



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2024年第4期 总第135期 · 宏观报告

2024上半年宏观经济回顾与展望

李庆 何欣 洪宇 周余倩

合肥兴泰金融控股（集团）有限公司

兴泰研究院

二〇二四年八月

咨询电话：0551-63753813

服务邮箱：xtresearch@xtkg.com

公司网站：<http://www.xtkg.com/>

联系地址：合肥市政务区

祁门路1688号兴泰大厦2602室

更多精彩 敬请关注
兴泰季微信公众号



在波澜中前行 ——2024上半年宏观经济回顾与展望

2024.08

CONTENT 目录

宏观经济：在波澜中前行

- 国际经济形势：微弱复苏，风险犹存
- 国内经济形势：形有波动，势仍向好
- 破局与展望：稳需求，化风险，谋长远

科创金融：在探索中融合

- 对科创金融发展的几点思考

策略建议：增强核心功能

- 对集团业务发展的策略建议

国际经济形势：微弱复苏，风险犹存

全球经济从衰退中逐渐复苏，但复杂性、不确定性上升

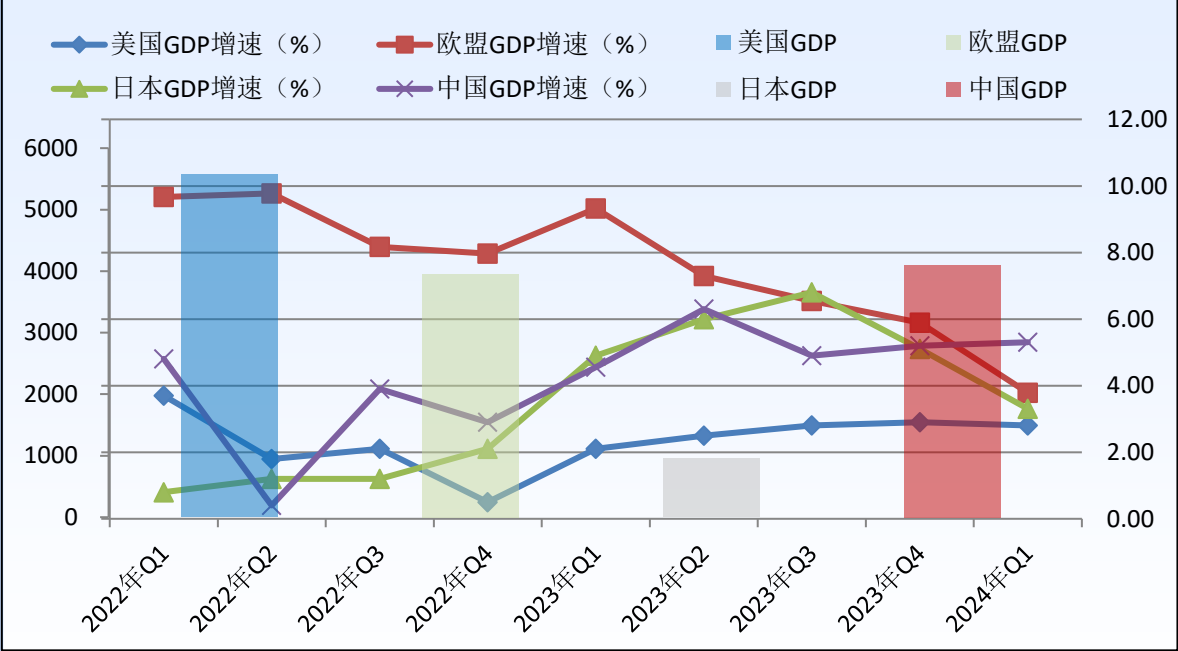
一是全球经济保持韧性，但各国分化加剧

- 根据IMF7月最新预测，2024、2025年全球经济增速均为3.2%、3.3%，与4月预期保持一致。该报告用“裹足不前”来形容全球经济：虽呈现有利变化，但比预期缓慢

IMF世界经济展望						
	2022年	2023年	预测值		与24年4月IMF预测值的差异	
			2024年	2025年	2024年	2025年
世界	3.2	3.3	3.2	3.3	-	0.1
发达经济体	2.6	1.7	1.7	1.8	-	-
新兴经济体	4.1	4.4	4.3	4.3	0.1	0.1
美国	1.9	2.5	2.6	1.9	-0.1	-
欧元区	3.4	0.5	0.9	1.5	0.1	-
日本	1.0	1.9	0.7	1.0	-0.2	-
中国	3.0	5.2	5.0	4.5	0.4	0.4
印度	7.0	8.2	7.0	6.5	0.2	-

- 发达经济体方面，整体表现一般。美国在经历持续强劲的表现后，出现了超预期增速放缓，24年经济增速下调至2.6%；欧元区触底回升，24年增速将出现0.9%的小幅回升，但制造业持续疲软，复苏缓慢
- 新兴经济体方面，增速稳定，是亚洲经济活动走强推动的，尤其是中国和印度，中国24年经济增速上调至5%，主要是私人消费反弹和出口表现强劲，印度24年经济增速上调至7%

图表1：世界主要经济体GDP增速



- 我国经济增速保持领先，是世界经济增长的重要引擎和稳定力量

全球经济从衰退中逐渐复苏，但复杂性、不确定性上升

二是全球通胀总体缓解，但回落速度或不及预期

- 全球主要发达经济体通胀已从22年高点的10%左右降至目前的3%左右，但下行的趋势有所放缓。
- 一方面，商品价格下降是通胀下行的主要因素，但是贸易或地缘政治局势再度紧张可能带来价格压力，推升供应链中进口货物的成本，影响商品价格回落；另一方面，服务业通胀居高不下，可能会增加工资和物价通胀的粘性。
- 同时，伴随着通胀回落，2024年上半年，瑞士、瑞典、加拿大和欧元区等欧美经济体开始降息，由于经济基本面相对强劲和通胀下行趋势尚不明朗，市场预期的美联储降息时点不断延后，美联储降息路径仍存在高度不确定性

