

经济仍处于弱修复区间 ——宏观研究月报 20240702

工业生产有所放缓。6月制造业PMI持平上月，反映制造业经济活动进一步放缓，供需分项均有所放缓，需求不足仍是主要原因。工业增加值比较上月回落1.1pct至5.6%，工业生产小幅降温也与6月PMI低于荣枯线数据相印证，或是由于五一假期导致月内工作日减少对生产数据形成拖累。

内需动力仍相对不足。5月社零数据反弹，结束了连续5个月的下滑，主要是由于假期效应、促消费政策的效果显现，以及购物节提前开卖调动居民消费积极性，但整体恢复速度仍较疫情前偏弱。固定资产投资有所回落，制造业仍是主要贡献项，基建投资增速回落，房地产投资依然是主要拖累项，房地产行业基本面依然疲弱，房地产投资与销售数据仍在筑底阶段。

5月外贸数据表明出口依然延续较高景气度，与多数海外经济体5月份PMI维持扩张相印证，指向**外需依然有韧性**。随着以美国为首的主要发达经济体逐渐进入补库周期，海外降息周期逐步开启，制造业景气度有望延续上行趋势，包括东盟、俄罗斯在内的“一带一路”国家仍是外需的重要支撑。

CPI同比走平，PPI环比转正。5月食品项对CPI的拖累减弱，PPI同比降幅持续收窄，环比结束此前六个月的负增长。随着需求有望得到改善，多项稳增长、稳物价政策落地，物价水平将从低位企稳回升，CPI同比或有望位于正增速区间。PPI也将延续回升态势，同比降幅有望进一步收窄。

5月社融增速小幅回升至8.4%，政府债券多增助力社融企稳。居民短期、中长期贷款均已连续四个月同比少增，表明居民消费需求和购房意愿同比依然较为疲弱，但环比有所改善，或受到“五一”假期提振。M2-M1“剪刀差”进一步走阔，表明企业资金活化程度依旧较弱。未来随着企业预期逐步改善、政策监管冲击减弱，对于M1增速的拖累有望减弱。

整体来看，5月出口、消费、PPI增速反弹；工业生产、固定资产投资增速小幅回落，社融信贷数据仍差，基本面依然处于弱修复的区间，呈现外需较强，内需较弱的格局。外部环境来看，美国等发达国家经济仍处于复苏轨道，叠加美国补库、半导体周期上行等因素，预计全球经济整体趋于修复，有望继续支撑我国出口制造业链条反弹。

风险提示：政策超预期调整；经济恢复不及预期；外部环境存在不确定性。

麦高证券 研究发展部

分析师：刘娟秀

资格证书：S0650524050001

联系邮箱：liujuanxiu@mgzq.com

联系电话：15210154632

分析师：钟奕昕

资格证书：S0650524030001

联系邮箱：zhongyixin@mgzq.com

联系电话：15800464258

相关研究

《内需依然相对偏弱——宏观研究月报 20240606》2024.06.07

《金融数据表现不及预期》2024.06.03

《前4个月我国外贸向好态势进一步巩固》2024.05.24

《一季度我国外贸开局有力、起势良好》2024.04.25

正文目录

1 工业生产趋缓，外需韧性较强	5
1.1 制造业景气度持平，内需仍待提振	5
1.2 生产端：工业生产小幅降温，结构性亮点仍存	6
• 工业增加值增速同比小幅放缓	6
• 工业企业效益持续恢复，外需动力韧劲犹在	7
1.3 需求端：投资增长放缓，消费回暖，出口表现强劲	9
• 房地产拖累明显，制造业贡献持续较多	9
• 消费有所回暖，行业分化明显	10
• 出口超预期上行，东盟拉动显著，进口环比走弱	11
2 CPI 同比走平，PPI 环比转正	12
2.1 CPI 同比走平，食品价格拖累减弱	12
2.2 PPI 同比降幅收窄，工业品价格趋稳	13
3 政府债券助力社融企稳	14
3.1 社融规模同比多增，政府债贡献较多	14
3.2 M2-M1 剪刀差走扩，企业资金活化程度有待提升	15
3.3 央行公开市场操作	16
4 财政收入持续放缓，财政支出平稳增长	17
5 政策要闻	18
• 二季度央行货币政策执行报告要点	18
• 6 月底政治局会议要点	19
6 小结	21
7 附录	23

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 分项指数 (%)	5
图表 2: 制造业 PMI 历年变化 (%)	6
图表 3: 企业投资前瞻、生产经营活动预期指数 (%)	6
图表 4: 大中小企业制造业 PMI 分项指数 (%)	6
图表 5: 中国规模以上工业增加值当月同比 (%)	7
图表 6: 工业企业利润增速贡献拆解: 量、价和利润率 (%)	8
图表 7: 工业企业营业收入、产成品存货同比增速 (%)	9
图表 8: 固定资产投资完成额累计同比增速 (%)	10
图表 9: 房地产新开工、竣工、施工同比 (%)	10
图表 10: 商品房销售面积、销售额累计同比 (%)	10
图表 11: 历年专项债发行速度 (亿元)	10
图表 12: 社会消费品零售总额当月同比 (%)	11
图表 13: 餐饮、商品零售总额当月同比 (%)	11
图表 14: 5 月进出口金额当月同比及贸易差额 (% , 亿美元)	11
图表 15: 主要贸易伙伴出口金额当月同比 (%)	12
图表 16: 主要出口商品结构变化	12
图表 17: CPI、核心 CPI 当月同比 (%)	12
图表 18: CPI、核心 CPI 当月环比 (%)	12
图表 19: CPI 食品和非食品当月同比 (%)	13
图表 20: CPI 食品和非食品当月环比 (%)	13
图表 21: PPI 分项当月同比 (%)	14
图表 22: PPI 当月同比和环比 (%)	14
图表 23: 新增社融各项变化 (%)	15
图表 24: 新增人民币贷款 (亿元)	15
图表 25: M1、M2 同比增速 (%)	16
图表 26: 央行公开市场操作 (亿元)	16
图表 27: 财政收支累计同比	18
图表 28: 税收收入放缓, 非税收入增长	18

图表 29: 政治局会议原文对比	20
图表 30: 主要经济指标表现	23
图表 31: 6月 A 股重要股票指数表现情况	23
图表 32: 6月申万一级行业涨/跌幅 Top5	24
图表 33: 6月份全球重要指数表现	24
图表 34: 人民币兑美元汇率 (元)	25

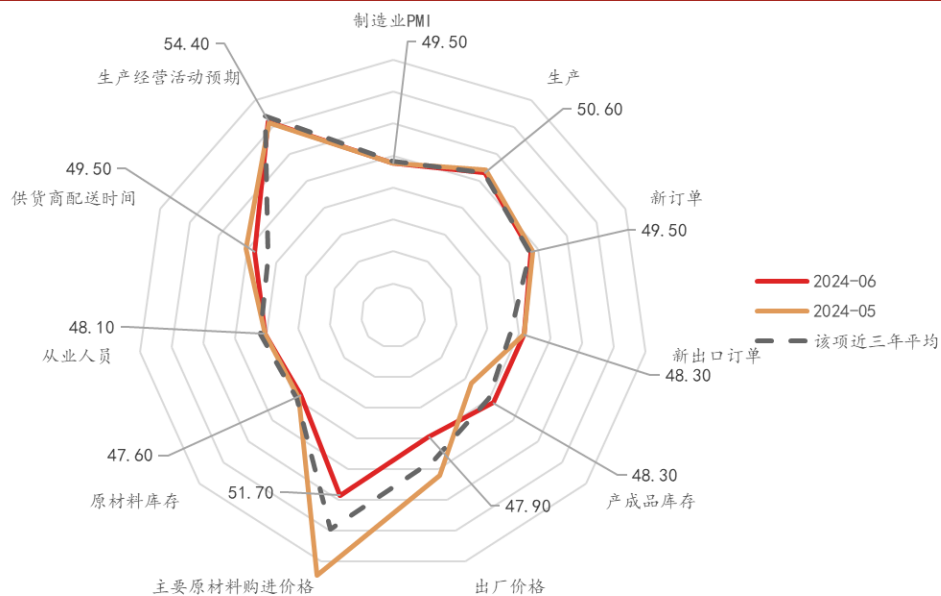
1 工业生产趋缓，外需韧性较强

1.1 制造业景气度持平，内需仍待提振

6月制造业PMI为49.50%，持平上月，仍低于荣枯线，表现略弱于季节性，制造业经济活动进一步减缓。分项来看，6月份制造业产、需均持续回落，需求不足仍是主要原因，新订单指数下降0.1pct至49.50%，新出口订单指数持平上月录得48.30%，生产指数下降0.2pct至50.60%。生产经营活动预期升，生产经营活动预期指数上升0.1pct至54.40%。产成品库存指数上升1.8pct至48.30%，后续根据数据情况持续验证是否进入“补库存”周期。原材料供应商交货时间放慢，供货商配送时间指数下降0.6pct至49.50%。受最近部分大宗商品价格下降以及市场需求不足等影响，主要原材料购进价格指数下降5.2pct至51.70%。

此外，与近三年制造业PMI分项指数相比，今年6月供需两端均略强于平均。生产指数高于近三年平均值的50.58%，新订单指数高于近三年平均值的49.42%，新出口订单指数也高于近三年平均值的47.48%。

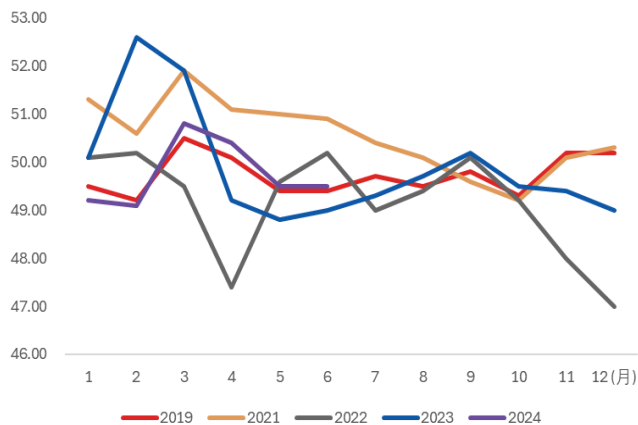
图表 1：制造业 PMI 分项指数 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

