

# 促转型与稳增长

—从降息举措看政策的诉求

专题报告 · 宏观经济

国信宏观

证券分析师：董德志  
021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S0980513100001

01

## 本次降息的理解

- ✓ 制度建设的完善；
- ✓ 稳增长的诉求；

02

## 当前经济的隐忧

- ✓ 价格弱；
- ✓ 政策力度不足；

03

## 下半年政策与经济预期

- ✓ 政策原则：稳定（底线）而不刺激（旧动能）；
- ✓ 经济预期：三、四季度小幅恢复；

04

## 债市怎么看？

- ✓ 国内经验认知的“无人区”；
- ✓ 谨慎为宜；

图1：货币政策传导机制变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

## ● 留下的两个问题：

- ✓ 1、未来究竟是OMO—7天为基准还是OMO—隔夜为基准：事实上当打了政策“补丁”（+20-50BP），这个问题已经不再重要；
- ✓ 2、MLF的存留问题：国债买卖可以作为替代工具；（美国货币政策机制如此：回购工具调节短期流动性，国债买卖调节长期流动性）；

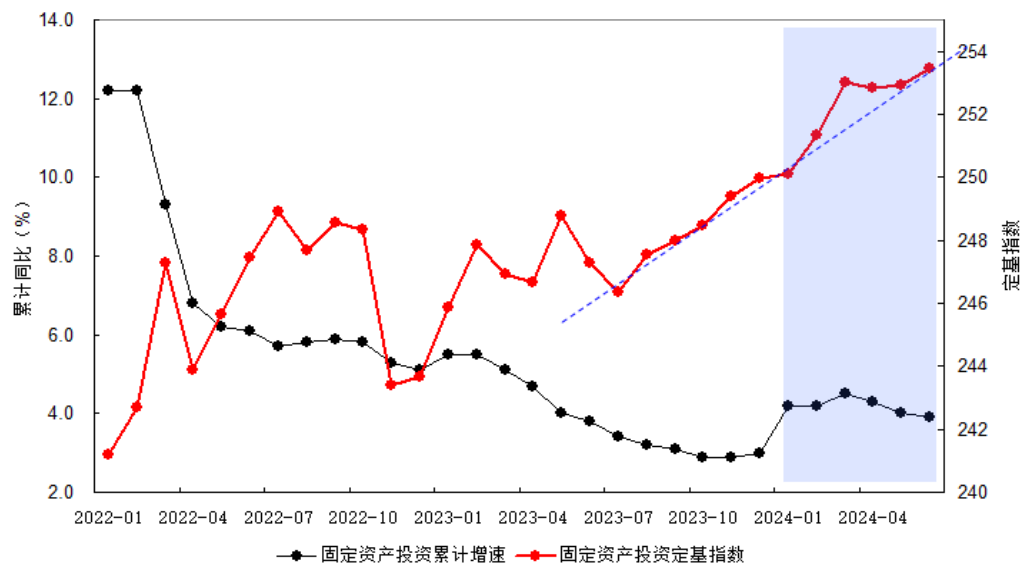
- 对于央行来说：面临的只是微观意义上的诉求
  - ✓ 防缩表（本质为稳增长）+稳汇率+保息差（存贷息差）；
  - ✓ 三者很难同步实现；
- 对于更高层而言：面临的是宏观意义上的诉求
  - ✓ 转型（新旧动能切换）+稳增长
  - ✓ 前者为长期政策趋势，后者为短期政策干预；

