

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜
曹凤文 王靖斐

下半年的增长路径和政策期待

——2024 年宏观中期展望 (中国篇)

阅读摘要

2024 上半年中国经济呈温和复苏态势、GDP 累计同比增长 5.0%，与两会提出的经济增速目标持平。整体看，有三个特征：（1）季度经济增长“前高后低”，一、二季度 GDP 增速分别为 5.3% 和 4.7%；（2）供给端复苏强于需求端，投资拉动力明显强于消费；（3）外需复苏快于内需复苏，出口产品结构延续升级、出口地区多元化特征更明显。

展望 2024 下半年，我们维持年度 GDP 增速 5.3% 的预测值。从增长路径看，综合考虑客观利好、积极政策、基数效应，预期下半年可以实现好于上半年的增长表现，持续关注后续贸易活动景气度、消费回暖节奏。与我们 2023 年末的“驼峰式”增长预测路径相比，二季度增速偏稳健，主因是消费增长低于预期，以及专项债发债节奏偏缓。下半年从增长动能看，全球制造业景气度转暖背景下，年度出口有望实现 5% 的增长，仍是拉动下半年增长的重要力量。伴随经济持续向好和积极政策提振，居民消费增长可期。出口提振制造业投资，专项债发行提速等支持基建投资增长，地产市场支持政策效应有望持续显现，乐观预测下年度固定资产投资有望实现 7% 的增长。政策层面，下半年积极财政政策有充裕空间发力，创新流动性管理工具助力下、人行相机引导降低实体经济融资成本的机制也更加灵活。

下半年的增长路径和政策期待

——2024 年宏观中期展望（中国篇）

图表 1：2024 年中国内地经济重要指标预测

指标	2024F2	2024F1 ¹	2023	2022
GDP (%)	5.3	5.3	5.2	3.0
固定资产投资 (%)	7	7	3	5.1
固定资产投资:制造业 (%)	8	7	6.5	9.1
固定资产投资:基础设施建设 (%)	8	8.7	5.9	9.4
社会消费品零售 (%)	5	6	7.2	-0.2
进口 (%)	3	2.8	-5.5	0.74
出口 (%)	5	1.8	-4.6	5.58

数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

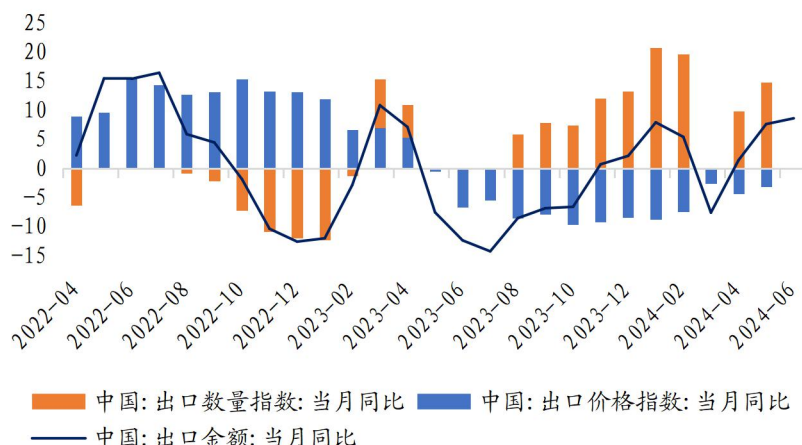
一、制造业延续回暖提振补库需求，出口仍是拉动下半年增长的重要力量

（一）上半年出口温和增长，对东盟出口仍是拉动主力、对欧美出口亦改善，机电产品对出口增长贡献显著

上半年出口温和增长。2024 年 1-6 月出口累计同比增长 3.6%（美元口径，下同），较 2023 年同期高 7.1 个百分点，连续 3 个月增速回升，4-6 月当月同比增速分别为 1.4%、7.6%、8.6%。出口增长延续“以价换量”的特征，出口数量维持韧性增长，价格下行但跌幅有所收窄（见图表 2）。

¹ 2024F1 为中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《如何看待两会“一揽子”目标——解读 2024 年两会报告》对中国经济增长做出的预测。

