

宏观经济信用观察

(二〇二四年半年报)

经济稳、增长优 扩内需、要加力

主要经济指标情况

指标名称	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2
GDP 当季值(万亿元)	30.8	32.0	34.8	29.6	32.1
GDP 当季同比(%)	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7
工业增加值增速(%)	3.8	4.0	4.6	6.1	6.0
固定资产投资增速(%)	3.8	3.1	3.0	4.5	3.9
房地产投资增速(%)	-7.9	-9.1	-9.6	-9.5	-10.1
基建投资增速(%)	7.2	6.2	5.9	6.5	5.4
制造业投资增速(%)	6.0	6.2	6.5	9.9	9.5
社零增速(%)	8.2	6.8	7.2	4.7	3.7
出口总额增速(%)	-3.5	-5.8	-4.7	1.1	3.5
进口总额增速(%)	-7.1	-7.6	-5.5	1.6	2.0
CPI 涨幅(%)	0.7	0.4	0.2	0.0	0.1
PPI 涨幅(%)	-3.1	-3.1	-3.0	-2.7	-2.1
财政收入增速(%)	13.3	8.9	6.4	-2.3	-2.8
财政支出增速(%)	3.9	3.9	5.4	2.9	2.0
调查失业率均值(%)	5.2	5.2	5.0	5.2	5.0
社融存量增速(%)	9.0	9.0	9.5	8.7	8.1

注：1.GDP 当季值按现价计算，同比增速按不变价格计算；2.工业增加值、固定资产投资、社零（社会消费品零售总额）、进出口、价格指数、财政收入（一般公共预算收支）数据均为累计同比增速，基建投资不含电力；3.调查失业率为季度均值；4.社融存量增速为期末值；5.出口、进口数据均以美元计价

数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2024 年上半年，国民经济延续恢复向好态势，运行总体平稳、稳中有进。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。
- 信用环境方面，2024 年上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，信贷结构不断优化，流动性合理充裕。下半年，货币政策加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型。保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱。把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革。完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。
- 政策环境方面，2024 年上半年宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币政策靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。下半年，宏观政策按照三中全会和 7 月政治局会议安排，持续用力、更加给力，加强逆周期调节，及时推出新的政策措施，提振消费、扩大内需。

联合资信研究中心

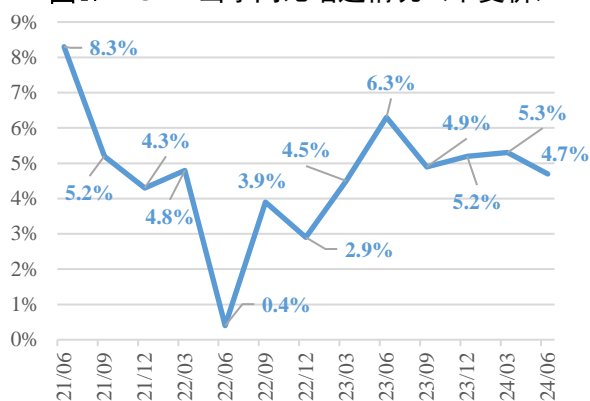
张 振 zhangzhen@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

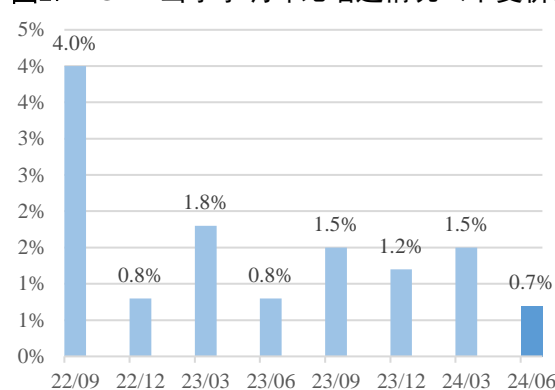
2024 年上半年，中国经济面临着诸多新挑战，包括外部环境的复杂性、严峻性和不确定性的显著增加，以及国内结构调整的持续深入。尽管如此，得益于宏观政策的持续发力、外部需求的温和回升，以及新质生产力的快速成长，中国经济获得了新的增长支撑。国民经济保持了复苏和改善的趋势，整体运行保持稳定，并在稳定中实现了进步。上半年，国内生产总值达到了 61.7 万亿元，实现了 5.0% 的同比增长。聚焦二季度，国内生产总值同比增长 4.7%，相较一季度略有下降。这种短期的经济增速减缓，部分可以归因于极端气候和频发的洪涝灾害等临时性因素，同时也映射出当前经济运作中所遭遇的困难和挑战正在增加。特别是国内的有效需求不足问题尤为明显，国内经济循环的流畅性有待提升。然而，经济稳定增长和长期向好的基本面依旧稳固，追求高质量发展的整体趋势并未发生改变，中国经济仍然具备持续健康发展的坚实基础和广阔前景。

图1. GDP 当季同比增速情况（不变价）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. GDP 当季季调环比增速情况（不变价）



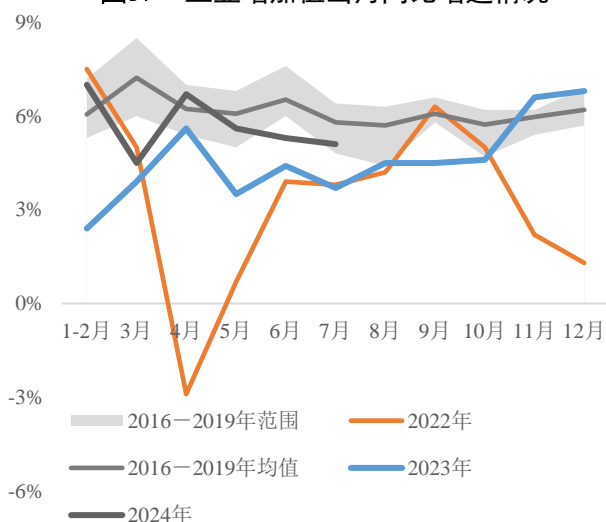
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

展望下半年，外部环境的不稳定性与不确定性将继续存在，国内同样面临着一系列挑战。面对这些挑战，应落实好 7 月中央政治局会议精神，适时适度加强宏观调控力度，提振内需，保持金融稳定，以推动高质量发展。从整体情况来看，中国经济发展的有利条件仍然占据主导地位，这将支撑经济保持稳中有进、长期向好的积极态势。在第二季度，中国经济总量已突破 32 万亿元大关，工业增加值和货物进出口总额双双跨越 10 万亿元的重要关口。第二季度城镇调查失业率较去年同期和第一季度均有所下降，均减少了 0.2 个百分点。中国正稳步推进制造业高端化、智能化、绿色化转型。大规模的设备更新和消费品以旧换新政策正逐步发挥效应。党的二十届三中全会对全面深化改革、推进中国特色社会主义现代化建设作出了新的部署，这将进一步凝聚社会共识，激发社会生产力，激活社会活力，增强社会的整体创新力和竞争力。通过不断优化政策环境，激发市场活力，加强创新驱动，有条件推动经济实现高质量发展。