# 第二季度的经济波动导致了当前稳增长诉求凝聚

● 在经历一季度GDP（5.3%）的开门红后，二季度GDP回落到目标值下方，只有4.7%。**更为重要的是：问题均出现在内需方面；**

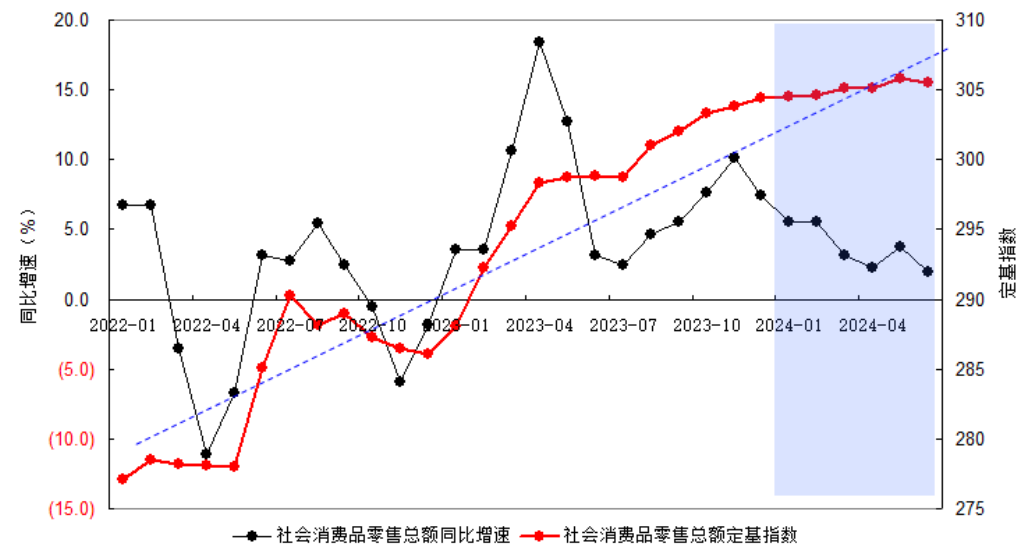
- ✓ 外需不可掌控；
- ✓ 内需的问题：投资不再边际改善+消费低迷；

图2：投资不再边际改善



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：消费低迷



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 二季度经济波动后的两个隐忧：价格与政策

