

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

量价背离的收敛

——下半年宏观经济与政策展望

平安证券研究所 宏观经济与政策团队

分析师：

钟正生 S1060520090001（证券投资咨询）

常艺馨 S1060522080003（证券投资咨询）

张璐 S1060522100001（证券投资咨询）

范城恺 S1060523010001（证券投资咨询）

2024年6月20日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

主要观点

- ◆ **上半年中国经济运行特点。** 预计2024年实际GDP增速5%，节奏上前高后低。**1)** “量”的增长超预期，“价”的恢复弱于预期，形成量价背离。不利影响在于，低物价预期或自我实现、公共财政收入增速偏慢、企业“增收不增利”。**2)** 在工业领域，投资>生产>销售，是价格低迷的根源。**3)** 房地产链条仍在探底，是需求疲软的主要原因。**4)** 消费呈分化与下沉趋势：服务消费好于商品消费，低收入群体好于中等收入群体。居民收入差距缩小，但消费客单价偏弱。**5)** 外需成为中国经济的重要动能。全球制造业同步复苏，中国出口增长的外需基础较好，市场份额短期内基本稳定。
- ◆ **中国经济量价收敛的路径。****1)** 结构性产能过剩的化解正是量价收敛的过程。当前节能降碳政策安排更多着眼于高耗能行业，上游有望率先出清，中下游扩产受政策支持，产能化解或有滞后。**2)** 上游“供给缩量”或将主导价格上涨，预计2024年全年PPI增速中枢在-1.3%左右，跌幅收窄；CPI的增速中枢为0.4%，温和抬升。**3)** 外部经贸环境不确定性增强，可能动摇出口链持续向好的基础。下半年美国大选，特朗普当选概率不低，可能意味着“更激进的关税、更直白的对抗”。**4)** 重拾各方信心对稳定内循环至关重要。私营企业更加关注政策不确定性；中美紧张关系对美、日、欧在华外资企业的影响突出；居民收入预期不稳定，且预期房价下跌，担心还贷压力偏大，“加杠杆”信心不足。
- ◆ **下半年宏观政策徐徐将至。****1)** 财政：4月底中央政治局会议后，地方专项债发行进度仅有限提速，二季度财政发力依然偏慢。要完成全年7.9%的广义预算支出增速，5-12月广义财政支出将达到12.4%，意味着下半年财政在经济增长中的作用或将增强，与化债的关系面临再平衡。**2)** 货币：随着美联储降息时点推后、美国经济软着陆迹象凸显，货币政策的重心需要从汇率向利率过渡，允许人民币汇率适当贬值，提升宏观调控的主动性。**3)** 财政与货币配合：市场热议央行购买国债，我们认为，财政政策的规模扩张更为关键，债券及金融市场有潜在利好，依托国债发行基础货币存在若干制度堵点，可能减少对结构性货币政策工具的依赖。**4)** 房地产的政策力度有待提升：地方财政资金来源问题凸显，中央政府加杠杆的必要性增强，新一轮财税体制改革新期待。**5)** 发展新质生产力仍居首：新兴服务业成为投资中的第四极，科技创新和技术改造再贷款为高技术制造业的增长蓄力，每年超长期特别国债的支持。

风险提示：海外经济下行超预期，房地产市场调整压力超预期，海外货币政策紧缩超预期，地缘局势变化超预期等。



目录CONTENTS

- ① 上半年中国经济运行特点
- ② 中国经济量价收敛的路径
- ③ 下半年宏观政策徐徐将至
- ④ 中国资产追逐“确定性”

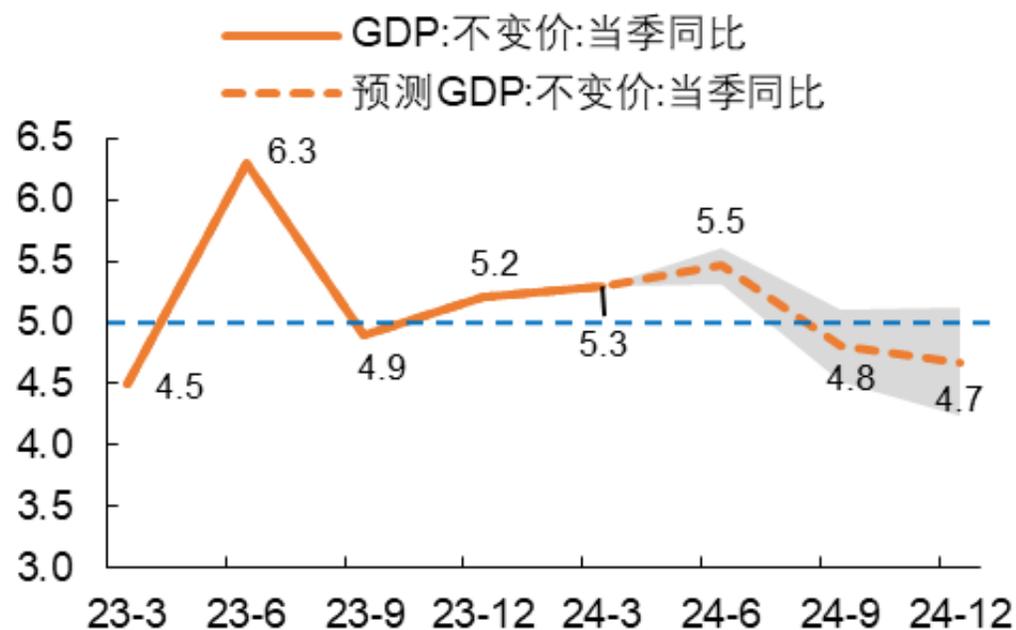
1.1 上半年中国经济的运行特点

■ 经济开局良好，“量”的增长超预期

➤ 2024年上半年，国内经济恢复情况好于预期，全年实际GDP增速有望达到5%。

- 在生产端，1-4月工业增加值、服务业生产指数分别录得6.3%和5%的增速。在需求端，1-4月固定资产投资增速4.2%，较2023年全年的3%明显提速；出口交货值增长2.5%，而2023年全年为-3.9%，外需恢复为经济增长注入动能；而社会消费品零售总额增速回落至4.1%，受基数抬升的影响。
- 考虑到去年二季度经济环比偏弱，低基数或将推升2024年二季度GDP进一步提速，意味着2024年上半年中国实际GDP增速能够达到5.3%以上，即便下半年GDP增速回落至4.7%左右，也可实现全年增长5%的目标。

◎ 预计全年能够实现5%左右的实际GDP增长目标 (%)



1.1 上半年中国经济的运行特点

■ “价”的恢复弱于预期

- 2024年一季度，中国名义GDP同比增长4.2%，较实际GDP增速低1.1个百分点，因GDP平减指数增长-1.1%，主要受物价低迷的拖累。
- 从GDP平减指数看，2023年二季度至今已连续四个季度负增长。

◎ 2024年一季度，GDP平减指数增长-1.1%



1.1 上半年中国经济的运行特点

■ 量价背离，体现为实际GDP与名义GDP增速的差距

➤ 低物价预期自我实现：

- 2024年一季度，城镇储户调查显示居民物价预期（移动平均四季度）降至历史2.5%分位。

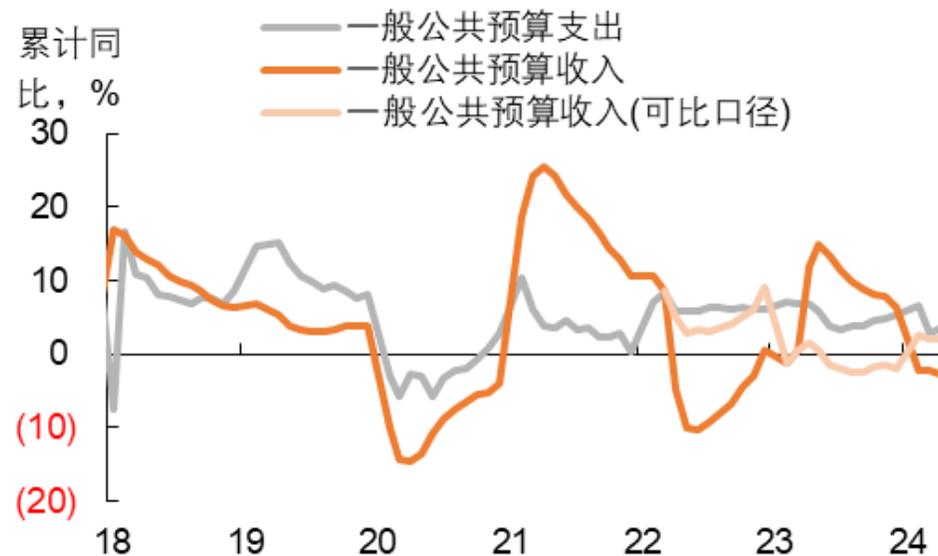
➤ 公共财政收入增速偏慢：

- 2024年1-4月，可比口径下的一般公共预算收入增长2%左右，税收收入增长0.5%左右。

◎ 城镇储户调查显示居民物价预期持续走弱



◎ 可比口径公共预算收入增长仍偏慢



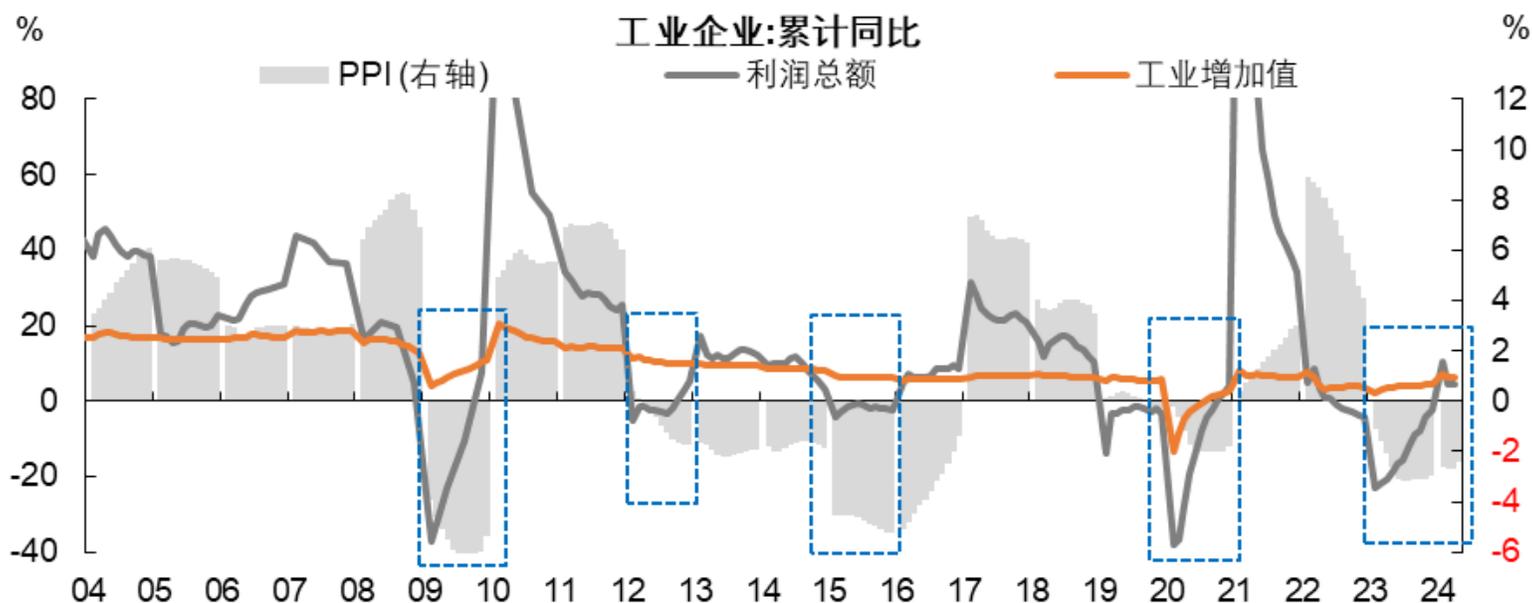
1.1 上半年中国经济的运行特点

■ 量价背离，体现为实际GDP与名义GDP增速的差距

➤ 企业“增收不增利”：

- 2024年1-4月，规模以上企业工业增加值增长6.3%，而利润总额仅增长4.3%。
- PPI负增长期间（2009年、2012年、2015年、2023年），工业企业生产维持增势，利润却同比负增。

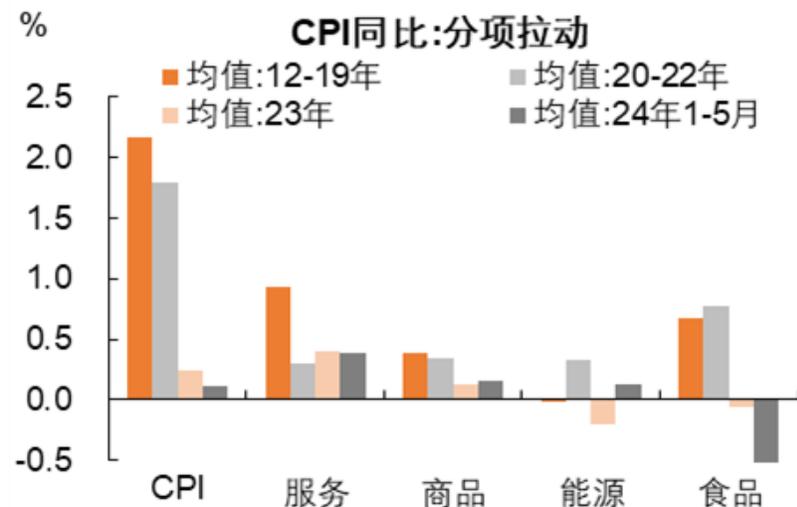
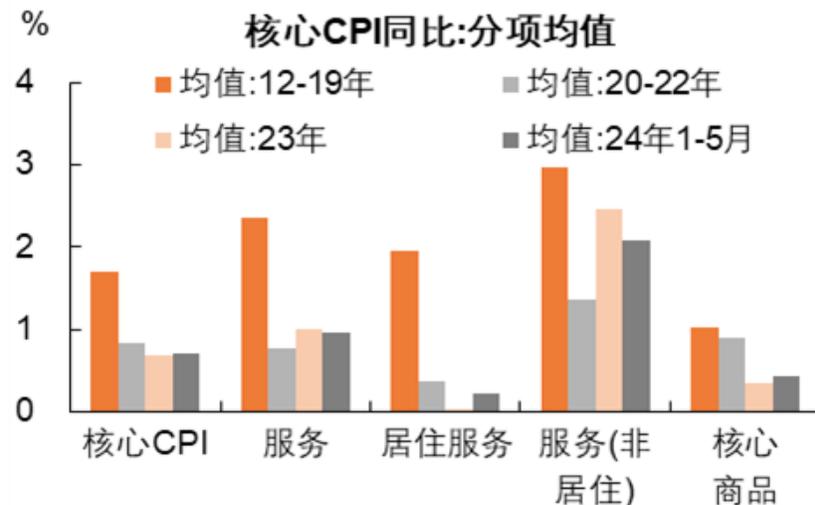
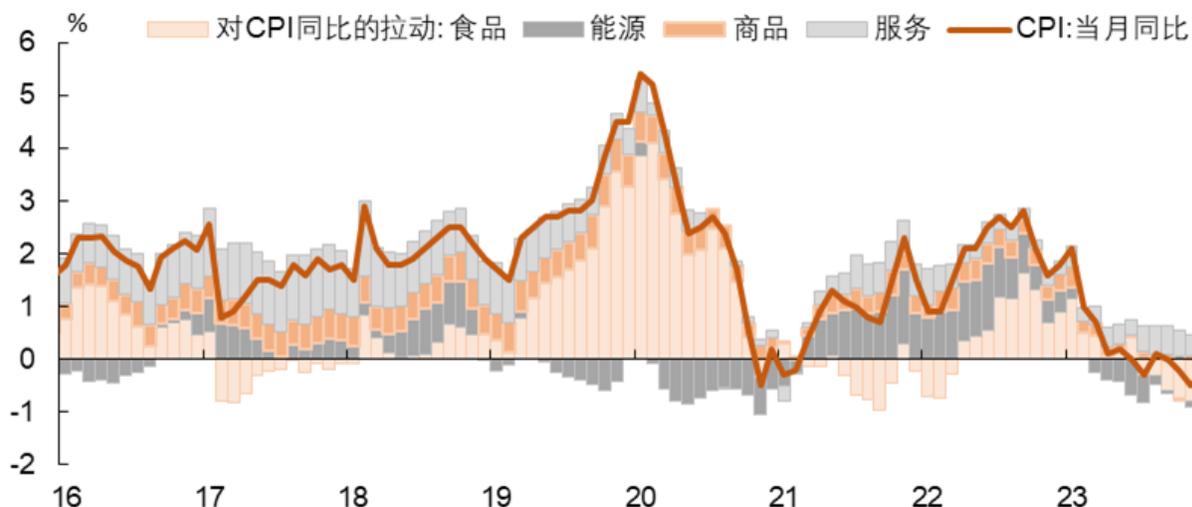
◎ 受PPI增速拖累，企业盈利表现弱于生产



1.1 上半年中国经济的运行特点

■ CPI为何低迷

- 食品（占比19%）：人口负增长、逆城镇化，猪周期出清尚不彻底；
- 能源（占比4%）：原油价格徘徊高位，突破100美元/桶才可拉动1pct。
- 核心CPI（占比77%）
 - 核心商品（占比38%）：消费观念转变，商品需求不足，且供给过剩。
 - 居住服务（占比23%）：基本与房价同步，居民水电燃气涨价亦包含。
 - 非居住服务（占比16%）：旺季涨价、淡季下跌，中枢抬升较难。



1.1 上半年中国经济的运行特点

■ PPI有何拖累

➤ PPI是宏观经济中的早周期指标，货币条件的松紧领先PPI的变化。国内M1增速、M2同比增速均在不同程度上领先PPI变化，最为贴切的指标是“M1-M2”，因其是信贷投放、宏观经济、企业利润的综合反映。

➤ 国际定价

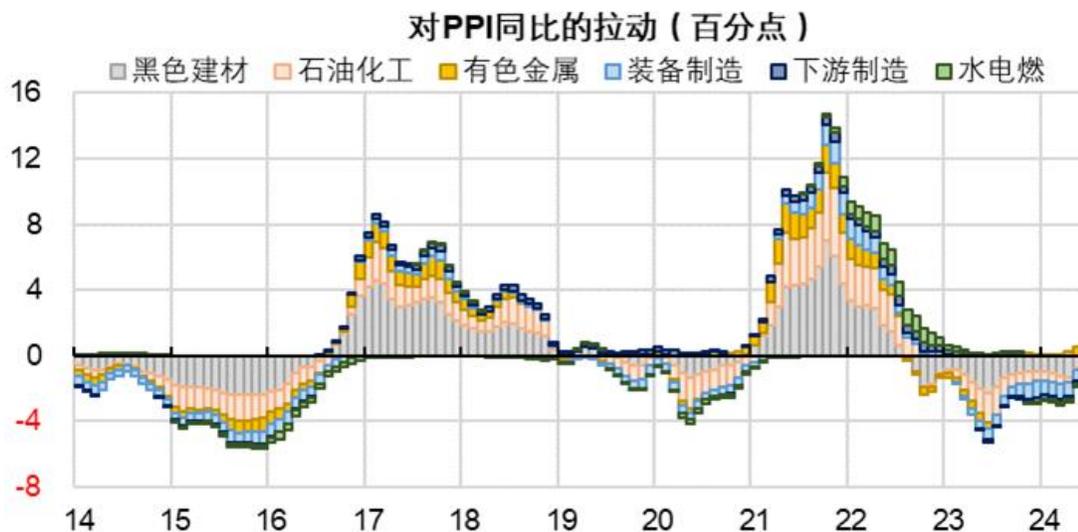
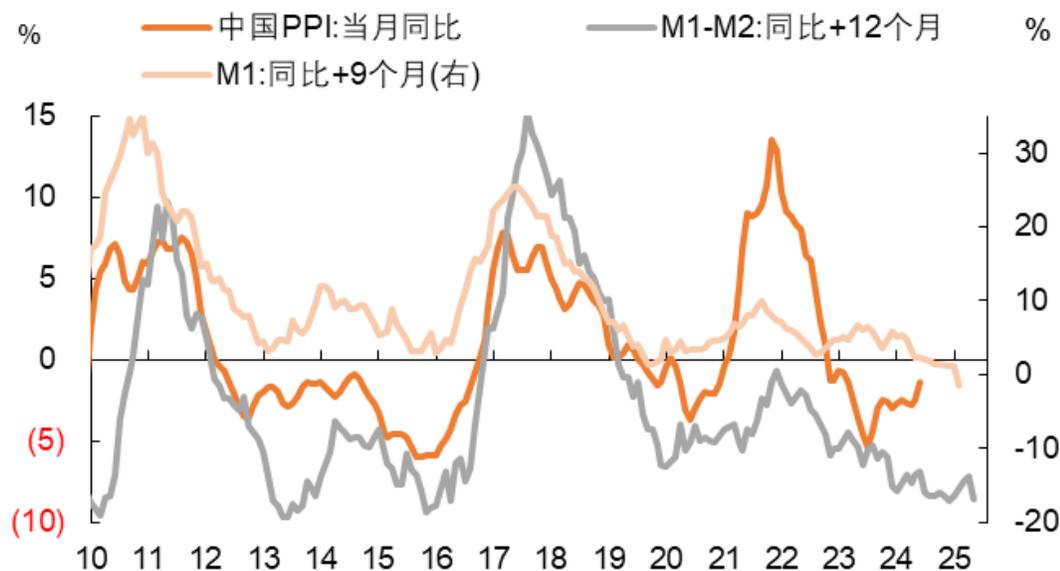
1. 有色金属偏强，但占比有限(6%)，对2024年4月PPI同比增速的拉动约0.2pct；

2. 石油化工(10.6%)对PPI同比的拖累约0.4pct。

➤ 内需定价

1. 黑色及建材(16%)需求受基建地产投资拖累价格低迷，对PPI同比增速的拖累约1.3pct。电价(7.3%)与煤价联动，对PPI同比增速的拖累约0.15pct

2. 装备制造和下游制造业产能过剩，对PPI同比增速的拖累分别达到0.8pct和0.2pct。

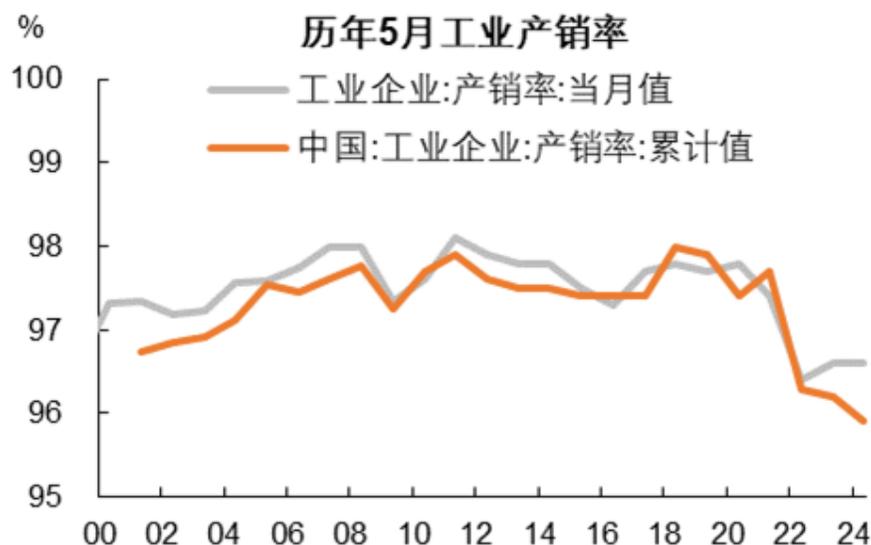


1.2 上半年中国经济的运行特点

■ 在工业领域，投资>生产>销售，是价格低迷的根源。

- 一是生产快于销售。2024年前5个月，工业增加值的累计同比增长6.2%，其中制造业增长6.7%；工业产销率累计值仅95.9%，达到2000年以来的历史同期最低点。
- 二是投资快于生产。2024年前5个月，制造业投资累计同比增长9.6%，增速高于制造业生产，或得益于新一轮设备更新政策支持。然而，2021年起制造业投资的快速扩张已三年有余，新增产能不断投放，逐步拉低企业产能利用水平。

◎ 2024年5月工业产销率降至历史同期低点



◎ 2024年一季度，工业企业产能利用率回落至2016年四季度以来的历史次低点

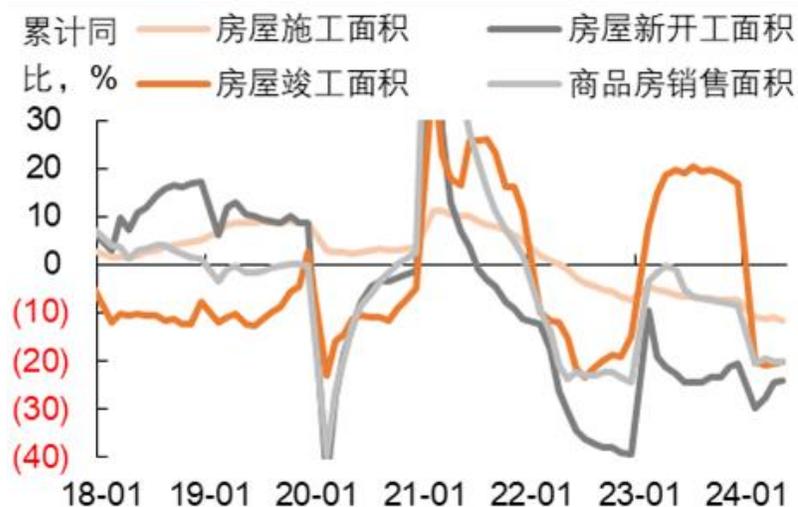


1.2 上半年中国经济的运行特点

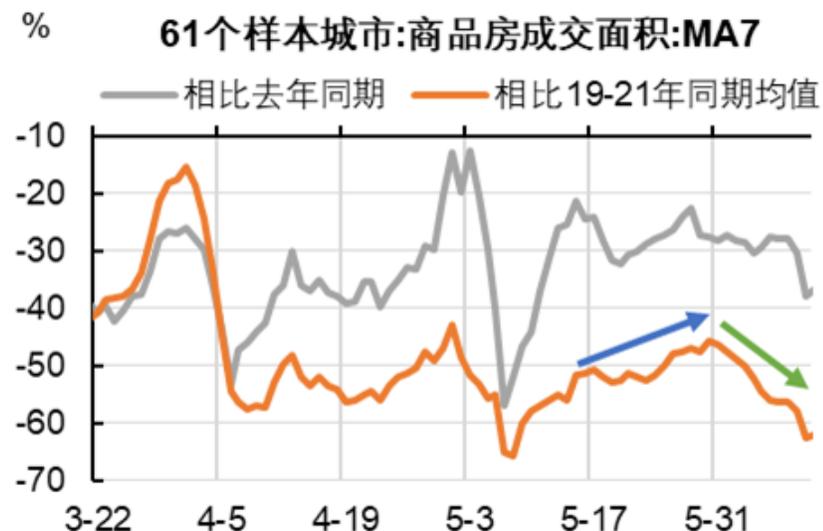
■ 房地产链条仍在探底，是需求疲软的主要原因。

- 房地产投资及各项面积指标趋于回落。2024年1-5月房地产投资(-10.2%)，房地产施工面积(-11.6%)、房屋新开工面积(-24.2%)和商品房销售面积(-20.3%)，相比2023年跌幅均有扩大。
- 5月以来，政策加码、基数走低，助力商品房销售跌幅收窄。
 - 据我们统计，5月61个样本城市新房日均成交面积环比回升5.6%，同比跌幅收窄4.9个百分点至-31.2%。
 - 据克而瑞统计，5月百强房企销售操盘金额环比增长3.4%，同比-33.6%，降幅收窄11.4个百分点。

◎ 2024年以来房地产各项面积指标弱于23年



◎ 2024年5月商品房成交跌幅收窄，6月以来边际趋弱



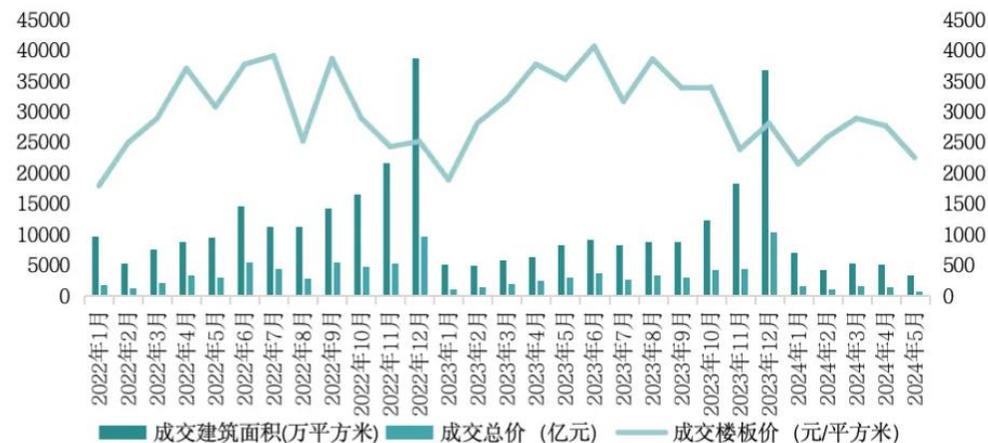
1.3 上半年中国经济的运行特点

■ 房地产链条仍在探底，是需求疲软的主要原因。

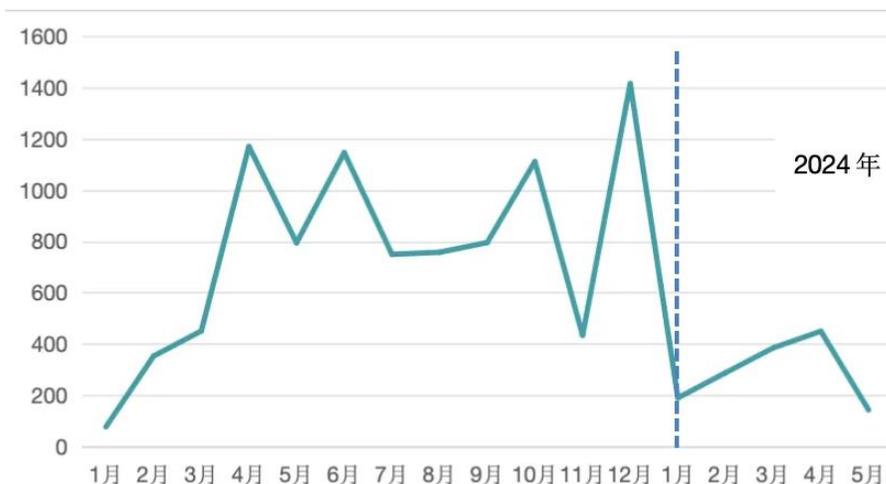
➤ 然而，5月房地产投资收缩压力仍大。据克而瑞统计：

- 1) 土地市场供求、量价持续走低。截至5月27日，全国300城经营性土地成交3346万平方米，环比下降16%，较上年同期下降接近五成，同时5月份的供地规模也处在历史低位，且同比降幅进一步扩大。
- 2) 企业投资仍处于收缩状态。5月典型房企拿地节奏大幅放缓。重点监测30家房企单月拿地金额143亿元，环比下降68%，同比下降82%，为2023年2月以来最低。

