

# PMI 数据显示中国经济继续平稳复苏

## ——对4月PMI和高频数据的思考及未来经济展望

### 核心观点：

4月PMI综合指数较上月回落0.4个百分点，季节性因素是其环比回落的主要原因。季节性调整后，4月PMI指数基本与上月持平，可能意味着4月工业生产乃至总体经济或有望保持较为平稳的状态。结合PMI分项指数与高频数据分析，4月需求端外需的韧性略强于内需；内需中地产和基建可能偏弱，但是消费需求仍在持续改善；工业品价格环比或出现反弹。展望未来，我们维持中国宏观经济的新周期或正在启动，经济将继续复苏的观点。

### ► 4月PMI受季节性因素影响回落

4月PMI指数为50.4%（前值50.8%），基本符合市场预期（50.4%）。季节性因素是4月PMI指数的环比回落的主要原因。季节性调整后，4月PMI指数为50.1%（前值：50.2%），环比仅回落0.1个百分点，总体保持平稳。从结构上来看，4月PMI各分项指数表现明显分化。就主要分项指数而言，在季节性调整后，需求相关的分项指数普遍有所回落，供给相关的分项指数环比上行，价格指数受到大宗商品价格反弹影响明显反弹。

### ► 实体相关高频数据有所分化

4月实体相关高频指标分化较为明显，地产与基建产业链相对偏弱，但是出行以及背后代表的消费数据持续回升。具体而言，上游发电耗煤量与钢铁生产均稍有放缓；基建相关高频指标环比有所下行；中下游工业行业中，PTA与涤纶长丝生产均稍有放缓，轮胎生产也出现小幅回落；市内人口流动保持活跃。此外，“五一”假期前3天，全社会跨区域人员流动量较2019年同期的复合平均增速为5.3%，相较今年春节假期（4.4%）进一步增长。

### ► 4月经济或保持平稳增长

季节性调整后，4月PMI环比仅较上月回落0.1个百分点，表现较为平稳。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。这意味着4月工业生产乃至总体经济或有望保持平稳增长的状态。结合PMI分项指数与高频数据分析，我们认为需求端外需的韧性略强于内需；内需中地产和基建可能偏弱，但是消费需求仍在持续改善；受到大宗原材料价格回升的影响，工业品价格环比将有反弹。

### ► 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，我们维持经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将继续温和复苏的观点。一方面，在地产高频数据仍偏弱的情况下，一季度GDP明显回升（季调环比1.6%，前值1.2%），这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。另一方面，政治局会议表明宏观政策在稳增长方面仍将保持积极，并将着手消化存量房产，防范化解潜在风险，相关措施的出台有望为经济复苏保驾护航。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《实际出口或好于同比读数：——对3月外贸数据的思考与未来展望》2024.04.14
- 2、《小银行或先面对缩表流动性的冲击：——美联储缩表与美国金融体系脆弱性（二）》2024.04.08

## 正文目录

1.	4月PMI受季节性因素影响回落	3
1.1	4月PMI环比下降	3
1.2	分项指数表现分化	4
2.	实体相关高频指标有所分化	9
2.1	上游发电与钢铁生产边际回落	9
2.2	基建相关指标有所回落	10
2.3	中下游部分行业稍有回落	11
2.4	人口流动保持活跃	12
2.5	地产市场仍待提振	14
2.6	航运价格总体回落,但部分航线月底回升	14
3.	未来经济展望	16
3.1	4月经济或保持平稳增长	16
3.2	经济新周期的正循环可能正在启动	17
4.	风险提示	19

## 图表目录

图表 1:	实体经济重要指标(基准预测)	3
图表 2:	中国PMI综合指数	3
图表 3:	中国PMI综合指数(季调)	4
图表 4:	可比年份各月PMI指数	4
图表 5:	PMI分项指数较上月变动的情况	5
图表 6:	PMI新订单和生产子指数(季调)	5
图表 7:	PMI新出口订单和进口子指数(季调)	5
图表 8:	新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	6
图表 9:	进口指数较上月变动 vs 进口环比	6
图表 10:	PMI生产指数长期高于PMI订单指数	6
图表 11:	PMI产成品和原材料价格子指数(季调)	7
图表 12:	原材料价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	7
图表 13:	产成品价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	7
图表 14:	PMI产成品和原材料库存(季调)	8
图表 15:	国际大宗原材料价格指数	8
图表 16:	PMI产成品库存 vs 生产与新订单指数差值	8
图表 17:	重点发电集团日耗煤(周平均)	9
图表 18:	重点企业粗钢日均产量	10
图表 19:	石油沥青装置开工率	10
图表 20:	PTA开工率	11
图表 21:	江浙地区涤纶长丝开工率	11
图表 22:	汽车轮胎开工率(全钢胎)	12
图表 23:	汽车轮胎开工率(半钢胎)	12
图表 24:	19城地铁客运量	12
图表 25:	假期10城地铁客运量	13
图表 26:	跨区域人口流动量	14
图表 27:	100大中城市成交土地溢价率	14
图表 28:	30大中城市商品房成交面积(当周值)	14
图表 29:	中国出口集装箱运价指数	15
图表 30:	国际干散货运价指数	15
图表 31:	PMI较上月变动 vs 工业增加值环比	16
图表 32:	PMI与荣枯线距离 vs 工业增加值环比	16
图表 33:	近期中央政治局会议主要内容对比	18

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	4月	5月	6月	7月	8月	9月
GDP	/	/	5.8	/	/	5.1
固定资产投资	5.3	5.0	0.3	6.2	5.7	5.8
地产投资	-9.7	-7.7	-6.6	-3.4	-2.3	-1.9
制造业投资	9.9	8.4	0.9	7.9	6.7	5.6
基建投资	9.0	8.1	3.1	9.3	8.7	8.1
社零	8.5	8.8	7.5	7.1	5.5	3.4
出口	-2.2	6.0	5.8	7.3	6.6	4.8

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1. 4月PMI受季节性因素影响回落

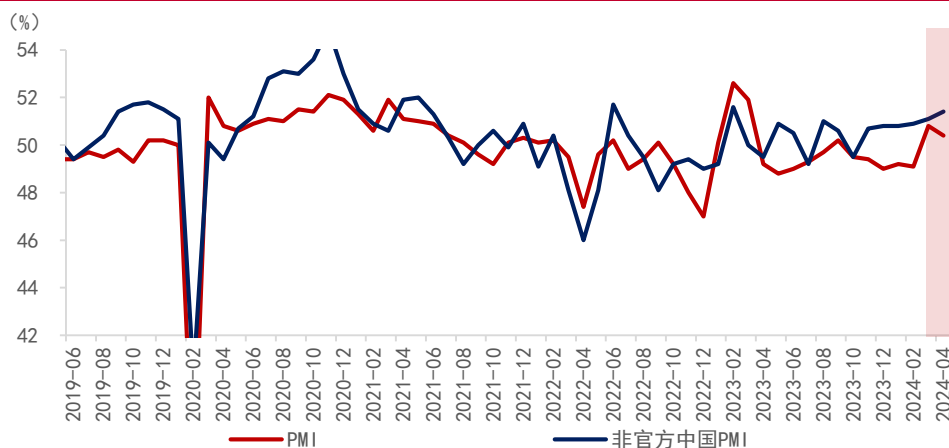
4月PMI指数为50.4%（前值50.8%），基本符合市场预期（50.4%）。季节性因素是PMI指数的环比回落的主要原因。季节性调整后，4月PMI指数为50.1%（前值：50.2%），环比回落0.1个百分点，总体保持平稳。