## ● 隐忧之一：价格迟迟无法恢复

价格无法恢复，这直接带动了**投资无法拉动消费**；

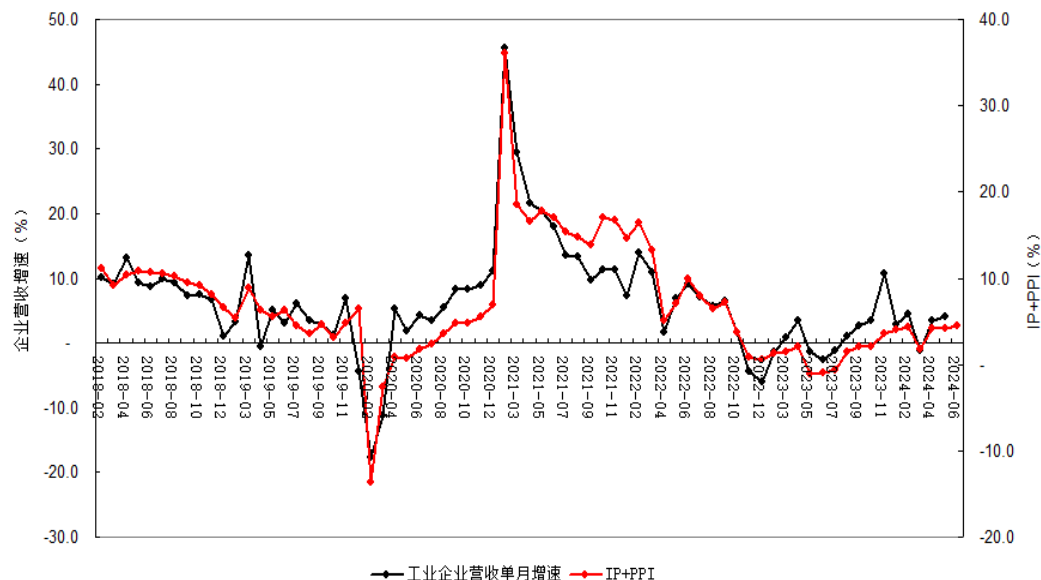
即：**企业营收无法带动居民收入**；

图4：企业营收无法带动居民收入



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

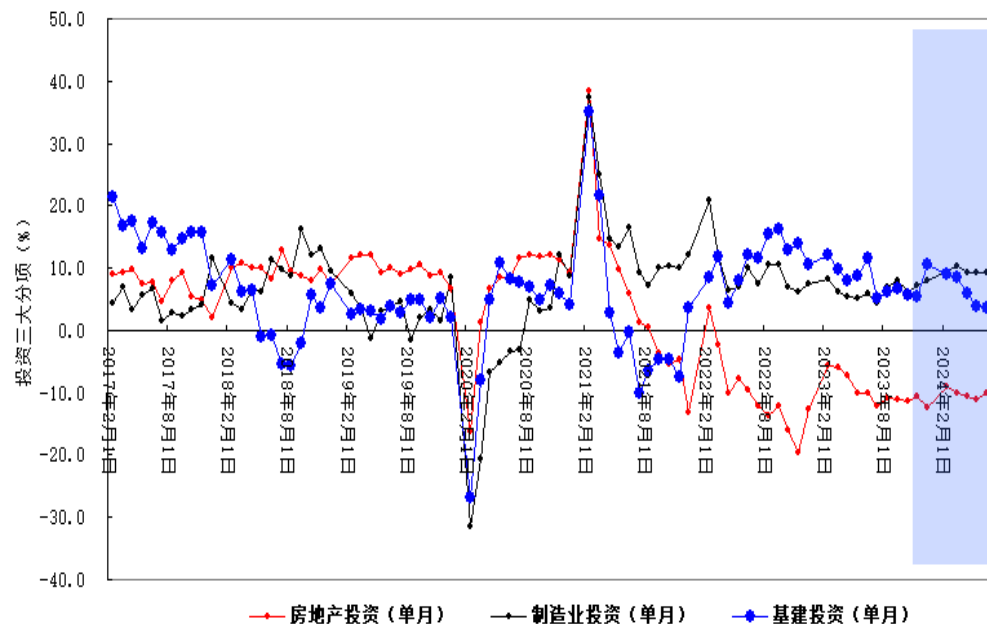
图5：企业营收与价格走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

