



宏观专题

增长维持5%以上，金融数据或触底 ——6月经济数据前瞻

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

投资要点：

- 核心观点：** 二季度 GDP 虽然受去年同期高基数影响，但考虑到工业生产较强，清明、五一、端午假期旅游出行需求旺盛，服务业稳步增长，预计不变价 GDP 当季同比 **5.0%左右**。当前我国经济仍处于“去地产化”进程中，“制造立国”战略推动制造业投资与工业发力对冲“去地产化”影响，关注后续宏观政策逐步落地对经济的支撑作用。从结构上看，广义基建投资和制造业投资将保持较强的韧性，消费需求也有望平稳复苏。我们预计，2024年第二、三、四季度的实际 GDP 增速分别为 **5.0%、4.9%和 4.9%**，Q2 至 Q4 经济呈现“L型”走势，全年 GDP 增速预计有望达到 **5.0%左右**，实现增长目标。
- 6月经济数据前瞻：**
 - (1) 工业生产：** 工业稳增长的政策影响下，生产强于需求的格局或将持续，但考虑6月 PMI 产需指数均边际回落、主要产品开工率多数同比下降，以及今年6月全月工作日较去年少2天等因素，或导致6月规上工业增加值同比增速较5月放缓。预计6月规上工业增加值同比增长 **5.0%左右**。
 - (2) 社零：** 6月服务业 PMI 为 50.2 较前值有所回落，服务消费方面，餐饮消费走弱，高端旅游出行呈现景气度尚可，商品消费方面，汽车销售仍是以价换量，经销商经营状况继续恶化，**6月社零预计同比+3.6%，较前值下降 0.1%**。展望下半年，我们认为社零出现积极的边际变化长期依托居民收入预期改善+消费意愿调整，中期依托地产政策落地带动地产后周期消费品改善或政策催生新的消费业态。
 - (3) 投资：**
 - ①基建投资：** 专项债发行迟缓叠加南方降雨和北方高温，**1-6月基建预计累计同比+5.5%**。下半年，我们认为基建可能适当加速，关注稳增长政策支持+专项债和超长期特别国债发行+年底赶工这三方面支撑；
 - ②房地产投资：** 二手房销售成交表现好于新房主要系以价换量，后续政策落地效果仍需观察，**1-6月地产投资预计累计同比-10.4%**。展望下半年，我们认为地产的负财富效应不容忽视；
 - ③制造业投资：** 政策持续发力支撑制造业企业投资意愿。6月 PMI 继续在 50%以下的收缩区间运行，但企业预期保持较好；五篇大文章、大规模设备更新和科技创新和技术改造再贷款对制造业企业投资意愿起到了明显的支撑作用，财政贴息等落地预计也将保持制造业企业设备更新改造投资意愿在较高水平，**1-6月制造业投资预计累计增速 9.4%左右**。

- **(4) 进出口：6月**，出口集装箱运价指数上涨主要系运输需求保持高位，多数远洋航线市场运价走高，带动综合指数继续上涨。我们认为，“性价比优势”和渠道出海是出口核心支撑，进口依托政策发力及落地内需的逐步回升。预计6月人民币计价出口和进口分别同比+8.9%和+3.3%。贸易差额为860亿美元。
- **(5) 物价：受6月生活资料价格普遍呈现下跌影响下**，6月CPI预计同比+0.2%，受大宗商品价格同比上涨影响，6月PPI预计同比降至-1.7%。展望下半年，CPI主要关注猪价，预计下半年猪价继续上涨，年底有望升至30元/公斤左右，带动食品项同比改善，供给加速减少+二次育肥+高温高密度养殖+猪企高负债下主动去化是核心支撑，PPI聚焦铜、油，预计下半年油价震荡上行，Q3和Q4有望反弹至87、88美元/桶左右，主要受减产下供需缺口进一步走扩影响，后续需关注美国夏季旅游来临和地缘政治变化，铜价中枢或将继续上行，主要考虑铜矿开采成本逐年上升+消费电子和能源转型支撑铜价需求支撑铜价+“强美元”走弱预期+新增铜需求主要来自新兴市场国家是相关影响因素。
- **金融数据前瞻：6月贷款投放或同比少增**，政府债和非金融企业债同比多增。6月国股票据转贴现利率延续低位运行，信贷投放或延续偏弱；6月政府债和非金融企业债合计净融资约7108亿，同比多增1500亿左右。预计6月金融机构口径新增贷款2万亿元左右，较2023年同期同比少增约1万亿元，对应贷款余额增速约8.7%；预计6月社会融资规模新增3.2万亿元左右，较2023年同期同比少增约1万亿元，对应社融存量同比增速约8.1%。
- **风险提示：**政策不及预期；房地产超预期下行；大国博弈超预期导致出口快速回落。

