

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年6月25日
行业：固收

外贸-工业链条呈亮点，通缩风险犹存

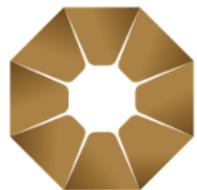
——2024年下半年宏观经济展望

分析师：张河生 SAC编号：S0870523100004

目录

Content

- 一、私人消费边际改善需观察，政府消费下滑
- 二、制造业支撑固投总需求
- 三、全球贸易格局变化中我国外贸有望继续改善
- 四、外贸-工业链条助力我国经济增速提升
- 五、大宗涨跌不一，通缩风险仍存
- 六、风险提示



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一、私人消费边际改善需观察，政府消费下滑

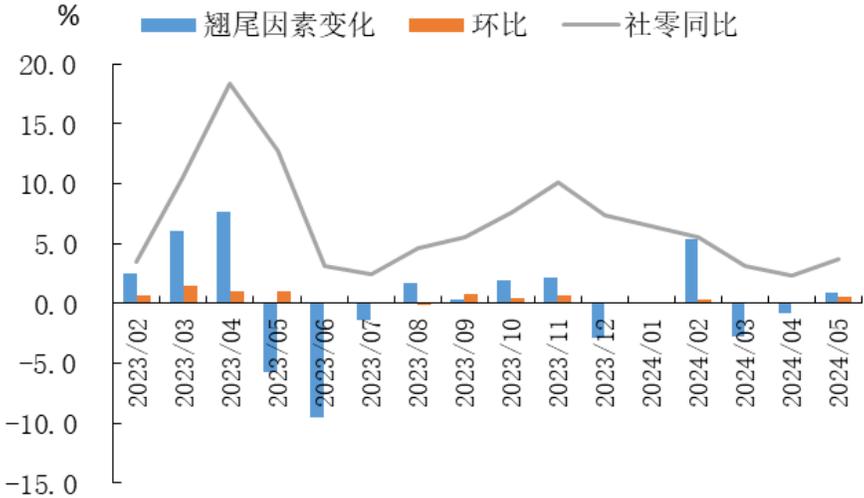
- 1.1、社零数据边际改善仍需观察，存款与收入增速收敛**
- 1.2、大额消费也边际改善，2024年汽车与纺服累计同比增速大幅下滑**
- 1.3、政府消费同样下滑**

1.1 社零数据边际改善仍需观察，存款与收入增速收敛

◆ 社零数据边际改善仍需观察，存款与收入增速收敛

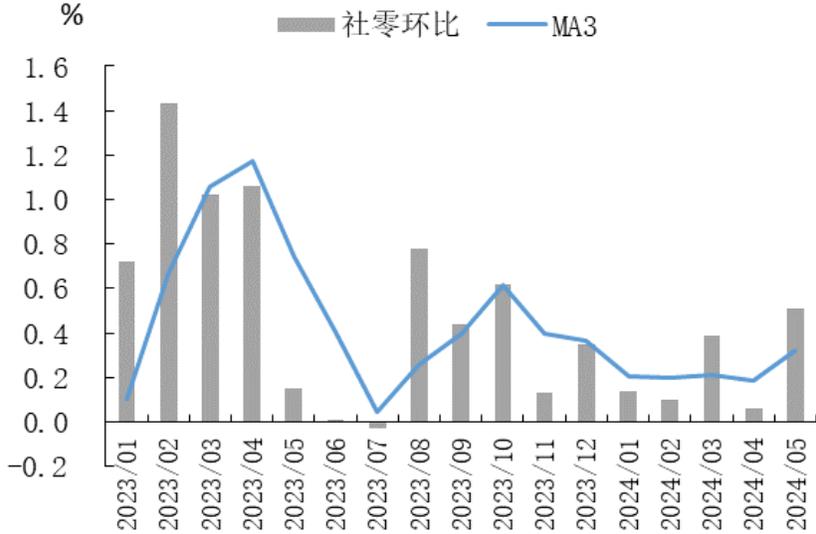
◆ 社零当月同比增速仍然在低位，环比中枢提升值得关注；

图 社零当月同比与环比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 社零历史环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

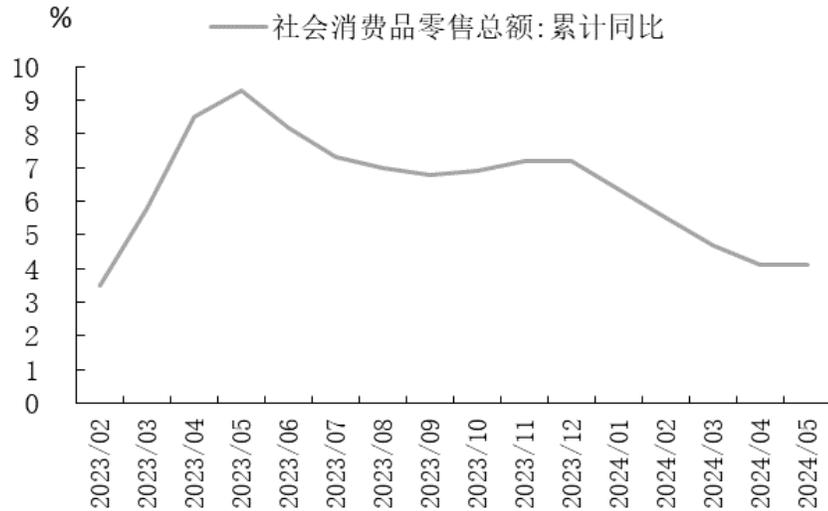


1.1 社零数据边际改善仍需观察，存款与收入增速收敛

◆ 社零数据边际改善仍需观察，存款与收入增速收敛

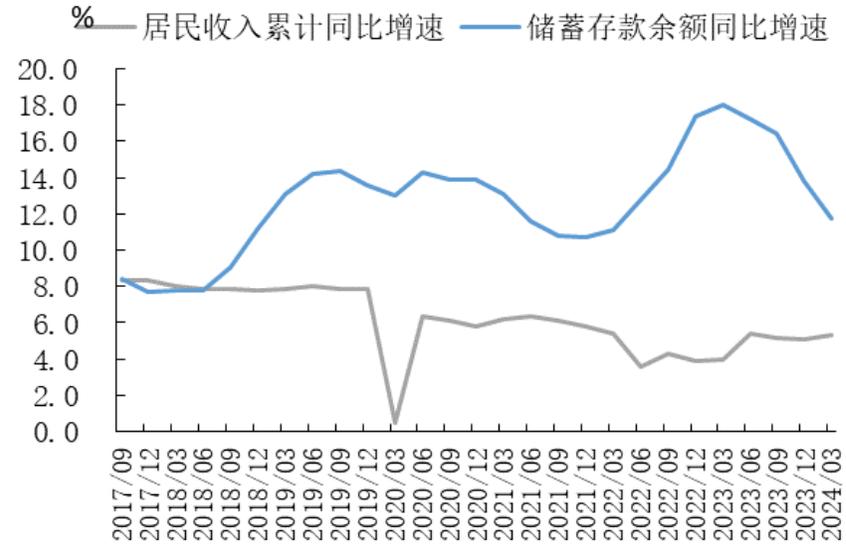
- ◆ 社零当月同比增速仍然在低位，环比中枢提升值得关注；
- ◆ 社零累计同比增速持续下滑，在5月份止跌，消费增速是否止跌企稳有待观察；
- ◆ 存款增速下滑，与收入增速收敛，我们认为原因可能是存款搬家而非消费倾向提升。

图 社零累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 居民收入累计同比增速与储蓄存款余额同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

