

宏观经济信用观察

(二〇二四年一季度报)

经济开局良好 信心稳步提升

主要经济指标情况

指标名称	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1
GDP 当季值(万亿元)	28.5	30.8	32.0	34.8	29.6
GDP 当季同比(%)	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3
工业增加值增速(%)	3.0	3.8	4.0	4.6	6.1
固定资产投资增速(%)	5.1	3.8	3.1	3.0	4.5
房地产投资增速(%)	-5.8	-7.9	-9.1	-9.6	-9.5
基建投资增速(%)	8.8	7.2	6.2	5.9	6.5
制造业投资增速(%)	7.0	6.0	6.2	6.5	9.9
社零增速(%)	5.8	8.2	6.8	7.2	4.7
出口总额增速(%)	-1.8	-3.4	-5.7	-4.6	1.5
进口总额增速(%)	-7.0	-6.9	-7.5	-5.5	1.5
CPI 涨幅(%)	1.3	0.7	0.4	0.2	0.0
PPI 涨幅(%)	-1.6	-3.1	-3.1	-3.0	-2.7
财政收入增速(%)	0.5	13.3	8.9	6.4	-2.3
财政支出增速(%)	6.8	3.9	3.9	5.4	2.9
调查失业率均值(%)	5.5	5.2	5.2	5.0	5.2
社融存量增速(%)	10.0	9.0	9.0	9.5	8.7

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 年一季度，各地区、各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，加大宏观政策实施力度，政策靠前发力，推动经济持续回升、开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升，满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。目前，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企，国内正处在结构调整转型的关键阶段。下一步，要加大政策落实力度，用好超长期特别国债，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。
- 信用环境方面，2024 年一季度，社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，应加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好、预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。
- 政策环境方面，2024 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，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，提振信心，推动经济开局良好。展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力。

联合资信研究中心

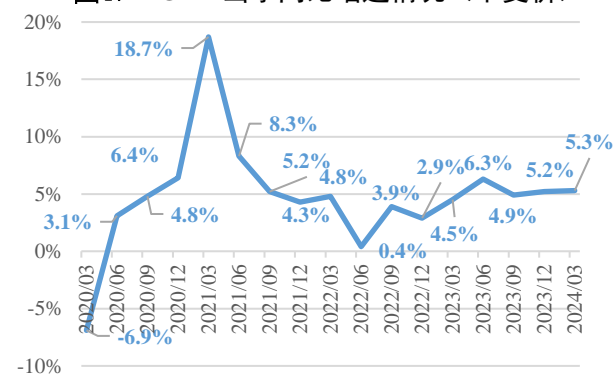
张 振 zhangzhen@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

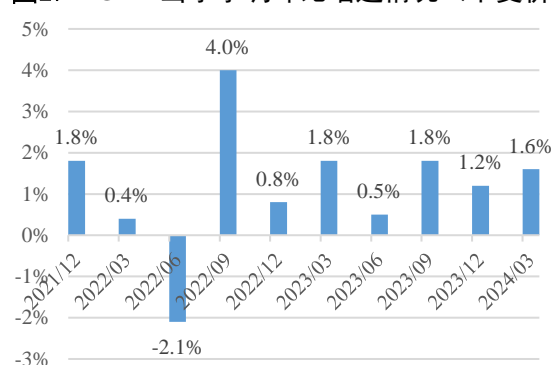
2024 年一季度，各地区、各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，加大宏观政策实施力度，政策靠前发力，狠抓落实，推动一季度国民经济持续回升、开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，GDP 增速稳中有升，满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，有利于后续宏观调控的顺利展开，提振了企业和居民信心。具体来看，第一产业增长总体稳定，增加值同比增长 3.3%；第二产业增加值同比增长 6%，其中规模以上工业增加值增速比上年同期提升 3.1 个百分点，比上年四季度提升 0.1 个百分点，呈现稳中有升态势。服务业增加值同比增长 5%，住宿餐饮、交通旅游等接触型服务业继续保持较快增长。服务业保持高速增长，潜力大、动能足，特别是生产性服务业是新生就业岗位的重要来源。创新发展取得新成效。一季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长 7.5%，比上年四季度加快 2.6 个百分点。市场经营主体信心提升。制造业采购经理指数（PMI）3 月份为 50.8%，重新回升到景气区间。

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

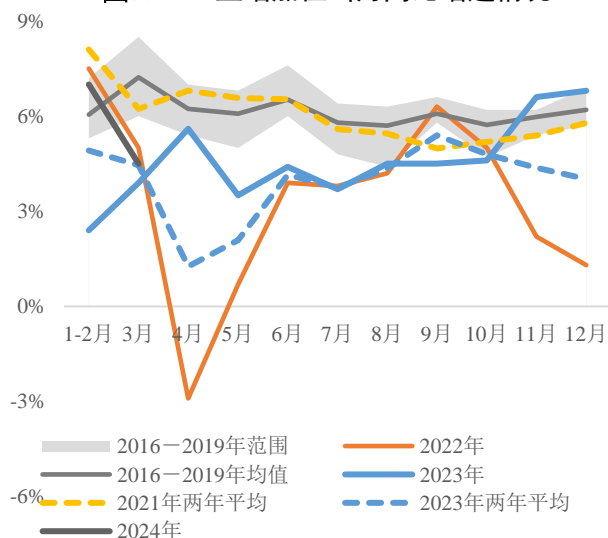
目前，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段，房地产供需关系正在逐步构建新均衡，金融风险仍需积极应对，市场经营主体的信心和经济回升的动力都需要进一步增强。下一步，要坚决贯彻落实党中央、国务院关于促进经济稳定发展的决策部署，进一步加大政策落实力度，用好超长期特别国债，灵活运用利率和存款准备金率等货币政策工具，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳，持续增强市场信心和经济运行动力，巩固和增强经济持续回升向好的基础。

1. 生产端：工业生产回升向好，服务业是主要增长动能

工业生产保持上升态势，新质生产力蓬勃发展。2024 年一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较 2023 年四季度加快 0.1 个百分点，继续保持回升向好态势。其中，制造业增加值同比增长 6.7%，较 2023 年四季度加快 0.4 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长 6.9%，较 2023 年四季