内容目录

1. 经济增长：预计 Q2GDP 同比增长 5.0%。	5
2. 工业生产：生产强于需求的格局或将持续	6
3. 社零：餐饮走弱，汽车不强，6 月社零预计同比+3.6%.....	8
4. 投资：制造业投资是核心支撑	10
4.1. 基建：专项债偏慢叠加天气扰动，基建相对较弱.....	10
4.2. 房地产：以价换量明显，政策效果有限	11
4.3. 制造业：政策支撑下制造业投资增速或维持较高.....	12
5. 进出口：“性价比优势”和渠道出海是出口核心支撑.....	15
6. 通胀：CPI 关注猪价，PPI 聚焦铜、油.....	16
7. 金融：贷款投放或偏弱，债券融资支持社融	17
8. 风险提示	18

图表目录

图 1: 6 月 PMI 产需指数边际回落	6
图 2: 6 月整车货运流量指数环比下降, 同比降幅扩大	6
图 3: 6 月石油沥青装置开工率低位下滑	7
图 4: 6 月汽车半钢胎开工率高位运行	7
图 5: 6 月螺纹钢开工率低位回升	7
图 6: 6 月纯碱开工率边际回升	7
图 7: 6 月海南 3 星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期 分别变动-0.4%、-0.3%	9
图 8: 6 月全国电影票房弱于季节性水平	9
图 9: 6 月汽车经销商库存预警指数为 62.3 点, 指向汽车流通行业处在景气区间	9
图 10: 6 月汽车消费指数为 74.5 点 (前值为 79.0 点)	9
图 11: 长江三峡入库流量 (立方米/秒), 位于 2008 年底以来的 93.2%分位数水平	11
图 12: 6 月水泥发运率有所下行	11
图 13: 6 月水泥价格指数小幅上行	11
图 14: 6 月 PMI 建筑业指数边际回落	12
图 15: 6 月投资前瞻指数、PMI 生产经营活动预期指数边际回升	13
图 16: 产能利用率走低与制造业投资较高相悖的原因或在于“制造立国”战略推动产业迭 代	14
图 17: 上半年整体制造业固投增速上行幅度大于民间制造业固投增速	14
图 18: 各航线出口集装箱运价综合指数 (1998 年 1 月 1 日=1000)	15
图 19: 6 月义乌小商品指数上行为主	15
图 20: 6 月猪肉价格同比上行, 牛羊肉价格同比下行	16
图 21: 6 月以来南华贵金属指数先下行后上行	16
图 22: 6 月国股转贴现利率继续低位运行	17
图 23: 6 月政府债与非金融企业债合计净融资同比小幅多增	17
表 1: 6 月经济数据前瞻	5

1. 经济增长：预计 Q2GDP 同比增长 5.0%

二季度 GDP 虽然受去年同期高基数影响，但考虑到工业生产较强，清明、五一、端午假期旅游出行需求旺盛，服务业稳步增长，预计不变价 GDP 当季同比增长 5.0% 左右，符合增长目标。从生产法来看，4-5 月规模以上工业增加值分别同比增长 6.7% 和 5.6%，持续高于一季度 GDP 增速，工业生产端较强依然是拉动今年经济增长的主要动力；4-5 月服务业生产指数分别同比增长 3.5% 和 4.8%，清明和五一假期旅游出行人次和相关消费支出增长较好，服务业或摆脱疫情“疤痕”寻回增速“锚”；第一产业增速平稳，对 GDP 增长贡献或保持稳定。从 6 月的情况来看，生产端受到工作日较少、产需景气度边际下滑影响，对生产法 GDP 贡献占比较高的规模以上工业增加值同比或较 5 月有所回落，进而导致二季度 GDP 同比较一季度小幅回落。从支出法来看，消费端餐饮走弱，汽车不强，投资端受到专项债发行和天气原因掣肘，实物工作量亟待形成，进出口端凭借性价比红利支撑，预计 Q2 不变价 GDP 当季同比 5.0% 左右。

当前我国经济仍处于“去地产化”进程中，“制造立国”战略推动制造业投资与工业发力对冲“去地产化”影响，关注后续宏观政策逐步落地对经济的支撑作用。从结构上看，广义基建投资和制造业投资预计将保持较强的韧性，消费需求也有望平稳复苏。我们预计，2024 年第二、三、四季度的实际 GDP 增速分别为 5.0%、4.9% 和 4.9%，Q2 至 Q4 经济呈现“L 型”走势，全年 GDP 增速预计有望达到 5.0% 左右，实现增长目标。