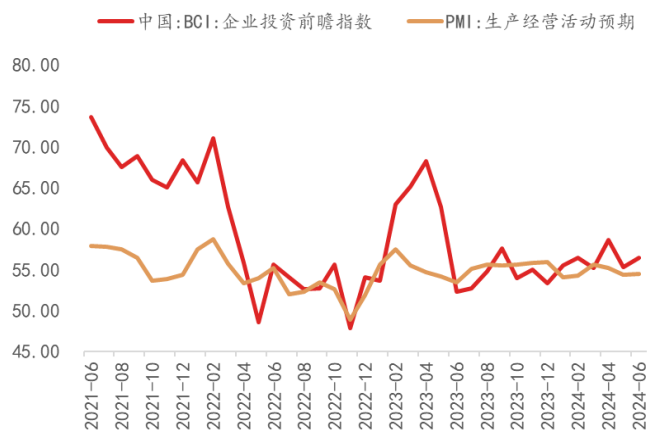
在生产预期方面，6月PMI生产经营活动预期（54.40%）和BCI企业投资前瞻指数（56.46%）较上个月均有所回升，未来企业生产和投资有望稳健增长。

图表 2: 制造业 PMI 历年变化 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

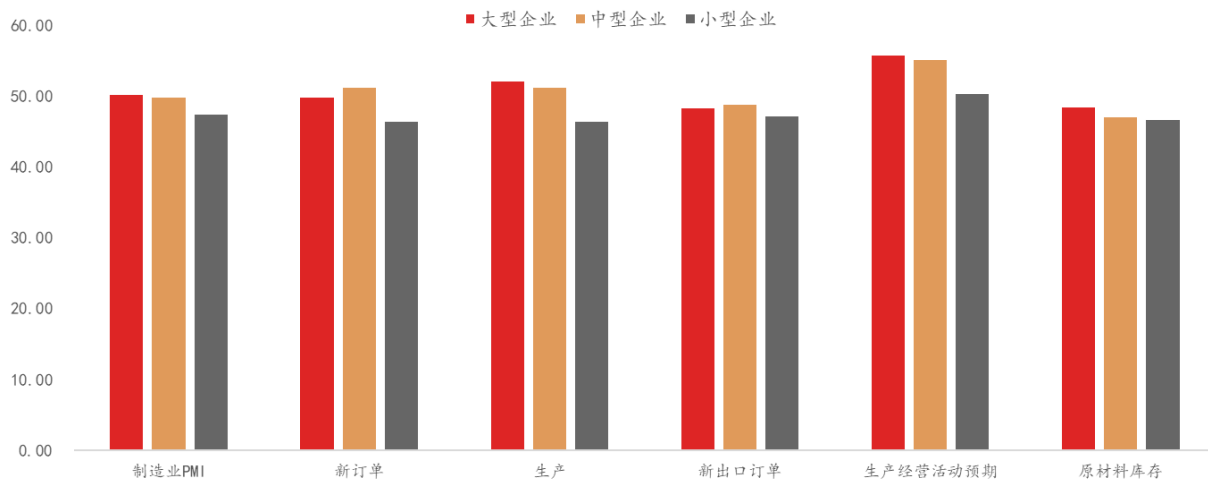
图表 3: 企业投资前瞻、生产经营活动预期指数 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

从企业规模看, 6月大中小型制造业 PMI 分化程度减轻, 大型企业生产经营回落, 中小企业景气度则有所回升。因产、需均有所下滑, 大型企业 PMI 环比减少 0.6pct 至 50.10%。中型企业内需强于外需, 小型企业内外需求均有所修复, 中、小型企业 PMI 分别上升 0.4pct、0.7pct 至 49.80%、47.40%, 但仍均低于荣枯线。

图表 4: 大中小企业制造业 PMI 分项指数 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

1.2 生产端: 工业生产小幅降温, 结构性亮点仍存

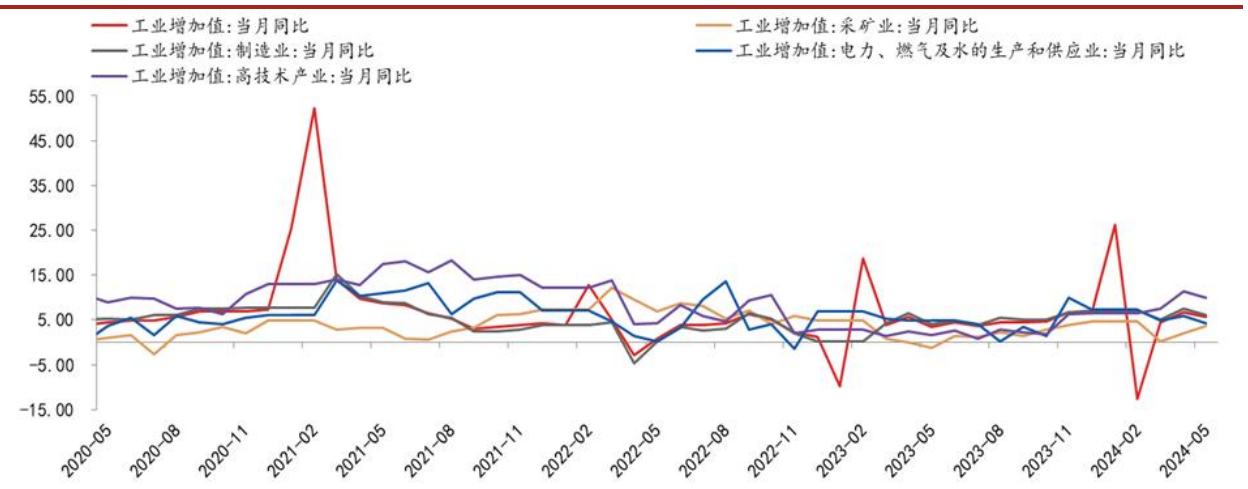
工业增加值增速同比小幅放缓

5月全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%, 不及预期, 较上月回落 1.1pct; 季调后环比增长 0.3%, 较上月回落 0.67pct。工业生产小幅降温也与 5月制造业 PMI 的回落相印证; 而出口交货值同比回落, 表明外需依赖较高的工业生产行业

也出现边际降温。从原因来看，五一假期均落在5月，导致月内生产工作日减少，对生产数据形成了一定拖累。但工业增加值中也不乏结构性亮点，5月专用设备制造业，高技术产业，新能源汽车产量等增速依然维持强劲，这体现了新质生产力和设备更新政策驱动作用的显现。

分三大门类看，采矿业同比增速有所加快，回升1.6pct至3.6%；制造业同比增速录得6.0%，虽小幅放缓1.5pct，但仍是拉动工业增加值上升的主要动力；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增速小幅放缓1.5pct至4.3%。

图表 5：中国规模以上工业增加值当月同比（%）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

工业企业效益持续恢复，外需动力韧劲犹在

2024年1-5月规模以上工业企业利润累计同比增速较1-4月放缓，回落0.9pct至3.4%。5月当月工业企业利润同比增速为0.7%，较上月下降3.3pct。

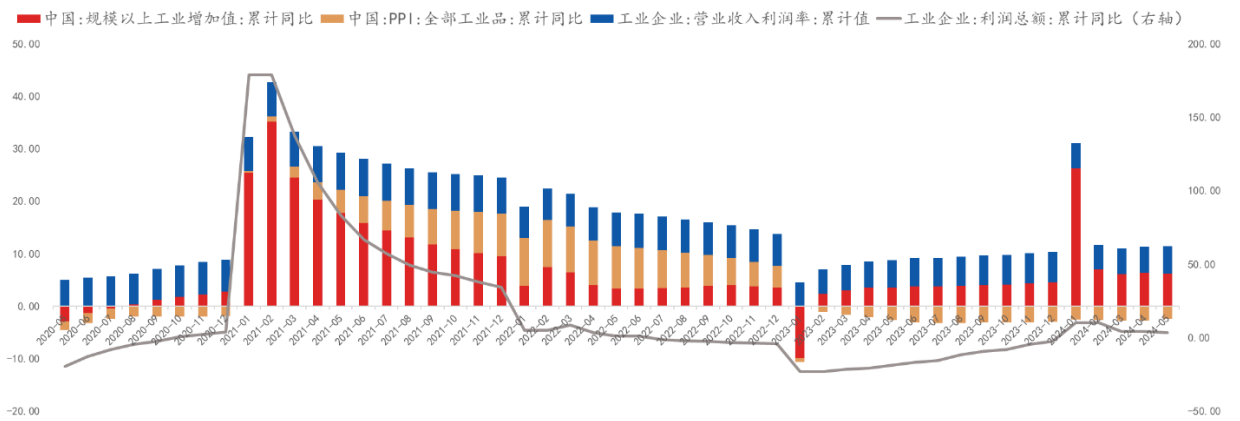
从三大行业看，制造业利润累计同比增速持续稳定，较去年同期增长6.3%；采矿业利润仍在负增区间，但降幅较前期收窄2.4pct至-16.2%；水电燃气行业利润累计同比增长29.5%，虽较前值回落7.4pct，但利润增长表现依旧突出。

细分行业类型看，近八成行业利润实现增长。1-5月份，在41个工业大类行业中，有32个行业利润同比增长，占78.0%，行业增长面比1-4月份扩大2.4个百分点。上游盈利状况好转，虽然煤炭开采和洗选业利润仍处于较深的负增长区间，但本期降幅较前值显著收窄2.4pct至-31.8%。除此之外，黑色、有色金属矿采选业，石油和天然气开采业均持续正增长。中游得益于新质生产力驱动，设备制造业、高技术制造业及计算机电子通信设备利润均延续改善，同时或受设备