1. 生产端：工业生产延续增长，服务业新模式、新业态加速发展

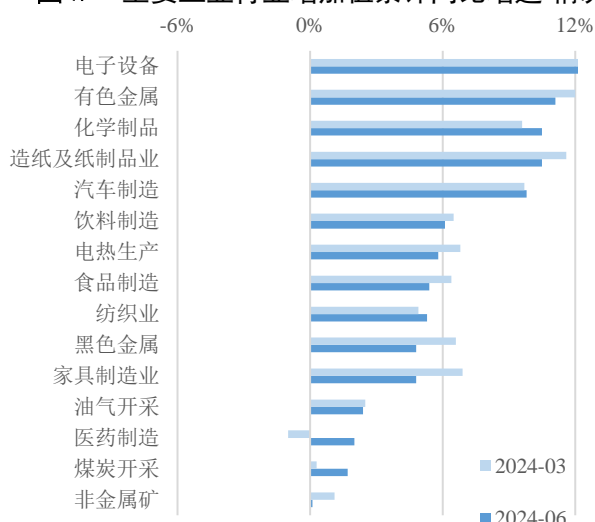
工业生产延续增长态势，出口拉动明显。自 2024 年初至今，全国范围内的各级政府和相关部门齐心协力，大力推进新型工业化进程，取得了显著成效。规模以上工业生产活动自 2023 年底以来呈现出快速增长的趋势，这一态势在 2024 年得以持续。工业产品的出口速度逐月提升，制造业向高端化、智能化、绿色化方向的转型也在不断加速，整体工业经济运行呈现出稳定向好的发展态势。2024 年上半年全国规模以上工业增加值实现了 6.0% 的同比增长率，这一增长率分别在第一季度和第二季度表现为 6.1% 和 5.9%，保持了自去年四季度以来的快速增长。在工业的三大类别中，制造业的表现尤为突出，其增加值增长达到 6.5%，高出整体工业增长速度 0.5 个百分点。电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长 6.0%，与整体工业增长速度一致；而采矿业的生长则为 2.4%。上半年规模以上工业企业的出口交货值同比增长了 3.3%，增速比 1 至 5 月份加快了 0.3 个百分点，呈现出逐月提升的趋势。按季度分析，第二季度的出口交货值同比增长了 5.2%，比第一季度加快了 4.4 个百分点，自 2023 年第二季度以来已连续五个季度保持回升的态势。在主要的装备制造行业中，电子和汽车行业表现出色，增速分别达到 13.3% 和 9.8%，对上半年整体规模以上工业增长的贡献接近三成，成为推动工业增长的重要引擎。展望未来，需不断扩大对制造业的有效投资，加速培育和发展新质生产力，巩固和加强工业经济的回升和向好趋势。

图3. 工业增加值当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 主要工业行业增加值累计同比增速¹情况



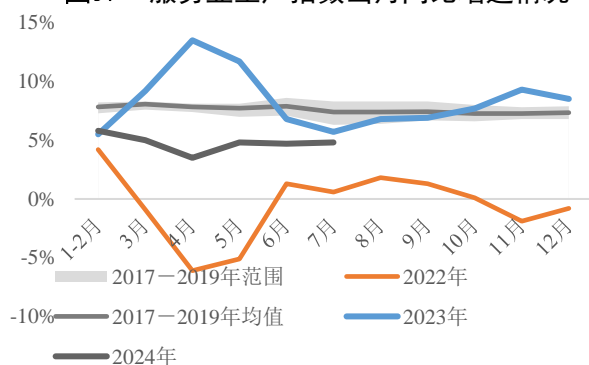
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

服务业保持复苏态势，为信息产业发展提供了充足的市场需求。2024 年上半年，服务业展现出了持续的复苏势头，其内在发展动力得到了进一步的加强，新兴的增长点和竞争优势也日益显现和壮大。服务业在上半年的增加值达到了 349646 亿元，实现了 4.6% 的同比增长率。服务业对于整个国民经济增长的贡献

¹图中有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业；电热生产为电力、热力的生产和供应；油气开采为石油和天然气开采业；煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业，下同。

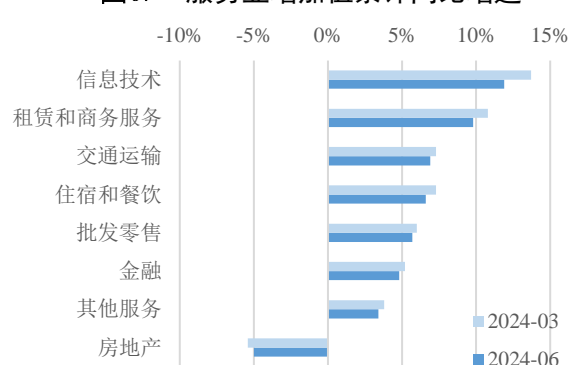
十分显著，其贡献率达到了 52.6%，为国内生产总值的增长贡献了 2.6 个百分点。在经济结构中，服务业增加值占国内生产总值的比重提升到了 56.7%，比去年同期增加了 0.2 个百分点。特别是在现代服务业领域，增长速度尤为迅猛。信息传输、软件和信息技术服务业以及租赁和商务服务业的增加值同比分别实现了 11.9% 和 9.8% 的增长率，两者合计对服务业增加值增长的贡献达到了 1.7 个百分点。上述快速增长的行业不仅推动了产业结构向价值链高端的延伸，而且为加快形成新质生产力和竞争优势提供了坚实的支撑。此外，人工智能等信息技术的应用场景也在服务业中加速落地，为行业的创新和发展注入了新的活力。在上半年，服务业商务活动指数始终保持在扩张区间，平均值达到了 50.8%，显示出服务业整体保持了稳健的增长态势。展望未来，宏观调控应在政策支持、技术创新、市场开拓等方面持续发力，以确保服务业能够持续作为国民经济的重要支柱，为经济的全面、协调发展做出更大的贡献。

图5. 服务业生产指数当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 服务业增加值累计同比增速²



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：房地产市场活跃度有所上升，投资强劲增长，消费展现韧性，出口持续扩张