从结构上来看，4月PMI各分项指数表现明显分化。就主要分项指数而言，在季节性调整后，需求相关的分项指数普遍有所回落，供给相关的分项指数环比上行，价格指数受到大宗商品价格反弹影响明显反弹。

### 1.1 4月PMI环比下降

4月PMI综合指数为50.4%，较上月（50.8%）回落0.4个百分点，基本符合市场预期（50.4%）。

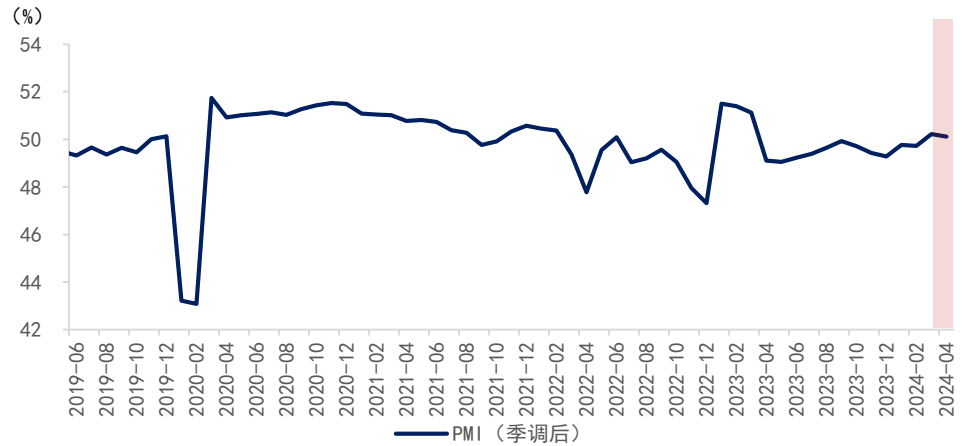
图表2：中国PMI综合指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

季节性因素是 PMI 指数的环比回落的主要原因。季节性调整后，4 月 PMI 指数为 50.1%（前值：50.2%），环比回落 0.1 个百分点，总体保持平稳。

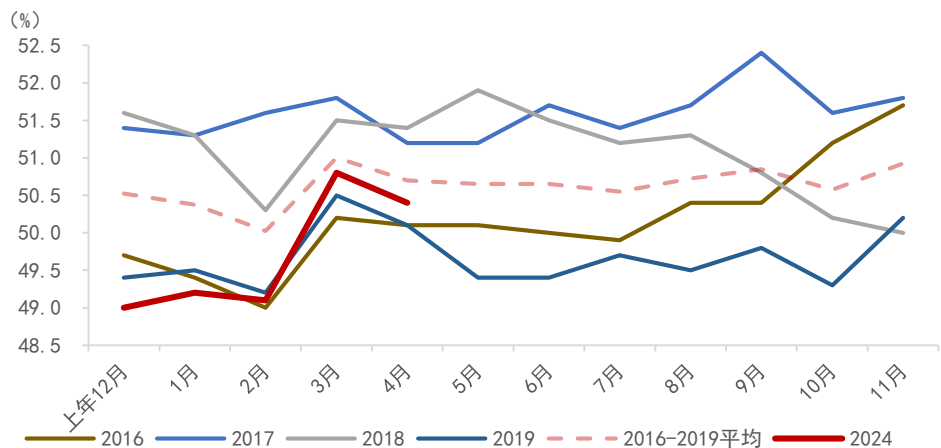
图表3：中国 PMI 综合指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

对比历史规律，4 月 PMI 指数的回落也基本符合季节性。2016–2019 年，4 月 PMI 指数平均较 3 月回落 0.3 个百分点，今年 4 月 PMI 环比下降 0.4 个百分点，基本符合季节性。

图表4：可比年份各月 PMI 指数



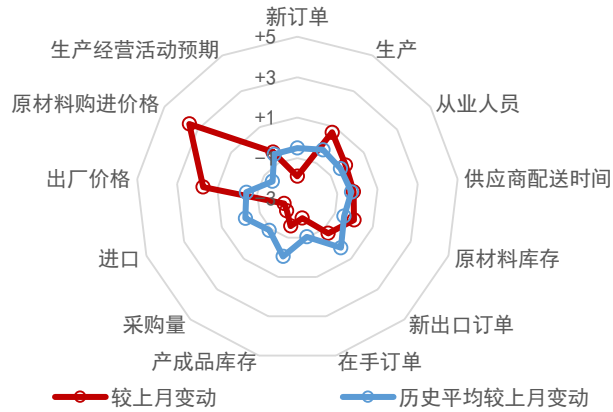
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 分项指数表现分化

从主要分项指数来看，在季节性调整后，4 月 PMI 各分项指数表现明显分化。其

中，需求相关的分项指数普遍有所回落，供给相关的分项指数环比上行，价格指数明显反弹，存货情况继续改善。

图表5: PMI 分项指数较上月变动的情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 历史平均较上月变动指 2016-2019 年相应 PMI 指数的平均值较上月变动。

### 1.2.1 需求有所回落，供给环比上行

**需求指数有所回落。**季节性调整后，4月新订单子指数为 50.7%，较上月(52.0%)环比回落 1.3 个百分点。

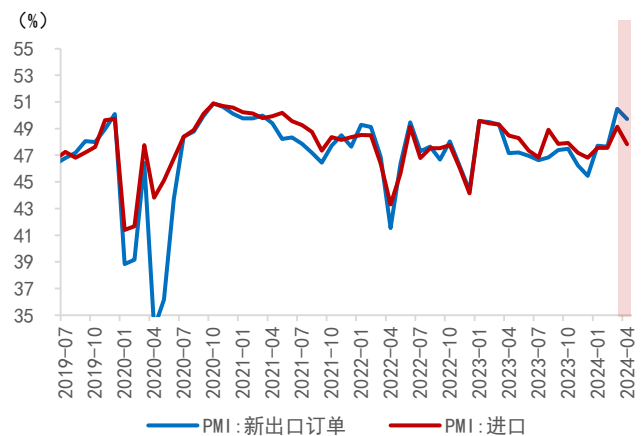
其中，新出口订单指数为 49.7%，较上月回落 0.7 个百分点；而与内需更相关的进口子指数为 47.8%，较上月回落 1.3 个百分点。这可能说明，4月外需的韧性强于内需。