更新影响，黑色金属加工业结束此前三个月的连续亏损，当月扭亏为盈，实现利润95亿元。下游由于5月出口强势走高，外需强劲拉动下游制造业持续正增长。

从工业企业利润增速贡献因素来看，工业生产持续稳定增长，营业收入利润小幅回升，而价格仍是拖累项。具体来看，量的方面，今年1-5月工业增加值累计同比增速为6.2%，较前值减少0.1pct，较去年同期增加2.6pct，是推动工业企业利润增长的重要因素，主要受外需增强以及低基数影响；价的方面，1-5月的PPI累计同比下降2.4%，较去年同期上升0.2pct，仍处于负增长区间，依旧是当前工业企业利润增长的重要制约因素，但拖累程度较前期有所收窄；利润率方面，1-5月营业收入利润率录得5.19%，较前值抬升0.19pct，表明企业盈利空间进一步提升，虽然受原材料价格上涨导致单位成本抬升，但单位费用降低，使得企业营收利润率有所抬升。

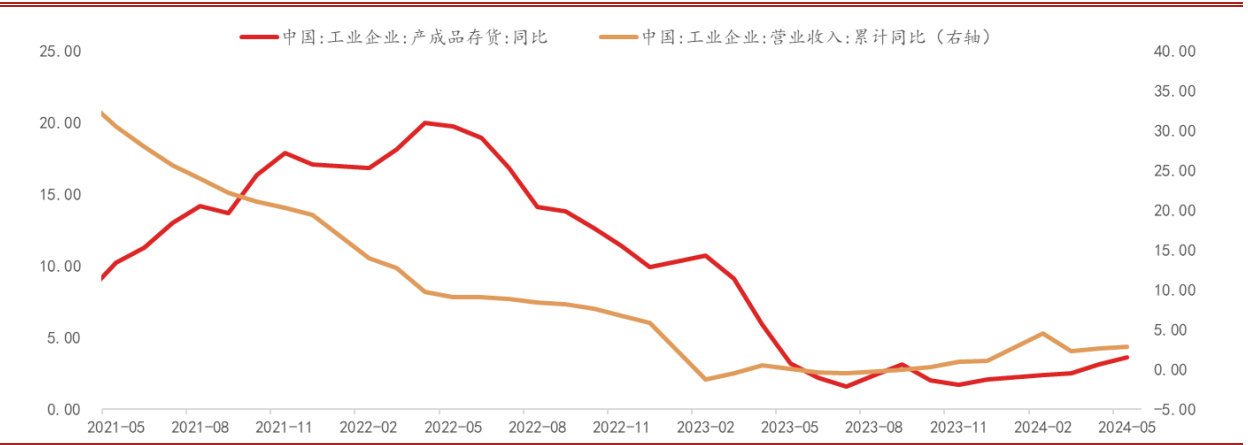
图表 6：工业企业利润增速贡献拆解：量、价和利润率（%）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

工业企业营业收入1-5月累计同比增速为2.9%，较前值增加0.3pct，持续提升企业盈利能力；存货方面，1-5月工业产成品存货同比增速为3.6%，较前值增加0.5pct，已连续5个月回升。从数据上看，库存和营收两端均有所上升，但是否意味着补库的开启，还有待数据的进一步验证，扩大有效需求仍需重点关注。

图表 7：工业企业营业收入、产成品存货同比增速(%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

1.3 需求端：投资增长放缓，消费回暖，出口表现强劲

❶ 房地产拖累明显，制造业贡献持续较多

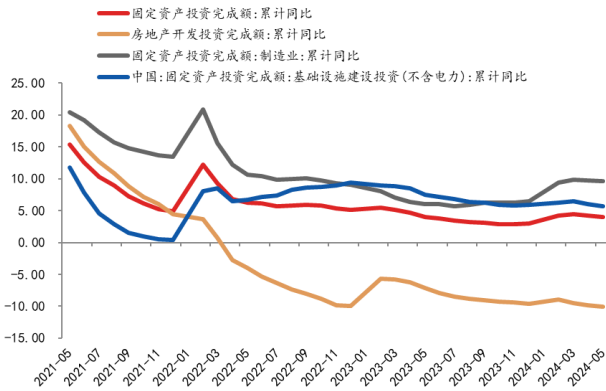
1-5 月份，全国固定资产投资同比增长 4.0%，不及预期，较前值回落 0.2pct。分领域看，制造业投资仍是主要贡献项，包括计算机通信，电器机械，专用设备 etc 投资增速都保持较高增长；基础设施投资回落，可能与特别国债、专项债发行、使用仍然偏慢、地方化债监管仍然严格有关；房地产开发投资依然是主要拖累。

房地产继续拖累投资，1-5 月房地产投资增速回落 0.3pct 至 -10.1%。新开工、施工、竣工面积等数据持续负增长，房地产销售显著回落，均反应房地产行业基本面依然疲弱。今年以来房地产政策虽密集发布，但政策的效应释放还需要一定的时间，并且居民购房意愿整体偏弱，商品房去化仍存在较大的压力，但与此同时，也有部分城市二手房边际回暖等积极信号也逐渐显现。此外，5 月地产数据也有基数因素的影响，当基数阶段性影响消退后，地产投资数据可能会迎来修复。

基建投资小幅回落，1-5 月基建投资增速回落 0.3pct 至 5.7%。2024 上半年地方新增专项债发行较往年偏慢，虽然 5 月专项债发行明显提速，但专项债资金拨付也存在时滞，落实到项目仍需时间，化债背景下对地方融资的客观约束仍存，因此财政对基建的提振效应有所延迟。从高频指标来观察，5 月螺纹钢去库存节奏放缓，石油沥青装置开工率也保持着低位运行，实物工作量的落地进展偏慢。

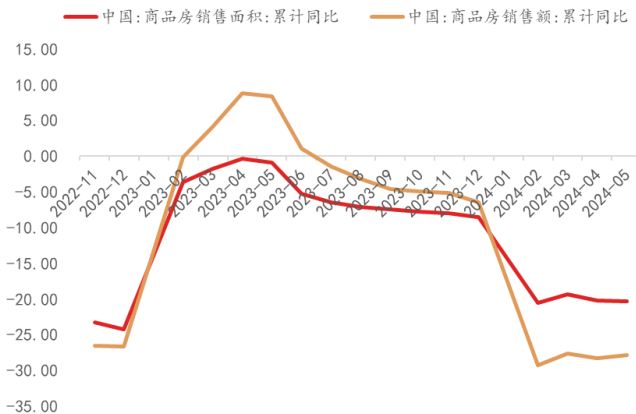
制造业投资依然强势，是固定资产投资的主要支撑项，1-5月制造业投资增长9.6%，仍在高位增长，但较1-4月回落0.1pct。其中计算机通信，电器机械，专用设备等领域增速都保持较高增长。

图表 8：固定资产投资完成额累计同比增速 (%)



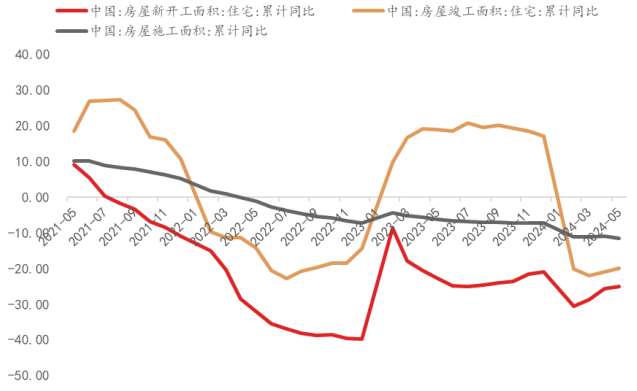
资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

图表 10：商品房销售面积、销售额累计同比 (%)



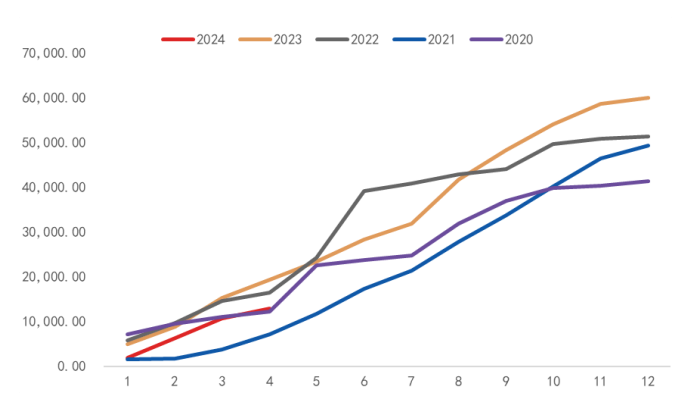
资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

图表 9：房地产新开工、竣工、施工同比 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

图表 11：历年专项债发行速度 (亿元)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

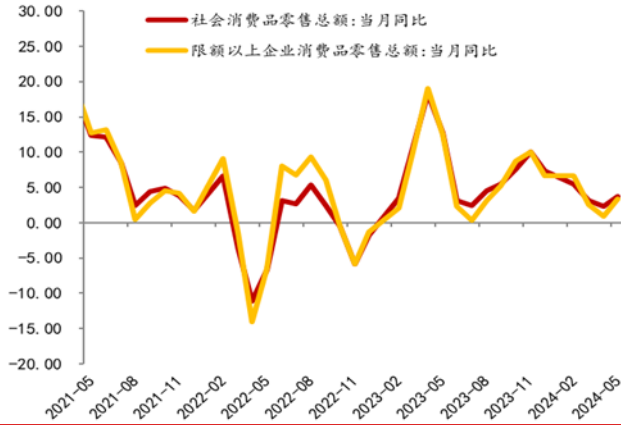
消费有所回暖，行业分化明显

5月社会消费品零售总额同比回升1.4pct至3.7%，结束此前连续4个月的下滑。5月消费的反弹，主要是由于假期效应、促消费政策的效果显现，以及商家“618”购物节预售提前，从而调动居民消费的积极性。但是可选消费里的汽车零售依然不佳，反映出车市竞争激烈，车企价格战的影响依然在延续。