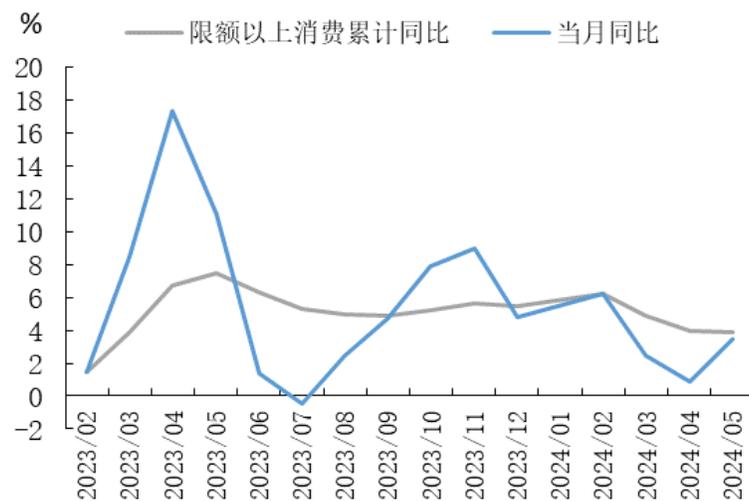


1.2 大额消费也边际改善，2024年汽车与纺服累计同比增速大幅下滑

◆ 大额消费也边际改善，2024年汽车与纺服累计同比增速大幅下滑

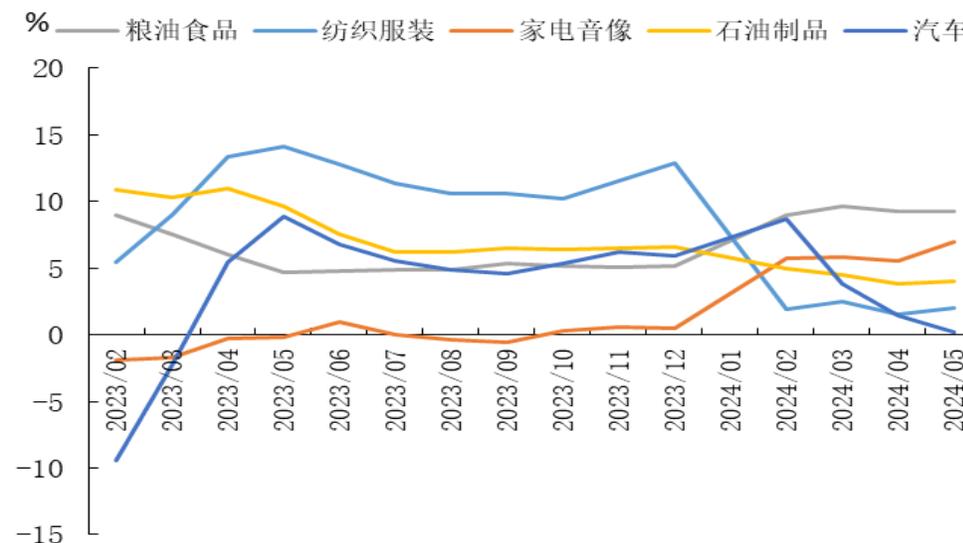
- ◆ 占比35%的限额以上消费累计同比增速呈现下滑态势，5月份边际好转；
- ◆ 粮油食品（占限额以上消费比重12%，后同）、家电音像（占比5%）消费累计同比增速持续提升；
- ◆ 汽车（占比28%）、纺织服装（占比8%）消费累计同比增速2024年出现较大幅度下滑；
- ◆ 石油制品（占比15%）消费累计同比增速持续下降。

图 限额以上消费累计与当月同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 限额以上消费细分项累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

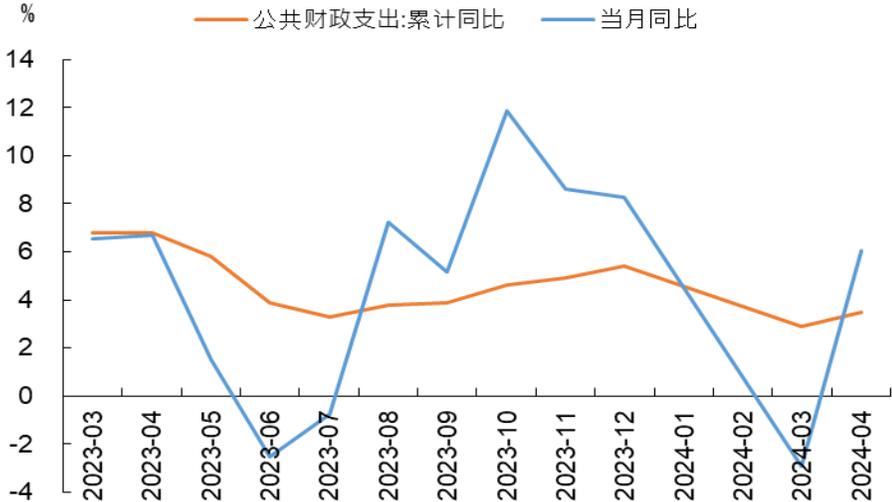


1.3 政府消费同样下滑

◆ 政府消费同样下滑

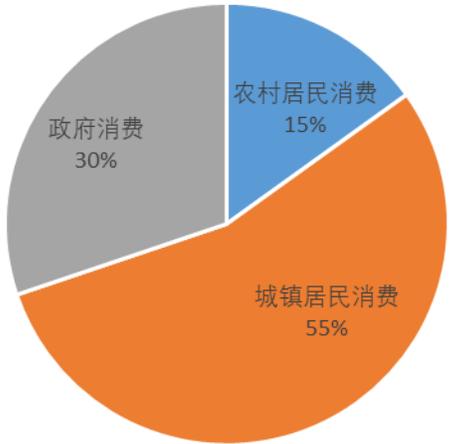
- ◆ 2022年，政府消费占最终消费支出比重为30%，占公共财政支出74%；
- ◆ 2024年全国一般公共预算支出285490亿元，同比增长4%，2023年同比增长5.4%；
- ◆ 截至2024年4月，公共财政支出累计同比增长3.5%，政府消费同比增速相应下滑；

图 财政支出累计同比与当月同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 2022年最终消费支出占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、制造业支撑固投总需求

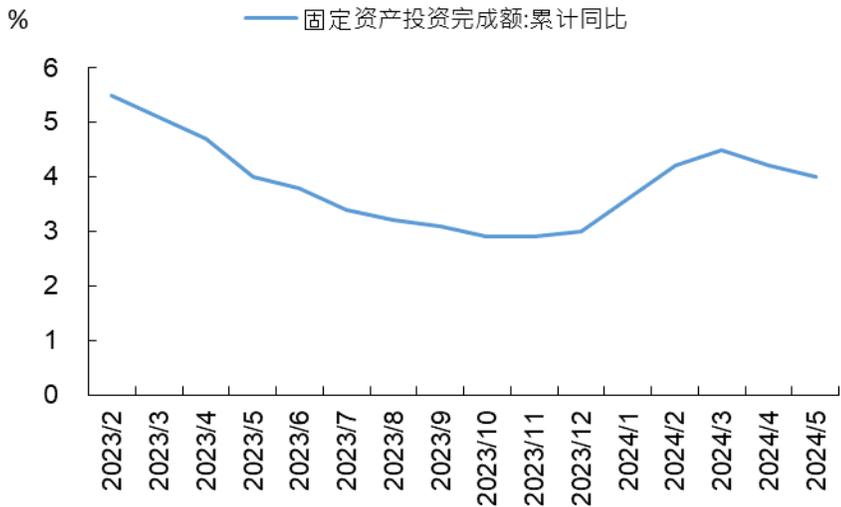
- 2.1、固投累计同比增速一季度反弹后有所下滑
- 2.2、住房销售、购地未好转，我们认为地产投资或将继续下滑
- 2.3、一揽子化债背景下基建投资累计同比增速或继续回落
- 2.4、我们认为利润改善或助力制造业投资同比增速进一步提升

2.1 固投累计同比增速一季度反弹后有所下滑

◆ 固投累计同比增速一季度反弹后有所下滑

- ◆ 地产投资累计同比跌幅继续扩大；
- ◆ 基建投资累计同比增速高位小幅回落；
- ◆ 制造业投资累计同比增速大幅提升。

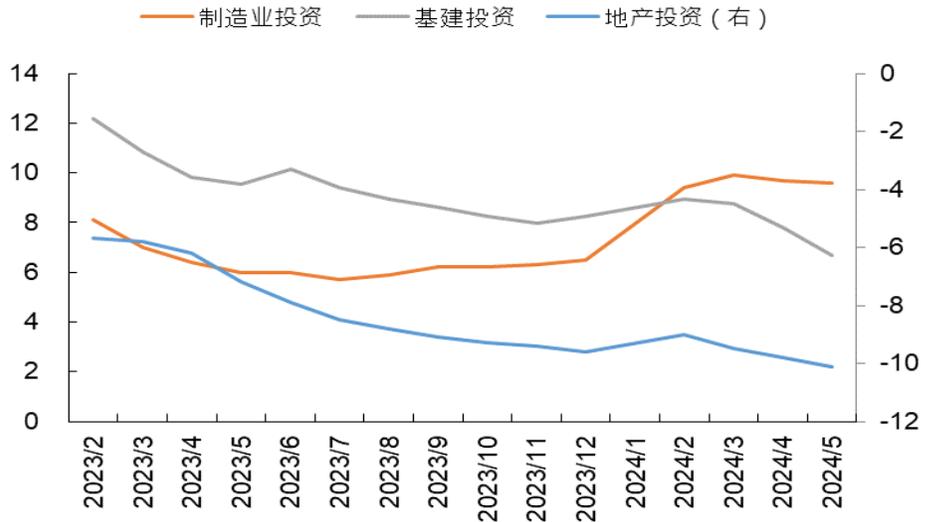
图 固定资产投资累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 投资分项累计同比增速 (%)



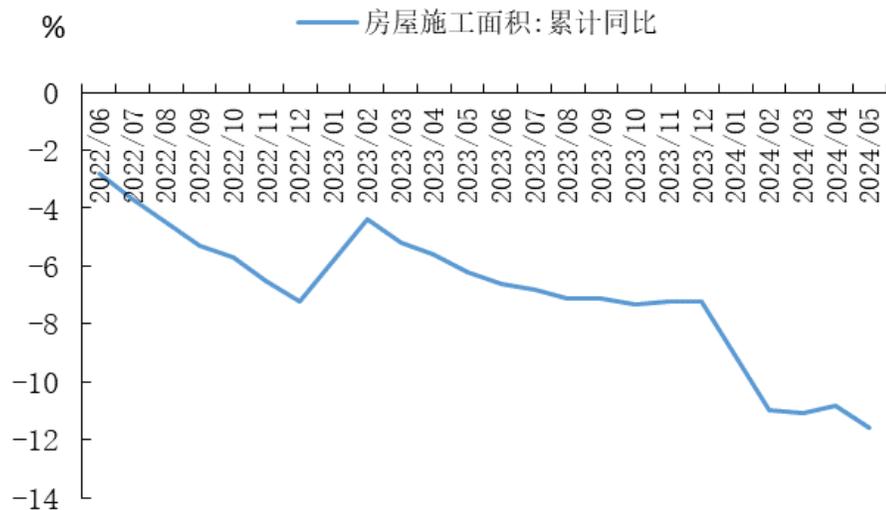
资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 住房销售、购地未好转，我们认为地产投资或将继续下滑

