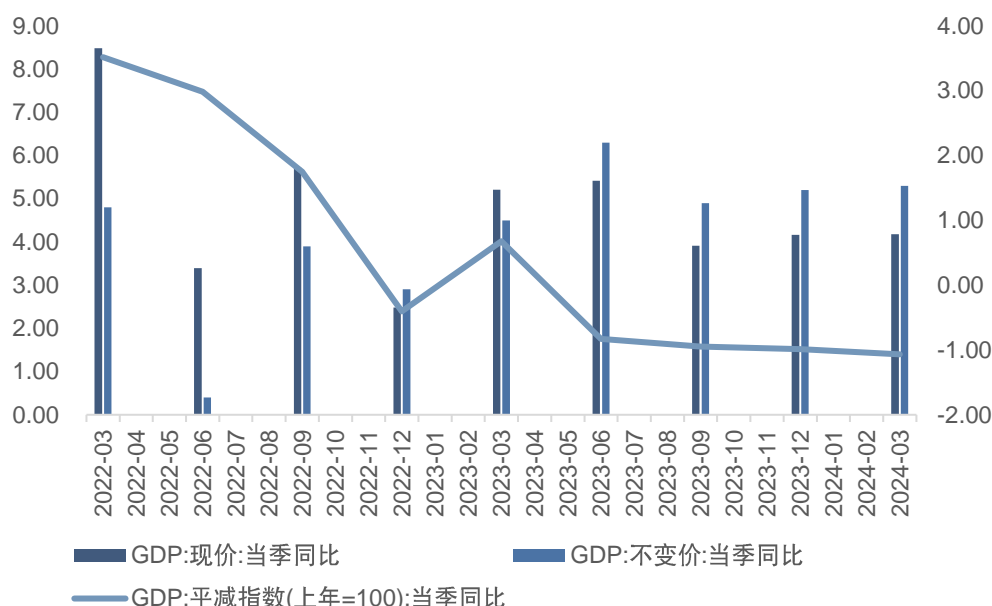
图 1.10：实际利率仍持续位于历史高位 (%)



资料来源：Wind、南华研究

2) 价也是影响微观体感的重要因素。由于一季度GDP平减指数为-1.07%，而名义GDP为4.18%，价格的低迷使得部分企业面临有量无利的情况。企业的营收和利润更与名义GDP相关，进而导致宏观经济与微观体感之间出现分离现象。

图 1.11：一季度 GDP 平减指数为-1.07% (%)



资料来源：Wind、南华研究

## 1.2 国内债务扩张驱动受约束

我国债务扩张受到一定的限制。一方面，商业银行面临的压力逐步加大，净息差持续下行，商业银行的资本金压力限制了供给层面的信贷扩张。另一方面，实际利率持续较高也会抑制企业的信贷需求。

当前世界经济发展模式普遍是债务驱动型，通过借债来推动经济发展。债务可以将居民部门的储蓄转化为债务，实现从储蓄到投资的转变，也可以通过举债消费来实现跨期消费平滑。除了举债投资或消费，创造债务的同时也是在创造债权，创造金融资产，有了金融资产才能支撑全社会购买力。如果全社会新增贷款大幅下降，就会导致全社会新增存款和债权的减少，进而减少全社会新增金融资产，从而导致购买力和社会名义收入下降。从今年以来的社会融资规模来看，社融存量同比增速持续下滑，而货币政策执行报告强调未来信贷增速平缓可能是常态。这也表明未来我国信贷扩张的增速可能趋于平缓，一方面是因为我国经济增速步入稳态，而另一方面则是因为商业银行和实际利率的约束。

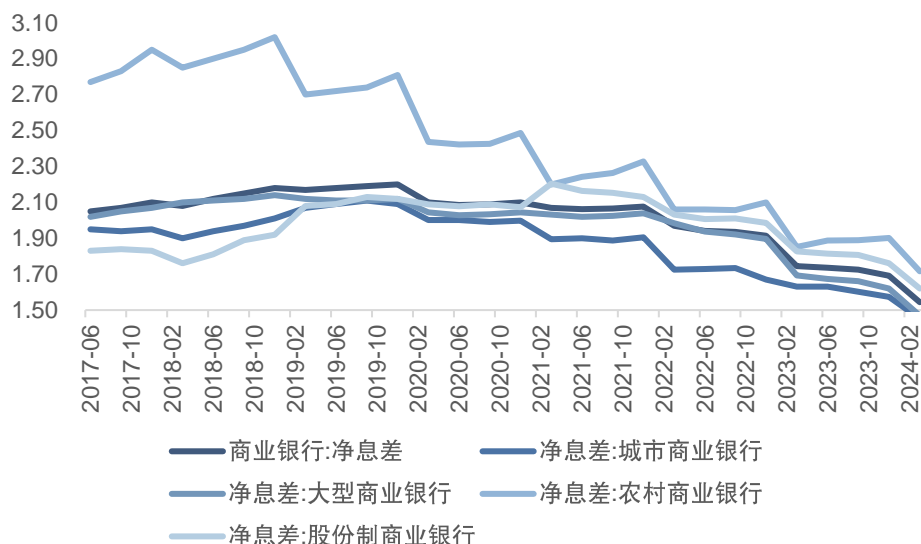
### 1.2.1 商业银行面临的困境

当前商业银行面临的压力逐步加大。

1) 商业银行的净息差持续下行。自2021年以来，各商业银行的净息差已降至历史低位。城商行、大型商业银行、农商行、股份制银行在2023年末的净息差分别降至1.57%、1.62%、1.90%、1.76%，远低于美国商业银行平均净息差约3%的水平。商业银行承接了大量新增的国债、地方债和政策性金融债券，而这些债券的利率较低，持有的越多对商业银行的净息差产生削弱作用就越大。同时，当前实际利率仍