◎ 300城经营用地月度成交情况（楼板价为右轴）



◎ 2023年以来，重点监测房企拿地金额（亿元）



1.3 上半年中国经济的运行特点

■ 房地产链条仍在探底，是需求疲软的主要原因。

➤ “去库存”积极效果尚未显现。从克而瑞统计的重点城市住宅库存看：

- 2024年5月7成以上城市消化周期超过18个月。
- 仅西安、郑州商品住宅消化周期环比有所缩短，降幅均在4%以内。
- 所有重点监测城市消化周期均高于去年同期，库存压力有增无减。

◎ 2024年5月30个重点城市商品住宅存量及消化周期

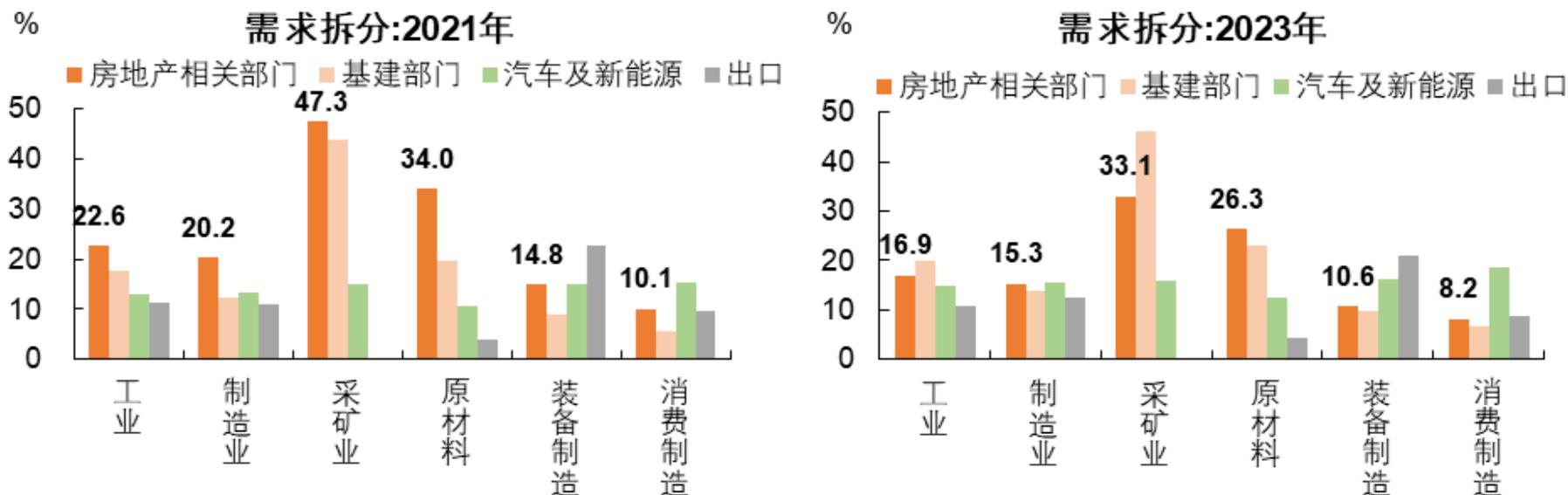
线级	城市	库存量			消化周期		
		万平方米	环比	同比	月	环比	同比
一线	深圳	917	-1%	15%	29.3	1%	34%
	北京	1249	0%	1%	29.1	4%	25%
	广州	1207	1%	-4%	21.2	3%	16%
	上海	795	3%	51%	13.1	7%	138%
	珠海	683	-1%	8%	44.8	5%	59%
	惠州	1282	1%	5%	35.1	7%	53%
	常州	495	-1%	5%	33.9	1%	62%
二三线	无锡	503	2%	-1%	31.2	8%	69%
	长春	1011	1%	12%	28.9	3%	17%
	南宁	677	1%	-1%	28.6	4%	54%
	福州	231	1%	-4%	27.6	5%	56%
	武汉	1657	1%	2%	27.0	10%	73%
	佛山	984	2%	-7%	25.0	3%	57%
	嘉兴	162	1%	-4%	24.9	2%	92%
	昆明	629	-2%	-5%	24.7	0%	43%
	南京	784	0%	3%	24.5	6%	77%
	厦门	283	2%	1%	23.7	7%	48%
	徐州	293	3%	12%	22.8	4%	36%
	苏州	780	0%	3%	21.8	9%	75%
	郑州	775	-3%	-15%	21.1	-3%	4%
	宁波	380	2%	8%	20.3	3%	55%
	天津	1363	1%	3%	20.1	2%	31%
	重庆	824	0%	1%	18.2	3%	16%
	济南	661	-1%	12%	16.8	7%	90%
	青岛	1219	-1%	8%	16.6	2%	12%
	长沙	553	0%	12%	15.0	5%	74%
	成都	1661	1%	-1%	13.4	4%	14%
	西安	951	-1%	36%	12.2	-4%	30%
	合肥	221	3%	18%	9.2	5%	130%
	杭州	654	0%	4%	8.6	4%	42%

资料来源：克而瑞, 平安证券研究所

1.3 上半年中国经济的运行特点

- 房地产链条仍在探底，是需求疲软的主要原因。
- 相比于2021年，房地产对中国工业需求的影响已回落5.7个百分点。
- 然而，房地产对工业部门需求的影响仍有16.9%，对原材料行业的影响高于基建、汽车新能源、出口。

中国工业需求拆分



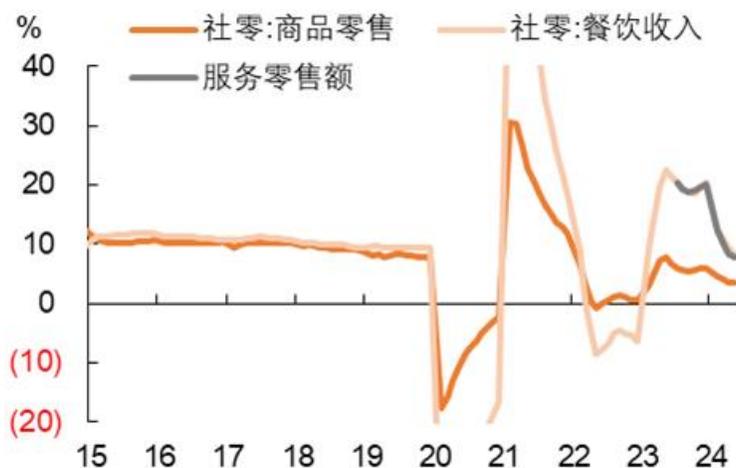
1.4 上半年中国经济的运行特点

■ 消费呈分化与下沉趋势：服务消费好于商品消费

➤ 服务消费好于商品消费。

- 1-5月服务零售额同比增长7.9%，而商品零售仅增长3.5%。
- 2024年五一假期，国内旅游人次、总花费分别较2019年同期增长28.2%、13.5%。
- 2024年端午假期，国内旅游人次、总花费分别较2019年同期增长19.9%和2.6%。

◎ 上半年服务消费好于商品消费



◎ 五一假期旅游收入恢复率创2020年以来新高

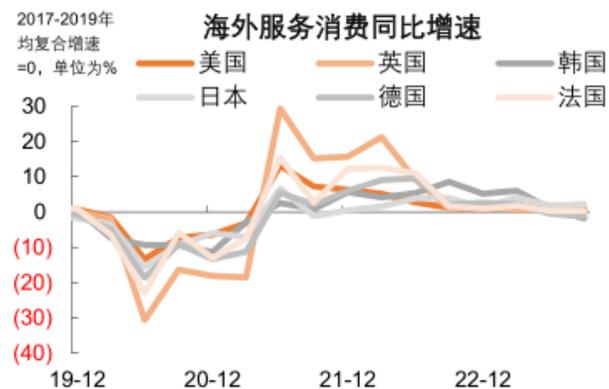


1.4 上半年中国经济的运行特点

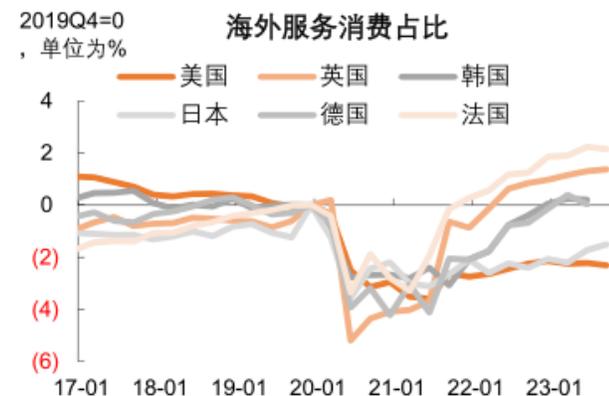
➤ 服务性消费具备进一步复苏的基础。

- 1) 疫后复苏视角：海外经验显示服务消费复苏之路较为漫长，且中国服务消费本身处于长期增长通道，复苏空间将更宽阔。
- 2) 经济转型视角：进入中等收入阶段后（人均GDP超过1万美元），一国服务消费比重随人均GDP增长出现加快上升趋势。
- 3) 结合国内服务业最新发展，供给侧创新有望进一步创造需求增量。

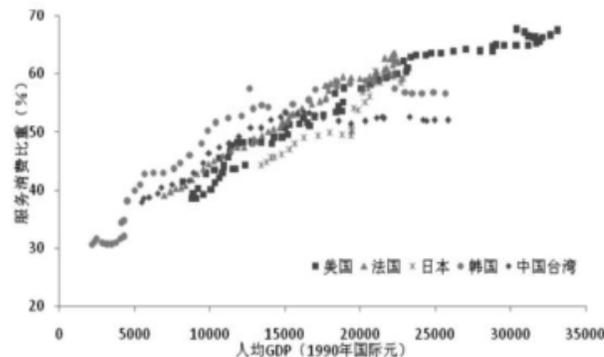
■ 海外服务消费同比增速至少连续 8 个季度高于 2017 年-2019 年的年均复合增长水平



■ 海外服务消费占比持续回升，部分国家突破 2019 年水平



■ 人均 GDP 与服务消费比重的关系



■ 2022 年生活服务业连锁企业 TOP 100

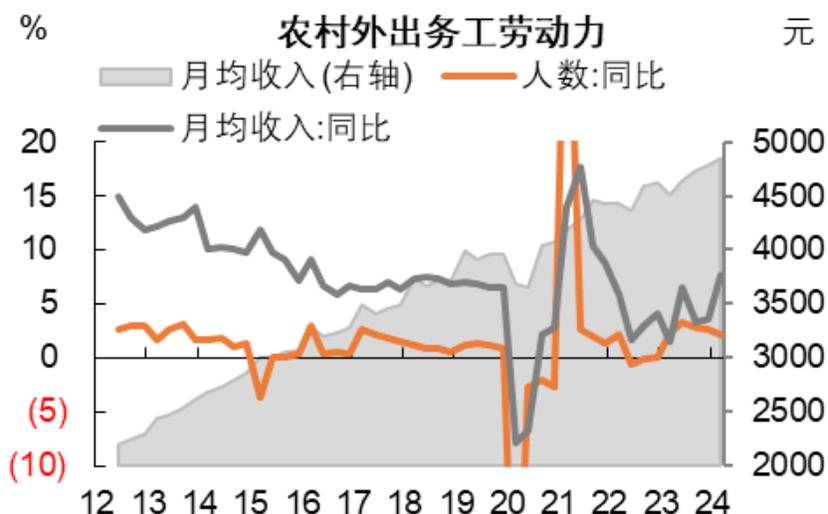


1.4 上半年中国经济的运行特点

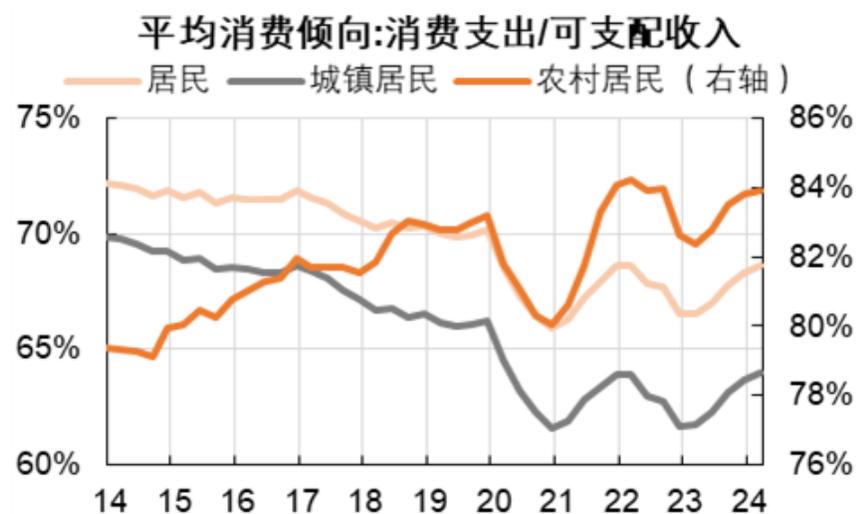
■ 消费呈分化与下沉趋势：低收入群体好于中等收入群体

- 居民收入及消费倾向恢复，农村强于城镇。一季度，全国居民人均可支配收入名义增长6.2%，人均消费支出增长8.3%。农村居民平均消费倾向较19年高0.7个百分点，而城镇居民平均消费倾向较19年低2.3个百分点。
- 农民就业和收入更快改善。2024年一季度，农村居民人均消费支出名义增长9.1%，较城镇高1.4个百分点。外出务工农村劳动力月均收入4853元，比上年同期增长7.7%，其中月均从业时间增加拉动月均收入增长4.8个百分点。

◎ 农民工收入较快增长



◎ 农村居民消费倾向恢复更强



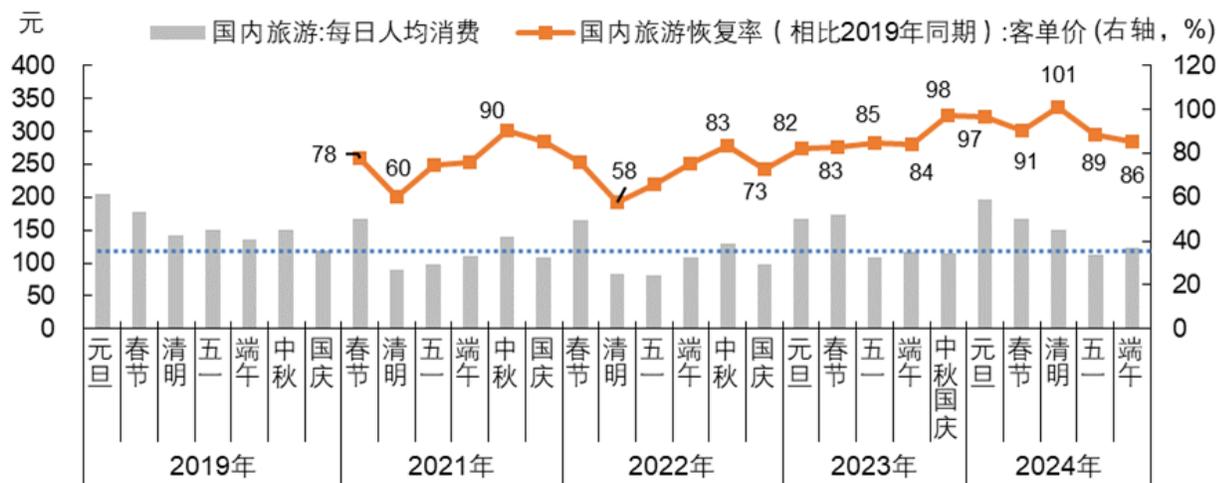
1.4 上半年中国经济的运行特点

■ 消费呈分化与下沉趋势：低收入群体好于中等收入群体

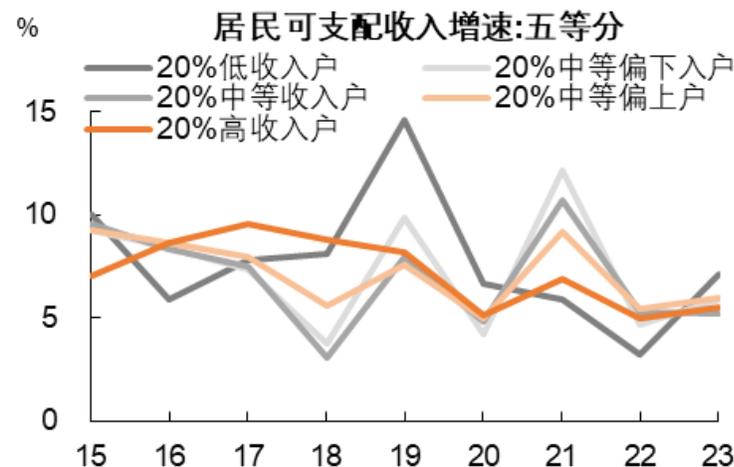
➤ 居民收入差距缩小，但消费客单价偏弱。

- 1) 2023年低收入户收入增7.1%，远超中等收入户的5.2%。
- 2) 2023年个人所得税同比减少1%，2024年1-4月进一步降至-7%，纳税人群或以中高收入人群为主。
- 3) 2024年五一假期和端午假期出行火热，但每日人均消费不及19年同期的9成。

◎ 主要假期旅游人均消费



◎ 2023年不同人群收入增速分化



◎ 2024年1-4月个人所得税同比减少7%

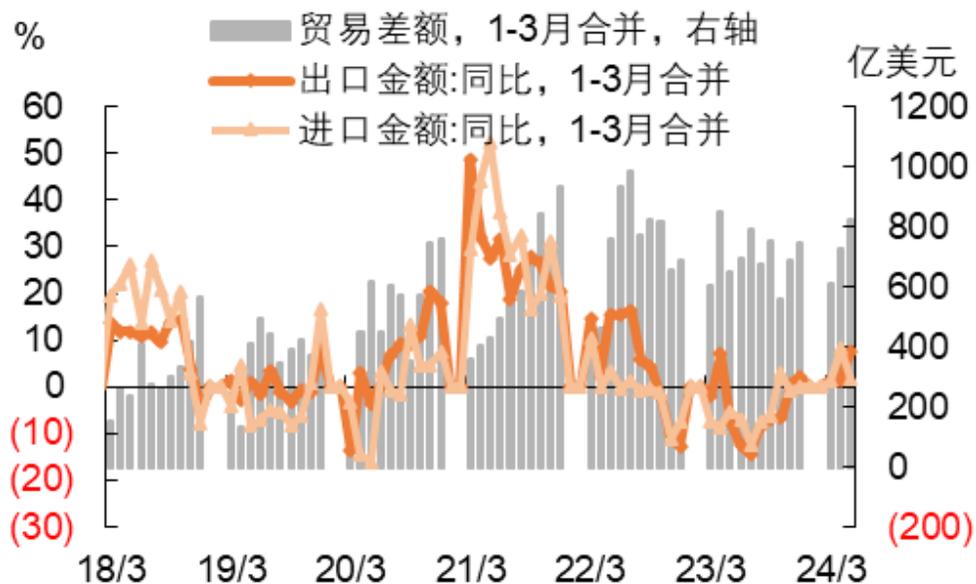


1.5 上半年中国经济的运行特点

■ 外需成为中国经济的重要动能

- 以美元计价，前5个月中国出口累计同比增长2.7%；5月同比增长7.6%，较上月上升6.1个百分点。
- 一季度中国支出法GDP中净出口对GDP的拉动达到0.77个百分点，相比去年四季度的-0.16个百分点，拉动增强了将近1个百分点，表明外需复苏对中国经济增长的贡献增强。

◎ 5月中国出口进一步提速



◎ 一季度净出口对中国GDP从拖累转为显著拉动



1.5 上半年中国经济的运行特点

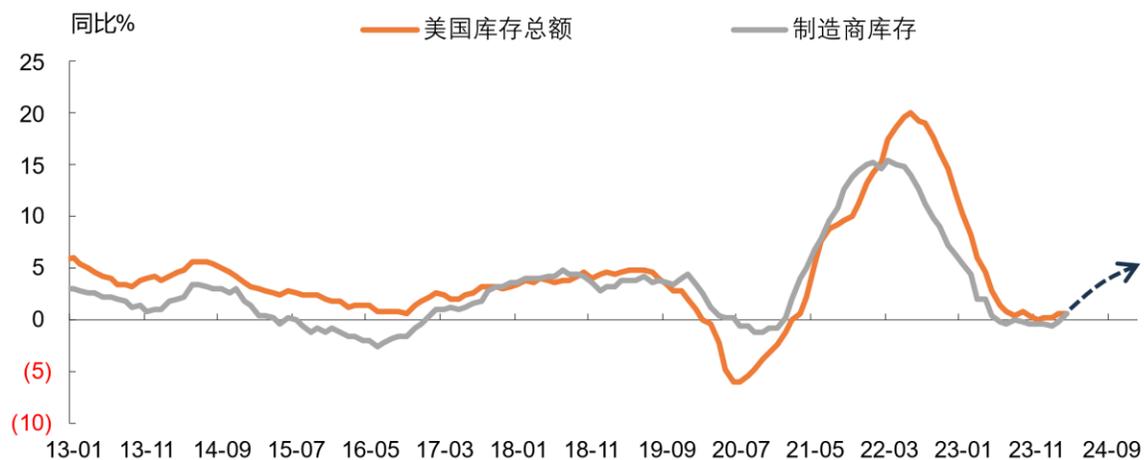
➤ 美国制造业延续复苏

- 今年以来美国制造业开启复苏，并对中国出口产生直接及间接拉动。以制造业PMI划分的一个美国制造业景气周期约3年，本轮制造业PMI自2023年6月以后触底反弹，2024全年有望保持上行趋势。美国制造业景气与进口需求高度相关，尤其今年1-5月制造业PMI进口指数连续高于50，美国进口金额同比随之转正，从中国直接进口跌幅缩窄。
- 美国制造业复苏也能从库存周期的角度得以验证。以名义库存增速划分的一个美国库存周期约3年，补库存（库存增速上升）平均历时21个月。截至今年3月，库存增速连续四个月转正并脱离低点，相对滞后的“制造商”库存增速也已转正，美国制造业补库存才刚起步，未来1-2年有望延续。

◎ 美国制造业景气周期与美国进口高度同步



◎ 美国制造业“补库存”才刚起步

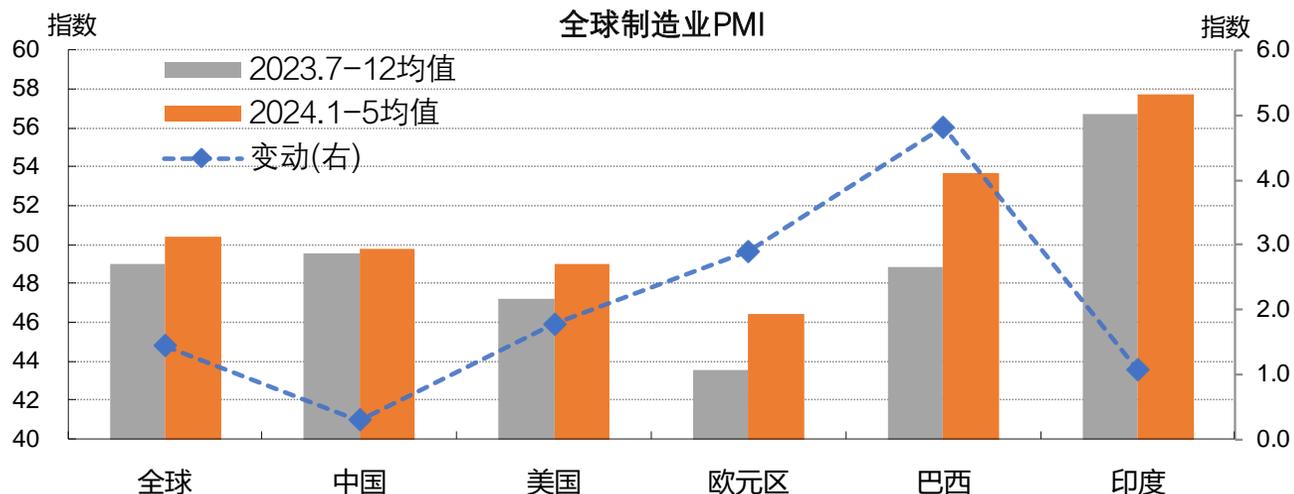


1.5 上半年中国经济的运行特点

➤ 全球“再工业化”方兴未艾

- 今年以来，全球制造业同步复苏，除美欧外，巴西、印度等新兴市场也出现制造业景气显著提升、或维持在较高水平。
- 除了经济周期规律，产业政策在当前制造业复苏中亦扮演重要角色。全球积极推动“（再）工业化”、加快全球产业重塑，可能进一步促进制造业需求，令全球制造业复苏更加确定。

◎ 美国、欧元区、巴西和印度制造业景气均明显提升



美国

•2021年以来出台《基础设施投资与就业法案》（IIJA）、《芯片与科学法案》（CHIPS）和《通胀削减法案》（IRA）三大法案，相关投资计划合计约1.2万亿美元，计划于未来 5-10年内投放，支出高峰或在2024-2027年。

欧元区

•2023年以来发布《绿色协议产业计划》，其中包括“净零工业法案”、“关键原材料法”等，且《欧洲芯片法案》正式生效；2024年，欧盟正式通过《净零工业法案》，加强绿色制造业发展，提升产业独立自主程度。

巴西

•2024年1月宣布启动“巴西新工业”计划，提供3000亿雷亚尔的融资，以促进工业和公共工程投资。具体包含六项重点任务：农业产业链，健康产业，民生基建（卫生、住房和交通），行业数字化转型，绿色发展，国防技术发展。

印度

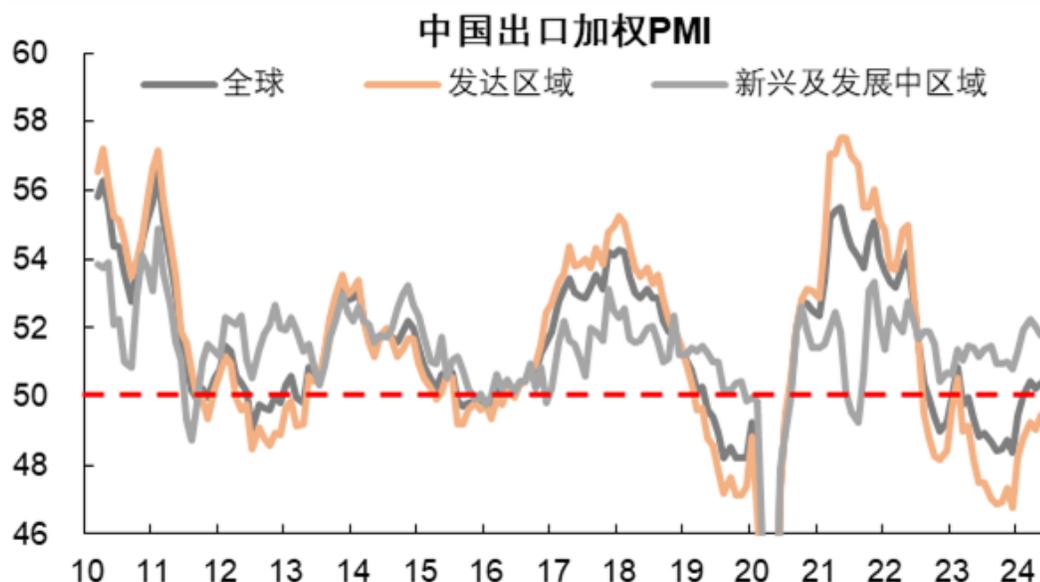
•2014年以来提出“印度制造”倡议，近年来进一步实施国家级基建和物流计划等；针对IT硬件制造和电信等制定了专门的产业政策，重点支持中高端制造业；实施关税减免以促进贸易等，并大力鼓励外资流入。

1.5 上半年中国经济的运行特点

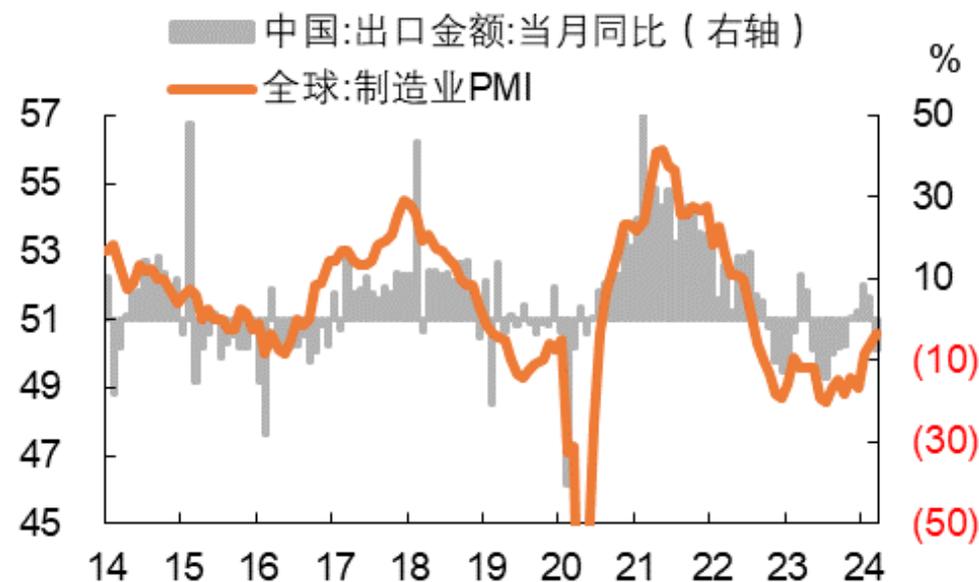
■ 外需成为中国经济的重要动能

- 当前中国出口增长的外需基础较好。以中国贸易额加权，年初以来海外发达区域制造业PMI向50荣枯线回升，尤以美国为代表，其制造业从去年的衰退走向复苏。新兴和发展中区域制造业PMI在景气区间，中枢抬升。
- 在中国出口市场份额保持基本稳定的情况下，近年来中国出口增长与全球制造业PMI的变化基本是亦步亦趋的，2024年海外制造业复苏有望带动中国出口延续温和回升。