图表6: PMI 新订单和生产子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

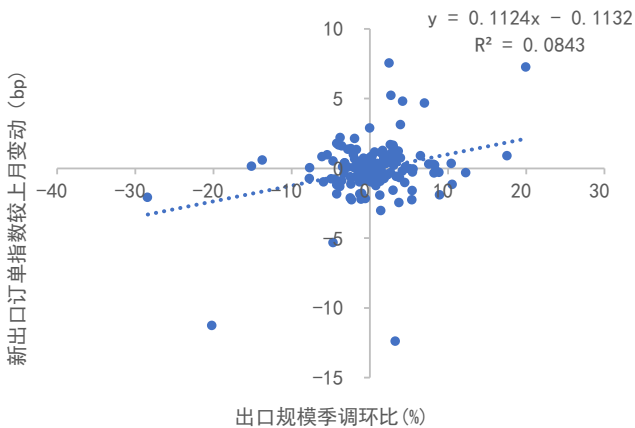
图表7: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

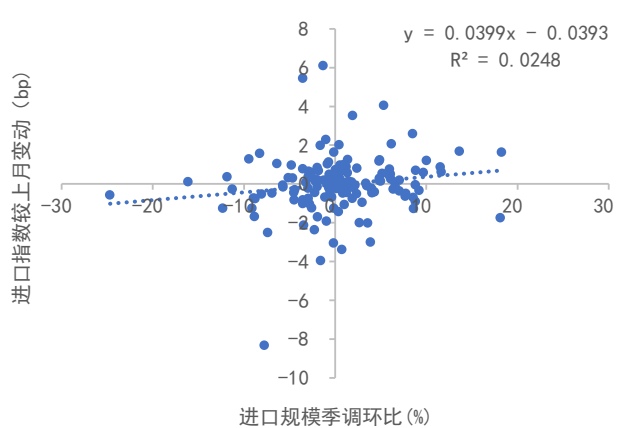
当然，需要注意的是，出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限，需谨慎参考。其中的一个原因是，PMI 指数给予大小企业的权重相同，但是大小企业的外贸情况可能存在分化，这就导致进出口规模的变化与 PMI 指数的变动时常并不一致。

图表8：新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2011.1-2023.12

图表9：进口指数较上月变动 vs 进口环比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为 2011.1-2023.12

供给指数环比上行。季节性调整后，4月生产子指数为52.3%，较上月环比回升0.2个百分点。

需要注意的是，虽然从绝对值上看，生产子指数(52.3%)高于订单指数(50.7%)，似乎表明库存有被动累积的压力。但是从历史情况上看，PMI 生产指数在过去很多年一直高于订单指数，可能主要与统计方面的因素有关。

图表10：PMI 生产指数长期高于 PMI 订单指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

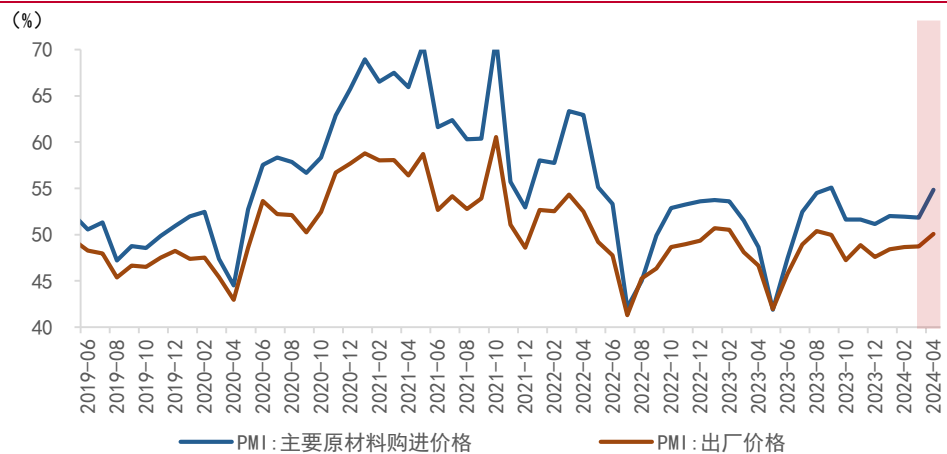


### 1.2.2 价格指数明显反弹

原材料价格大幅反弹。剔除季节性因素之后,4月原材料购进价格子指数为54.9%,较上月大幅回升3.0个百分点,可能受到国际原材料价格包括原油价格反弹的支撑。

产成品价格也有所回升。季节性调整后,4月产成品价格子指数为50.1%(前值48.7%),环比上行1.4个百分点,回到荣枯线以上。

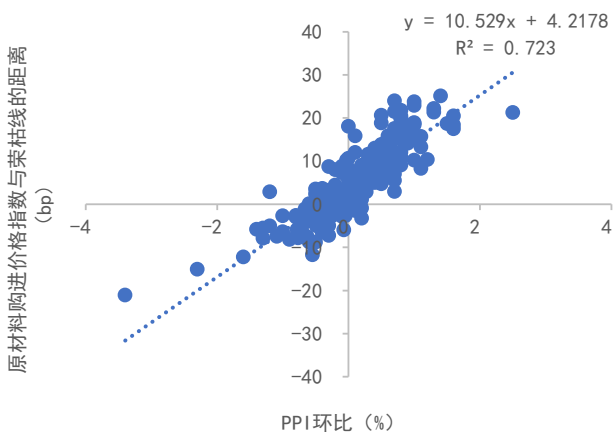
图表11: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

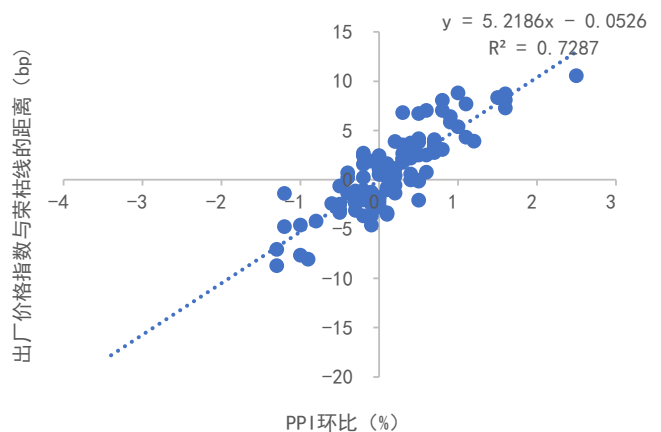
从历史走势看,PMI 原材料和产成品价格子指数到荣枯线的距离与PPI 环比高度正相关。PMI 原材料价格与产成品价格指数双双反弹,并回到荣枯线以上,可能意味着,4月工业品价格压力有所缓解,后续有望出现回升。

