

## 制造业产出或保持平稳

### ——对6月PMI和高频数据的思考及未来经济展望

#### 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

#### 核心观点：

6月PMI综合指数为49.5%（前值49.5%）。季节性调整后，6月PMI指数为49.5%，基本与上月持平。虽然需求与供给子指数稍有回落，但其回落的程度都非常温和；发电耗煤、粗钢产量等高频指标的平稳增长也表明着制造业产出或大体平稳。总体而言，二季度经济环比增速受阶段性因素扰动或较一季度有所放缓。但就中期来看，我们维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。

#### ➤ 6月PMI保持平稳

6月PMI综合指数为49.5%（前值49.5%），基本符合Wind一致预测（49.6%）。季节性调整后，6月PMI指数为49.5%，与上月（49.6%）基本持平。从结构上来看，在季节性调整后，6月需求与供给子指数虽稍有回落，但回落的程度都非常温和（两者均较上月下降0.2个百分点）；供应商配送时间子指数的景气程度有所上升（较上月上升0.5个百分点），或表明线下物流活动的活跃程度有所增加；从业人员指数也略有上升（较上月上升0.1pct）。

#### ➤ 实体相关高频数据继续分化

从以2019年为基期的复合同比增速来看，6月上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均与上月基本持平；中游工业行业中，PTA生产明显改善（较上月回升2.1pct），纺织行业与半钢胎生产保持平稳，全钢胎的生产稍有回落（较上月下降0.3pct）；对下游而言，基建相关高频指标有所回落（较上月下降2.4pct）；航运价格进一步上行；新房销售面积边际回升（较上月回升0.9pct）。此外，市内地铁客流稍有下降，但道路拥堵程度有所上升。

#### ➤ 6月工业生产或保持平稳

季节性调整后，6月PMI综合指数为49.5%，基本与上月持平。虽然需求与供给子指数稍有回落，但其回落的程度都非常温和（两者均较上月下降0.2个百分点）；发电耗煤和粗钢产量的平稳增长也表明着制造业产出或大体平稳。从需求端来看，6月出口仍保持一定韧性，线下消费或保持平稳，但是地产基建投资或仍有回落压力。此外，新房销售面积的高频指标边际改善，表明政策刺激之下，6月地产销售或有企稳迹象，但其可持续性仍需观察。

#### ➤ 维持经济新周期支撑经济复苏的判断

总体而言，受阶段性因素扰动，二季度经济环比增速或较一季度有所放缓。但中期来看，我们维持经济新周期将支撑经济复苏的判断。一方面，4-5月制造业投资环比持续扩张，企业资本支出仍是中国需求端的主要亮点之一，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步减轻对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。另一方面，除稳增长措施仍在持续推出落地外，三中全会对改革的推进或有望推动经济进一步复苏，值得密切关注。

**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

#### 相关报告

- 1、《美国信用卡逾期率和失业率上行：——美国经济的再观察（一）》2024.06.29
- 2、《出口偏强或仍将持续：——对5月外贸数据的思考与未来展望》2024.06.10

## 正文目录

1. 6月PMI保持平稳	3
1.1 6月PMI变动符合季节规律	3
1.2 大中小企业分化收敛	4
1.3 主要分项指数表现	6
2. 实体相关高频指标继续分化	11
2.1 上游发电、钢铁生产保持平稳	11
2.2 中游行业表现分化	12
2.3 基建相关指标有所回落	13
2.4 地产市场边际改善	14
2.5 地铁客流稍有放缓，市内拥堵程度上升	14
2.6 航运价格进一步回升	15
3. 未来经济展望	18
3.1 6月工业生产或保持平稳	18
3.2 维持经济新周期支撑经济复苏的判断	19
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: 大中小企业 PMI 指数 (季调)	5
图表 6: 大中小企业 PMI 新订单指数 (季调)	6
图表 7: 大中小企业 PMI 生产指数 (季调)	6
图表 8: PMI 分项指数较上月变动的情况	6
图表 9: PMI 新订单和生产子指数 (季调)	7
图表 10: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)	7
图表 11: 新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	7
图表 12: 进口指数较上月变动 vs 进口环比	7
图表 13: PMI 生产指数长期高于 PMI 订单指数 (季调)	8
图表 14: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)	9
图表 15: 原材料价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	9
图表 16: 产成品价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	9
图表 17: PMI 产成品和原材料库存 (季调)	10
图表 18: 集装箱运价指数	10
图表 19: 供应商配送时间与从业人员指数 (季调)	10
图表 20: 重点发电集团日耗煤 (周平均)	11
图表 21: 重点企业粗钢日均产量	12
图表 22: PTA 开工率	12
图表 23: 江浙地区涤纶长丝开工率	13
图表 24: 汽车轮胎开工率 (全钢胎)	13
图表 25: 汽车轮胎开工率 (半钢胎)	13
图表 26: 石油沥青装置开工率	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: 19 城地铁客运量	15
图表 30: 99 城高德拥堵延时指数 (周平均)	15
图表 31: 中国出口集装箱运价指数	16
图表 32: 国际干散货运价指数	16
图表 33: 全球制造业 PMI	17
图表 34: PMI 较上月变动 vs 工业增加值环比	18
图表 35: PMI 与荣枯线距离 vs 工业增加值环比	18

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	6月	7月	8月	9月	10月	11月
GDP	5.6	/	/	5.1	/	/
固定资产投资	1.2	7.0	6.4	6.0	6.8	7.2
地产投资	-6.6	-5.8	-5.7	-5.6	-6.8	-6.0
制造业投资	2.8	10.5	9.6	8.7	10.2	10.7
基建投资	3.2	9.5	8.9	8.1	8.3	8.0
社零	7.5	7.1	5.5	3.4	5.4	6.6
出口	8.8	10.4	9.6	7.7	10.9	10.0

资料来源：Wind，国联证券研究所；注：GDP为不变价当季同比，其余指标为当月同比，其中出口为以美元计价的出口金额的当月同比。

## 1. 6月PMI保持平稳

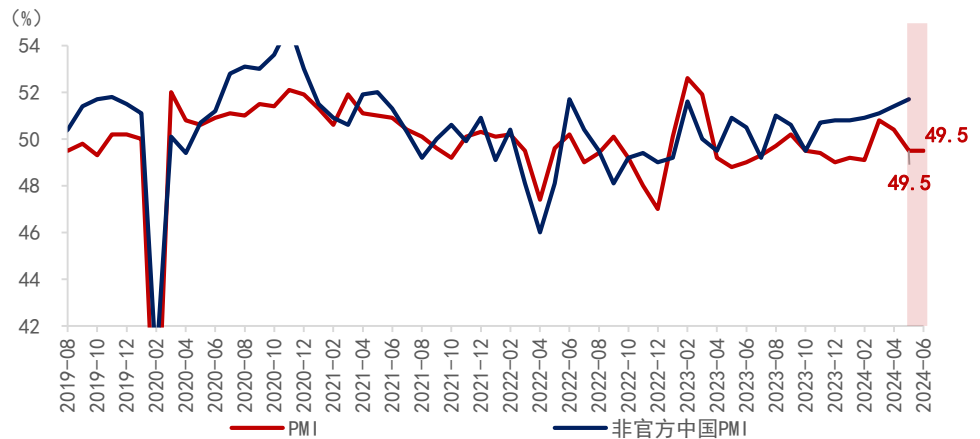
6月PMI综合指数为49.5%（前值49.5%），基本符合Wind一致预测（49.6%）。季节性调整后，6月PMI指数为49.5%，大体上与上月（49.6%）持平。