图表2：主要经济体经济指标

经济体	指标	2023年Q1			2023年Q2			2023年Q3			2023年Q4			2024年Q1		
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
美国	实际GDP增速 (环比折年率, %)	2.2			2.1			4.9			3.4			1.6		
	失业率 (%)	3.4	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	3.8
	CPI (同比, %)	6.4	6	5	4.9	4	3	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5
欧元区	实际GDP增速 (同比, %)	1.3			0.6			0.1			0.1			0.4		
	失业率 (%)	6.7	6.6	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.6	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
	HICP (同比, %)	8.6	8.5	6.9	7	6.1	5.5	5.3	5.2	4.3	2.9	2.4	2.9	2.8	2.6	2.4
日本	实际GDP增速 (环比折年率, %)	4			4.2			-3.2			0.4			0		
	失业率 (%)	2.5	2.6	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.6	2.6
	CPI (同比, %)	4.3	3.3	3.2	3.5	3.2	3.3	3.3	3.2	3	3.3	2.8	2.6	2.2	2.8	2.7

- 三是地缘政治风险上升，不确定性增强
- 贸易保护主义抬头、地缘政治局势紧张、全球产业链重构，使得近年来国际贸易和投资增速大幅放缓。同时，主要经济体进入选举周期，内政外交政策变数加大，也加剧全球经济面临的不确定性
- 目前全球经济复杂的走势，会对中国经济在对外贸易、资本流动、国内价格、本币汇率等多个层面带来挑战



国内经济形势：形有波动，势仍向好

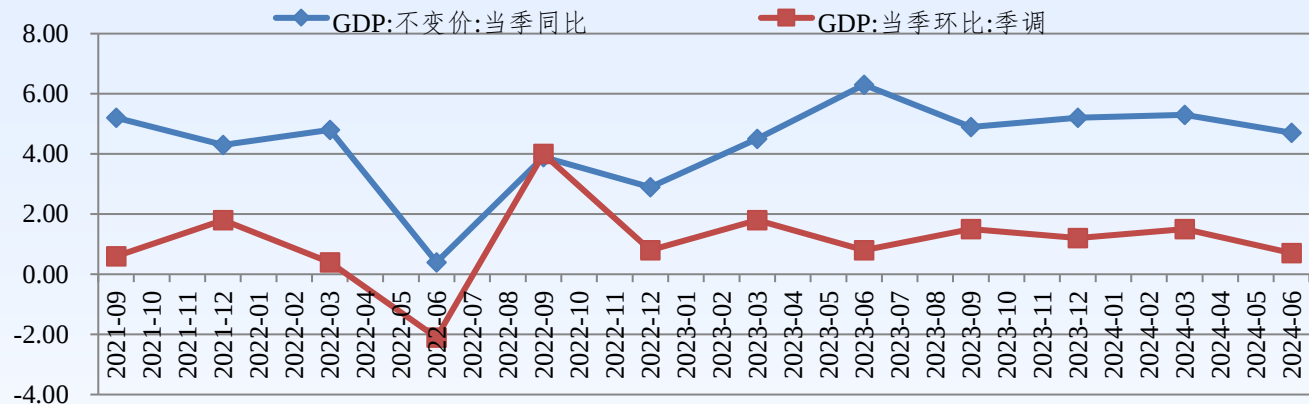
上半年经济运行总体平稳，亮点突出

经济稳定增长

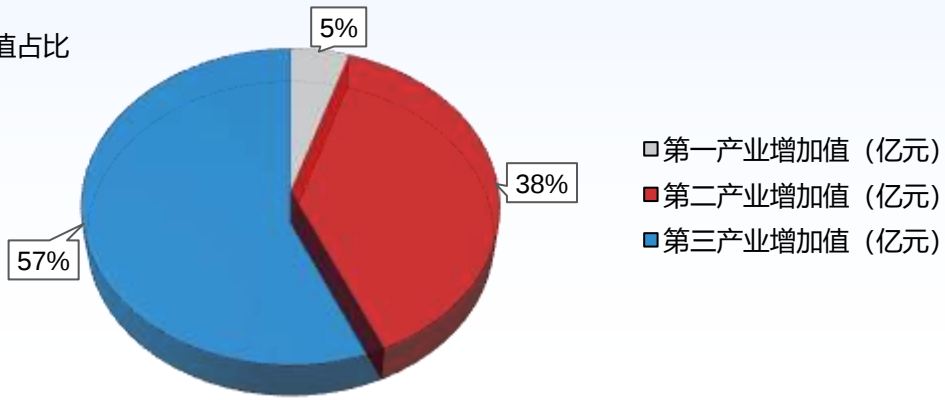
- 2024年上半年，国内经济恢复情况好于预期，国内生产总值（GDP）61.7万亿元，同比增长5.0%，呈现长期向好的发展态势。

- 从环比看：**二季度GDP环比增长0.7%。环比增速连续八个季度正增长，经济保持平稳向好态势
- 从产业看：**第一产业增加值3.07万亿元，同比增长3.5%，对经济增长的贡献率为3.8%；第二产业增加值23.65万亿元，同比增长5.8%，对经济增长的贡献率为43.6%；**第三产业增加值34.96万亿元，同比增长4.6%，对经济增长的贡献率为52.6%，已成为经济增长的主要驱动力，产业结构在不断优化**
- 合肥市方面，上半年全市生产总值0.61万亿元，同比增长5.5%