然偏高，我国仍处于降息周期中，未来央行降息将进一步压缩净息差。此外，高股息和高分红政策也进一步导致银行利润被计提和分摊。

图 1.12: 商业银行的净息差持续下行 (%)



资料来源: Wind 南华研究

2) 商业银行扩表受资本充足率约束。根据巴塞尔协议Ⅲ的要求，商业银行的资本充足率不得低于8%，还需要额外增设2.5%的留存超额资本和0-2.5%的逆周期超额资本。因此，商业银行的资本要求至少达到10.5%，而系统性重要银行还有额外的附加资本要求。由于资本充足率是资本净额与风险加权资产的比率，商业银行利润的下降会进一步削弱资本净额。为了保持资本充足率，商业银行可能需要削减风险加权资产，这就会使得企业信贷减少。

各商业银行大规模发行TLAC债券，而TLAC债券则是用来补充商业银行资本金。商业银行大规模发行TLAC债券进一步验证了当前商业银行资本金面临较大的压力，信贷扩张产生了一定的约束。

### 1.2.2 实际利率偏高压制企业信贷需求

除了银行端受到资本金的约束之外，实际利率持续位于高位同样也会压制企业的信贷需求。从实际利率的角度来看，目前名义利率正在逐步下行的趋势中，考虑到通胀因素，近期的物价指数同比有所回升，这也导致实际利率有所走低。然而，从历史分位数来看，当前的实际利率仍然位于56%分位，仍然维持相对较高的水平。持续高位的实际利率抑制了企业的投资和消费需求。

## 2. 下半年经济可能仍围绕中枢波动

下半年仍然存在一些积极因素，可以支撑经济的发展。1、疫情的疤痕效应虽然仍在，但收入预期有所好转。2、下半年政策力度偏强。财政政策节奏加快，货币政策仍有降息空间。3、以旧换新消费政策激发潜在消费。未来经济拐点的出现我们要看到房价稳起转向信号以及收入端疤痕效应的逐步消除。

同时，目前外部动力并不明朗。欧美经济复苏边际放缓，下半年美联储采取预防式降息的可能性相对较高，外部环境可能会有所好转。欧洲也会随着通胀、经济基本面数据逐步降息，我们认为，短期内欧洲需求改善幅度仍需观察。整体出口会随着海外需求的修复、去年基数效应而有所改善，但改善高度主要看海外需求恢复情况。

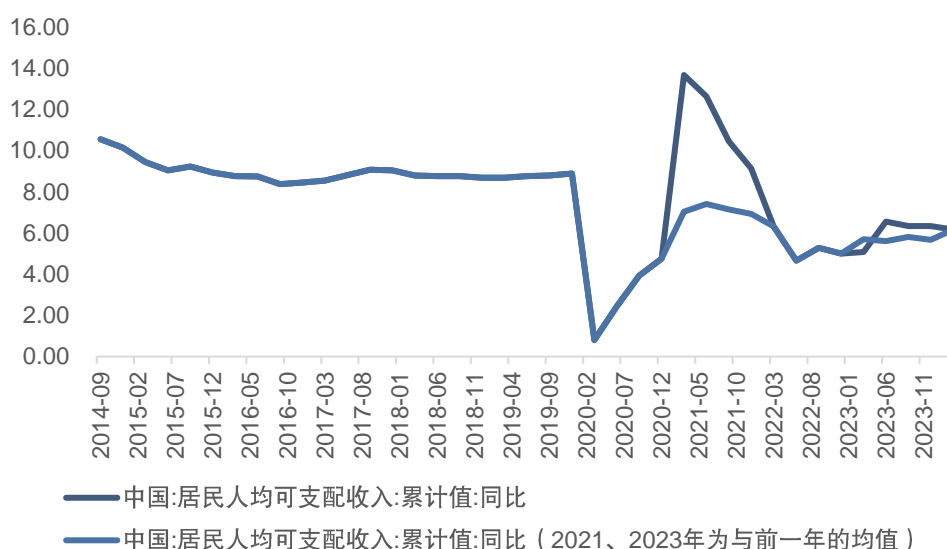
### 2.1 下半年经济仍有支撑

从二季度经济数据来看，经济动能在边际上有所放缓。这种放缓趋势是否会持续下去呢？我们认为并不会，下半年仍然存在一些积极因素，可以支撑经济的发展。

#### 2.1.1 疫情的疤痕效应虽然仍在，但收入预期有所好转。

从收入增速来看，当前的收入增速虽然不及疫情前的水平，但基本保持稳定。考虑到基数效应，两年均值的可支配收入累计同比呈现逐步好转的趋势，这与消费者收入信心指数的走势保持一致。从2023年下半年开始，我们可以预期消费者收入信心指数将有所上涨。