从消费类型看，餐饮收入延续了上月快速增长，商品零售同比录得3.6%，较上月回升1.6pct；餐饮收入录得5.0%，较上月回升0.6pct。从经营单位所在地看，乡村市场的零售持续快于城镇市场，城镇消费品零售同比录得3.7%，较上月回升1.6pct；乡村消费品零售同比录得4.1%，较上月回升0.6pct。

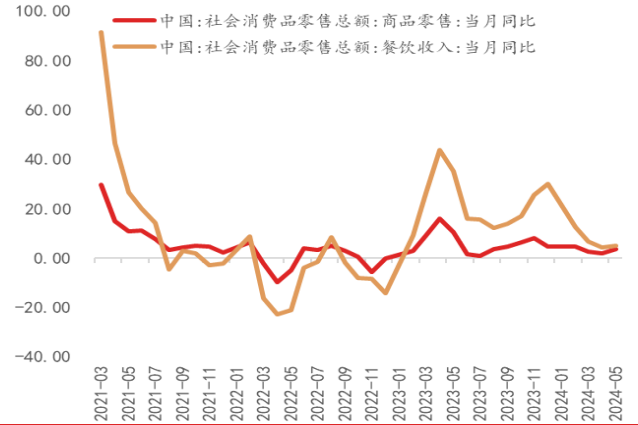
总体来看，消费的恢复程度较疫情前仍相对偏弱，结合信贷数据来看，居民部门少贷多存的局面依然存在，这说明居民消费信心的恢复仍然需要一个过程，同时也期待未来能有更多更大力度的政策刺激去托举消费。

图表 12：社会消费品零售总额当月同比 (%)



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

图表 13：餐饮、商品零售总额当月同比 (%)

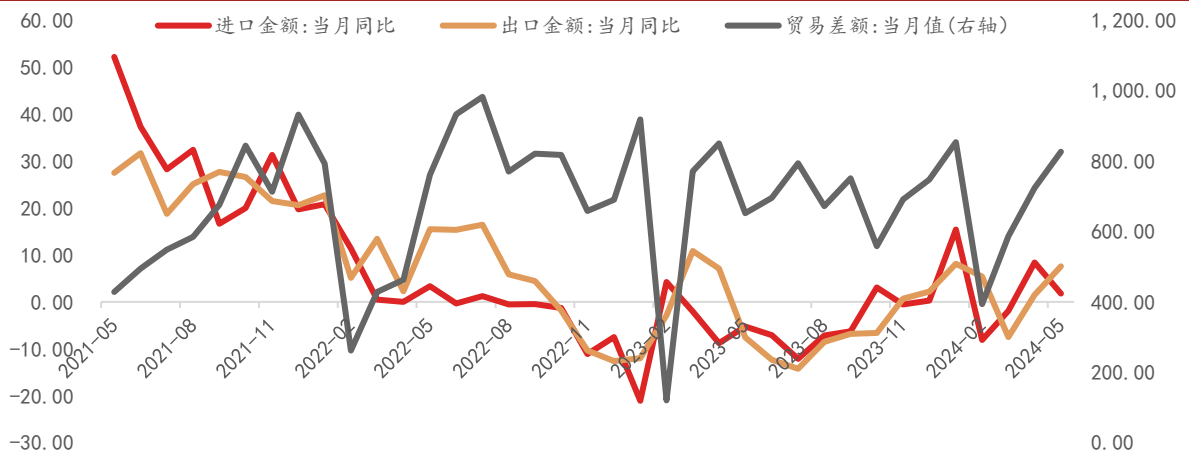


资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

出口超预期上行，东盟拉动显著，进口环比走弱

今年以来，我国外贸向好势头不断巩固。2024年5月中国出口金额为3023.50亿美元，当月同比上升7.6%；5月进口金额为2197.30亿美元，同比上升1.8%；5月份贸易差额为826.20亿美元，较上月上升102.68亿美元。从价量结构来看，出口量增价跌，出口的恢复更多是数量增长的拉动，进口则是量增价稳。

图表 14：5月进出口金额当月同比及贸易差额 (%，亿美元)

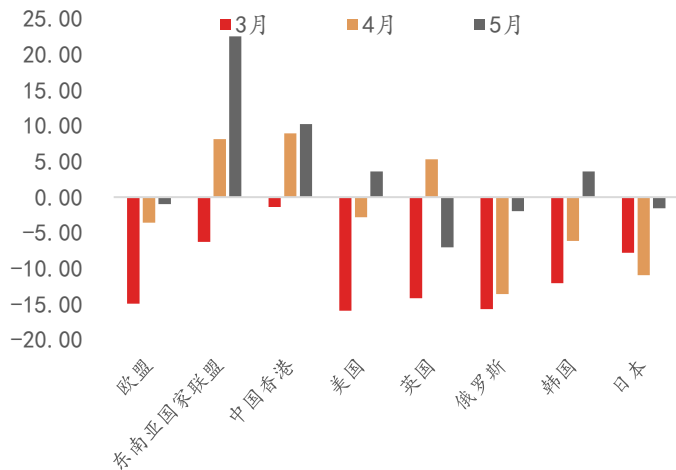


资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

从主要贸易伙伴来看，东盟以及中国香港地区出口增幅较为明显，对出口的回升拉动较多，美国在韩国等国出口增速则由负转正。从出口的商品结构来看，5月家具及其零件、机电产品及高新技术产品等出口增幅扩大；在占比近六成的

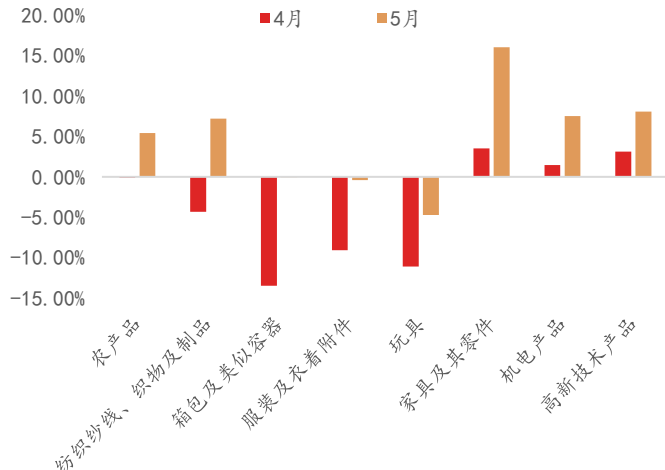
机电产品中，集成电路、手机、家用电器、高新技术产品等出口增幅扩大；汽车零部件、医疗仪器及器械、通用器械设备、音视频设备等出口增速则由负转正。

图表 15: 主要贸易伙伴出口金额当月同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 16: 主要出口商品结构变化



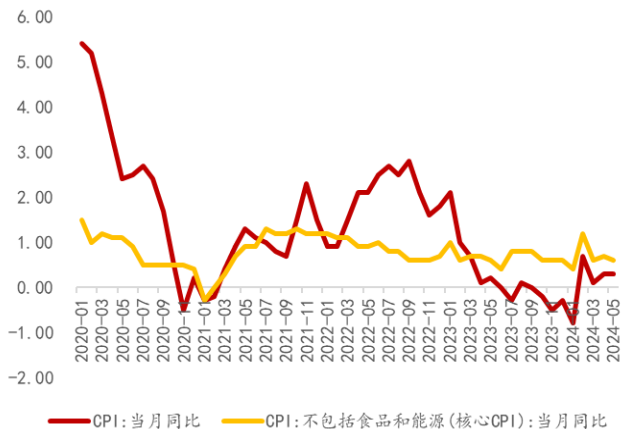
资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

2 CPI 同比走平, PPI 环比转正

2.1 CPI 同比走平, 食品价格拖累减弱

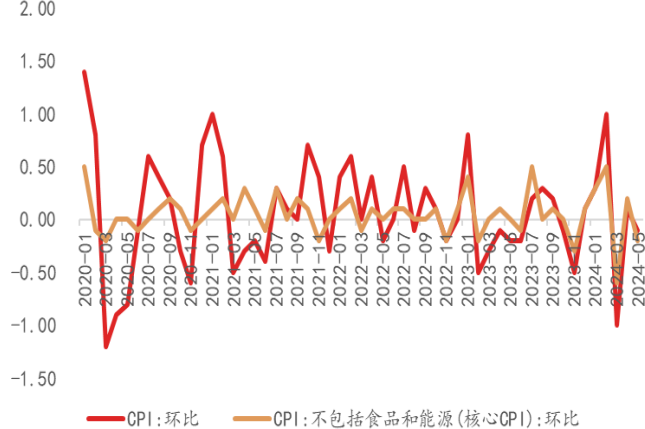
5月CPI同比增速持平上月,环比增速由正转负。具体数据方面,5月CPI同比上涨0.3%,持平上月;CPI环比录得-0.1%,前值0.1%;核心CPI同比录得0.6%,继续保持温和上涨的态势;核心CPI环比录得-0.20%,前值0.2%。八大类别中,衣着、教育文化和娱乐、医疗保健贡献较多,而食品烟酒、交通和通信则形成拖累。

图表 17: CPI、核心CPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 18: CPI、核心CPI 当月环比 (%)

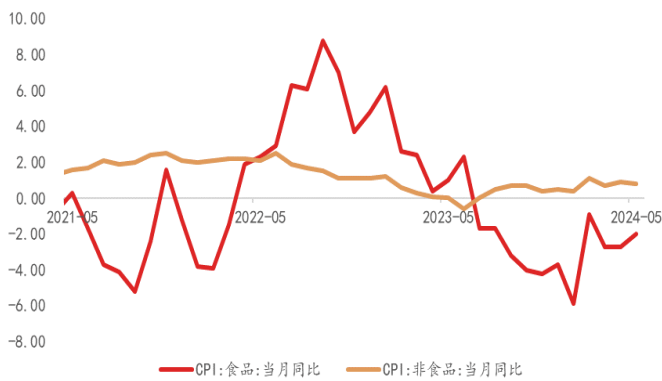


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

食品价格同比降幅收窄，环比增速由负转平，对CPI拖累减弱。5月CPI食品价格同比录得-2.0%，降幅较上月收窄0.7pct，影响CPI同比下降约0.37%。从细分项看，受南方暴雨天气、生猪产能调减等因素影响，猪肉、鲜菜价格涨幅继续扩大；食用油、鸡蛋、鲜果价格降幅有所收窄；但受供给充足的影响，牛肉、羊肉价格同比降幅继续走扩对食品价格同比增速拖累较多。