◎ 年初以来全球制造业整体重返扩张



◎ 中国出口增速与全球制造业PMI相关性较高



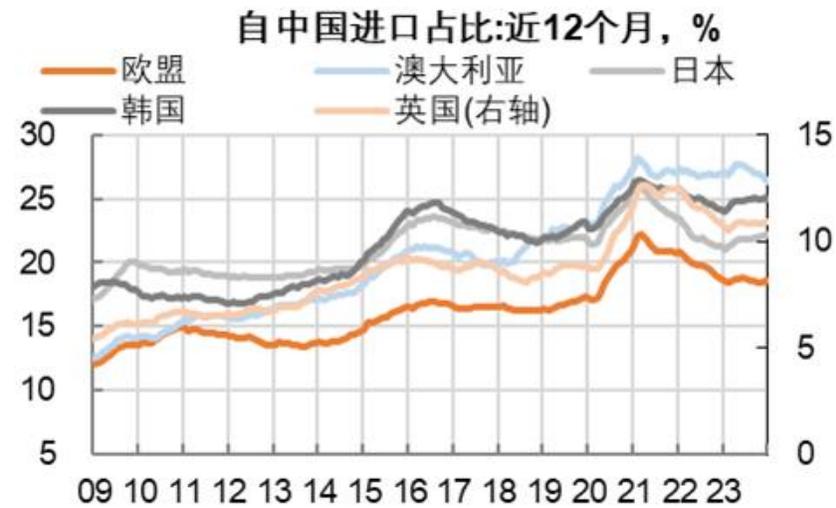
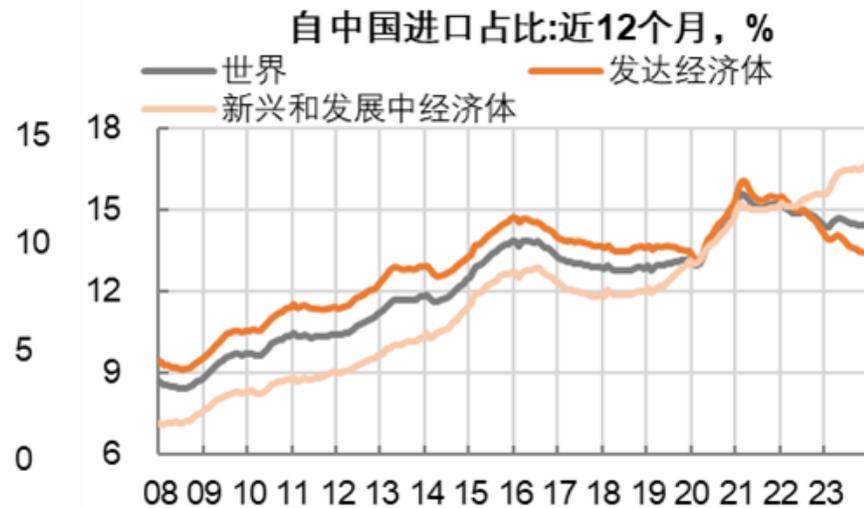
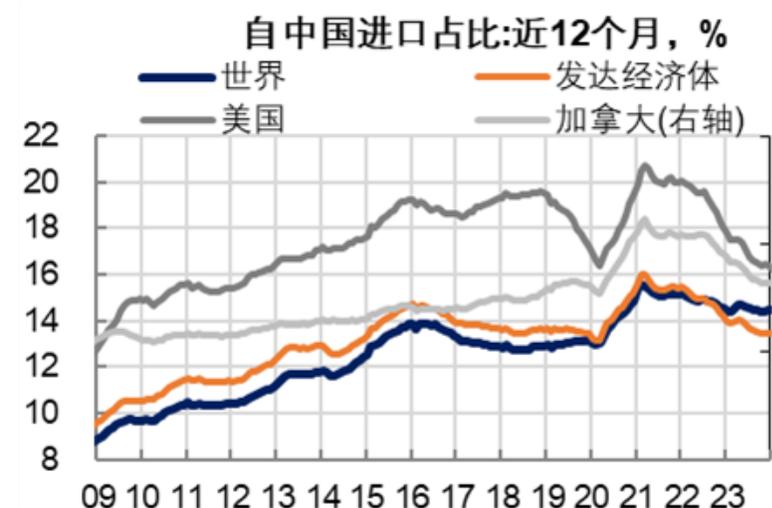
1.5 上半年中国经济的运行特点

■ 外需成为中国经济的重要动能

➤ 中国对美出口份额面临下滑压力，但在全球中的出口份额有望保持相对稳定。依据IMF数据拆分中国对各地区出口的份额变化（中国对该地区出口离岸价/全球对该地区出口离岸价）。

1. 2023年，中国对美国(16.4%, -1.7pct)、加拿大(8.2%, -1.3pct)出口的份额较2022年较快回落。
2. 2023年，中国对欧盟(18.6%, -0.2pct)、澳大利亚(26.6%, -0.3pct)出口的份额保持相对稳定，而对日本(22.1%, +0.9pct)、韩国(25%, +1pct)、英国(10.9%, +0.1pct)等发达经济体出口份额稳中有升。

◎ 各国自中国进口占总进口的比例（12个月移动平均）



1.5 上半年中国经济的运行特点

■ 外需成为中国经济的重要动能

3. 中国在新兴市场和发展中经济体的进口中的份额较快上行。

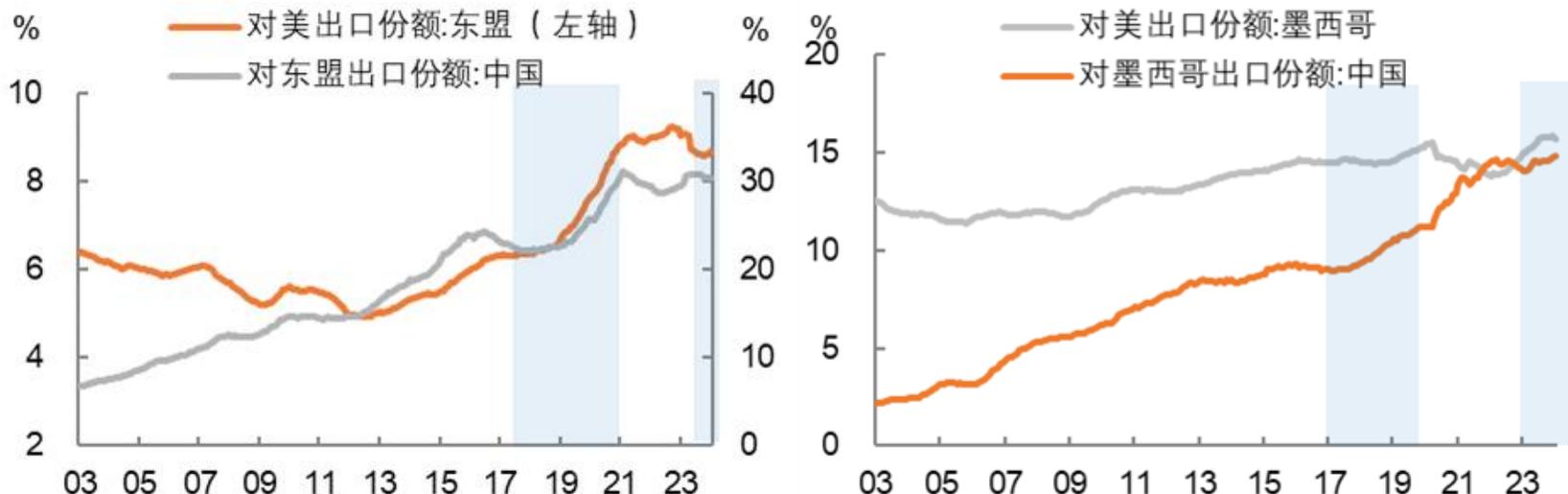
1) 相比于俄乌冲突前的2021年，2023年中国在俄罗斯(48%, +23.3%)、中亚(43.2%, +11.3%)、东欧(8.1%, +2.5%)等区域进口中的份额显著提升。

2) 墨西哥、东盟等经济体对美出口提升的同时，自华进口也有明显提升，得益于产业链间接带动或“绕道”影响。

◎ 俄乌冲突后部分区域自中国进口比重提升



◎ 2018年以来，东盟和墨西哥自中国进口、对美国出口份额均上行





目录CONTENTS

① 上半年中国经济运行特点

② 中国经济量价收敛的路径

③ 下半年宏观政策徐徐将至

④ 中国资产追逐“确定性”

2. 中国经济量价收敛的路径

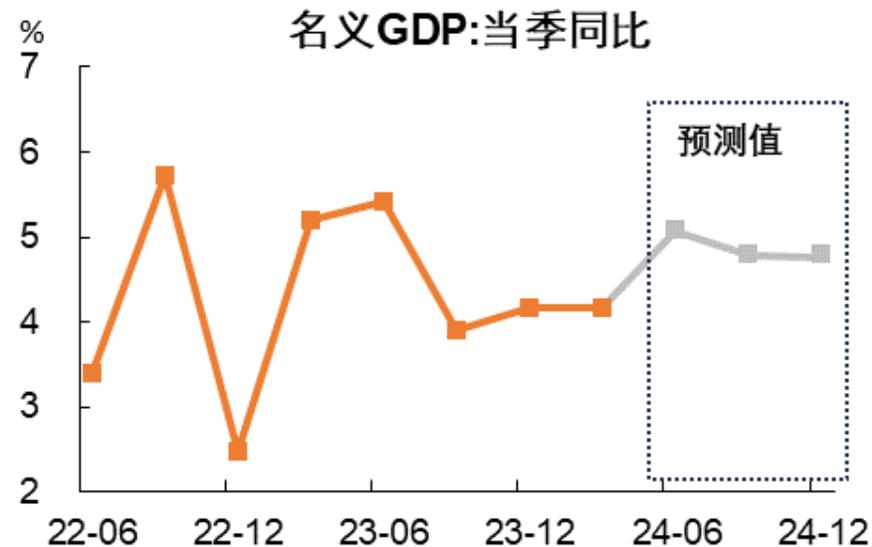
■ 展望2024年下半年，中国经济的量价增速差值或有收敛。

- “量”的回落：考虑到出口高增长面临的不确定性、房地产“寻底”未止，预计中国实际GDP增速回落至4.7%-4.8%。
- “价”的回升：低基数下价格有望温和回升，预计CPI和PPI同比增速的中枢分别回升至0.6%和-0.6%，对应GDP平减指数回归零值附近。
- 然而，价的回升或不足以对冲量的回落，2024年三四季度中国名义GDP增速或较二季度继续回落。

◎ 预计2024年下半年中国经济走向量价收敛



◎ 预计2024年下半年名义GDP增速较二季度回落



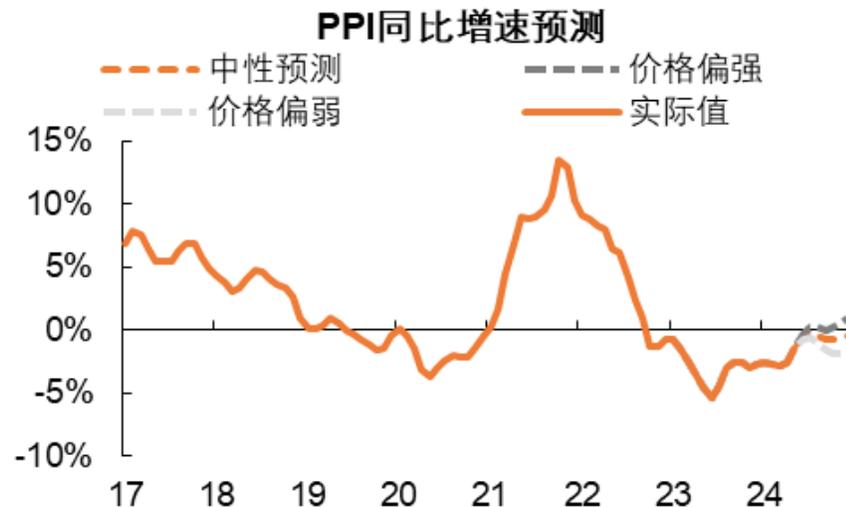
2. 中国经济量价收敛的路径

- 二季度PPI同比增速迎来改善。
 - 大宗商品价格上涨，有望带动PPI环比增速阶段性转正。
 - 去年同期基数偏低，翘尾因素对PPI同比增速的支撑得以体现。
- 然而，下半年PPI同比增速较难由负转正，预计2024年全年PPI增速中枢在-1.3%左右。
 - 我们测算，若需PPI同比转正，则2024年5月至年末间PPI环比的累计涨幅需达到0.5个百分点。
 - 6月以来，美联储降息预期进一步推迟，大宗商品期货价格正较快回落。

◎ 二季度大宗商品涨价，有望带动PPI环比转正



◎ 中性情形下，年内PPI同比增速延续负增长

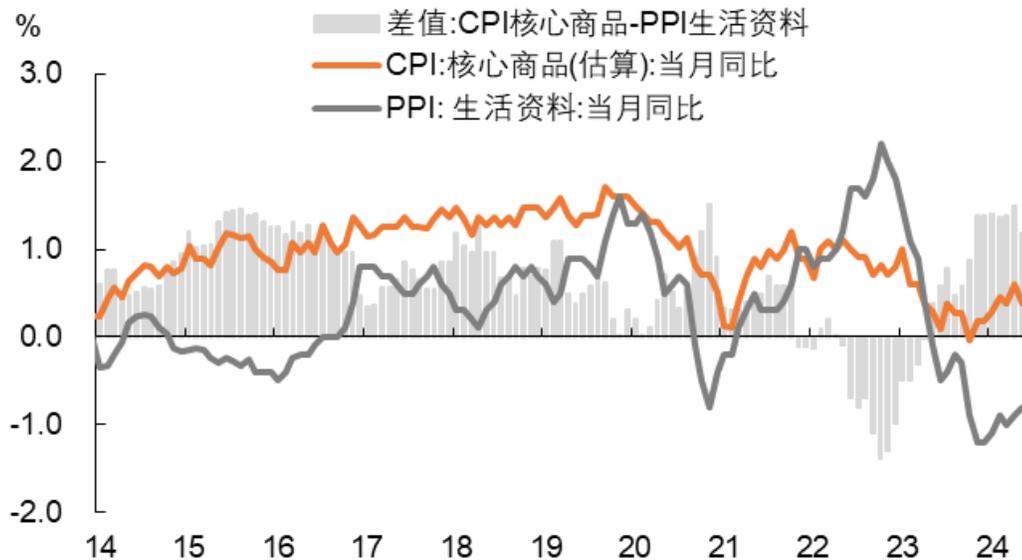


2. 中国经济量价收敛的路径

■ CPI同比有望温和抬升。

- 核心商品方面，考虑到大宗商品涨价的影响，假设CPI商品价格同比增速的回升路径类似于2021年，增速中枢可达0.74%（前四个月0.44%），则其对CPI增速的拉动较2023年高**0.15个百分点**；
- 能源价格方面，布油价格中枢稳定在83美元/桶左右（前四个月82.8美元/桶），对CPI增速的拖累较2023年减少**0.24个百分点**。

◎ 生活资料出厂价格低迷，是CPI商品价格的主要拖累



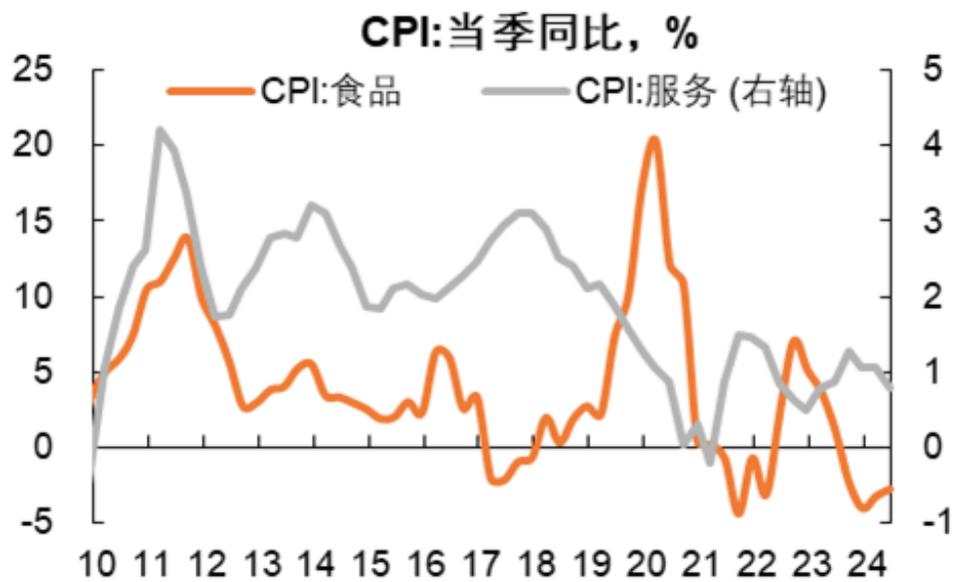
◎ 2024年二季度原油价格同比由负转正



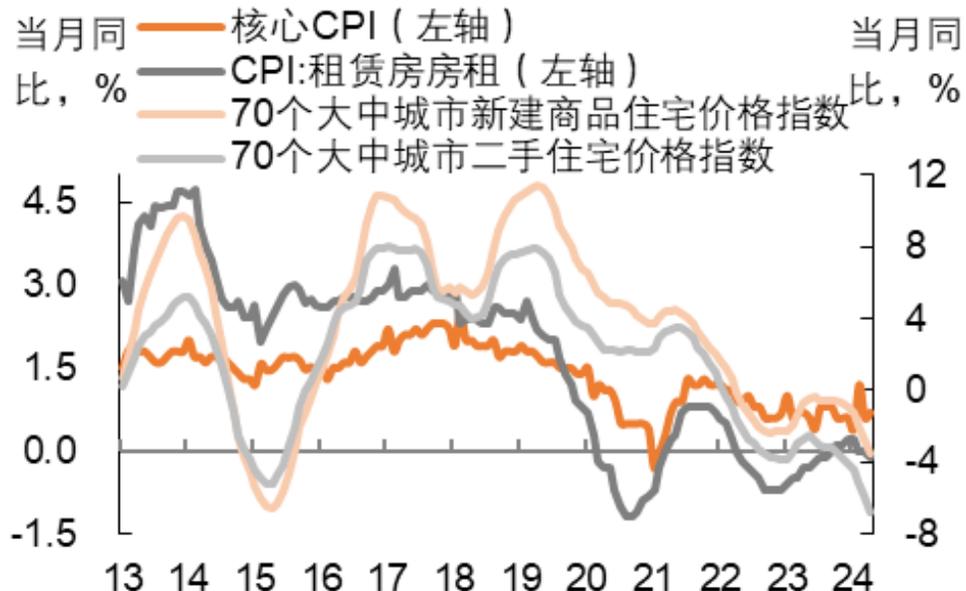
2. 中国经济量价收敛的路径

- 然而，CPI中的食品价格仍面临回落压力，服务价格也开始走低。
 - 中性情形下：**1)** 假设2024年CPI服务价格中枢回落至0.8%（前四个月1%），其对CPI的拉动较2023年减少0.1个百分点。**2)** 若2024年CPI食品价格中枢为-1%（前四个月-3%），其对CPI的拉动较2023年增加0.13个百分点。
- 综合以上因素，预计2024年全年CPI的增速中枢为0.4%，较2023年的0.24%温和抬升。

◎ CPI服务价格基数抬升、中枢回落



◎ 居住服务CPI受房地产拖累

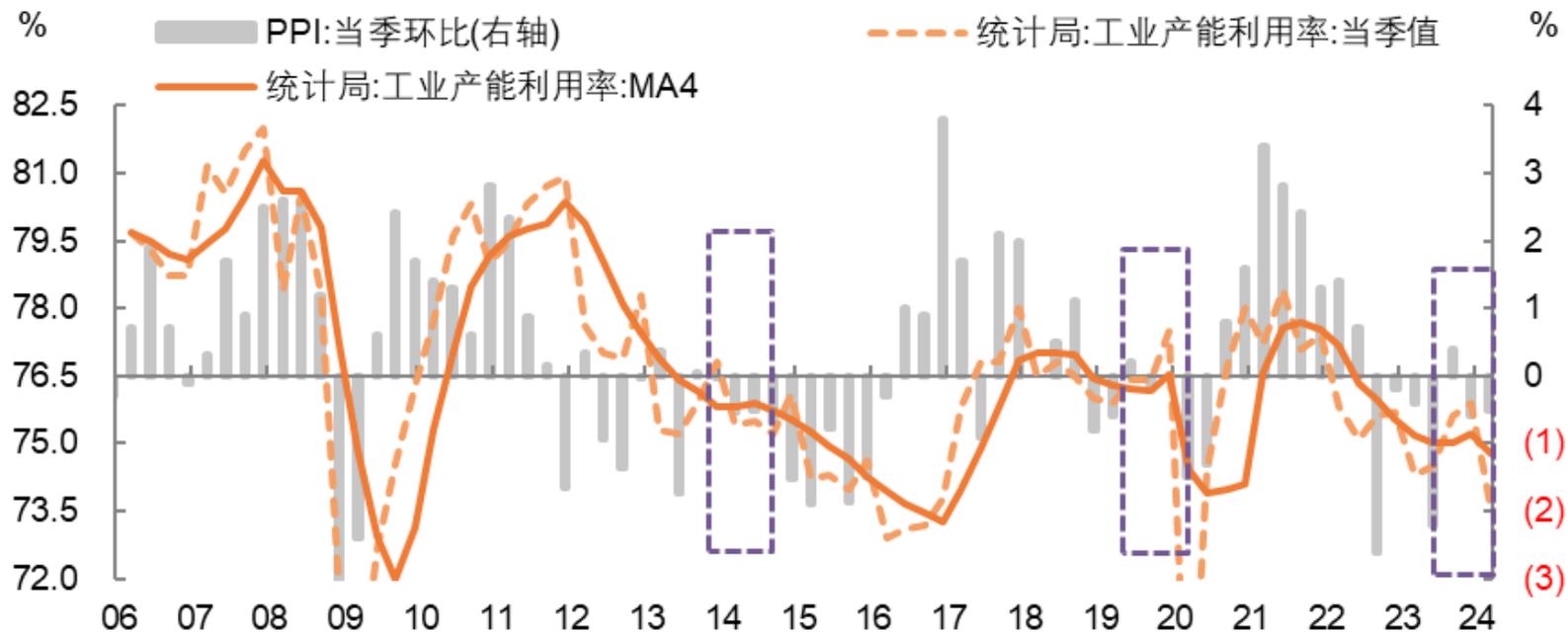


2.1 结构性产能过剩的化解正是量价收敛的过程

➤ 工业产能利用水平不足，使价格中枢回落。

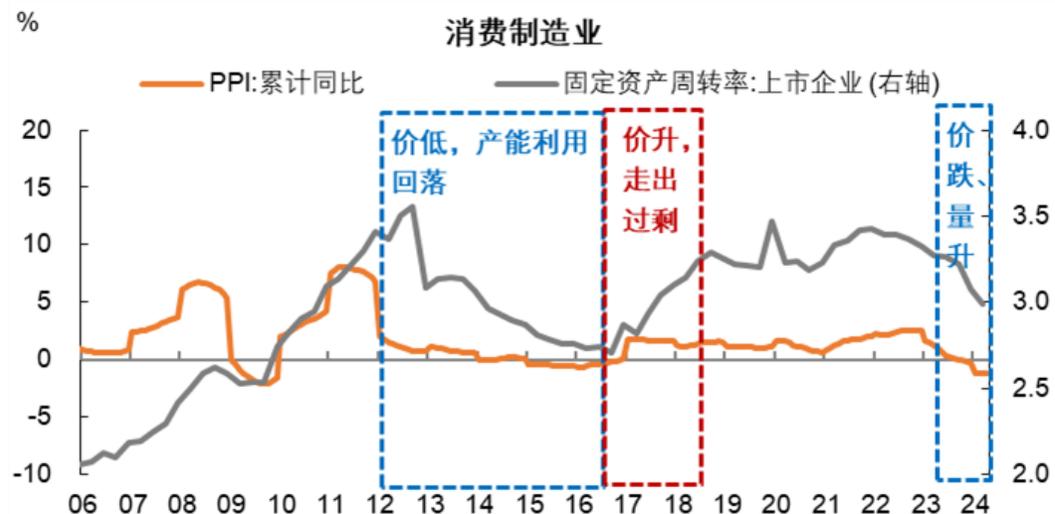
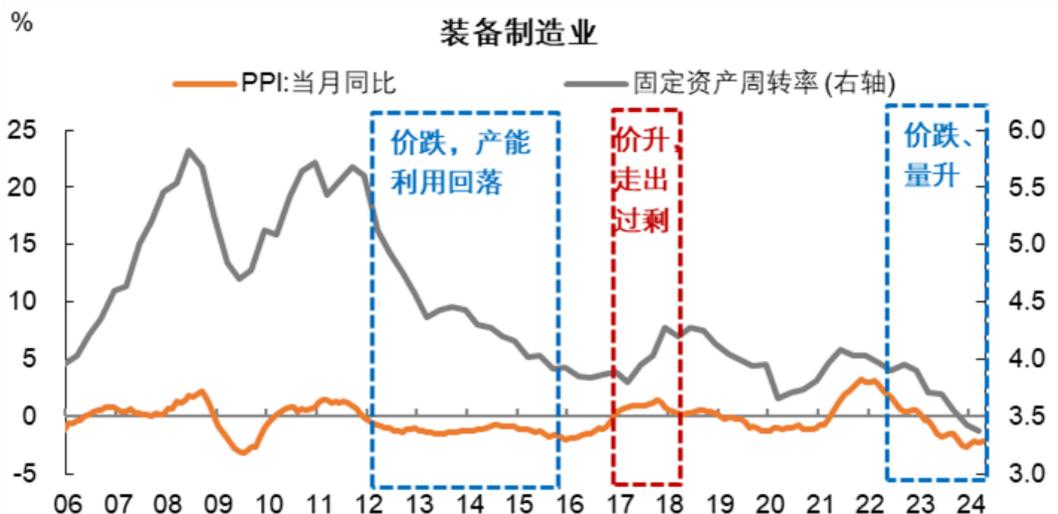
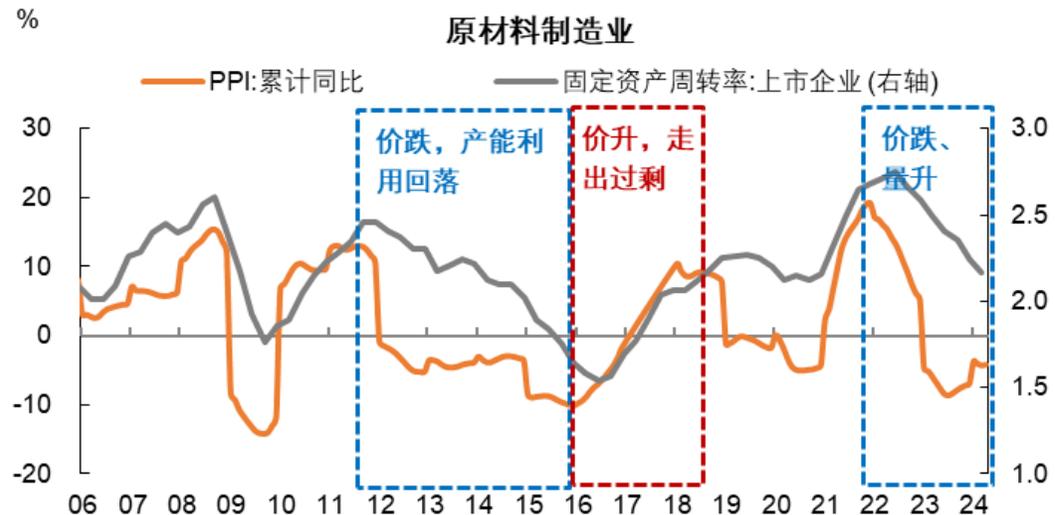
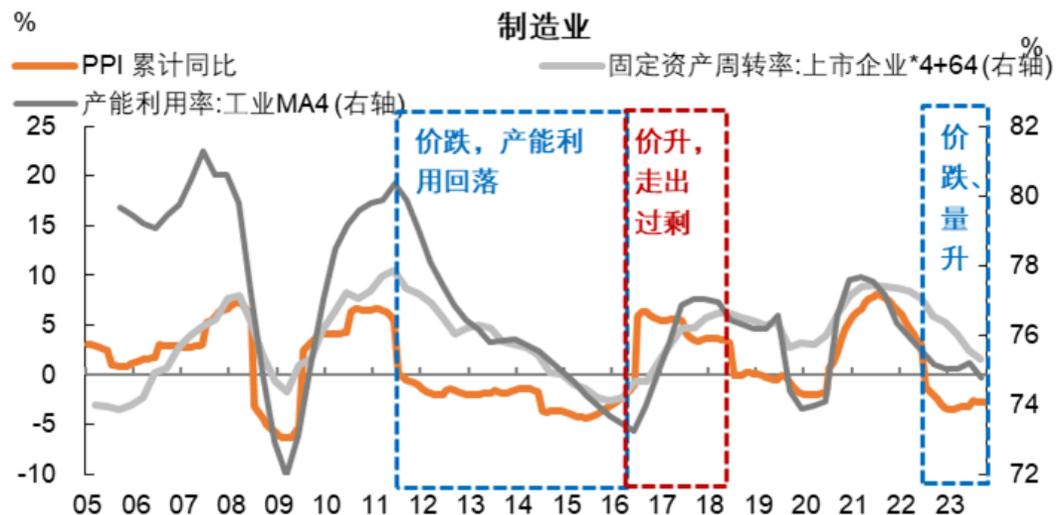
- 2024年一季度，工业企业产能利用率回落至73.6%，为2016年四季度以来的历史次低点（仅高于2020年一季度），低于76%-80%的合意区间。
- 2024年一季度，上市企业固定资产周转率较2021年末低16%，处于2015年以来的 28%分位。

◎ 产能利用率较快下行，或处于相对低位时，价格环比难有起色



2.1 结构性产能过剩的化解正是量价收敛的过程

➤ 产能利用水平的回升，往往伴随着价格走出负增长。



资料来源: Wind, 平安证券研究所 (注: 为方便观察数据趋势, 左上图的制造业固定资产周转率为原始数据的4倍加64)