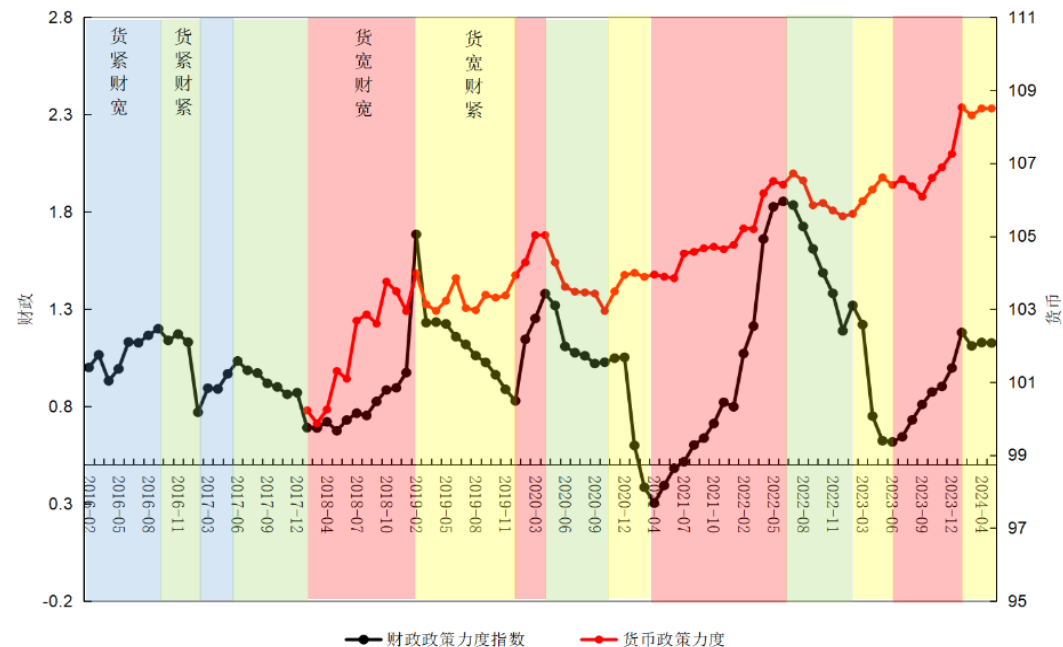
- 隐忧之二：财政政策2季度缺位发力  
导致基建投资回落，进而总投资弱化；

图6：二季度基建投资回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

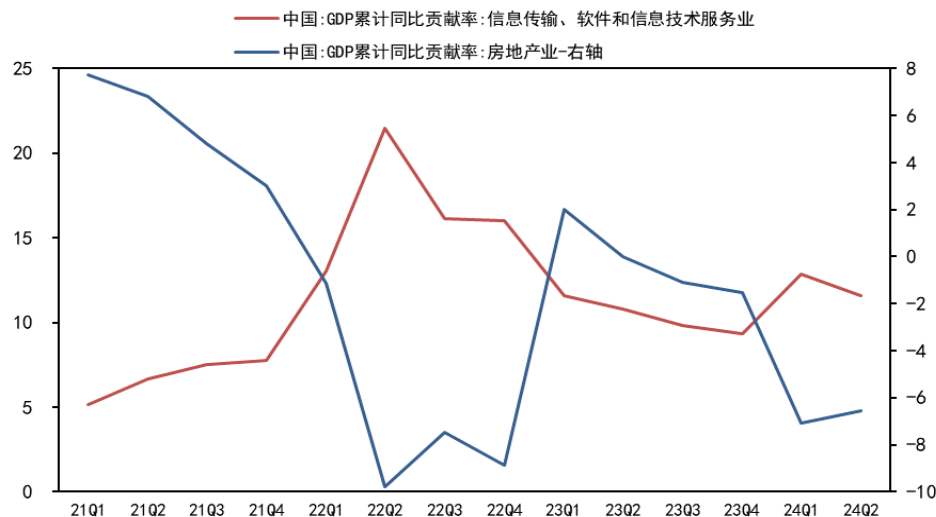
图7：财政政策二季度缺位发力



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

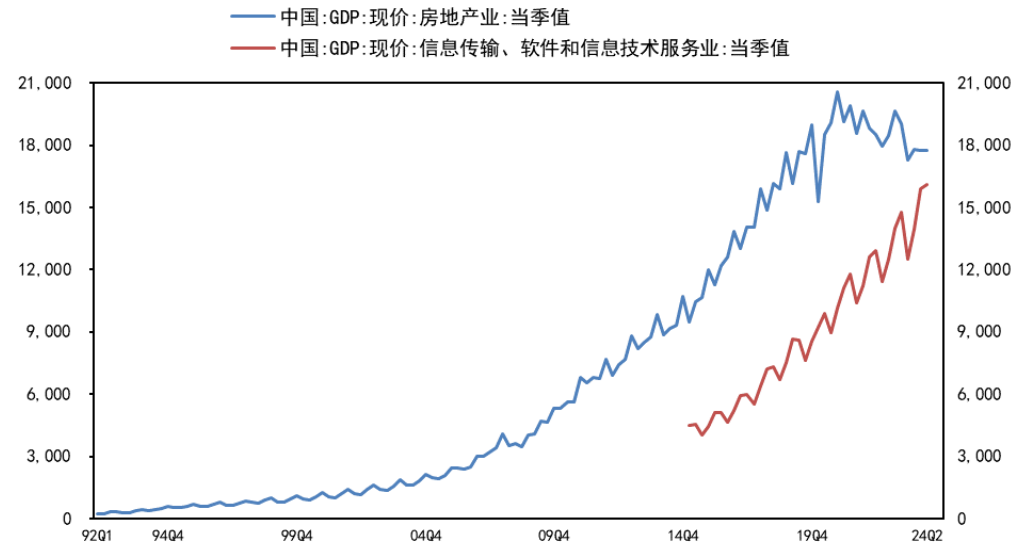
- 转型是长期趋势诉求：新旧动能不仅要转换，更需要平衡，类似于“钢丝绳上的平衡”；
  - ✓ 以房地产行业与信息技术产业为例：彼此对冲，量级相互逼近；
- 稳增长是短期平衡工具：保持2035年GDP翻番目标实现（4.7-4.8%）；
- 因此总体是一种**稳定（底线）而不刺激（旧动能）**的做法；
- 但是，当前的集中诉求应该是：**稳增长，回底线**；