表 1：6 月经济数据前瞻

	24-06E	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01
GDP: 当季 (%)	5.0			5.3		
GDP: 累计 (%)	5.2			5.3		
CPI (%)	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8
PPI (%)	-1.7	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5
工业增加值: 当月 (%)	5.0	5.6	6.7	4.5	-12.7	26.3
固定资产投资: 累计 (%)	3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	
基建	5.5	5.7	6.0	6.5	6.3	
房地产	-10.4	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	
制造业	9.4	9.6	9.7	9.9	9.4	
社会消费品零售 (%)	3.6	3.7	2.3	3.1	5.5	
进口 (人民币计价, %)	3.3	1.8	8.3	-1.9	-8.1	15.4
出口 (人民币计价, %)	8.9	7.6	1.4	-7.6	5.4	7.9
贸易差额 (美元计价, 亿元)	860	826	722	584	393	846
人民币贷款: 新增 (亿元)	20000	9500	7300	30900	14500	49200
贷款余额同比 (%)	8.7	9.3	9.6	9.6	10.1	10.4
社会融资规模: 新增 (亿元)	32000	20648	-658	48335	14959	64734
社融存量同比 (%)	8.1	8.4	8.3	8.7	9.0	9.5

资料来源：Wind，德邦研究所测算

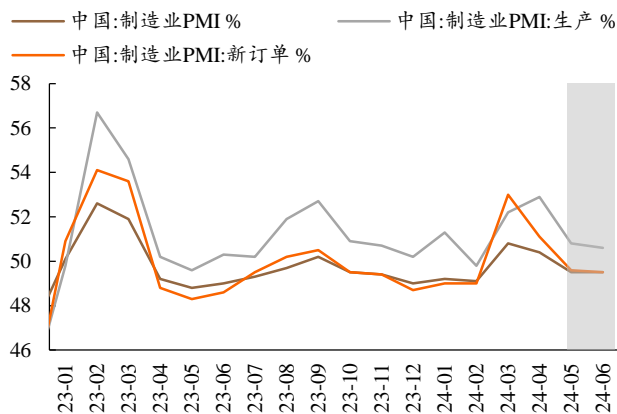
2. 工业生产：生产强于需求的格局或将持续

工业产需指数环比回落。6月官方制造业PMI指数持平在49.5%的收缩区间，PMI产需指数均边际回落，生产端继续处于扩张区间、需求端继续处于收缩区间，生产端景气水平强于需求端的格局持续。**生产活跃指标多数同比下降。**6月整车货运流量指数同环比均明显下降，同比下降8.01%，环比下降6.08%；主要产品开工率多数同比下降，尤其是能源炼化相关行业降幅较大，石油沥青装置开工率同比下降9.85个百分点至24.35%，处于历史低位，山东地炼开工率也同比下降9.94个百分点至51.80%，生产活跃度较好的是汽车半钢胎，开工率同比上升8.29个百分点至78.65%，继续在历史高位区间运行。主要原材料生铁、粗钢日均产量同比分别下降2.7%和2.1%也是生产端放缓的佐证。今年5月全月工作日与去年相等，而6月全月工作日较去年少2天，叠加PMI产需指数回落、高频生产活跃度指标多数同比下降指向的生产活跃度同比下降，或导致6月规上工业增加值同比增速较5月放缓。

2023年下半年以来工业生产端较强根源在于中国经济探索建立新动能，催化在于2023年下半年陆续出台的工业十大行业稳增长政策。十大行业稳增长政策出台后，各相关主管部门和各地政府陆续落实政策部署，推动政策效能释放，十大行业成为工业稳增长的有力抓手。**除生产端工业稳增长政策外，工业品需求端也有多重支撑。**其一，3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，一方面提出“到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上”，推动整体产业技术水平提升，淘汰落后设备，优化工业供给端结构，保障供应链稳定，另一方面也提出开展汽车、家电等大宗消费品以旧换新，通过促销活动、财政支持等方式提振大宗消费品消费意愿，进而提振工业品需求。**其二，**地产政策逐渐放松也是提振需求的重要方式，4月起地产政策持续加码扩围，降低利率、降低首付比、收储去库存、限购限价放松等政策持续出台，有利于加速地产链开工、施工和竣工的加速修复，从而提振相关工业品需求。**其三，**今年安排增发的一万亿超长期特别国债已在持续发行，下半年财政支出有望加快，实物工作量的推进也意味着对工业品用量的增加。**其四，**海外主要经济体陆续开启降息周期，市场预期美联储首次降息时点临近，下半年外需或依然较强，出口也构成工业品需求的一大支撑。多重支撑之下，工业产需结构改善也可有所期待，下半年生产端微观主体或更加积极。