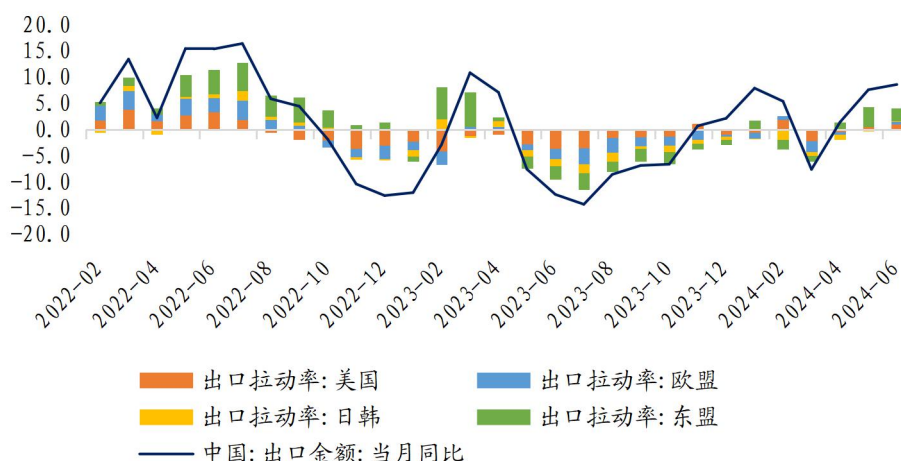
图表 2：出口金额当月同比增速连续 3 个月回升（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

分出口地区看，2024 年 1-6 月，对东盟出口累计同比增长 10.7%（2023 年 1-6 月：1.5%），拉动整体出口增长 1.8 个百分点；对美国、欧盟等发达经济体出口亦改善，1-6 月分别累计同比变动 1.5%、-2.6%（2023 年 1-6 月：-17.9%、-6.6%）（见图表 3）。

图表 3：出口金额当月同比增速及对部分主要区域出口拉动率（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

分出口产品看，机电产品对出口增长贡献显著，1-6月累计同比增长4.9%、拉动整体出口增长2.9个百分点，且4月以来出口增速有所回升。此外，汽车（18.9%）、船舶（85.2%）等交通运输类产品，家电（14.8%）、家具（14.8%）等产业链商品上半年出口亦增长较快（见图表4）。

图表4：部分产品出口金额当月同比增速变动

类别	出口产品	2024年 1-5月出口 金额占比	当月同比增速（%）				
			2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
劳动 密集 型产 品	服装及衣着附件	4.2%	1.6	-3.9	-17.6	31.9	3.2
	纺织纱线织物及其制品	4.1%	8.1	-2.4	-16.8	22.6	11.5
	塑料制品	3.1%	10.5	2.6	-7.8	29.3	19.1
	家具及其零件	2.1%	18.1	8.7	-5.2	57.6	25.9
	箱包及类似容器	1.1%	2.5	-7.6	-19.6	52.5	10.4
机电 产品	机电产品：	59.0%	8.3	3.8	-5.2	7.9	8.9
	电子元件	7.7%	8.5	3.7	-3.5	-3.2	20.4
	自动数据处理设备及其零部件	5.6%	7.0	9.2	6.3	1.5	6.1
	手机	3.3%	8.1	7.7	2.1	-10.4	-22.8
	家用电器	2.9%	19.6	13.9	-0.6	24.5	18.3
	汽车包括底盘	3.3%	16.7	28.8	29.1	7.6	17.2
	汽车零配件	2.7%	1.8	-1.0	-4.5	18.2	14.8
	船舶	1.2%	62.1	91.3	34.0	148.8	186.3
高新 技术 产品	高新技术产品：	24.2%	8.6	4.5	-0.8	-4.4	4.2
	计算机与通信技术	12.7%	7.5	4.8	-0.6	-5.1	-4.8
	电子技术	7.2%	9.7	4.4	-1.2	-3.4	21.1
新三 样	电动载人汽车	1.5%	16.9	50.0	50.0	-0.9	12.0
	太阳能电池	1.1%	-38.7	-35.8	-38.9	-25.6	-24.1
	锂离子蓄电池	1.6%	-16.1	-19.0	-21.9	-19.5	-11.1

数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）受益于全球制造业景气持续回暖，下半年出口有延续增长空间，全年有望实现5%的增速