◆ 住房销售、购地未好转，我们认为地产投资或将继续下滑

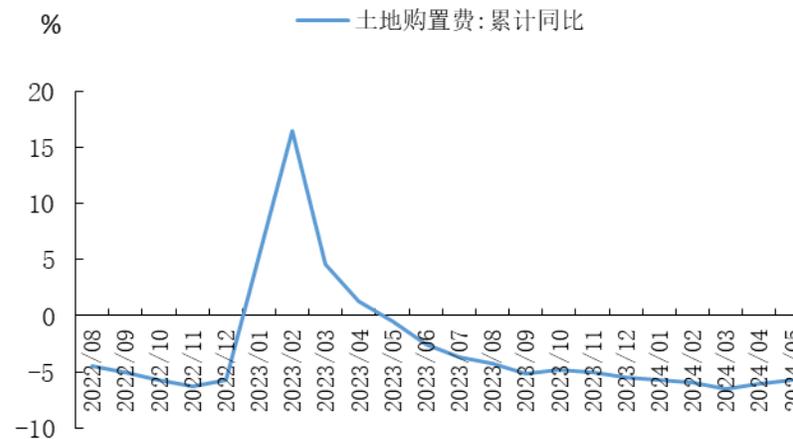
◆ 施工面积、土地购置费仍然同比负增长；

图 施工面积累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 土地购置费累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



2.2 住房销售、购地未好转，我们认为地产投资或将继续下滑

◆ 住房销售、购地未好转，我们认为地产投资或将继续下滑

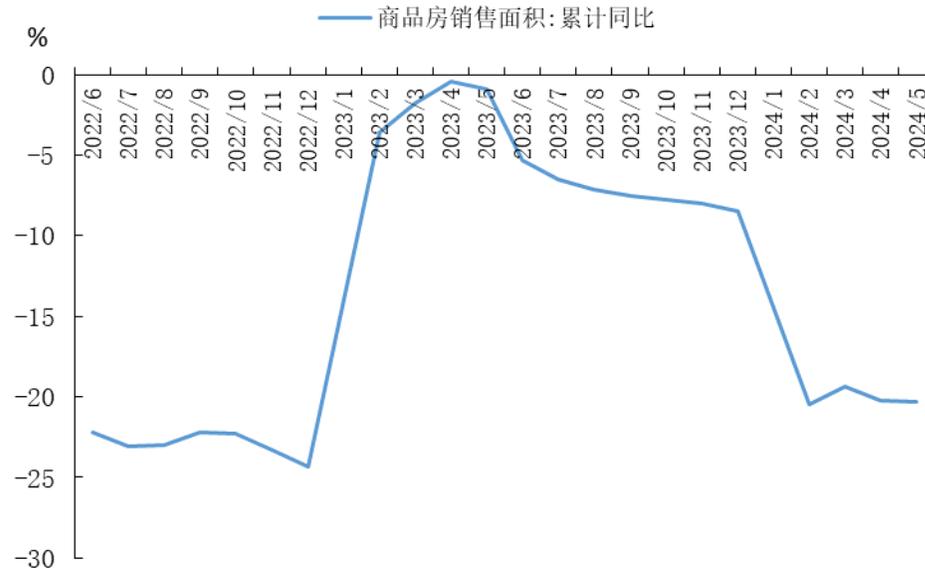
- ◆ 施工面积、土地购置费仍然同比负增长；
- ◆ 商品房销售并未明显改善；

图 大中城市商品房销售



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 商品房销售累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

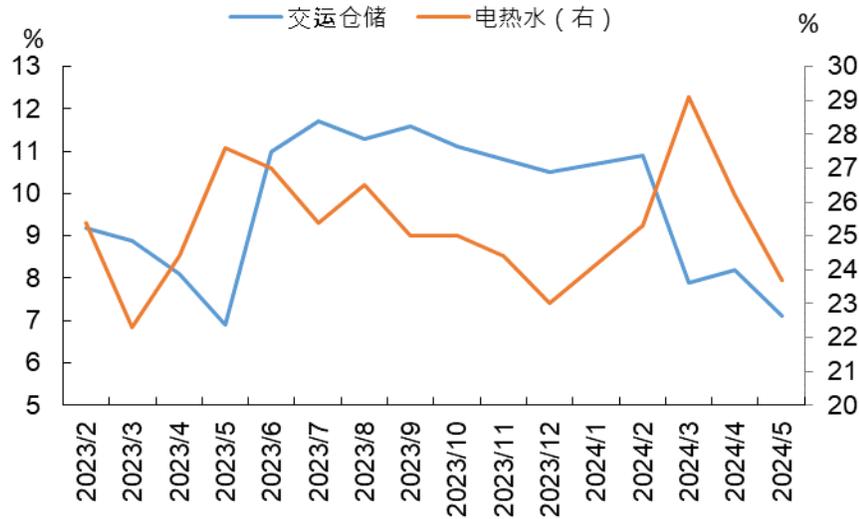


2.3 一揽子化债背景下基建投资累计同比增速或继续回落

◆ 一揽子化债背景下基建投资累计同比增速或继续回落

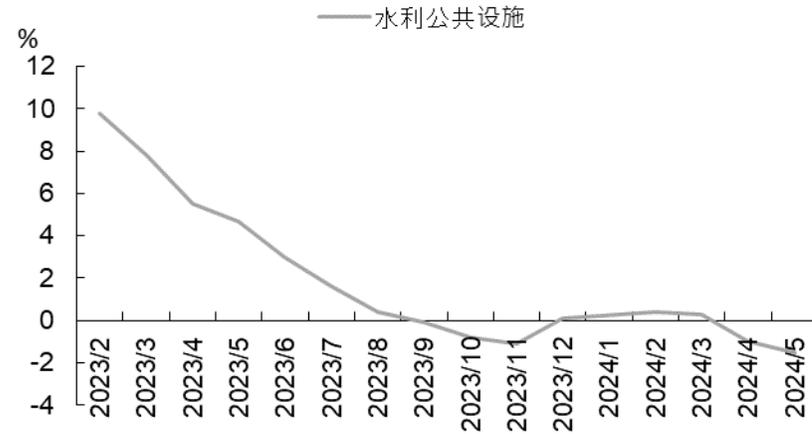
- ◆ 2024年前5个月，基建累计同比增速小幅下滑（2023年12月的8.2%降至2024年5月的6.7%），其中水利设施与交运仓储下滑，电热水提升；
- ◆ 我们认为稳增长背景下基建投资增速仍然会相对高位，但是地方一揽子化债背景下，12个高风险重点省份以及其他19个省份部分地级市严控新建政府投资项目，基建增速或略微下滑；

图 交运仓储与电热水投资累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 水利公共设施投资累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

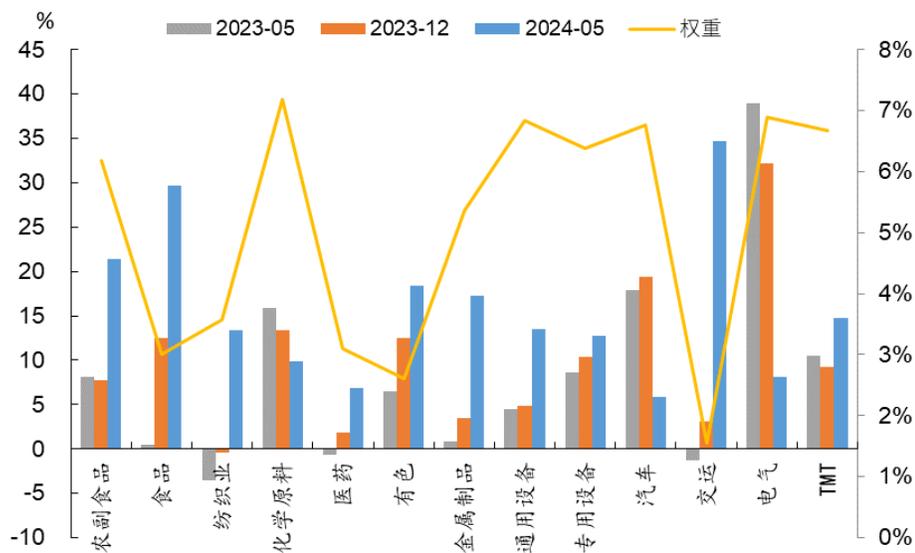


2.4 我们认为利润改善或助力制造业投资同比增速进一步提升

◆ 我们认为利润改善或助力制造业投资同比增速进一步提升

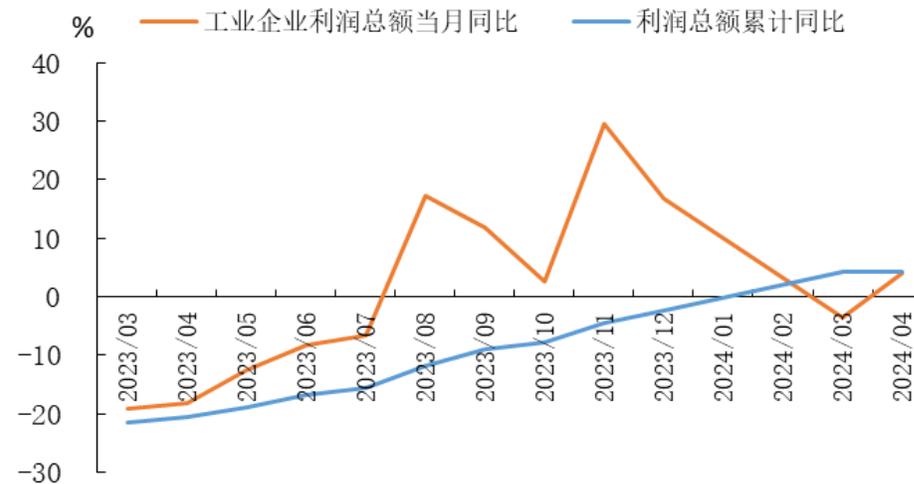
- ◆ 制造业投资累计同比增速大幅提升，多数细分项同比改善；
- ◆ 工业企业利润改善，累计同比增速由负转正；