投资强劲增长，大规模设备更新政策拉动效果显著。2024年上半年，积极扩大有效投资，持续推进大规模设备更新，并加大项目建设力度，有效激发了投资活力，促进了投资的平稳增长。全国固定资产投资（不含农户）达到了 245391 亿元，与去年同期相比增长了 3.9%；如果剔除价格因素的影响，实际增长率达到了 5.6%。随着大规模设备更新政策的稳步推进，设备工器具购置投资实现了显著增长。上半年，设备工器具购置投资同比增长了 17.3%，这一增速比全部投资的增速高出 13.4 个百分点；对全部投资增长的贡献率达到了 54.8%，比上一季度提升了 5.8 个百分点。下阶段，需要继续扩大有效投资，确保投资的质量和效益。优化投资结构，引导资金更多地流向关键领域和薄弱环节，提高投资效率。创新投融资方式，探索多元化的投融资渠道，降低融资成本，提高资金使用效率。加强财政、货币、产业等政策的协调配合，形成政策合力，为投资增长创造良好的环境。

房地产市场的活跃度呈现出上升趋势。面对房地产市场供求关系出现的重大变化，各地区各部门采取

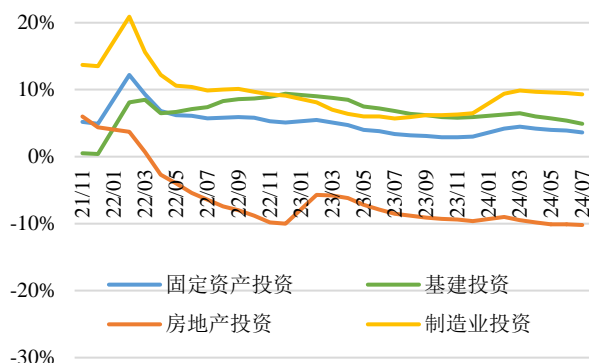
²图中信息技术全称为信息传输、软件和信息技术服务业；交通运输全称为交通运输、仓储和邮政业。

灵活的策略，因城施策。通过积极调整和优化政策，确保了住房交付的稳定，并支持了刚性及改善性住房需求，政策的正面效应正在逐步显现，进一步促进了市场活跃。2024 年上半年，尽管全国新建商品房销售面积与销售额同比分别下降了 19.0%和 25.0%，但与 1-5 月份相比，降幅分别收窄了 1.3 个百分点和 2.9 个百分点。此外，房屋新开工面积和房地产开发企业到位资金的降幅也显示出收窄的趋势。特别是近几个月，二手房市场的网签面积同比出现了增长，一线城市在 6 月份的成交面积更是实现了环比的快速增长。保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造等“三大工程”正在积极推进。这不仅有利于构建房地产市场发展的新模式，而且为投资的扩张提供了新的动力。据统计，上半年房地产领域的“三大工程”对房地产开发投资增长的贡献达到了 0.9 个百分点。但当前房地产相关指标仍处于下降态势，市场仍在经历调整和转型的过程。房地产市场的稳定和发展仍需各方面的共同努力和支持，以实现平稳健康的发展目标。

基础设施投资领域呈现出稳健增长的态势。2024 年上半年，各地区积极响应，推动增发国债所支持的项目开工建设，并加速灾后恢复重建项目的实施。在此背景下，基础设施投资实现了同比 5.4%的增长率，这一增速较全部投资增速高出 1.5 个百分点，对整体投资增长的贡献达到 1.2 个百分点。水利管理业表现尤为突出，投资增幅达到 27.4%，显示出对水资源管理和防洪减灾能力的高度重视；航空运输业投资增长 23.7%，反映出航空基础设施建设和服务能力提升的迫切需求；铁路运输业投资实现了 18.5%的增长率，铁路网络扩展和现代化进程持续推进。下阶段，加大财政投入，用好增发国债资金，为基础设施项目提供稳定的资金来源。创新融资模式，加快 REITs 相关融资工具发行，盘活存量资产，吸引更多社会资本参与基础设施建设。

制造业领域正成为投资增长的重要引擎，其带动作用日益凸显。随着对传统产业的持续改造与升级，以及先进制造业的快速发展，制造业投资实现了显著增长。2024 年上半年，制造业投资同比激增 9.5%，这一增速远超全部投资增速的平均水平，高出 5.6 个百分点。制造业对整体投资增长的贡献率显著提升至 57.5%，相较于一季度增长了 5.2 个百分点。具体来看，消费品制造业的投资增长尤为迅猛，达到了 15.8%，显示出市场对日常消费品的强烈需求和行业升级的迫切性；装备制造业投资增长了 11.3%，对高端装备和机械的需求不断扩张；原材料制造业投资增长了 8.0%，基础工业领域稳步发展；制造业技术改造投资增长了 10.0%，这一增速比整体制造业投资增速高出 0.5 个百分点。下阶段，要完成全年增长目标，应维持制造业投资的强劲增长势头。加强政策支持，通过财政补贴、税收优惠等措施，鼓励对制造业的投资，尤其是对技术改造和创新的投入。拓展市场空间，通过开拓国内外市场，增加订单和需求，为制造业投资提供更大的市场空间。

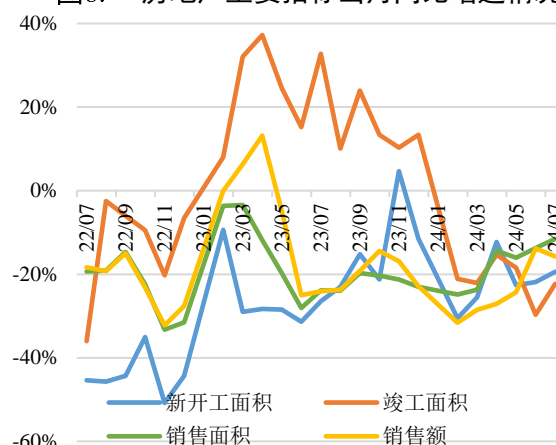
图7. 固定资产投资累计同比增速情况



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

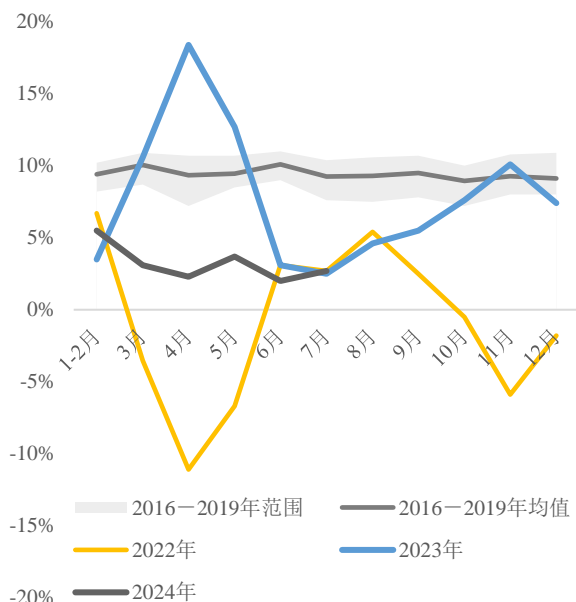
图8. 房地产主要指标当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