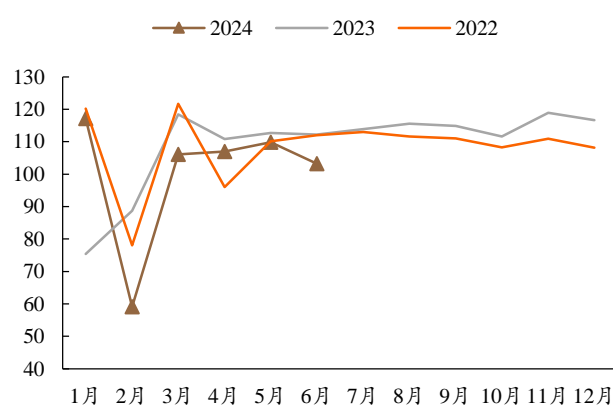
工业生产环比回落，但工业稳增长的政策影响下，生产强于需求的格局或将持续，预计6月工业增加值同比增长5.0%左右。

图1：6月PMI产需指数边际回落



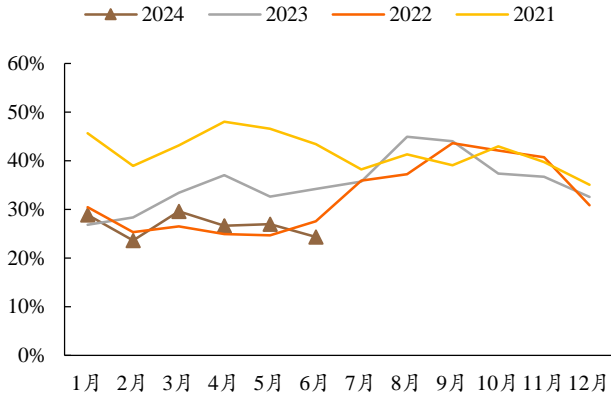
资料来源：Wind，德邦研究所

图2：6月整车货运流量指数环比下降，同比降幅扩大



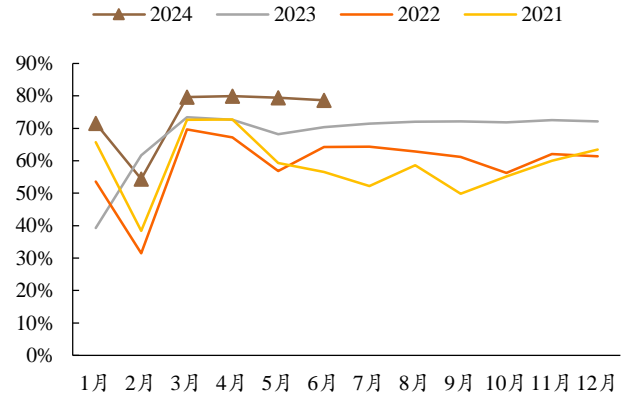
资料来源：Wind，G7，德邦研究所

图 3：6 月石油沥青装置开工率低位下滑



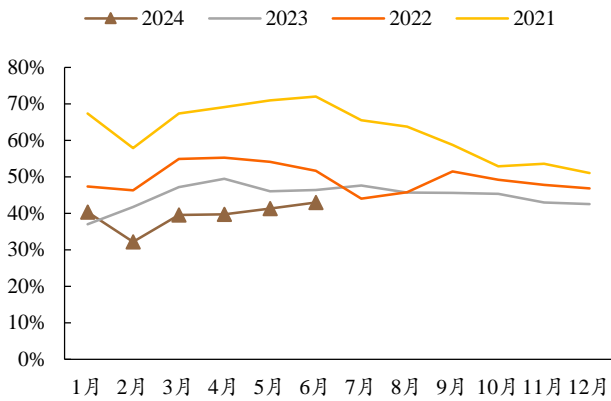
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：6 月汽车半钢胎开工率高位运行



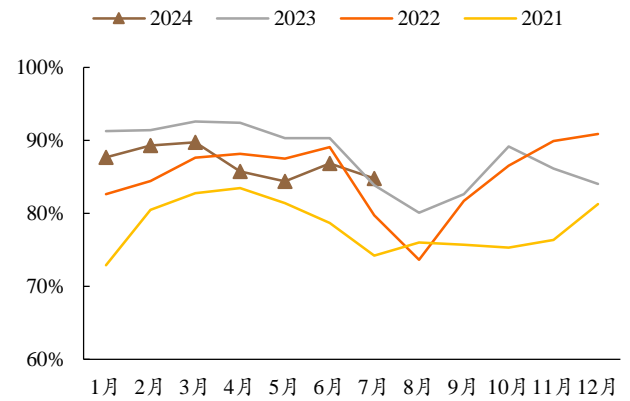
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：6 月螺纹钢开工率低位回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：6 月纯碱开工率边际回升