图表3：中国GDP同比环比



图表4：中国GDP-三产业增加值占比



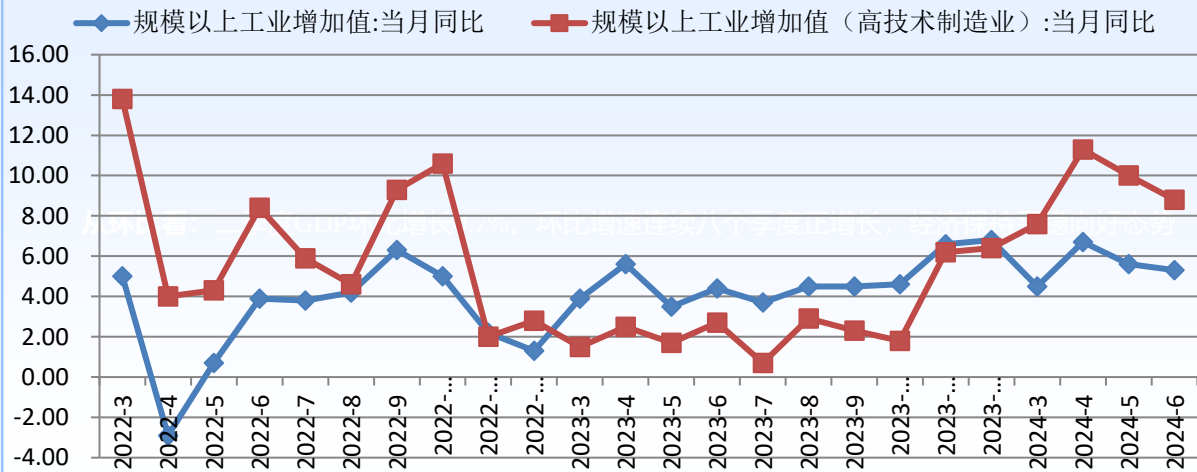
国内经济形势：形有波动，势仍向好

上半年经济运行总体平稳，亮点突出

- **工业生产持续改善**
- 2024年上半年，工业表现强劲，产业结构不断优化，制造业高端化、智能化趋势明显

- **从总量看：**规模以上工业增加值累计同比增速6.0%，较去年同期高2.2个百分点
- **从质量看：**新动能加快成长壮大。上半年，规模以上高技术制造业增加值占规模以上工业增加值的比重为15.8%，比一季度提高0.6个百分点。同时增速逐月回升，上半年高技术产业增加值累计增长8.7%，显著高于去年同期和去年全年增速
- 合肥市方面，上半年规模以上工业增加值同比增长15%，较一季度加快3个百分点，创近30个月新高。产业结构不断优化，高技术制造业增加值占规上工业31.5%，增加值增长35.8%。重点产业拉动强劲，汽车及零部件产业、平板显示及电子信息产业增加值同比分别增长24.5%和45.4%，拉动规上工业3.1和9.2个百分点

图表5：规模以上工业及高技术制造业增加值同比



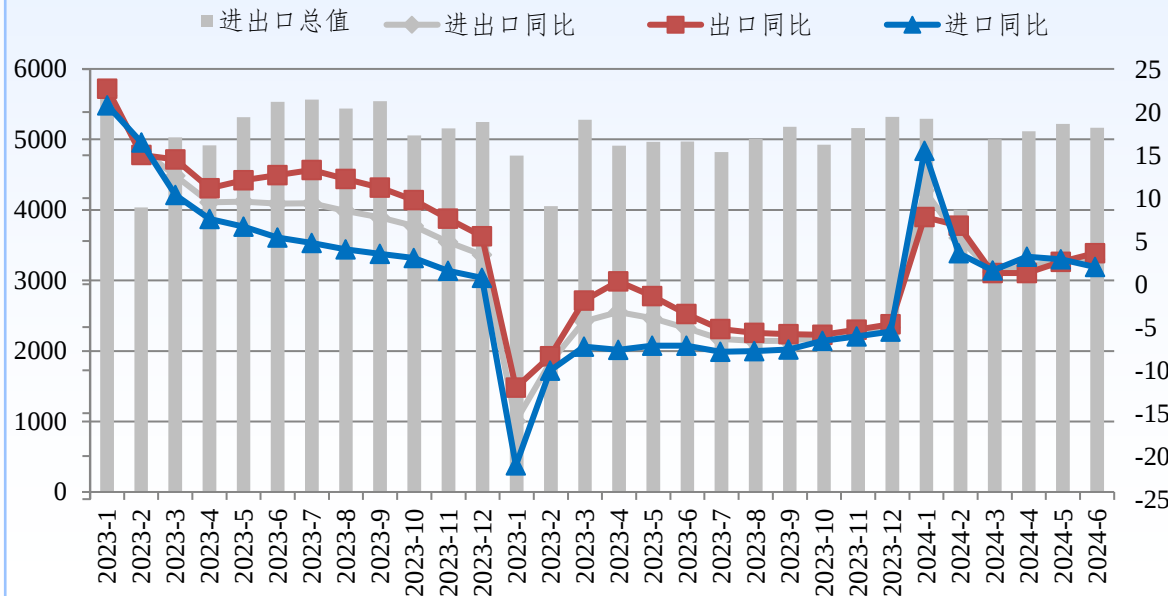
国内经济形势：形有波动，势仍向好

上半年经济运行总体平稳，亮点突出

• 进出口规模创新高，出口持续向好

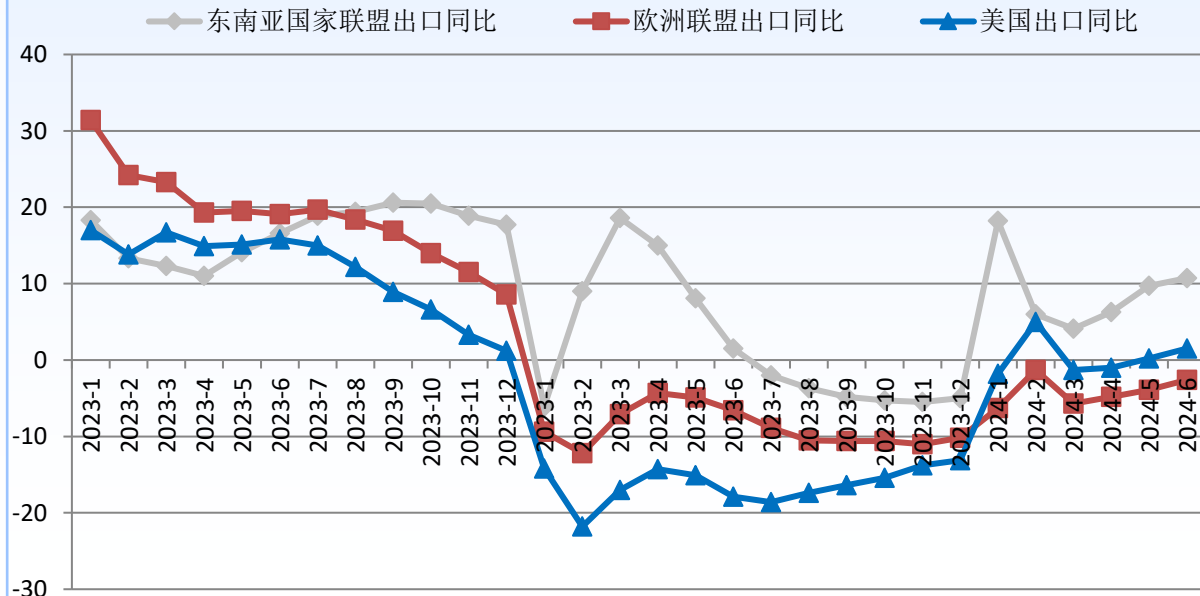
- 从总额来看，上半年货物进出口总额达21.2万亿元，规模创历史同期新高，其中出口增速6.9%。贸易结构持续优化，民营企业进出口增长10.7%，占进出口总额的比重为54.3%，比上年末提高0.8个百分点