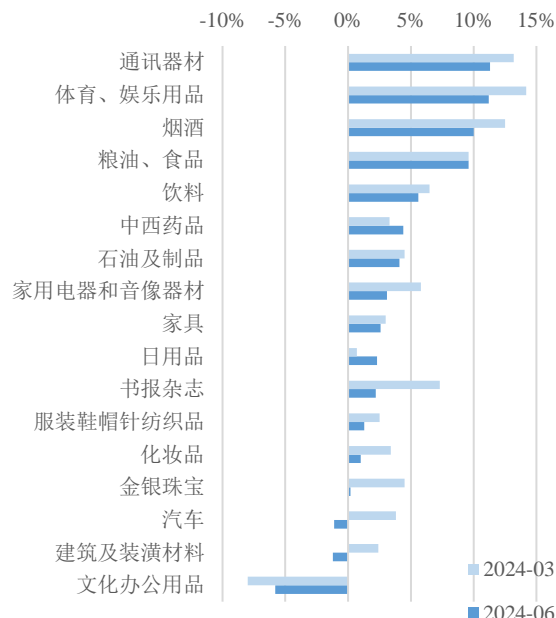
随着扩大内需和促进消费政策的深入实施，消费市场规模实现了持续增长。基本生活类商品和部分升级类商品销售表现良好，其中，新型消费模式不断发展，线上消费的比重稳步提升，实体新业态展现出强劲的增长势头，服务消费同样保持了快速增长的态势。2024 年上半年社会消费品零售总额达到了 235969 亿元，同比增长 3.7%，二季度同比增速较一季度有所减缓；而剔除价格因素后，实际增长率为 3.9%。商品零售额为 209726 亿元，小幅增长 3.2%；餐饮收入达到 26243 亿元，增长更为显著，达到了 7.9%。运动健身产品、绿色智能家电、新能源汽车等升级类商品成为新的消费增长点，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类零售额同比分别实现了 11.2%和 11.3%的增长；高效等级家电和智能家电销售也实现了快速增长。根据汽车流通协会的统计，新能源汽车零售量在上半年达到了 411 万辆，同比增长 33.1%，市场渗透率达到 41.8%。在服务消费领域，随着假日出游需求的增长，居民的出行体验得到了显著提升，餐饮、交通、文化旅游等相关服务消费呈现出良好的增长势头。文化和旅游部的数据显示，在春节长假出行消费大幅增长之后，“五一”和端午假期国内旅游出游人次同比分别增长了 7.6%和 6.3%，出游总花费分别增长了 12.7%和 8.1%。下半年，应继续扎实推进消费品以旧换新政策，释放消费潜能，着力增强居民消费能力，并不断培育和壮大消费新增长点。进一步发挥消费在经济发展中的基础性作用，为经济的持续健康发展提供坚实的支撑。

图9. 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

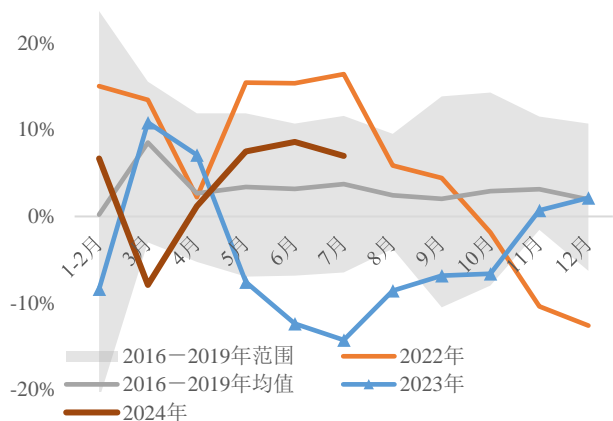
图10. 主要商品零售额累计同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

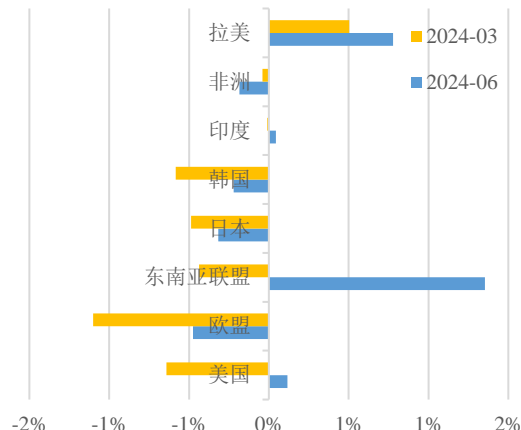
出口延续恢复态势，高水平开放继续深化，国际循环的质量进一步提升。在世界经济增长动能偏弱、外部不确定不稳定因素增多的背景下，中国外贸进口规模稳步扩大，出口质升量稳，对经济增长作出了积极贡献。从国际收支看，2024年上半年货物进出口总额达21.2万亿元，规模创历史同期新高，重点产品出口优势巩固，外汇储备稳定在3.2万亿美元以上。上半年，汽车、船舶、集成电路等产品出口额同比分别增长22.2%、91.1%、25.6%；民营企业进出口额增长11.2%，占进出口总额比重提升至55%，外贸主力军继续发展壮大。上半年，货物和服务净出口对经济增长的贡献率为13.9%。中国积极拓展世界经贸合作“朋友圈”，上半年对共建“一带一路”国家合计进出口额同比增长7.2%；中欧班列累计开行量比上年提前19天突破万列，累计发送货物量增长11%，为维护国际产业链、供应链稳定畅通发挥了积极作用。下半年，世界经济保持温和复苏，部分主要经济体补库存周期持续发展，消费电子等行业上行周期有望延续，有利于中国外需改善。美国大选在11月才出结果，关税争论对于国际进出口商带来了一定不确定性，但总体存在抢出口的倾向，下半年的贸易环境较为宽松。联合国贸发会议预测2024年全球贸易额可能达到32万亿美元的较高水平；世界银行将2024年全球经济增长预期由之前的2.4%上调至2.6%。总量和结构都是有利因素，进出口增速将保持稳健。另外，需要关注人民币下半年升值可能对于中国出口的冲击。

图11. 出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图12. 主要出口国家累计对出口同比拉动情况



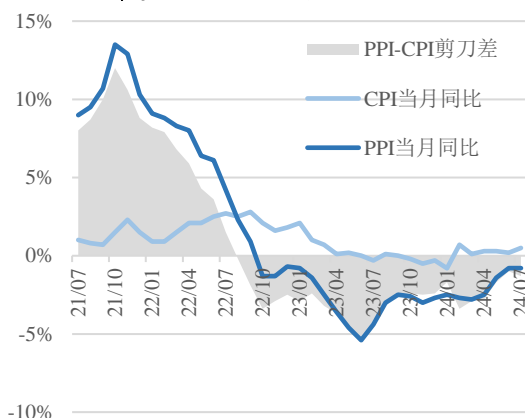
数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