从结构上来看，在季节性调整后，6月需求与供给子指数虽稍有回落，但回落的程度都非常温和（两者均较上月下降0.2个百分点）；供应商配送时间子指数的景气程度有所上升，或表明线下物流活动的活跃程度有所增加；从业人员指数也略有上升。

### 1.1 6月PMI变动符合季节规律

6月PMI综合指数为49.5%，与上月（49.5%）持平，基本符合Wind一致预测（49.6%）。

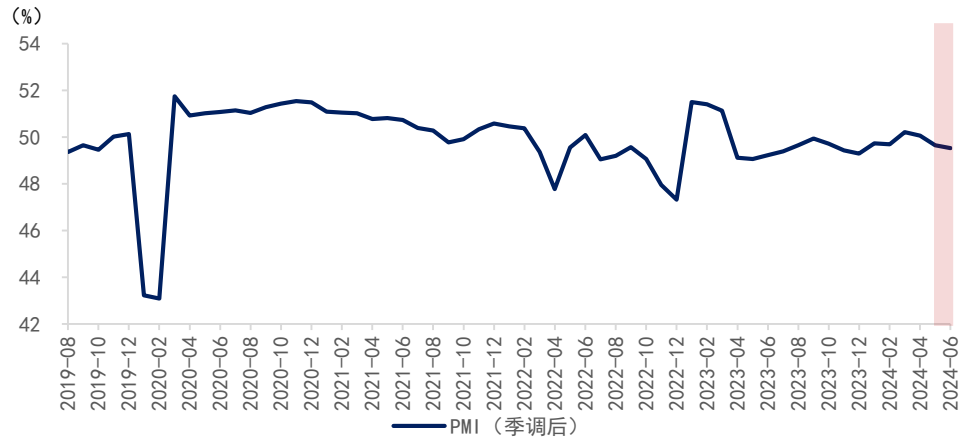
图表2：中国PMI综合指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的数据来看，6月PMI指数为49.5%，大体上与上月（49.6%）持平，表明6月PMI的环比变动基本符合季节性规律。

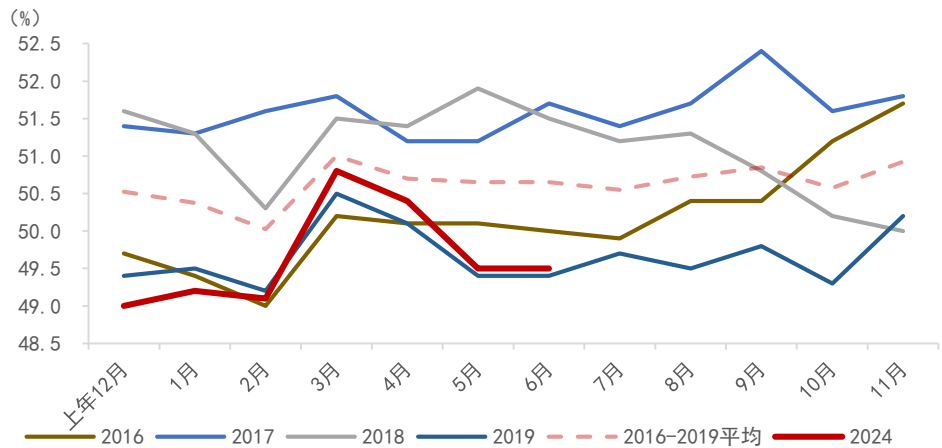
图表3：中国 PMI 综合指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

对比历史规律，6月 PMI 指数的环比变动也符合季节性规律。2016-2019 年，6 月 PMI 指数的平均值与 5 月相当。今年 6 月 PMI 综合指数也与 5 月持平，这与历史可比年份的表现相一致。

图表4：可比年份各月 PMI 指数



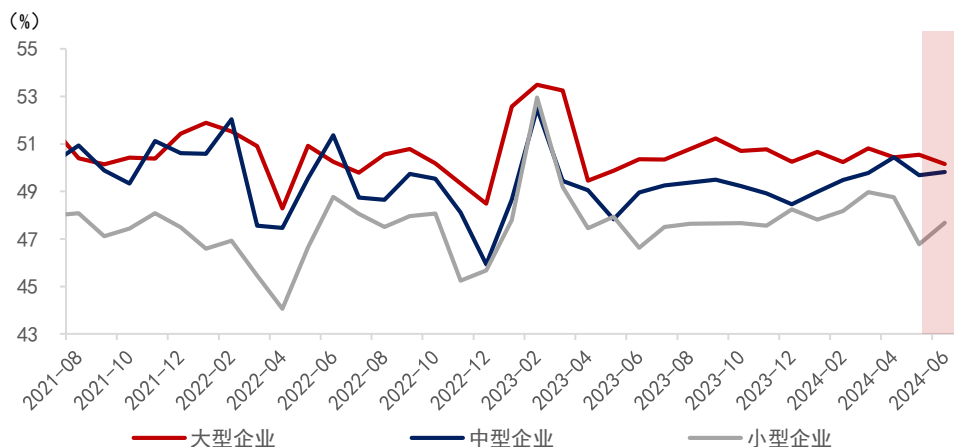
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 大中小企业分化收敛

从结构上来看，不同规模企业表现有所收敛。上月，大中小企业的 PMI 指数出现分化，其中小型企业供需的双双回落可能是 PMI 指数环比回落的主要拖累项。而在 6 月，大中小企业的分化明显收敛。

季节性调整后，6月大型企业PMI为50.2%，较上月回落0.4个百分点；中型企业PMI为49.8%，较上月上升0.1个百分点；小型企业PMI为47.7%，较上月反弹0.9个百分点。