展望下半年，伴随美联储引领持续降息，全球制造业景气持续回暖提振补库需求，外需回暖有望支撑出口延续增长，上调全年出口增速预测值至 5%。具体看：

全球制造业景气度上行推动外需回暖。全球制造业 PMI 自 2023 年底开始上行，2024 年以来连续 6 个月保持在扩张区间。6 月 PMI 数据显示，日韩等发达经济体、东盟以及印度等新兴市场制造业均延续高景气度²，全球贸易活动有望延续复苏。根据世界银行 6 月 11 日最新预测，2024 年全球贸易量增速将达 2.5%，较 1 月预测的 2.3% 上调（2023 年：0.1%）（见图表 5-6）。

图表 5: 预测结果显示出口增速或延续回升(%)



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6: 全球制造业 PMI 上行带动全球贸易回暖 (%)



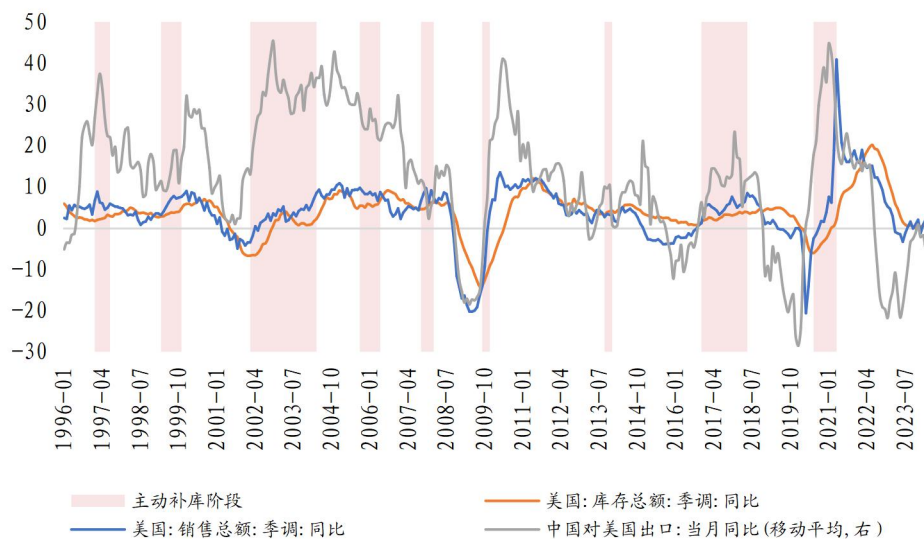
数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

美国加速补库有望引领提振全球贸易活动。美国 4 月库存总额季调同比 0.96%、连续 5 个月回升，已进入补库周期，

² 2024 年 6 月，日本、韩国、东盟和印度制造业 PMI 分别为 50.0、52.0、51.7 和 58.3。

但整体而言，目前仍呈温和补库状态。伴随降息提振库存投资和土地开发投资意愿，美国补库需求预计随之提升（详见前期报告《“软着陆”的逻辑和情景—2024年宏观中期展望（美国篇）》）。美国作为内地主要出口目的地之一（2023年出口占比：14.8%），补库加速有望增加对内地制造业中间品、下游消费品进口需求（见图表7）。同时，美联储降息缓解非美国政策掣肘，英国、欧盟、东南亚制造型国家相机放松或延续放松货币政策，也有望提振对内地产品进口需求，欧盟、东盟分别是内地第二、第一大出口目的地（2023年出口占比分别为14.8%、15.5%）。