图 制造业投资细分项同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 工业企业利润总额累计同比与当月同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

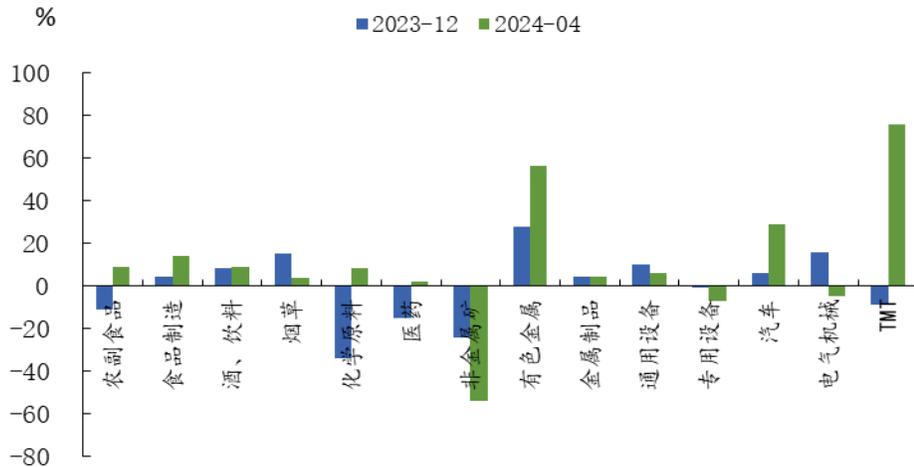


2.4 我们认为利润改善或助力制造业投资同比增速进一步提升

◆ 我们认为2024年前4个月制造业利润改善助力制造业投资同比增速进一步提升

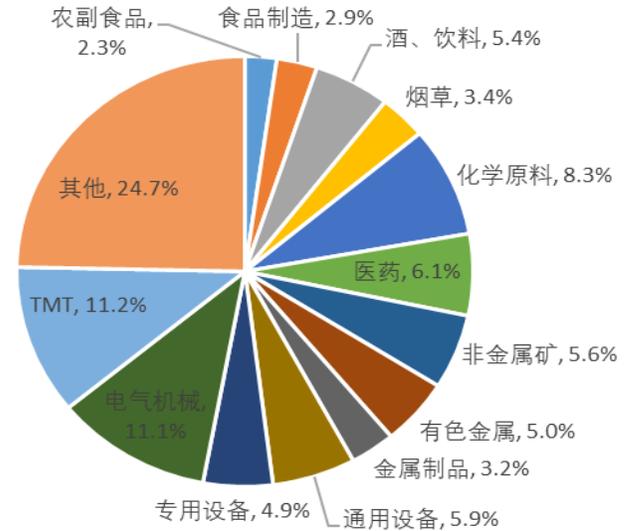
- ◆ 制造业投资累计同比增速大幅提升，多数细分项同比改善；
- ◆ 工业企业利润改善，累计同比增速由负转正；
- ◆ 农副食品、化学原料、医药、TMT等行业利润增速由负转正；
- ◆ 有色金属、汽车等行业利润增速进一步提升；

图 制造业利润细分项累计同比



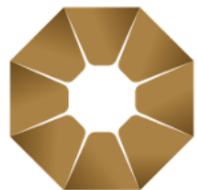
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 制造业细分行业利润存量占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

三、全球贸易格局变化中我国外贸有望继续改善

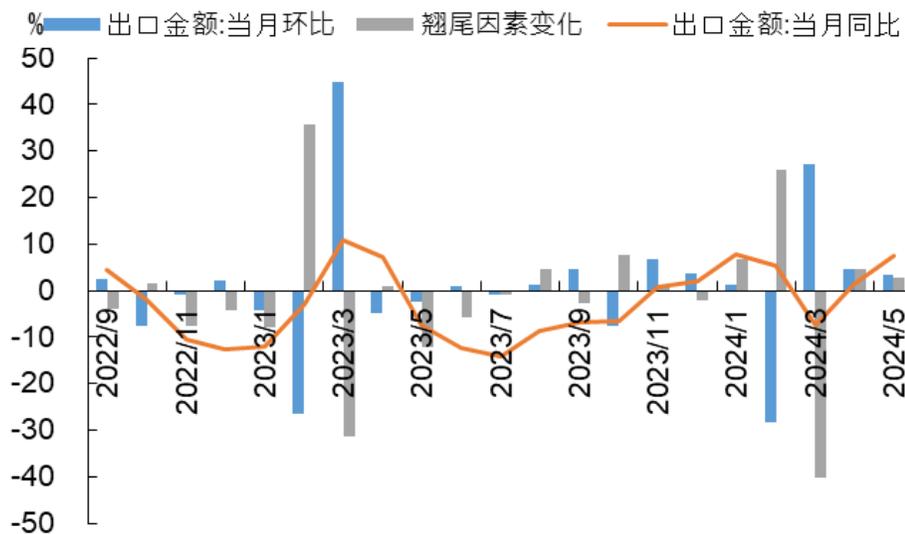
- 3.1、商品贸易持续改善，贸易顺差同比变化不大
- 3.2、服务贸易逆差扩大，接近疫情前水平
- 3.3、全球贸易格局改变
- 3.4、我们认为美日欧等外需不错助力外贸改善态势延续

3.1 商品贸易持续改善，贸易顺差同比变化不大

◆ 商品贸易持续改善，贸易顺差同比变化不大

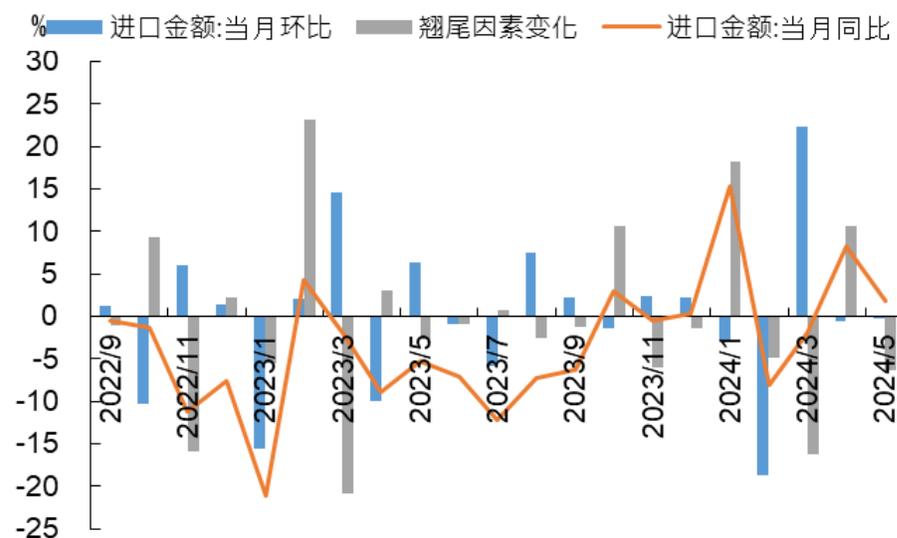
- ◆ 出口当月同比增速自2023年11月转正后基本维持正增长，3月出口一度转负，基数效应起到很大作用；
- ◆ 进口当月同比增速波动更大，2024年4、5月份正增长；

图 出口当月同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 进口当月同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