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 社零：餐饮走弱，汽车不强，6月社零预计同比+3.6%

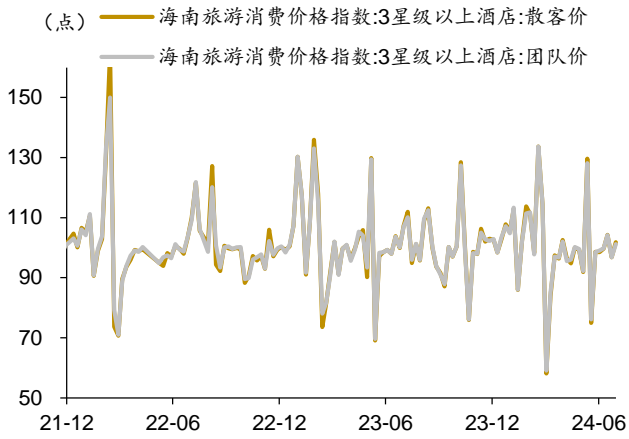
整体来看，餐饮走弱，汽车不强，6月社零预计同比+3.6%（前值为+3.7%）。

- **服务消费方面，餐饮消费走弱，高端旅游出行呈现景气度尚可。**6月服务业PMI为50.2较前值有所回落（前值为50.5），高频数据上看，截至6月23日，6月日均电影票房收入和观影人次均值较去年同期同比分别变动-39.8%、-42.4%；较上期环比分别变动-39.3%、-38.9%。旅游出行方面，截至6月23日，6月海南3星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期分别变动-0.4%、-0.3%；海南散客旅游餐饮价格指数和团队旅游餐饮价格指数同比较去年持平，环比均下降0.4%。餐饮住宿方面，高端旅游出行呈现景气度尚可，餐饮消费需求仍有修复空间，仍需居民收入预期改善+消费意愿调整支撑。
- **商品消费方面，汽车销售仍是以价换量，经销商经营状况继续恶化。**根据中国汽车流通协会乘联分会统计，2024年6月中国汽车经销商库存预警指数为62.3%，同比上升8.3个百分点，环比上升4.1个百分点。库存预警指数位于荣枯线之上，汽车流通行业处在不景气区间。短期来看，“以旧换新”政策对车市的推动作用尚不明显。根据中国汽车流通协会统计的经销商反馈“仅有不到20%的消费者进店咨询相关政策，且实际成交的比例更是不足10%。大多数经销商表示，目前仍以政策宣传为主，少数经销商认为政策存在一定的局限性。”

展望下半年，我们认为社零出现积极的边际变化长期依托居民收入预期改善+消费意愿调整，中期依托地产政策落地带动地产后周期消费品改善或政策催生新的消费业态。

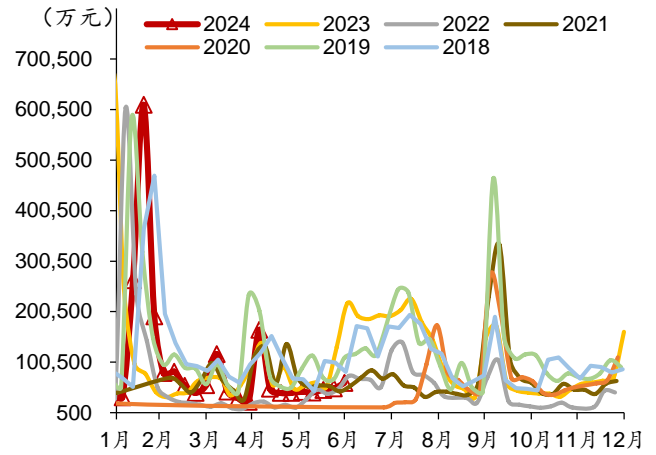
- **其一，“去地产化”带来的负财富效应冲击居民消费能力和消费意愿，**消费者预期指数处于历史低位，消费市场存在一定的改善空间。由于房地产在居民资产负债表中实物资产占比超过70%，房价持续下跌导致居民财富受挫，由此产生负财富效应，进而冲击居民消费能力和消费意愿。房地产上下游产业链长，地产后周期是消费的重要组成部分，今年以来由于房地产领域的相对不景气，地产后周期的消费品表现相对较弱。
- **其二，517地产新政开启，地产政策持续加码扩围，降低利率、降低首付比、收储去库存、限购限价放松等政策持续出台，**地产政策加码扩围有助于降低对消费层面的扰动，也有助于催化新的消费业态，例如“去库存”收储形成的大规模保障性租赁住房，可能催生相对应的建筑装饰翻新需求、家具家电等可选易耗品需求以及床垫、沙发等轻工纺服需求。在政策方面，3月政府工作报告要求扩大内需，同月7日国务院发布国发〔2024〕7号《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，消费品以旧换新政策支撑汽车和家电消费。