3. 价格：国内价格平稳运行、缓慢回升，人民币汇率有所波动

消费领域价格运行总体平稳。2024年上半年，CPI比上年同期上涨0.1%，一季度为持平，运行总体平稳。分月看，1月份，受上年同期对比基数较高影响，CPI同比下降0.8%；2月份，受春节因素影响CPI同比上涨0.7%；3-6月份，消费市场总体供应充足，CPI同比涨幅在0.1%~0.3%之间，运行平稳。上半年，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%，涨幅与一季度及上年同期相同，保持温和上涨。上半年，工业消费品价格同比上涨0.5%，涨幅比一季度扩大0.4个百分点。受国际油价上行影响，国内能源价格涨幅由一季度的0.6%扩大至2.0%，影响CPI上涨约0.15个百分点，其中汽油价格上涨3.6%。上半年，食品价格同比下降2.7%，降幅比一季度收窄0.5个百分点。生猪产能去化效果逐步显现，猪肉价格同比从4月份开始连续上涨且涨幅逐步扩大，上半年平均同比持平，对CPI的下拉影响比一季度减少约0.09个百分点。上半年，服务价格同比上涨0.9%，涨幅比一季度回落0.2个百分点。旅游和宾馆住宿价格上半年同比分别上涨7.0%和0.8%，涨幅比一季度分别回落3.1和2.7个百分点。

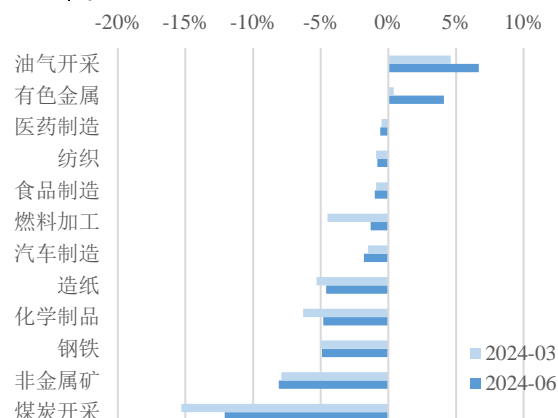
生产领域价格低位回升。2024年上半年，PPI比上年同期下降2.1%，降幅比一季度收窄0.6个百分点。分月看，PPI环比小幅波动，同比降幅先扩大后收窄。前3个月，受国内工业生产淡季等因素影响，PPI环比连续3个月下降，同比降幅由1月份的2.5%逐月扩大至3月份的2.8%；4至6月份，国际大宗商品价格波动，国内工业生产持续恢复，加之上年同期基数走低，同比降幅由4月份的2.5%收窄至6月份的0.8%。今年以来，国际原油、有色金属价格整体呈上涨态势，带动国内相关行业价格上涨。其中，石油和天然气开采业价格月度同比涨幅在3.4%至9.4%之间，上半年平均上涨6.7%，涨幅比一季度扩大2.1个百分点；精炼石油产品制造价格同比自4月份起转涨，上半年平均上涨1.2%。大规模设备更新、消费品以旧换新等政策逐步落地生效，钢材市场预期有所改善，黑色金属冶炼和压延加工业价格上半年同比下降4.9%，降幅比一季度收窄0.1个百分点。

图13. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

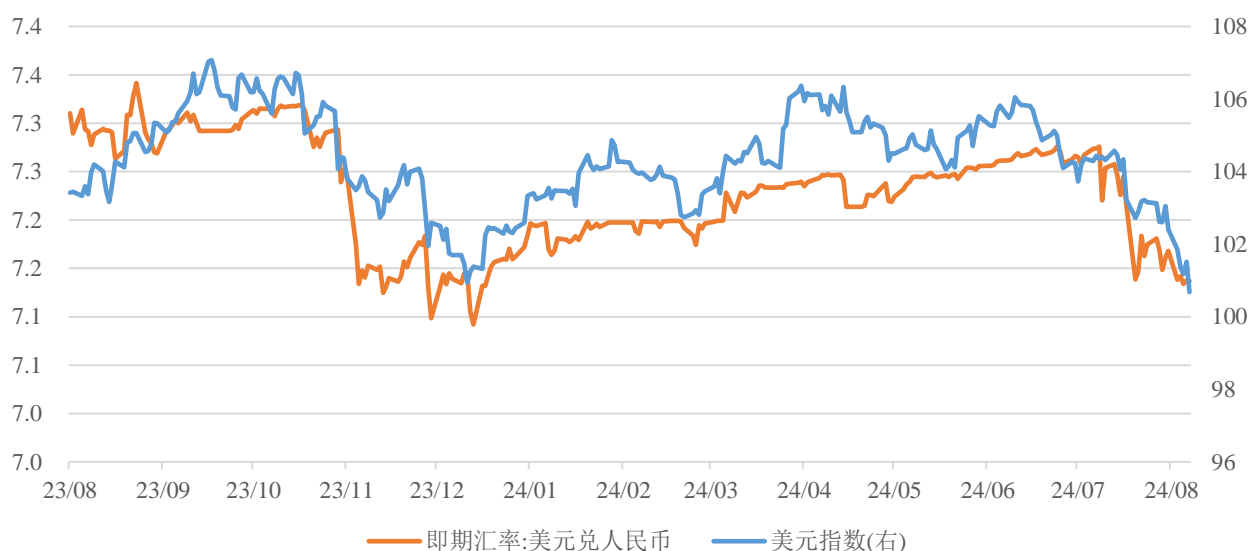
图14. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

受亚洲整体外汇市场波动的影响，人民币汇率有所起伏，但短期内汇率市场超调在央行的合理引导下逐步稳定，并保持了人民币的相对强势。2024 年以来，跨境资本流动平稳有序，外汇市场供求基本平衡，人民币汇率预期总体稳定。主要经济体货币政策分化，国际地缘政治不确定性增加，美元指数高位运行，非美货币普遍承压，人民币汇率在全球主要货币中表现相对稳健，总体在合理均衡水平上保持基本稳定。上半年，人民币汇率以市场供求为基础，对一篮子货币汇率有所升值。6 月末，中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数报 100.04，较上年末升值 2.7%；人民币对美元汇率中间价为 7.1268 元，较上年末贬值 0.6%。