图表5：大中小企业PMI指数（季调）

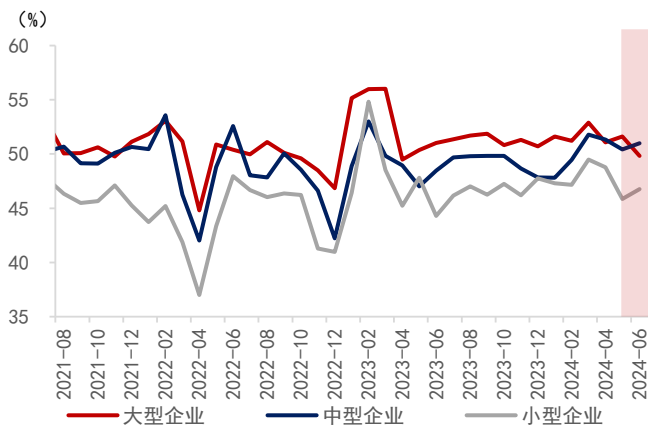


资料来源：Wind，国联证券研究所

其中，无论是需求相关的分项，还是生产相关的子指数，大中小企业的分化都有一定收敛。从季节性调整后的数据来看：

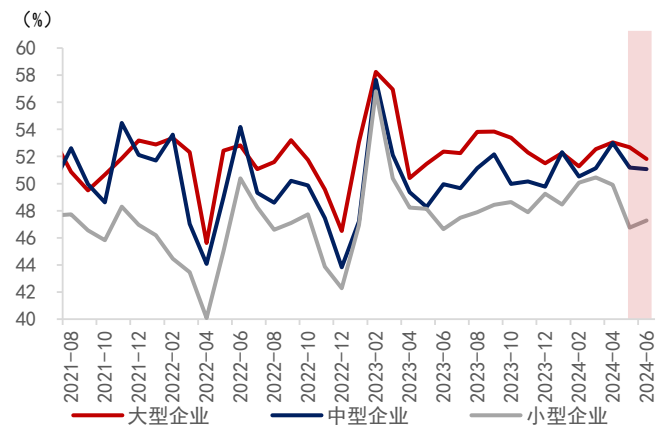
- 需求方面，6月大型企业新订单子指数为49.8%，较上月下降1.8个百分点；中型企业新订单子指数为51.0%，较上月回升0.6个百分点；小型企业新订单子指数为46.8%，较上月反弹0.9个百分点。
- 供给方面，6月大型企业生产子指数为51.8%，较上月下降0.9个百分点；中型企业生产子指数为51.1%，较上月下降0.1个百分点；小型企业生产子指数为47.3%，较上月回升0.5个百分点。

图表6: 大中小企业 PMI 新订单指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 大中小企业 PMI 生产指数 (季调)



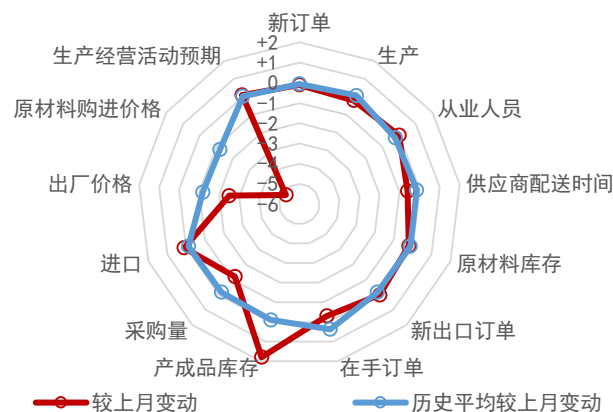
资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 1.3 主要分项指数表现

从主要分项指数来看,在季节性调整后,需求与供给子指数虽稍有回落,但回落的程度都非常温和(两者均较上月下降0.2个百分点);供应商配送时间子指数的景气程度有所上升,或表明线下物流活动的活跃程度有所增加,从业人员指数也略有上升。

此外,价格指数方面,原材料价格指数有所回落,但产成品价格指数仍继续上行,且两者均保持在荣枯线之上,这意味着6月工业品价格指数或有望保持环比正增长。库存方面,原材料库存保持平稳,但产成品库存有所回升,可能与海运价格上行有关。

图表8: 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。

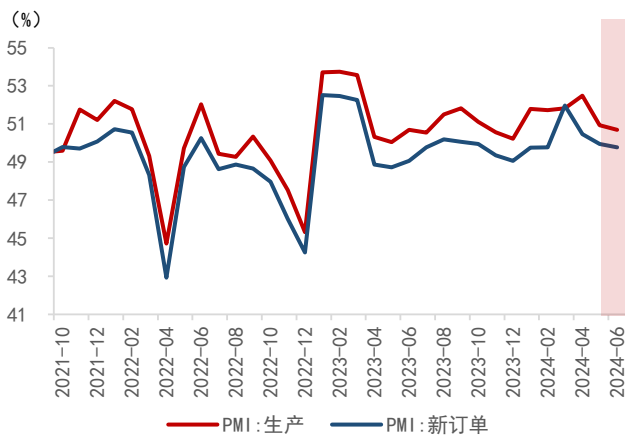


### 1.3.1 供需边际回落

需求指数稍有回落。季节性调整后，6月新订单子指数为49.8%，较上月环比回落0.2个百分点。

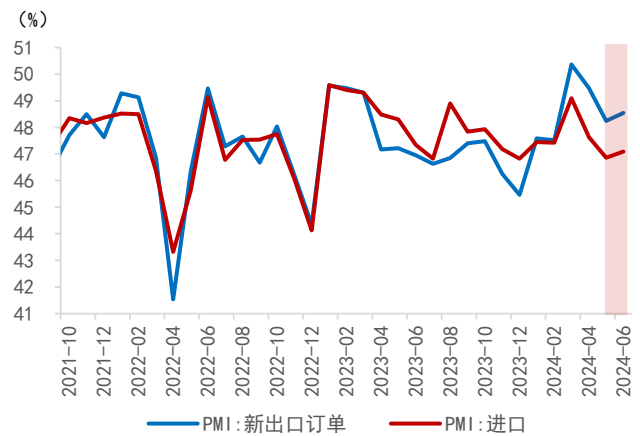
其中，新出口订单指数为48.5%，较上月环比回升0.3个百分点；而与内需更相关的进口子指数为47.1%，较上月回升0.2个百分点。

图表9：PMI 新订单和生产子指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

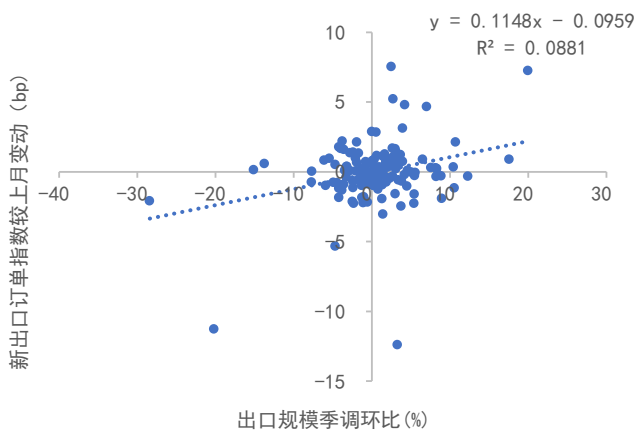
图表10：PMI 新出口订单和进口子指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

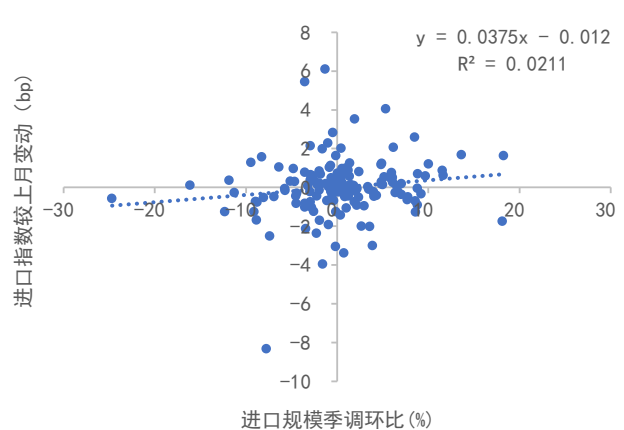
当然，需要注意的是，出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限，需谨慎参考。其中的一个原因是，PMI 指数给予大小企业的权重相同，但是大小企业的外贸情况可能存在分化，这就导致进出口规模的变化与 PMI 指数的变动时常并不一致。