图 2.1：两年均值的可支配收入累计同比呈现逐步好转（%）

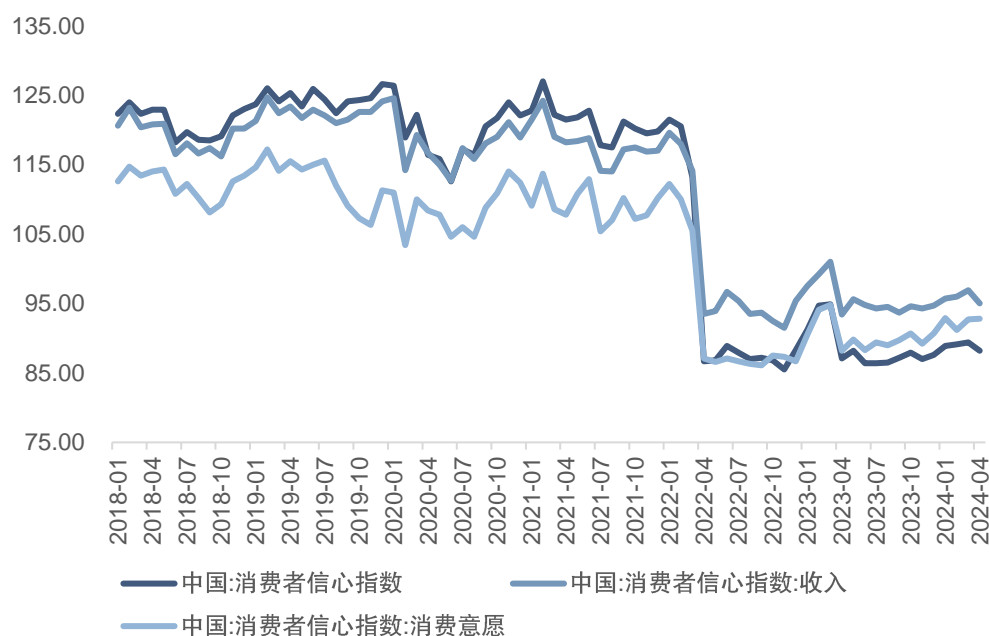


资料来源：Wind 南华研究

随着收入的改善，居民的消费意愿也在上升。这可能受到企业生产和利润趋势改善的影响，推动了消费者收入信心的提升。如果海外需求持续改善，企业利润持续增

长，未来居民的收入和消费将保持相对韧性。然而，我们也必须认识到，尽管收入信心有所改善，但仍远低于疫情前的水平，疫情的影响仍然存在。下半年内需可能会有有一定程度的改善，但仍然不足以支撑经济趋势性的好转。

图 2.2：居民的消费意愿也在上升



资料来源：Wind 南华研究

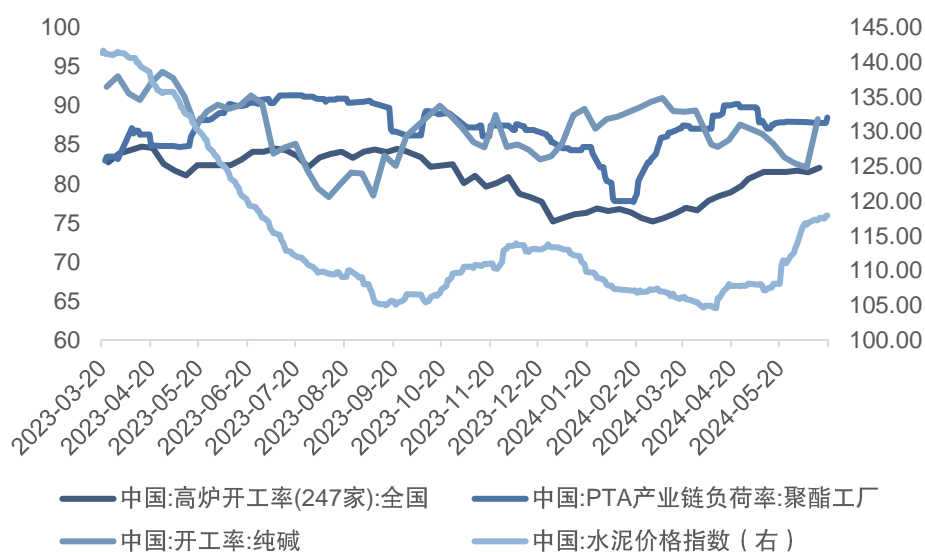
## 2.1.2 下半年政策力度预期偏强

### 1) 财政政策节奏加快

前期财政支出增速整体偏慢，但5月份政府支出有所加快，专项债和国债的发行也有所加速。根据财政支出安排，所有增发国债项目计划在今年6月底前开始建设。未来专项债可能会加速落地，具体的发行节奏可能在三季度展现出来。预计在增发国债和新增专项债项目审核完毕后，将推进超长期特别国债的工作，具体的项目有望在三、四季度落地。