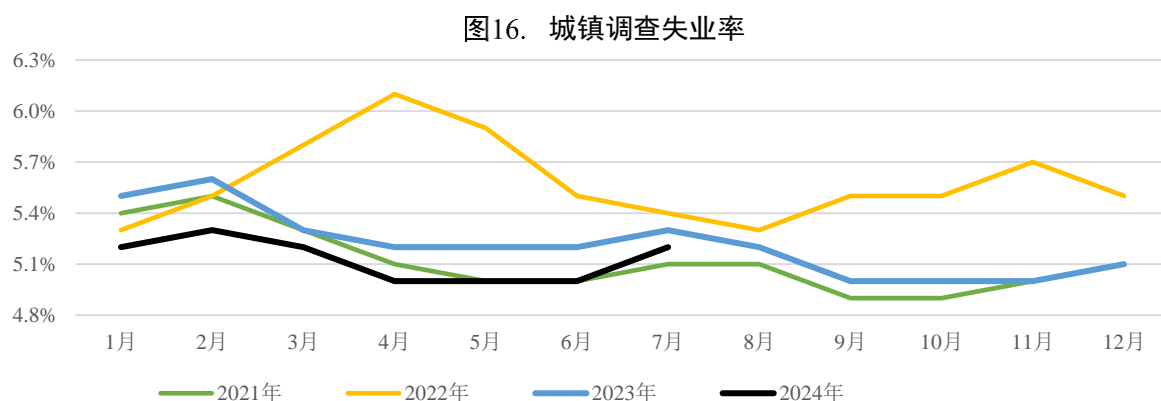
图15. 人民币汇率和美元指数走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：整体形势稳中向好

就业形势稳中向好，就业优先政策持续发力。2024 年以来，稳就业、促就业一揽子政策持续发挥效应，城镇调查失业率保持平稳，二季度失业率较一季度和上年同期均有所回落，各月就业保持稳定。上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.1%，较上年同期下降 0.2 个百分点。其中，一季度失业率均值为 5.2%，同比下降 0.3 个百分点；二季度失业率均值为 5.0%，环比、同比均下降 0.2 个百分点。4 月，随着生产经营旺季的到来，就业人员增加，失业率回落至 5.0%，环比下降 0.2 个百分点；5 月和 6 月，就业总体平稳，失业率保持在 5.0% 的水平。从同比变动看，服务业就业明显增长，特别是住宿和餐饮业、批发和零售业、文化体育和娱乐业、租赁和商务服务业等行业就业同比增幅较大。下一步，要继续强化就业优先政策，健全高校毕业生、农民工等重点群体就业促进机制，积极培育新的就业增长点。



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

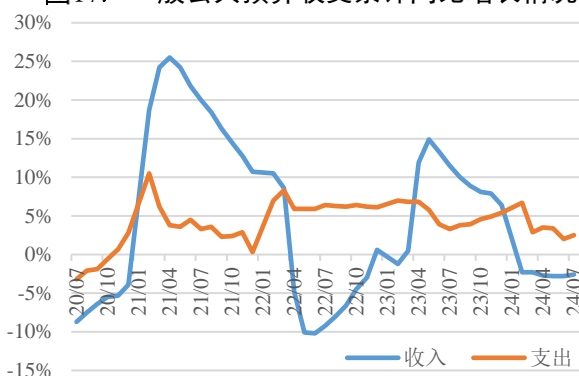
5. 财政：积极财政靠前发力、提质增效

上半年，一般公共预算收入有所下降，支出保持平稳。2024 年上半年，全国一般公共预算收入 11.6 万亿元，同比下降 2.8%，财政收入略有下滑。其中，中央财政收入同比下降 7.2%、地方本级财政收入同比增长 0.9%。全国税收收入 9.4 万亿元，同比下降 5.6%。其中，国内增值税、企业所得税、个人所得税同比分别下降 5.6%、5.5%、5.7%。非税收入 2.2 万亿元，同比增长 11.7%。财政支出稳定增长。上半年，全国一般公共预算支出 13.7 万亿元，同比增长 2.0%。其中，中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出同比分别增长 9.6%和 0.9%。从支出结构看，城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出同比分别增长 8.0%、6.8%和 4.2%。

受房地产仍处于深度调整状态影响，政府性基金收支增速相对较慢。在土地市场低迷背景下，政府性基金收入同比延续负增；受去年同期低基数以及专项债发行小幅提速拉动，政府性基金支出同比降幅继续收窄。6 月政府性基金收入累计同比下降 15.3%，在去年全年累计下降 9.2% 的背景下继续深度下跌，其中

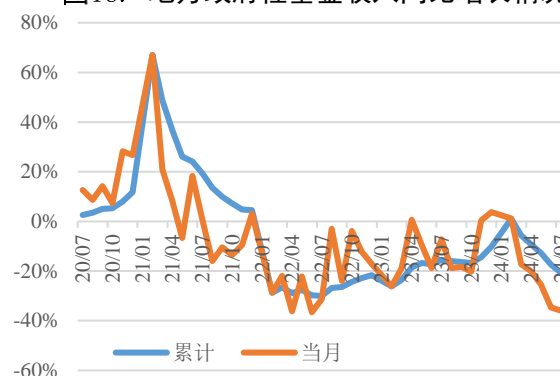
地方政府土地出让金收入累计同比下降 18.3%，降幅较去年全年进一步扩大。6 月政府性基金支出累计同比下降 17.6%，降幅超过政府性基金收入降幅。一方面源于土地出让金收入下滑，土地出让金安排的支出同比下降 9.2%；另一方面，今年上半年地方政府专项债发行进度整体较慢，上半年新增专项债发行量 1.49 万亿元，比去年同期减少 8074 亿元。

图17. 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图18. 地方政府性基金收入同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