图表11：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2011.1-2024.04

图表12：进口指数较上月变动 vs 进口环比

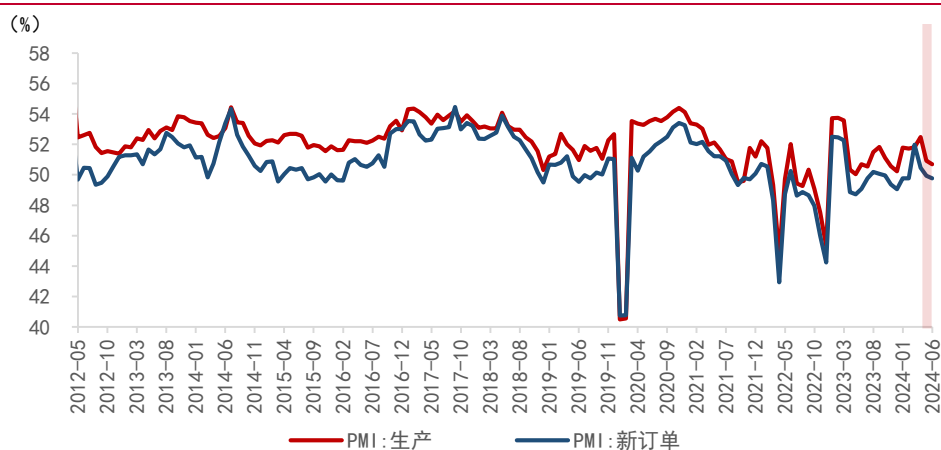


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为2011.1-2024.04

供给指数略有下降。季节性调整后，6月生产子指数为50.7%，较上月环比下降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（50.6%）仍高于新订单子指数（50.1%），但这可能并不意味着库存有被动累积的压力。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，这可能主要与统计方面的因素有关。

图表13: PMI生产指数长期高于PMI订单指数（季调）



资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 1.3.2 价格指数有望保持环比正增长

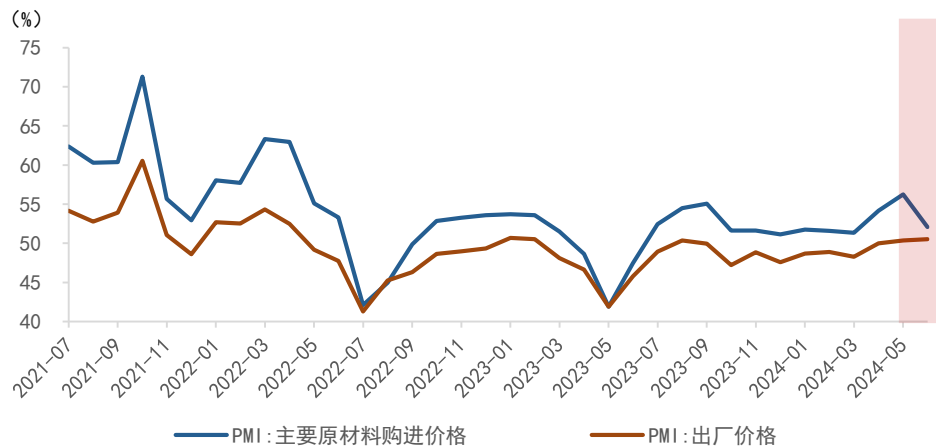
6月原材料与产成品价格指数表现有所分化，但都保持在荣枯线以上。

其中，原材料价格在此前连续2个月的明显回升后出现回落。剔除季节性因素之后，6月原材料购进价格子指数为52.1%，较上月回落4.2个百分点。

产成品价格子指数则继续上行。季节性调整后，6月产成品价格子指数为50.5%，环比上行0.2个百分点。



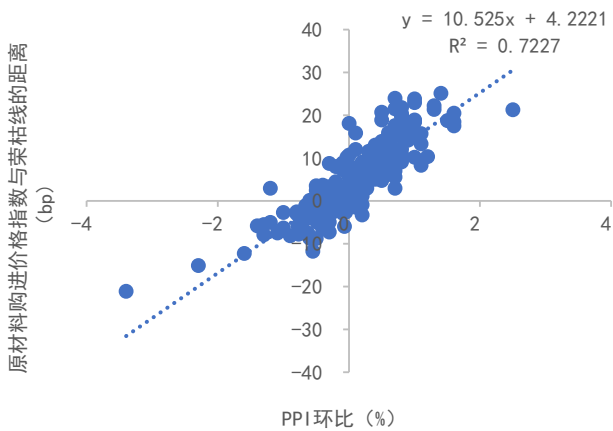
图表14: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

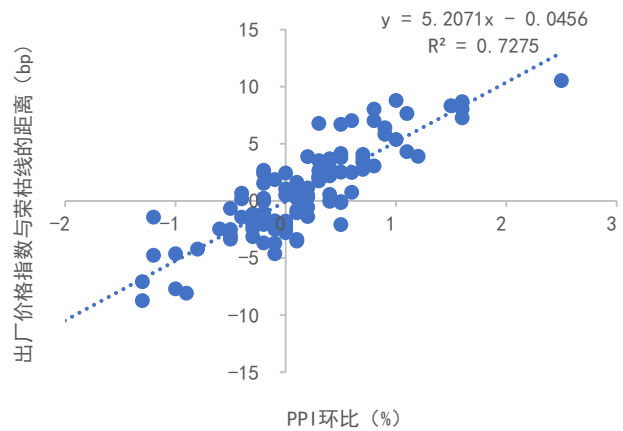
从历史走势看, PMI 原材料和产成品价格子指数到荣枯线的距离与 PPI 环比高度正相关。6 月 PMI 原材料价格与产成品价格指数均保持在荣枯线以上, 可能意味着, 6 月工业品价格有望保持环比正增长 (5 月 PPI 环比 0.2%)。

图表15: 原材料价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2005.1-2024.05

图表16: 产成品价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2016.1-2024.05

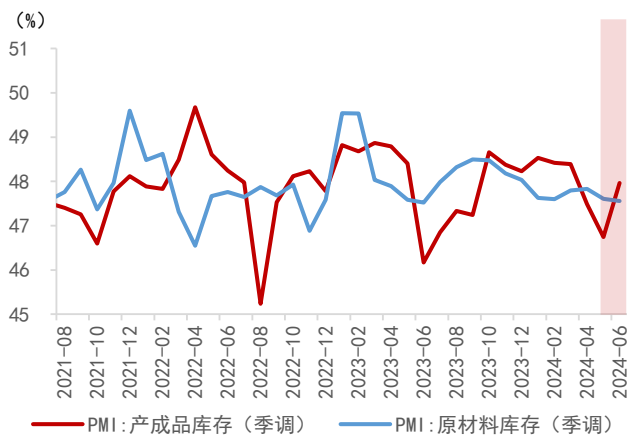
### 1.3.3 原材料库存平稳, 产成品库存回升

从库存相关的指标来看, 制造业企业原材料库存保持平稳, 产成品库存或有所回升。

从季节性调整后的数据来看, 6 月原材料库存子指数为 47.6%, 与上月持平。

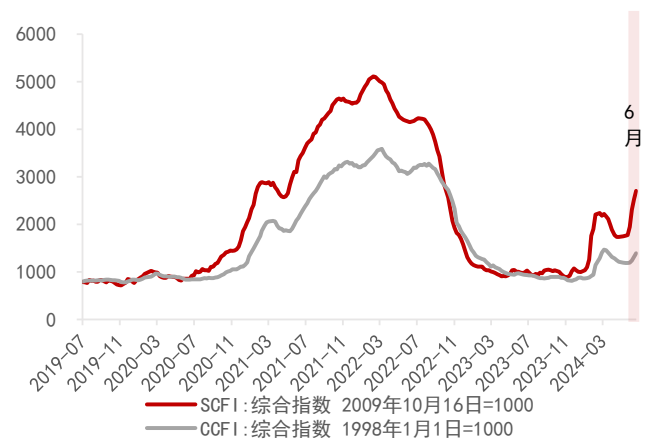
与此同时, 季节性调整后, 6 月产成品库存子指数为 48.0%, 较上月回升 1.2 个百分点, 显示制造业企业的产成品库存或有所增加。这可能部分地与近期海运价格上涨、集装箱仓位紧张, 导致部分出口货物出运困难有关。