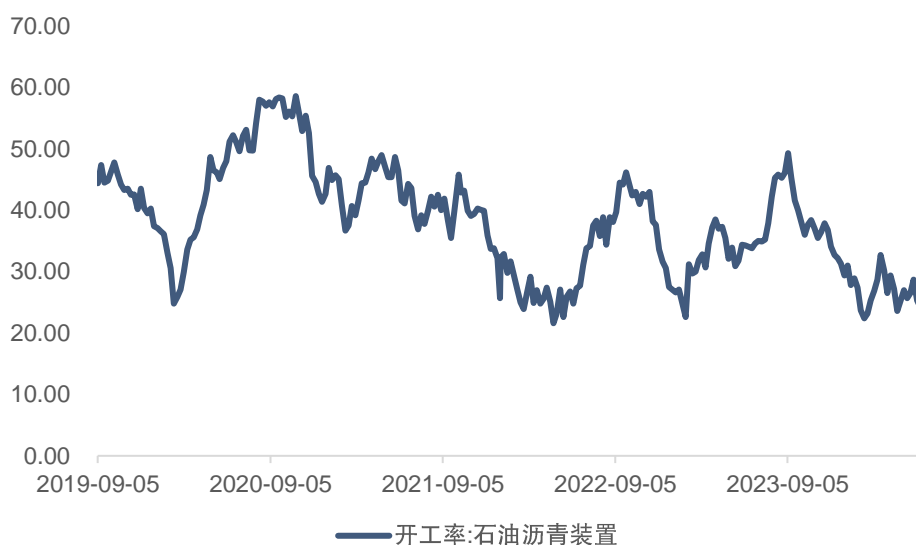
从近期的微观数据和基建投资增速来看，水泥价格出现明显上涨，高炉开工率也在上升，但石油沥青装置开工率持续下降。结合基建投资增速，这可能表明当前财政支出增速有所加快，但实物增长速度并不快，仍需要一定时间才能显现实物工作量。因此，下半年基建增速以及专项债和增发国债项目形成的实物工作量有望对经济起到较强的带动作用。

图 2.3：水泥价格存在明显的上涨（%）



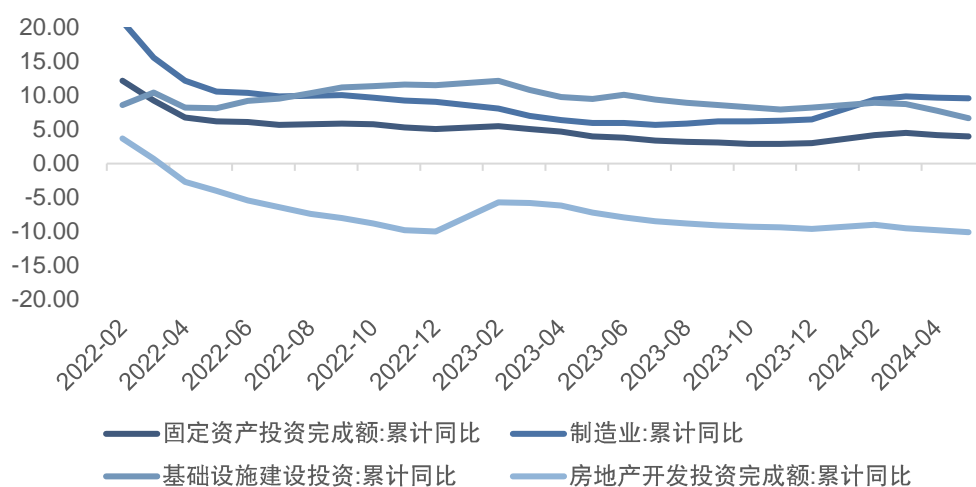
资料来源：Wind 南华研究

图 2.4：石油沥青装置开工率却持续下行（%）



资料来源：Wind 南华研究

图 2.5：基建投资增速仍偏低（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 2) 仍有降息空间

近期的社融数据偏弱，M1持续为负，虽有4月初发布的《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》的影响，但当前需求偏弱的现实难以掩盖，因此降息的必要性在上升。那么究竟何时降息呢？

首先，从资金缺口的角度来看，当前流动性整体充裕，6月份MLF到期量并不多，加上特别国债发行节奏平缓，对资金面的扰动相对有限。即使考虑到专项债提速等潜在扰动，我们认为央行更有可能采取MLF超量续作甚至在后续利率上行后在二级市场开启国债购买的操作模式。中期借贷便利到期量的压力主要集中在三季度末到四季度。

图 2.6：中期借贷便利到期量压力集中在三季度末到四季度（亿元）





资料来源：Wind 南华研究

其次，尽管海外主要经济体央行大体上转入宽松周期，但无论是欧洲央行还是美联储的表态目前更倾向于鹰派降息，这意味着利率调整可能会出现节奏反复，并且大概率不会出现市场期盼的连续、顺畅的降息。根据市场对美联储降息的预期，最早可能在9月开启第一次降息。从外部压力的角度来看，也可以看出三季末外部压力放松的可能性相对较大。因此，我们认为可能会在三季末开启降息。