图表12: 原材料价格指数到荣枯线距离 vsPPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2005.1-2023.03

图表13: 产成品价格指数到荣枯线距离 vsPPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2016.1-2023.03

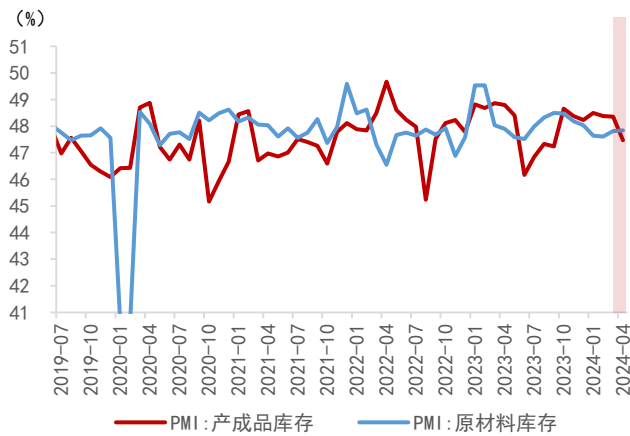
### 1.2.3 存货情况进一步改善

从库存相关的指标来看，制造业企业产成品库存或进一步下降。

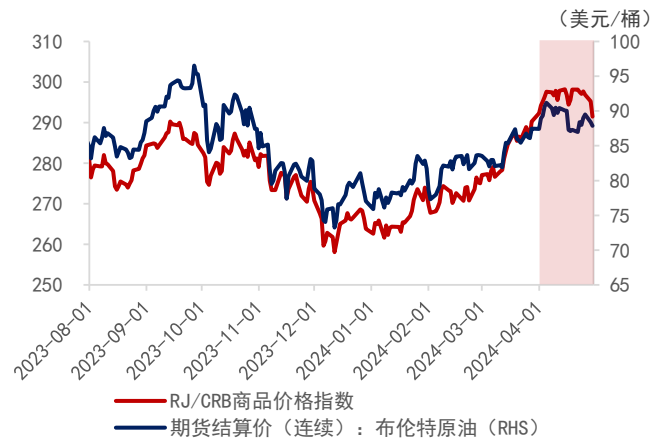
从季节性调整后的数据来看，4月原材料库存子指数为47.8%，与上月持平，表明厂商原材料补库存的速度保持平稳。这可能与4月国际大宗原材料价格进一步上行，支撑了厂商购入原材料的积极性有关。

与此同时，季节性调整后，4月产成品库存子指数为47.5%，较上月明显回落0.9个百分点，显示制造业企业的产成品库存或进一步去化。

图表14: PMI 产成品和原材料库存 (季调)

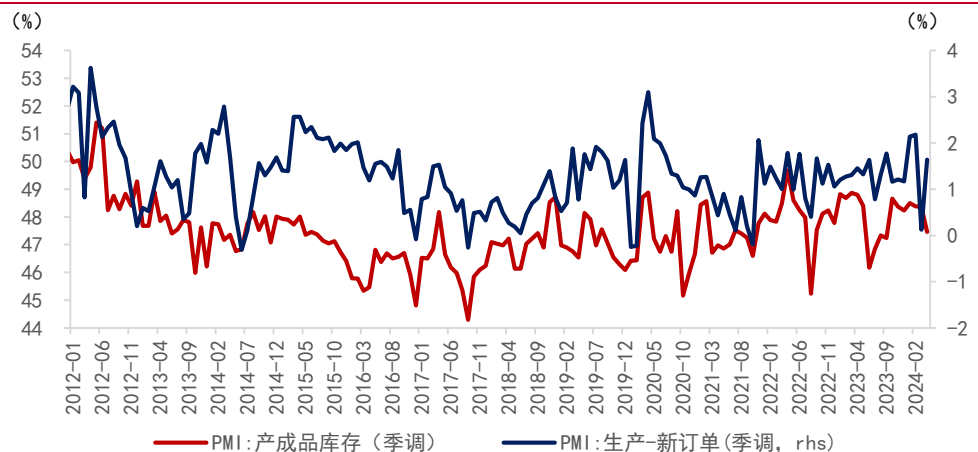


图表15: 国际大宗原材料价格指数



从历史情况上来看，产成品库存子指数与生产和新订单指数的差值的波动大体趋同，但有的时候也存在背离。

图表16: PMI 产成品库存 vs 生产与新订单指数差值





## 2. 实体相关高频指标有所分化

4月实体相关高频指标分化较为明显，地产与基建产业链相对偏弱，但是出行以及背后代表的消费数据持续回升。

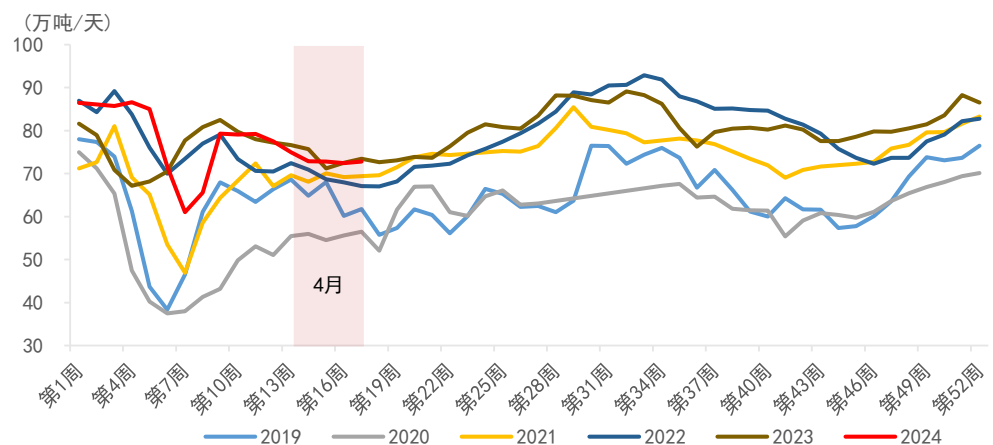
上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均稍有放缓；基建相关高频指标环比有所下行；中下游工业行业中，PTA与涤纶长丝生产均稍有放缓，轮胎生产也在3月的大幅回升后在4月出现了小幅回落。地产市场仍有待提振。此外，市内人口流动保持活跃，“五一”假期期间，市内公共交通客运量好于往年同期，跨区域人员流动量也较春节假期进一步增长，利好线下消费。