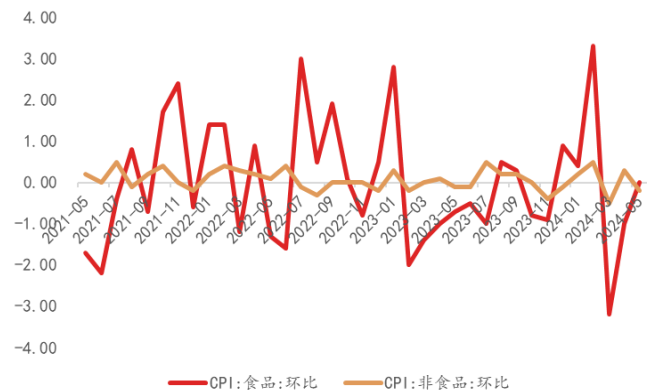
非食品价格同比增速回落，环比增速由正转负，对CPI拉动较上月减少。5月CPI非食品同比录得0.8%，增速较上月回落0.1pct，影响CPI同比上涨约0.68%，具体来看，能源价格和扣除能源的工业消费品涨幅缩小；新能源小汽车和燃油小汽车降幅走扩；服务价格涨幅总体持平，其中家庭服务和教育服务价格涨幅均有所扩大。

图表 19: CPI 食品和非食品当月同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 20: CPI 食品和非食品当月环比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

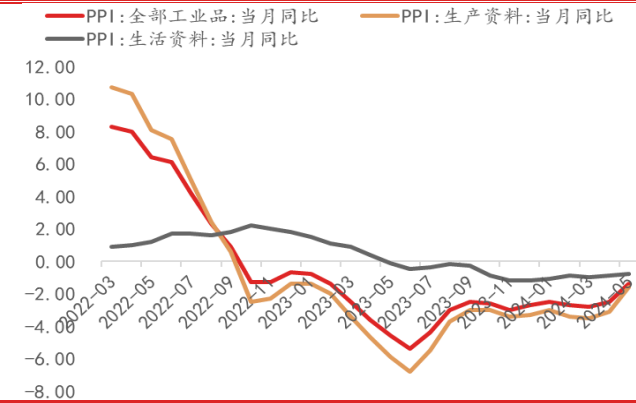
2.2 PPI 同比降幅收窄，工业品价格趋稳

PPI 同比降幅收窄，环比由负转正，结束此前连续 6 个月的负增长，主要是受部分国际大宗商品价格上行及国内工业品市场供需关系改善等因素影响。5月PPI 同比降幅收窄 1.1pct 至-1.4%，其中生产资料同比录得-1.60%，已连续 20 个月负增长，生活资料同比录得-0.8%，已连续 13 个月负增长；而环比则从上月的-0.2%转正至 0.2%，生活资料环比录得-0.1%，持平上月，而生产资料录得 0.4%，结束此前连续 6 个月的负增长。

上游行业的价格韧性较强，是拉动 5 月 PPI 回升的重要因素。受“迎峰度夏”补库需求陆续释放影响，煤炭开采和洗选业价格上涨明显；大规模设备更新等政策逐步落地见效，钢材市场预期向好，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨。中

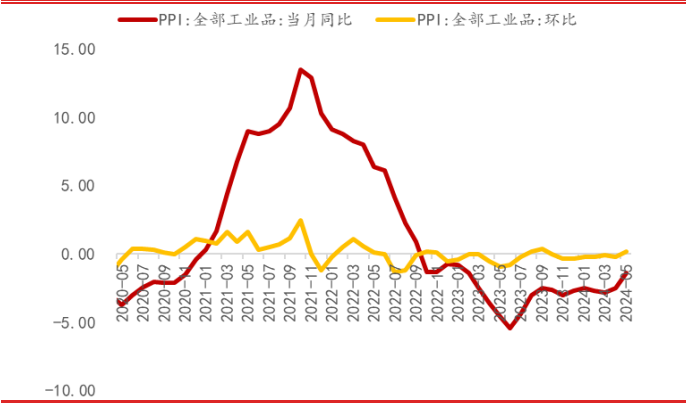
下游设备制造方面，通用设备制造业跌幅收窄，水电热方面，电力、热力的生产和供应业由负转正。

图表 21: PPI 分项当月同比 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 22: PPI 当月同比和环比 (%)



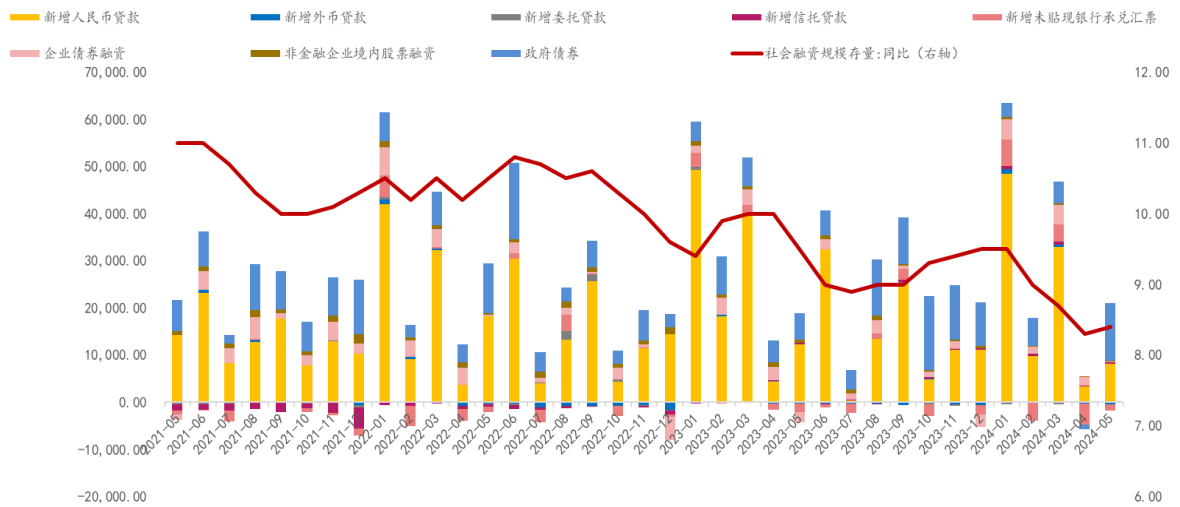
资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

3 政府债券助力社融企稳

3.1 社融规模同比多增，政府债贡献较多

2024年5月社会融资规模增加20648亿元，略超市场预期。社融增速小幅回升0.1pct至8.4%。直接融资同比多增明显，对新增社融贡献较多。其中，新增政府债券融资12266亿元，同比多增6695亿元，主要受地方政府债券发行加速、超长期特别国债发行支撑，关注后续的持续性；新增企业债券融资285亿元，同比多增2429亿元，主要受产业债支撑，城投债发行依然受限；新增企业境内股票融资111亿元，同比少增642亿元。表内融资方面，新增人民币贷款、外币贷款分别录得8197亿元、-487亿元，同比分别少增4022亿元、149亿元。表外融资方面，新增委托贷款、新增信托贷款、新增未贴现银行承兑汇票分别录得-9亿元、224亿元、-1330亿元，其中未贴现的银行承兑汇票对当月社融拖累较明显。

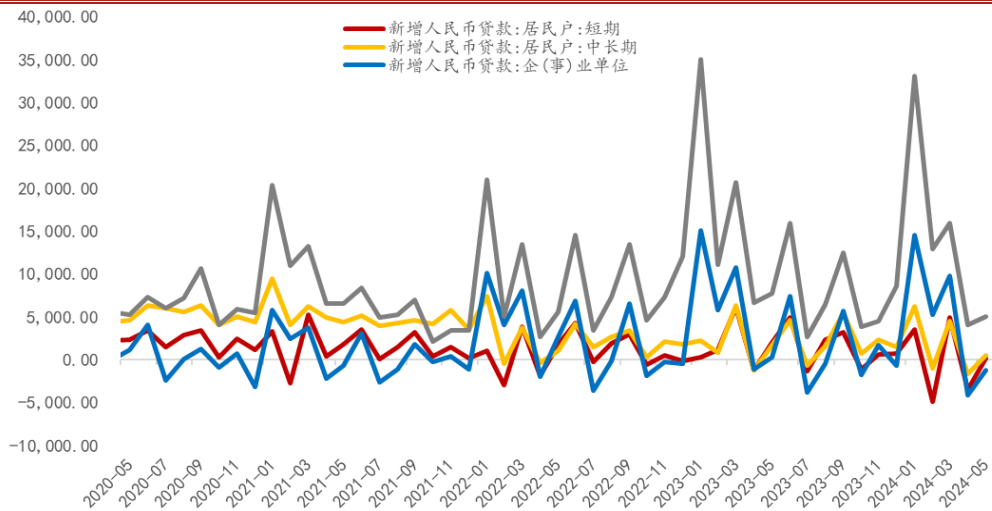
图表 23: 新增社融各项变化 (%)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

5月新增人民币贷款9500亿元,同比少增4100亿元,但环比多增2200亿元,市场融资需求有所恢复。居民短期、中长期贷款均已连续四个月同比少增,这意味着居民消费需求和购房意愿依然较为疲弱。但环比有所改善,居民新增短期、中长期贷款均由负转正,或受“五一”假期提振。5月企业部门贷款增加7400亿元,主要得益于企业中长期贷款和票据融资的增长,但同比少增1158亿元。