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。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 2.1：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

2.1.3 消费政策激发潜在消费

根据5月29日全国消费品以旧换新行动工作推进电视电话会的指出，全国消费品以旧换新工作总体进展顺利，开局良好。汽车和家电行业都推出了相关的优惠政策。而以旧换新政策可能是下半年带动消费的关键。

在汽车政策补贴方面，《汽车以旧换新补贴实施细则》明确了补贴的具体细则，2024年4月24日至2024年12月31日期间，分情况对个人消费者报废旧车并购入新车给予7000元或1万元的补贴。其中，补贴资金将由中央财政和地方财政总体按6:4比例共担，并分地区确定具体分担比例——对东部省份按5:5比例分担，对中部省份按6:4比例分担，对西部省份按7：3比例分担。地方负担的部分，由省级财政部门牵头负责落实到位。在家电以旧换新方面，全国多地推出了补贴和发放消费券等优惠政策。

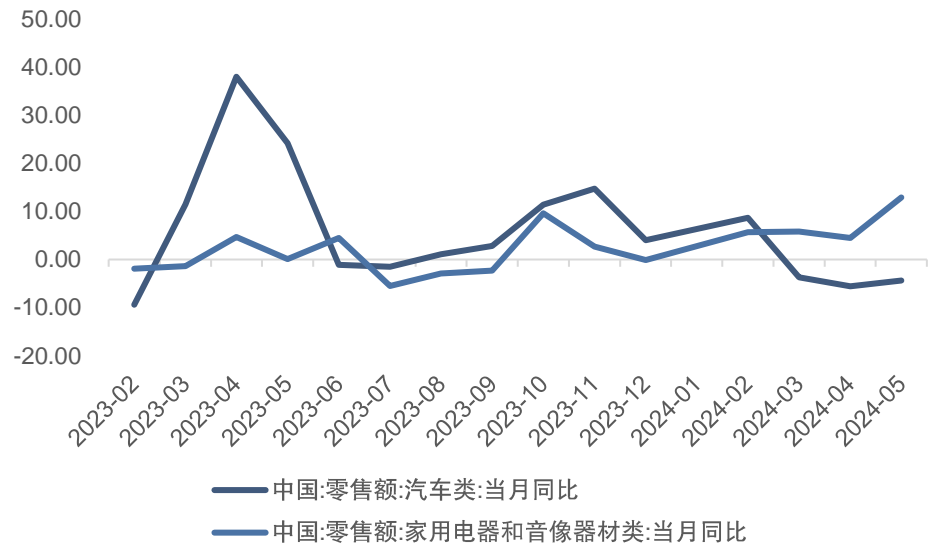
表 2.2：各地家电以旧换新政策

省份	政策
安徽省	鼓励各地采取发放消费券（消费补贴）等方式促进家电以旧换新。各地财政对个人消费者购买绿色智能家电，消费券（消费补贴）补贴标准最高可达销售价格10%。
河南省	鼓励各地对消费者交售废旧家电并新购绿色智能家电、智能电子产品给予补贴，省财政对各地实际财政支出按照不超过30%给予奖补。
江苏省	2024 年更新家电（含电冰箱、洗衣机、空调、电视等）750 万台。

资料来源：Wind 南华研究

从近期的汽车和家电消费数据来看，家电音响的零售数据在当月同比上涨，但汽车的零售数据仍然表现偏弱。考虑到去年汽车零售的基数较高以及汽车价格战等因素，汽车零售持续负增长。随着汽车政策补贴的推进，未来汽车零售数据可能会有所好转。