图表17: PMI 产成品和原材料库存 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 集装箱运价指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

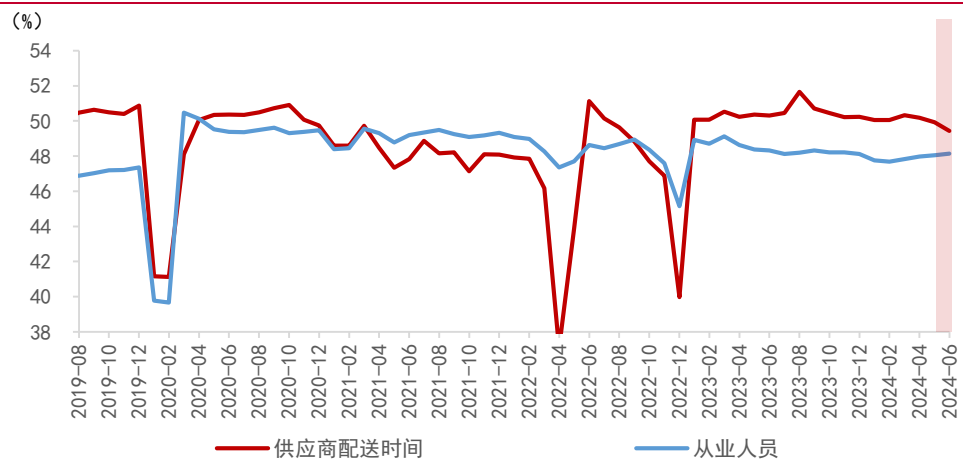
### 1.3.4 供应商配送时间上升

季节性调整后,构成 PMI 综合指数的 5 个分项指数中:供给、需求子指数均上月回落,但回落的程度非常温和(0.2 个百分点);原材料库存子指数与上月持平;从业人员指数环比稍有回升(0.1 个百分点);供应商配送时间子指数的景气度明显上行,较上月环比回升 0.5 个百分点。

一般情况下,供应商配送时间指数越低,表明供应商配送越不及时,越是说明经济景气。所以,供应商配送时间子指数是以 100 减去该子指数计入 PMI 综合指数(权重 15%)。

除了海运效率下降可能影响供应商配送外,6 月 99 城高德延时指数的上行(图表 30)也意味着,由于一些线下活动的活跃,物流的繁忙程度可能的确有所上升。

图表19: 供应商配送时间与从业人员指数 (季调)



资料来源: IFinD, 国联证券研究所

## 2. 实体相关高频指标继续分化

6月实体相关高频指标延续分化：上游工业生产保持平稳，中游工业生产有所分化，基建稍有回落，地产销售出现了一些边际改善的迹象。

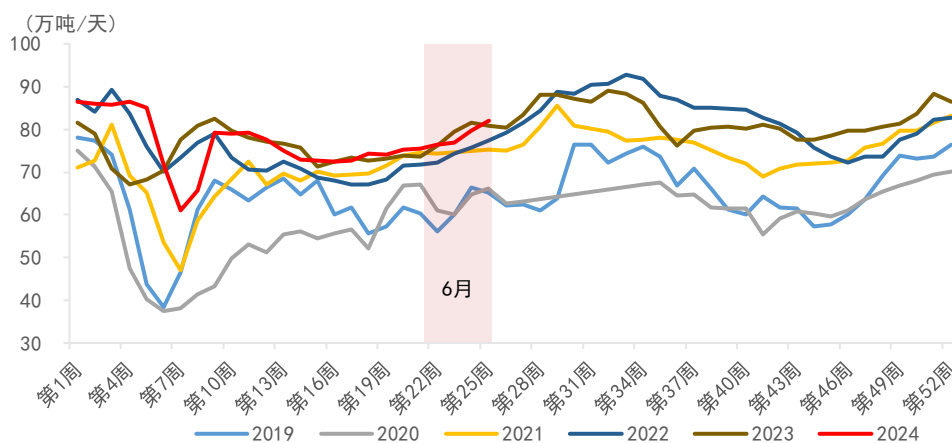
其中，上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均与上月基本持平；中游工业行业中，PTA生产明显改善，纺织行业与半钢胎生产保持平稳，全钢胎的生产稍有回落；对下游而言，基建相关高频指标有所回落；航运价格进一步上行；新房销售面积边际回升。此外，市内地铁客流稍有下降，但道路拥堵程度有所上升。

### 2.1 上游发电、钢铁生产保持平稳

上游工业行业中，发电耗煤量与钢铁生产均与上月基本持平。

发电耗煤水平保持平稳。6月主要发电企业日耗煤量较2019年同期复合平均增长4.9%，较上月（4.9%）持平。

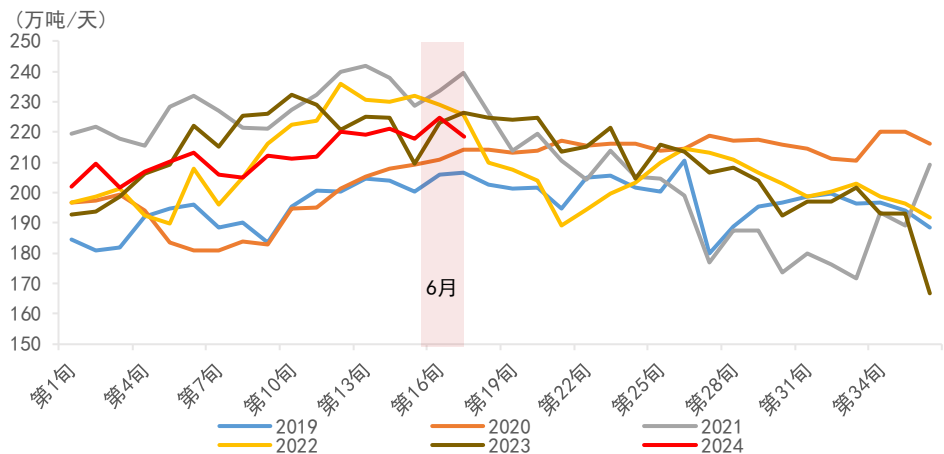
图表20：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：I finD，国联证券研究所