图表 24: 新增人民币贷款 (亿元)



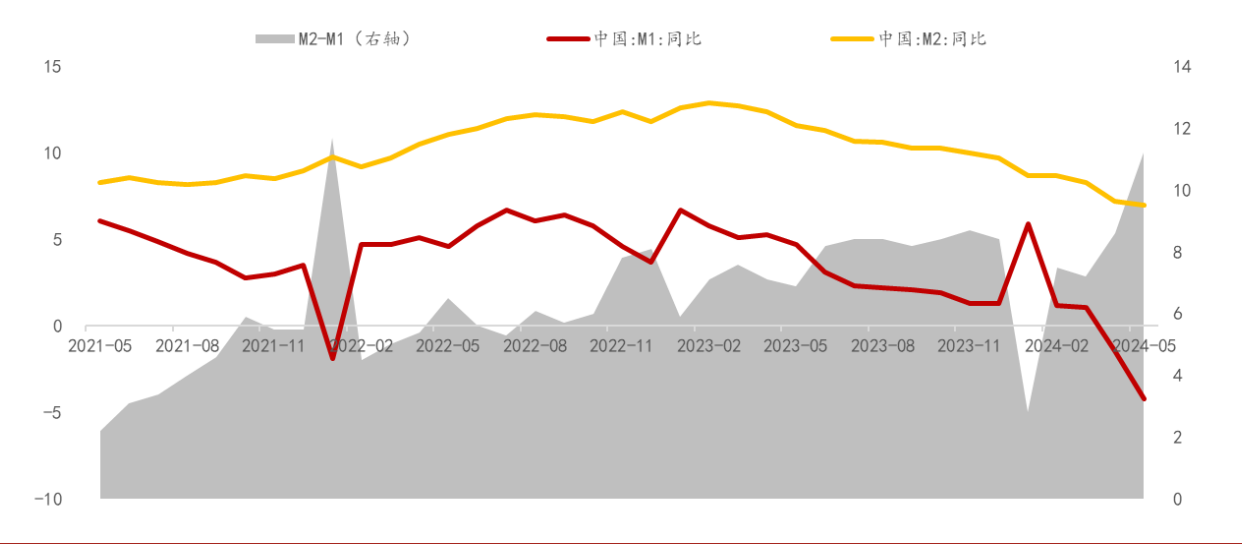
资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

3.2 M2-M1 剪刀差走扩, 企业资金活化程度有待提升

5月M2同比录得7%,前值为7.2%;M1同比录得-4.2%,前值为-1.4%,已连续两个月负增长,在“手工补息”暂停、存款搬家等影响下,M1增速大幅下行。5月M2-M1“剪刀差”走阔2.6pct至11.2%,为2022年2月以来的最高水平,表明

企业资金活化程度依旧较弱。未来随着企业预期逐步改善、政策监管冲击减弱后，对于 M1 增速的拖累有望减弱。

图表 25: M1、M2 同比增速 (%)

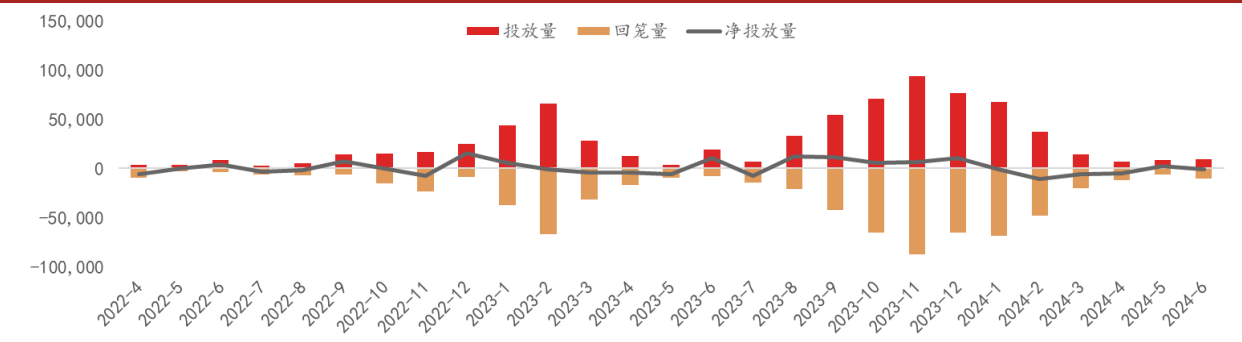


资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

3.3 央行公开市场操作

今年年初至 6 月底央行累计净回笼 22,930 亿元。具体来看，6 月份央行净回笼资金 810 亿元，其中逆回购投放 7660 亿元，MLF 投放 1820 亿元，合计投放 9480 亿元；逆回购到期 7220 亿元，MLF 到期 2370 亿元，合计回笼 10290 亿元。

图表 26: 央行公开市场操作 (亿元)



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

4 财政收入持续放缓，财政支出平稳增长

1-5月，全国一般公共预算收入达96912亿元，同比下降2.8%。5月一般公共预算收入当月增速-3.2%，降幅较上月收窄0.5pct；全国一般公共预算支出达108359亿元，同比增长3.4%，5月当月同比增长2.6%，增速环比放缓。

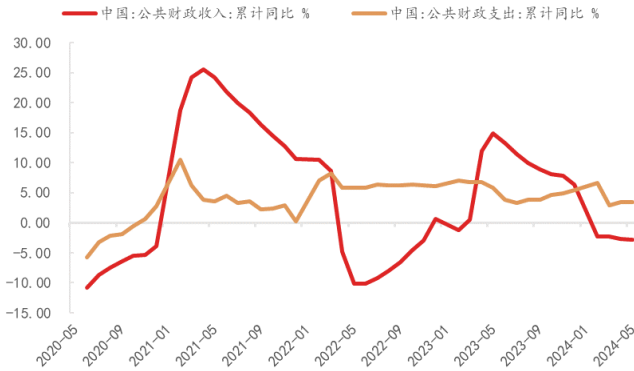
具体来看，全国一般公共预算收入中非税收入增速仍然持续增高，同比增长10.3%；税收项目由于高基数效应与翘尾减收影响仍然存在，增值税累计下降6.1%，个人所得税累计下降6%，降幅分别比前值收窄1.5pct和1pct。但消费税涨幅较前值同比下降1.1pct至7.2%，同时企业所得税由前值同比上涨0.9%转为本期同比下降1.7%，主体税种收入的下行压力较大，对公共预算收入增长造成拖累。

全国一般公共预算支出中，社会保障和就业增长显著，同比上升4.5%，较前值增加0.7pct；对基建相关领域的支出增速放缓，除交通运输与节能环保较前值小幅回升外，农林水事务与城乡社区事务增速较前值均下降，本期同比增速分别为12.0%和9.5%。

广义财政收支方面，1-5月全国政府性基金预算收入16638亿元，同比下降10.8%，增速继续创年内新低。国有土地使用权收入下降仍是主要拖累因素，同比下降14%，主要由于：一方面房企开发商资金紧张，拿地速度放缓，主要重心放在去存量，保交楼上。另一方面地产新政尚需一段时间生效，商品房用地市场需求依然低迷，使得地方土地出让量价齐跌。

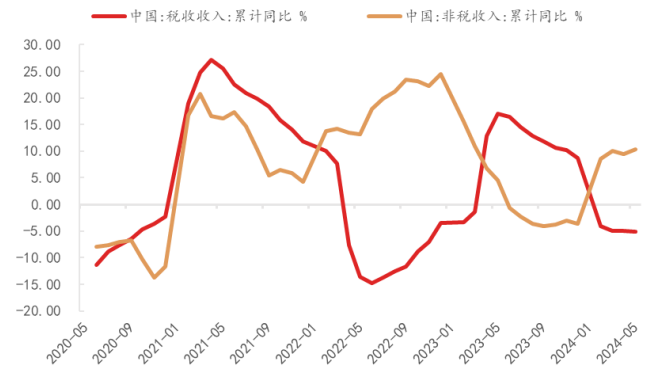
1-5月全国政府性基金预算支出27704亿元，同比下降19.3%，较前值回升1.2pct，主要由于专项债发行速度加快，本月发行规模达4383亿元，较前值883亿元增加近四倍。

图表 27: 财政收支累计同比



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

图表 28: 税收收入放缓, 非税收入增长



资料来源: Wind、麦高证券研究发展部

5 政策要闻

二 二季度央行货币政策执行报告要点

中国人民银行货币政策委员会 2024 年第二季度例会于 6 月 25 日在北京召开。货币政策总基调延续, 对于经济形势、结构性货币政策工具以及房地产相关内容的提法有边际变化, 具体要点如下:

在货币政策方面, 央行整体维持此前的基调, 提出要稳中求进、以进促稳、先立后破, 不断巩固稳中向好的基础。精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 着力扩大内需、提振信心, 推动经济良性循环。要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕, 引导信贷合理增长、均衡投放, 保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。

在经济形势方面, 央行对于外部环境的判断出现边际变化, 由一季度的“发达经济体利率保持高位”转变为“主要经济体经济增长和货币政策有所分化”, 未来货币政策操作空间有望改善。具体来看, 央行指出, 当前外部环境更趋复杂严峻, 世界经济增长动能不强, 通胀出现高位回落趋势但仍具粘性, 主要经济体经济增长和货币政策有所分化。我国经济运行延续回升向好态势, 高质量发展扎实推进, 但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。

央行强调推动新设立的结构性货币政策工具落地生效。会议提出, 有效落实好存续的各类结构性货币政策工具, 推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等新设立工具落地生效。

在房地产方面，央行强调要“充分认识房地产市场供求关系的新变化”，不再提及差异化住房信贷政策，而是“着力推动已出台金融政策措施落地见效”。会议提出，充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。

在物价水平方面，会议提出要促进物价温和回升，保持物价在合理水平。

在利率水平方面，会议提出要完善市场化利率形成和传导机制，充实货币政策工具箱，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。