图表6：中国进出口总值及同比



- 从出口来看，重点产品出口优势巩固，机电产品出口增长8.2%，占出口总额的比重为58.9%，“新三样”出口稳步增长，新能源汽车出口量稳居世界第一。结构方面，对东盟、拉丁美洲等新兴经济体出口好于对美国、欧盟等发达经济体。

图表7：中国主要出口经济体出口量同比



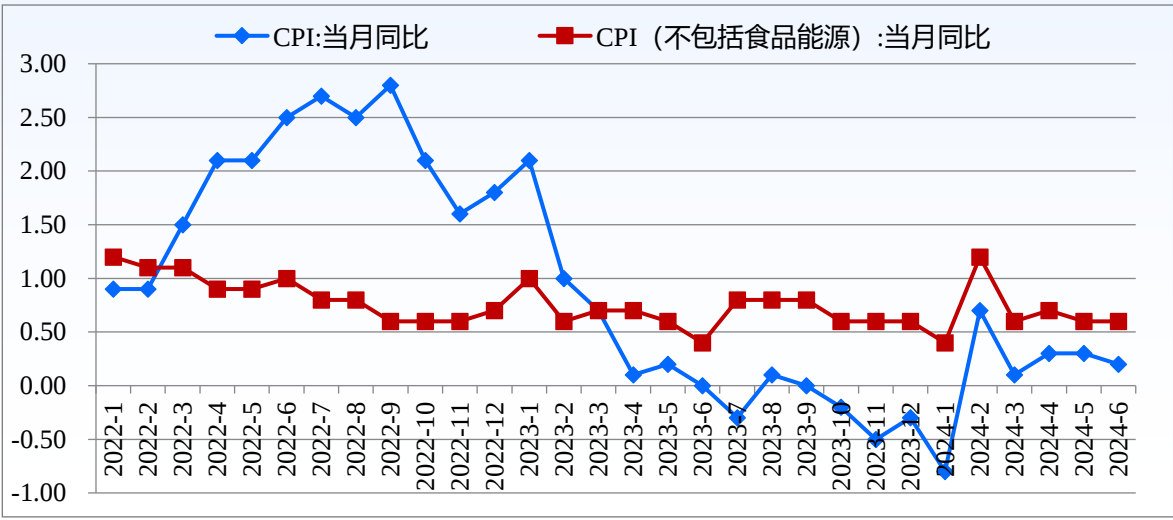
国内经济形势：形有波动，势仍向好

上半年经济运行总体平稳，亮点突出

• 物价温和回升

- 从消费端看：上半年居民消费价格（CPI）同比上涨0.1%，其中二季度上涨0.3%；扣除食品和能源价格的核心CPI基本稳定，同比上涨0.7%。分类来看，工业消费品受国际油价和金价上涨影响，价格涨幅扩大，同比上涨0.5%；食品价格受生猪产能去化影响，降幅有所收窄，同比下降2.7%，降幅比一季度收窄0.5个百分点；服务价格涨幅略有回落，同比上涨0.9%

图表10：中国CPI及核心CPI同比



- 从供给端看，上半年PPI仍处于负区间，但边际好转。24年1月以来，PPI同比始终维持负增长，但受部分国际大宗商品价格上行及国内工业品市场供需关系改善等因素影响，1-6月PPI同比从-2.5%到-0.8%，降幅逐渐收窄

图表11：中国CPI同比及PPI同比



当前国内经济形势依然面临挑战

What
主要是内需不足

- 近年高层研判经济形势时，提示下行压力挥之不去，需求增长总体偏弱的形势已持续较长时间
- 疫情时：
20年疫情冲击经济触底，后21年遭遇“需求收缩，供给冲击、预期转弱三重压力”。22年底“三重压力仍然较大”。
- 疫情后：
23年两会提出“三重压力仍然较大”，一季度“三重压力缓解”
7月底政治局会议：当前经济困难挑战“主要是国内需求不足”

2024年4月政治局会议：“主要是有效需求仍然不足”

图表12：中国主要经济指标一览

指标		2023Q1	2023Q2	2024Q1	2024Q2
供给	• GDP	4.5%	6.3%	5.3%	4.7%
	• 工业增加值（规模以上）	3.0%	4.5%	6.1%	5.8%
内需	• 固定资产投资（累计）	5.1%	3.8%	4.5%	3.9%
	其中：基建-不含电力	8.8%	7.2%	6.5%	5.4%
	制造业	7.0%	6.0%	9.9%	9.5%
	房地产	-5.8%	-7.9%	-9.5%	-10.1%
外需	• 社会消费品零售总额	5.8%	10.7%	4.7%	2.6%
	• 净出口	22.0%	1.9%	0.3%	15.4%

- 经济主要依赖工业生产和外需拉动，内需偏弱，特别是消费不足的问题在加剧

国内经济形势：形有波动，势仍向好

当前国内经济形势依然面临挑战

➤ 内需不足的分析：消费明显走弱，动能放缓，信心不足

1、整体消费增速下滑：

- 整体增速下滑：上半年社会消费品零售总额同比增速 3.7%，较去年同期和一季度分别下降了4.5和1.0个百分点
- 从结构上看，其中商品零售额增长3.2%，餐饮收入增长7.9%，商品零售额增速下降更快，6月同比增速只有1.5%。主要来自地产和汽车行业消费疲软，特别是汽车6月销售额已同比负增长1.9%