2.1 结构性产能过剩的化解正是量价收敛的过程

- 以上市制造业企业固定资产周转率看：截至2024年一季度，上市制造业企业固定资产周转率处于2015年以来的27.7%分位，产能利用程度处于偏低水平。
- 制造业三个板块中，装备制造业产能利用水平明显偏低，固定资产周转率处于2015年以来的最低点；原材料制造和消费制造行业的固定资产周转率相比2022年一季度的高点回落，分别处于2015年以来的50%和27.7%分位水平。

⊙ 装备制造业固定资产周转率处2002年以来低点



资料来源：Wind, 平安证券研究所

- 综合来看：**2023年下半年以来，中国制造业总体产能利用程度低于历史中枢水平。**

1. 计算机通信电子、电气机械、汽车制造等装备制造业表现最弱，这些行业与目前政策扶持力度较大的高技术制造业重合度较高。
2. 原材料行业产能利用程度也有不足，集中于非金属矿物制品、石油煤炭加工和化工相关行业。
3. 消费制造行业中，无论是医药、食品制造、农副产品加工等必需品，还是纺织服装、家具制造、纺织业等可选消费品，都存在不同程度的产能利用不足。

2.2 大宗商品价格上涨或加剧中下游行业成本压力

➤ 原材料制造产能化解在路上

- 国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》部署了节能降碳十大行动，重点落在原材料行业。

➤ 装备制造扩产仍受政策支持

- 产能建设较多享受各地产业政策的补贴和支持，适度的产能冗余有助于平衡“效率”和“安全”的关系。
- 央行设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，或主要投向装备与高技术制造企业。

➤ 消费制造有待市场自发出清：以民营企业为主，依赖市场机制和利润驱动，近年来行业集中度不断提升。

节能降碳十大行动

化石能源消费减量替代

非化石能源消费提升

钢铁行业节能降碳

石化化工行业节能降碳

有色金属行业节能降碳

建材行业节能降碳

建筑节能降碳

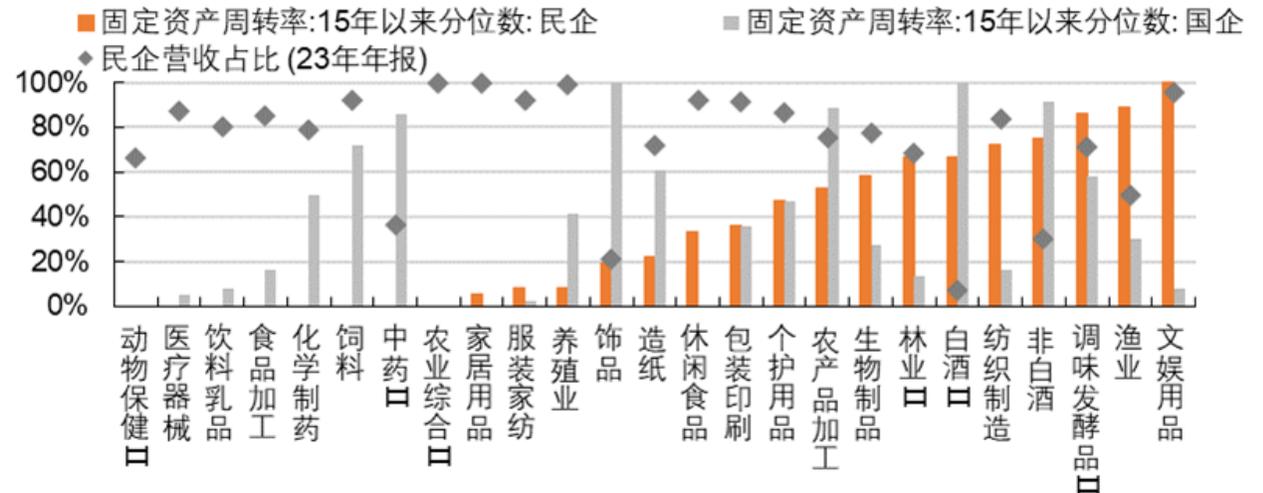
交通运输节能降碳

公共机构节能降碳

用能产品设备节能降碳

◎ 消费类子行业产能利用情况

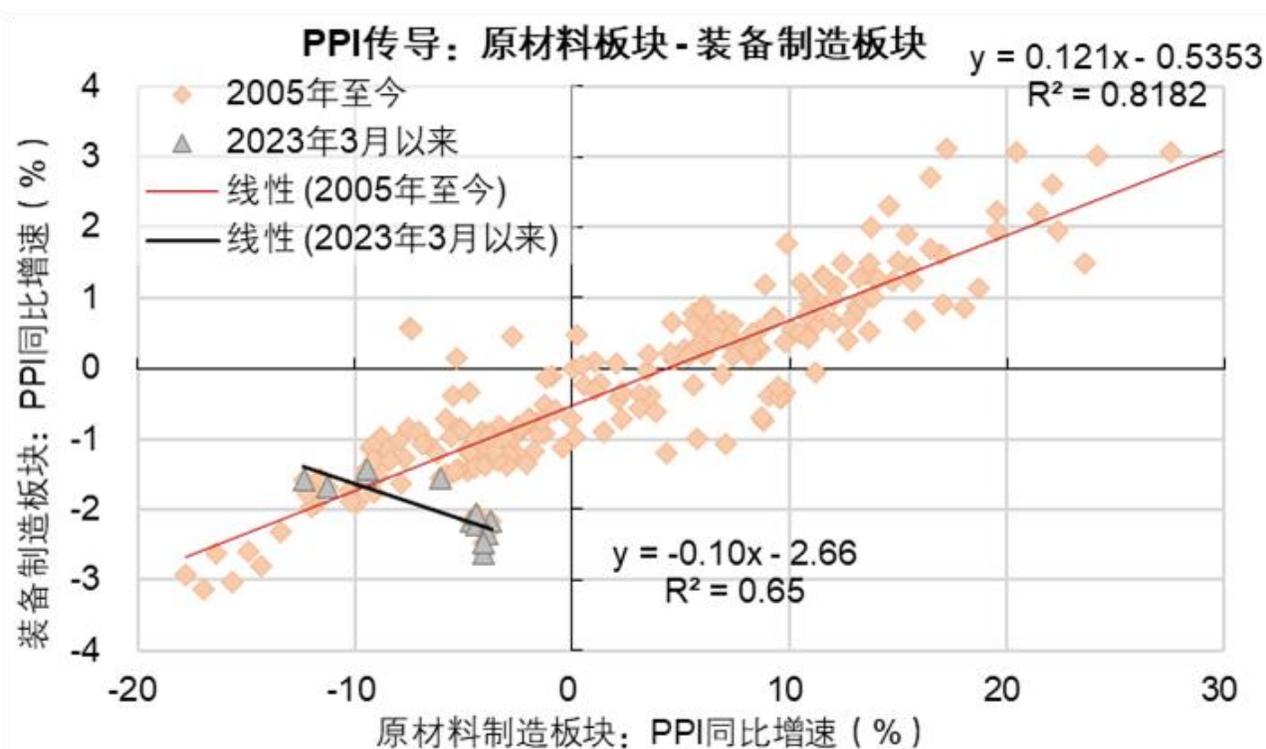
2024年一季度民国企产能利用情况:申万二级消费类行业



2.2 大宗商品价格上涨或加剧中下游行业成本压力

- 上游“供给缩量”主导的价格上涨，对中下游制造业的经营未必有利。
- 尤其是，部分中下游行业面临产能过剩，原材料购进成本提升，向出厂价格传导存在“折扣”，或使其毛利被动压缩。

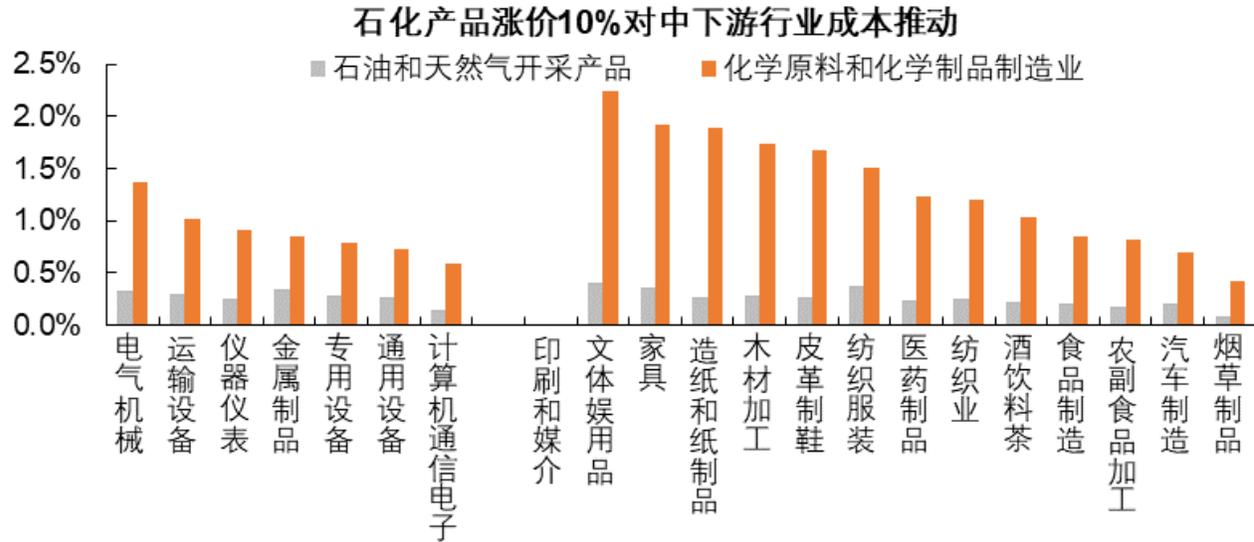
◎ 2023年3月以来，装备制造PPI对原材料价格“脱敏”



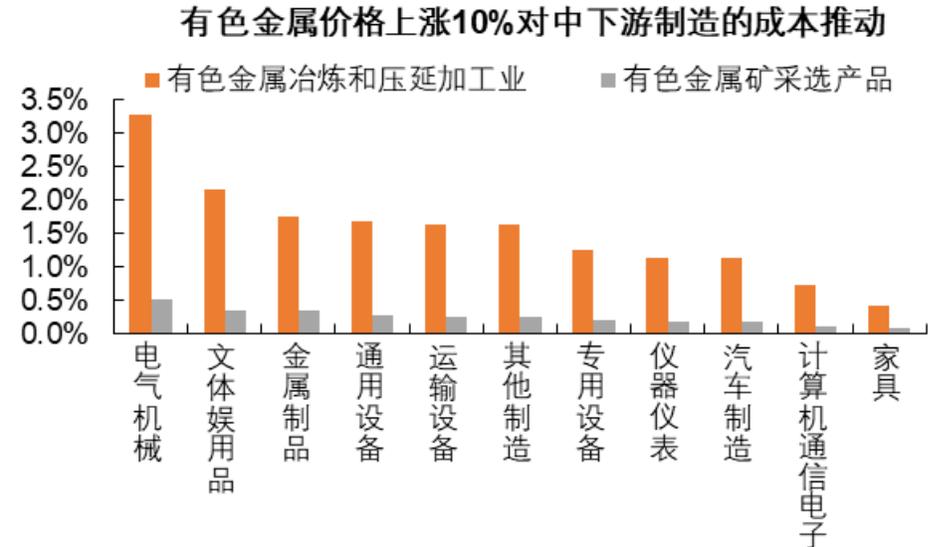
2.2 大宗商品价格上涨或加剧中下游行业成本压力

- 大宗商品涨价对CPI的影响中，存在“成本上涨 - 出厂价格上涨 - 零售价格上涨”的传导链条。
- 1) 中下游部分行业产能过剩，使“成本 - 出厂价格”的传导弱于以往。
 - 2) 居民消费呈分化与下沉趋势，制约“出厂价格 - 零售价格”的传导。

◎ 国际原油涨价对中下游制造的成本推动



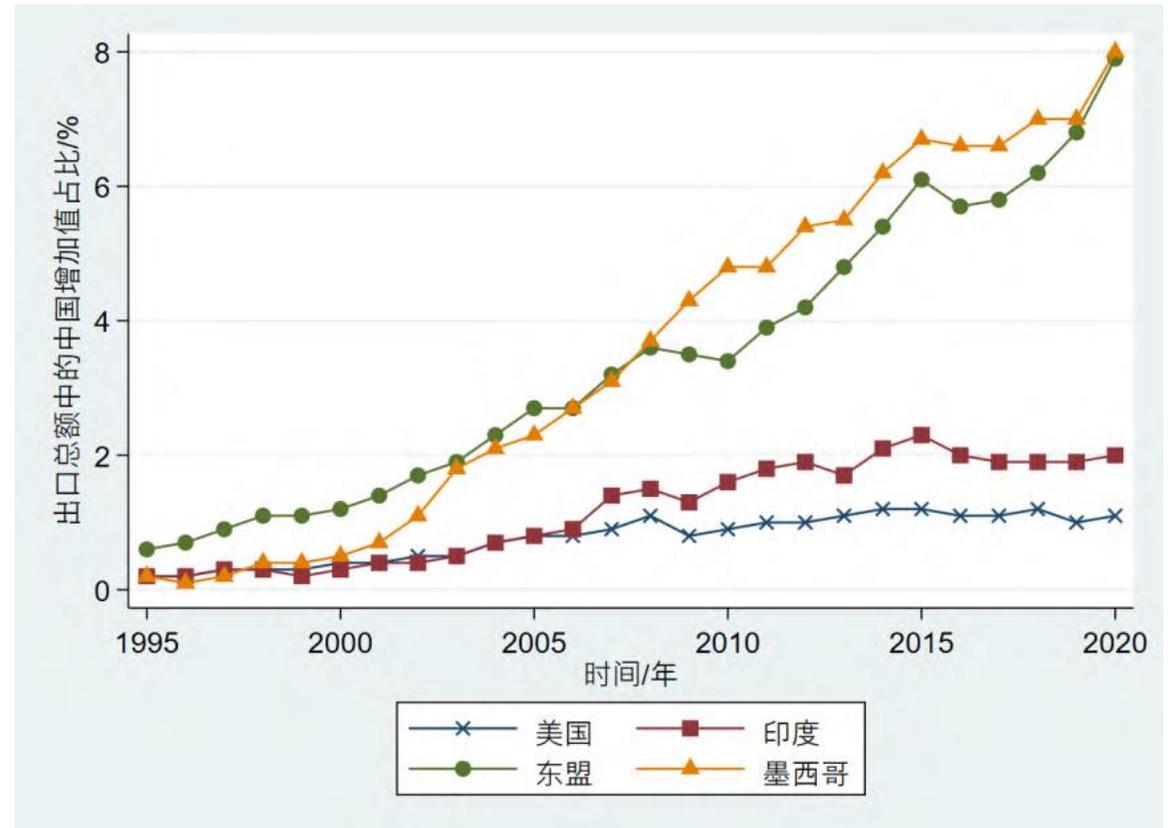
◎ 国际有色金属涨价对中下游制造的成本推动



2.3 外部经贸环境的不确定性增强

- 2018年以来，美国产业链“去中国化”。虽然中国对美直接贸易有所下滑，但是中国产品和中间品仍然通过东盟、墨西哥等间接出口至美国。
- 据苏庆义（2024）分析，美国出口中的中国附加值占比有所下滑，东盟、墨西哥出口中的中国附加值占比则快速上升，2020年均达到8%左右，越南更是突破15%。
- 在中美贸易摩擦的背景下，通道国家成为中美间接“挂钩”的桥梁，这在一定程度上有助于缓解贸易摩擦的影响。
- 美国也将关注到中国中间品贸易的结构性改变，将来或考虑采取措施来限制中国的中间品贸易。

◎ 部分经济体出口额中中国生产附加值占比



2.3 外部经贸环境的不确定性增强

- 对于中国出口的“绕道”，美国可能的封堵措施包括：制定更加严格的原产地规则，以限制通道国家从中国进口中间品，或者对在通道国家进行投资的中国企业进行制裁，以及利用其在全球贸易和科技领域的影响力，通过关税（反倾销税、反补贴税）、技术禁运、限制出口等多种方式制约中国企业的国际化和技术发展。
- 以光伏行业看，近期美国对华封堵升温。
 - 5月14日，**美国宣布对中国太阳能电池的关税从25%加征到50%**。由于美国长期对中国光伏产品设置贸易壁垒，中国直接对美出口的光伏产品数量占比极低，“借道”东南亚是国内光伏企业的重要布局方向。经过数年建设，国内组件厂目前已在东南亚陆续实现了“硅片-电池-组件”一体化产能布局。
 - 5月16日，美国白宫声明，**自6月6日之后恢复对柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的太阳能产品征收关税**，并且要求进口产品需6个月内安装完成，以打击产品囤积。此次操作目标直指中国企业在东南亚布局的光伏产业。
 - **东南亚光伏生产基地率先调整，国内排产也有同步回落**。据SMM调研：1) 2024年5月中国组件企业在东南亚的产量环比回落33.3%，开工率约56%；6月计划产量再降45.8%，开工率约30%（此前通常在80%以上）。2) 5月中国光伏组件产量环比回落4.2%，6月光伏组件的排产预计环比回落11.9%。企业对双反政策后期变化先抱以继续观望态度，物控或原料备货都迟迟未定。

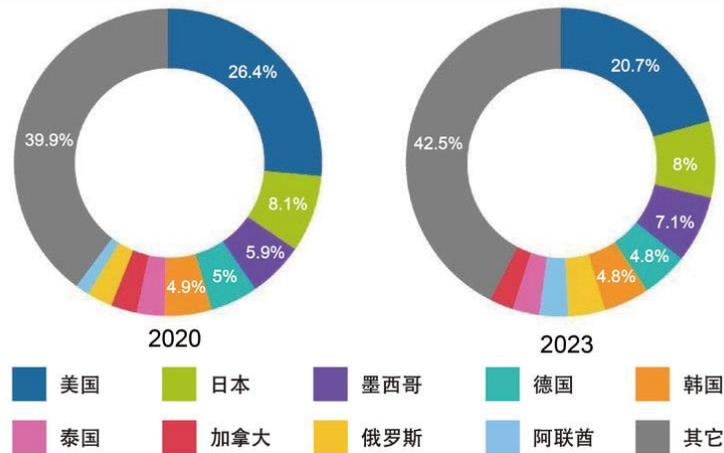
2.3 外部经贸环境的不确定性增强

- 汽车行业也有潜在贸易风险。
- 6月12日，欧盟宣布拟对中国产电动汽车加征临时关税。对比亚迪、吉利汽车和上汽集团将分别加征17.4%、20%和38.1%的关税；对其它制造商将征收21%的关税；进口自中国的特斯拉汽车可能适用单独的税率。欧盟委员会称，如果与中方的讨论不能得出有效的解决方案，这些临时关税将从7月4日起引入。

➤ 中国车企在墨西哥的投资也备受关注，美方将其视为另一种形式的转口贸易。

- “美墨加协定”（USMCA）将于2026年进行修订，美国立法者呼吁重新就协定中的原产地规则条款进行谈判，以应对中国在墨西哥汽车行业的投资。
- 特朗普在今年3月的竞选集会上表示，若重新入主白宫，将对中企在墨西哥生产的汽车征收100%的关税；
- 路透社4月18日援引多名墨西哥官员讲话，因美国施压，墨西哥将无法向中国电动汽车制造商提供低成本公共土地或税收减免等投资激励。

中国汽车零部件的主要出口国



到2025年为止进驻墨西哥的企业中20%为中资

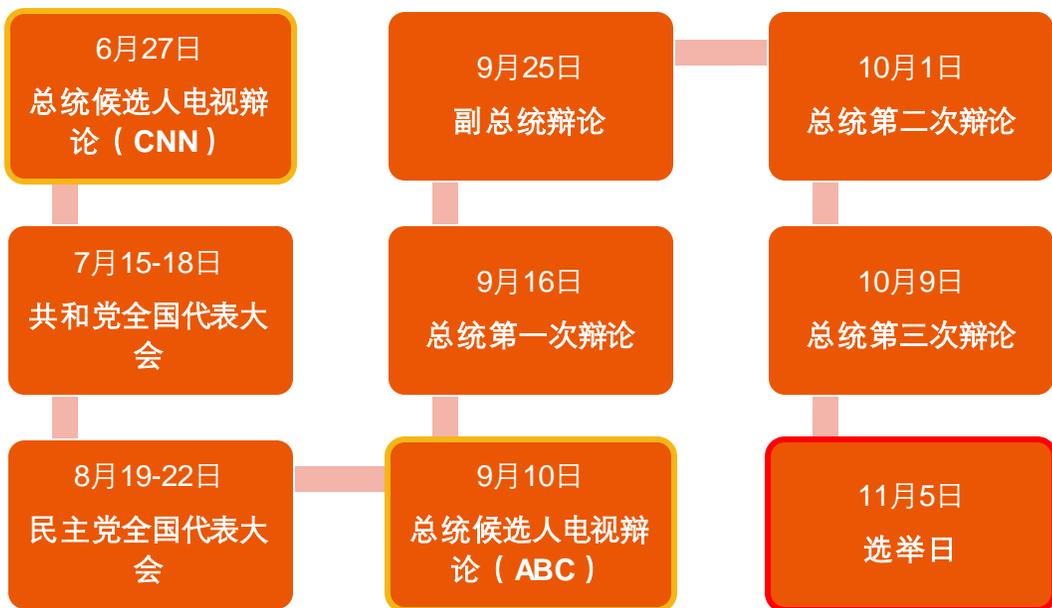
2018至2022年	美国	35%	2025年为止	中国	19.8%
	亚洲（除中国外）	12		其他	80.2
	欧洲	9			
	中国	6			
	其他	38			

（注）大型银行BBVA墨西哥对工业园区协会实施的问卷调查

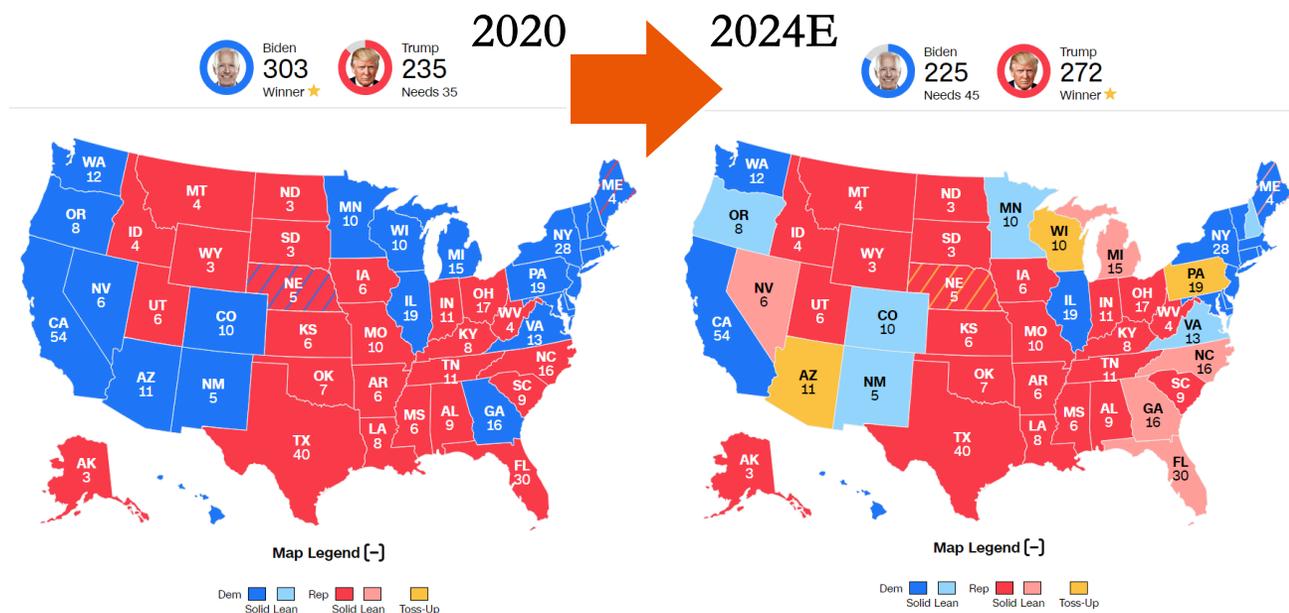
2.3 外部经贸环境的不确定性增强

- 今年下半年，美国大选为全球经贸环境带来不确定性。伴随大选进程推进，两党的政策纲领将逐渐清晰。
- 选情方面，今年以来特朗普民调保持领先；结合关键州情况看，特朗普回归概率不小。

2024美国大选关键日程



CNN最新民调显示，特朗普在关键摇摆州占优，胜选概率不小

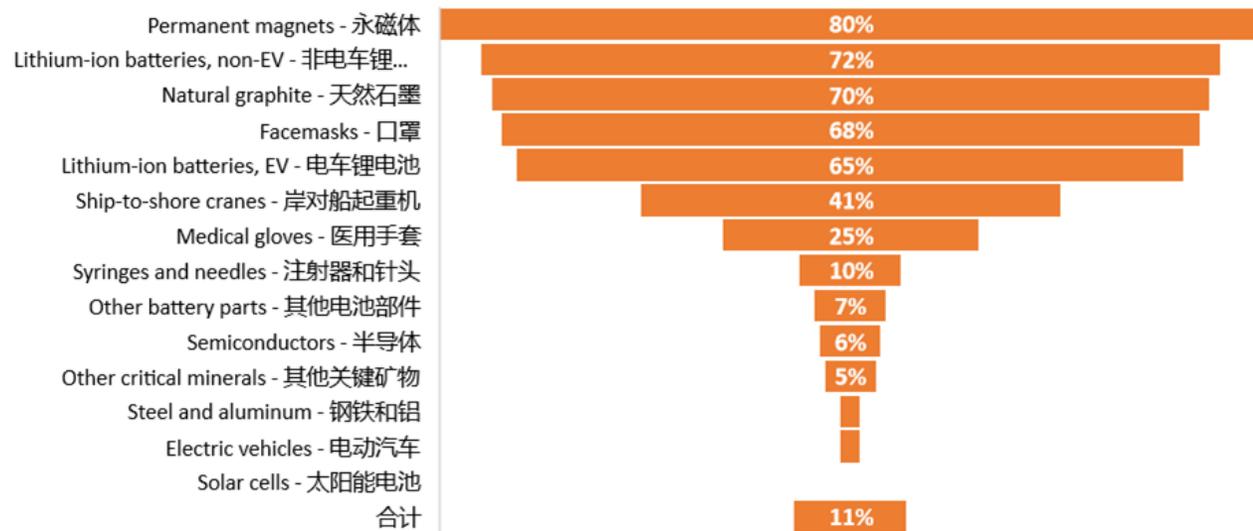


2.3 外部经贸环境的不确定性增强

- 特朗普当选对中美经贸环境带来较多不确定性，可能意味着“更激进的关税、更直白的对抗”。
- 拜登连任可能意味着更有针对性的贸易政策，中美经贸环境仍将面临不确定性。

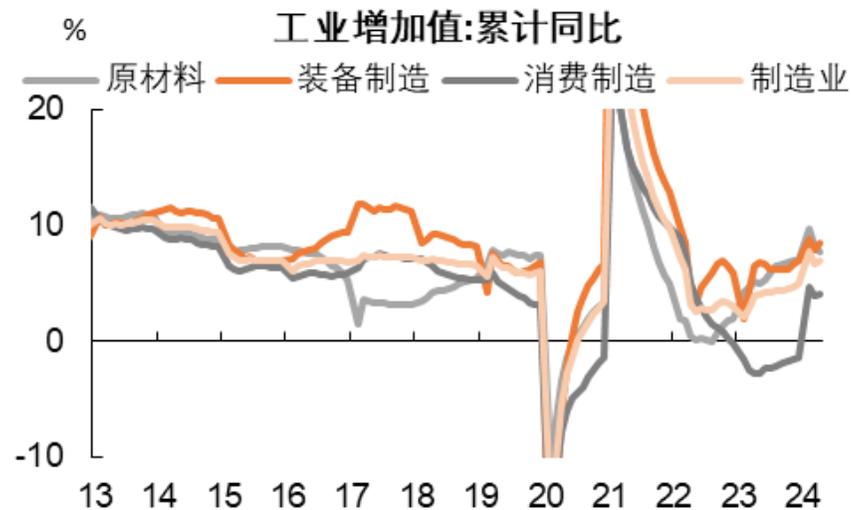
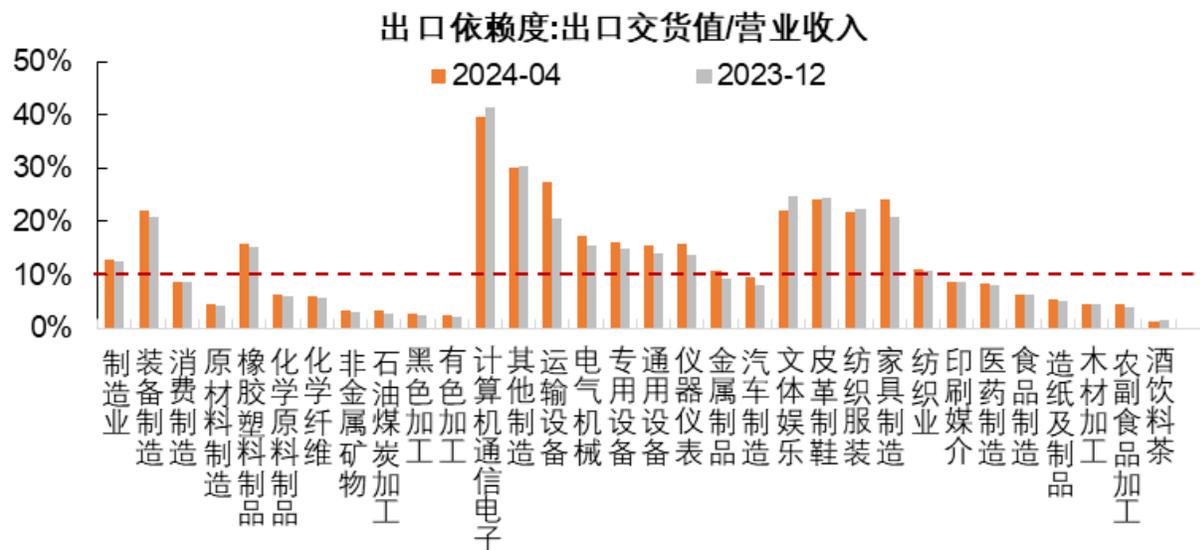
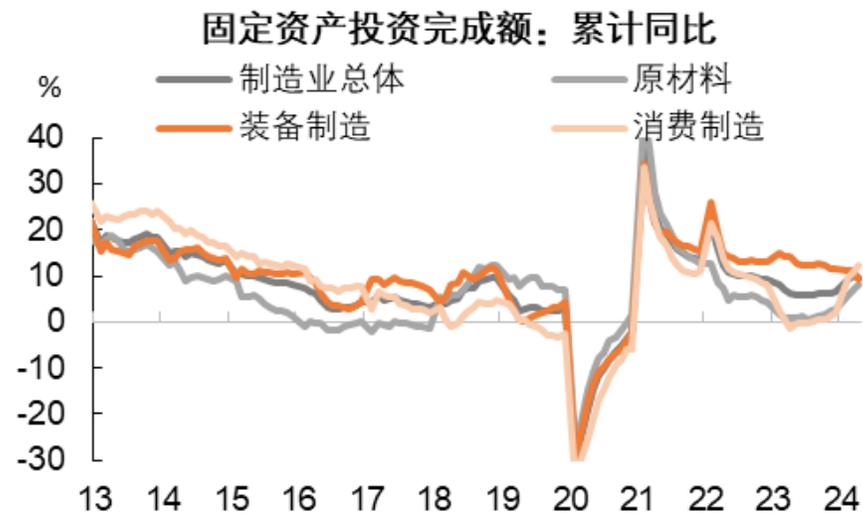
◎ 拜登对华关税进一步精准化