图8：房地产和信息技术产业对GDP贡献彼此对冲



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：房地产和信息技术产业量级逼近

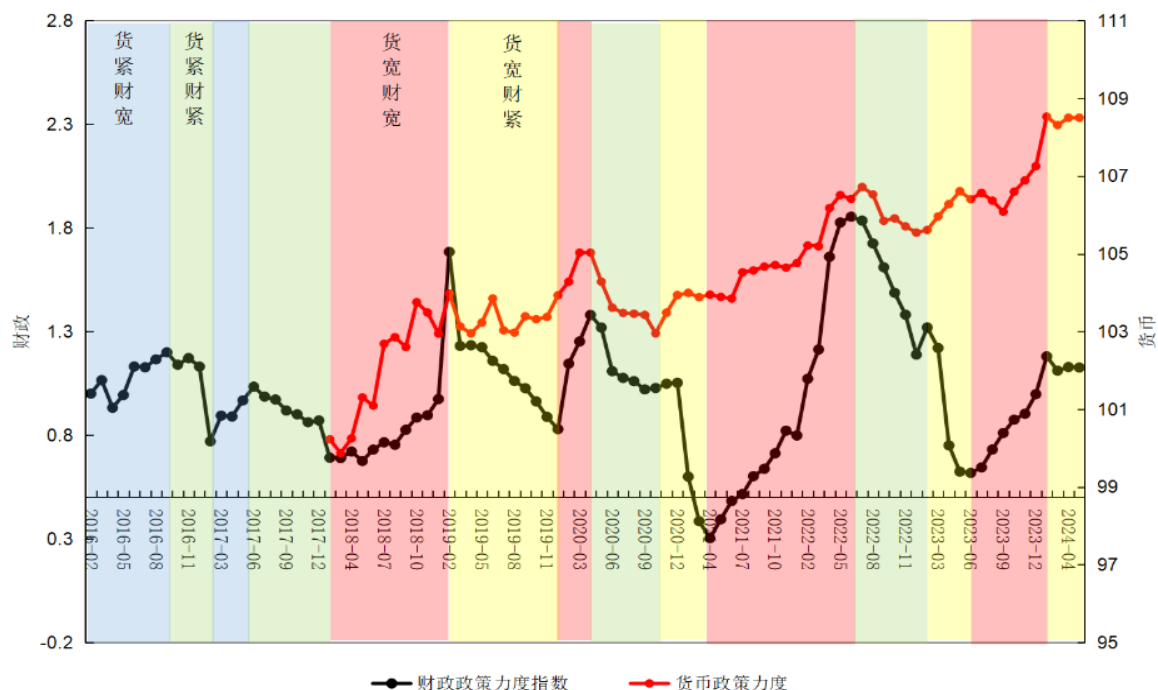


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



- 二季度政策短板不是货币政策，更应该是财政政策；特别是三季度关键（因为基数效应不配合）；
- 货币政策的“明示性” VS 财政政策的“隐蔽性”；
- 稳增长诉求下：货币政策与财政政策双发力，更关注前期短板—财政政策；
- 财政政策力度的高频跟踪：月度—财政政策力度指数；周度—发债进度；

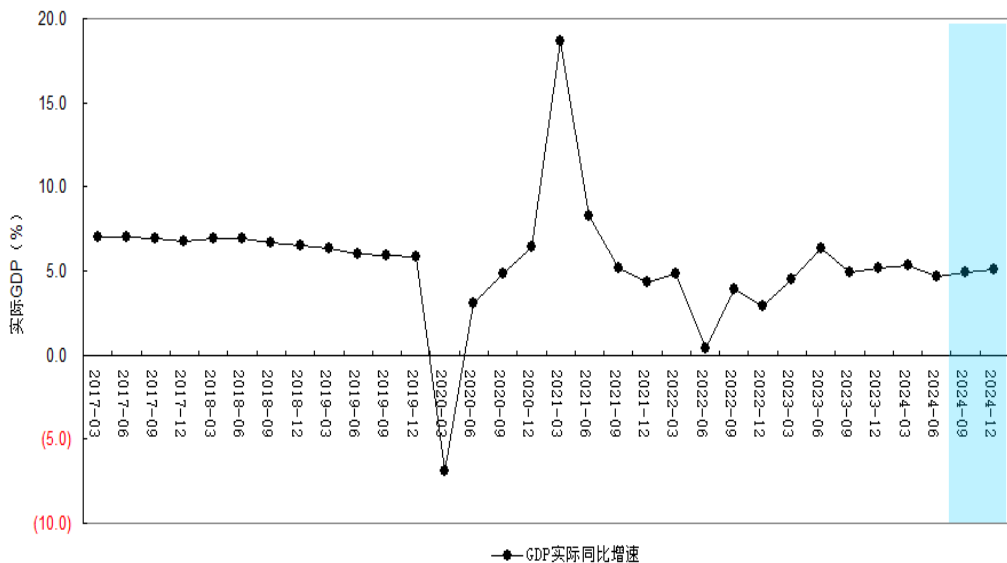
图10： 财政政策和货币政策力度指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