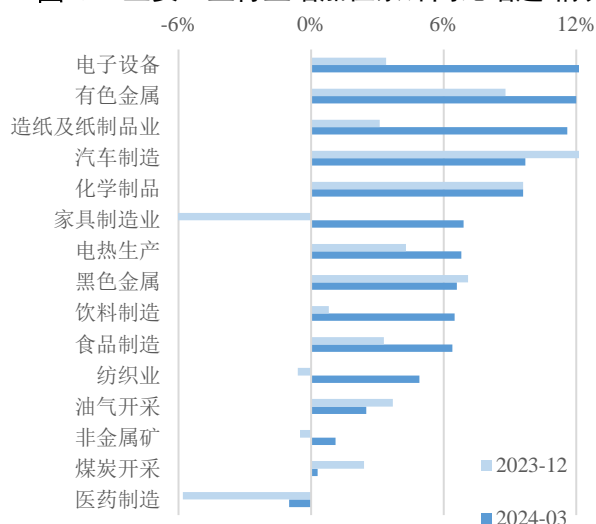
度加快 0.5 个百分点；采矿业同比增长 1.6%，较 2023 年四季度回落 2.3 个百分点。从边际来看，3 月份，规模以上工业增加值同比增长 4.5%，较 2024 年 1 月至 2 月下降 2.5 个百分点，边际有所回落，但较 2023 年同期增速仍高出 0.6 个百分点。边际回落主要是受消费品制造业增长不及预期拖累。这体现了在经济结构性转型中，一些行业发展调整，对整体消费品制造业带来了较大的外溢性影响，但鉴于新质生产力相关行业的快速增长，后续工业增加值将保持恢复态势。具体来看，一季度，高技术制造业增加值同比增长 7.5%，高于全部规上工业平均水平 1.4 个百分点，较上年四季度加快 2.6 个百分点。其中，智能车载设备制造、半导体器件专用设备制造、集成电路制造等行业增加值同比分别增长 61.5%、40.6%、18.5%。装备制造业增加值同比增长 7.6%，高于全部规上工业平均水平 1.5 个百分点。其中，电子和铁路船舶航空航天行业增加值同比分别增长 13.0%和 10.0%，汽车行业同比增长 9.7%。

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



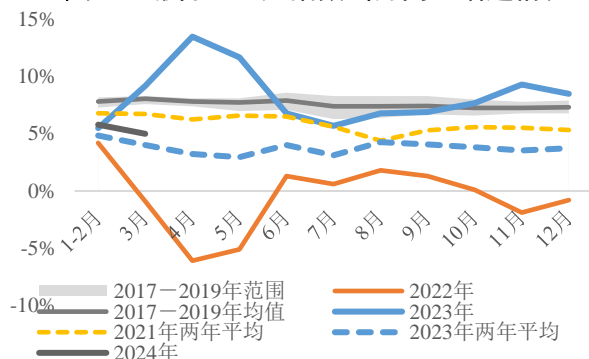
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

在高基数下，服务业延续积极增长态势，对经济增长贡献率超过一半，是主要的增长动能。2024 年一季度，服务业增加值同比增长 5.0%。服务业增加值占国内生产总值比重为 59.0%，比上年同期高 0.4 个百分点，对国民经济增长的贡献率为 55.7%，拉动国内生产总值增长 2.9 个百分点。边际来看，3 月份，服务业生产指数同比增长 5.0%，较 2023 年同期下降 4.2 个百分点，较 2023 年全年下降 3.1 个百分点。虽然边际增速有所回落，但绝对水平依旧稳定，后续动能依然强劲，人工智能等新技术广泛应用，信息技术赋能实体经济，传统产业升级、新兴产业壮大和未来产业培育统筹推进给予服务业发展新机遇。一季度，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业增加值同比分别增长 13.7%、10.8%和 5.2%，共拉动服务业增加值增长 2.7 个百分点，比上年同期提高 0.3 个百分点。3 月份，信息传输、软件和信息技术

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。

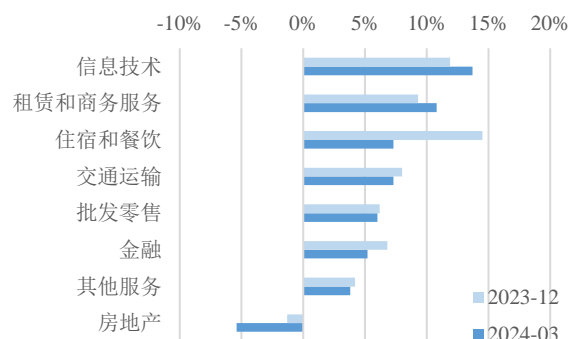
术服务业，租赁和商务服务业，金融业生产指数同比分别增长 12.7%、8.2%和 5.8%。

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：房地产投资回落较大，投资强劲增长，消费、出口开局良好

投资强劲增长，是支撑经济总量增长超预期的主要因素，体现了宏观调控的积极成果。2024 年一季度，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.5%，增速比 1—2 月份加快 0.3 个百分点；扣除价格因素影响，同比增长 5.9%。在 1—2 月投资累计同比增速较 2023 年全年上升 1.2 个百分点基础上，3 月累计同比增速继续上涨，全年在月度实物工作量形成中将更为均衡。年初财政资金充足，后续财政预算稳定，保障了投资项目的长期资金，大大提振了投资信心。重大项目建设带动作用明显。一季度，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 11.7%，增速比全部投资高 7.2 个百分点，拉动全部投资增长 6.2 个百分点。其中，计划总投资 10 亿元及以上项目投资增长 13.5%，增速比亿元及以上项目投资高 1.8 个百分点。

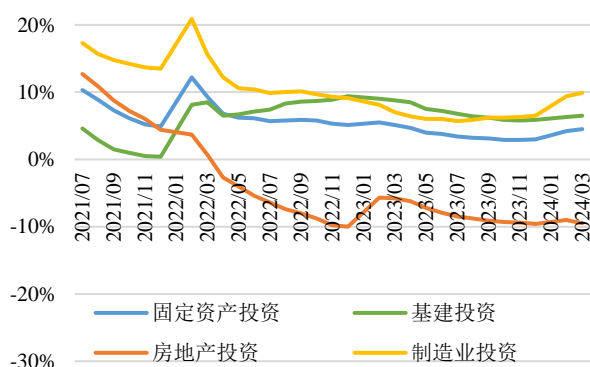
房地产开发投资增速降幅较大，是总投资的主要拖累项，以“517”房地产新政为代表的去库存调控政策将逐步稳定房地产投资的长期预期。2024 年一季度，房地产开发投资累计同比下降 9.5%，降幅较 1—2 月扩大 0.5 个百分点，比 2023 年全年降幅收窄 0.1 个百分点。在 2023 年房地产投资增速降幅逐步扩大的基础上，2024 年房地产投资降幅没有呈现可持续的收窄趋势，特别是在 3 月呈现了降幅继续扩大的边际态势。此外，一季度商品房销售面积和销售额降幅均有所收窄，同比下降 19.4%和 27.6%。这体现了在经历了短暂的房地产债务突发的信心冲击之后，房地产销售将逐步向潜在趋势回归，从而支撑房地产行业的恢复性发展。“430”政治局会议提出要推进房地产去库存，“517”房地产新政主要从以下四个方面为供需双方提供流动性支持：（1）降低房地产贷款首付款比例；（2）降低公积金贷款利率；（3）放开房地产贷款利率下限；（4）提供再贷款支持收购已建未售的商品房。整体看，新政有望加速房地产企业的资金回笼，对于落实保交楼、提振居民对房地产发展新模式的信心具有积极意义，能够更好满足刚性和改善型住房需求，后续房地产投资增速或能逐步稳定。