图表7：美国主动补库阶段中国对美国出口均保持较快增长（%）



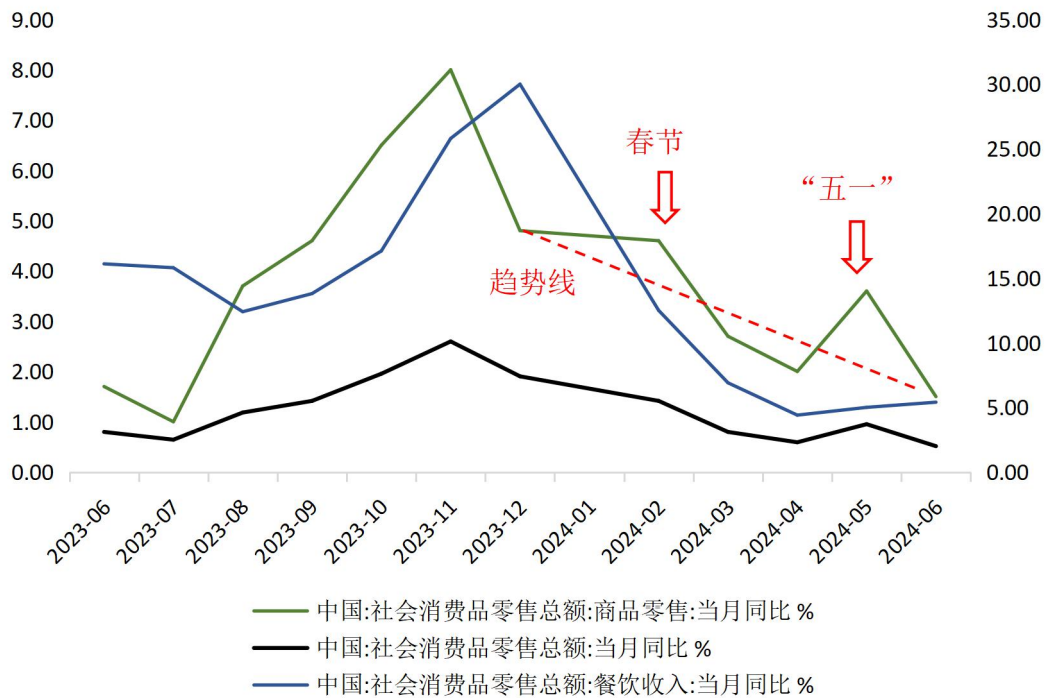
数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、积极政策提振、疫后高基数效应减弱，下半年消费增速回升可期

2024年上半年社会消费品零售总额累计同比增速为3.7%，1-6月社零呈现较强的“节假性”因素。与2023年同期相比，社零增速有所下降（2023上半年：8.2%）。考虑到目前收入和就业总体较为平稳（2024年上半年全国人均可支配收入增长5.9%、城镇失业率均值5.1%），以旧换新等促消费政策显效发力，预期下半年社零同比增速较为稳定，全年有望实现5%增长。

从消费结构来看，全年餐饮收入预计可实现高于8%的增长（2024年上半年增长7.9%），商品零售、除汽车以外的其他消费品预期可实现与2023年相近的增速。2024年3-6月，餐饮收入增速受2023年疫后高基数影响偏低，考虑2023年下半年基数逐步下行、2024年下半年餐饮收入增速有望提升，全年增速逐步向疫前9%-10%水平靠拢。2023年商品零售、除汽车以外消费品零售额同比增速分别为5.8%和7.3%，2024年前5个月分别为3.5%和4.4%，2季度汽车销售增速有所下行。展望下半年，新一轮以旧换新集中在汽车、家电、家装厨卫等领域，叠加新能源车下乡、新品集中推出，超70个城市支持住房换新，有望共同提振下半年消费动能。