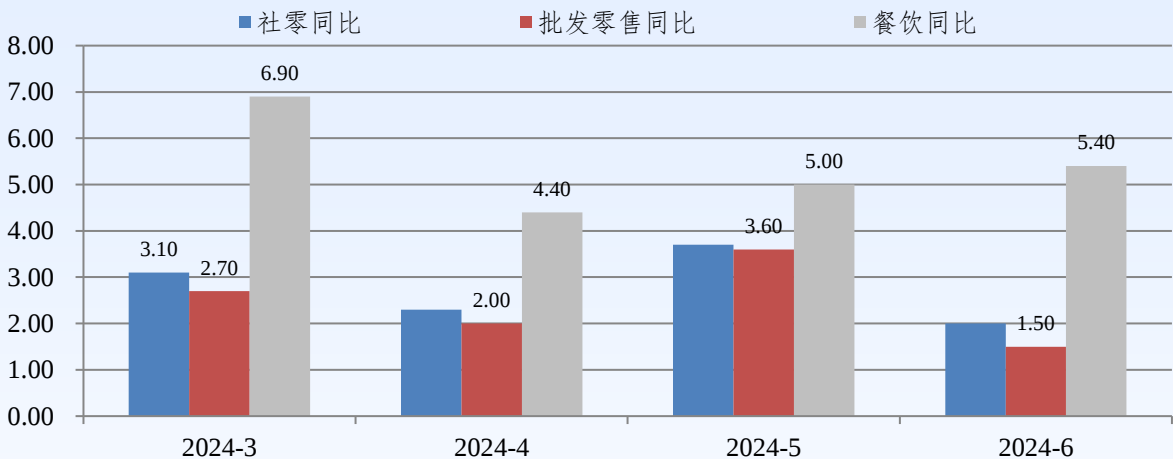
2、居民消费意愿下降

- 从支出看，人均消费支出24年二季度从一季度的8.3%下滑至6.7%，消费降速的根本原因在于收入降速，而非消费意愿下降
- 从收入看，居民工资性收入与财产性收入的同比增速较之于24年一季度分别下滑2.5、2.2个百分点。在地产防风险环境下，收入恢复偏慢或将持续压制后续居民消费的修复路径

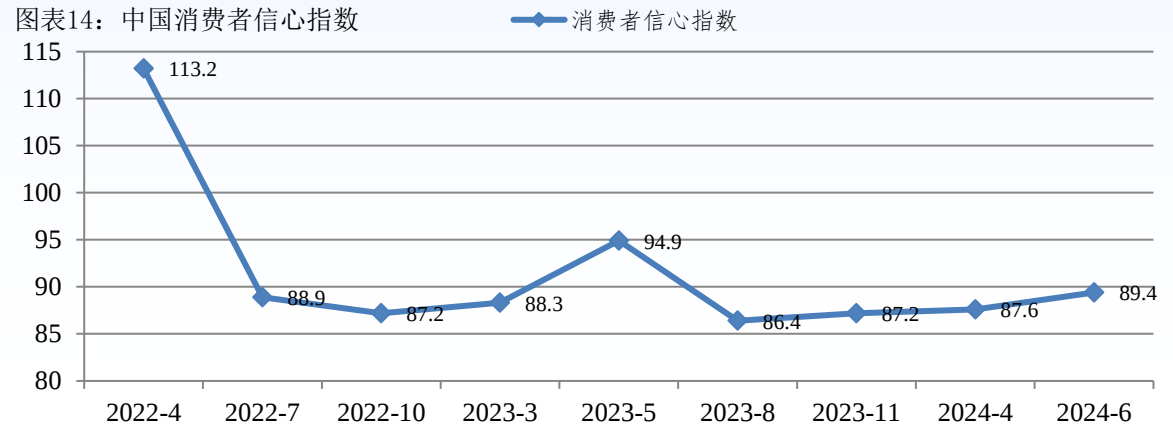
3、消费信心仍处于低位

- 2024年6月消费者信心指数边际有所增强，由上月的87.6上升至89.4，但仍处于低位

图表13：社会消费品零售总额同比



图表14：中国消费者信心指数



国内经济形势：形有波动，势仍向好

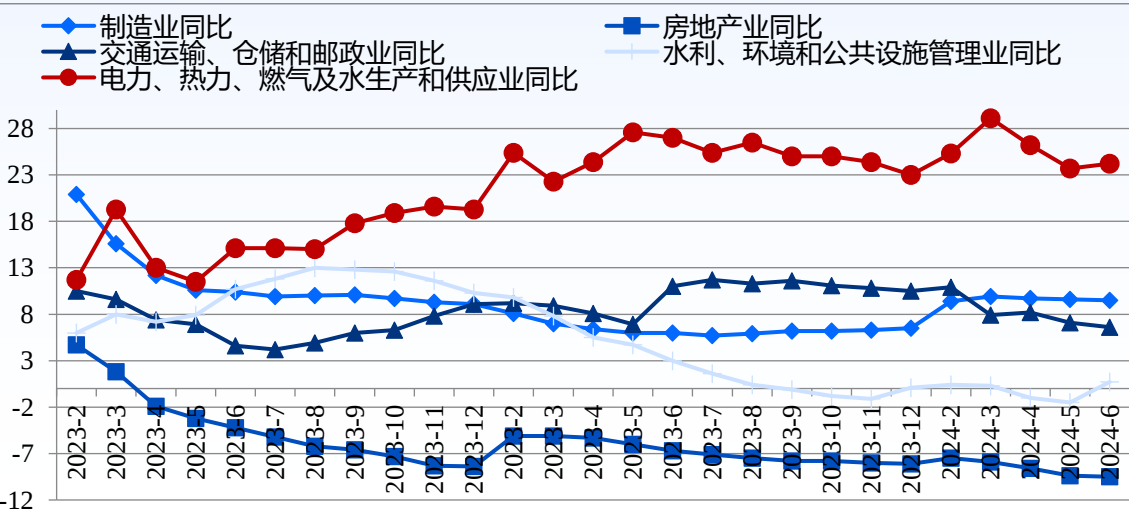
当前国内经济形势依然面临挑战

➤ 内需不足的分析：投资小幅下滑，受房地产影响较深

1、房地产拖累整体投资

- 上半年房地产开发投资累计**同比下降10.1%**，较上季度末下降0.6个百分点，较去年同期下降2.2个百分点
- 上半年我国新建**商品房销售面积**4.79亿平方米，**同比下降19%**，新建**商品房销售额**4.71万亿元，**同比下降25%**
- 尽管随着房地产新政效果持续释放，市场活跃度有所回升，销售边际改善，但**房地产市场短期内的形势仍不容乐观**