### 2.1 上游发电与钢铁生产边际回落

上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均稍有放缓。

发电耗煤水平略有回落。4月主要发电企业日耗煤量较2019年同期复合平均增长2.7%（前值：3.3%），较上月稍有放缓。

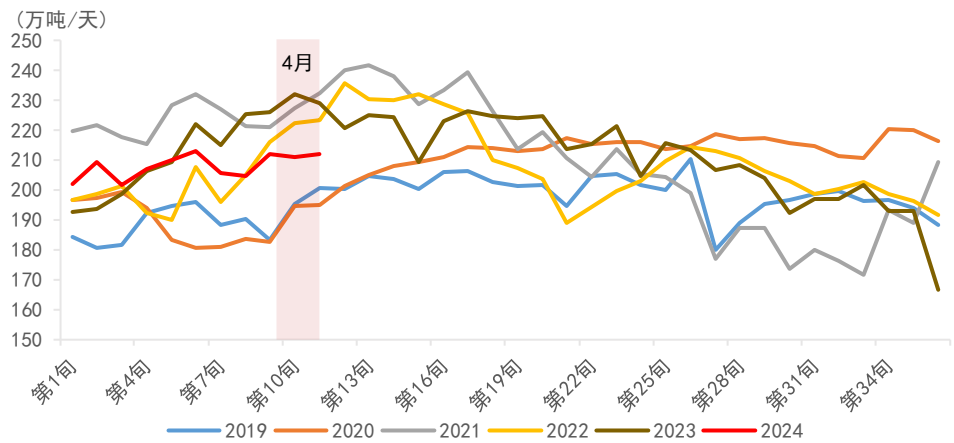
图表17：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：IifinD，国联证券研究所

钢铁生产边际放缓。相较2019年同期水平，4月中上旬粗钢产量的复合平均增速为1.3%，较3月中上旬的复合平均增速（1.6%）也稍有回落。

图表18: 重点企业粗钢日均产量



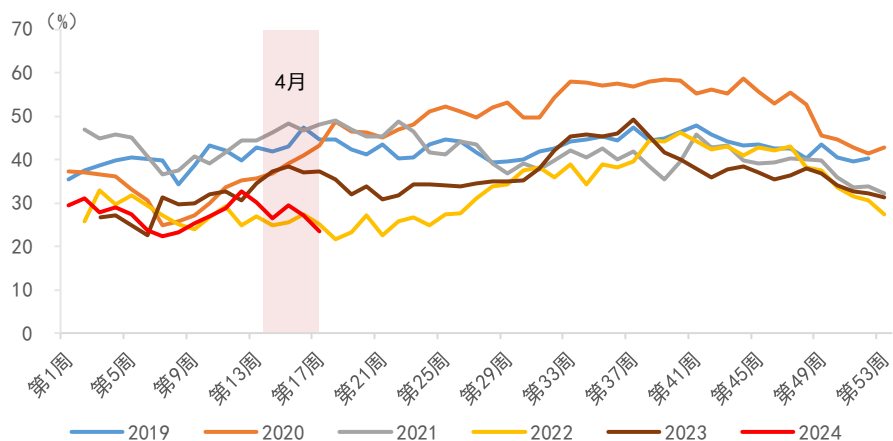
资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 基建相关指标有所回落

基建相关高频指标环比有所下行。相较 2019 年同期，4 月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-9.6%，较 3 月(-6.7%)降幅扩大。4 月基建投资可能有一定放缓。

但四月政治局会议<sup>1</sup>提出，“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”。我们认为，这可能意味着，后续超长期特别国债与专项债发行使用节奏都将有所加快，或有望对基建投资构成支撑。

图表19: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

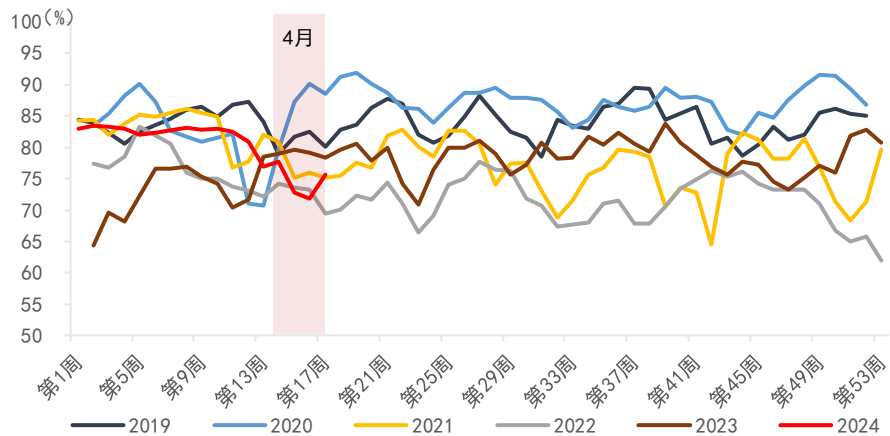
<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content\\_6948449.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6948449.htm)

### 2.3 中下游部分行业稍有回落

中下游工业行业中，PTA 与涤纶长丝生产均稍有放缓，轮胎生产也在 3 月的大幅回升后在 4 月出现了小幅回落。

PTA 生产稍有走弱。相较 2019 年同期，4 月 PTA 开工率的复合同比增速为-1.7%，与 3 月相比（前值-1.2%）略有下降。

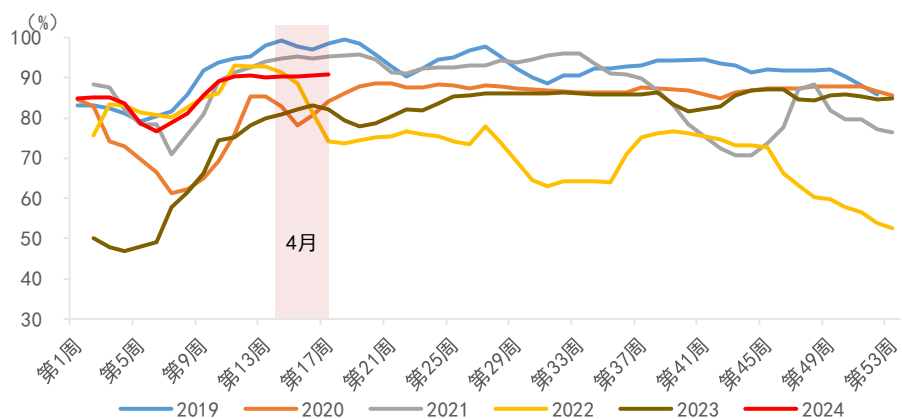
图表20: PTA 开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