图表 8：居民消费的结构特征

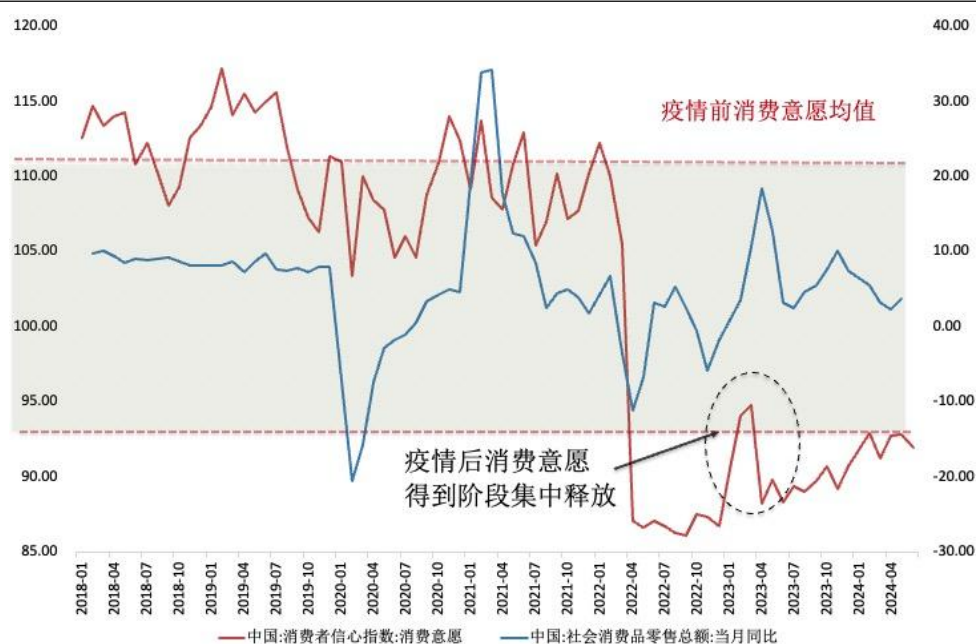


数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从影响消费的阶段因素来看，消费意愿的影响趋弱但整体仍偏低、收入因素的影响有所上升。消费者信心指数（消费意愿）自 2022 年以来从高位回落约 20.3 个百分点（2022 年 1 月:112.2；2024 年 5 月:91.9），2023 年初集中恢复阶段或反映受疫情影响回落的消费意愿几乎已经完全恢复，但消费意愿距离其高位依然有较大增长空间（见图表 9）。收入信心偏弱对消费支出的阶段影响有所提升。2024 年城镇居民人均可支配收入增速（1-6 月累计同比：4.6%）比 2022 年全年累计同比增速上升 0.7 个百分点，但仍低于 2021 年全年累计同比增速 3.6 个百分点。根据方差分解分析结果，2024 年社会消费品零售总额的变化中 53.7% 与消费意愿变动相关。

该结果与 2023 年测算的方差分解结果相比 (56.3%)³ 有所下降，反映了消费意愿对消费支出的影响力度下降但居民消费情绪仍谨慎，相应地，居民收入因素的影响有所上升。目前，地产市场需求趋缓带来耐用品消费需求减少、“房住不炒”背景下房产财富效应减弱，经济增速换挡伴随城镇居民可支配收入增速回落，消费增长承压是当前中国经济增长引擎转换面临的阶段挑战，也是市场期待的跨周期逆周期调控政策焦点之一。

图表 9：疫情期间积累的消费意愿已释放，但距离其高位仍有较大空间



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

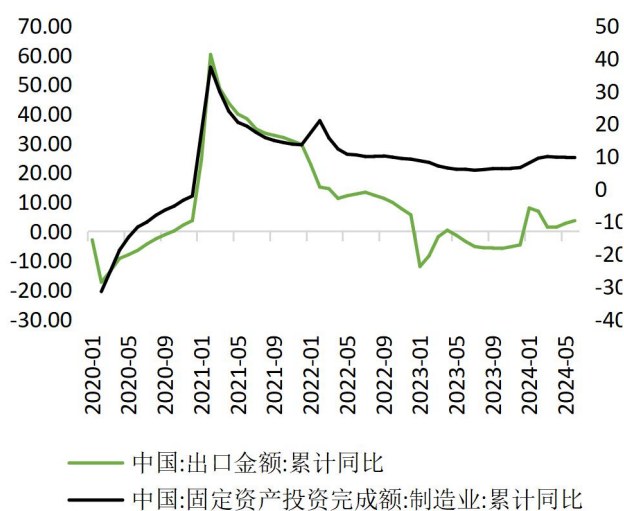
³ 具体方差分解分析请见中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心报告《2024 年中国经济有望实现“驼峰”型增长》。

三、出口提振制造业投资，专项债发行提速等支持基建投资增长，地产市场支持政策效应有望持续显现

（一）制造业投资：出口有望继续对制造业产业链产生积极拉动作用

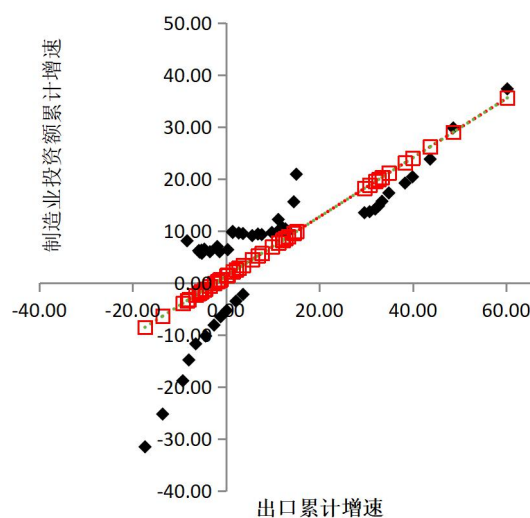
上半年制造业投资是固定资产投资增长主要引擎：1-6月制造业投资累计同比增长9.5%，相较2023年同期高3.5个百分点，处于持续回暖区间。作为全球重要制造业中心，内地制造业投资增速回升与出口向好展现出一定同步性（见图表10-11）。