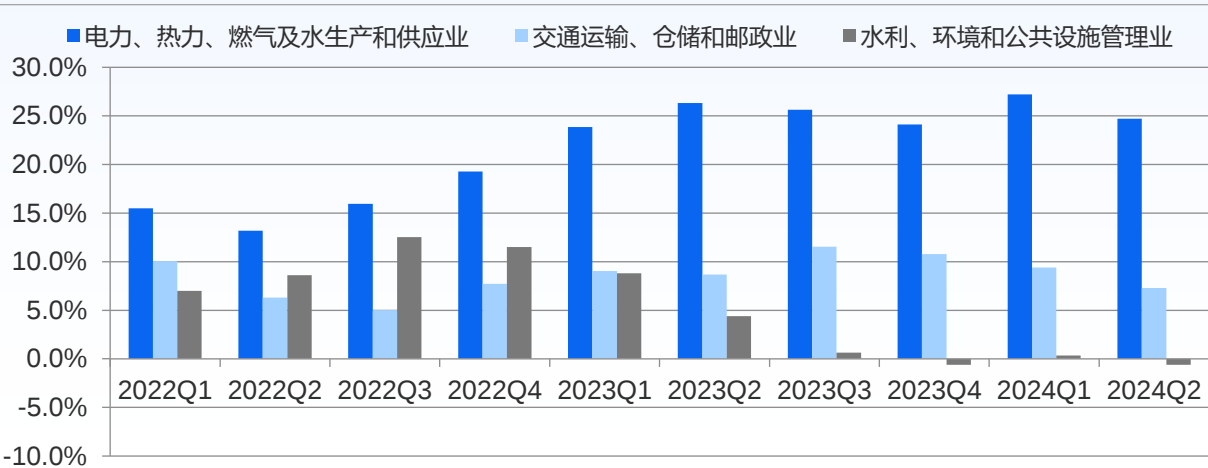
图表15：固定资产投资同比



2、基建投资内部呈现分化

- 上半年，基础设施投资同比增长5.4%。基建内部的分化则进一步加剧：电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速为24.2%；交通运输、仓储和邮政业的累计同比增速为6.6%；而**占整体基建投资一半左右的水利、环境和公共设施管理业投资持续低迷**，累计同比投资增速降至0.7%，其中**作为行业主体的公共设施管理业投资累计同比增速降至-4.5%**。这主要是因为地方城投在化解债务风险的进程中，**新增融资受到严厉的约束，对地方基建的支持力度减弱**

图表16：基建投资同比



国内经济形势：形有波动，势仍向好

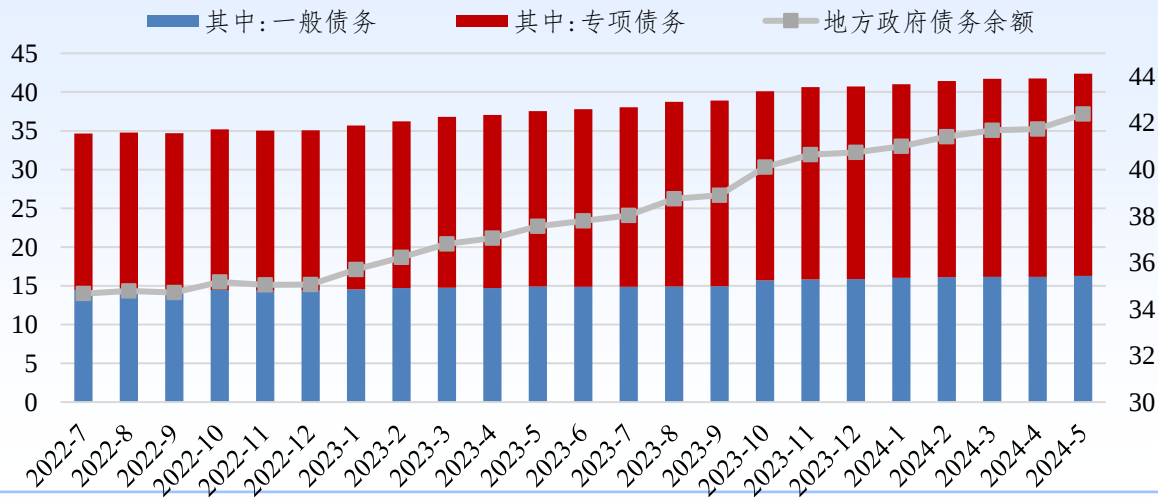
当前国内经济形势依然面临挑战

➤ 需关注重点领域风险隐患

1、地方债务压力上升，对地产财政造成挤压：

- 地方债务余额规模显著上升：到2024年5月，地方政府的债务余额已达42.38万亿元，其中，地方一般债务余额达16.27万亿元，地方专项债务余额达26.11万亿元
- 地方政府化债对财政的挤压效应有待缓解：地方政府的融资下降，地方财政收支强度减弱，若不能及时缓解将影响内需的修复，并容易积累更大的金融系统性风险

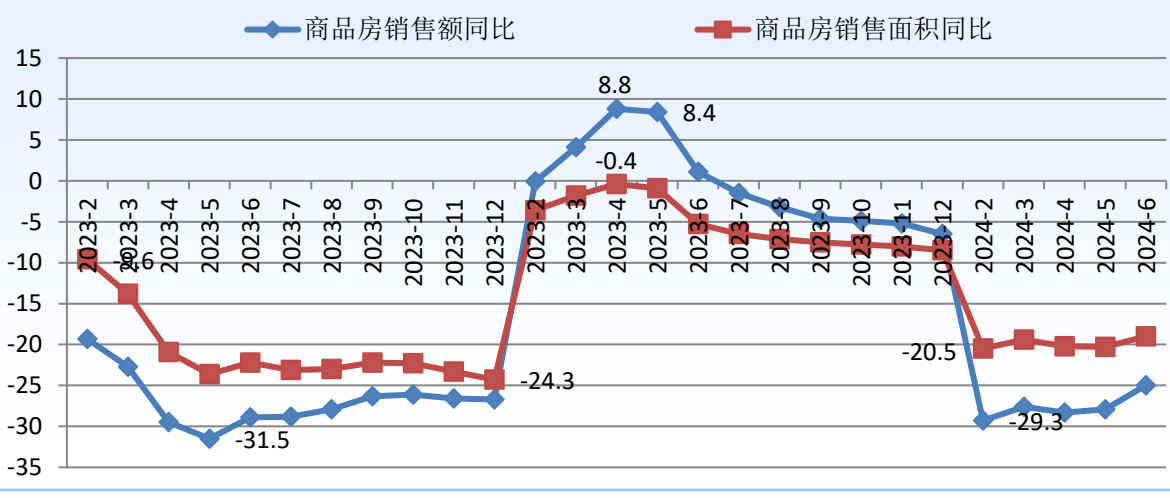
图表17：地方政府债务余额及构成



2、房企现金流未显著改善，债务压力或危及金融稳定形势：

- 房企的流动性风险渐显：部分头部民营房企流动性紧张，叠加房地产销售收缩引发的现金流不足，可能带来房企债券、贷款违约问题
- 商品房库存大规模积压：2016~2017年棚户区改造浪潮后，诸多大型房企在三四线城市开发了大量商品房项目，在目前三四线城市家庭置业饱和度较高、人口净流出背景下，项目滞销而大规模积压可能带来三四线房价预期不振、相关开发商回款受阻等负面影响