图 7：6 月海南 3 星级以上酒店散客住宿价格指数和团队住宿价格指数均值较去年同期分别变动-0.4%、-0.3%



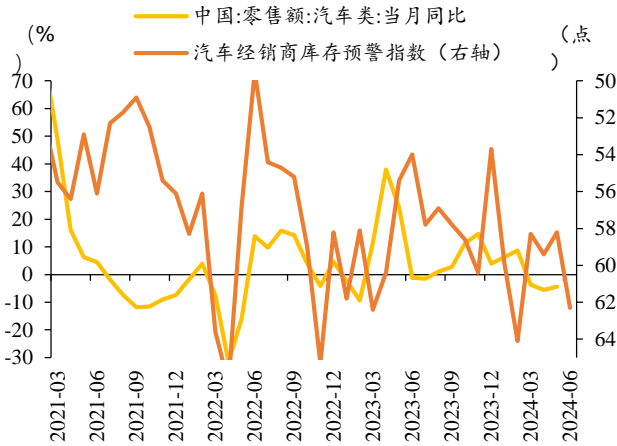
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：6 月全国电影票房弱于季节性水平



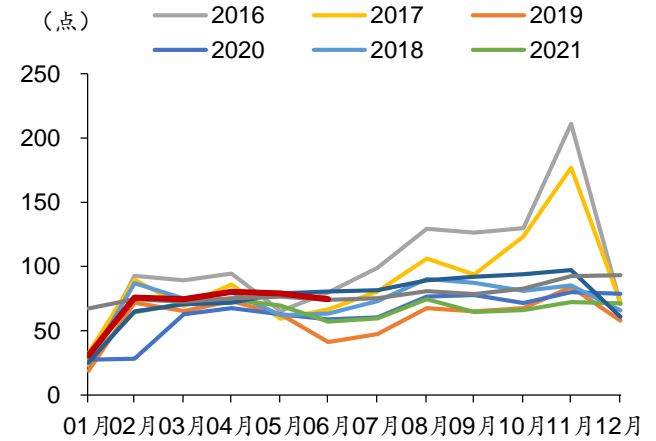
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：6 月汽车经销商库存预警指数为 62.3 点，指向汽车流通行业处在不景气区间



资料来源：Wind，中国汽车流通协会，德邦研究所
注：汽车经销商预警指数越高表明汽车库存压力越大

图 10：6 月汽车消费指数为 74.5 点（前值为 79.0 点）



资料来源：Wind，德邦研究所

4. 投资：制造业投资是核心支撑

4.1. 基建：专项债偏慢叠加天气扰动，基建相对较弱

整体来看，专项债发行迟缓叠加南方降雨和北方高温，1-6月基建预计累计同比+5.5%（前值为5.7%）。

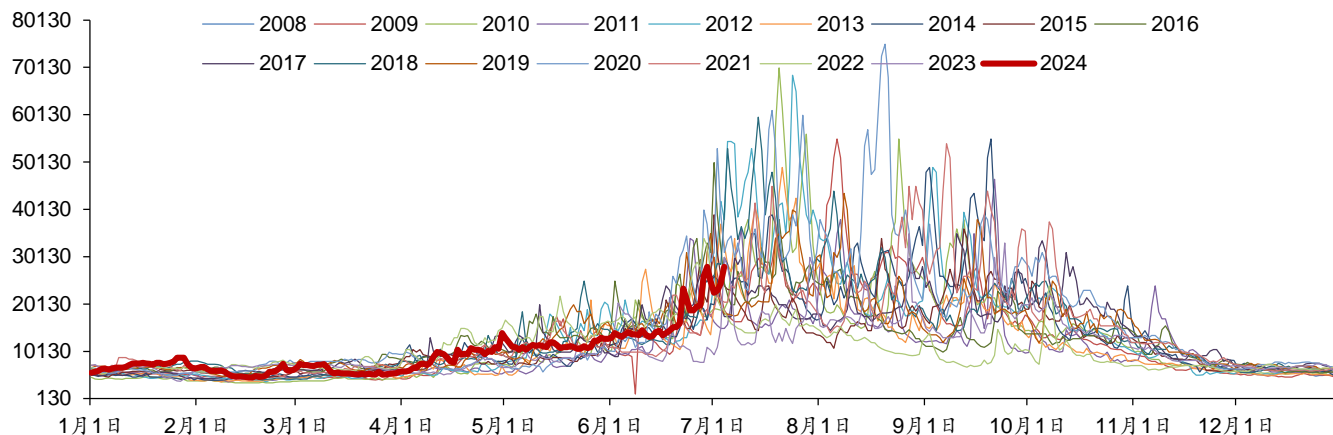
- **专项债方面**，截至7月4日，6月单月我国发行新增专项债3731亿元，较上月减少1088亿元，发行进度已达47.3%，与往年相比发行进度仍偏慢，若完成全年3.9万亿元的发行计划，后续专项债发行有望加速从而推动实物工作量的形成。
- **基建开工方面**，受降水以及部分地区停窑影响，6月水泥库容比均值为61.8%，较去年同期下降11.5个百分点，较上月环比下降2.2个百分点。其他开工率指标上，石油沥青装置以及磨机开工率同比环比均下降也表明基建仍处于弱修复状态，6月石油沥青装置开工率均值为24.4%，较去年同期下降9.9个百分点，较上期环比下降2.6个百分点，磨机运转率均值为46.2%，较去年同期下降1.2个百分点，环比-0.8个百分点。
- **天气方面**，进入夏季雨季水位上涨，截止7月4日，长江三峡出库、入库日流量分别达到13900和28000立方米/秒，分别位于2008年底以来的61.6%和93.2%分位数水平。若长江中下游干流水位继续上涨，部分支流可能发生超警洪水，或扰动相关地区的建工强度，影响建工需求。