图表 10：制造业投资与出口同比增速同步



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：制造业投资与出口同步性拟合



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

下半年，制造业投资有望继续受益于出口产业链“溢出效应”。具体看：（1）总量持续回暖，全年累计增速预期在8%左右。（2）结构延续升级，高端制造业增速好于中低端制造业增速。从上半年出口数据来看，半导体行业高景气

度大幅拉动出口。前5个月全球半导体销售额同比增速延续升至19.3%（4月：15.8%）。费城半导体指数⁴作为领先指标，当前仍处历史高位，预计年内半导体行业将延续高景气度（见图表12）。据此预测，下半年与半导体产业链相关的高端制造业投资（例如，信息技术、新材料、高端医疗器械）将有进一步增长。但在美欧推动产业链重构、内地积极推动跨境产业合作背景下，中低端制造业投资增速或有相对压力。

同时，大规模设备更新改造也可对制造业投资提供积极支持。多地已围绕国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》和工信部等7部门《推动工业领域设备更新实施方案》出台任务清单，政策效应有望陆续显现。

图表 12：全球半导体销售额及费城半导体指数变动



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）基建：资金充足、项目到位，为下半年基建投资提供坚实支撑

⁴ 根据历史规律，费城半导体指数走势领先于全球半导体销售变动约3-6个月。

2024年上半年，狭义基建投资同比增长5.4%，相较于2023年同期7.2%的增速有所放缓，主要有两方面原因：一是资金，上半年专项债发行进度偏缓，新增专项债1.5万亿元，发行进度（38.3%）低于过去五年同期均值（61.1%）。5月以来发行虽有所提速，但形成实物工作量需要一定时间；二是项目，2023年万亿国债支持了一定的储备项目，新项目审慎评估申报也需要一定时间。此外，极端天气、雨涝灾害多发，也对基建项目施工产生了一定不利影响。

展望下半年，资金充足、项目到位，为基建投资提供坚实支撑。资金端，5月以来专项债发行提速，5、6月发行额分别为4月的5倍、3.7倍，已披露三季度新增专项债发行规模逾1.6万亿元，较2023年三季度（9,440亿）、2024年二季度（8,576亿）均增长显著。此外，超长期特别国债进一步提供增量财政空间，分布于5-11月平稳发行，持续为长周期、战略性投资提供保障。项目端，4月下旬发改委表示已完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作⁵，共3.8万个专项债券项目通过筛选、合计资金需求约5.9万亿元，为年内专项债发行提供坚实项目基础。

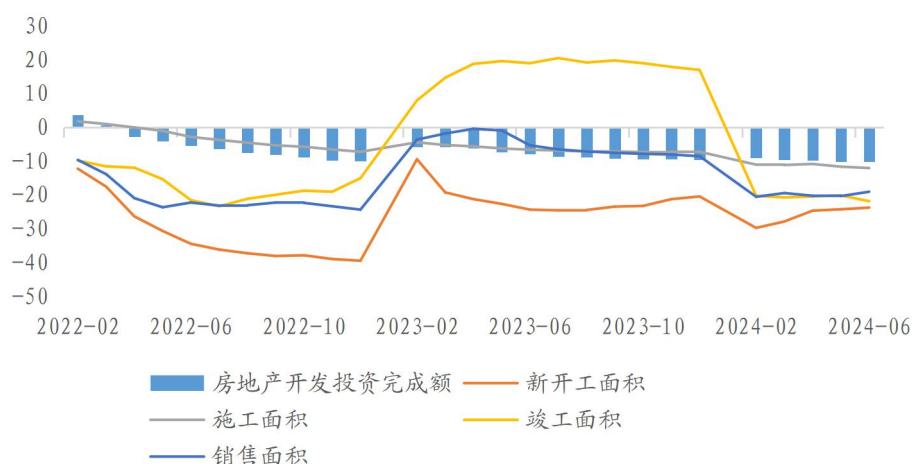
（三）地产市场有序调整，政策仍具提振空间

上半年稳地产政策密集出台，特别是，4月政治局会议明确楼市政策方向、5.17“一揽子”新政出台、人行设立3,000亿保障性住房再贷款等，政策接续提振地产市场。近

⁵ 4月17日，发改委表示已完成专项债项目的初步筛选工作，并推送给财政部并反馈给各地方；4月30日，政治局会议强调要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度。