纺织行业生产略有下行。4 月江浙涤纶长丝开工率较 2019 年同期的复合平均增速为-1.6%，较 3 月（-1.2%）稍有回落。

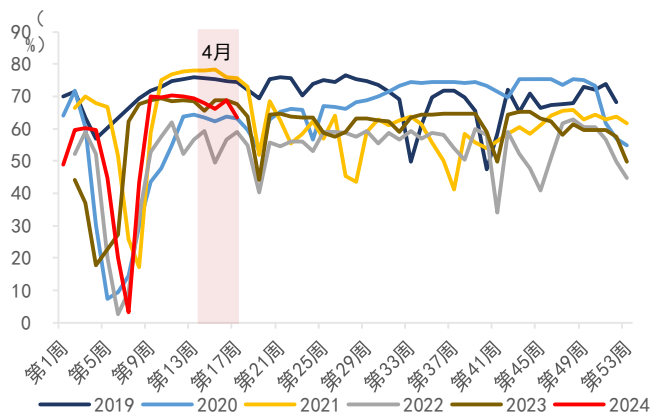
图表21: 江浙地区涤纶长丝开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

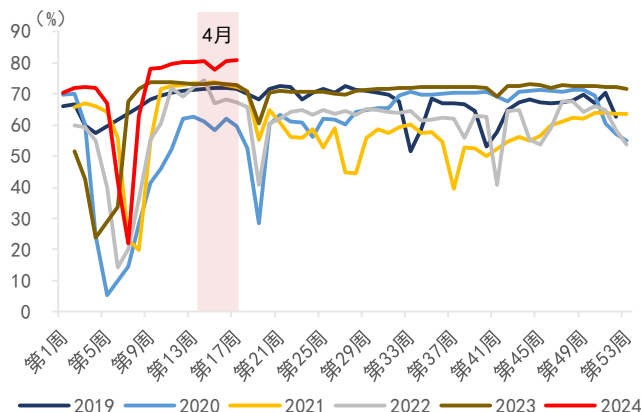
轮胎生产有所回落。继3月的明显回升后,4月主要应用于轿车的半钢胎开工率相较2019年同期的复合平均增速小幅回落至2.2%(前值2.6%);而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产也有回落,较2019年同期的复合平均增速为-2.4%,降幅较3月(-1.2%)略有扩大。

图表22: 汽车轮胎开工率(全钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 汽车轮胎开工率(半钢胎)

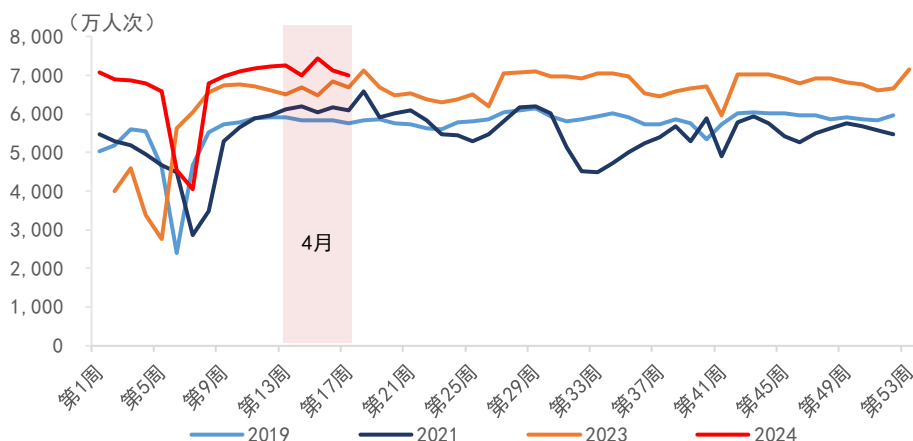


资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.4 人口流动保持活跃

4月市内人口流动略有上升,仍处于历史高位。从19大中城市的地铁客运量来看,4月地铁客流与2019年同期水平相比复合平均增长4.2%,较3月与2019年同期水平相比的复合平均增速(4.1%)有小幅上升,从绝对水平上来看,仍处于历史高位。

图表24: 19城地铁客运量



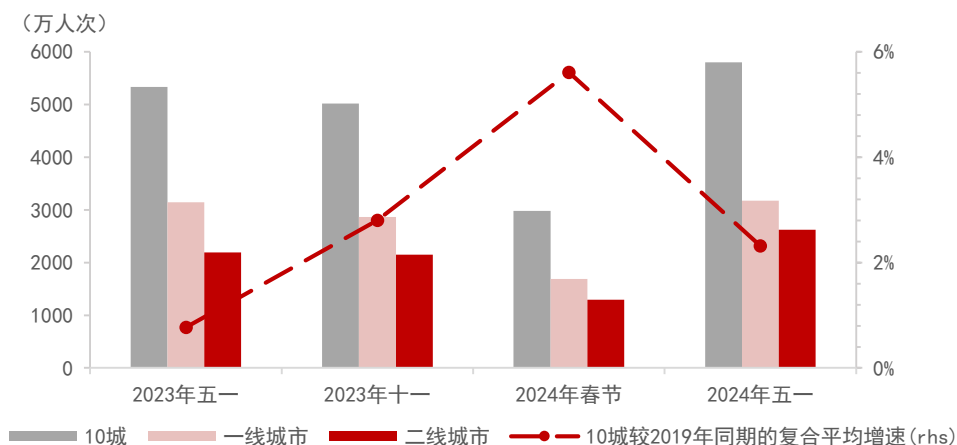
资料来源: Wind, 国联证券研究所

“五一”假期期间，市内公共交通客运量好于往年同期，跨区域人员流动量也较春节假期进一步增长，有望对线下消费形成有力支撑。

市内公共交通出行日均客运量好于往年同期。从5月1日至5月3日的日均地铁客运量<sup>2</sup>来看，相较于2019年同期，今年“五一”假期日均地铁客运量的复合增速为2.3%，对比2023年“五一”假期较2019年的复合平均增速为0.8%，今年“五一”假期的地铁客运情况明显改善；但弱于2023年国庆假期与2024年春节假期（较2019年的复合平均增速分别为2.8%、5.6%）。

其中，一线城市较2019年同期的复合平均增速为-0.8%，数据可得的6个二线城市<sup>3</sup>较2019年同期的复合平均增速为7.0%，增长幅度较大。当然，考虑到样本中的城市多数为旅游热门城市，跨区域出游可能对这几个城市的地铁客运量有一定影响。