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。

充足资金储备推动基建投资增速继续提高。2023 年四季度发行的一万亿特别国债用于支持灾后重建，这在一定程度上支持了 2023 年四季度基建投资增速，但从财政资金的使用情况来看，这笔资金的实物工作量在 2024 年一季度才得到充分体现。2024 年两会以来，各地区加快增发国债项目的开工建设，提升防灾减灾救灾能力，推动基建投资稳定增长。2024 年一季度，基建投资同比增长 6.5%，增速比 1—2 月份加快 0.2 个百分点，较 2023 年全年加快 0.6 个百分点，拉动全部投资增长 1.4 个百分点。分行业来看，航空运输业投资同比增长 35.4%，水利管理业投资同比增长 13.9%。后续来看，2024 年一万亿特别国债的发行计划已公布，这说明接下来 1~2 个季度，相关项目也将进入施工阶段。这对于支持后续基建投资增速总体保持稳定具有重要意义。

制造业投资加速增长，突出体现了制造业在为数字经济革命准备产能，现代化产业体系下新质生产力快速扩张。2024 年一季度，制造业投资同比增长 9.9%，增速比 1—2 月份加快 0.5 个百分点，较 2023 年全年加快 3.4 个百分点，拉动全部投资增长 2.4 个百分点。其中，消费品制造业投资增长 13.8%，装备制造业投资增长 13.4%，原材料制造业投资增长 8.6%。虽然制造业 PMI 展现出了波动特点，但是在国家设备更新改造政策支持、积极宏观调控引导、外部需求扩张下，中国制造业投资继续呈现快速扩张态势，在 2023 年基础上继续保持了高速增长态势。从细分行业来看，制造业在新能源、通信技术上仍然呈现快速扩张态势。在面向未来高质量发展的技术驱动下，制造业企业都在积极布局。目前人工智能技术拉动的数字中心建设、数字经济产品研发还处于产业爆发的前期，AI 手机、AI 人形机器人均存在广阔的市场。这将拉动产业链上下游的投资持续扩张，推动制造业投资保持韧性，对于后续制造业投资保持高速增长具有重要意义。一季度，高技术制造业投资同比增长 10.8%，增速比 1—2 月份加快 0.8 个百分点，比制造业投资高 0.9 个百分点；占制造业投资的比重比上年同期提高 0.3 个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资同比增长 42.7%，计算机及办公设备制造业投资同比增长 11.8%，电子及通信设备制造业投资同比增长 11.0%。

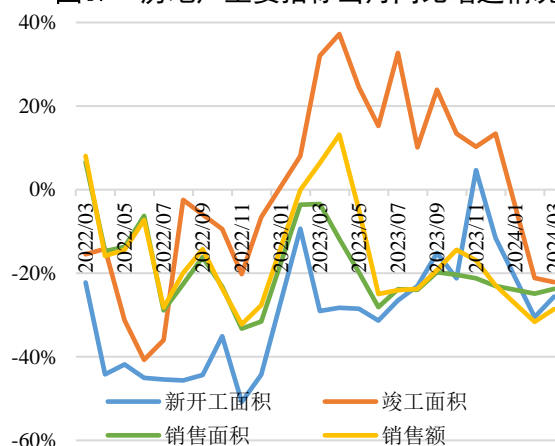
图7. 固定资产投资累计同比增速情况



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

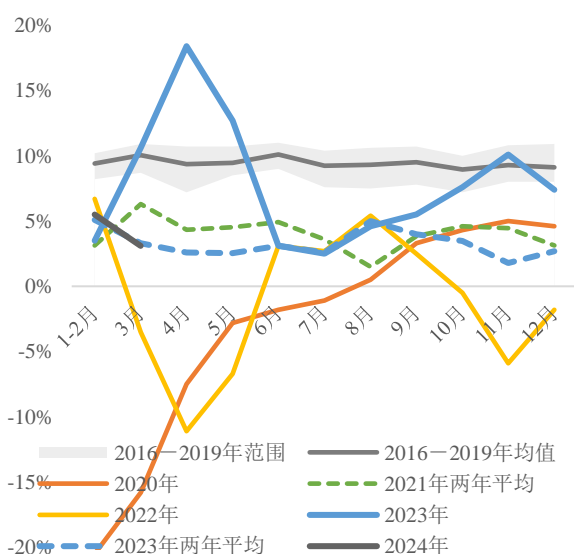


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

消费保持平稳增长，服务消费作为主要拉动力，依然保持高速增长。2024 年一季度，社会消费品零售总额同比增长 4.7%。扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长 5.2%。受多重因素影响，服务零售增速依然强劲。一季度，服务零售额同比增长 10.0%，高于同期商品零售额增速 6.0 个百分点。居民出行、

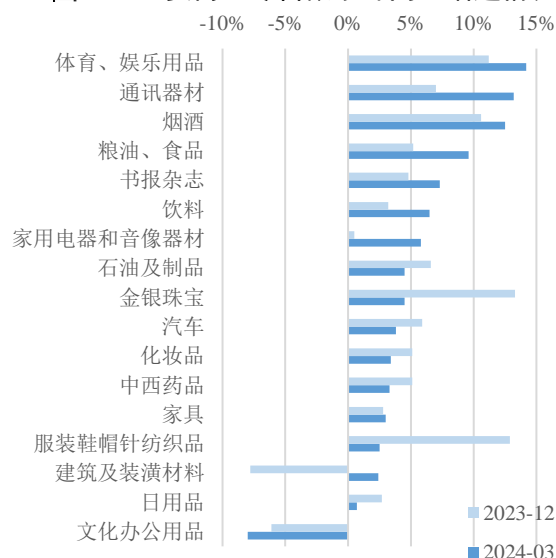
旅游的意愿较强，带动交通运输、旅游住宿等服务零售增速保持高速增长。经济转型调整过程中，居民对于走出城市、走进自然的生活品质的追求不断提升，绿水青山就是金山银山的消费理念深入人心。一季度，餐饮收入同比增长 10.8%；交通出行类、文体休闲类服务零售额增长较快。数字经济加速发展，人工智能技术大幅提高了居民对于数字产品的关注度以及居民通过网络购物消费的兴趣。一季度，实物商品网上零售额同比增长 11.6%，增速比上年全年加快 3.2 个百分点，对社会消费品零售总额增长的拉动超过 2 个百分点，其中吃类、穿类和用类分别增长 21.1%、12.1%和 9.7%。受汽车等耐用品降价短期影响，消费者观望情绪下，商品零售增速波动较大。但在国家设备更新和消费品以旧换新政策的不断完善和落实下，商品零售有望迎来一轮提振。在财政资金和税收优惠、国家结构性货币政策工具的支持下，企业和居民都能切实获得商品零售的收益，从整体上提振消费信心，为经济需求侧提供支持。一季度，商品零售额同比增长 4%。随着市场供给不断优化、消费热点拓展延伸，部分升级类商品消费需求较快释放。一季度，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增长 14.2%、13.2%。与消费品以旧换新相关的商品零售额增速加快或由负转正，家用电器和音像器材类、家具类零售额同比分别增长 5.8%、3%，增速比上年全年加快 5.3 个百分点、0.2 个百分点；建筑及装潢材料类零售额同比增长 2.4%，上年全年为同比下降 7.8%。