图表18：商品房销售额、销售面积同比

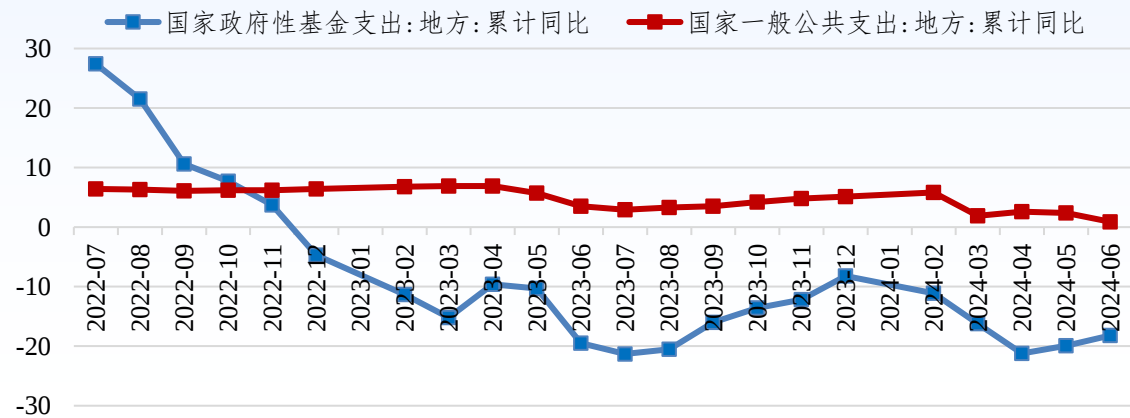


破局与展望：稳需求，化风险，谋长远

从短期来看，政策需发力

- **宏观政策：**政治局7月30日召开会议, 指出**宏观政策要持续用力、更加给力**，表示 “**要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策**，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”
- **财政政策方面，**
 - **抓好落实：**“**要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债**”。上半年政府性支出乏力，下半年全口径下广义财政空间还有6.04万亿元，将进一步统筹用好赤字、专项债与超长期特别国债，提高资金效益和政策效果
 - 超长期特别国债将拿出3,000亿元用于支持大规模设备更新和消费品以旧换新，这将对扩大内需产生积极提振
 - **把握好化债节奏：**一方面要继续**完善和落实地方一揽子化债方案**，创造条件加快化解地方融资平台债务风险；另一方面，考虑到地方财政受压，政治局会议提出 “**确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展**”，提示注意化债节奏
 - **谋划新一轮财税体制改革：**重点解决当前存在的**地方财源不足，央地间财权事权不匹配，政府与市场边界不清**等问题。**后移消费税征收环节并稳步下划地方成为税制改革的重要关注点**
- **货币政策方面，**
 - **适度增加总量积极调节力度，充分利用结构性工具：**一方面，应对现实总需求偏弱的形势，货币政策需适度增加总量积极调节力度；另一方面，**政治局会议提出“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”**。**预期下半年将继续灵活运用利率、存款准备金率等政策工具**

图表19：地方政府支出构成与同比



从短期来看，政策需发力

- **地产政策与经济政策：**7月30日政治局会议指出要以提振消费为重点扩大国内需求；落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策

- **地产政策方面，**

- 政治局会议强调，“要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式”
- **去库存仍是政策重点：**上半年“517”新政后多个省市跟进落实，刺激购房需求，但目前效果并不明显，下半年将延续政策优化趋势，一方面部分城市仍有望继续降低房贷利率、降低交易税费，一线城市继续优化限购政策
- **商品房收储被寄予厚望：**各地国企收储未售新房预计将进入实际落地阶段，同时南京、郑州等国企“收旧换新”模式或将得到推广