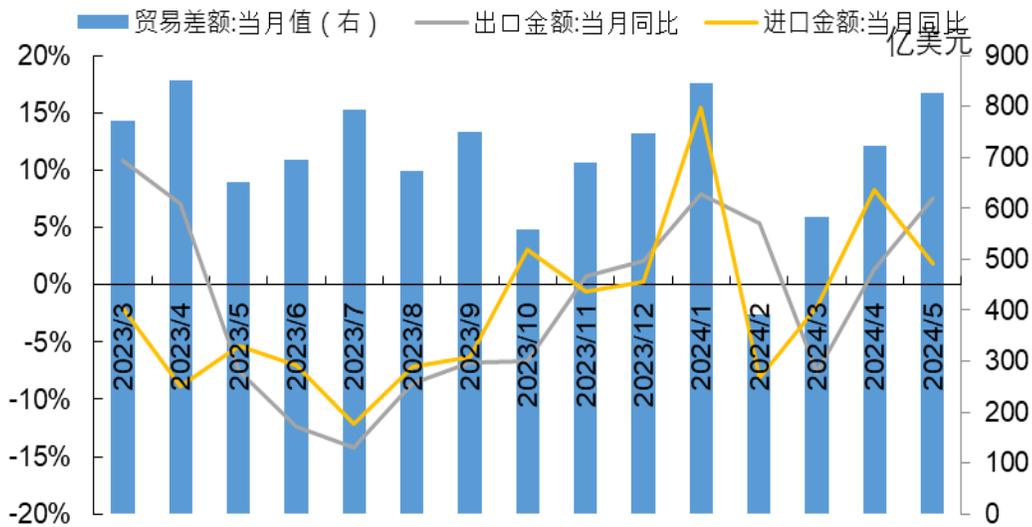


3.1 商品贸易持续改善，贸易顺差同比变化不大

◆ 商品贸易持续改善，贸易顺差同比变化不大

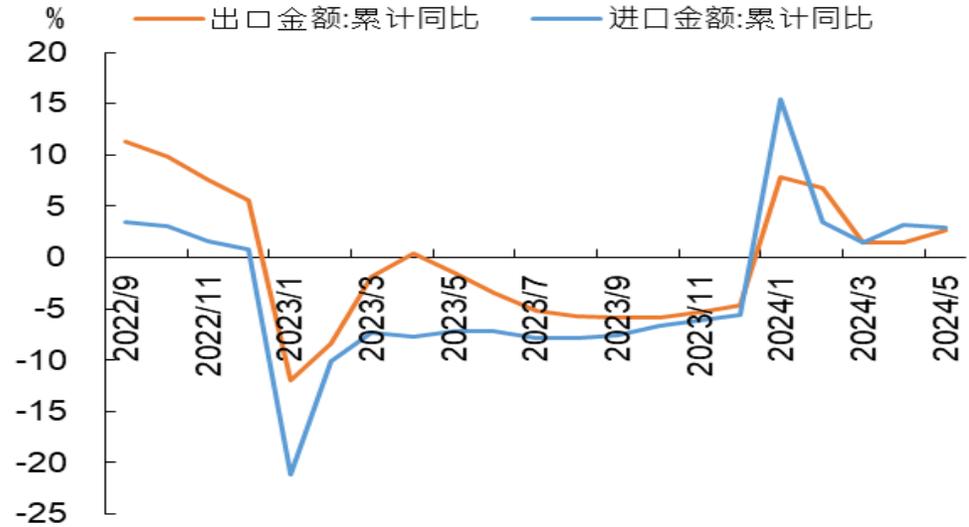
- ◆ 出口当月同比增速自2023年11月转正后基本维持正增长，3月出口一度转负，基数效应起到很大作用；
- ◆ 进口当月同比增速波动更大，2024年4、5月份正增长；
- ◆ 截至2024年5月，累计同比增速看，进口、出口增速相当，贸易顺差同比变化不大；

图 贸易差额 (亿美元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 进出口累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

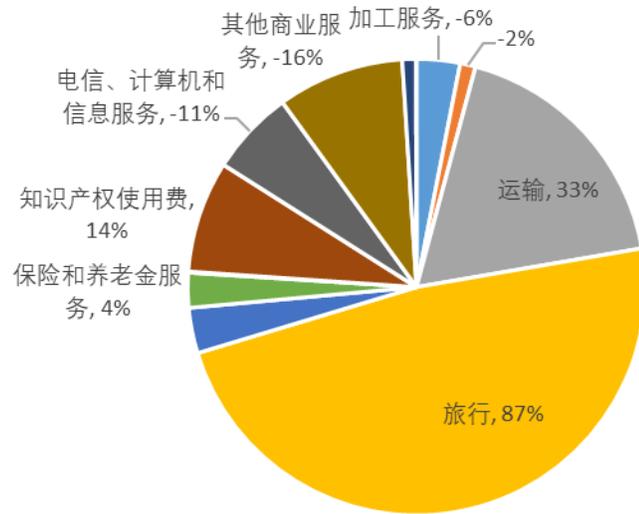


3.2 服务贸易逆差扩大，接近疫情前水平

◆ 服务贸易逆差扩大，接近疫情前水平

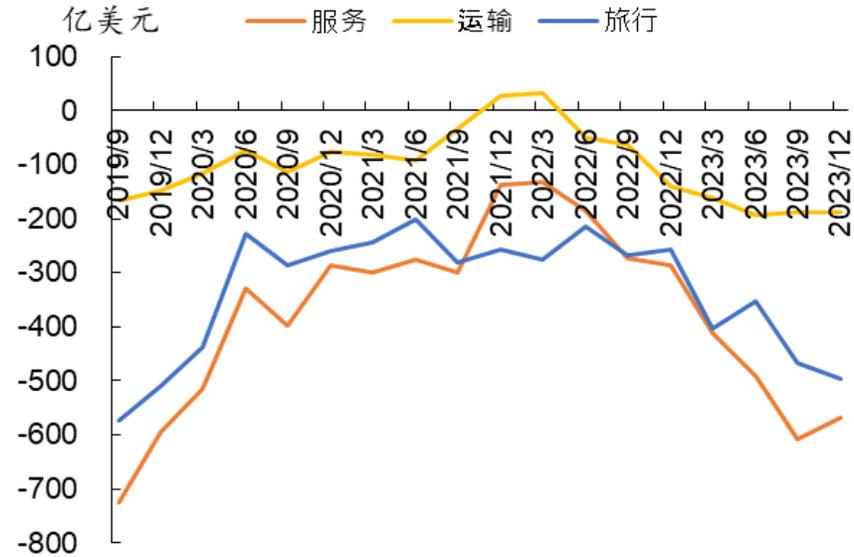
- ◆ 2023年底服务贸易逆差中，旅行占87%，运输占比33%；
- ◆ 旅行贸易逆差接近疫情前水平，运输贸易逆差超过疫情前水平；

图 2023年底服务贸易差额结构



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 服务贸易差额



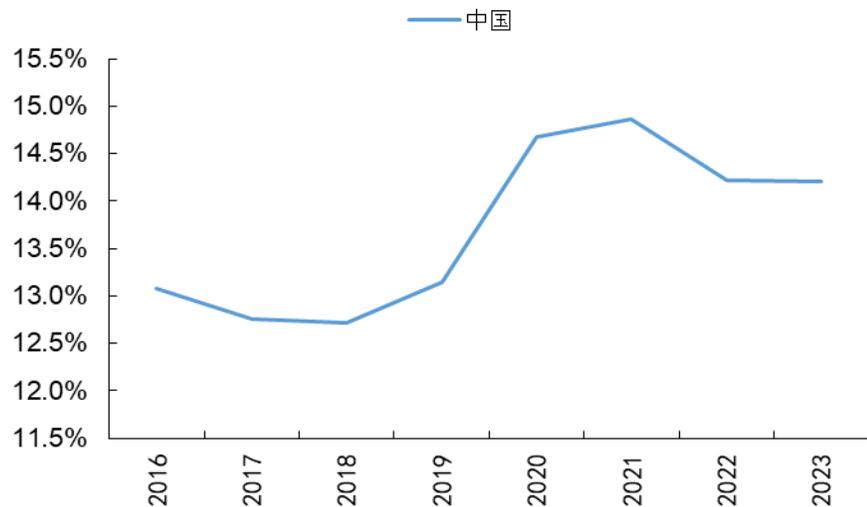
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 2019年-2023年全球贸易格局的改变

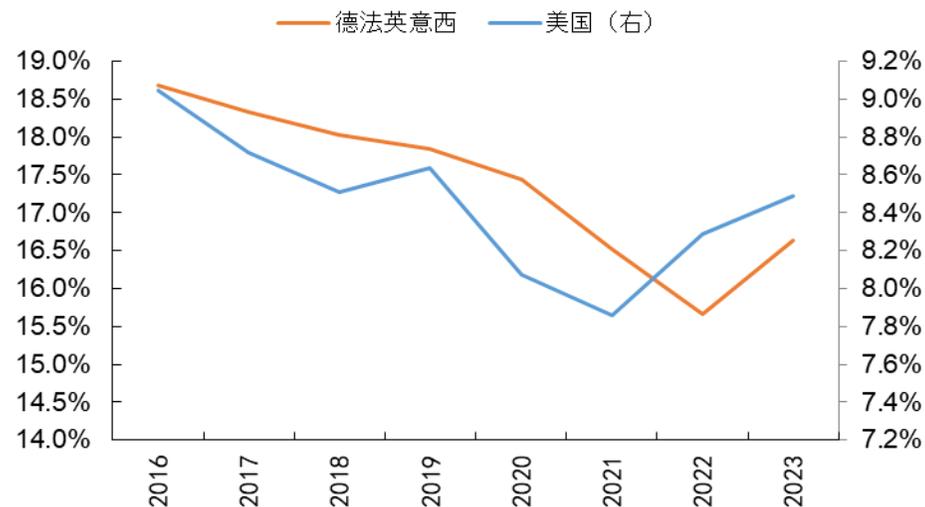
- ◆ 中国货物贸易出口金额占比2021年以来虽然有所回落但是较疫情前的2019年仍然是提升的；
- ◆ 欧洲5强货物贸易出口占比2023年有所反弹但仍未达到疫情前的2019年水平，美国则更接近2019年的水平；