在汇率水平方面，会议提出要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险。

在供给侧结构性改革方面，会议指出，要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。

在实体经济方面，会议提出要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。综合施策支持区域协调发展。落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。

6 月底政治局会议要点

以下为十八届三中全会、二十届三中全会前的政治局会议原文对比：

图表 29：政治局会议原文对比

2024 年 6 月 27 日政治局会议

中共中央政治局 6 月 27 日召开会议，**研究进一步全面深化改革，推进中国式现代化问题**。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议于 7 月 15 日至 18 日在北京召开。

中共中央政治局听取了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告，决定根据这次会议讨论的意见进行修改后将文件稿提请二十届三中全会审议。

会议指出，这次征求意见充分发扬党内民主、**集思广益，各地区各部门各方面对决定稿给予充分肯定**，认为决定稿深入分析了推进中国式现代化面临的新情况新问题，科学谋划了围绕中国式现代化进一步全面深化改革的总体部署，**是指导新征程上进一步全面深化改革的纲领性文件**，充分体现了以习近平同志为核心的党中央完善和发展中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化的历史主动，以进一步全面深化改革开辟中国式现代化广阔前景的坚强决心。

会议强调，进一步全面深化改革的总目标是继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化。**到二〇三五年，全面建成高水平社会主义市场经济体制**，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。

会议指出，进一步全面深化改革要总结和运用改革开放以来特别是新时代全面深化改革的宝贵经验，贯彻以下原则：**坚持党的全面领导，坚定维护党中央权威和集中统一领导，发挥党总揽全局、协调各方的领导核心作用，把党的领导贯穿改革各方面全过程，确保改革始终沿着正确政治方向前进**；坚持以人民为中心，尊重人民主体地位和首创精神，坚持人民有所呼、改革有所应，做到**改革为了人民、改革依靠人民、改革成果由人民共享**；坚持守正创新，坚持中国特色社会主义不动摇，紧跟时代步伐，顺应实践发展，突出问题导向，在新的起点上推进理论创新、实践创新、制度创新、文化创新和其他各方面创新；坚持以制度建设为主线，加强顶层设计、总体谋划，**破立并举、先立后破**，筑牢根本制度，完善基本制度，创新重要制度；**坚持全面依法治国，在法治轨道上深化改革、推进中国式现代化**，做到改革和法治相统一，重大改革于法有据、及时把改革成果上升为法律制度；坚持系统观念，**处理好经济和社会、政府和市场、效率和公平、活力和秩序、发展和安全等重大关系**，增强改革系统性、整体性、协同性。

会议强调，**党的领导是进一步全面深化改革、推进中国式现代化的根本保证。必须坚持党中央对进一步全面深化改革的集中统一领导**，保持以党的自我革命引领社会革命的高度自觉，坚持用改革精神管党治党，以钉钉子精神抓好改革落实，把进一步全面深化改革的战略部署转化为推进中国式现代化的强大力量。

资料来源：中国政府网、麦高证券研究发展部

2013 年 10 月 29 日政治局会议

中共中央政治局 10 月 29 日召开会议，讨论十八届二中全会以来中央政治局工作，**研究全面深化改革重大问题**，审议并同意印发《党政机关厉行节约反对浪费条例》。中共中央总书记习近平主持会议。会议决定，中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议于 11 月 9 日至 12 日在北京召开。

中共中央政治局听取了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告，决定根据这次会议讨论的意见进行修改后将文件稿提请十八届三中全会审议。

会议认为，这次征求意见充分发扬党内民主，广泛听取各方面意见，各地区各部门各有关方面和党的十八大代表**对文件稿提出许多很好的意见和建议，要逐条研究、认真吸收**，集中全党和各方面智慧制定好文件，使之成为**新形势下全面深化改革的纲领性文件**。

会议强调，改革开放是党在新的时代条件下带领全国各族人民进行的新的伟大革命。党的十一届三中全会召开 35 年来，我们党以巨大的政治勇气，锐意推进经济体制、政治体制、文化体制、社会体制、生态文明体制和党的建设制度改革，不断扩大开放，成就举世瞩目。**面对新形势新任务，全面建成小康社会，进而建成富强民主文明和谐的社会主义现代化国家、实现中华民族伟大复兴的中国梦，必须在新的历史起点上全面深化改革**，不断增强中国特色社会主义道路自信、理论自信、制度自信。全面深化改革，必须高举中国特色社会主义伟大旗帜，以邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观为指导，坚定信心，凝聚共识，统筹谋划，协同推进，**进一步解放思想、解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力，坚决破除各方面体制机制弊端**，努力开拓中国特色社会主义事业更加广阔的前景。

会议指出，全面深化改革就是要完善和发展中国特色社会主义制度。**必须更加注重改革的系统性、整体性、协同性，加快发展社会主义市场经济、民主政治、先进文化、和谐社会、生态文明，让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流，让发展成果更多更公平惠及全体人民**。

会议强调，**全面深化改革必须加强和改善党的领导**，充分发挥党总揽全局、协调各方的领导核心作用，**提高党的领导水平和执政能力，确保改革取得成功**。各级党委要切实履行对改革的领导责任，**完善科学民主决策机制，不断提高领导班子和领导干部推动改革能力，充分发挥基层党组织的战斗堡垒作用**，引导广大党员投身改革事业，为全面深化改革作出贡献。

/

6 小结

工业生产有所放缓。6月制造业PMI持平上月，反映制造业经济活动进一步放缓，供需分项均有所放缓，需求不足仍是主要原因。工业增加值同比较上月回落1.1pct至5.6%，工业生产小幅降温也与6月PMI低于荣枯线数据相印证，或是由于五一假期导致月内工作日减少对生产数据形成拖累。

内需动力仍相对不足。5月社零数据反弹，结束了连续4个月的下滑，主要是由于假期效应、促消费政策的效果显现，以及购物节提前开卖调动了居民消费的积极性，但整体恢复速度仍较疫情前偏弱。固定资产投资有所回落，投资的主要贡献项仍是制造业，基建投资增速有所回落，而房地产投资依然是主要拖累项，房地产行业基本面依然疲弱，房地产投资与销售数据仍在筑底阶段。

5月外贸数据表明出口依然延续较高景气度，与多数海外经济体5月份PMI维持扩张相印证，指向外需依然有韧性。随着以美国为首的主要发达经济体逐渐进入补库周期，海外降息周期逐步开启，制造业景气度有望延续上行趋势，包括东盟、俄罗斯在内的“一带一路”国家仍是外需的重要支撑。

CPI同比走平，PPI环比转正。5月食品项对CPI的拖累有所减弱，PPI同比降幅持续收窄，而环比结束了此前六个月的负增长。未来随着需求有望得到改善，多项稳增长、稳物价政策的落地，物价水平将从低位企稳回升，CPI同比或有望位于正增速区间。PPI也将延续回升态势，同比降幅有望进一步收窄。

5月社融增速小幅回升至8.4%，政府债券多增助力社融企稳。居民短期、中长期贷款均已连续四个月同比少增，表明居民消费需求和购房意愿同比依然较为疲弱，但环比有所改善，或受到“五一”假期提振。M2-M1“剪刀差”进一步走阔，表明企业资金活化程度依旧较弱。未来随着企业预期逐步改善、政策监管冲击减弱，对于M1增速的拖累有望减弱。5月金融数据仍反应居民部门加杠杆意愿不强，企业投资需求仍有待改善，信贷结构仍需要进一步优化。

整体来看，5月出口、消费、PPI增速反弹；工业生产、固定资产投资增速小幅回落，社融信贷数据仍差，基本面依然处于弱修复的区间，呈现外需较强，内需较弱的格局，二季度GDP中枢可能会下移至5%左右。目前实体有效需求仍相

对不足，经济修复基础仍有待进一步稳固，这也意味着年内降息降准落地仍有空间。外部环境来看，美国等发达国家经济仍处于复苏轨道，叠加美国补库、半导体周期上行等因素，预计全球经济整体趋于修复，有望继续支撑我国出口制造业链条反弹。