期部分核心城市二手房交易率先好转，6月深圳、北京二手房成交面积分别创37、16个月新高。市场暖意向新房交易、地产开发等领域传导仍需一定时间，2024年上半年商品房销售面积、房屋新开工面积、房地产开发投资完成额分别同比减少19.0%、23.7%、10.1%（见图表13）。

图表 13：地产链相关指标累计同比增速（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望下半年，去库存、稳市场仍是市场期待的地产政策发力重点，“以旧换新”、国企收购未售新房等创新型政策有望向更多区域推广复制，客观要求资金加大支持力度，抵押补充贷款（PSL）、保障性住房再贷款等货币政策工具仍具加力空间。

四、宏观政策回顾及展望

（一）下半年积极财政政策有充裕空间“加力”

前5月预算内财政支出保持一定强度，聚焦“保民生”。2024年前5月，一般公共预算支出完成度为38.0%、略高于

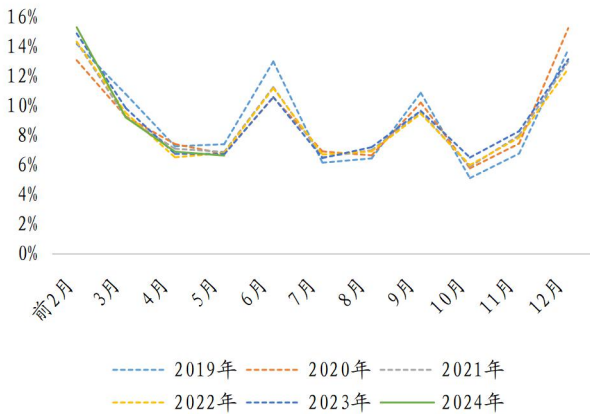
2019年以来同期均值水平（37.7%）；结构上重点聚焦“保民生”，社保卫生领域支出占比达25.1%，基建相关支出占比达21.0%、以水利及市政建设为发力点⁶；债务付息支出占比4.7%、位于近年相对高位。前5月财政赤字完成度28.2%，高于2023年同期（13.2%）及2019年以来的平均水平（17.3%），财政赤字空间尚有2.9万亿（见图表14、15）。

下半年广义财政支出“余粮”充足。合并财政赤字规模（2.9万亿）、超长期国债（0.7万亿，见图表17）及专项债（2.4万亿）剩余额度计算，共有6万亿财政资金空间可用。其中，超长期特别国债聚焦支持“两重”⁷建设，科技创新、环境保护、基础设施等领域或为支持重点。相较于万亿国债、超长期特别国债，专项债“借用管还”由地方负责，回报率相对较高、有利于广泛撬动社会资本金，交通运输等地方主导投资领域的增长更为可期。

⁶ 基建相关支出包括农林水事务、城乡社区事务、交通运输、节能环保，2024年前5月占公共财政支出比重分别为7.6%、7.5%、4.1%、1.7%，分别同比变化12.3%、9.5%、-1%、1%。

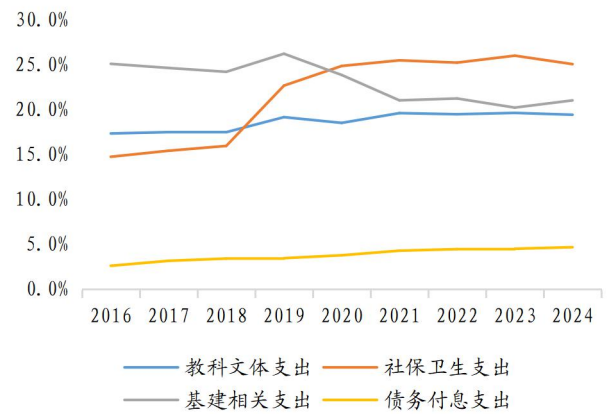
⁷ “两重”指国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