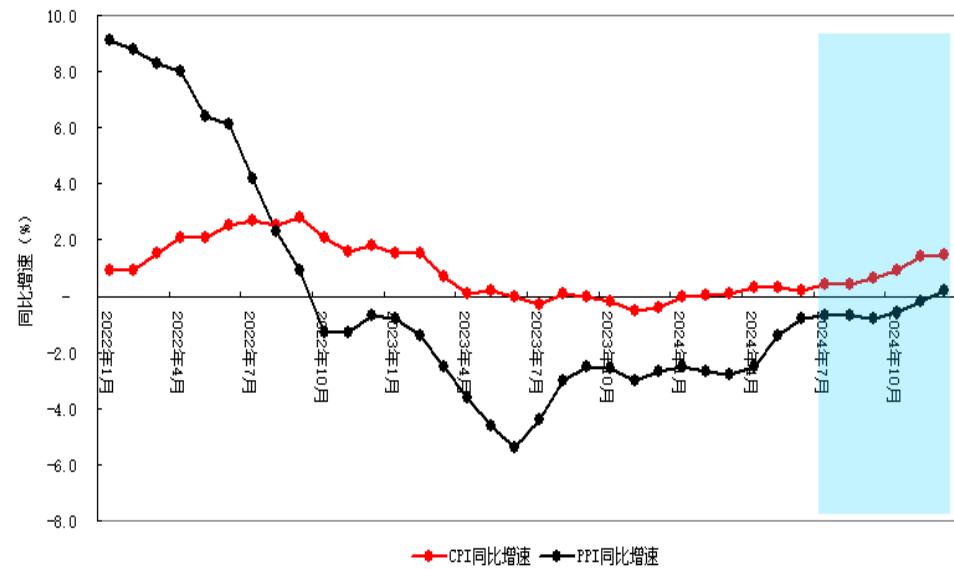
- 在下半年需求端政策加持假设下，有望看到地方政府专项债发行加速，财政政策恢复支持力度；
- 预计2024年中国宏观经济运行将平稳达标；
  - ✓ 2024年四个季度的GDP增速分别为5.3%、4.7%、4.8%和5.1%，全年实际经济增速保持在5%；
  - ✓ 预计2024年下半年CPI、PPI同比增速将持续改善，全年CPI同比增速为0.50%，全年PPI同比增速为-1.2%；
  - ✓ 预计2024年名义GDP增速为5.3%，比2024年的4.6%有所提升；