图 2.7：汽车零售数据仍表现偏弱（%）



资料来源：Wind 南华研究

## 2.2 未来拐点出现的关键

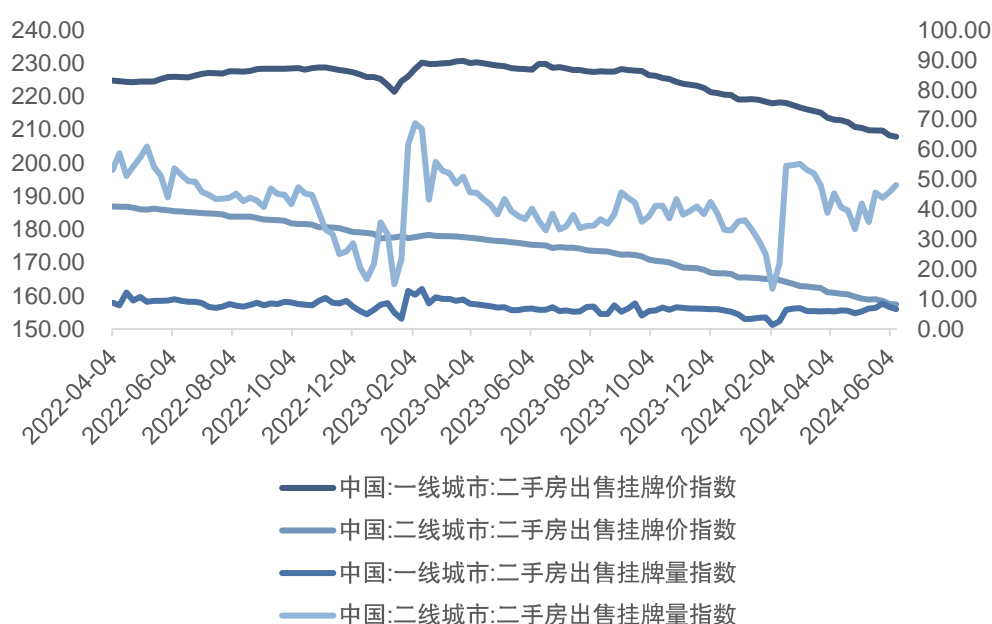
### 2.2.1 等待房价稳起转向信号

房价是居民购房意愿的一个关键指标。当房价仍处于下行通道内时，居民的观望情绪较强，刺激需求的政策效果则偏弱。若房价止跌甚至转向上涨，那么前期促进需求的政策效果将会更好。那么，如何观察房价情况呢？

未来经济拐点的出现我们要看到房价稳起转向信号以及收入端疤痕效应的逐步消除。

总体来看，房价首先发生转向主要出现在一、二线城市。因此，若我们观察到一、二线城市房价稳定，那么就表示当前房价基本趋于稳定。而对于一、二线城市的房价观察，我们更多关注二手房价格指数。从下图可以清楚地看到，当前一、二线城市的房价仍处于下行通道中。同时，二线城市的挂牌价相较于一线城市下行幅度更大。虽然房价仍处于下行趋势中，但我们也可以看到一、二线城市的挂牌价指数均有所下行，这表明地产供给量有所下降。当二手房供给端下行到一定程度，二手房价格稳定不再下行，这可能就是房价趋于稳定的时点。当房价趋稳时，地产对经济的拖累作用可能会逐步减轻。

图 2.8：房价是居民购房意愿的一个关键指标



资料来源：Wind 南华研究

## 2.2.2 等待收入端疤痕效应的逐步消除

前面也提到当前内需相对偏弱，整体供需并不平衡，部分行业产能过剩而内需却仍然偏弱。从生产的角度来看，除了当前新质生产力带动行业发展之外，出口也是一季度经济改善的重要原因。然而，在外需开始出现边际放缓的趋势下，要想看到国内经济出现拐点，内部需求的改善是当前的重点。要实现需求的改善，居民收入的改善是关键。当前居民人均可支配收入同比增速仍不及疫情前水平，企业利润虽有所改善，但仍相对较弱。要实现收入的大幅改善，可能需要期待提高居民收入的政策措施。

## 2.3 外部动力尚不明朗

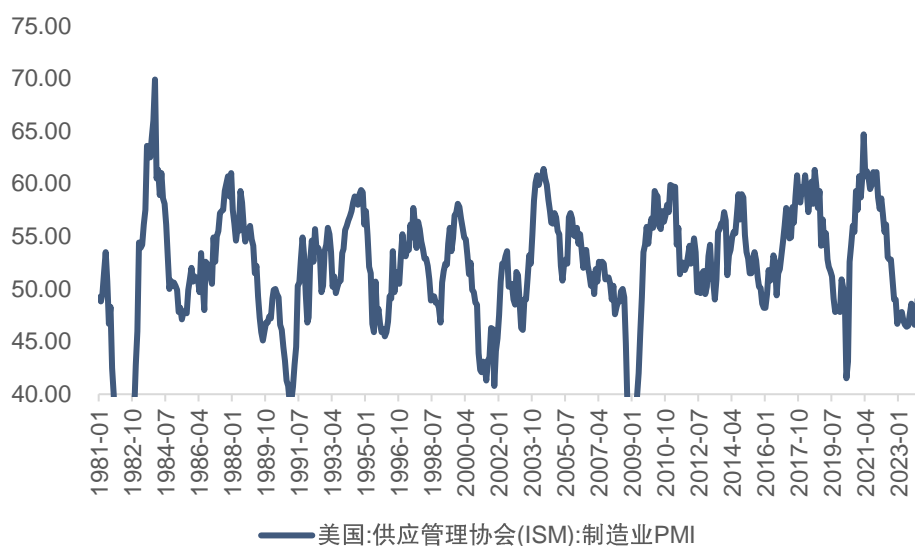
### 2.3.1 美国经济虽有韧性，但边际走弱

从当前的美国经济数据来看，制造业 PMI 开始出现明显的筑底反弹趋势。一般来说，制造业 PMI 的周期波动为 3-5 年，本轮制造业基本已经触底，短期内有上涨的趋