美国新301调查涉及的中国商品占美国进口比重



2.3 外部经贸环境的不确定性增强

- 外部经贸环境不确定性增强，可能动摇出口链持续向好的基础。
- 作为工业最重要的组成部分，我国装备制造业的出口依赖度较高，若其出口增速回落，生产、投资增长的持续性或面临考验。
 - 据国家统计局，2024年前4个月装备制造业占规上工业增加值比重达32.4%，对全部规上工业增长贡献率达48.7%。
 - 我们测算，2024年前4个月装备制造业对制造业投资总体的贡献约47%，低于2023年的80%。



2.4 重拾各方信心对稳定内循环至关重要

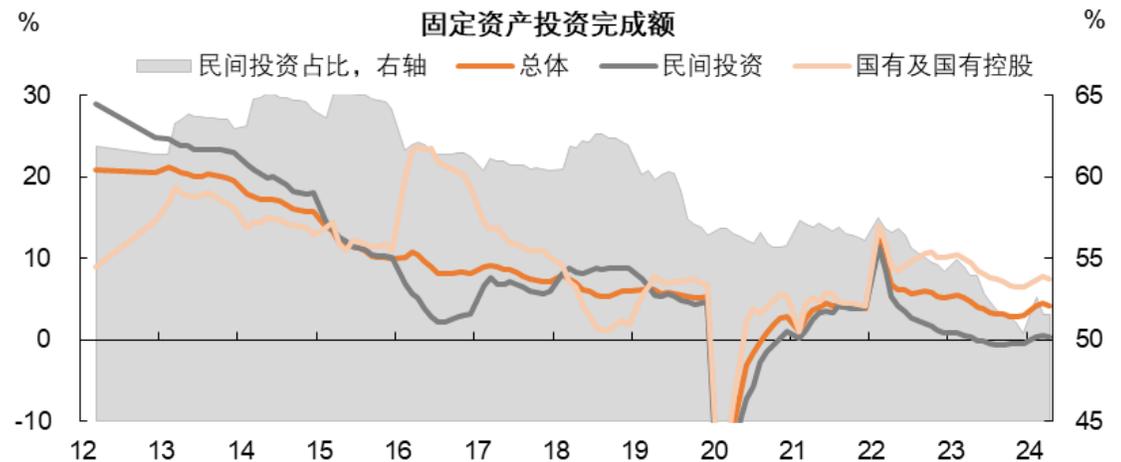
➤ 民间投资增速低迷。

- 民间投资在2023年5月至年末连续8个月同比负增，2024年前4个月累计同比增速为0.3%。
- 除房地产投资外，民间工业投资也有内生下行压力：民企盈利承压、产能利用不足，削弱了投资的必要性；同时，应收账款的较快增长，使民营企业负债压力被动提升。

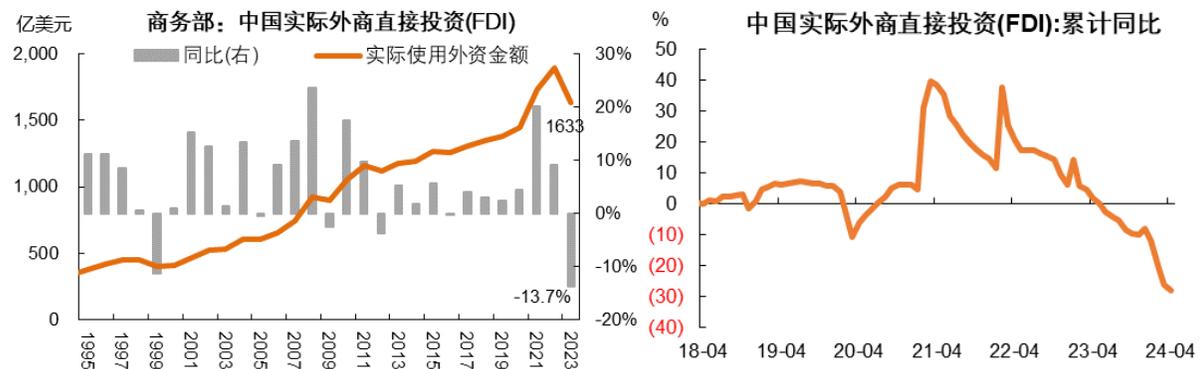
➤ 外商直接投资跌幅扩大。

- 2023年，中国外商直接投资实际使用金额（FDI）同比下降8%。2024年1-4月，商务部口径FDI实际使用金额3602亿元，同比下降27.9%，估算美元计价的FDI同比下降37.6%。

◎ 2022年以来，民间投资占比趋降



◎ 中国FDI累计同比跌幅扩大，4月处历史较低水平

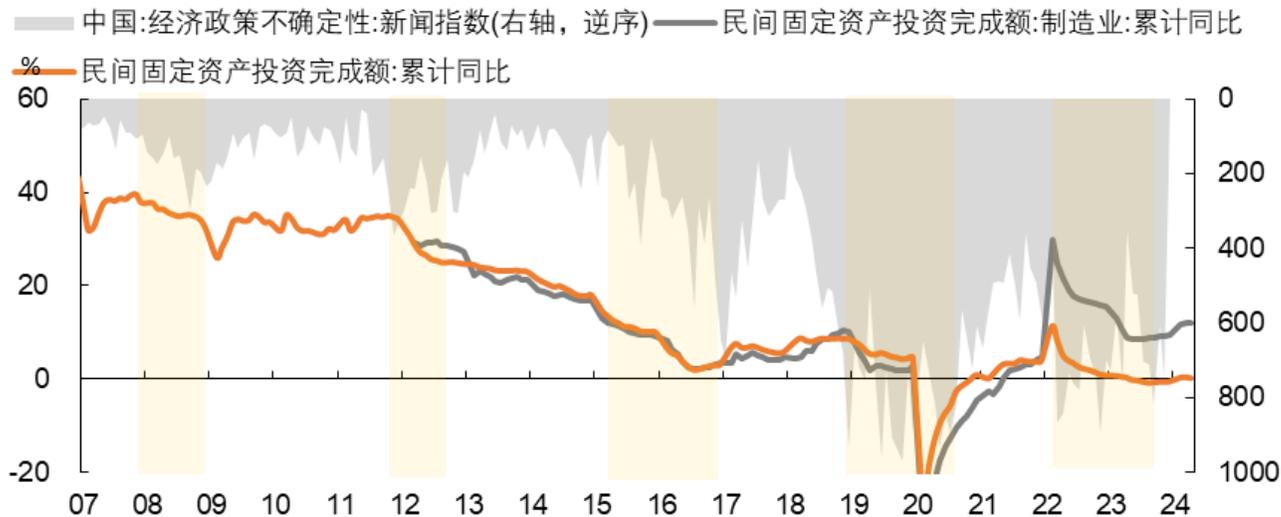


2.4 重拾各方信心对稳定内循环至关重要

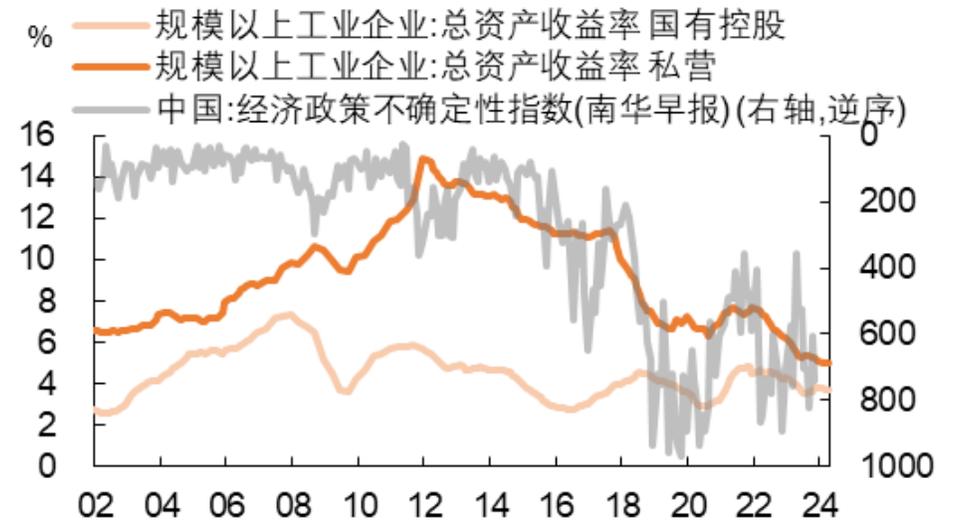
■ 民间投资的信心

- 本轮民间投资占比的峰值出现在**2022年初**。民间投资在固定资产投资中的占比在2021年末为**56.5%**，到2023年末降至**50.4%**，累计回落**6.1**个百分点。
- **私营企业更加关注政策不确定性**。国有企业所面临的经营环境相对稳定，而私营企业直面市场化竞争，往往担忧未来盈利的空间及其稳定性，因而更加关注经济政策不确定性的潜在影响。从历史数据看，基于南华早报编制的中国经济政策不确定性指数，与私营工业企业的ROA增速、民间投资增速均呈负向相关性。

◎ 制造业领域民间投资受经济政策不确定性的影响



◎ 经济政策不确定性对私营企业ROA存在影响



2.4 重拾各方信心对稳定内循环至关重要

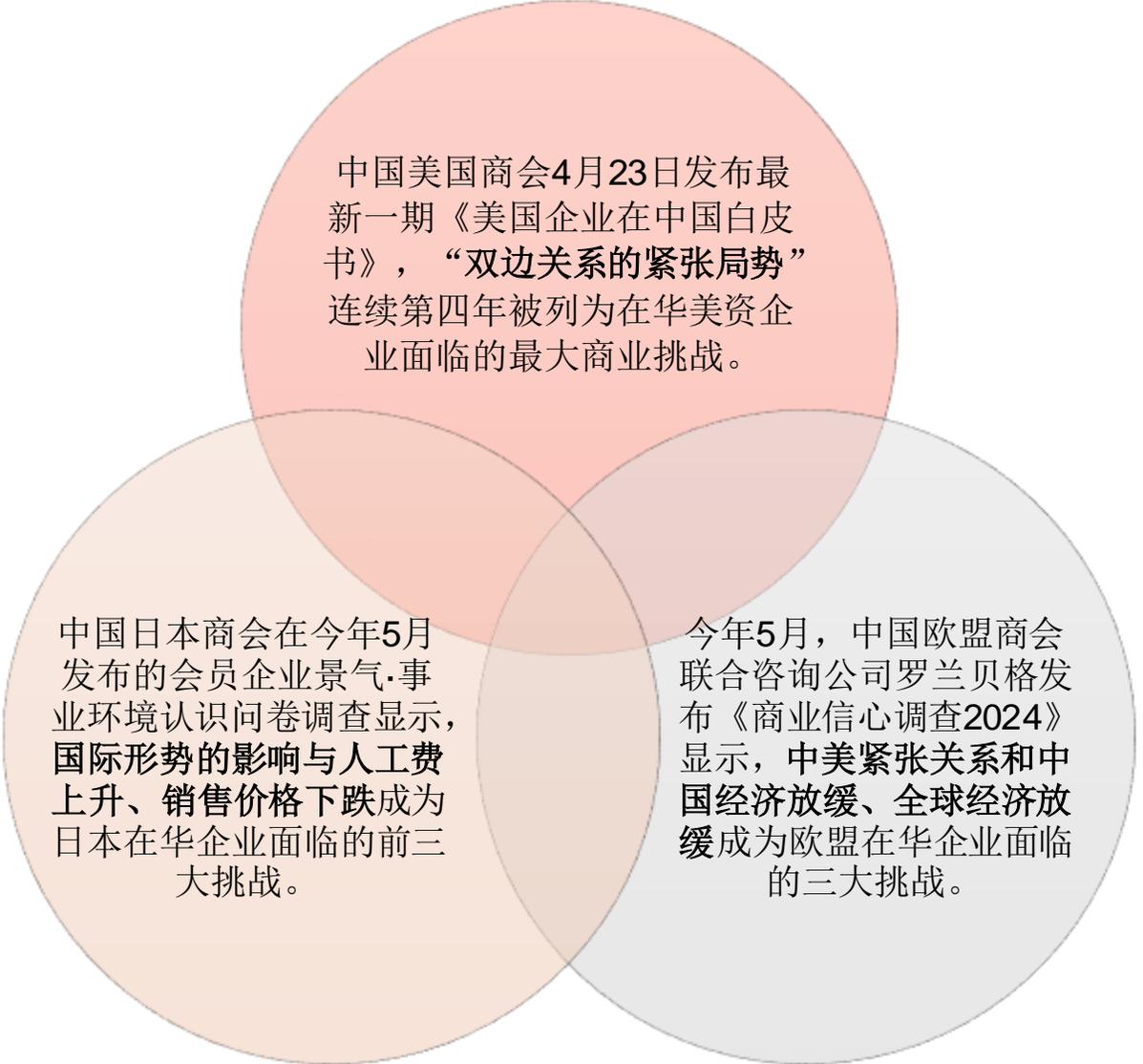
■ 外商投资的信心

➤ 中国绿地投资FDI回落。

- **2020-2022年**中国绿地投资FDI下滑压力高于全球。据UNCATAD，2020-2022年中国绿地投资FDI年均金额、项目数分别较2019年下降48%和51%，调整幅度高于全球。
- **2023年**压力有所缓解，但低于其他发展中经济体。2023年全球绿地投资项目数量减少6%，但发展中国经济体的项目增长10%，亚洲的项目增长17%，中国的项目增长8%。

➤ 中美紧张关系对在华外资企业的影响突出。

- 不仅是在华美国企业，中美关系的走向也在很大程度上影响了其他在华外资企业的考量和决策。



中国美国商会4月23日发布最新一期《美国企业在中国白皮书》，“双边关系的紧张局势”连续第四年被列为在华美资企业面临的**最大商业挑战**。

中国日本商会在今年5月发布的会员企业景气·事业环境认识问卷调查显示，**国际形势的影响与人工费上升、销售价格下跌**成为日本在华企业面临的**前三大挑战**。

今年5月，中国欧盟商会联合咨询公司罗兰贝格发布《商业信心调查2024》显示，**中美紧张关系和中国经济放缓、全球经济放缓**成为欧盟在华企业面临的**三大挑战**。

2.4 重拾各方信心对稳定内循环至关重要

- 中国欧盟商会主席彦辞表示，“在一些高科技行业，有的美国客户会提出不要在中国生产的要求，中国客户同样会有类似要求，从而对供应链带来影响”。
 - 据中国美国商会，考虑到中美贸易争端，有21%的企业表示计划推迟或取消在华投资计划；14%的会员企业调整了供应链，在中国境外采购零部件或者组装。
- 中国美国商会建议：
- 坚定实施经济领域的改革开放，允许外资企业与国内企业公平竞争。
 - 澄清中国的《国家安全法》如何适用于商业活动、合法的尽职调查需求、以及对供应链详细信息的需求。

◎ 欧盟企业应对中美贸易争端有五种方式

对一些大型企业而言，中国是关乎生存的市场，比如有的汽车公司将持续在中国进行投资，因为它们知道想要在这个市场取得成功，就必须走在前列；

有一些大公司，它们能够承担得起几个供应链来源，因此既保留在中国的活动，也在中国以外的地方生产；

大部分公司则处于观望状态，还未做出决定，这意味着中方有机会与这些公司合作解决问题，从而让更多公司留在中国；

第四种企业则采取了中国+1的策略，将供应链的一部分转移至越南、印尼或者马来西亚，从而避免在一些国家面对的关税问题；

还有一小部分公司因为所处行业太敏感而无法留在中国市场。

2.4 重拾各方信心对稳定内循环至关重要

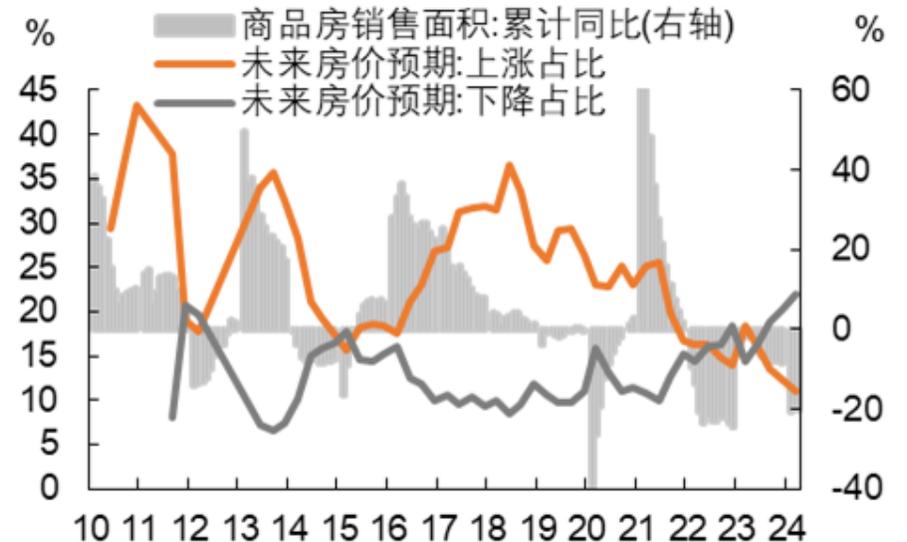
➤ 居民消费和购房信心

- 2022年以来，按揭贷款利率下行对房地产销售的影响有限。从中指置业调查结果看，除却担心房价下跌，居民还贷压力大、收入预期不稳定都是影响购房意愿的重要因素。
- 2024年4月，国家统计局公布的消费者信心指数继续处于100以下的收缩区间，住户贷款增速降至4.77%。
- 2024年一季度，央行城镇储户调查中，居民预期未来房价上涨的比例降至11%，为有统计以来最低点。

◎ 居民“加杠杆”意愿偏弱



◎ 居民对未来房价的预期偏弱





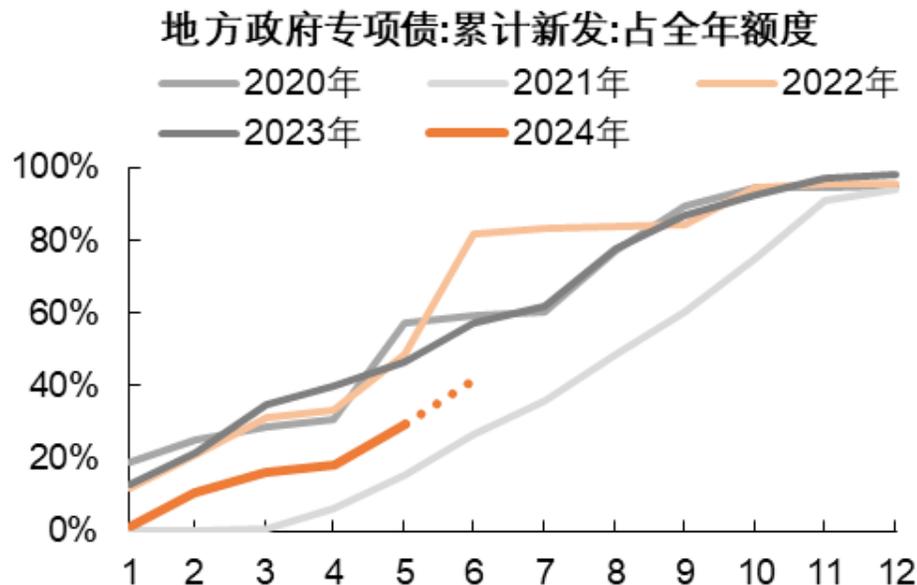
目录CONTENTS

- ① 上半年中国经济运行特点
- ② 中国经济量价收敛的路径
- ③ 下半年宏观政策徐徐将至
- ④ 中国资产追逐“确定性”

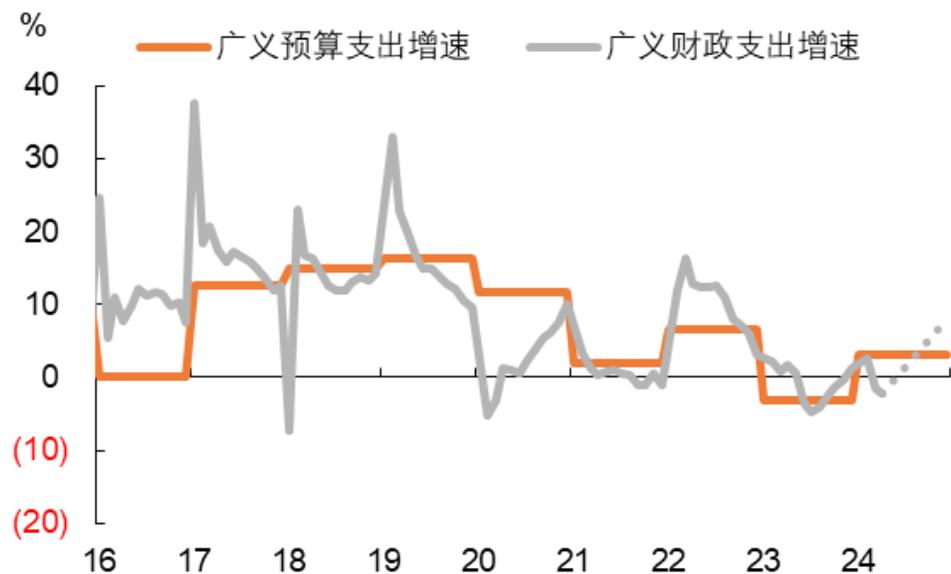
3.1 财政政策：下半年力度有望增强

- 4月底中央政治局会议提出“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，“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”。但从地方专项债发行进度来看，二季度财政发力依然偏慢。
- 1-4月广义财政支出增速仅-2.3%，要完成全年7.9%的广义预算支出增速，5-12月广义财政支出将达到12.4%，这意味着下半年财政在经济增长中的作用或将增强。

◎ 5月以来专项债发行进度有所加快



◎ 完成全年预算支出，5-12月广义财政支出同比增速需达到12.4%



3.1 财政政策：与化债的关系再平衡

■ 仍需关注作为财政发力堵点的收益自平衡项目储备和地方信用发动机放缓问题。

➤ 1、地方债务结构有必要从专项债向一般债转移。

- 2023年6月发布的《国务院关于2022年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出，20个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡，借此发行专项债券198.21亿元，5个地区将50.03亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域，47个地区违规挪用157.98亿元。由于前期满足收益自平衡要求的好项目已被逐步挖掘，满足专项债使用要求的项目逐步减少，严监管背景下导致今年上半年专项债发行进度难以提速。
- 目前，地方政府专项债存量达到26.08万亿，占地方债总量的62%；2024年地方专项债发行额度占地方债发行额度的84%。这在一定程度上约束了财政发力的节奏，可考虑适当提高一般债的发行额度，或适当放松专项债的项目收益平衡要求。

3.1 财政政策：与化债的关系再平衡

➤ 2、下半年特殊再融资债券发行规模仍有1.4万亿左右空间。

- 2023年，全国累计发行特殊再融资债券约1.39万亿，2024年以来，贵州、天津等地已重启特殊再融资债发行，前五个月累计发行0.11万亿。截至2023年12月，地方政府一般债和专项债的限额结存约1.43万亿。从城投债到期规模看，2024年到期与回售规模或将超过6万亿，地方政府隐性债务的偿还压力可能进一步加大，不排除下半年特殊再融资债加快的可能性。

➤ 3、重点省份化债方案或有松动。

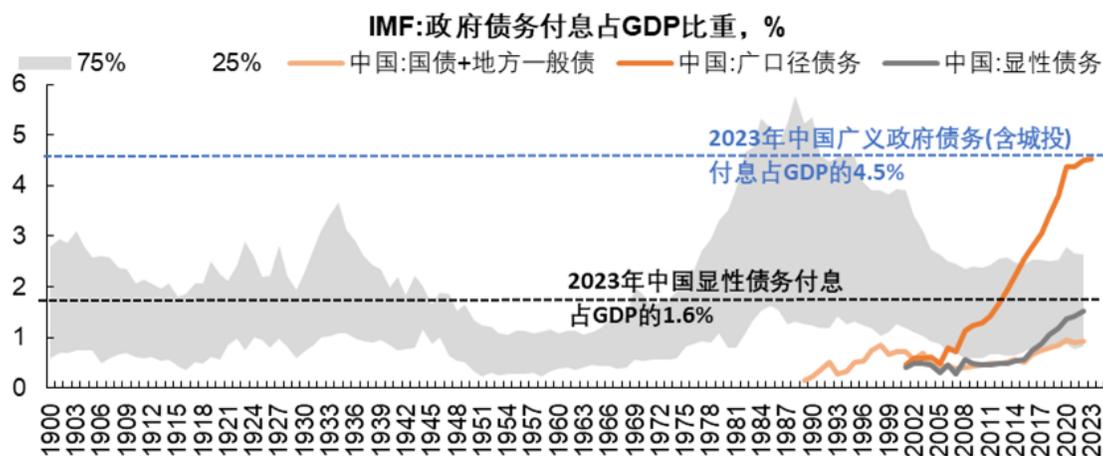
- 1月下旬，国务院印发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》的通知（国办发〔2023〕47号）。**47号文**指出，12个重点省份在地方债务风险降低至中低水平之前，严控新建政府投资项目，严格清理规范在建政府投资项目，以控制债务风险。**12个重点省市在全国基建投资中约占四分之一，我们估算，若2024年重点省份基建投资同比回落5%到10%，将拖累全国基建投资下滑1.3-2.5个百分点。**4月中央政治局会议提出“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”，可能与对地方化债方案的再审视有关。

3.2 货币政策：总量宽松的必要性增强

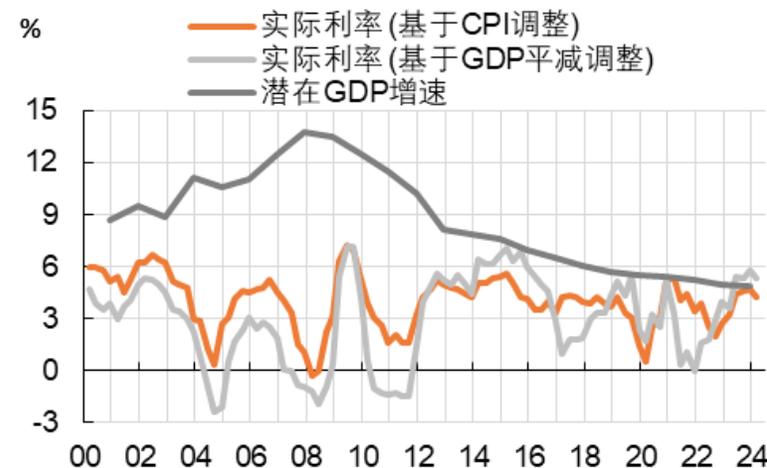
■ 4月中央政治局会议：“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”。

- ① 维持合理适度的实际利率水平。2024年一季度一般贷款利率降至4.27%的历史低位，但同期GDP平减指数为-1.1%，对应的实际利率或已超出当前中国潜在GDP增速，不利于内生融资需求充分释放。
- ② 配合政府债券发行提速、降低存量政府债券付息压力。
- ③ 激发私人部门活力。私人部门利息负担再度抬头，企业投资回报率持续下探，企业经营压力增大需要进一步降低融资成本。

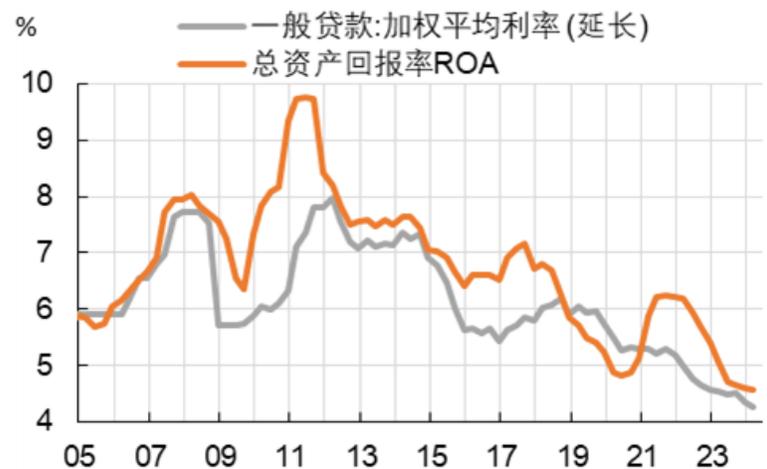
◎ 2023年，中国广义政府付息规模占GDP的4.5%



◎ 2024年一季度实际利率处于高位



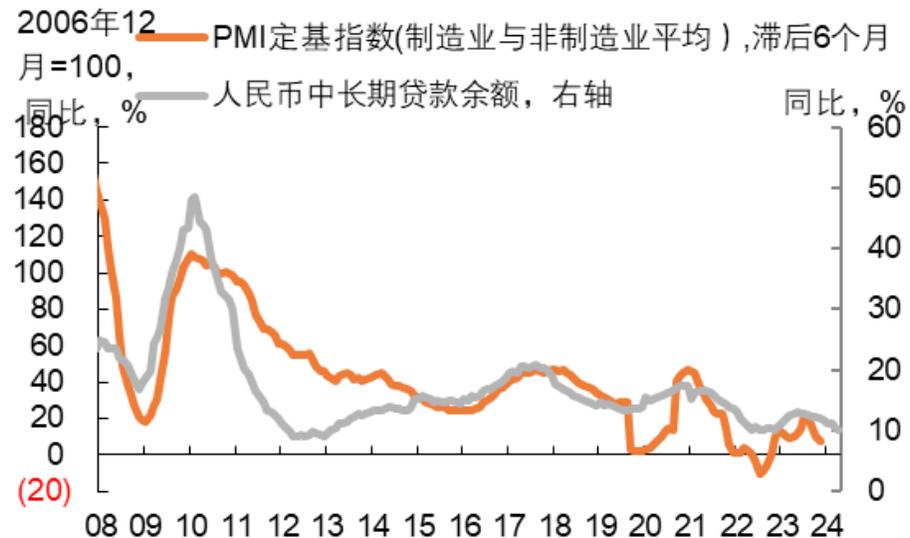
◎ 2024年一季度规上工业企业ROA创新低



3.2 货币政策：总量宽松的必要性增强

- 中长期贷款增长动能不足的负面影响不容小觑
- 中长期贷款的存量增速对经济增长有6个月左右的领先性，2023年6月中长期贷款增速开始进入下行周期，如果不能尽快促进其企稳回升，对于后续宏观经济景气度或将产生不利影响。
- 货币供应量的放缓也助推了低物价，M1的低增长往往与房地产销售放缓、企业利润不足和地方政府投资欠活跃有关，与经济增长动能“一体两面”。