展望下半年，我们认为基建加速主要有稳增长政策支持+专项债和超长期特别国债发行+年底赶工这三方面支撑。

- **一是政策积极定调下，基建仍可以较好满足稳增长的目标**：2024年3月，政府工作报告强调“统筹稳增长和增后劲”、“制定促进民间投资政策，能源、水利等基础设施和制造业投资较快增长”、“加快重大科技基础设施体系化布局”、“重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等经济社会薄弱领域补短板，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目”。2024年4月，政治局会议要求“加快专项债发行进度”；从各省已披露的重大项目投资角度来看，多地就推进重大项目建设召开调度会议、集中签约仪式，主要是海南、江苏和内蒙古等新增较多，其他省份与2023年接近。
- **二是新增专项债和超长期特别国债的发行，有望加速Q3-Q4实物工作量形成**：2024年2月7日，发改委下达2023年增发国债第三批项目清单，共涉及项目2800多个；2024年4月，发改委联合财政部完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约3.8万个、2024年专项债券需求5.9万亿元左右，为今年3.9万亿元专项债券发行使用打下坚实项目基础；2024年5月，超长期特别国债首发，均匀发行至11月中旬。此外，新增专项债在1-4月发行较慢，5月有所加速，截止7月4日，按照两会提出的2024年发行3.9万亿专项债，目前仅发行了计划的47.3%。我们预计Q3是专项债的发行高峰期。预计后续随着专项债和超长期特别国债的发行，实物工作量有望加速形成。
- **三是受到2023年三四季度低基数以及年底赶工的影响，四季度基建投资增速有望小幅上升**：受到专项债和超长期特别国债发行流程的影响，

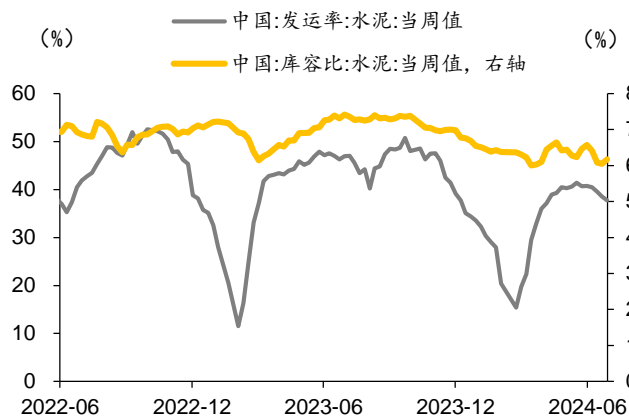
实际落地时间可能与发行计划存在时滞，因此在财政发力下三、四季度形成实物工作量的可能性较大，加之 2023 年同期低基数影响，今年三、四季度基建投资有望高速增长。此外需要关注 Q3 极端天气对基建投资实物工作量形成的扰动，国家气候中心称“今年夏季我国高温天气出现相对较早，高温天气过程较多。”因此综合来看，我们预计后续需重点关注下半年天气对基建的扰动，在天气扰动下降后，基建赶工有望推动增速回升。

图 11：长江三峡入库流量（立方米/秒），位于 2008 年底以来的 93.2%分位数水平



资料来源：Wind，德邦研究所，数据截止 2024 年 7 月 4 日

图 12：6 月水泥发运率有所下行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：6 月水泥价格指数小幅上行