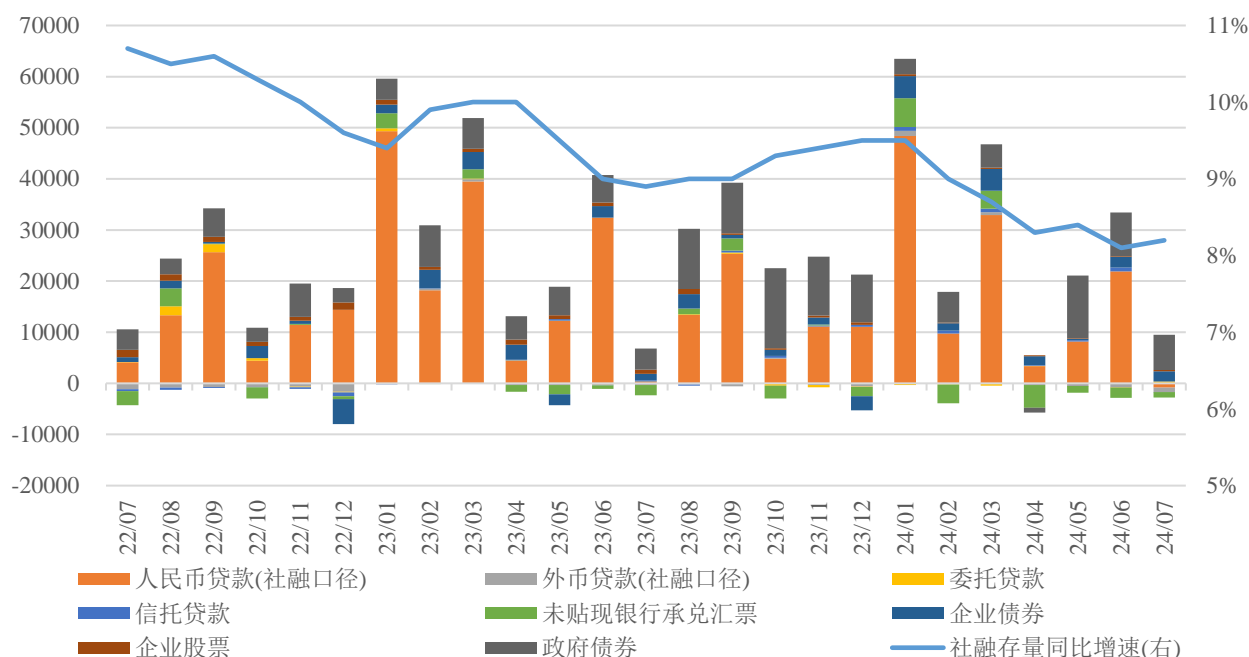
二、宏观信用环境

2024 年以来，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，信贷结构不断优化，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。

1. 社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化

社会融资规模保持合理增长。初步统计，2024 年 6 月末社会融资规模存量为 395.1 万亿元，同比增长 8.1%。上半年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 12.5 万亿元，占同期社会融资规模增量的 68.8%。政府债券融资保持合理规模，上半年政府债券净融资为 3.3 万亿元，比上年同期少 393 亿元；企业直接融资同比少增，上半年企业债券净融资比上年同期多 2370 亿元，非金融企业境内股票融资比上年同期少 3382 亿元。上半年信托贷款比上年同期多增 2870 亿元，委托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别比上年同期多减 1660 亿元、3219 亿元。

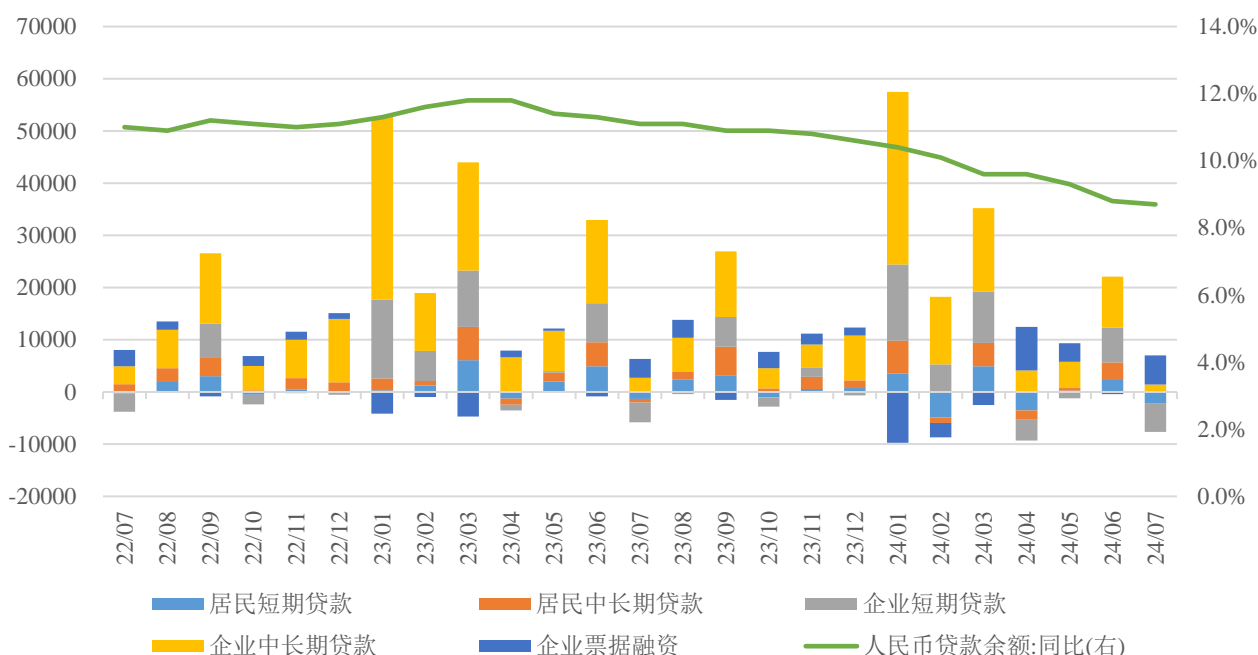
图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷投放节奏平稳，人民币贷款保持合理增长。2024年上半年，人民银行引导金融机构加强信贷均衡投放，治理和防范资金空转，虽然短期内对金融总量数据产生挤水分效应，但长远来看，信贷增长的质效和稳定性增强，有利于提升货币政策传导效率，缓解资源配置扭曲。6月末，金融机构本外币贷款余额为255.3万亿元，同比增长8.3%，比年初增加13.1万亿元。人民币贷款余额为250.9万亿元，同比增长8.8%，比年初增加13.3万亿元。信贷结构持续优化。6月末，企（事）业单位中长期贷款比年初增加8.1万亿元，在全部企业贷款中占比为73.5%。制造业中长期贷款余额同比增长18.1%，比全部贷款增速高9.3个百分点。普惠小微贷款余额同比增长16.5%，比全部贷款增速高7.7个百分点。

图20. 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

2. 市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降

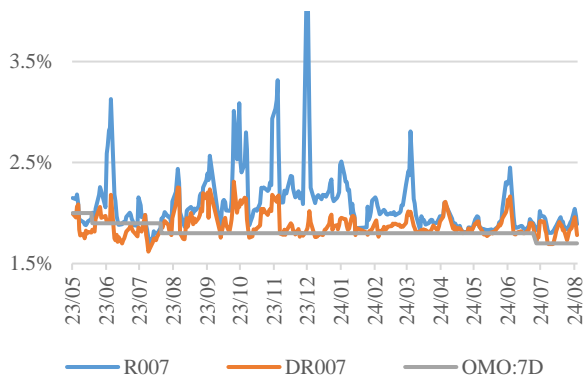
流动性合理充裕。2024年上半年，人民银行综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。其中，2月降准0.5个百分点，释放中长期流动性超1万亿元。灵活把握公开市场操作力度和节奏，引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行。上半年，银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率（DR007）均值为1.87%，与同期公开市场7天期逆回购操作利率相差仅7个基点，波动区间明显收窄。6月末，金融机构超额准备金率为1.5%，银行体系流动性合理充裕。