下半年美联储采取预防式降息的可能性相对较高，外部环境可能会有所好转。

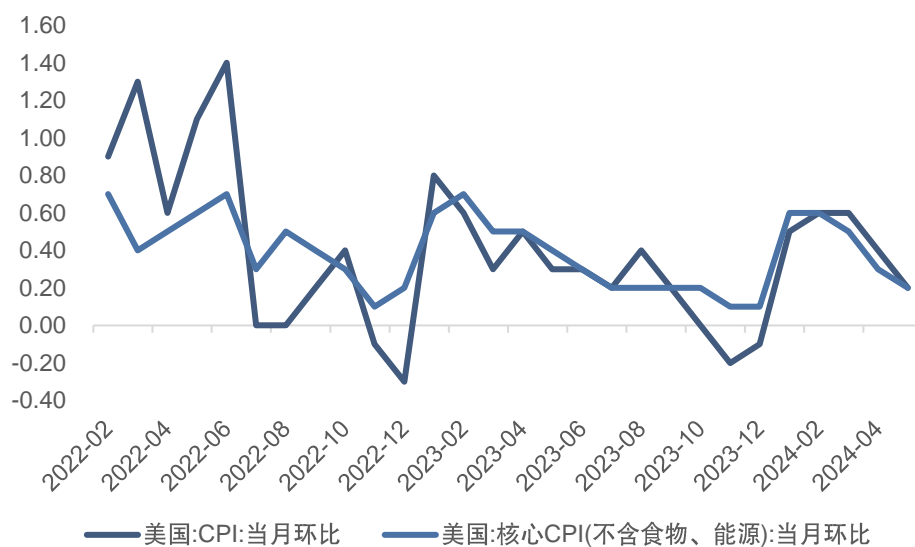
势。但4、5月份制造业PMI回到了荣枯线以下，目前来看，短期美国经济边际有所走弱，但前瞻数据仍看不到美国经济趋势下行。同时，美国物价指数表现出一定的韧性，通胀回落并不顺利，市场开始预期二次通胀的出现。

图 2.9：制造业 PMI 的周期波动为 3-5 年（%）



资料来源：Wind、南华研究

图 2.10：美国物价指数偏韧性（%）



资料来源：Wind、南华研究

根据市场预期，美联储第一次降息的时间预计在9月，年内降息2次不到。下半年降息的确性相对较高，但具体的降息时点仍在市场博弈之中。除了关注开启降息的时点及节奏外，我们还需要关注降息的动机。如果美联储是出于预防性降息的考虑，在经济面临放缓压力时提前降息，以实现经济的软着陆。而纾困性降息则是由于风险积累或突发事件导致经济快速下滑，需要加快降息节奏来修复经济。从当前美国经济的韧性来看，下半年美联储采取预防性降息的概率相对较高。因此，下半

年降息的节奏可能不会连续，并且降息的幅度也相对较小。这对商品和美股来说是利好因素。对于国内经济而言，整体外部压力可能会有所减弱，但减弱的幅度有限。但在另一方面，如果美国经济相对韧性，那么下半年出口对国内经济的拉动仍然存在。但如果下半年采取纾困性降息，降息的节奏将加快，并且经济可能会迅速走弱，这对商品和美股不利。

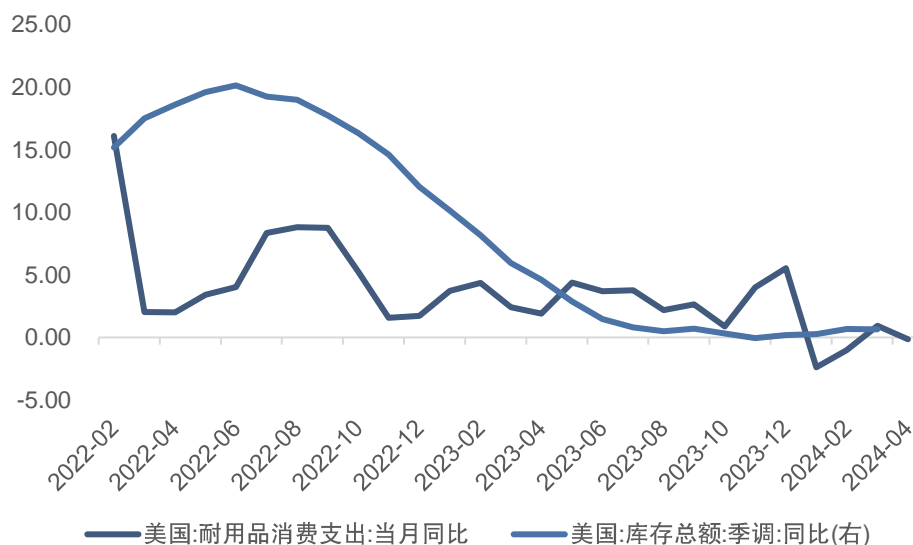
图 2.11：市场预期美联储最早可能在 9 月开启第一次降息



资料来源: Wind 南华研究

下半年也有部分利多因素存在。美国可能会在下半年迎来新一轮耐用品置换周期。根据调查，美国耐用品消费周期约为4.4年。在2020年4月，受到财政刺激的推动，美国启动了一轮新的耐用品消费周期。从理论上来看，预计在今年下半年有望开启新一轮的耐用品消费周期。目前的数据显示，美国库存同比增速以及耐用品消费同比增速均呈现触底反弹的趋势，可能会促使企业进行库存补充，并推动制造业景气度的上升，下半年是否开启耐用品置换周期仍需观察。

