

## 如何看待经济趋势

本周关注：

- **PMI** 中规中矩，但生产和新订单分项延续回落，在大规模设备改造的速度降下来之后，经济基本面短时存在微压，但应看作今年 Q1 经济跃升后的修复。
- 按照原材料购进价格去推算，6 月 PPI 同比大概率会收窄至 -0.8% 一线，这应该有基数的相当一部分贡献，从原材料购进价格这个环比口径的指标本身看，已经出现了幅度偏大的回落。
- 如我们近期文章所说，当前的全球流动性已经悄然出现权重上的切换，中日信用投放的下降所带来的影响逐步超过了美欧信用重建的影响，这个变化不一定短时能影响美欧的经济基本面，但确实可能会导致商品周期及库存周期开始回落，这对一些资源主导的国家来说，基本面也会面临相对明显的损失。
- 就国内来看，资产的风险偏好已经面临利多出尽，在进入增长层面的淡季后，**risk-off** 将是一个更为顺畅且确定的方向，本周的资产表现也是顺着这个方向去演绎的。
- 地产存在一些积极迹象，30 大中城市 6 月销售面积同比 -24%，较今年前几个月出现了明显的降幅收窄，当然，即使降幅收窄之后，地产销售也仅仅勉强恢复到去年的降幅水平，后续地产能否加快出清，销售降幅进一步收窄，还需要边走边看。
- 财政这个问题除了财政收入的顺周期变化外，还有控制地方政府杠杆的政策思路，这相当于在维稳政府信用的目标之下，财政逆势扩张不起来，当然，我们还需要注意财政与经济本就非线性，比如目前的公共财政收入占 GDP 的比例，已经降到了比 1994 年分税制改革之前更低的水平。
- 按照这个环境，当前的部分政策是必要的，这涉及一个下限的问题，但长远看，解决问题的根本还是要打开上限，这可能要在短时利率、汇率甚至地方信用上有所取舍，这个点才是真正推动趋势翻转的契机。在此前，利率债资产至少还是安全的。

投资建议：

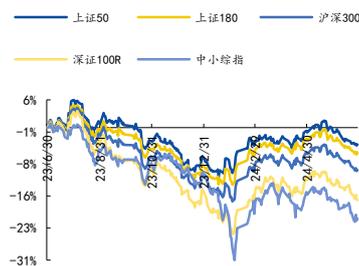
- **宏观经济**：当前宏观经济已经在全局定价的库存周期的支撑下基本稳定，但全球的库存周期是否会重新下降，是个非常值得密切观察的变数。
- **资产配置**：流动性梗阻现象映射在资产配置上就是持续性的 **risk-off**，利率债应该还是占优资产。
- **权益市场**：考虑到信用投放的问题依然无法解决，指数层面表现有限，可适当关注出口、出海及环保这些阿尔法层面的景气机会。
- **利率债**：若流动性梗阻无法解决，利率债的行情持续性仍然有。综合考虑多方因素，建议仍然保持中性久期，但慎赌超长期利率债。
- **信用市场**：在风控允许的范围内，可以尽可能下潜城投信用，目前看，在极端的配置图景下，信用利差有历史性新低的可能；但是地产信用还要等等。
- **商品市场**：从绝对价格的角度，当前商品价格是偏高的，商品有可能重新进入回落的轨道。

风险提示：宏观政策落地不及预期等

主要数据：

上证综指：	2967.40
深圳成指：	8848.70
沪深 300：	3461.66
中小盘指：	3271.50
创业板指：	1683.43

主要市场走势图



资料来源：Wind

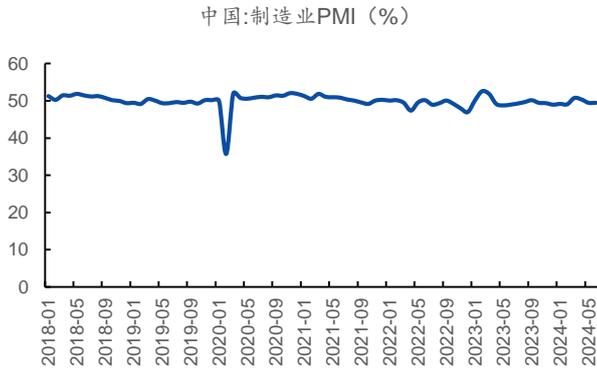
相关研究报告

- 《货币政策的坚持与善良》2024.06.23
- 《全球周期可能面临一些变数》2024.06.16

报告作者

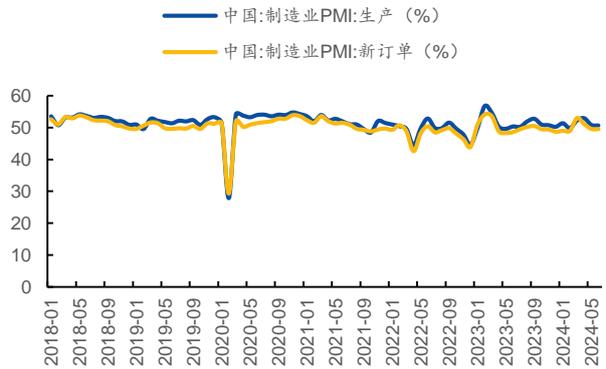
分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

图 1：中国 PMI 走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：中国 PMI 生产和新订单分项走势



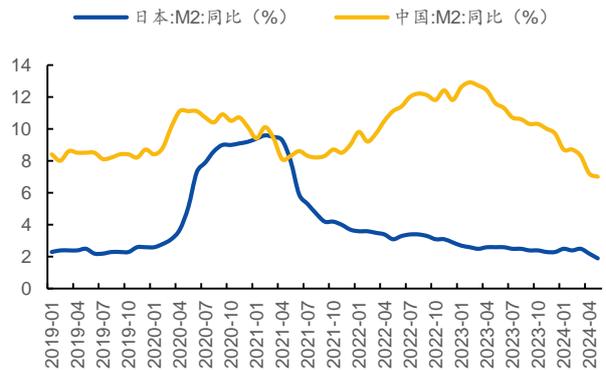
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：中国 PMI 原材料购进价格分项走势



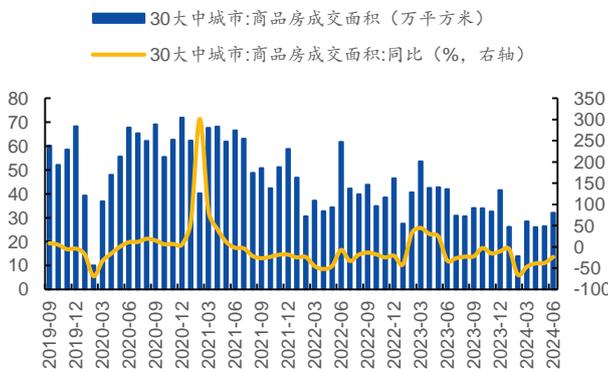
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：中国和日本 M2 走势图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：30 大中城市 6 月销售面积同比降幅收窄



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：2024 中国政府预期赤字率目标 3%



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027