图 中国在全球货物出口金额所占比例



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 欧洲5强与美国货物贸易出口金额占比



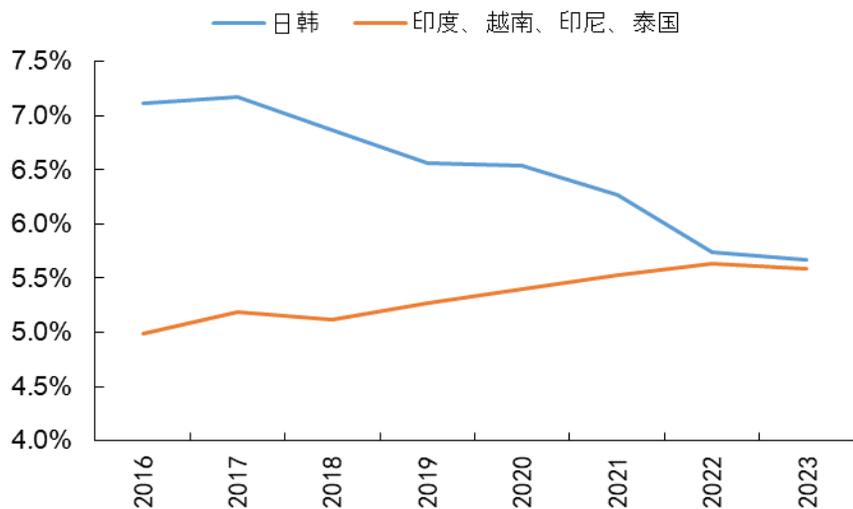
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 2019年-2023年全球贸易格局的改变

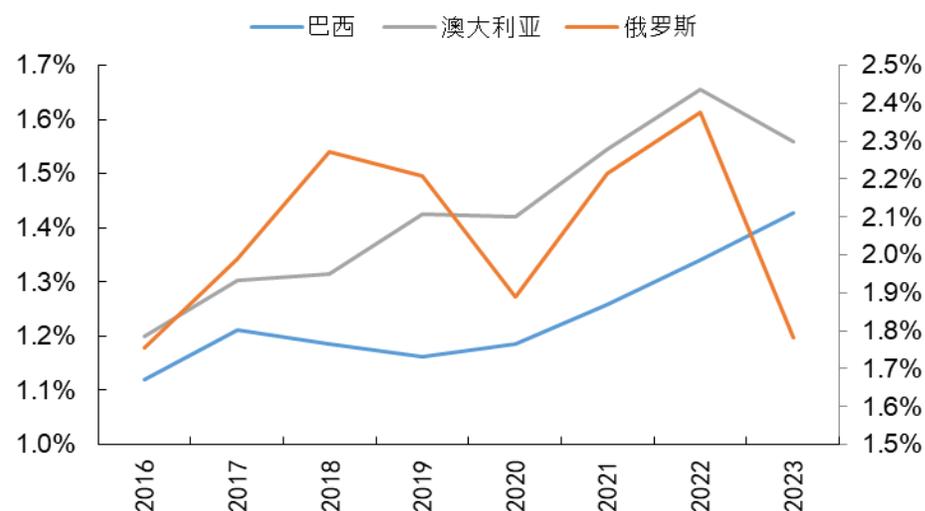
- ◆ 中国货物贸易出口金额占比2021年以来虽然有所回落但是较2019年仍然是提升的；
- ◆ 欧洲5强货物贸易出口占比2023年有所反弹但仍未达到疫情前的2019年水平，美国则更接近2019年的水平；
- ◆ 日韩货物贸易出口占比持续下滑，部分东南亚、南亚国家占比则持续提升；
- ◆ 2023年，巴西、澳大利亚货物贸易出口占比较2019年提升明显，俄罗斯则大幅低于2019年；

图 日韩与部分东南亚、南亚国家货物贸易出口金额占比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 俄罗斯、巴西与澳大利亚在全球货物出口金额所占比例



资料来源: Wind, 上海证券研究所

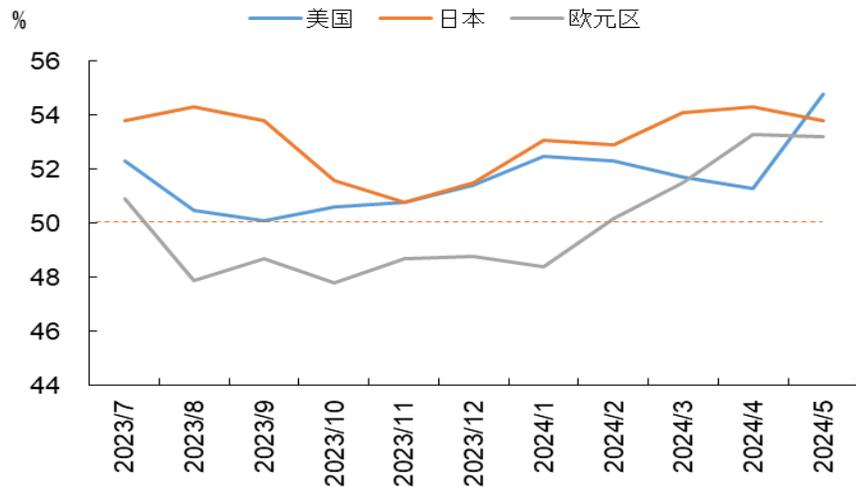


3.4 我们认为美日欧等外需不错助力外贸改善态势延续

◆ 我们认为美日欧等外需不错助力外贸改善态势延续

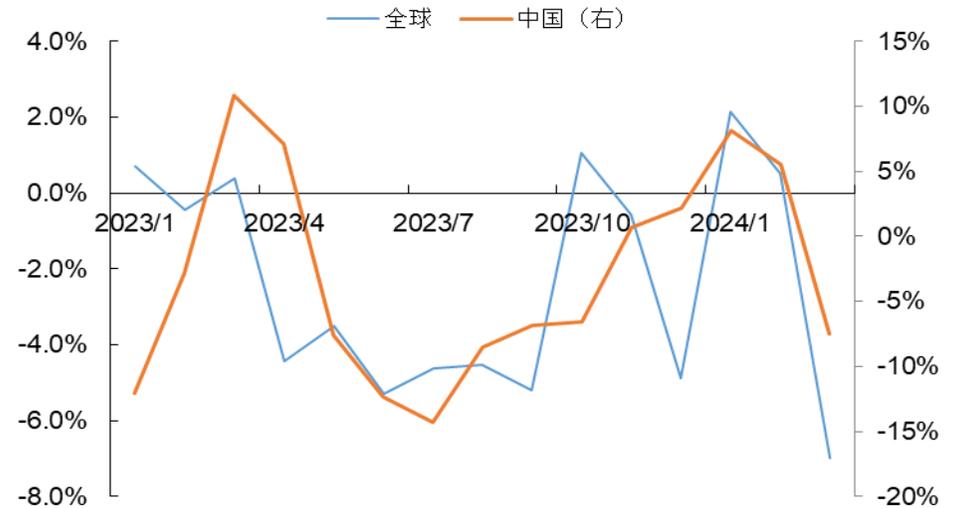
- ◆ 发达经济体服务业景气度较高，我们认为外需较好；
- ◆ 我们判断中国货物贸易出口同比增速基本与全球同步；
- ◆ 我们认为全球贸易改善态势有望延续，国内外贸向好态势不变；

图 美、日、欧服务业PMI



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 全球与中国货物出口金额当月同比增速对比



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

四、外贸-工业链条助力我国经济增速提升

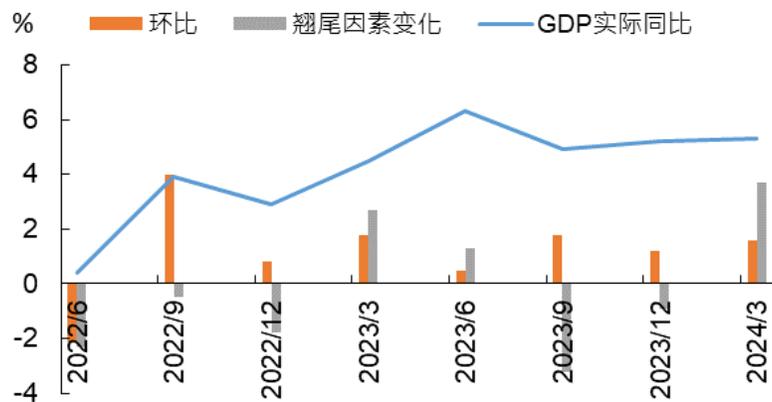
- 4.1、外贸助力我国2024年一季度GDP同比增速进一步提升
- 4.2、三产贡献最大，二产助力GDP增速提升