实体经济融资成本稳中有降。贷款加权平均利率持续处于历史低位。人民银行不断深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革和存款利率市场化调整机制效能，推动贷款利率稳中有降。2024年6月，1年期和5年期以上LPR分别为3.45%和3.95%，分别较上年12月持平和下降0.25个百分点。6月，新发放贷款加权平均利率为3.68%，同比下降0.51个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为4.13%，同比下降0.35个百分点；企业贷款加权平均利率为3.63%，同比下降0.32个百分点，金融对实体经济的支持力度持续提升。

展望下半年，货币政策将加快建设金融强国，推动金融高质量发展，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型。保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱，丰富和完善

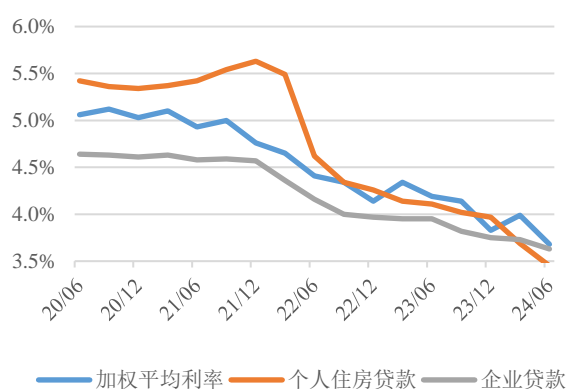
基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。加快推进金融市场制度建设和高水平对外开放，完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

图21. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图22. 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

三、宏观政策环境

2024年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神，聚焦积极财政和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，落实增发国债投资项目尽快尽早开工，调整房地产政策适应新供求环境，推动经济延续向好。展望下半年，宏观政策按照三中全会和7月政治局会议安排，持续用力、更加给力，加强逆周期调节，及时推出新的政策措施，以提振消费为重点扩大国内需求。

1. “517”新政优化房地产政策

2024年5月17日，央行、金融监管总局接连发布3条关于房地产住房贷款方面的通知，从贷款利率、首付比例和公积金贷款利率三方面进行调整。此外，全国切实做好保交房工作视频会议同日在京召开，继续坚持因城施策，做好商品住房烂尾风险处置、推进保交房、消化存量商品房等重点工作。四箭齐发，是央行对4月30日中央政治局会议中房地产相关指导意见的具体落实。降低首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率，从需求端出发降低购房门槛及购房成本。从需求端出发的新政，将居民购房门槛和房贷利息成本降至历史最低，房贷利率也由原来的LPR上浮到取消下限。从历史经验来看，降低房贷利率和首付比例后，房地产销售面积增速会出现回升，但2021年以后政策效果弱化明显。短期来看，本次新政预计能刺激部分刚需及首次改善客群入市，提振市场的活跃度，促进房地产市场加速改善。中期来看，在房价下跌与居民收入预期弱的背景下，降低房贷利率等可减轻购房压力，但可能不足以对冲房价下跌对购房者的影响，中期还得依靠经济就业环境的改善。

2. 做好降成本重点工作

国家发改委等四部门发布《关于做好 2024 年降成本重点工作的通知》。2024 年 5 月 23 日，国家发改委发布《关于做好 2024 年降成本重点工作的通知》，提出优化税费优惠政策。落实好研发费用税前加计扣除、科技成果转化税收减免等结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展，强化企业科技创新主体地位。适当降低先进技术装备和资源品进口关税；营造良好的货币金融环境。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；推动贷款利率稳中有降。持续发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，在保持商业银行净息差基本稳定的基础上，促进社会综合融资成本稳中有降；制定关于完善市场准入制度的意见，修订新版市场准入负面清单，推动市场准入效能评估全覆盖。持续深入开展民生领域反垄断执法专项行动，加强重点领域反垄断监管执法。

3. 因城施策、优化房地产调控持续推进

一线城市房地产政策密集出台，进一步优化调整政策措施。2024 年 5 月 27 日，上海市住建委等四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，出台九条新措施以更好满足居民多元化居住需求，包括进一步优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策等。继上海之后，广州于 5 月 28 日发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出优化土地和住房供应、调整优化住房限购政策、优化住房信贷政策、公积金提取、优化限售政策、支持以旧换新六条政策措施。同日，深圳也宣布了优化政策，自 5 月 29 日起，深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。此举既打开了全国主要城市进一步优化房地产政策的空间，也体现了政府稳定房地产需求的决心。

4. 三中全会召开

中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议于 2024 年 7 月 15 日至 18 日在北京举行。全会听取和讨论了习近平受中央政治局委托所作的工作报告，审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》）。《决定》共 15 个部分 60 条，分三大板块。《决定》内容丰富、全面，通过将许多相关问题综合考量统一决策，制定突破性的改革措施，系统性地推进中国式现代化建设。

《决定》中经济体制改革是总引领，财税改革是大命题，人口趋势是主背景。一是**分类推进国有企业改革**。《决定》提出国有企业进一步遵循分类原则进行改革，提高效率，加强考核。推动国有企业修炼内功，专注主业，加强基础研究，减少对快钱、短利的过分追求，减轻规模情结，提高全要素生产率。《决定》提出，要推进国有经济布局优化和结构调整，进一步明晰不同类型国有企业功能定位，完善主责主业管理。

国有企业有进有退，将在公平的市场竞争环境中，与民营企业共同释放生产力，相互促进。二是**增设地方附加税**。《决定》提出：研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率，这一举措将在 2024 年 - 2029 年的文件落实期内对地方财政起到重要的支撑作用。相较于费，税的积极性在于可以享受税基扩大带来的收益，税率的灵活性使得财政收支平衡可以在更大的时间跨度内实现调节，具有正向激励效果。由于税基是增值税和消费税，这在一定程度上向地方让渡了地方经济发展的收益权，并且税率由地方财政的收支平衡决定，在长远上形成正向激励措施，特别是消费税作为基本税基，可以与消费税下移政策一起对地方的经济发展行为带来影响。三是**教育与人口协同发展**。《决定》提出“优化区域教育资源配置，建立同人口变化相协调的基本公共教育服务供给机制。完善义务教育优质均衡推进机制，探索逐步扩大免费教育范围”“把握人口流动客观规律，推动相关公共服务随人走，促进城乡、区域人口合理集聚、有序流动”。教育与人口协调既要体现教育资源的供求关系，也要起到对人口的战略引领，真正做到“就近入学”的巨大蓝图，为人口的高质量发展提供教育资源。在当前的社会背景下，教育资源的公平分配和优化配置不仅是教育领域内部的问题，更是影响整个社会结构和人口发展的宏观议题。教育资源的优化配置可以引导人口合理流动，避免因教育资源集中而导致的人口过度集中现象，促进人口在城乡、区域间的均衡分布。

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，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，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用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研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。