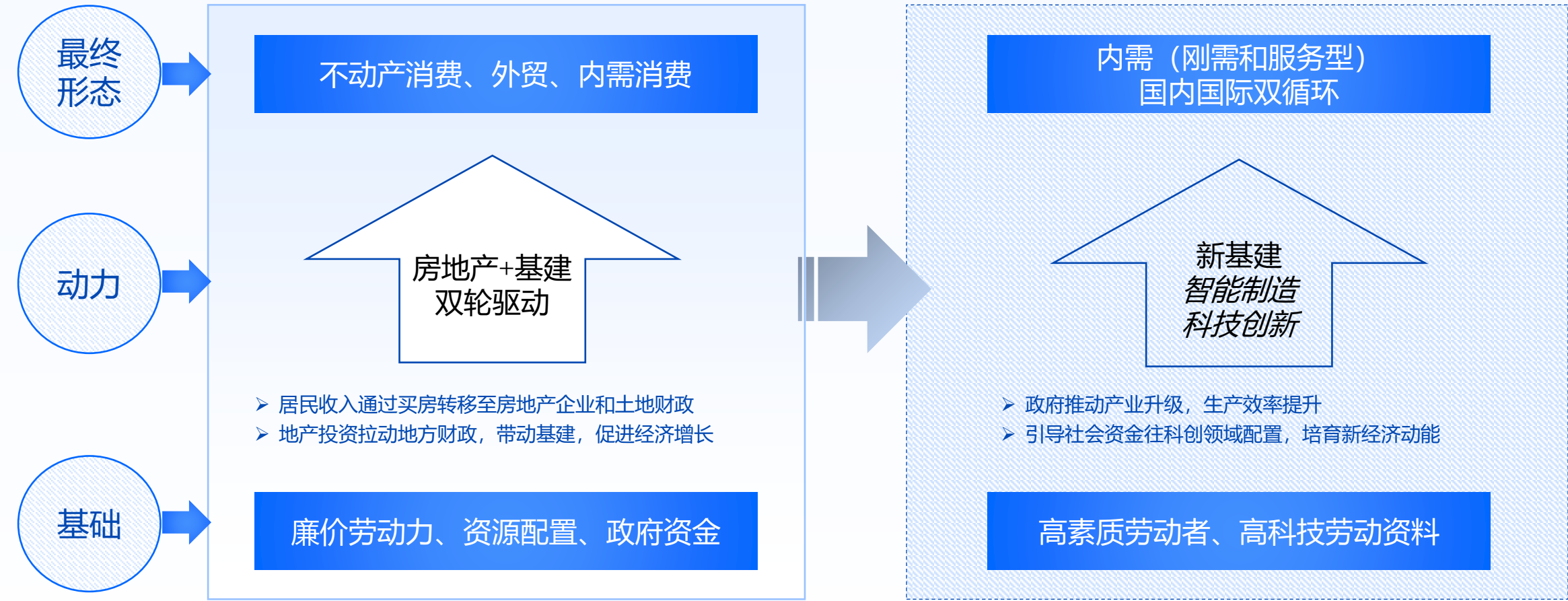
- **经济政策方面，**

- 政治局会议强调，“经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费”
- **激发有潜能的消费：**一是促进居民多渠道增收，扩大中等收入群体规模，强化农民增收举措；二是把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手。大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点，促进新能源汽车、电子产品等大宗消费，同时以提高技术、能耗、排放等为标准，推动消费品以旧换新
- **扩大有效益的投资：**调动民间投资积极性，推动降低投融资成本

破局与展望：稳需求，化风险，谋长远

从长期来看，是结构的深刻调整

➤ 经济结构的变迁：新质生产力



CONTENT 目录

宏观经济：在波澜中前行

- 国际经济形势：微弱复苏，风险犹存
- 国内经济形势：形有波动，势仍向好
- 破局与展望：稳需求，化风险，谋长远

科创金融：在探索中融合

- 对科创金融发展的几点思考

策略建议：增强核心功能

- 对集团业务发展的策略建议

科创金融的逻辑



科技创新的成功，
或许只是小概率事件

- 科创金融需要一定的风险收益去匹配



如何更好地发展



科创金融
具有高泡沫高风险的特质

- 科创金融需要接受其特质并缓释风险

对科创金融发展的几点思考

厘清逻辑，疏通堵点，缓释风险

科创金融 实践中的痛点

01 “耐心资本”与资本逐利性之间存在冲突 ●●●

- ◆ “耐心资本”具有一定的非营利性和正外部性，具备比传统资本更强的风险承受能力，需放弃一些短期收益。而实践中，地方政府基于合规与体制约束可能把短期风险转化为长期风险

02 选择性产业政策影响金融配置效率

- ◆ 选择性产业政策会使得金融在配置资源的过程中产生过度的泡沫化与更高的风险，一定程度上扭曲市场价格，导致收益与风险的不匹配

03 金融信用的效能发挥受限 ●●●

- ◆ 前沿技术具有较高的不确定性，价值评估缺少有效的同行评议与量化指标衡量，以及实证数据佐证
- ◆ 科创企业的高风险性尚缺乏一套适应科技规律与国情特色的科技信用评价体系与之相匹配

04 科创金融的供需失衡 ●●●

- ◆ 我国金融体系以间接融资为主，以银行业金融为代表的间接融资难以流向科创领域，供给总量不足
- ◆ 科技成果转化阶段、早期科技创新企业金融供给匮乏，中后期科技创新企业供给“过热”

对科创金融发展的几点思考

厘清逻辑，疏通堵点，缓释风险

风险缓释方向

- **推进体制改革：**由**选择性的**产业政策向**功能性**产业政策转型
 - **教育制度改革：**增加科技投入，提高科技创新供给
 - **金融体制改革：**构建同科技创新相适应的科技金融体制，健全风险分担机制，优化金融监管政策，例如调整传统银行信贷结构中对各行业的监管体系和模式，促进金融资源的合理配置
- **统筹两端发力：**针对科创金融高风险高泡沫的特质，科创金融向两端发力，**在产业端**，围绕供应链金融和实体空间载体作标的选择；**在技术端**，更加关注技术创新，增强技术判断能力，缓解技术端和资金端的不对称问题
- **加强微观研究：**针对中国特色环境下的科创金融展现出非理性波动，应**加强在微观层面对金融行为和心里的研究**，更精准的把握早期科创投资，避免信息不对称和市场的盲目过热现象



CONTENT 目录

宏观经济：在波澜中前行

- 国际经济形势：微弱复苏，风险犹存
- 国内经济形势：形有波动，势仍向好
- 破局与展望：稳需求，化风险，谋长远

科创金融：在探索中融合

- 对科创金融发展的几点思考

策略建议：增强核心功能

- 对集团业务发展的策略建议

宏观方面

01 关注风险防范

- 在房地产加压、非标债务风险显现的背景下，进一步化解存量风险，降低非标债务占比，严控增量债务；持续关注房地产市场动向，适当降低房地产业务比重，优化房抵贷业务审核与风控流程
- 强化风险分担机制，加强数字化平台建设，利用金融科技手段提高风险管理效率和精准度

02 关注政策方向

- 在新一轮财税改革，特别是消费税改革的背景下，提供多样化的金融产品和服务，特别是在服务消费、农村消费以及新型消费方面加强产品创新；关注汽车行业政策调整方向，提供符合行业新需求的金融产品与服务
- 在设备更新与以旧换新的政策背景下，充分利用政策优势，创新服务模式，加大对重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度；积极为汽车和家电以旧换新创新专项信贷产品

对集团业务发展的策略建议

科创金融方面

01 在产业端

- **深化产业链金融：**围绕核心产业链上下游加强布局，构建全方位、多层次的金融服务体系

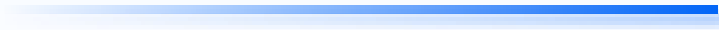
02 在技术端

- **往早期阶段延申：**加强概念验证基金等早期基金布局，为萌芽期的技术创新提供资金支持。
- **加强技术端合作：**推动技术端合作向深层次延展，例如探索与科研院所的深度合作模式，推进科学技术的协同创新，以增强科技供给并筛选出更优质的标的物

03 在流程端

- **加强风控建设：**优化集团现行的科创金融风控体系，突破传统金融的思维逻辑，例如针对投贷联动体系进行优化调整，以应对科创金融高泡沫的特质，实现风险的精准识别与有效管控
- **提升价值评估能力：**不断充实科创评审专家库，链接更多外部智囊，提升科创企业价值评估能力
- **持续优化“研值分”模型：**与省市相关部门进一步合作，完善科创企业信用评价模型指标体系，丰富科创企业数据库





谢谢