图 2.12：美国可能迎来新一轮耐用品置换周期（%）



资料来源：Wind、南华研究

欧洲也会随着通胀、经济基本面数据逐步降息。然而，欧洲降息是否能在短期内使欧洲经济得到大幅改善，仍需要进一步观察。

### 2.3.2 欧洲开启降息周期，但需求恢复情况需观察

欧洲央行按计划降息了25个基点，全球降息周期已经开始。根据欧洲央行官员的发言，本次降息可能不会连续进行，需要根据通胀数据和欧洲经济复苏情况进行第二次降息。主要原因是当前欧洲经济数据并没有表现得那么糟糕，欧元区是一个典型的外需驱动经济体，欧洲的GDP增速与出口增速趋势较为一致。目前美国制造业正在触底回升，中国需求也在边际上改善，这在一定程度上改善了欧洲经济的情况。

图 2.13：欧元区是典型的外需驱动的经济体（%）



资料来源：Wind、南华研究

市场前期对6月欧洲央行降息的预期已经得到了确认，根据欧洲央行的发言，接下来欧元区会在9月进行第二次降息。未来市场可能开始关注欧洲降息后经济的恢复情况以及美国经济数据和降息节奏。因此，在欧洲降息之后，我们需要关注需求的恢复情况和通胀数据等重要指标。

同时，欧洲自能源危机后生产成本相对偏高，成本问题对工业企业信心产生了一定的拖累作用。从欧元区工业信心指数来看，当前工业信心指数仍处于下滑趋势。因此，即便是降息之后信贷条件有所改善，成本问题仍是一大重要制约因素。

图 2.14：工业信心指数仍处于下滑趋势



资料来源：Wind、南华研究

整体来看，目前欧美经济复苏边际放缓，存在部分利多因素。下半年美联储采取预防式降息的可能性相对较高，外部环境可能会有所好转。欧洲也会随着通胀、经济基本面数据逐步降息。然而，欧洲降息是否能在短期内使欧洲经济得到大幅改善，仍需要进一步观察。整体出口可能会随着海外需求的修复和去年基数效应而有所改善，但改善的程度主要取决于海外需求的恢复情况。

### 2.3.3 未来主要关注点

未来需重点关注海外需求恢复、美联储降息节奏预期变化、地缘政治风险。

#### 1) 海外需求恢复情况

未来欧元区和美国的需求变动情况是我们需要密切关注的重要因素。尽管当前美国经济已经触底回升，但复苏的趋势并不稳固。如果未来美国的制造业PMI数据连续多月都持续下行并处于荣枯线以下，或许我们就需要开始质疑当前是否已经开启了制造业周期。同时，欧元区降息之后，我们也需要特别关注欧元区需求的恢复情况，因为如果欧元区的需求恢复不及预期，未来对商品价格的支撑作用可能会减弱。

#### 2) 美联储降息节奏预期变化



今年下半年美国降息的开启时间以及降息的节奏是市场关注的重点。降息节奏的调整将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，因此未来的降息空间较小，降息时点也在逐步推后。

除了通胀数据，未来我们还需要关注美国商业银行的风险，这是影响降息动机以及降息节奏的重要因素。如果未来美国商业银行出现负债侧存款的流动性风险、资产侧长久期资产的利率风险以及商业地产贷款的信用风险，那么美联储的降息节奏可能会发生变化。不排除提前开启纾困性降息并采取“骤降型”降息策略的可能性。其中，降息节奏的预期差异是我们需要重点关注的内容。

### 3) 地缘政治风险

地缘政治对商品的价格影响较大。若巴以冲突持续发酵并产生外溢，原油价格大幅上涨，可能会导致CPI快速上升。CPI同比回升会对欧元区、美国降息节奏产生一定的影响。因此，原油价格也是我们需要关注的重点。



### 3. 大类资产配置展望

**股市走势展望：**从基本面的角度来看，经济仍将延续稳步复苏的趋势，但整体上并不会有明显的改善。尽管在结构上可能会看到一些好转，但股指更关注总体的增长而非结构。因此，下半年很难出现趋势性上涨的行情。当前股指处于调整阶段，随着政策发力，预计股指在第三季度伴随货币和财政政策的逐步加码调整而触底，随着基本面数据的修复而有所反弹，整体可能仍然处于区间内震荡。因此，建议逢低做多。

**债市走势展望：**考虑到当前地产数据仍然偏弱，下半年降息的可能性较高，债券市场利率在下半年可能仍然处于下行通道中。在降息之前，债券利率可能会在一定区间内波动，下行空间有限。然而，随着降息的实施，整体债券市场利率可能会进一步下行。因此，建议债券多配。

**商品走势展望：**未来商品价格可能会受基本面波动的影响而波动，短期内可能会受到经济数据下行的影响而回调。从长期来看，只要全球制造业复苏的逻辑未被证伪，商品价格仍然处于易涨难跌的趋势中。从节奏上来看，考虑到前期有色金属对全球制造业复苏的定价较为充分，在美国经济边际走弱、市场验证基本面数据时，有色金属价格的表现可能会弱于前期表现没那么强的能源。黄金在降息之前仍有阶段性机会，建议在回调时进行多头操作。

## 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