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

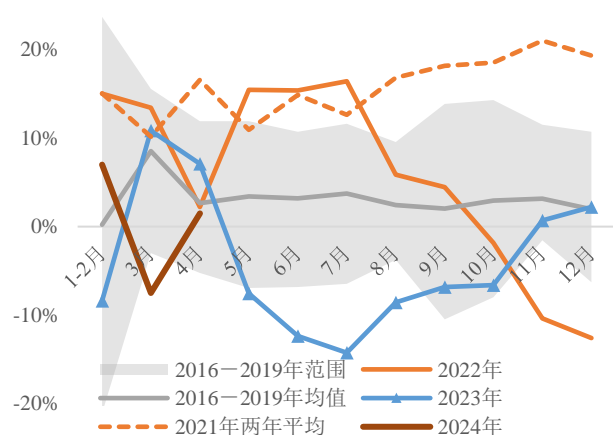


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

出口延续弱恢复态势，受基数效应影响，边际增速有所回落。一季度出口人民币计价同比增长 4.9%，由于 2023 年 3 月港口集中交付，造成基数效应较大，体现为 2024 年 3 月出口增速同比下降较大。从贸易对象看，中国对东盟、欧盟、美国、韩国的人民币计价出口同比分别增长 7.7%、-2.6%、2.1%和-6.1%。此外，中国对共建一带一路国家进出口增长 5.5%；对拉美、中亚五国进出口均实现两位数增长。机电产品和劳动密集型产品出口势头良好。一季度，中国机电产品出口 3.39 万亿元，同比增长 6.8%，占出口总值的 59.2%，其中电脑及其零部件、汽车、船舶同比分别增长 8.6%、21.7%、113.1%。同期，劳动密集型产品出口 9757.2 亿元，同比增长 9.1%，其中纺织服装、塑料制品、家具及其零件同比分别增长 5.4%、14%、23.5%。

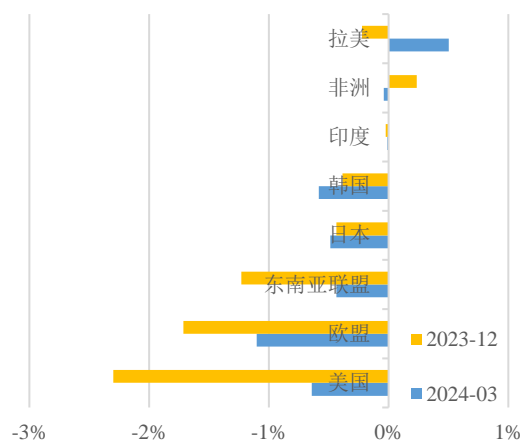
出口方面将延续弱恢复态势，2024 年正增长是大概率事件。进入 2024 年以来，美国、欧元区 PMI 进入上升区间，韩国、日本出口快速增长，IMF 在最新的世界经济展望中调高了世界经济 2024 年预期，上述情况预示着 2024 年中国进出口的总体环境较好，需求侧比较充足。在美国服务消费拉动其经济超预期增长的同时，其商品零售也处于积极补库存的阶段。并且从长期来看，尽管现阶段美联储将维持限制性利率水平在一个较长时间范围内，其降息预期后延越来越多，但利率处于一个历史性高位，后续加息的概率很小。因此，长期看，一个企业补库存周期是比较明确的。

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

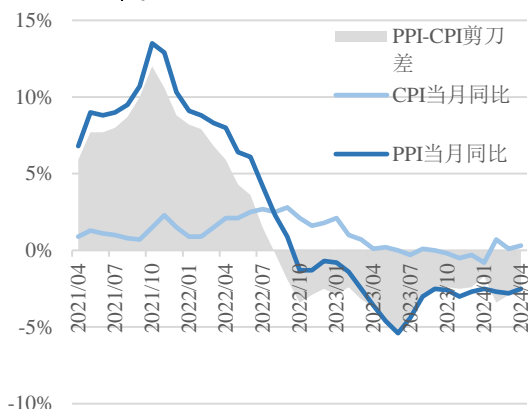
3. 价格：国内价格平稳运行、缓慢回升，人民币汇率有所波动

CPI 运行平稳，缓慢回升。2024 年一季度，CPI 与上年同期持平，同比增速较 2023 年四季度上升 0.33 个百分点，较 2023 年全年下降 0.2 个百分点。从价格因素的整体走势来看，仍处于弱势均衡。在整体积极财政政策和稳健货币政策的引导下，价格未来的预期比较稳定，下一步资产价格的整体恢复环境将提振通胀预期。短期来看，受春节错月等因素影响，一季度内 CPI 月度同比有所波动。1 月，受 2023 年同期对比基数较高影响，CPI 同比下降 0.8%；2 月，春节因素影响 CPI 同比上涨 0.7%；3 月，节后消费需求季节性回落，加之市场供应总体充足，CPI 同比涨幅回落至 0.1%。一季度，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.7%，与 2023 年四季度基本持平，延续温和上涨态势。对于一季度总体的价格走势，在季节性、行业供求关系的基础上，还受到经济整体的财富效应、经济发展信心的综合影响。国家统计局公布的 70 个大中城市二手住房交易价格同比降幅呈现扩大的趋势，一方面系受近期突发的房地产债务危机影响，另一方面系房地产相关的宽松政策在落地过程中低于社会预期表现所致。上述因素对房地产价格带来短暂冲击。对于最近几年的购房者来说，房价下跌幅度有接近首付款的趋势，这或将对居民的消费信心带来一定的干扰。M1 与 M2 增速剪刀差仍处于较大的区间内，居民储蓄率仍处于高位，不愿超前消费，处于较为保守的财富存储态势，这对于经济内需带来一定的收缩压力。最后，服务消费持续升温带动服务价格涨幅扩大，

在一定程度上体现了经济结构性调整下，新动能需求的扩张对经济整体价格因素的支撑。一季度，服务价格同比上涨 1.1%，涨幅比上年同期和上年全年分别扩大 0.3 和 0.1 个百分点。服务消费中，居民出行需求较旺，旅游、宾馆住宿和交通工具租赁费价格分别上涨 10.1%、3.5%和 1.8%，其中旅游价格涨幅为 2015 年以来同期最大。

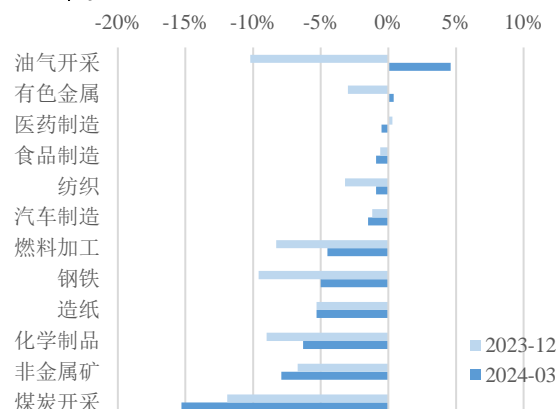
受经济结构调整影响，PPI 处于低位，边际同比降幅小幅扩大。2024 年一季度，PPI 同比下降 2.7%，较 2023 年四季度降幅收窄 0.1 个百分点。从 PPI 同比增速近两年的变化趋势来看，PPI 同比降幅系逐步收窄。中国主要工业品原材料的价格也处在筑底阶段，环比降幅在不断下降。分月看，环比降幅有所收窄，同比降幅有所扩大。1、2 月份，受春节假日等因素影响，PPI 环比均下降 0.2%，3 月份，节后工业生产恢复，PPI 环比降幅收窄至 0.1%；PPI 同比降幅由 1 月份的 2.5%扩大至 3 月份的 2.8%。一季度以及 3 月份的 PPI 同比降幅受到了结构性因素的干扰，如与房地产相关的需求回落、经济转型升级下的技术进步。具体来看，一季度，煤炭开采和洗选业价格平均下降 15.3%，钢材、水泥等行业价格偏弱运行，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 5.0%，水泥制造价格同比下降 19.2%。汽车行业市场竞争激烈，汽车制造业价格同比下降 1.5%，其中新能源车整车制造、汽柴油车整车制造价格分别下降 5.0%、1.3%。统计方面，翘尾影响将拉动 PPI 同比降幅收窄，2024 年一季度翘尾因素对 PPI 的影响为-2.3 个百分点，二季度翘尾的影响仅-0.9 个百分点。二季度和一季度相比，翘尾的影响收窄 1.4 个百分点。未来一至二个季度，工业产品整体的价格下降速度将减慢，形成价格底部，稳定市场预期，提振企业调整、扩张投资信心。