◎ 中长期贷款对宏观经济有约6个月领先性



◎ 2024年5月M1和M2增速均降至低位

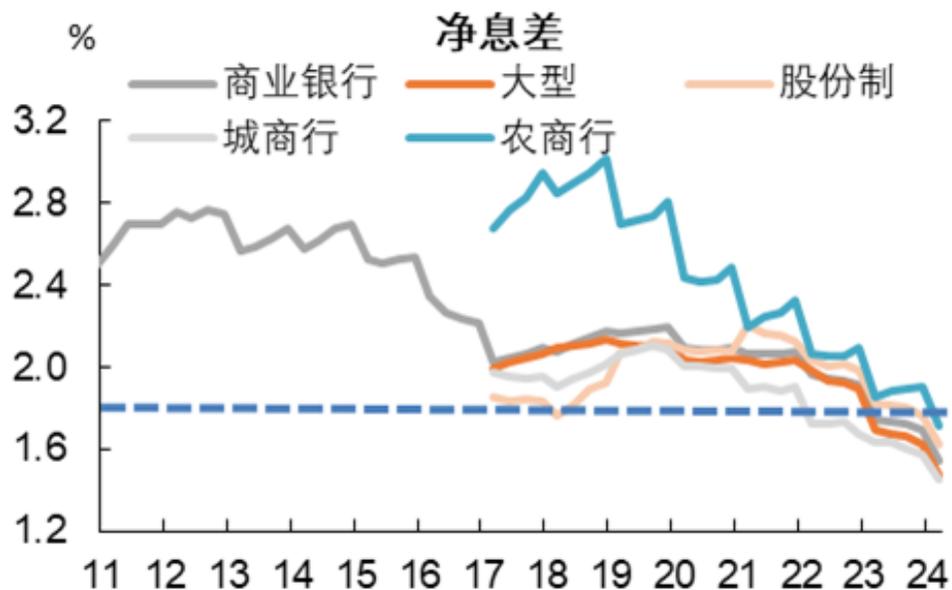


3.2 货币政策：两大掣肘

■ 一是银行净息差

- 一季度商业银行净息差进一步降至1.54%，已连续五个季度低于《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》划定的评分警戒线1.8%。去年以来，商业银行密集下调存款挂牌利率，缓解息差压力，4月央行禁止“手工补息”，进一步为降息提供了必要前提。

◎ 商业银行息差不断收窄，已突破警戒线



◎ 去年以来，商业银行密集下调存款挂牌利率

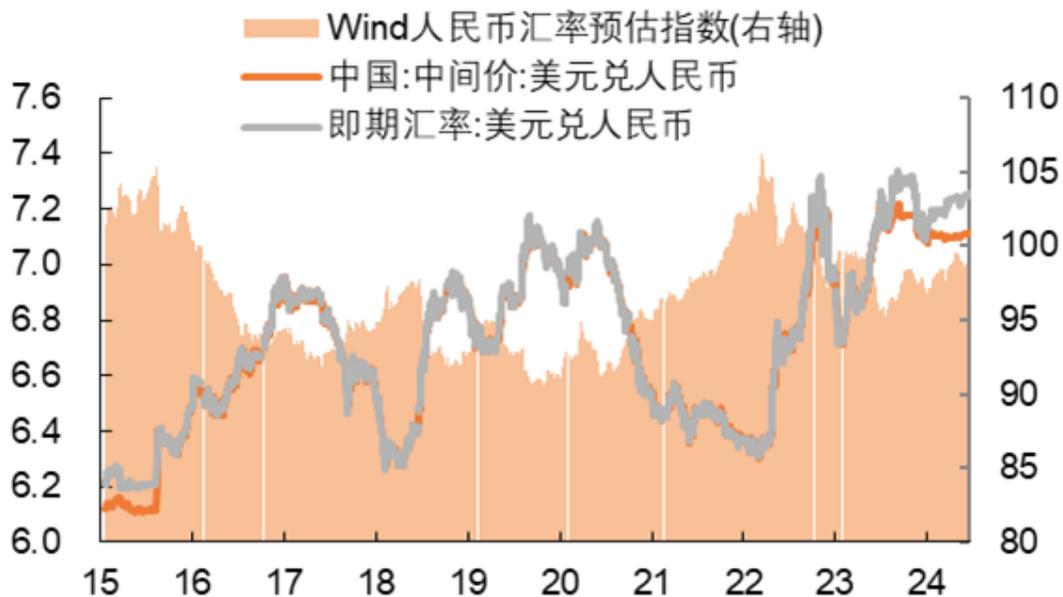


3.2 货币政策：两大掣肘

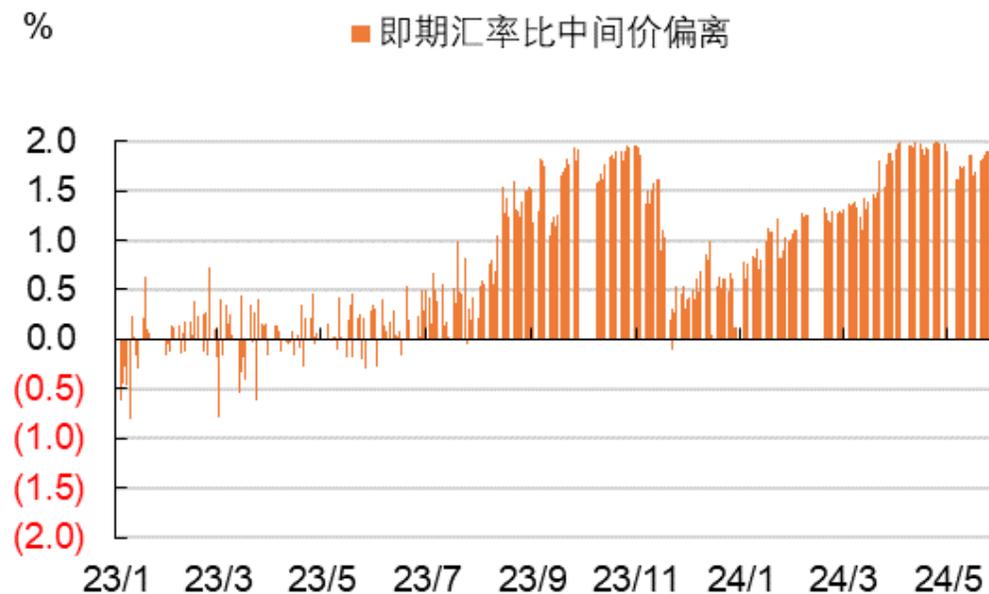
■ 二是汇率

- 2023年8月以来，美元兑人民币汇率中间价与即期汇率出现了显著的、持续的分离，2015年“811”汇改所确立的中间价定价模式发生了变化。2024年以来美元兑人民币中间价一直保持在7.1附近，使得7.25左右成为在岸人民币即期汇率的“硬约束”，反映了很强的调控取向。

◎ 2023年8月以来，人民币中间价与即期汇率走势分离



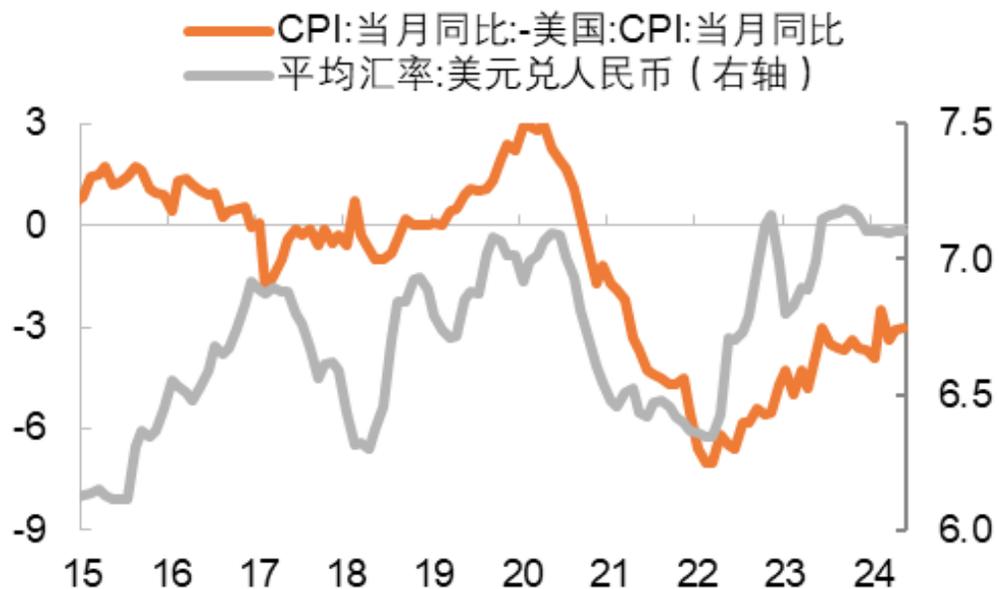
◎ 2023年8月以来，人民币即期汇率向2%波动上限靠近



3.2 货币政策：重心从汇率向利率过渡

- 随着国内低物价的延续，目前事实上形成了“高实际利率vs低实际汇率”的内紧外松式组合，货币政策在利率与汇率之间事实上更加偏重于稳汇率，而在促进国内物价水平回升中的作用亟待提升。随着美联储降息时点推后，逐步释放人民币中间价的弹性，有利于货币政策“以我为主”，提升宏观调控的主动性。

◎ 美中物价“高低差”收敛缓慢



◎ 人民币实际有效汇率显著低于名义有效汇率



3.3 财政政策与货币政策协同的进一步探索

■ 市场热议央行购买国债，如何看待潜在影响？

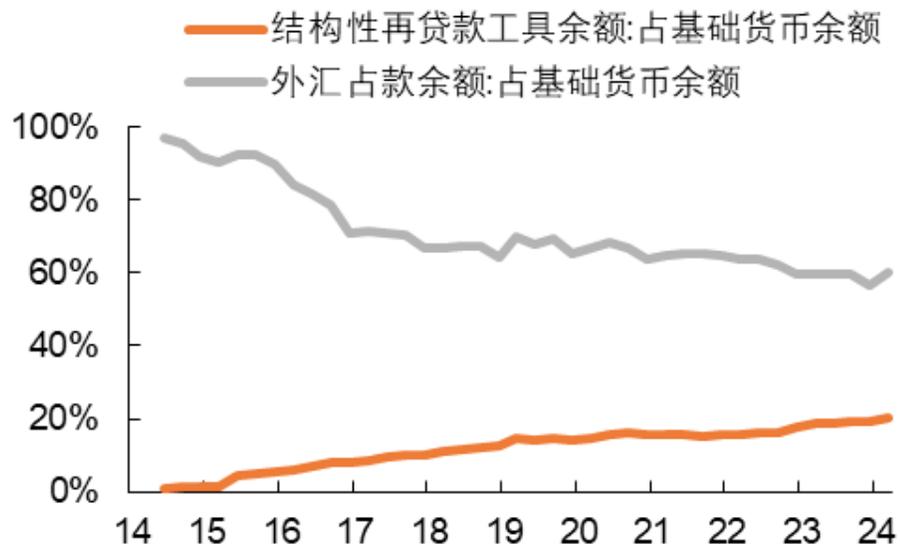
- 财政政策的规模扩张更为关键。若财政债务扩张总体力度不变，仅是改变发债方式，只会影响债券发行的价格、影响财政与央行之间的利益分配，在当前国债收益率偏低的背景下，对经济总需求的影响有限。
- 对债券及金融市场有潜在利好。相对于二级市场购买国债（通过商业银行准备金传导），一级市场购买国债（通过财政存款传导）更快，有助于稳定金融市场流动性，降低债务发行成本。
- 依托国债发行基础货币存在若干制度堵点。
 - 1) 我国国债发行的期限结构偏向中长期，短期国债占比不到30%，与美国的75%形成鲜明对照，而美联储国际金融危机前的公开市场操作以买卖6个月以内到期国债为主。
 - 2) 我国国债被广泛作为配置型资产，被用于质押式回购，市场流动性较低、市场深度有限，央行参与买卖国债对市场价格冲击可能较大。
 - 3) 国债免征利息税降低了国债流动性。鼓励国债的持有，不利于国债衍生品市场的深化发展和国债收益率曲线的健全完善。

3.3 财政政策与货币政策协同的进一步探索

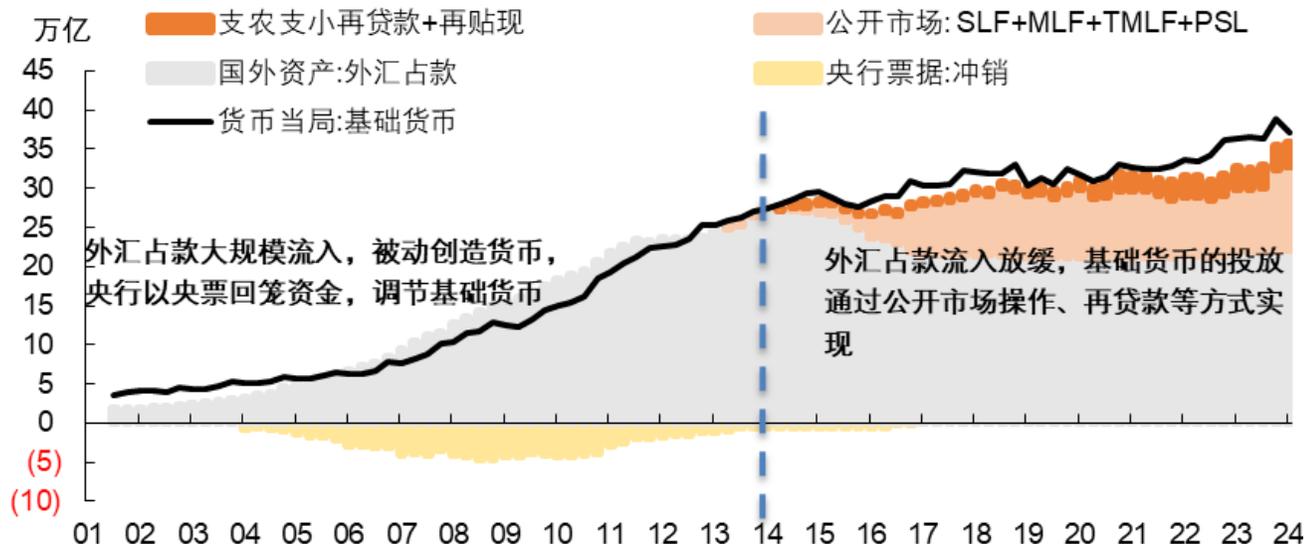
■ 市场热议央行购买国债，如何看待潜在影响？

- 可能减少对结构性货币政策工具的依赖。疫情后结构性货币政策工具在基础货币余额中的占比明显上升，2024年一季度超过20%，存在种类过多、碎片化的问题。若转为依托国债进行基础货币吞吐，更加灵活、主动、公平，对国债市场的深化发展和金融市场收益率曲线的构造大有裨益。

◎ 结构性货币政策工具在基础货币中占比超过20%



◎ 买卖国债或使基础货币投放方式再变化



3.3 财政政策与货币政策协同的进一步探索

➤ 近年新设的结构性货币政策工具对于信贷的支持力度逐渐减弱。

- 去年一季度至今年一季度分别为4465亿元、2659亿元、1587亿元、-1094亿元和-2317亿元。
- 前期设立的支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款等陆续到期。

◎ 结构性政策工具使用情况一览

单位 (亿元)	工具名称	额度	余额	额度使用	存续状态	变化图	单季变化: 21年Q4	单季变化: 22年Q1	单季变化: 22年Q2	单季变化: 22年Q3	单季变化: 22年Q4	单季变化: 23年Q1	单季变化: 23年Q2	单季变化: 23年Q3	单季变化: 23年Q4	单季变化: 24年Q1
结构性 工具: 常设	支农再贷款	8100	6650	82.1%	存续		220	194	243	183	417	-44	-302	333	571	88
	支小再贷款	18000	17000	94.4%	存续		2414	964	682	-134	308	160	-100	1424	896	0
	再贴现	7400	5991	81.0%	存续		61	344	-102	-696	134	478	-111	-661	640	71
	抵押补充贷款 PSL	/	33700	-	存续		-827	-654	-1160	278	5047	-237	-1395	-874	3500	1178
	投放金额 (对人民币信贷的直接贡献)							1868	848	-337	-369	5906	357	-1908	222	5607
结构性 工具: 专项	碳减排支持工具	8000	5140	64.3%	存续		855	531	441	642	628	897	536	568	312	-270
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	2641	88.0%	到期		27	198	132	221	233	554	1094	165	124	-107
	科技创新再贷款	4000	1548	38.7%	到期		-	-	-	800	1200	1200	-	256	-900	-1008
	普惠养老专项再贷款	400	18	4.5%	存续		-	-	-	4	3	3	3	3	2	-110
	交通物流专项再贷款	1000	206	20.6%	到期		-	-	-	103	139	112	80	17	-135	0
	设备更新改造专项再贷款	2000	1567	78.4%	到期		-	-	-	-	809	296	589	-22	-105	0
	民企债券融资支持工具II	500	0	0.0%	存续		-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
	保交楼贷款支持计划	2000	86	4.3%	存续		-	-	-	-	-	5	-	51	-	30
	房企纾困专项再贷款	800	209	26.1%	到期		-	-	-	-	-	-	-	-	-	209
	租赁住房贷款支持计划	1000	20	2.0%	存续		-	-	-	-	-	-	-	-	-	20
	投放金额							882	729	573	1770	3012	3067	2302	1038	-702
对人民币信贷的直接贡献							1452	1083	867	2731	4231	4465	2659	1587	-1094	-2317
再贷款工具余额占基础货币比例							15.6%	15.5%	16.1%	16.2%	17.9%	18.7%	18.8%	19.3%	19.4%	20.4%

3.4 房地产的政策力度有待提升

- 推动房地产去库存和促进房地产市场企稳，还有几个问题有待明晰：
 - 1、房地产“收储”所需的资金量级可能更大。假设各地按照二手住宅均价收储，目标是将库存去化周期拉回合理区间的上限，那么一年内需“收储”解决的住宅库存达到接近1600万平方米，对应所需收储资金为2.7万亿，如果假设收购价格在5月二手房均价基础上再打8折（5月百城二手住宅价格相比2022年2月的相对高点已下跌1成），所需资金也达到2.1万亿以上。如果将二手住宅挂牌量增加的问题考虑进来（会对新房销售构成挤压），所需资金规模将更大。

◎ 房地产收储所需资金估算

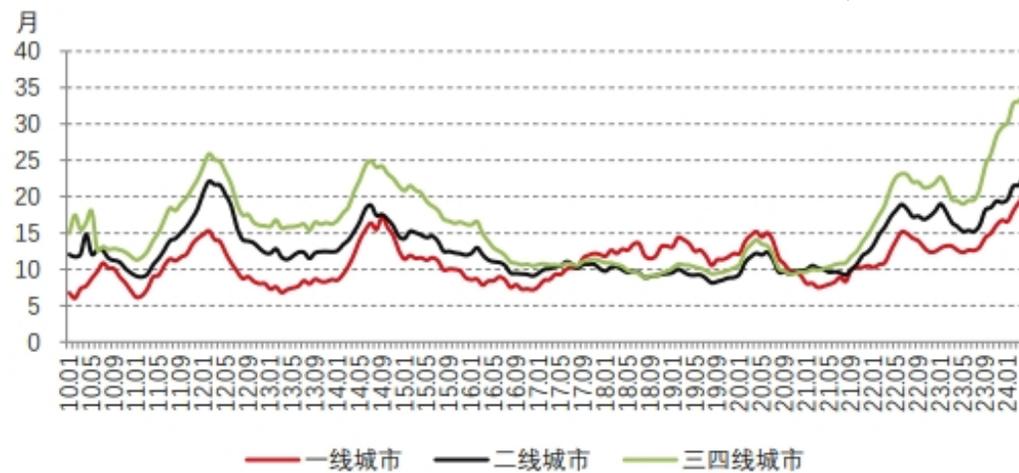
	新建商品住宅 库存(2024.3) (万平)	去化周期 (2024.3) (月)	合理去化周期 (月)	一年内每月需 收储解决的库 存(万平)	二手房均价 (万元) (2024.4)	一年内所需收 储资金(亿元)
全国	49916	25.3	14.0	-1592	1.4	-26753
一线城市	3586	19.2	12.2	-107	5.6	-7201
二线城市	24163	21.6	8.9	-1596	1.7	-32564
三四线城市	22167	33.1	10.2	-1504	0.9	-16238

3.4 房地产的政策力度有待提升

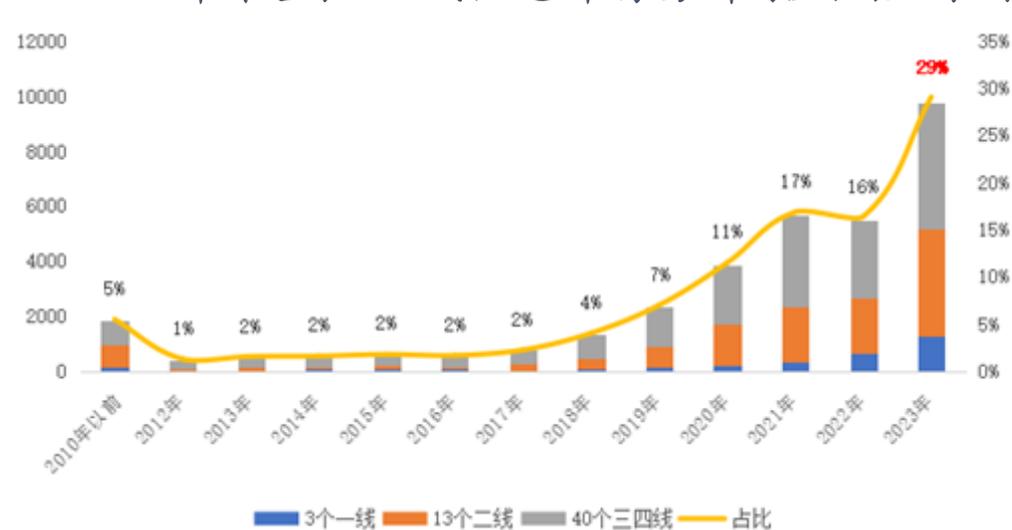
- **2、房地产库存的分布与保障性住房需求的分布存在差异。**
据CRIC统计，2024年3月按一、二、三四线城市分类，百城新建商品住宅存销比分别为 19.2、21.6 和 33.1 个月。若以各类城市 2019 年 12 月份去化周期为基准，即 12.2、8.9、和 10.2 个月，那么三类城市已偏离合理值分别为 7.0、12.7 和 22.9 个月。也就是说，三四线城市依靠“收储”解决问题的紧迫性最高、一线城市则最低。但从人口流入、产业支撑的角度，一、二线城市的保障性住房需求势必更大。这种错配也许会影响“去库存”政策的效果。
- 此外，高库存中不少为推盘时间已久的老旧库存。2023年末，重点56城库存中，2020年及之前的库存占比约38%，2018年及之前的库存占比约19%，库存积压并非一日之功。

资料来源：CRIC，易居研究院，平安证券研究所

◎ 全国 100 城新建商品住宅去化周期



◎ 2023年末重点56城住宅库存分布(按供应时间)



注：左轴单位为万平方米，右轴为当年库存占总库存的比例

3.4 房地产的政策力度有待提升

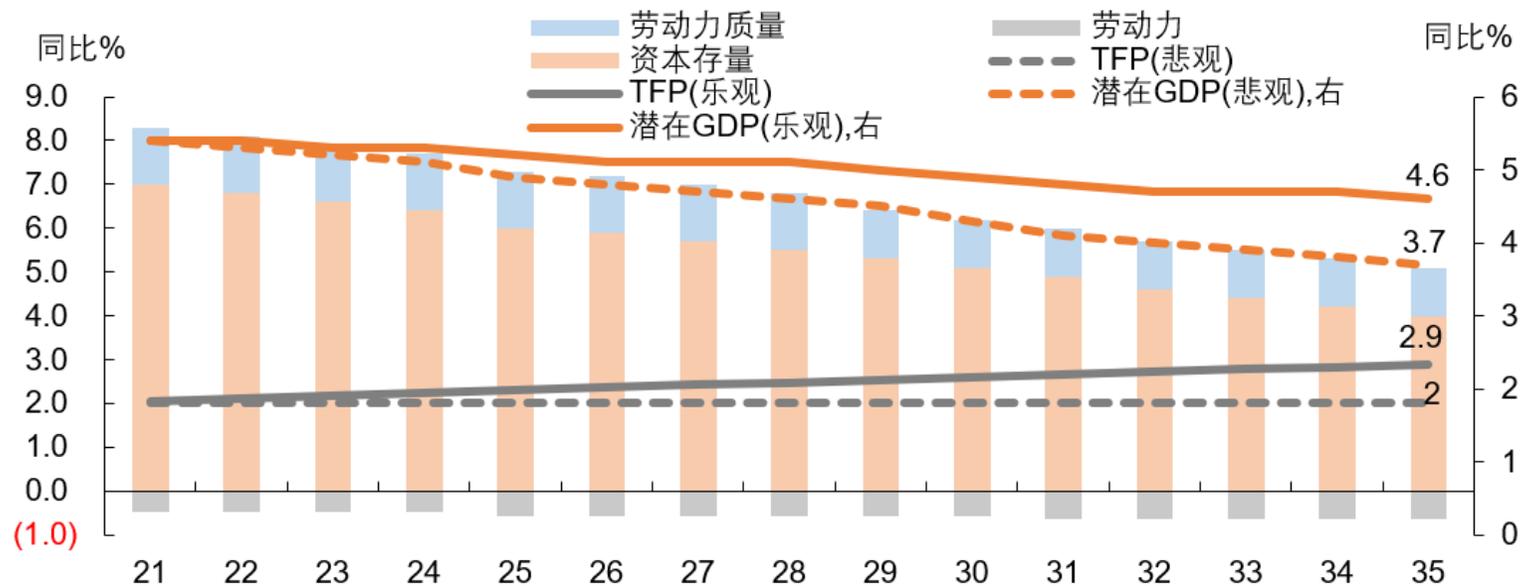
- **3、财政资金支持尤为必要，保障性住房项目收支如何平衡是个关键。**综合考虑运营成本、空置率及租金回报率，保障性住房的运营收入未必能够覆盖贷款利息成本。
 - 诸葛找房数据研究中心监测的重点50城2023年租金回报率约1.95%，假设商业银行以同期个人住房贷款利率（一季度为3.59%）提供资金，那么中间还需要财政提供1.74%的贴息。
 - 以此估算，财政每年需要贴息的资金仅470亿元，即可撬动2.7万亿的收储资金。
- 中国经济减轻对房地产依赖后，地方政府面临资金来源问题，中央政府加杠杆的必要性增强。央地财政关系的调整重塑需要放在新一轮财税体制改革的背景下来解决。

3.5 产业政策：“新质生产力”居首

■ 发展“新质生产力”。

- 乐观情形下（考虑技术能力跃迁），即使面临劳动力、资本等增速下滑趋势，全要素生产率提升或能确保我国潜在增速水平维持4.5%以上，继而实现2035年GDP水平较2020年翻一番的增长目标。

◎ 全要素生产率提升能确保2035年以前我国潜在增速水平维持4.5%以上

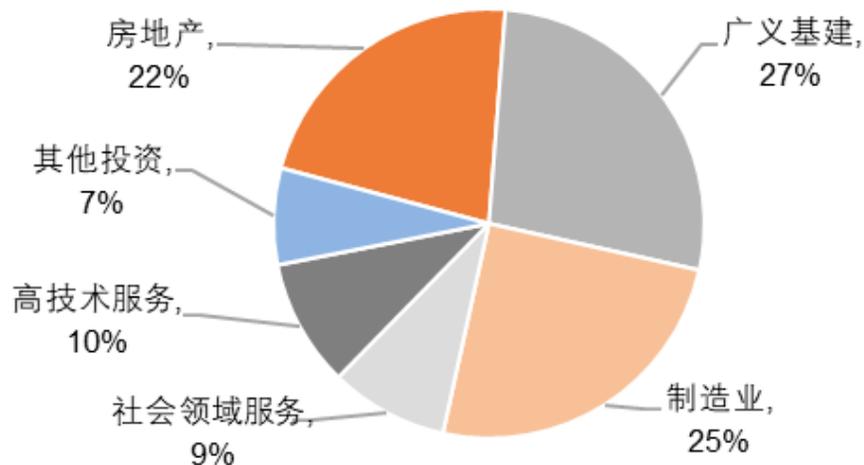


资料来源：《中国式现代化的增长前景和现实驱动——基于技术能力跃迁的视角》（魏婕等，2023），平安证券研究所

3.5 产业政策：“新质生产力”居首

- 新兴服务业已成为投资中的“第四极”。2023年，高技术服务业、社会领域服务业在固定资产投资中的占比均在9%左右，二者加总占投资总额的18.5%，仅较房地产的占比低3.6个百分点。
- 在一国制造业发展日趋成熟后，生产性服务业的结构和层级决定了制造业在攀升价值链高端过程中所能达到的高度和层次。