图11：实际经济增速及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

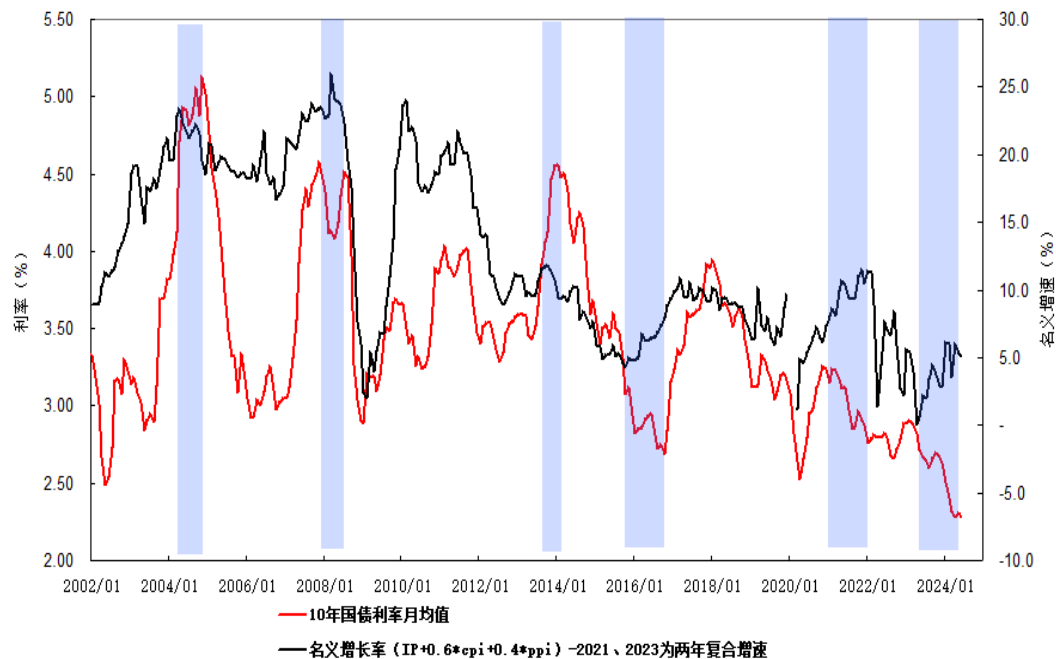
图12：CPI及PPI增速及预测



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

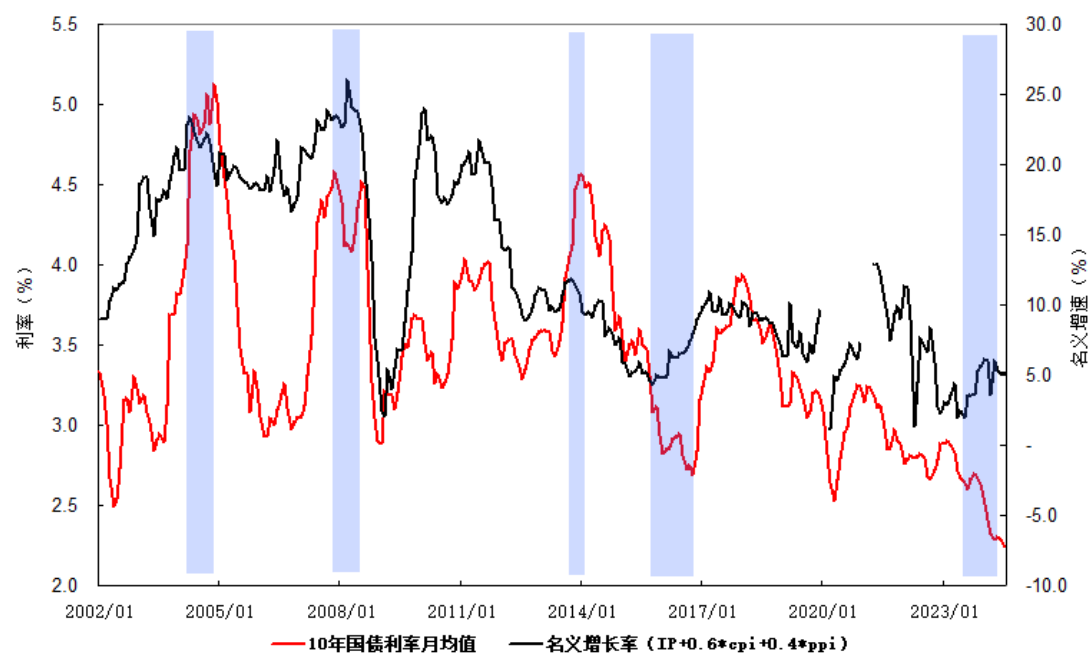
- 传统认知框架的背离；
- 国内经验认知的“无人区”；

图13：10年期国债利率与名义增长率（2021、2023为两年复合增速）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：10年期国债利率与名义增长率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 资金供给曲线与融资需求曲线，构成供需缺口的解释逻辑；
- 今年以来也出现了失效；
- 谨慎为宜；

图15：超储水平与工业生产增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：长端利率与资金供需差



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

谢谢!

- **美联储货币政策的不确定性：**美国降息的幅度和时点等；
- **财政政策力度和经济修复节奏：**财政工具投放的方式、释放节奏和对经济提振效果，以及地方债务问题风险化解；
- **海外地缘冲突尚未缓解：**乌克兰危机走向、巴以冲突局势和对全球商品的影响。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032