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

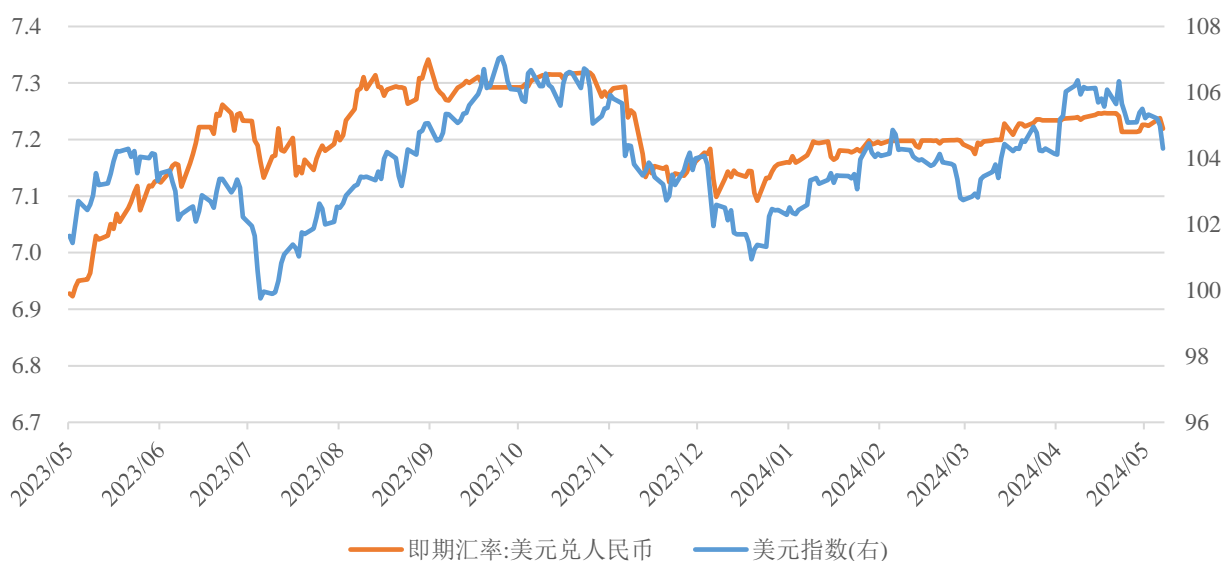


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

一季度经济数据恢复向好，受外部因素的影响，人民币汇率有所波动，但波动幅度较上年明显减小。2024 年以来，美国通胀数据有所抬头，市场对美联储年内首次降息的时点和次数预期出现反复，这干扰了国际外汇市场。国际金融市场动荡加剧，日元、欧元、英镑等主要货币以及一些其他新兴市场货币波动有所加大。但总体来看，世界贸易领域处于整体复苏阶段，国际贸易摩擦风险较小，供给侧风险保持在有限范围内，因此整体外汇市场没有系统性风险。在本轮的世界货币政策周期错位期间，新兴市场经济体的通胀和利率都保持在了较为合适的水平。在基本面稳健的背景下，主要经济体都有能力稳定外汇市场的单边

行为。受外部冲击的影响，人民币对美元的汇率出现波动，人民币对一篮子货币在保持稳定的基础上还有一定的升值。截至3月末，中国外汇交易中心人民币汇率指数报99.78，较上年末上涨2.4%。人民币汇率有基础、有条件保持基本稳定。一季度经济实现良好开局，多个方向边际改善，制造业投资保持高速增长，恢复向好趋势愈发明显，有力对冲外部扰动因素。同时，中国外汇市场成熟度在持续提升，韧性也在不断增强，人民币汇率走势会双向波动、相对均衡。从世界通胀走势和货币周期来看，主要经济体的货币政策周期错位有所收敛，在经历短暂的外汇市场波动后，长期看外汇市场的总体风险处于缩小趋势。

图15. 人民币汇率和美元指数走势

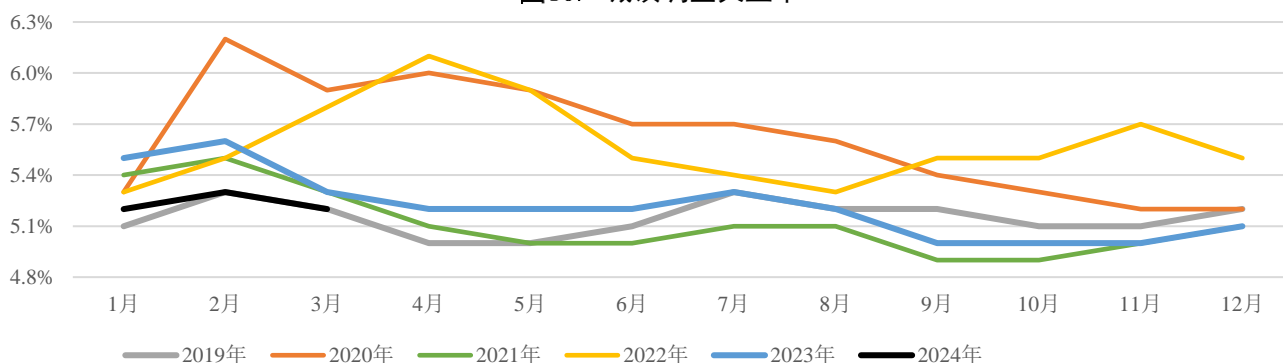


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：整体形势稳中向好

一季度就业形势稳中向好，稳就业政策持续优化，有力保障了居民收入的可持续增长。2024年一季度，全国城镇调查失业率均值为5.2%，较2023年一季度下降0.3个百分点。随着国民经济延续回升向好态势，就业较2023年出现改善，并且长期趋势向好。分月看，1月份全国城镇调查失业率为5.2%，受冬季农业、建筑业等行业用工季节性减少影响，失业率环比上升0.1个百分点。2月份，叠加春节假期因素，企业用工需求减少，加之部分劳动者有转换工作的计划，失业率升至5.3%。3月份，随着节后各行业用工逐步恢复，求职者陆续找到工作，失业率降至5.2%，环比、同比均下降0.1个百分点。在一季度内，月度之间的失业率数据波动较小，体现了就业市场的整体平稳，边际上呈现下降趋势。