2023年固定资产投资构成:估算

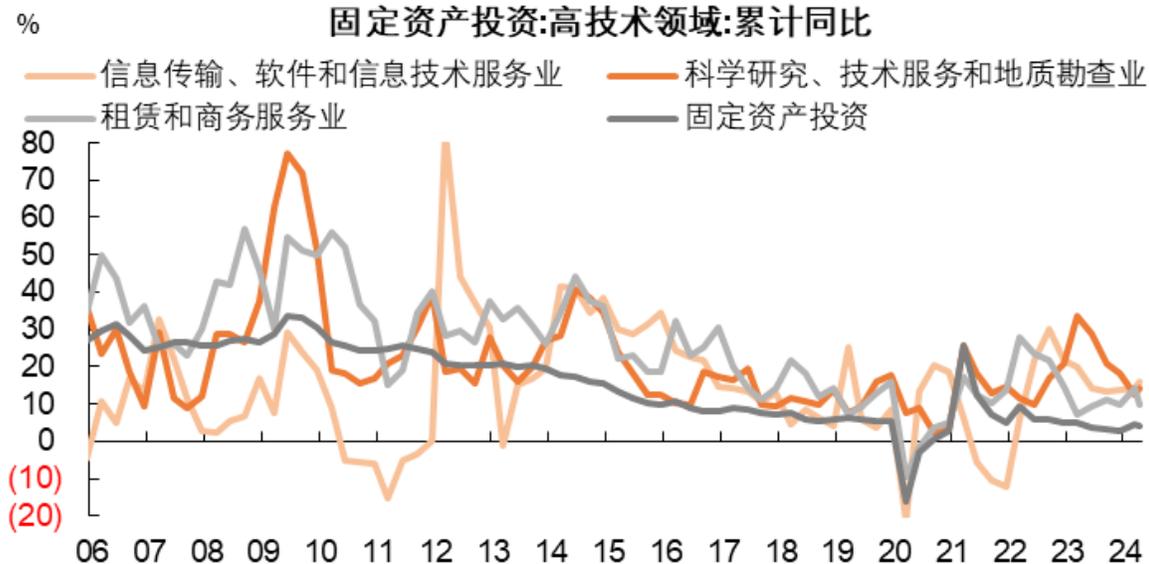


固定资产投资:分行业		占比:2023年 (估算)	占比:2017年 (实际值)	差值: 2023 年-2017年
制造业		25.0%	30.7%	-5.7%
房地产业		22.0%	22.1%	-0.1%
基建领域		27.3%	27.4%	-0.1%
	水利、环境和公共设施管理业	11.4%	13.0%	-1.6%
	交通运输、仓储和邮政业	9.8%	9.7%	0.1%
	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	6.1%	4.7%	1.4%
新兴服务业		18.5%	8.4%	10.0%
	教育	3.6%	1.8%	1.8%
	卫生和社会工作	2.9%	1.2%	1.7%
	文化、体育和娱乐业	2.5%	1.4%	1.1%
	租赁和商务服务业	4.9%	2.1%	2.8%
	科学研究、技术服务和地质勘查业	2.5%	0.9%	1.6%
	信息传输、软件和信息技术服务业	2.1%	1.1%	1.0%
其他行业		7.3%	11.4%	-4.1%
	农、林、牧、渔业	2.0%	3.9%	-1.9%
	批发和零售业	1.6%	2.6%	-1.0%
	住宿和餐饮业	1.3%	1.0%	0.3%
	采矿业	1.1%	1.5%	-0.4%
	公共管理、社会保障和社会组织	0.5%	1.3%	-0.7%
	居民服务、修理和其他服务业	0.5%	0.4%	0.1%
	建筑业	0.1%	0.6%	-0.4%
	金融业	0.2%	0.2%	0.0%

3.5 产业政策：“新质生产力”居首

- 2013年以来，高技术服务业投资一直保持着两位数增速。高技术服务业主要对应于信息传输软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，科学研究技术服务和地质勘查业。
- 高技术服务业投资强劲，与制造业发展“相辅相成”，融合程度不断加深。一方面，制造业企业可以开设或者收购研发服务企业，增强R&D投入，向微笑曲线的前段渗透。2023年，上市制造业企业研发支出已超过1.2万亿，在营业收入中的占比约4.35%，成为高技术服务业增长的重要带动力量。另一方面，服务业企业可发挥设计、渠道、创意等方面的优势，通过委托制造、品牌授权等方式反向发展制造。

◎ 高技术服务业投资持续快速增长



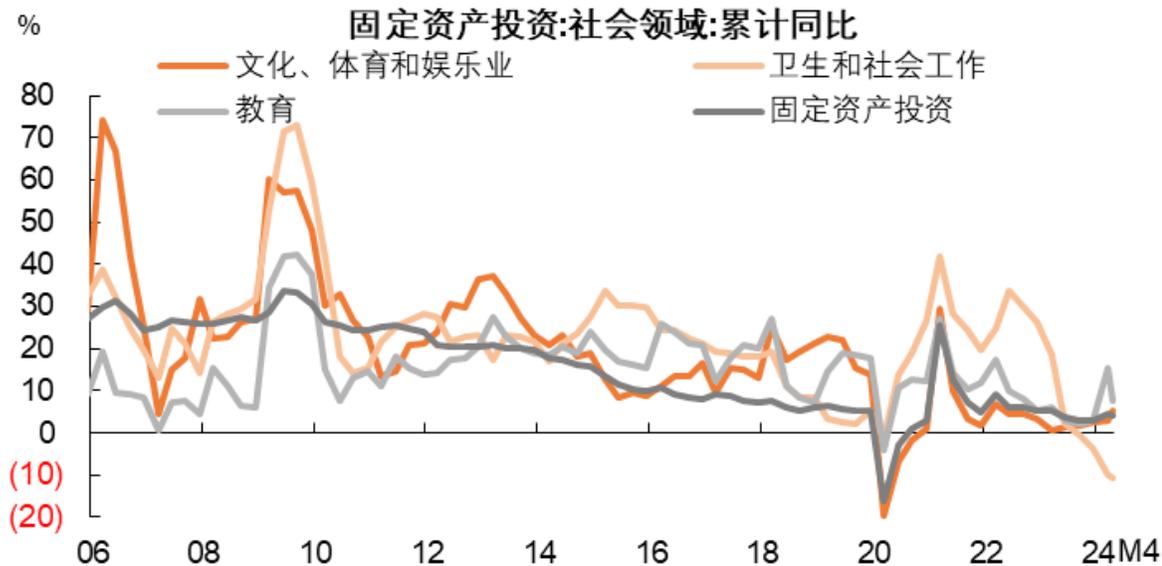
◎ 我国代表性服务业企业与制造业的融合

案例	简介
京东京造	依托京东大数据，从用户需求驱动具体策略，服务平台连接厂商和消费者
网易严选	建立“柔性供应链”，利用大数据，帮助制造商更快速、灵活地感知市场
小米有品	更好地充当用户需求和供应链生产之间“翻译官”
淘宝心选	继淘宝、天猫、天猫超市之后，阿里又一个新的 2C 电商业务
企鹅优品	产品定位为“帮助 C 端用户发现好货”的内容导购平台
苏宁极物	利用中国先进轻工业的剩余产能，通过压缩供应链降低成本，以 C2M 形式生产销售

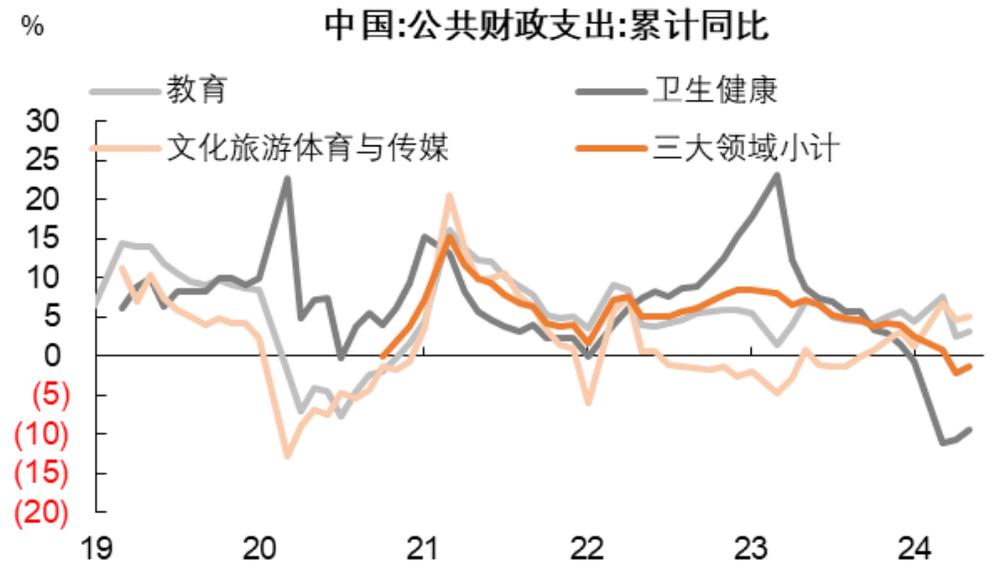
3.5 产业政策：“新质生产力”居首

- 社会领域投资关系民生领域“补短板”，近五年复合平均增速在**10%以上**。社会领域投资主要包括3大类，即教育、卫生和社会工作、文化体育和娱乐业投资，三者**在2018至2022年的年均复合增速分别达10.8%、16.9%和8.0%**。不过，**2023年以来公共财政投入减少**，社会领域投资呈现**减速特征**。
- 下半年随着财政政策力度的提升，社会领域投资有望得到提振。

◎ 近年来社会领域投资增速高于总体



◎ 2023年以来公共财政投向教育卫生等领域支出减速



3.5 产业政策：“新质生产力”居首

➤ 新设的科技创新和技术改造再贷款为高技术制造业的增长蓄力。

1. 资金支持比例60%，存在杠杆效应。

2. 参考备选企业名单和项目清单投放，与科技创新再贷款的模式相同，有助于调动银行贷款投放的积极性。

3. 无国家财政贴息支持，但贷款条件自主决策，银行决策空间更大。对企业而言，条件不如设备更新改造再贷款，企业积极性未必高。

➤ 若2024年末科技创新和技术改造再贷款投放8成，将撬动贷款6000-7000亿元，拉动制造业中长期贷款增速的约5个百分点。

◎ 结构性再贷款工具对比

名称	碳减排支持工具	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新再贷款	设备更新改造专项再贷款	科技创新和技术改造再贷款
设立时间	2021年11月	2021年11月	2022年4月	2022年9月	2024年4月
设立额度	8000亿元	2000亿元+1000亿元	2000亿元+2000亿元	2000亿元以上	5000亿元
1年期利率	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
资金支持比例	60%	100%	60%	100%	60%
展期规定	期限1年 可展期2次	期限1年 可展期2次	期限1年 可展期2次	期限1年 可展期2次	期限1年 可展期2次
银行贷款利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	按照市场化原则发放	财政贴息，不高于3.2%	按照市场化原则发放
发放对象	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21家全国性金融机构	21家全国性金融机构	21家全国性金融机构
支持领域	清洁能源、节能减排、碳减排技术	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	科技创新企业	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目
支持范围			“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业。	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造。	向处于初创期、成长期的科技型中小企业，以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目提供信贷支持。
管理机制			按照科技部、工业和信息化部现行标准认定，并由科技部、工业和信息化部通过国家科技创新创业数据平台、国家产融合作平台等渠道向金融机构推送	名单制管理。发展改革委委托推进有效投资重要项目协调机制，会同各地方、中央有关部门和中央企业形成分领域备选项目清单。	金融机构根据企业申请，参考行业主管部门提供的备选企业名单和项目清单，按照风险自担的原则，自主决策是否发放贷款及发放贷款条件。

3.5 产业政策：“新质生产力”居首

- 据2024年政府工作报告，“从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元”





目录CONTENTS

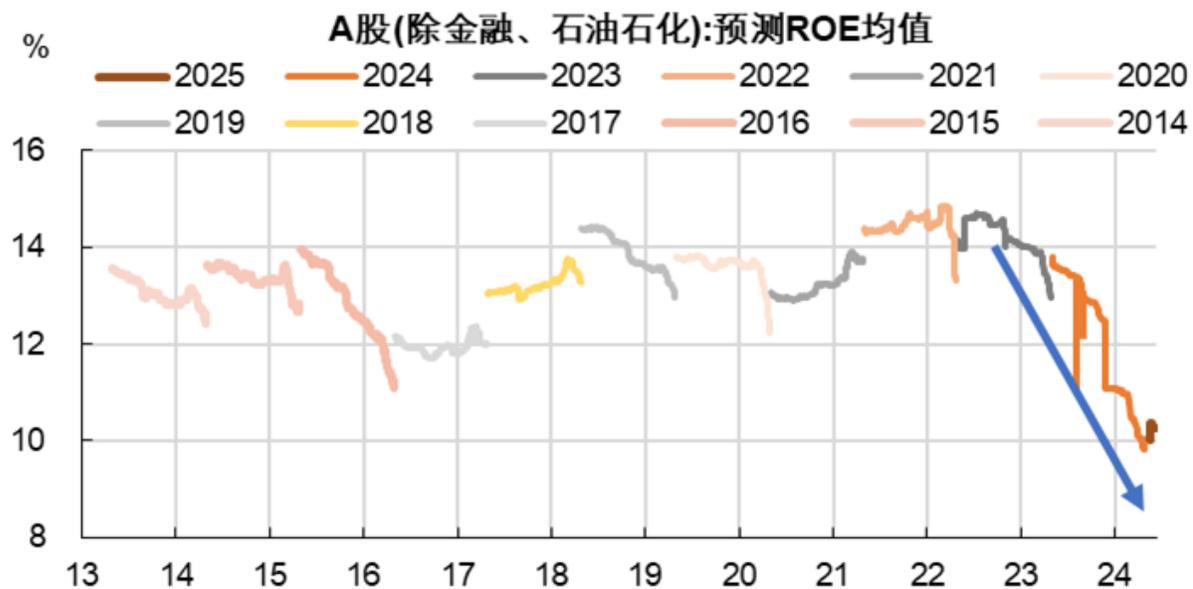
- ① 上半年中国经济运行特点
- ② 中国经济量价收敛的路径
- ③ 下半年宏观政策徐徐将至
- ④ 中国资产追逐“确定性”

4.1 A股：把握主线

■ 盈利下修，政策托底，“国九条”提振信心

- 盈利下修是前期A股市场表现低迷的重要原因。2023年年报和2024年一季度业绩不佳，A股盈利底尚未出现。截至6月17日，分析师对全部A股2024年ROE的预测值为7.8%，较去年同期下调5.7个百分点。
- 政策托底救市，阻断负向循环，稳定市场信心。据中证报估算，2024年一季度，中央汇金申购或买入规模前五大ETF累计金额超3000亿元；截至一季度末，中央汇金持有五只ETF的总规模突破4100亿元。

◎ A股预期ROE连续两年大幅下修



◎ 2024年一季度中央汇金增持ETF份额

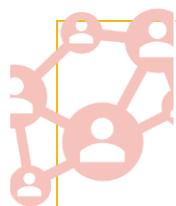
	中央汇金增持份额	估算中央汇金增持规模
华泰柏瑞沪深300ETF	263.56亿份	888.62亿元
易方达沪深300ETF	457.06亿份	750.31亿元
华夏上证50ETF	158.67亿份	374.81亿元
嘉实沪深300ETF	156.04亿份	543.26亿元
华夏沪深300ETF	169.93亿份	581.63亿元

4.1 A股：把握主线

- 日前，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。新“国九条”旨在治理市场“乱象”，解决上市公司融资抽血有余、分红回馈不足的问题，着力提振投资者信心。以产能过剩视角看，“国九条”有助于抑制内卷，防止产业内部过度竞争导致的资源浪费和效率下降。

■ 量价收敛对资产价格的启示

- 上游资源“稀缺性”显现。节能减碳要求下，上游资源品原材料产能有望率先供给出清。而中下游行业以价换量，对资源品需求不改。
- 中下游成本抬升、毛利压缩，需寻求竞争格局优化的细分“出清”行业。



优化IPO及退市规则

- 抑制盲目投融资行为，减少资本市场对非理性扩张的支持，促进市场资源向优质企业集中。



鼓励合理利润分配

- 促使企业更加重视股东回报，合理规划利润分配策略，避免企业过度扩张带来的风险。



促进产业并购整合

- 利用规模经济优势，减少行业内同质化竞争，提升整体产业效率和竞争力。



差异化分红政策

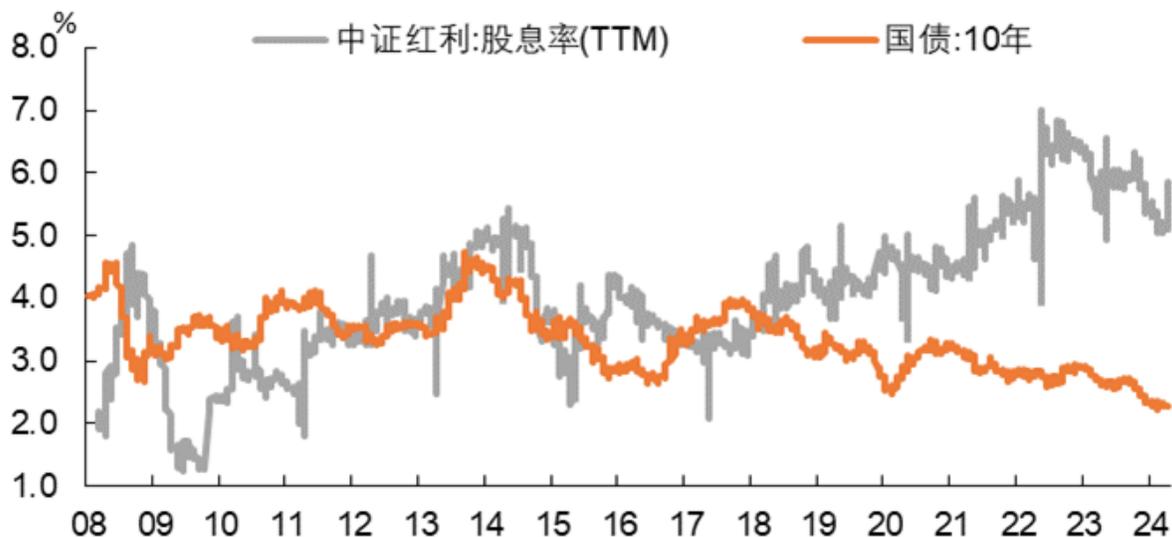
- 对于研发投入达到既定目标的企业，即使短期分红不足，也应考虑其长期发展潜力，给予“ST”豁免等激励措施。

4.1 A股：把握主线

■ 红利逻辑坚挺

➤ 红利指数股息率相对国债收益率具备较强吸引力。

- 截至6月14日，中证红利指数股息率约5.8%，较十年国债收益率高360bp左右。
- 保险配置资金大规模入场。为缓解新会计准则（《企业会计准则解释第17号》）下资本市场波动对利润表的影响，保险公司普遍调整股票资产的配置策略，增加配置高股息资产并计入FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益），以获取分红为主要目标。
- 潜在的高股息标的也值得关注。“国九条”出台后，或有更多企业注重投资者回报，提升分红比例。



4.2 中债：静待变局

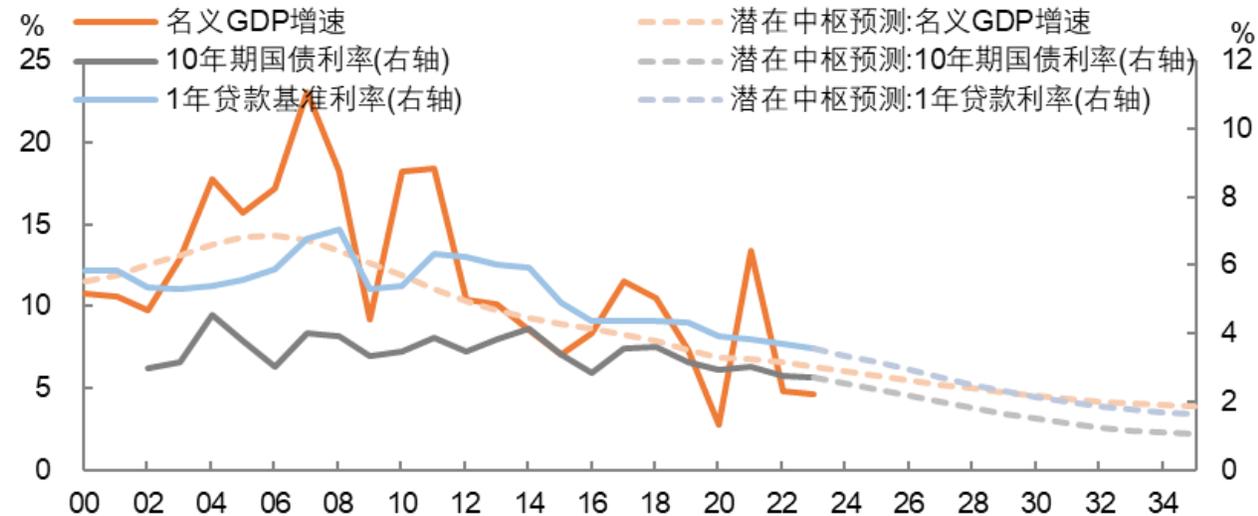
■ 存款利率是定价“锚”

- 2022年以来，存款利率市场化不断深入。存款利率能够反映银行资金成本的边际变化，对于居民资产配置行为产生深远影响，从而与其他金融产品的收益率产生连动。**2024年全年来看，存款挂牌利率的下调仍可期待，可能进一步推动长端国债收益率的下降。**
- 中国或将告别“高利率”时代。1) 人口负增长及老龄化难题；2) 投资过剩背景下，中国资本边际回报率正逐步回落；3) 从货币政策决策的角度看，低利率是“低通胀、低增长、高债务”下的现实选择。

◎ MLF利率与存款挂牌利率同是利率债的“定价锚”



◎ 潜在增速下移、物价增速低迷和货币宽松预期为利率向下突破提供坚实逻辑

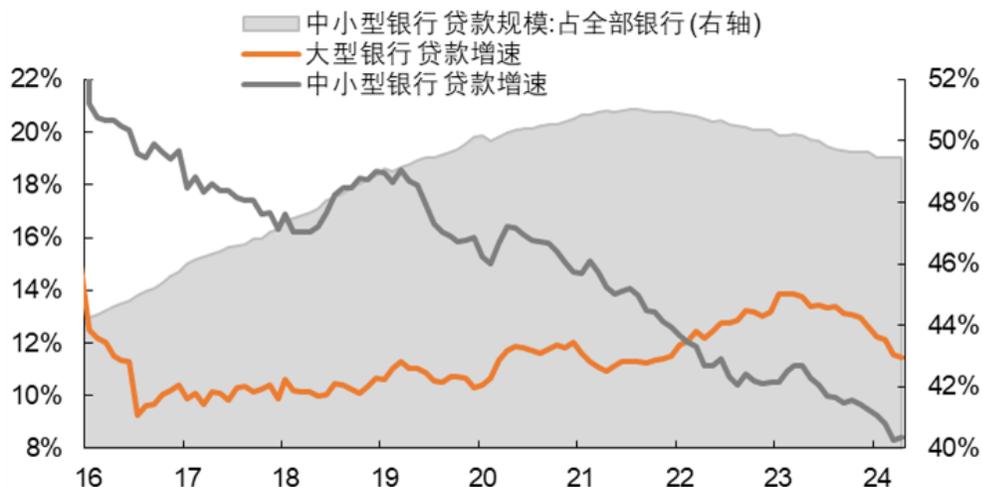


4.2 中债：静待变局

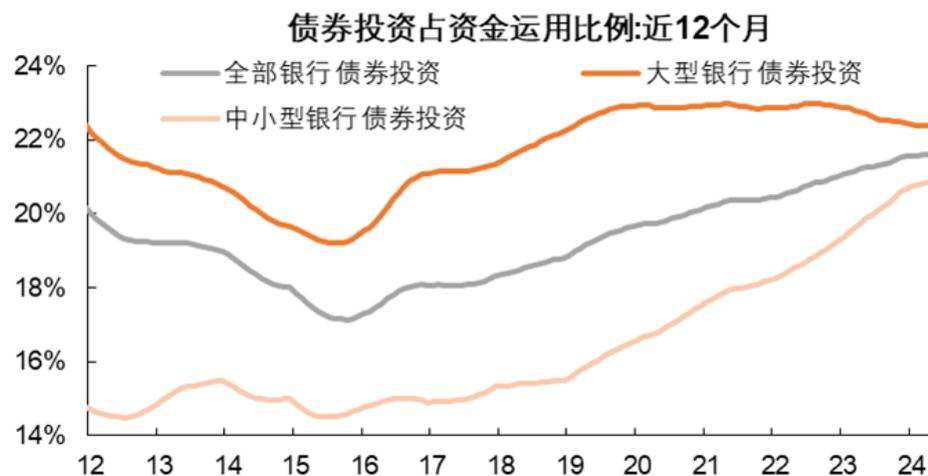
■ 配置力量 vs 央行喊话

- 2024年以来，债券市场“资产荒”再现，农商行、银行理财、保险等各路资金均是重要买入力量。
- “资产荒”最重要的推手是，居民和民营企业追求“确定性”收益。无论是加大配置存款，还是低风险的理财、基金等金融产品，均形成债市“强需求”。
- 央行多次喊话，制约利率向下突破。以其内容和时点推测，当下央行眼中10年国债合意水平或在2.3%左右，30年国债在2.5%以上。

◎ 2022年以来，大型银行贷款增速高于中小银行



◎ 中小银行持续增加债券资产配置



4.2 中债：静待变局

■ 如何打破当前窄幅震荡格局？

- 若财政货币政策密切配合，政府债供给压力的临近将伴随着央行“降息”，我们倾向于认为，国债利率仍有进一步回落的空间。

猜想一：央行降息或存款利率调降落定

- 4月中央政治局会议提及“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，确认了货币政策降准降息的大方向。
- 节奏上可能考虑汇率约束。4月10日以来，美联储降息预期修正带动美元走强，造成新兴市场货币普遍承压，而人民币对美元贬值幅度在主要货币中最小的。

猜想二：政府债供给压力来临

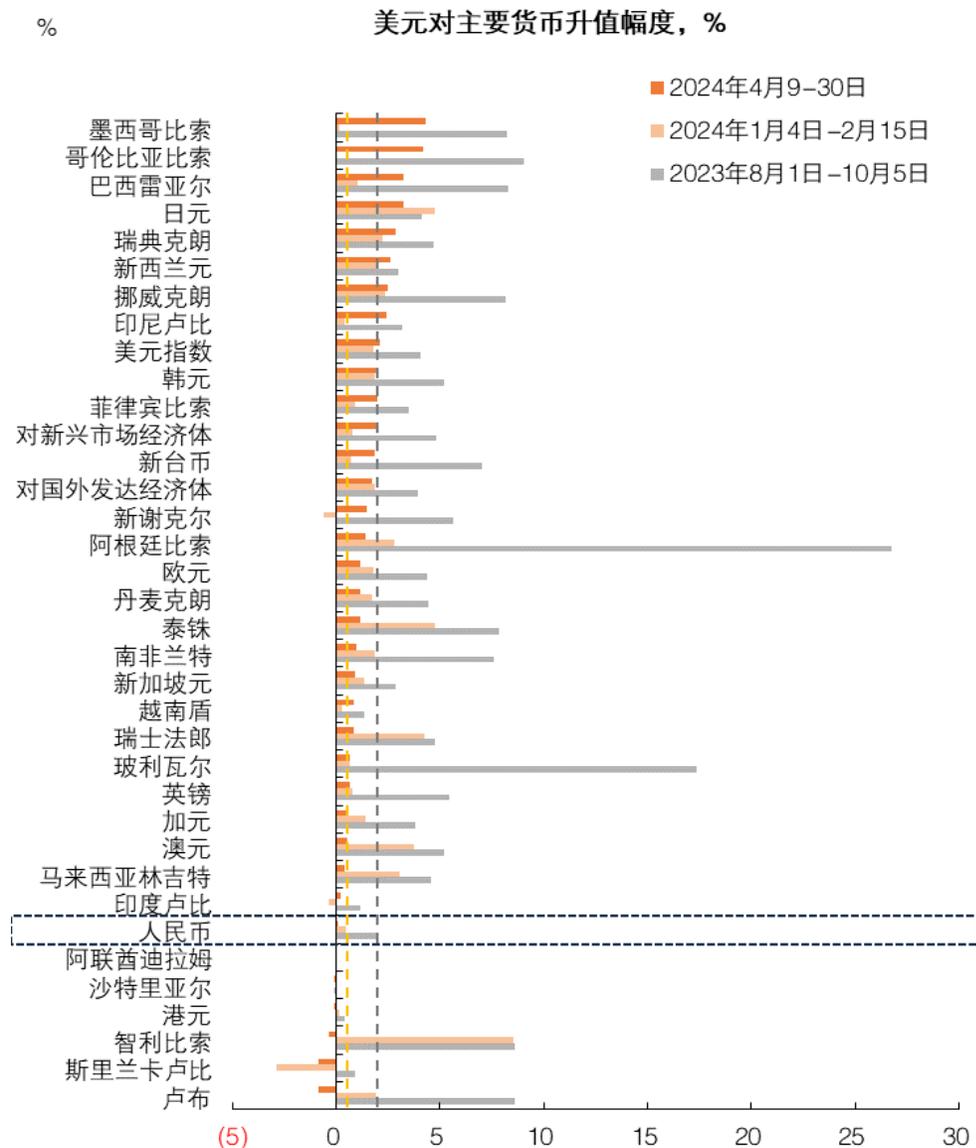
- 2024年新增地方政府专项债券3.9万亿元，国债4.34万亿，共8.24万亿，今年5月份全国政府债券合计净融资约1.3万亿元，6-12月剩余6.94万亿（去年6-12月6.76万亿元）。
- 根据国债和地方债发行情况，今年5月份全国政府债券合计发行约1.9万亿元，其中净融资约1.3万亿元，这处于近几年单月净融资额的较高水平。

猜想三：房地产行业超预期变化

- 4月中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。“5·17”新政以来，按揭贷款利率及首付比例降低，沪广深优化房地产政策。
- 若房地产销售提前企稳，或市场进一步走弱倒逼出政策“大招”，债券市场或有超预期调整。