4.1 外贸助力我国2024年一季度GDP同比增速进一步提升

◆ 外贸助力我国2024年一季度GDP同比增速进一步提升

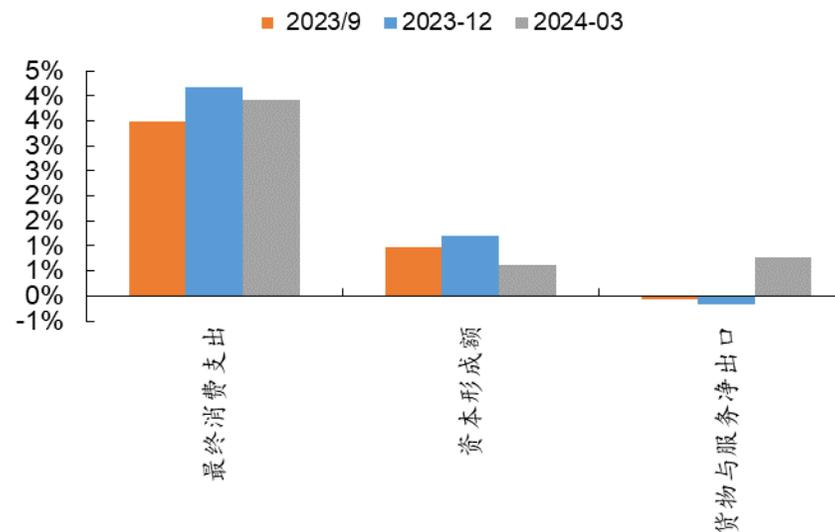
- ◆ 2024年Q1我国GDP同比增长5.3%，较上个季度提升0.1%，环比增长1.6%；
- ◆ 从支出法看，货物与服务净出口当季同比拉动率由负转正贡献最大，最终消费支出与资本形成额当季同比拉动率均减弱；

图 GDP当季同比增速 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 三大支出对GDP当季同比拉动率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

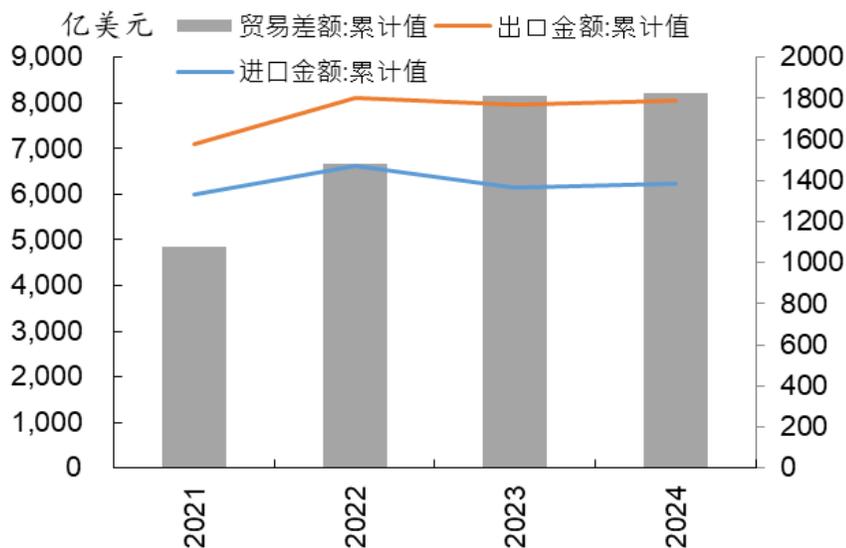


4.1 外贸助力我国2024年一季度GDP同比增速进一步提升

◆ 外贸助力我国2024年一季度GDP同比增速进一步提升

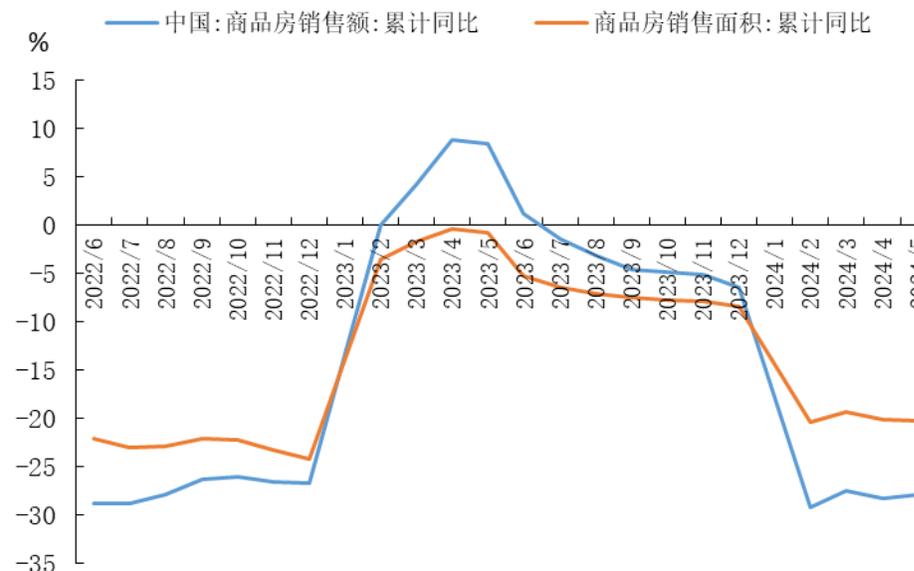
- ◆ 净出口同比拉动率由负转正，一季度贸易顺差同比增加；
- ◆ 最终消费支出同比拉动率下降，一季度社零与政府消费同比增速均下滑；
- ◆ 资本形成额同比拉动率下降，一季度固定资产投资额同比增速提升，但是扣除价格因素，加上无形资产、商品房销售增值以及500万以下项目，固定资本形成额同比增速下降；

图 2021-2024年一季度贸易顺差



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 商品房销售额同比跌幅大于商品房销售面积同比跌幅



资料来源: Wind, 上海证券研究所

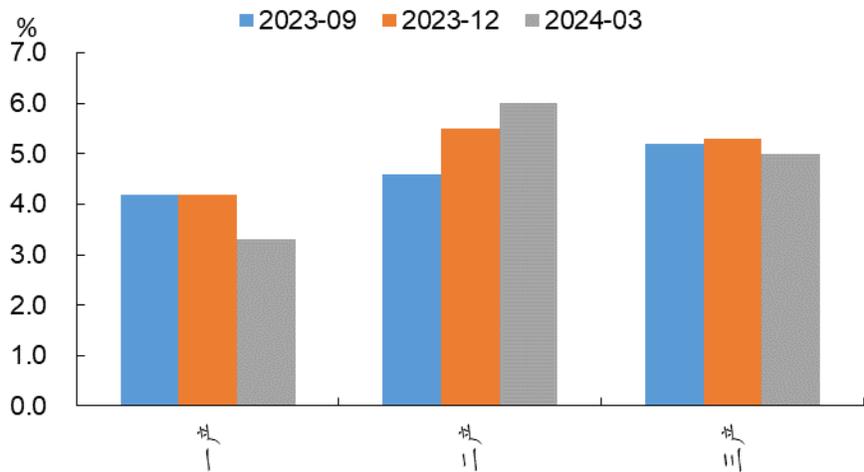


4.2 三产贡献最大，二产助力GDP增速提升

◆ 三产贡献最大，二产助力GDP增速提升

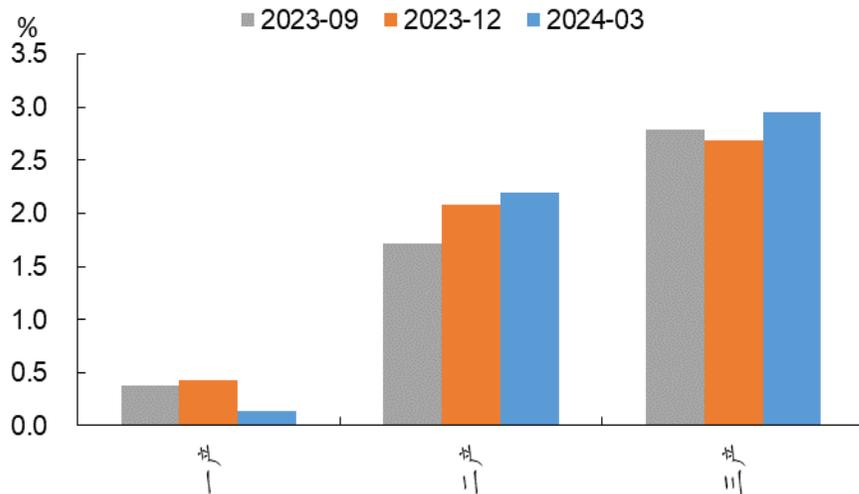
- ◆ 2024年Q1，第二产业同比增速提升，对GDP贡献提升；
- ◆ 2024年Q1，第一产业同比增速走弱，对GDP贡献下降；
- ◆ 2024年Q1，第三产业对GDP贡献保持最大；