图16. 城镇调查失业率



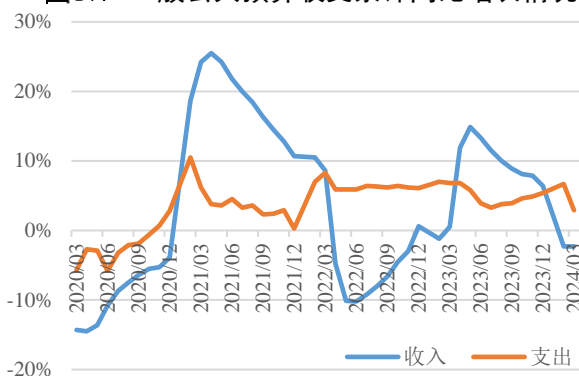
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

5. 财政：积极财政靠前发力、提质增效

一季度，一般公共预算收支保持平稳。2024 年一季度，全国一般公共预算收入 60877 亿元，同比下降 2.3%。其中，国内增值税、国内消费税、企业所得税和个人所得税分别达到了-7.1%、10%、1%和-4.5%。根据国新办发布会披露，财政收入出现负增长主要源于两项特殊因素的扰动。其一，2023 年财政收入基数高，2022 年制造业中小微企业部分缓税在 2023 年前几个月入库，抬高了 2023 年一般公共预算的收入基数。其二是 2023 年年中出台的 4 项减税政策对 2024 年的税收带来了翘尾减收。扣除特殊因素影响后，可比增长 2.2%左右，随着经济整体的恢复性增长，税收也将延续增长态势。一季度，全国一般公共预算支出 69856 亿元，同比增长 2.9%，完成了全年预算进度的 24.5%，其中社保就业、城乡社区、卫生健康和交通运输分别达到 30.7%、26.2%、25.1%和 25.1%。财政支出正增长体现了积极财政靠前发力、提质增效，增发国债资金已于 2024 年初全部下达、转移支付预算下达超过八成、支出进度合理加快，体现了后续财政支出将维持扩张态势。

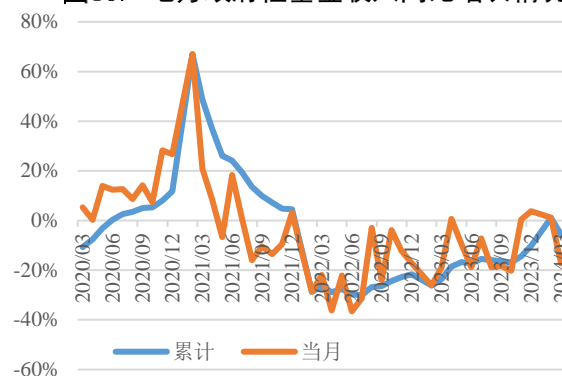
受房地产仍处于深度调整状态影响，政府性基金收支相对较慢。2024 年一季度，全国政府性基金预算收入 10394 亿元，同比下降 4%。其中，地方政府国有土地使用权出让收入 8147 亿元，同比下降 6.7%。一季度全国政府性基金预算支出 17798 亿元，同比下降 15.5%，其中国有土地使用权出让收入相关支出 12227 亿元，同比下降 4.5%。一季度专项债发行规模小于往年同期也在一定程度上干扰了政府性基金收支进度。一方面是由于以往年度为应对特殊因素影响，加大年初发行规模，另一方面与地方项目建设资金需求、债券市场利率等因素相关。

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

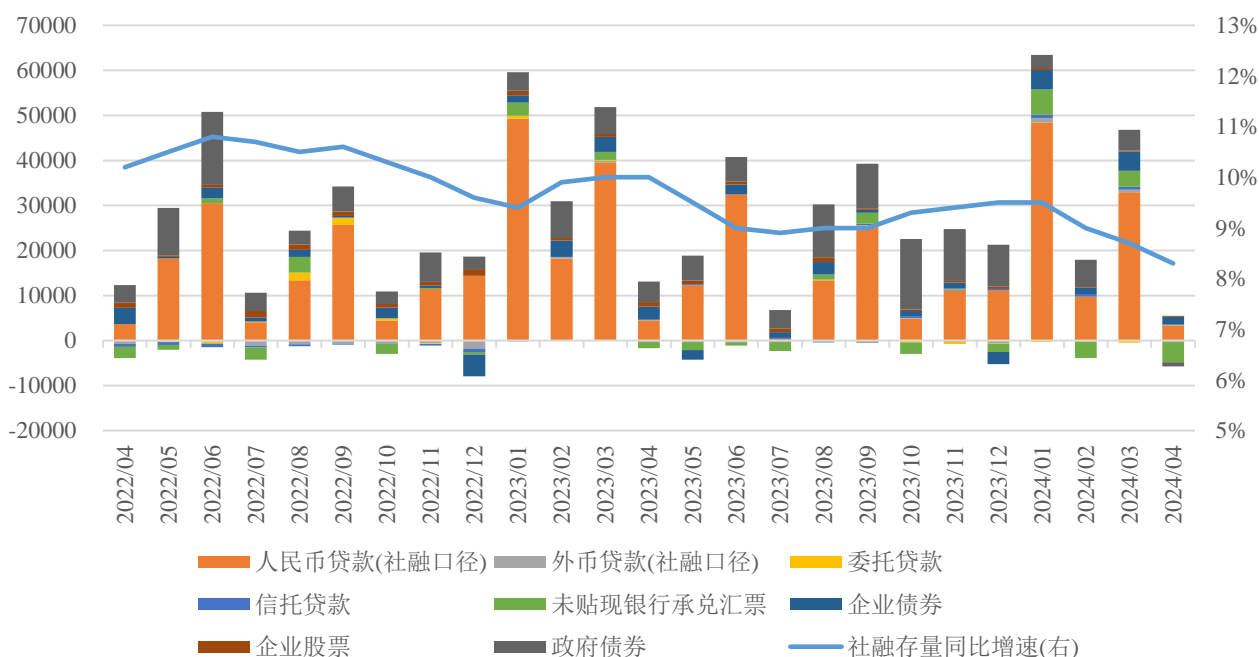
一季度，综合运用多种政策工具，支持实体经济恢复向好，降低融资成本。2024年2月，央行降准0.5个百分点，释放中长期流动性超过1万亿元，保持银行体系流动性合理充裕；适时降息，1月下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，2月引导5年期以上贷款市场报价利率（LPR）降低0.25个百分点，降幅超出市场预期；发放5000亿元抵押补充贷款（PSL）额度，支持“三大工程”，推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等；设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，全力落实大规模设备更新和消费品以旧换新。下一步，中国经济结构调整、转型升级在加快推进，房地产加速去库存，地方债务风险防控加强，经济更为轻型化，信贷需求有所转弱、结构优化升级。这个过程容易形成空转和资金沉淀，降低资金使用效率。因此需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制。4月30日，中央政治局会议指出，要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度。后续，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