4.3 人民币汇率：适当释放弹性

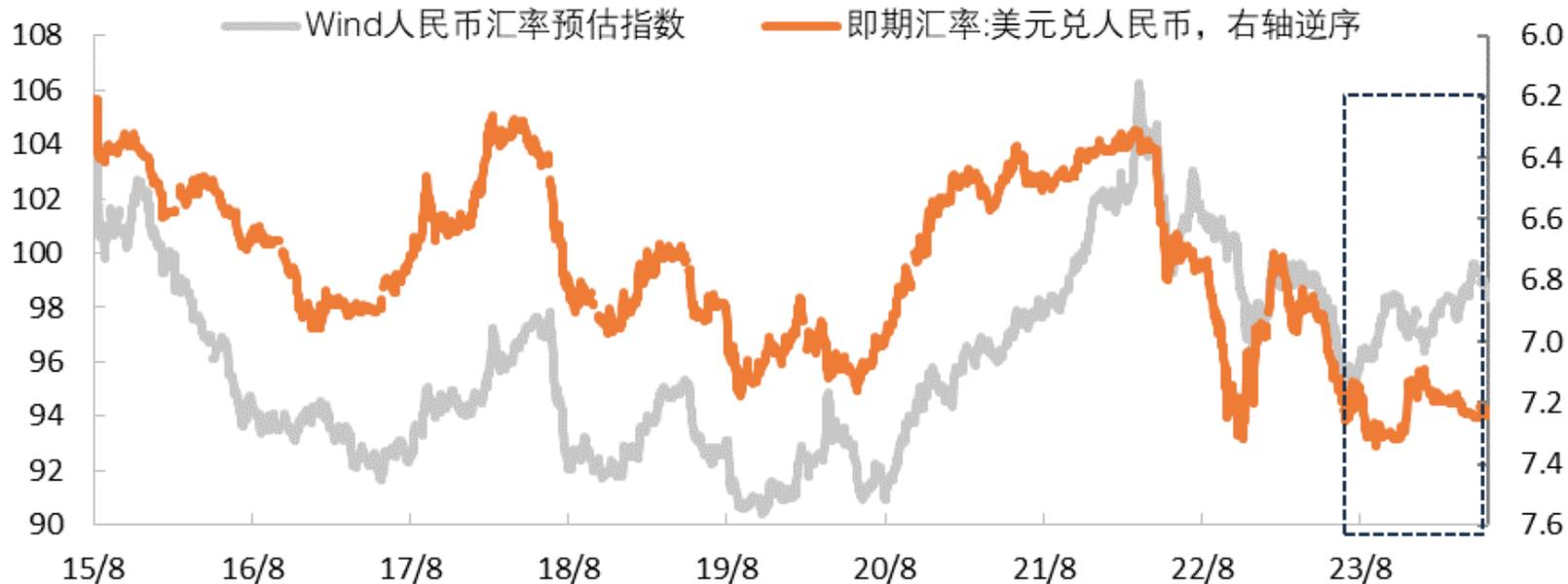
- 最近几波美元升值过程中，人民币贬值幅度均较小。
- 1) 2023年8-10月，随着市场逐步定价美联储继续加息和更晚降息，美元指数升值约4%，但对人民币仅升值2%。
- 2) 2024年4月9日公布的美国2月CPI数据再超预期，市场对全年降息次数的预期从2.6次迅速下调至1.6次，带动美元指数急升2%，新兴市场货币出现急贬，而同期，美元兑人民币汇率仅略升0.1%。



4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 2023年8月以来，人民币对一篮子货币汇率与人民币兑美元汇率从同向变动转为反向变动，人民币对美元汇率在历史低位波动，而人民币对一篮子货币汇率趋势性走升。从而，人民币有条件适当释放贬值弹性。

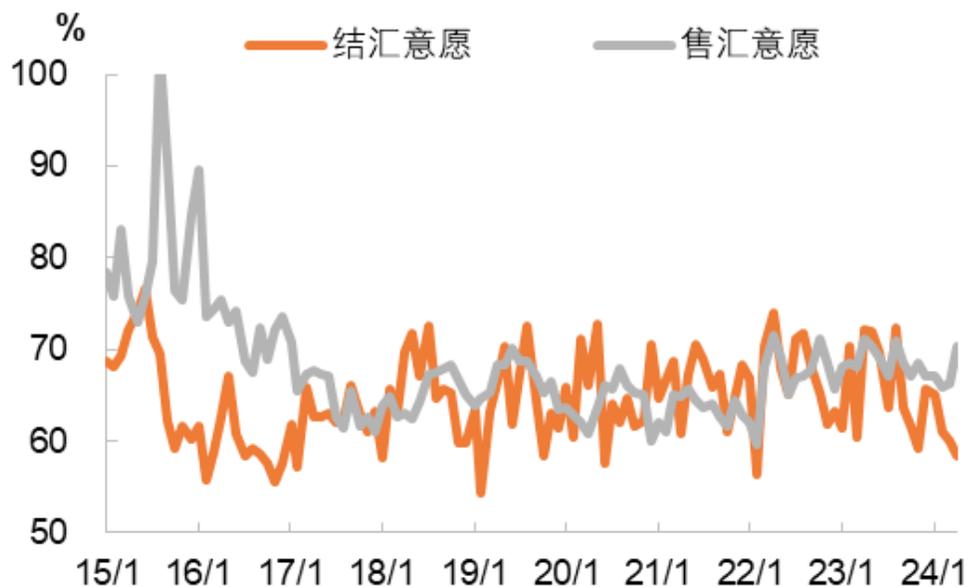
◎ 人民币兑美元vs兑一篮子货币汇率从同向变动转为反向变动



4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 从跨境资本流动情况来看，汇率调控的增强反而导致贬值预期的积聚，人民币内在贬值压力不小。
- 1) 企业和居民的持汇意愿增强，4月结汇意愿下降到58.4%、售汇意愿抬升至70.4%，二者裂口显著拉大，在2015-2016年人民币贬值压力较大时也是如此。
- 2) 外资企业利润汇出加快，今年3、4月份收益和经常转移出现了超季节性的更大逆差，这一资本外流压力随着分红季的来临还将进一步加大。

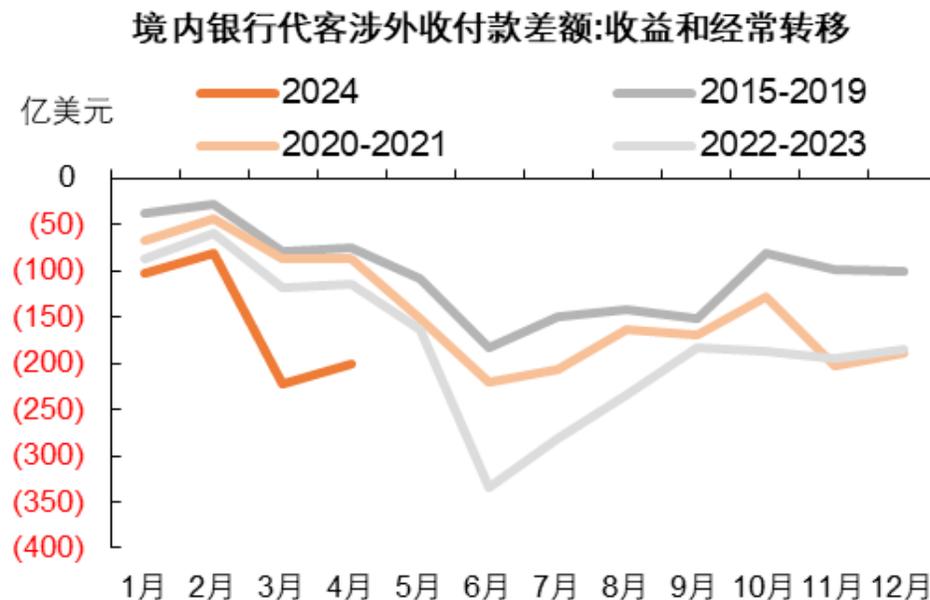
◎ 2023年9月以来结汇意愿与售汇意愿差距拉大



结汇意愿 = 银行境内银行代客涉外收入 (非人民币) / 银行代客结汇;

资料来源: Wind, 平安证券研究所 售汇意愿 = 银行境内银行代客对外付款 (非人民币) / 银行代客售汇

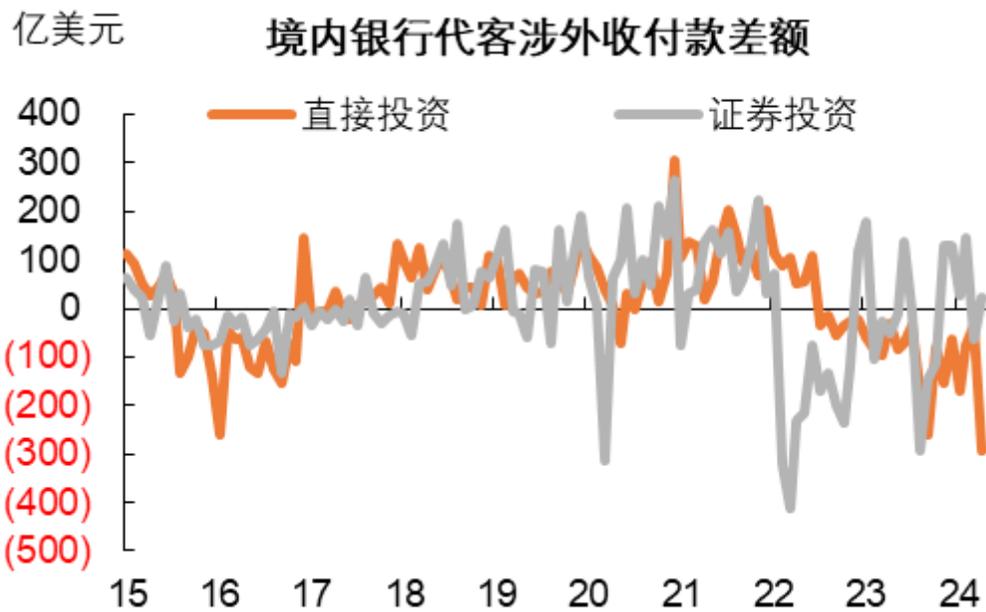
◎ 收益和经常转移项目逆差存在季节性规律



4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 3) 外商直接投资收缩和对外直接投资扩张，以人民币计价的外商直接投资累计增速去年6月开始转负，今年1-4月降至-27.9%；而1-3月非金融类对外直接投资增速为8.4%。

◎ 资本与金融项目逆差主要由直接投资贡献



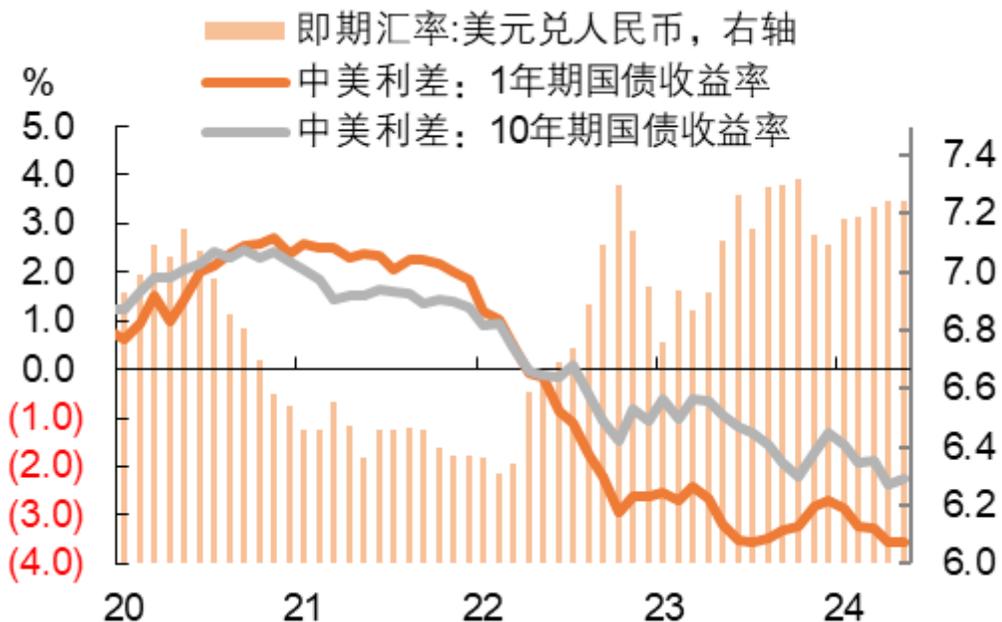
◎ FDI 收缩与ODI 扩张形成反差



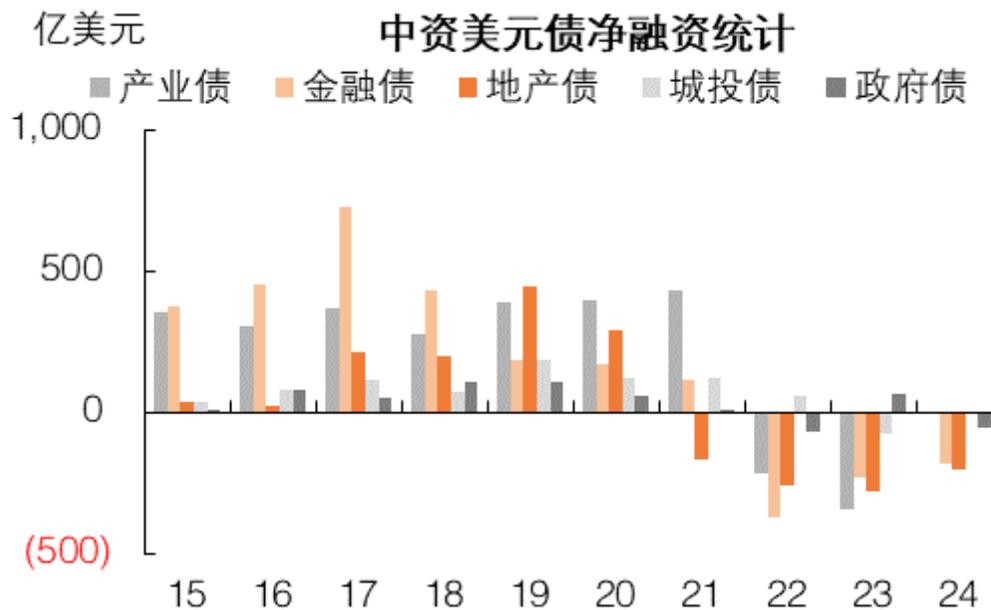
4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 4) 中美利差深度倒挂下的美元债融资减少。一方面，企业有提前偿还美元债务的诉求，另一方面，以房企为代表的美元债务融资需求下滑。

◎ 2023年5月以来中美利差倒挂程度进一步加深



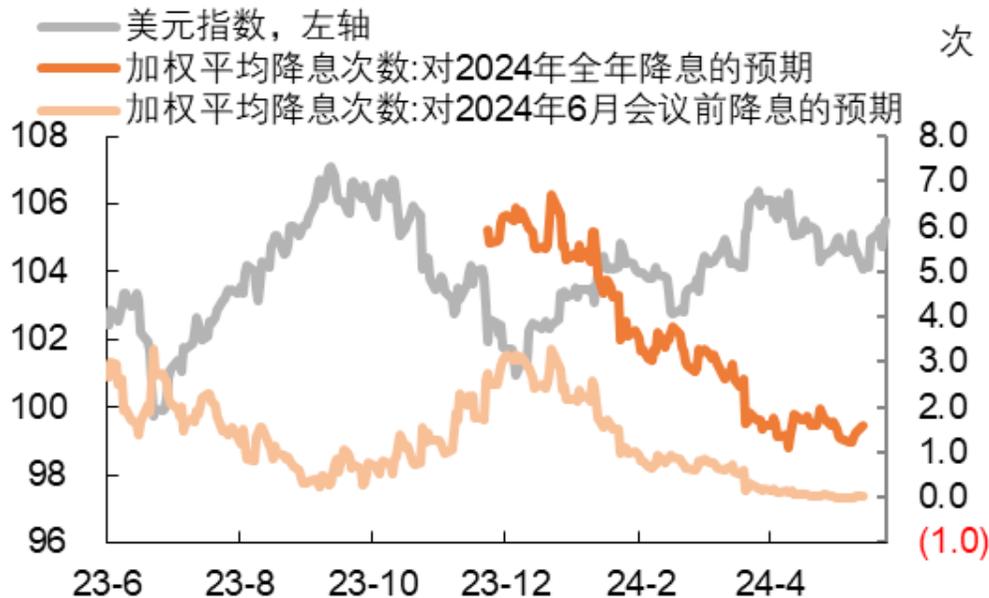
◎ 2021年以来地产中资美元债净融资持续为负



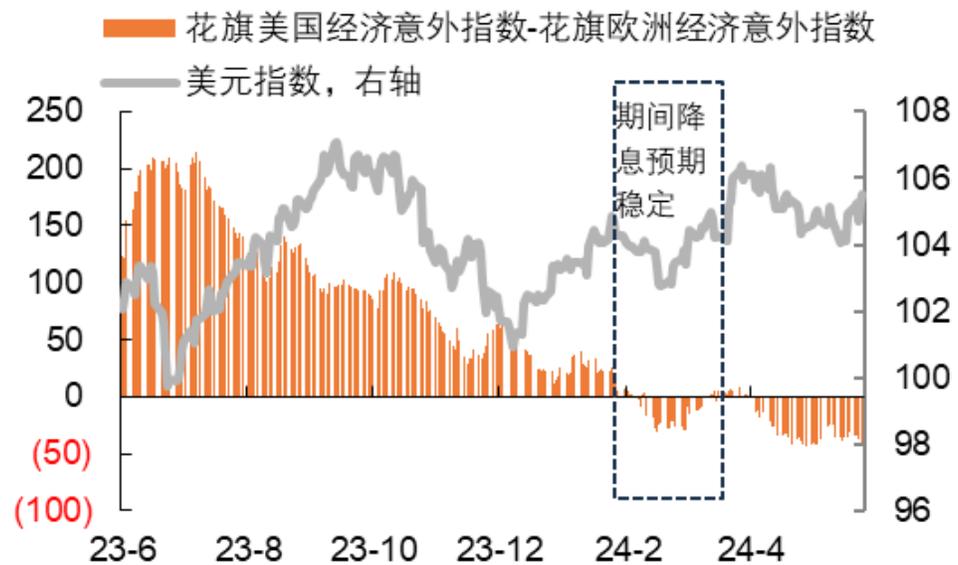
4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 下半年美元指数的走向，仍将围绕美联储降息预期的变化和美国经济的相对强势程度而变。在降息预期稳定的情况下，取决于非美经济、尤其欧洲经济的运行状态；而通胀回落的速度、美国经济景气度倘若发生非线性变化，则很可能触发美联储降息预期的剧烈调整，从而带动美元指数反向而动。
- 年内美联储倘若较早降息将有助于人民币汇率升值，进而缓和汇率对国内货币政策的掣肘，但目前状况尚不能明确指向该路径。

◎ 2023年8月以来降息预期主导美元指数走势



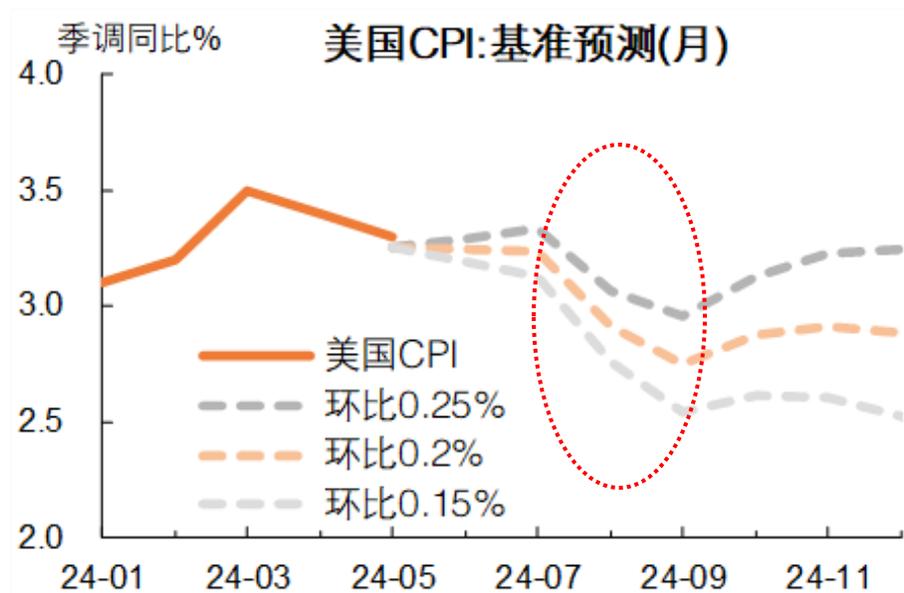
◎ 降息预期稳定下来时，美元定价回归基本面逻辑



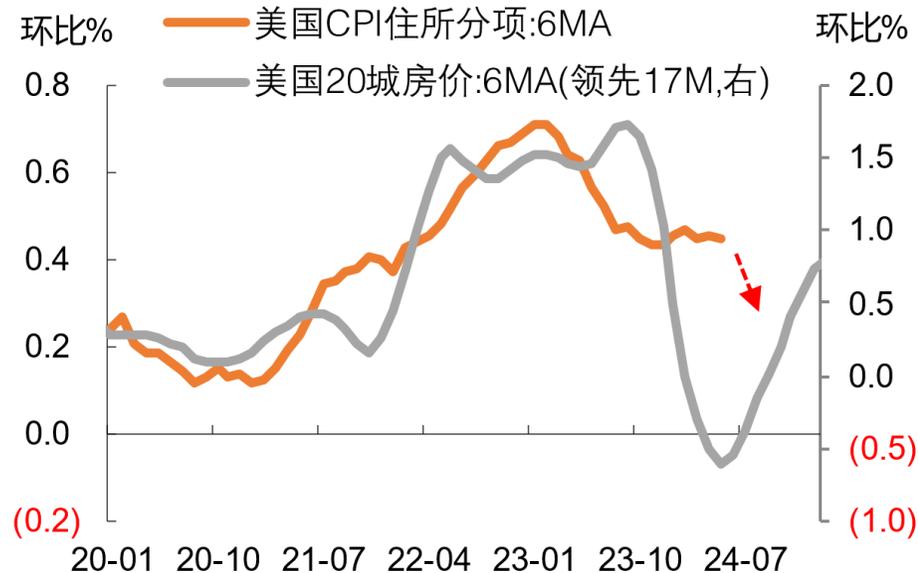
4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 今年下半年，美联储降息的核心决定变量包括：
- 一是，美国通胀能否如期改善。因基数原因，假设美国CPI环比保持相对平稳，CPI通胀率有望于Q3回落至3%附近，对应PCE通胀率或回落至2.5%附近，赋予美联储降息的“信心”；基于房租与房价的滞后相关性（滞后约17个月），由于前期美国房价一度降温，美国住房通胀仍有望在下半年（尤其Q3）阶段回落。

◎ 因基数原因，美国标题通胀率有望在Q3回落



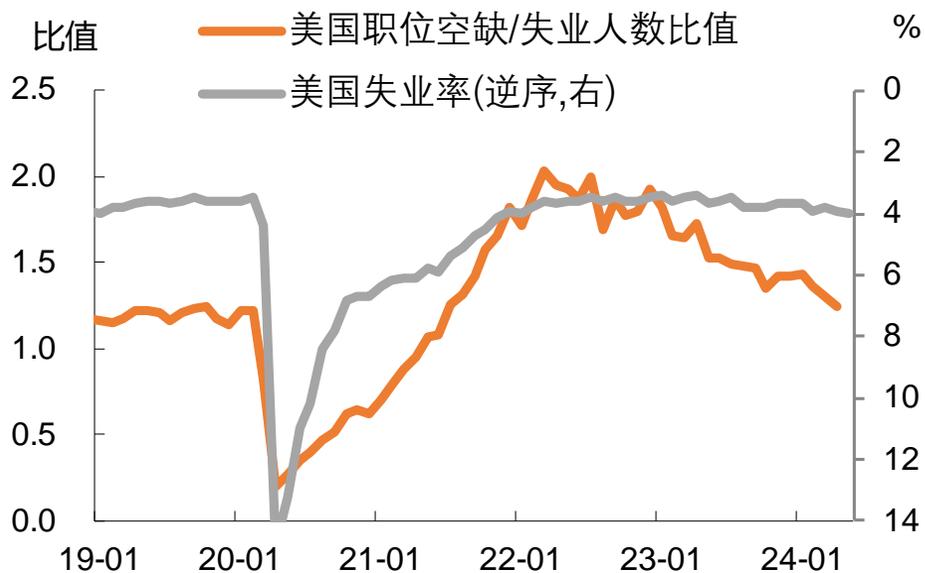
◎ 基于房租与房价的滞后相关性，美国住房通胀仍有望阶段回落



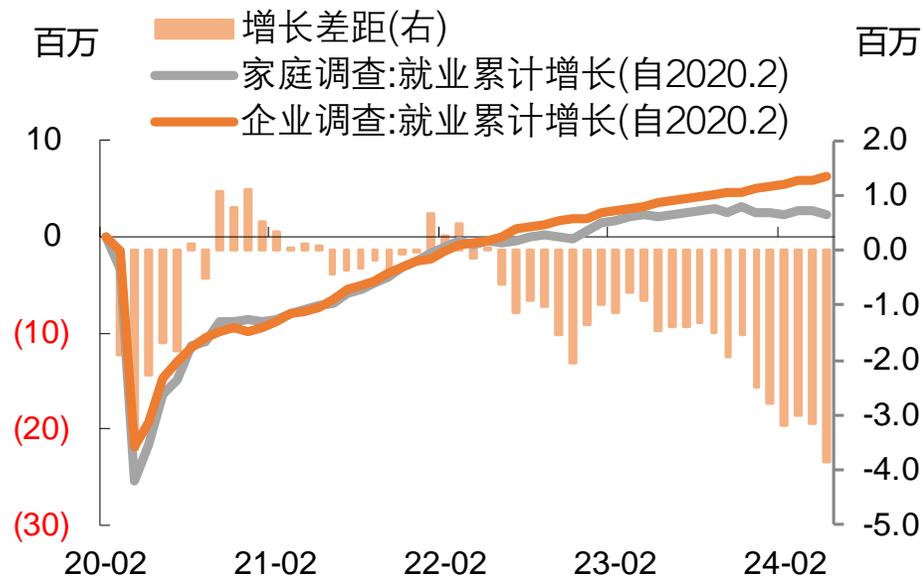
4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 二是，美国就业市场会否意外冷却。目前关键指标显示，美国就业市场已经摆脱“过热”，基本回归疫情前水平，例如美国职位空缺与失业人数比值最新录得1.24，持平于2019年9-10月；失业率回升至4%，是2022年1月以来最高水平。尽管非农就业人数保持高增，但该数据来源于“企业调查”，其就业数据与“家庭调查”持续、大幅背离，背后的原因包括移民、兼职工作的增长，暗示美国就业市场质量弱化。不同就业指标“打架”，令美联储对于就业市场“意外降温”抱有警惕。

◎ 美国就业市场关键指标回到疫情前水平



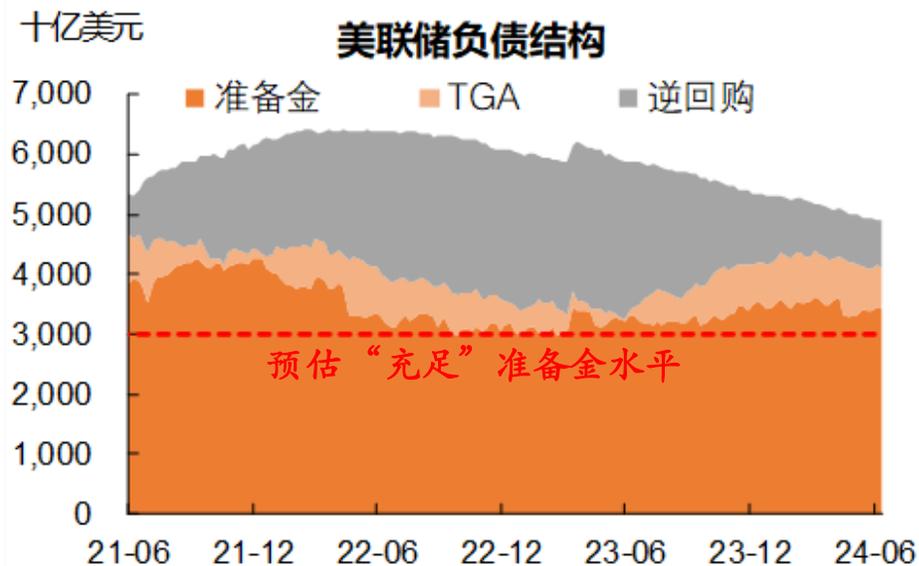
◎ BLS家庭和企业调查结果持续背离



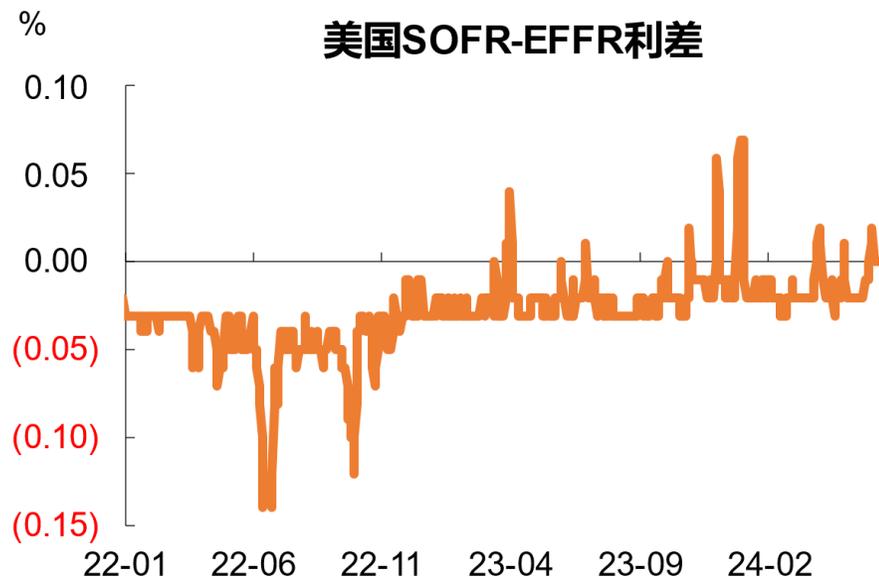
4.3 人民币汇率：适当释放弹性

- 三是，美国流动性风险几何。2019年，美国金融市场因准备金不足而引发了流动性危机，美联储被迫多次降息、重新扩表。目前，尽管美国银行体系准备金似乎仍算“充裕”，且美联储自6月开始放缓缩表，但未来准备金下降的风险不小。尤其看美联储负债端，逆回购和财政部一般账户（TGA）的“蓄水池”作用都可能减弱，随着总负债规模不断下降，准备金可能更快下降。此外，近半年美国有担保融资利率（SOFR）波动加大，也暗示流动性压力边际上升。如果美国准备金较快下降及流动性局部紧张，可能触发美联储降息。

◎ 美联储负债中，逆回购和TGA的规模之和缩小



◎ 美国有担保融资利率(SOFR)波动加大



风险提示

- 1、海外经济下行超预期，外需对中国经济的支撑不及预期
- 2、房地产市场调整压力超预期，或相关政策效果不及预期
- 3、海外通胀超预期上行，货币政策超预期紧缩，并冲击全球经济金融市场
- 4、地缘局势变化超预期，包括英国大选、法德议会选举、美国大选等相关风险

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。