风险提示：政策超预期调整；经济恢复不及预期；外部环境存在不确定性。

7 附录

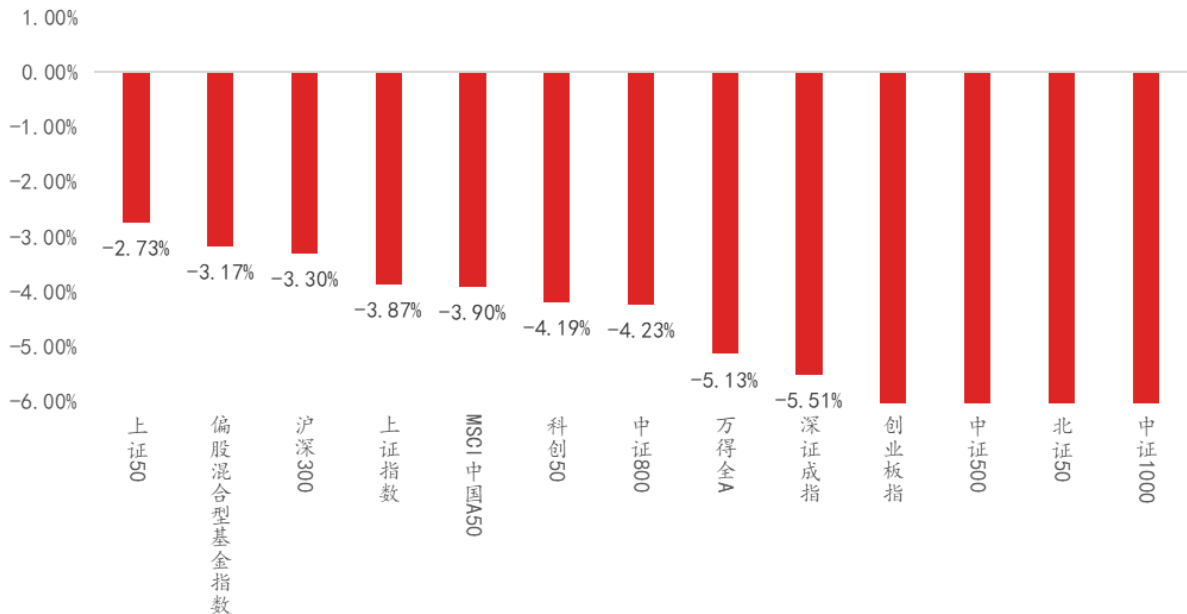
图表 30：主要经济指标表现

类别	指标	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2023-12	2023-11
生产（当月同比）	工业增加值(%)	5.60	6.70	4.50	-12.70	6.80	6.60
	服务业生产指数(%)	4.80	3.50	5.00	5.00	8.50	9.30
消费（当月同比）	社会消费品零售总额(%)	3.70	2.30	3.10	5.50	7.40	10.10
	商品销售(%)	3.60	2.00	2.70	4.60	4.80	8.00
	餐饮收入(%)	5.00	4.40	6.90	12.50	30.00	25.80
投资（累计同比）	固定资产投资(%)	4.00	4.20	4.50	4.20	3.00	2.90
	房地产(%)	-10.10	-9.80	-9.50	-9.00	-9.60	-9.40
	制造业(%)	9.60	9.70	9.90	9.40	6.50	6.30
	基建投资(%)	6.68	7.78	8.75	8.96	8.24	7.96
进出口（当月同比）	出口(%)	7.60	1.40	-7.60	5.40	8.10	0.69
	进口(%)	1.80	8.40	-1.90	-8.10	0.29	-0.56
	顺差(亿美元)	826.22	723.52	586.00	393.70	747.27	690.65
价格（当月同比）	CPI(%)	0.30	0.30	0.10	0.70	-0.30	-0.50
	PPI(%)	-1.40	-2.50	-2.80	-2.70	-2.70	-3.00
金融（当月同比）	社融存量(%)	8.40	8.30	8.70	9.00	9.50	9.40
	M1(%)	-4.20	-1.40	1.10	1.20	1.30	1.30
	M2(%)	7.00	7.20	8.30	8.70	9.70	10.00

资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

6 月份 A 股重要指数均下跌，其中沪深 300、上证指数、创业板指分别下跌 3.30%， 3.87%和 6.74%。

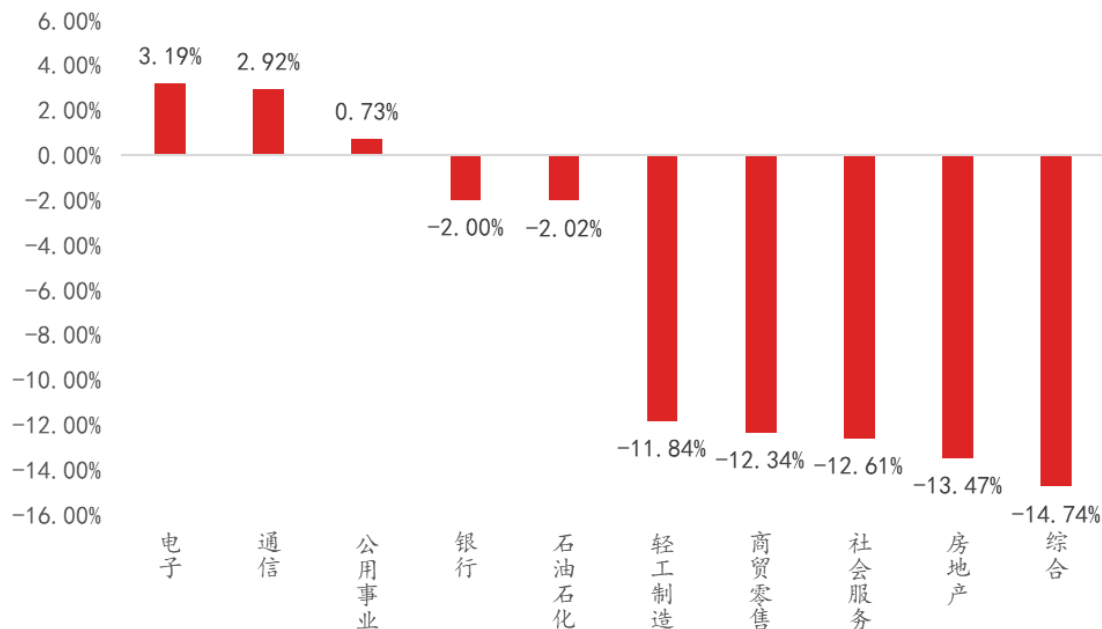
图表 31：6 月 A 股重要股票指数表现情况



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

6月申万一级行业涨跌不一，其中电子、通信分别上涨3.19%、2.92%；社会服务、房地产、综合跌幅较深，分别下降12.61%、13.47%、14.74%。

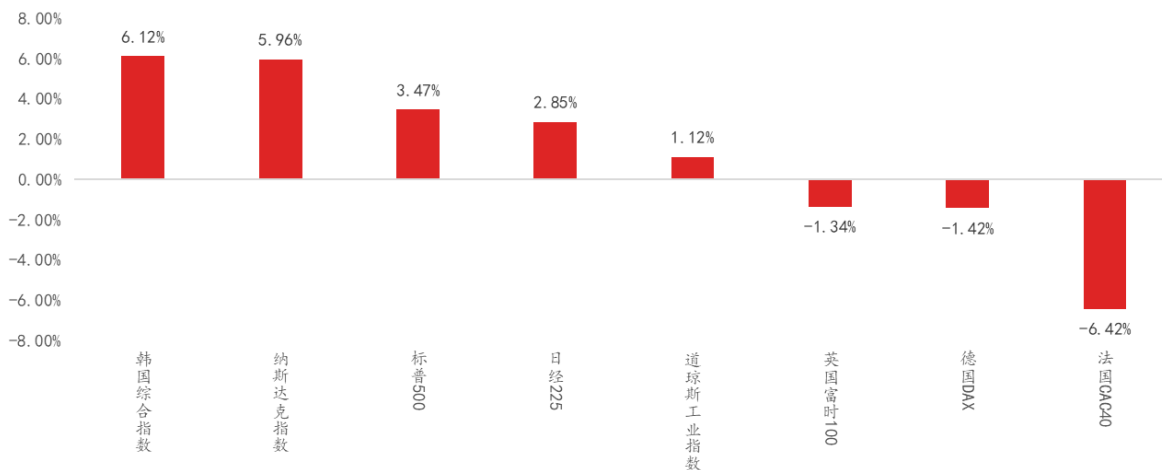
图表 32：6月申万一级行业涨/跌幅 Top5



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

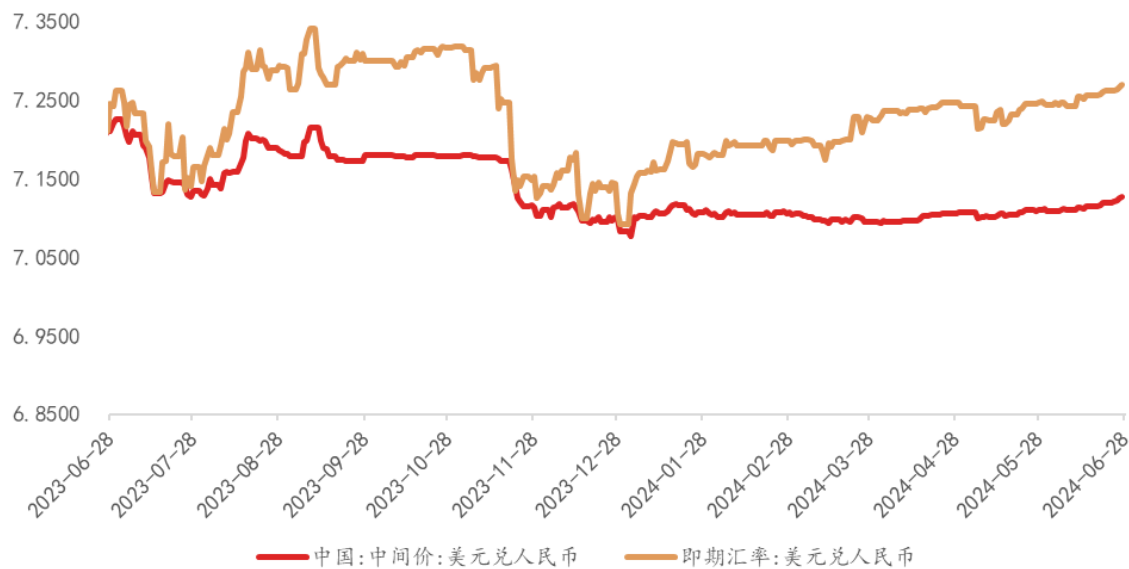
6月份全球重要指数大多上涨。其中纳斯达克指数上涨5.96%，标普500上涨3.47%，而英国富时100下跌1.34%，法国CAC40下跌6.42%。

图表 33：6月份全球重要指数表现



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

图表 34：人民币兑美元汇率（元）



资料来源：Wind、麦高证券研究发展部

风险提示：政策超预期调整；经济恢复不及预期；外部环境存在不确定性。

【分析师承诺】

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告所采用的数据、资料的来源合法、合规，分析师基于独立、客观、专业、审慎的原则出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。报告结论未受任何第三方的授意或影响。分析师承诺不曾、不因、也将不会因报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式补偿。

【重要声明】

麦高证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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价格、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载信息和意见并自行承担风险。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，本公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

麦高证券有限责任公司研究发展部

	沈阳	上海
地址	沈阳市沈河区热闹路 49 号	上海市浦东新区滨江大道 257 弄 10 号
邮编	110014	陆家嘴滨江中心 T1 座 801 室

麦高证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
北京	刘惠莹	机构销售	17860610172	liuhuiying@mgzq.com
深圳	罗礼智	机构销售	18502313729	luolizhi@mgzq.com