钢铁生产也与上月基本持平。相较2019年同期水平，6月中上旬粗钢产量的复合平均增速为1.4%，基本与5月中上旬的复合平均增速（1.5%）持平。

图表21：重点企业粗钢日均产量



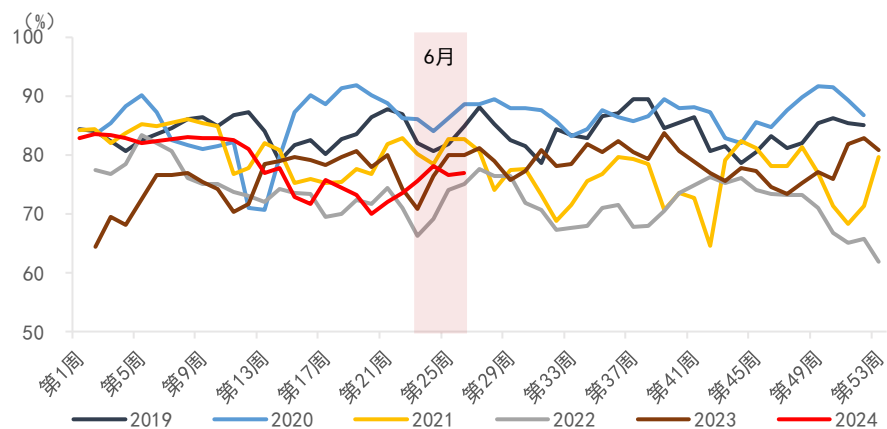
资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2 中游行业表现分化

中游工业行业中，PTA 生产明显改善，纺织行业与半钢胎生产保持平稳，主要用于货车以及大型客车的全钢胎的生产稍有回落。

PTA 生产有所改善。相较 2019 年同期，6 月 PTA 开工率的复合同比增速为-1.4%，与 5 月（-3.5%）相比降幅明显收窄。

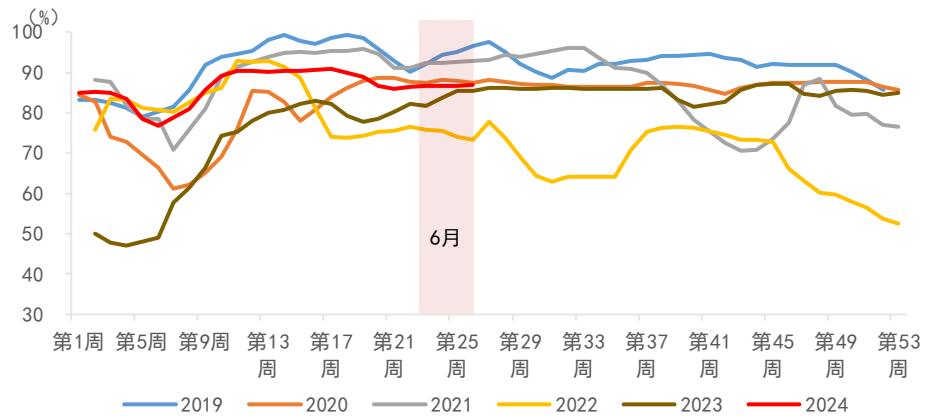
图表22：PTA 开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

纺织行业生产保持平稳。6 月江浙涤纶长丝开工率较 2019 年同期的复合平均增速为-1.7%，与 5 月（-1.6%）基本持平。

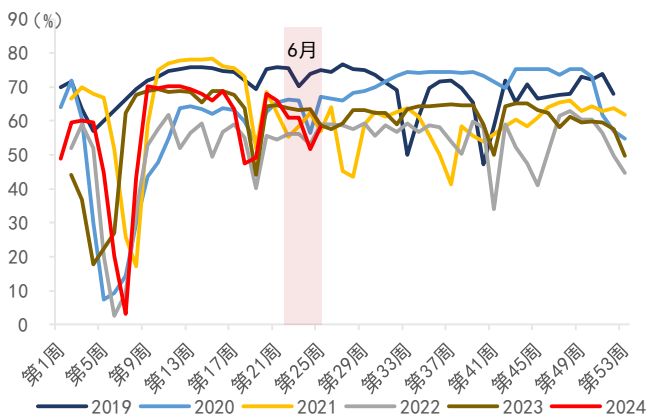
图表23：江浙地区涤纶长丝开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

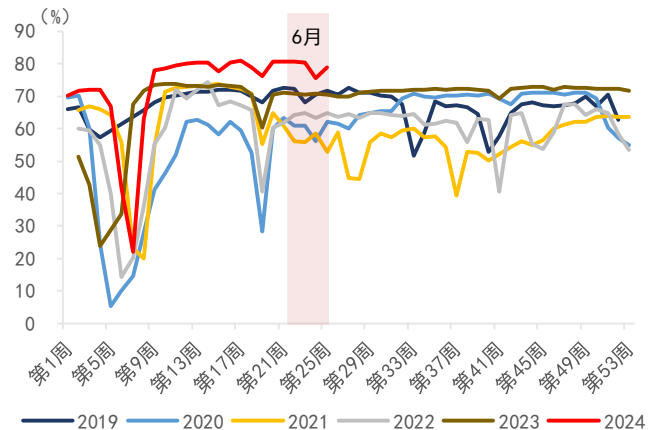
**轮胎生产表现分化。**6月主要应用于轿车的半钢胎开工率相较2019年同期的复合平均增速为2.2%，与5月（2.2%）持平；而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产进一步回落，较2019年同期的复合平均增速为-4.9%，降幅较5月（-4.6%）稍有扩大。

图表24：汽车轮胎开工率（全钢胎）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表25：汽车轮胎开工率（半钢胎）

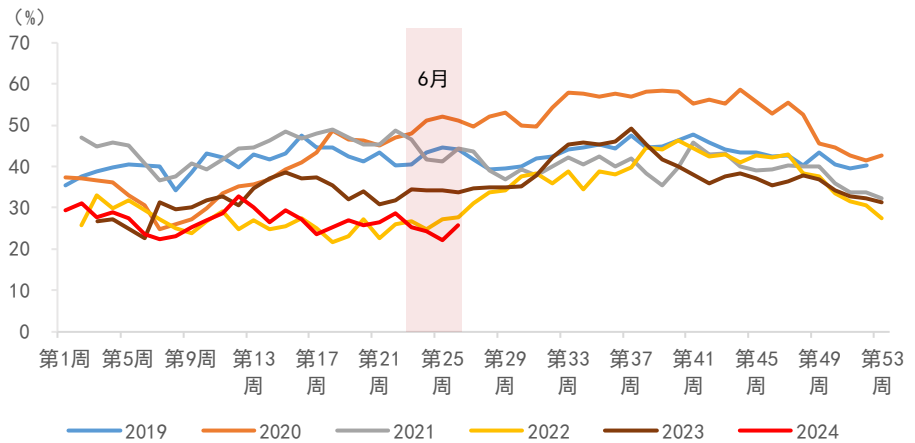


资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.3 基建相关指标有所回落

**基建相关高频指标有所回落。**相较2019年同期，6月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-10.8%，较5月（-8.4%）降幅扩大，6月基建投资或有一定放缓。

图表26: 石油沥青装置开工率



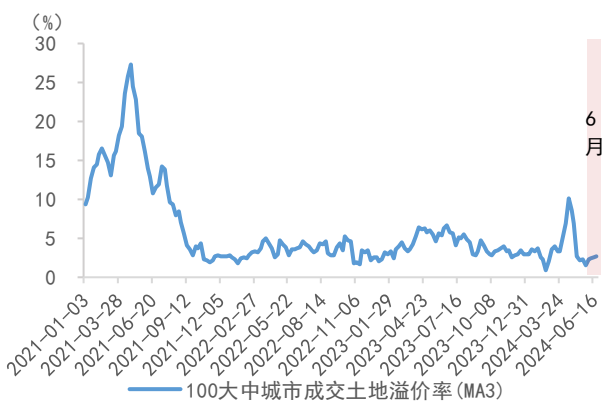
资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.4 地产市场边际改善