图表25：假期10城地铁客运量



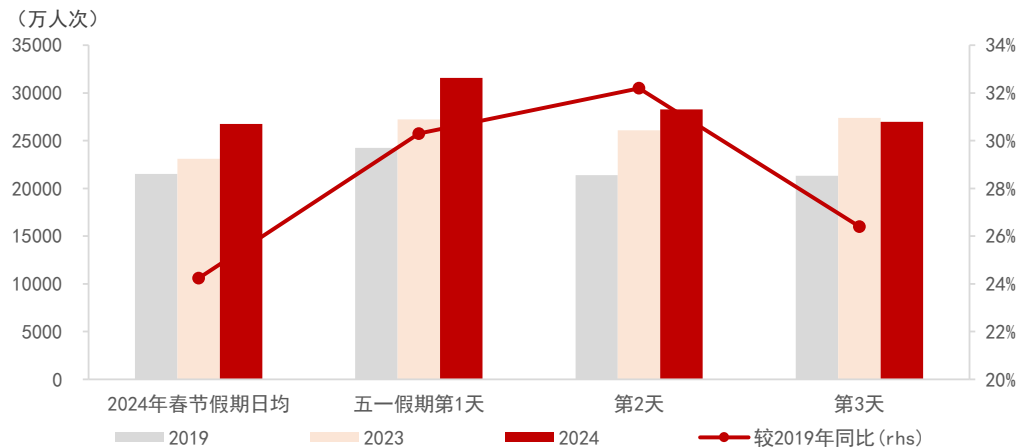
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：由于多个城市尚未公布假期地铁客运量，当前样本包括4个一线城市和6个二线城市。另外，考虑口径可比，2023、2024年五一假期数据均为假期前三天的数据。

居民跨区域出行明显增长。据交通运输部统计，今年“五一”假期前3天，全社会跨区域人员流动量合计约8.7亿人次。从以2019年为基期的复合同比增速来看，今年“五一”假期前三天全社会跨区域人员流动量增长5.3%，好于2024年春节假期（除夕到初六）的平均水平（4.4%）。

<sup>2</sup> 由于今年多个城市尚未发布春节假期的地铁客运数据，我们用数据可得的10个城市作为样本观察春节期间的地铁客运量，包括4个一线城市（北上广深）与6个二线城市（成都、南京、西安、郑州、重庆、武汉）。

<sup>3</sup> 重庆、成都、南京、武汉、西安、郑州

图表26: 跨区域人口流动量



资料来源: 交通运输部, 国联证券研究所。

## 2.5 地产市场仍待提振

土地市场方面, 100 大中城市成交土地溢价率平均为 7.3% (前值 4.5%), 较上月有所回升。

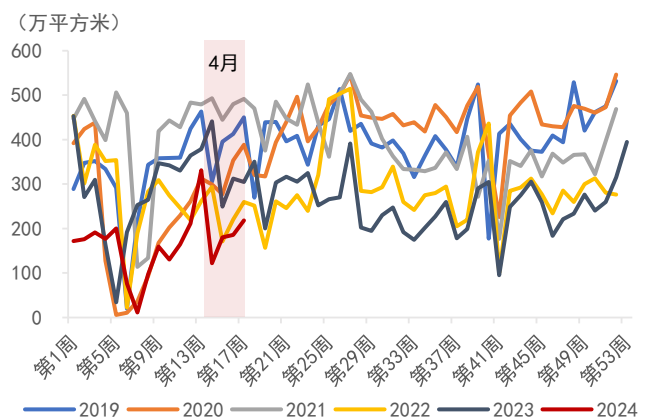
新房销售仍处历史低位。相较 2019 年同期水平, 4 月 30 大中城市新房销售面积的复合平均增速为-14.7% (前值-12.7%), 降幅较上月有所扩大。

图表27: 100 大中城市成交土地溢价率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表28: 30 大中城市商品房成交面积 (当周值)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

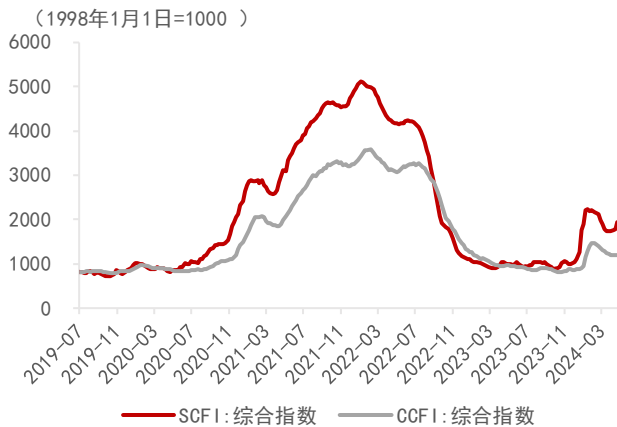
## 2.6 航运价格总体回落, 但部分航线月底回升

4 月集装箱运价与国际干散货运价指数整体有所回落, 但上海集装箱运价综合指

数在月底边际回升。

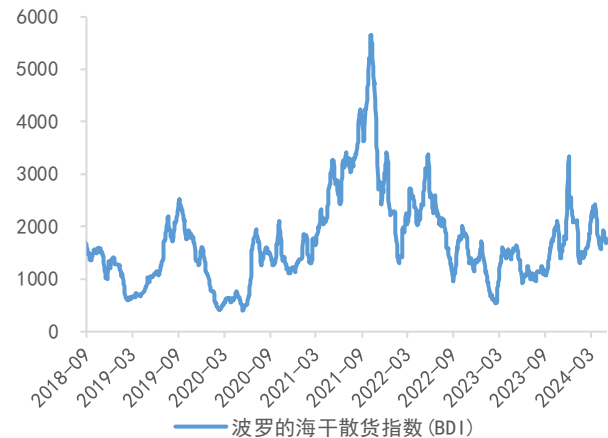
部分航线集装箱运价在月底的回升可能与多方面因素有关<sup>4</sup>，一方面红海事件的影响尚未完全消除，另一方面，近期一些海外地缘政治事件可能刺激了一定的补库需求。

图表29：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表30：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

<sup>4</sup> <https://tidenews.com.cn/news.html?id=2780220&source=1>



### 3. 未来经济展望

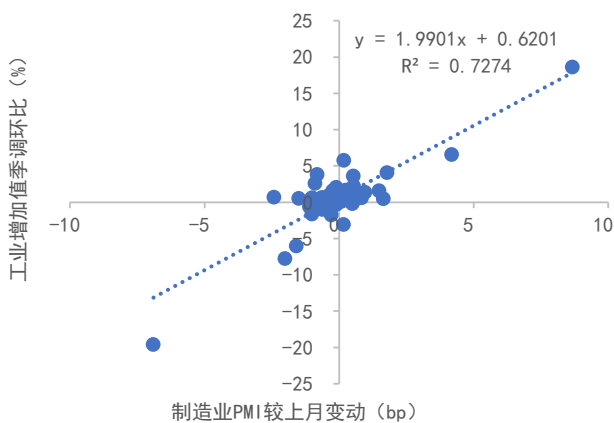
4月PMI指数在在季节性调整后基本与上月持平，可能意味着4月工业生产乃至总体经济或有望保持较为平稳的状态。考虑到政治局会议已经在防范地产潜在风险方面有所部署，展望未来，我们进一步坚持在以资本支出为中心的新动能的支持下，经济未来仍将持续复苏的判断——中国经济的新周期或正在开启。