图 三大产业当季同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 三大产业对GDP当季同比的拉动



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

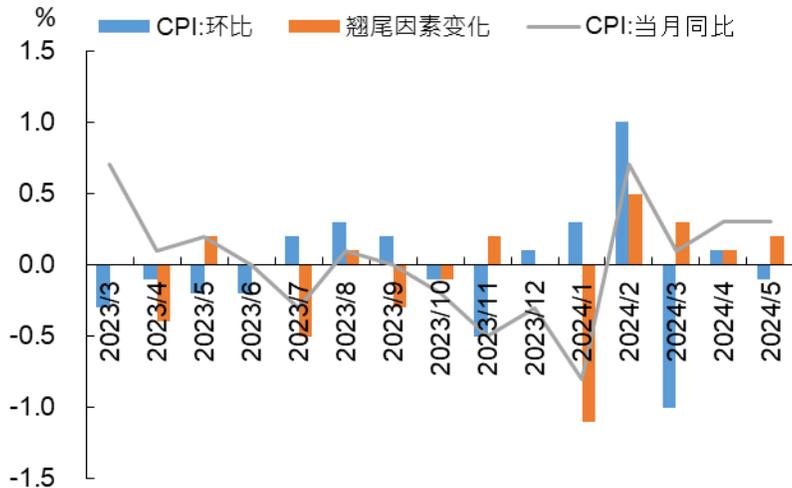
五、大宗涨跌不一，通缩风险仍存

- 5.1、CPI当月同比低速正增长，猪价上涨或提升CPI环比涨幅
- 5.2、工业资源品有涨有跌，PPI同比增速持续收窄
- 5.3、GDP平减指数同比负增长

5.1 CPI当月同比低速正增长，猪价上涨或提升CPI环比涨幅

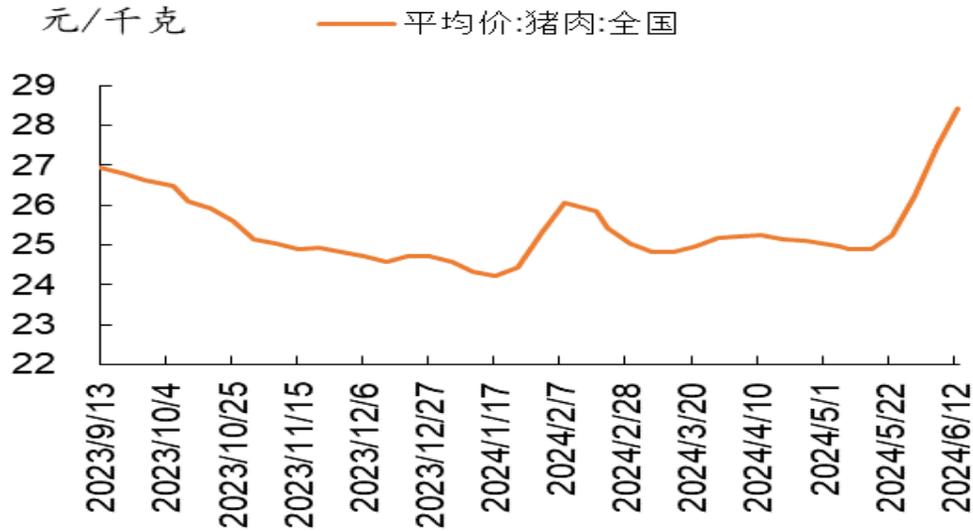
- ◆ 2024年2-5月CPI当月同比增速保持低速正增长（低于1.0%），单月环比偶尔负增长；
- ◆ 猪肉价格近期大幅上涨，未来或对CPI环比产生一定影响；

图 CPI同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 猪肉价格



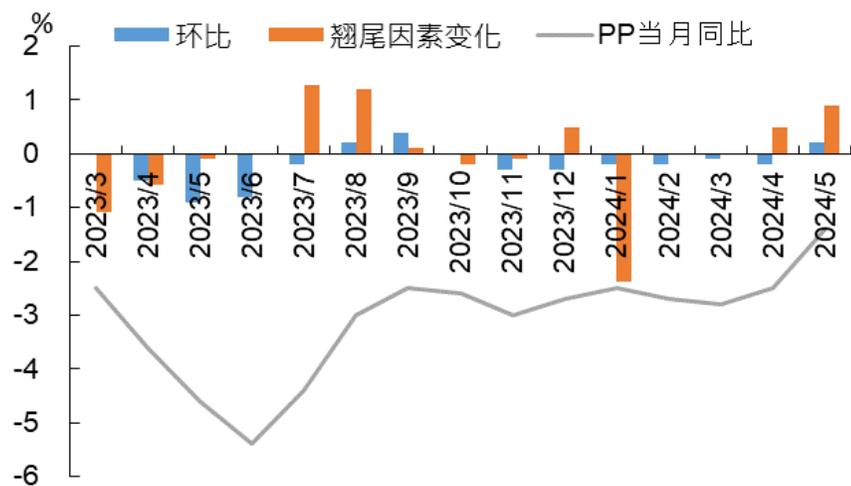
资料来源: Wind, 上海证券研究所



5.2 工业资源品有涨有跌，PPI同比增速持续收窄

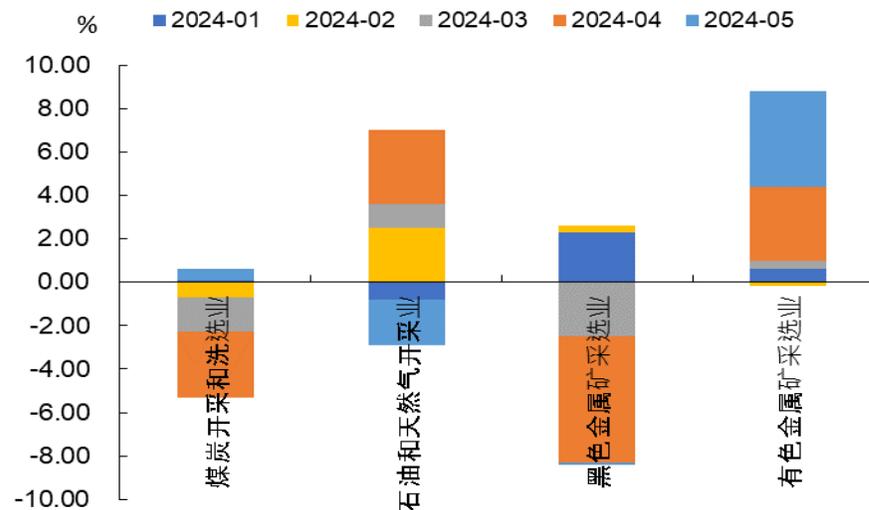
- ◆ 2024年PPI同比跌幅持续收窄，环比5月转为正增长；
- ◆ 2024年1-5月，采掘业PPI细分项中，有色、油气PPI累计环比涨价，煤炭、黑色金属PPI累计环比跌价；

图 PPI同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 采掘业PPI细分项环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



5.3 GDP平减指数累计同比负增长

- ◆ GDP平减指数2024年Q1仍然同比负增长；
- ◆ 截至2024年Q1，名义GDP累计同比增速仍然低于实际GDP累计同比增速。

图 GDP平减指数累计同比

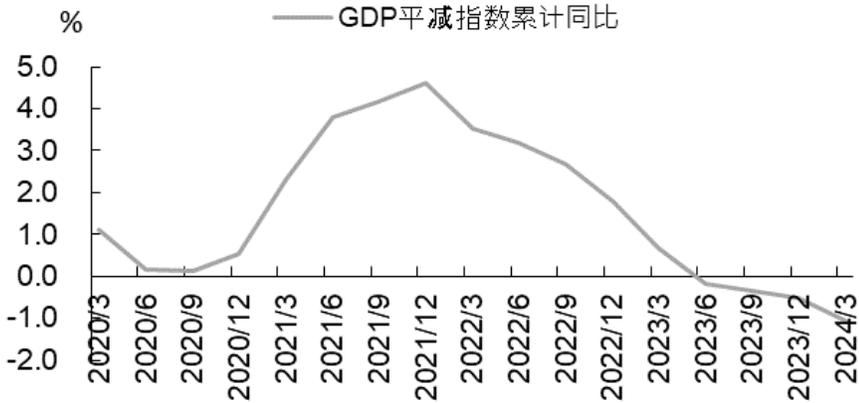
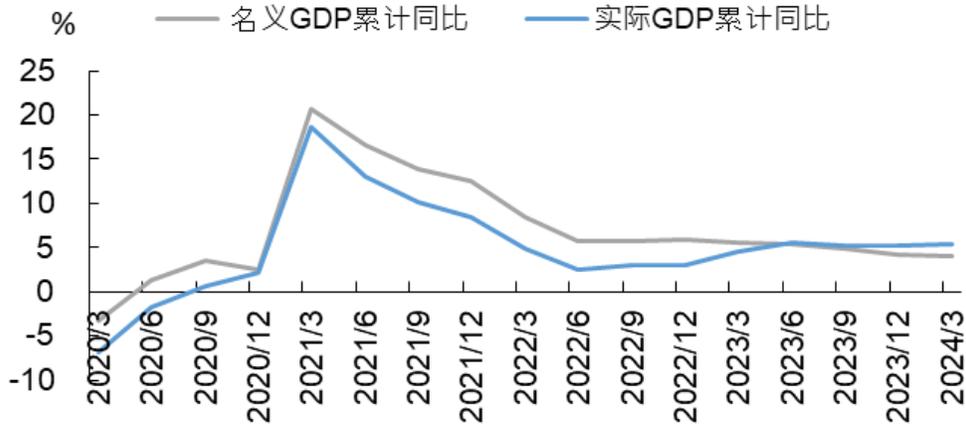


图 名义GDP与实际GDP累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

六、风险提示

- ◆ 房地产鼓励政策效果不确定；
- ◆ 保障房政策对住房销售的抑制；
- ◆ 公共品涨价的冲击；
- ◆ 国际环境的不确定性与复杂性；



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