土地市场方面, 100 大中城市成交土地溢价率平均为 2.8% (前值 1.8%), 较上月有一定回升。

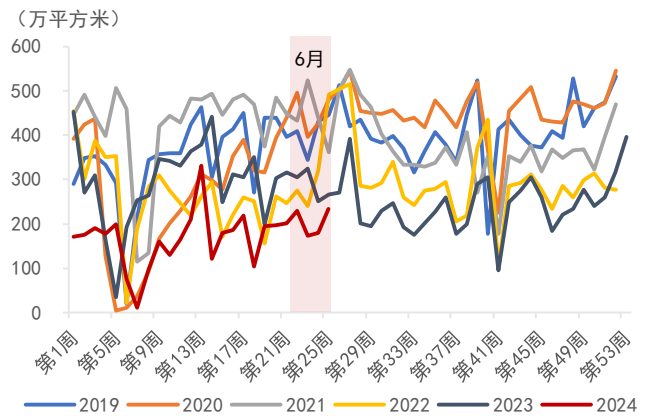
新房销售量有所回升。相较 2019 年同期水平, 6 月 30 大中城市新房销售面积的复合平均增速为-13.8% (前值-14.7%), 降幅较上月有所收窄。

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)

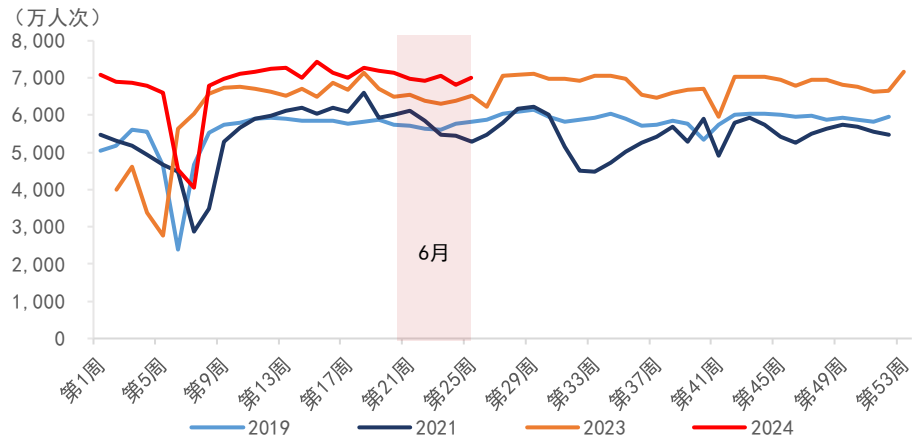


资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.5 地铁客流稍有放缓, 市内拥堵程度上升

6 月地铁客运量稍有回落。从 19 大中城市的地铁客运量来看, 6 月地铁客流与 2019 年同期水平相比复合平均增长 3.9%, 较 5 月 (4.3%) 略有回落。

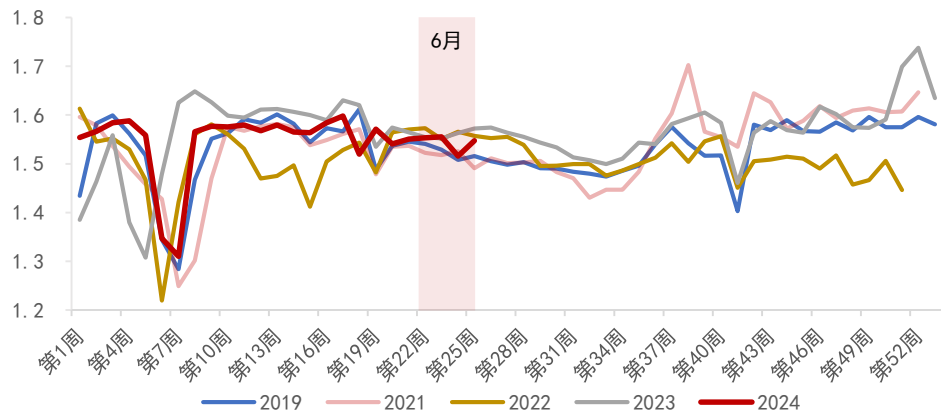
图表29: 19城地铁客运量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

市内拥堵程度有所上升。相较 2019 年同期, 99 城平均的高德延时指数的复合平均增速为 0.3%, 较上月 (0.0%) 有所上升, 表明市内交通的拥堵情况有所加剧。

图表30: 99城高德拥堵延时指数(周平均)



资料来源: IfinD, 国联证券研究所

## 2.6 航运价格进一步回升

6月集装箱运价综合指数持续上行。6月上海出口集装箱运价指数(SCFI)较5月环比增长26.6%,较上月(环比+46.6%)进一步环比增长;6月中国出口集装箱运价指数(CCFI)较5月环比增长26.5%(前值14.3%),继续上行。

6月干散货运价指数也进一步上行。6月波罗的海干散货运价指数较上月环比增长1.1%(前值9.4%)。



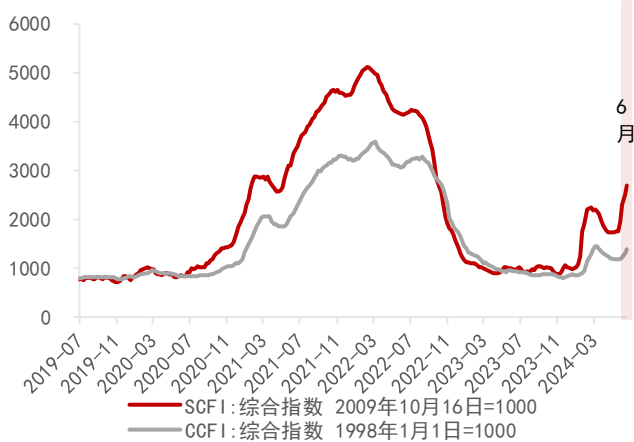
集装箱综合运价指数在 6 月持续回升，可能受到多种因素的影响。

一方面，红海地缘政治危机造成的影响或持续扩大。红海地区集装箱船运输受到干扰被迫绕行的情况在加剧，全球港口出现进一步拥堵迹象。一些亚洲主要港口，特别是新加坡集装箱港口出现严重拥堵，导致航运价格的上涨<sup>1</sup>。