图表 14：财政支出当月进度（2019-2024 年）



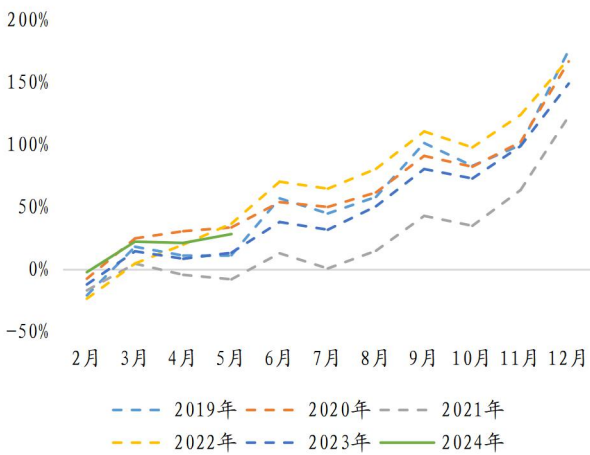
数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：前 5 月财政支出结构（2016-2024 年）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 16：财政赤字完成度（2019-2024 年）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 17：2024 年超长期特别国债发行计划⁸

月份	招标日期	已发行金额
5 月	17、24 日	800 亿
6 月	7、14、19、21 日	1,700 亿
7 月	5、19、24 日	580 亿
8 月	2、9、14、21 日	—
9 月	6、20、24 日	—
10 月	11、16、18、25 日	—
11 月	8、15 日	—
剩余额度合计：		6,920 亿

数据来源：财政部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）货币政策：创新流动性工具助力，人行引导降低实体经济融资成本的机制更加灵活

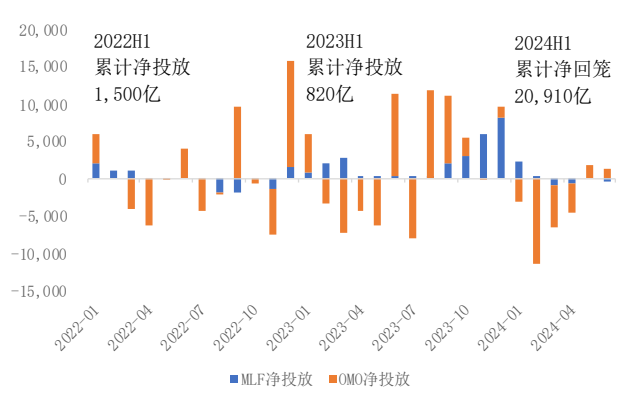
上半年人行灵活运用传统货币政策工具呵护流动性合力充裕，围绕持续创新结构性货币政策工具，信贷政策相机配合。量上，上半年人行通过公开市场操作（OMO）、中期

⁸ 超长期特别国债已发行金额，统计时间截至 2024 年 7 月 12 日。

借贷便利（MLF）灵活调节市场流动性、累计净回笼资金 2.1 万亿元；降准 0.5 个百分点、释放中长期流动性超过 1 万亿元。价上，单边下调 5 年期贷款市场报价利率（LPR）25BP 至 3.95%，下调个人住房公积金贷款利率。同时，聚焦地产转型、产业升级等重点领域，新设科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款两大结构性货币政策工具支持重点领域建设。

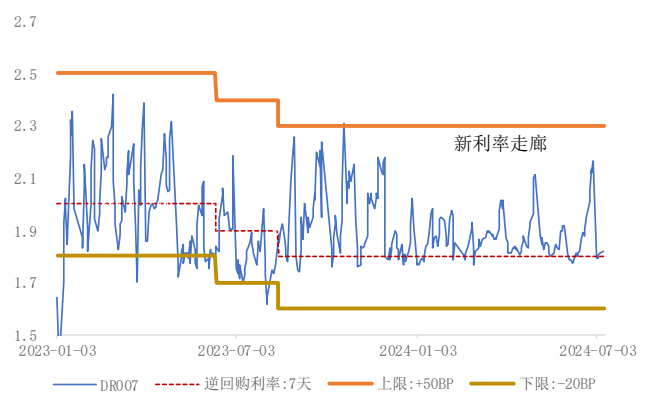
下半年引导降低实体经济融资成本料仍是货币政策重心，持续重视与财政政策配合结构性支持重点领域。伴随全球多国央行渐次步入降息周期，创新流动性管理工具落地（见图表 18、19），人行相机运用数量型、价格型工具引导降低利率的机制料更加灵活。同时，结构型政策工具作为常规总量型工具的补充，下半年预计继续聚焦五篇大文章，引导金融资源投向科技创新、绿色转型、普惠小微等，并创新支持地产行业有序转型。

图表 18：OMO 及 MLF 净投放量（亿元）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 19：新利率走廊（%）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**