1. 社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化

受基数效应影响，社融增速有所回落，后续增长将更加均衡。2024年3月末，社会融资规模余额390.32万亿元，同比增长8.7%，增速比上月末低0.3个百分点。一季度社会融资规模累计增加12.93万亿元，同比少增1.61万亿元，主要是受上年高基数影响。从历史同期看，2024年一季度社会融资规模的增加量仍处于历史同期较高水平。总体看，一季度的社会融资规模增长与本年的经济增长和价格水平预期目标基本匹配。2024年人民银行更加注重引导金融机构信贷均衡增长，一季度新增社会融资规模同比有所回落，在稳固对实体经济支持的同时，避免过度冲高导致后劲不足，有助于增强信贷增长的可持续性。

债券融资保持合理规模。2024 年一季度，政府债券净融资 1.36 万亿元，同比有所少增，但与 2020—2023 年同期均值相比基本持平。企业债券融资有所增长。一季度，公司信用类债券发行超过 3.65 万亿元，同比增长 3.5%。截至 3 月末，民营企业债券融资支持工具已累计支持了 143 家民营企业发行债券超过 2515 亿元。小微企业、民营企业融资用票据比较多，票据业务功能有所优化，助力企业加快资金周转、缓解占款压力。一季度，签发票据的中小微企业超过 14.4 万家，占全部签票企业的 93.2%；办理贴现的中小微企业为 16.9 万家，占全部贴现企业的 96.5%。

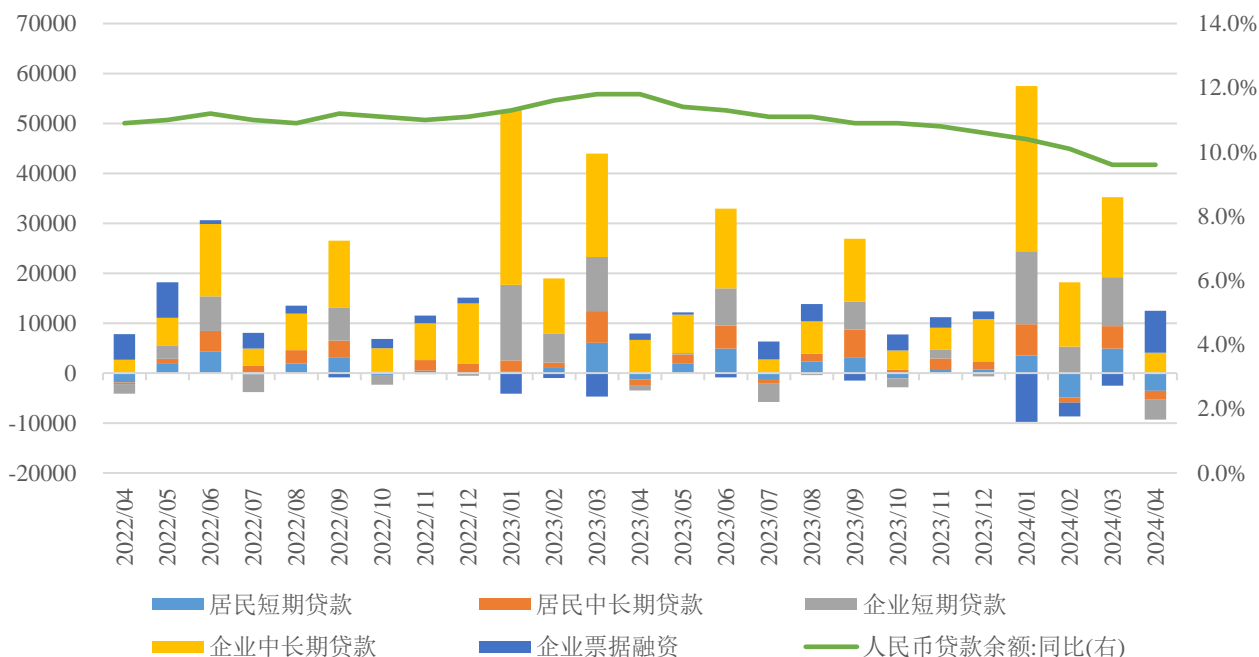
图19. 社融存量增速和增量结构（亿元）



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 3 月末，金融机构人民币各项贷款余额 247.05 万亿元，同比增长 9.6%。一季度，人民币各项贷款增加 9.5 万亿元，新增额低于上年同期，但比 2022 年同期高出 1.13 万亿元。企（事）业单位贷款是信贷增长的主体。一季度，企（事）业单位贷款增加 7.77 万亿元，其中中长期贷款增加 6.2 万亿元，有力支撑了制造业投资的快速增长，稳定增长预期。这既为企业提供了流动性支持，也有利于新质生产力的长期投资。同期，住户贷款增加 1.33 万亿元，主要是经营性贷款增加 1.29 万亿元。分行业看，新增贷款主要投向制造业、基础设施业、服务业等重点领域，房地产业贷款增速也有所回升。3 月末，制造业中长期贷款增长 26.5%，比全部产业中长期贷款增速高出 12.2 个百分点；基础设施业中长期贷款增长 13.4%，一季度累计增加 1.97 万亿元；不含房地产业的服务业中长期贷款增长 13.1%，一季度累计增加 2.87 万亿元。3 月末，房地产业中长期贷款增长 4.9%，比上年末高 0.6 个百分点；一季度累计增加 6727 亿元，新增额高于上年同期。

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

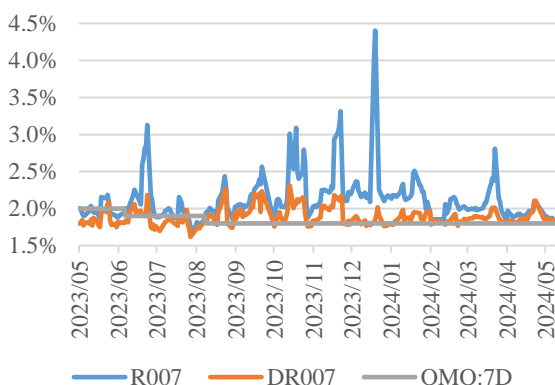
流动性合理充裕。2024年一季度，人民银行坚持实施稳健的货币政策，综合运用降准、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）和再贷款再贴现等多种方式投放流动性。其中，2月降准0.5个百分点，释放中长期流动性超1万亿元。灵活把握公开市场操作力度和节奏，及时熨平春节现金投放、财政税收、政府债券发行等短期波动因素，引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行，为推动金融支持经济高质量发展提供了适宜的流动性环境。3月末，金融机构超额准备金率为1.5%，银行体系流动性合理充裕。

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3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。3月，新发放贷款加权平均利率为3.99%，同比下降0.35个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为4.27%，同比下降0.26个百分点；企业贷款加权平均利率为3.73%，同比下降0.22个百分点。因城施策调整首套房贷利率下限。发挥新发放首套房贷利率政策动态调整机制的作用，引导新发放房贷利率下行。截至3月末，全国343个城市（地级及以上）中，75个下调了首套房贷利率下限，64个取消了下限。3月，新发放个人住房贷款利率为3.69%，同比下降0.45个百分点。债券发行利率回落。3月，财政部发行的10年期国债收益率为2.31%，较上年12月下降28个基点；主体评级AAA的企业发行的一年期短期融资券平均利率为