另一方面，海外需求的修复可能也对运价有所提振。从基本面上看，5 月摩根大通全球制造业 PMI 为 50.9%，保持在荣枯线之上；美国也仍处于补库存周期中。

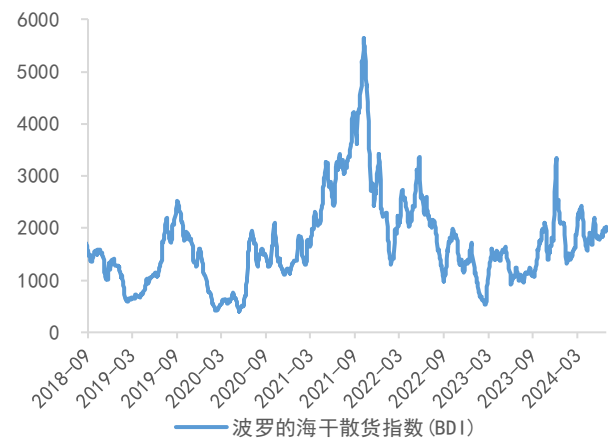
此外，一些额外的因素可能还推动了一些海外的库存需求。这些因素包括：1) 在红海危机、关税预期等多种不确定因素共同作用下，航运市场紧张情绪加剧，进口商纷纷增加订单确保自己能够尽早获得商品，航运旺季有所提前<sup>2</sup>；2) 美国大选等不确定因素导致的关税风险<sup>3</sup>可能推动一些美国进口商提前备货；3) 6 月 12 日，欧盟宣称将对中国出口的电动汽车加征大额关税，并拟于 7 月 4 日起由各成员国海关执行<sup>4</sup>，这可能也刺激了一些车企提前出口。

图表31：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32：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

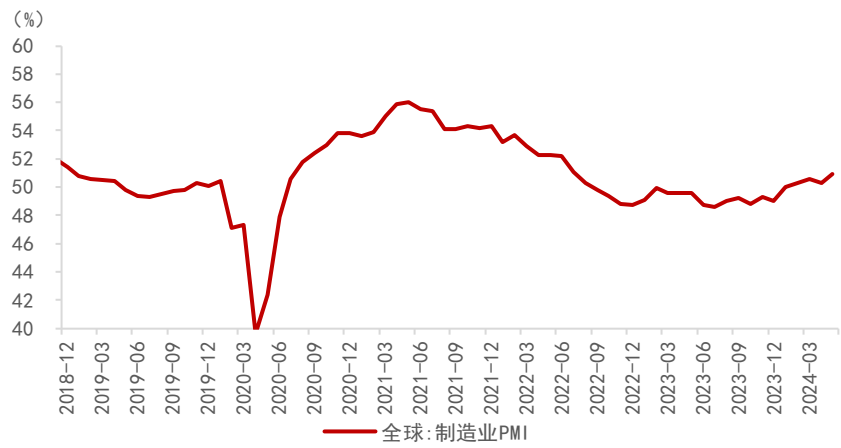
<sup>1</sup> [https://news.cnr.cn/native/gd/20240605/t20240605\\_526730141.shtml](https://news.cnr.cn/native/gd/20240605/t20240605_526730141.shtml)

<sup>2</sup> <https://finance.sina.com.cn/money/future/wemedia/2024-05-19/doc-inavunyn8896684.shtml>

<sup>3</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3717825>

<sup>4</sup> [https://www.guancha.cn/internation/2024\\_06\\_12\\_737777.shtml?s=zwyzwxw](https://www.guancha.cn/internation/2024_06_12_737777.shtml?s=zwyzwxw)

图表33: 全球制造业 PMI



资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 未来经济展望

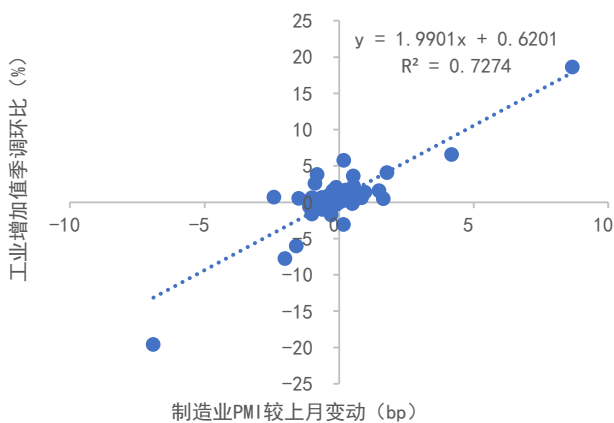
6月PMI指数整体表现平稳，我们认为6月整体工业生产或也有望保持平稳。总体而言，二季度经济环比增速受阶段性因素扰动或较一季度有所放缓，但中期而言，我们维持在以资本支出为中心的新动能的支持下，经济未来仍将持续复苏的判断。

#### 3.1 6月工业生产或保持平稳

季节性调整后，6月PMI综合指数为49.5%，基本与上月持平。虽然需求与供给指数稍有回落，但其回落的程度都非常温和（两者均较上月下降0.2个百分点）；发电耗煤和粗钢产量等高频指标的平稳增长也表明着制造业产出大体平稳。

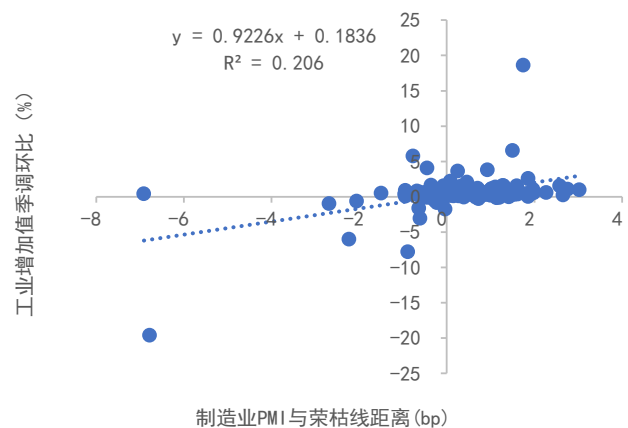
历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。这意味着6月工业生产乃至总体经济或有望也保持较为平稳的状态。

图表34: 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35: 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

从需求端来看，出口仍保持一定韧性，线下消费或保持平稳，但是地产基建投资或仍有回落压力。此外，新房销售面积的高频指标边际改善，表明政策刺激之下，6月地产销售或有企稳迹象——当然，其可持续性或仍需观察。

### 3.2 维持经济新周期支撑经济复苏的判断

整体来看，二季度经济的环比增速或较一季度有所放缓。这主要是受到一些阶段性因素的扰动，包括财政支出速度暂时偏慢，地产投资进一步下行、南方部分地区洪涝灾害等（《短期因素对经济复苏构成扰动——4月经济数据及地产最新政策的点评》）。

虽然短期经济或有一定波动，中期来看，我们认为，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逻辑并未被打破。

一方面，我们认为以资本支出为中心的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（《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）》）。例如，4-5月制造业投资环比持续扩张，企业资本支出仍是中国需求端的主要亮点之一。（《供需如期回升——5月经济数据点评》）。

另一方面，除稳增长措施仍在持续推出落地外，三中全会对改革的推进或有望推动经济进一步复苏，值得密切关注。

近期，北京等核心城市进一步优化调整房地产政策，降低首付比例<sup>5</sup>；此外，财政支出也有望在下半年追赶进度。相关政策对下半年经济增长将起到支撑作用。

此外，即将在7月举行的三中全会值得密切关注。期待会议进一步深化改革，推出市场化、法治化的新举措，这也将有利于提振消费者与企业家风险偏好，推动经济更快复苏。

## 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

<sup>5</sup> [https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zcid/202406/t20240627\\_3729888.html](https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zcid/202406/t20240627_3729888.html)

## 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/或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/或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：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