#### 3.1 4月经济或保持平稳增长

季节性因素是4月PMI指数环比回落的主要原因。季节性调整后，4月PMI环比仅较上月回落0.1个百分点，表现较为平稳。

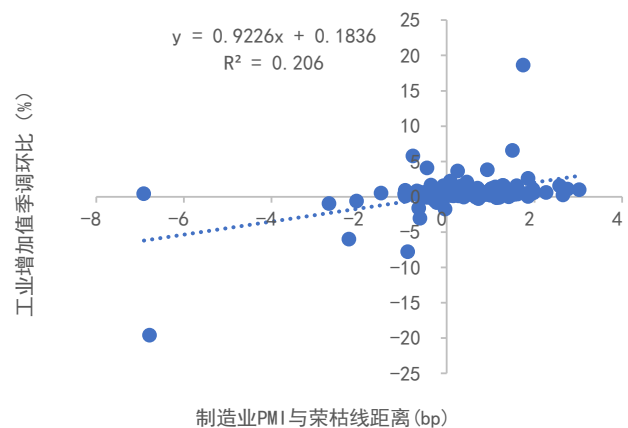
历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。这意味着4月工业生产乃至总体经济或有望也保持较为平稳增长的状态。

图表31: PMI较上月变动 vs 工业增加值环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表32: PMI与荣枯线距离 vs 工业增加值环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从PMI指数的结构上来看，并结合高频数据分析，我们认为需求端外需的韧性略强于内需；内需中地产和基建可能偏弱，但是消费需求仍在持续改善。受到大宗原材料价格回升的影响，工业品价格环比将有反弹。

### 3.2 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，我们维持中国宏观经济新周期的正循环可能正在启动，经济将继续温和复苏的观点。

一方面，我们认为宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。在地产高频数据仍偏弱的情况下，一季度 GDP 的环比增速为 1.6%，较四季度（1.2%）明显回升，符合我们此前作出的 1 季度 GDP 环比增速将重新回到潜在产出水平（约为 1.1%-1.2%）上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测（《经济新周期的正循环可能正在启动——2024 年 1-2 月经济数据点评》）。

我们认为，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期（《中国经济的新周期和新特征——2024 年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。

另一方面，4 月底举行的政治局会议对后续经济工作的安排表明，宏观政策在稳增长方面仍将保持积极，逆周期调节力度好于市场预期，而且着手化解存量房产，有利于缓解地产企业现金流的压力，降低潜在风险，相关措施的出台有望为经济复苏保驾护航（《逆周期调节政策和经济改革都值得期待——4 月政治局会议点评》）。

其中，货币政策方面，在延续了“稳健的货币政策”的基调的基础上，会议进一步指出，“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，我们认为后续降准或者结构性降息的可能性明显增加。

财政政策方面，会议提出的“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”，可能意味着后续超长期特别国债与专项债发行使用节奏都将有所加快，有望对基建投资构成支撑。

此外，我们认为当前中国经济复苏的最大风险之一是地产市场继续下行引发信用风险。一旦再次出现头部房企违约事件，可能对新房销售乃至未来的经济预期造成较大打击，不能排除经济复苏可能因为地产部门加速恶化被打断一到两个季度的可能。政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，有利于缓解地产企业的现金流压力，降低地产部门加速恶化的风险，为经济复苏保驾护航。

**图表33：近期中央政治局会议主要内容对比**

主题	2024年4月政治局会议	2023年12月政治局会议	2023年7月政治局会议	2023年4月政治局会议
宏观形势	经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善…… <b>开局良好、回升向好</b> 是当前经济运行的基本特征和趋势。 <b>经济持续回升向好仍面临诸多挑战</b> ，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。	经济回升向好，现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效。	国民经济持续恢复、总体回升向好。当前经济运行面临的 <b>困难挑战</b> ，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。	当前我国经济运行好转主要是 <b>恢复性的</b> ，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。
后续经济工作思路	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展， <b>坚持乘势而上，避免前紧后松……要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策</b> 。要做好宏观政策取向一致性评估， <b>加强预期管理</b> 。	坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节， <b>要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导</b> 。	<b>加大宏观政策调控力度</b> ，着力扩大内需、提振信心、防范风险。	把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力。
财政政策	实施好 <b>积极的</b> 财政政策。要 <b>及早发行并用好超长期特别国债</b> ，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出。	积极的财政政策要 <b>适度加力、提质增效</b> 。	继续实施积极的财政政策， <b>延续、优化、完善并落实好减税降费政策</b> ，要更好发挥政府投资带动作用， <b>加快地方政府专项债券发行和使用</b> 。	积极的财政政策要 <b>加力提效</b> ，要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。
货币政策	实施好 <b>稳健的</b> 货币政策。要 <b>灵活运用利率和存款准备金率等政策工具</b> ，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。	稳健的货币政策要 <b>灵活适度、精准有效</b> 。	继续实施稳健的货币政策， <b>发挥总量和结构性货币政策工具作用</b> ，要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳健的货币政策要 <b>精准有力</b> 。
消费	落实好 <b>大规模设备更新和消费品以旧换新</b> 行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需求。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。	要着力扩大国内需求，形成消费和投资 <b>相互促进的良性循环</b> 。	通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给…… <b>要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费</b> ，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境， <b>促进文化旅游等服务消费</b> 。
外贸外资	要积极扩大 <b>中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商</b> 出口，支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资。	要扩大高水平对外开放， <b>巩固外贸外资基本盘</b> 。	要多措并举，稳住外贸外资基本盘。 <b>要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通</b> 。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。	要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。
重点领域防风险	要 <b>深入实施地方政府债务风险化解</b> 方案，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。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。	<b>有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案</b> 。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。	要加强地方政府债务管理， <b>严控新增隐性债务……</b> 统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。
民生	<b>突出就业优先导向，促进中低收入群体增收</b> ，织密扎牢社会保障网。要巩固拓展脱贫攻坚成果，扎实推进乡村全面振兴。要抓好安全生产，推动 <b>安全生产基础设施更新改造升级</b> 。	做好“两节”期间重要民生商品保供稳价，深入落实 <b>安全生产责任制</b> 。	<b>把稳就业提高到战略高度通盘考虑</b> ，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体。	强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。
新兴产业	要因地制宜发展新质生产力。要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级。 <b>要积极发展风险投资，壮大耐心资本</b> 。	要以 <b>科技创新</b> 引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	<b>要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合</b> ，促进人工智能安全发展。	要重视 <b>通用人工智能</b> 发展，营造创新生态，重视防范风险。
地产	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任， <b>切实做好保交房工作</b> ，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究 <b>消化存量房产和优化增量住房</b> 的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。	/	<b>适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策</b> ，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设， <b>盘活改造各类闲置房产</b> 。	<b>坚持“房住不炒”</b> ，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。 <b>规划建设保障性住房</b> 。

资料来源：中国政府网，国联证券研究所

#### 4. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