2.35%，较上年 12 月下降 74 个基点。

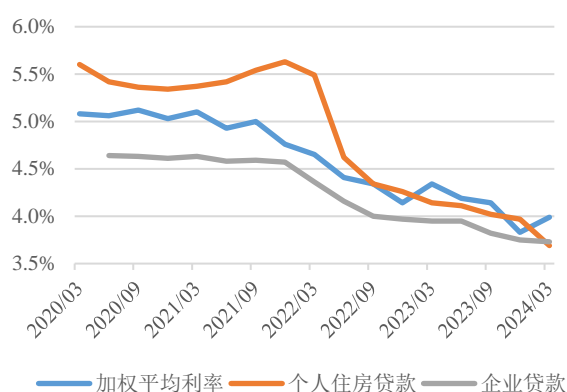
展望 2024 年二、三季度，货币政策将坚持稳中求进工作总基调，保持稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，加大对实体经济支持力度，切实巩固和增强经济回升向好态势。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。

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 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，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，提振信心，推动经济开局良好。展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力。

1. 设备更新和消费品以旧换新推动经济社会发展转型升级

2024 年 3 月 7 日，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（以下简称“《行动方案》”）正式印发。《行动方案》共五个方面、二十条，详细说明了方案落地的方式方法和制度保障。《行动方案》涉及经济社会发展的方方面面、多个环节，要推动落实好，既要充分发挥市场在资源配置方面的决定性作用，也要更好发挥政府作用，打好政策组合拳。按照国务院的要求，国家发展改革委会同有关方面，分工负责，积极推进。有关机构做过测算，中国工农业等重点领域设备更新每年的需求在 5 万亿规模以上，而且汽车、家电换代更新的需求也在万亿以上级别的，再加上回收循环利用，市场空间非常巨大。该政策不仅能够促进消费、拉动投资，而且能够促进节能降碳，减少安全隐患，推动经济社会发展转型升级，从而助推高质量发展，满足人民群众日益增长的美好生活需要。

推动设备更新和消费品以旧换新工作部署了“1+N”政策体系，“1”就是《行动方案》，“N”是各领域的具体实施方案。目前，市场监管总局牵头制定标准提升行动方案，工信部牵头制定工业领域设备更新文件，住建部牵头的建筑和市政领域设备更新实施方案，商务部牵头消费品以旧换新文件。除此之外，还有重点行业节能降碳行动计划，交通运输、教育、文旅、医疗等领域的实施方案，牵头单位分别是国家发展改革委、交通运输部、教育部、文旅部、卫健委。后续政府还将加大政策支持力度，包括安排中央投资等各类资金，支持符合条件的设备更新和回收循环利用项目；鼓励有条件的地方结合实际加大投入，落实节能节水等税收优惠政策，完善再贷款等金融支持。

2. 以标准提升促进转型升级

2024年3月27日，市场监管总局等部门联合印发了《以标准提升牵引设备更新和消费品以旧换新的行动方案》，方案强调坚持标准引领、有序提升，强化标准比对、优化体系建设，要求加快制修订节能降碳、环保、安全、循环利用等领域的标准，推动今明两年完成制修订294项重点国家标准，推动政策和标准更加协同配套，有力支撑设备更新和消费品以旧换新。具体工作任务安排包括以下四个方面的内容：一是加快能耗排放技术标准升级，制修订国家标准113项，持续引领设备更新。二是强化产品质量安全标准提升，制修订国家标准115项，促进消费品以旧换新。加快推动电动汽车、智能网联汽车、汽车售后服务等标准迭代升级，加强传统家电安全、新型家电、家电适老化等领域标准研制，制修订智能家居互联互通、家居产品质量分级等标准。三是加大回收循环利用标准供给，制修订国家标准66项，有力推动产业循环畅通。加快健全重点产品回收、分拣、拆解、再生利用标准，完善再生资源进口的标准和政策，助力资源利用形成闭环。四是完善标准实施配套措施，合力推动标准落地见效。强化标准与财政支持等政策措施的协同。大力推进绿色产品认证、高端品质认证，向消费者传递质量信任。围绕新能源汽车、电子电器、儿童用品等重点消费品，加大缺陷调查和召回力度。建立消费品质量安全监管目录，加强质量监督和执法，强化标准实施应用，不断提升产品质量安全水平。

3. 做好回收循环大文章

2024年2月9日，国务院办公厅印发了《关于加快构建废弃物循环利用体系的意见》。国家发展改革委同有关部门，聚焦重点领域和重点产品，将从以下三个方面做好回收循环的大文章，提升循环利用水平。一是畅通回收渠道。加快发展“换新+回收”物流体系和新模式，鼓励电商平台、生产企业落实生产者责任延伸制，上门回收废旧消费品。进一步完善再生资源回收网络，力争全年推动全国大中城市新增标准化规范化回收站点2000个，其中供销系统1000个，而且要建设绿色分拣中心200个。二是支持二手商品流通交易。持续优化二手车交易登记管理，促进便利交易。推动二手电子产品交易规范化。推动二手商品交易平台企业建立健全平台内经销企业、用户的评价机制，加强对信用记录、违法失信行为等信息共享。三是提高资源化利用水平。鼓励对具备条件的废旧生产设备实施再制造，有序推进产品设备及关键部件梯

次利用。提升废有色金属利用、稀贵金属提取等技术水平。推动再生资源加工利用企业集聚化、规模化发展，建设一批废钢铁、废有色金属等再生资源精深加工产业集群。

4. 紧握银发经济发展新机遇

2024 年 1 月 5 日，国务院常务会议审议通过《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》（以下简称“《意见》”），1 月 15 日正式印发实施，是新时代推动银发经济发展的纲领性文件。《意见》深入贯彻党的二十大精神，坚持以人民为中心的发展思想，加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展，培育高精尖产品和高品质服务模式，让老年人共享发展成果、安享幸福晚年。《意见》具体提出了 4 个方面 26 项举措。一是发展民生事业，解决急难愁盼。以需求为牵引，从“关键小事”着力增进民生福祉。围绕老年助餐服务、居家助老服务、社区便民服务、老年健康服务、养老照护服务、老年文体服务、农村养老服务等 7 个方面老年人急需的高频服务，分别提出操作性强的解决方案。二是扩大产品供给，提升质量水平。重点开展培育银发经济经营主体、推进产业集群发展、提升行业组织效能、推动品牌化发展、开展高标准领航行动、拓宽消费渠道等 6 大行动，通过高质高效的供给创造需求，提升银发经济整体规模。三是聚焦多样化需求，培育潜力产业。围绕老年用品制造、智慧健康养老、康复辅助器具、抗衰老产业、养老金融、旅游服务、适老化改造等 7 个前景好、潜力大的产业，制定切实有效的政策措施。四是强化要素保障，优化发展环境。从科技创新应用、用地用房保障、财政金融支持、人才队伍建设、数据要素支撑、打击涉老诈骗等 6 个方面提出了一揽子支持政策。同时，提出要完善工作机制，加强统筹协调，推动各项任务落实落细。

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。