资料来源：Wind，德邦研究所

4.2. 房地产：以价换量明显，政策效果有限

整体来看，二手房销售成交表现好于新房主要系以价换量，后续政策落地效果仍需观察，1-6 月地产投资预计累计同比-10.4%（前值为-10.1%）。

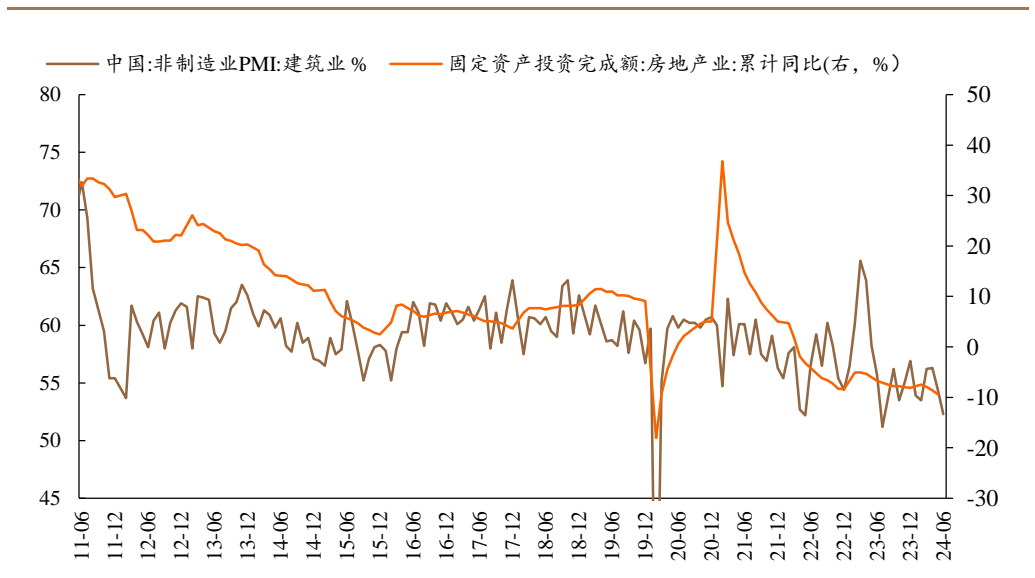
- 据中指研究院统计，2024 年 6 月，百城二手住宅平均价格为 14762 元/平方米，环比下跌 0.73%，跌幅较 5 月扩大 0.03 个百分点，已连续 26 个月环比下跌；同比跌幅为 6.25%。当前业主“以价换量”促交易特征明显，百城二手住宅价格继续下行。百城新建住宅平均价格为 16421 元/平方米，环比上涨 0.15%，涨幅较 5 月收窄 0.10 个百分点；同比上涨 1.50%。受部分城市优质改善项目入市带动，百城新建住宅价格环比结构性上涨。全国 50 个城市住宅平均租金为 36.3 元/平方米/月，环比上涨 0.01%，同比下跌 1.60%。毕业季效应初步显现，市场需求有所增加，

重点城市平均租金止跌趋稳。整体来看，二手房销售成交表现好于新房主要系以价换量，后续政策落地效果仍需观察。

展望下半年，我们认为地产的负财富效应不容忽视，房地产投资大概率迎来系统性拐点的重要基础或是房价企稳、销售回暖。

- 当前我国地产市场呈现出“高库存+低需求+价格回落”三大特点：1、高库存：截止 2024 年 5 月，我国商品房待售面积为 7.4 万亿平方米居历史高位，6 月各省市商品房去化周期环比略有改善但是同比均值为+45.2%，从这两方面看我国地产市场仍然存在高库存的特点，430 政治局会议上就提出“统筹研究消化存量房产”；2、低需求：2024 年 2 至 5 月，商品房销售面积累计同比分别为-20.5%、-19.4%、-20.2%和-20.3%，商品房销售面积同比持续下滑表明房地产市场仍然面临需求不足的问题；3、价格回落：在地产政策“多箭齐发”之下，二手房的销量改善多为以价换量带来，北京、上海、广州和深圳当前二手房价格指数与 2019、2016、2019 和 2018 年历史水平接近，且仍然在下行区间，指向我国地产处于价格回落期。
- 伴随着经济快速发展，消费在经济增长构成中的重要性不断提升，在地产上行周期阶段，房价的持续走高通过财富效应带动了超前和超额消费的兑现，地产后周期相关的汽车、家具、家电、建筑装潢、轻工等表现较好，随着“去地产化”的推进，地产价格渐进下跌，我国居民的家庭实物资产中 70%以上是房地产，房价的持续下跌导致居民资产负债表恶化，进而催生了负财富效应，以此影响后周期相关的消费，这也是近两年消费领域的投资机会，更多在寻找出海和“去地产化”逻辑的原因。

图 14：6 月 PMI 建筑业指数边际回落



资料来源：Wind，德邦研究所

4.3. 制造业：政策支持下制造业投资增速或维持较高

政策持续发力支撑制造业企业投资意愿。6 月 PMI 继续在 50% 以下的收缩区间运行，但企业预期保持较好，其中，生产经营活动预期指数小幅上升 0.1 个百分点至 54.4%，继续处于较高水平；BCI 企业投资前瞻指数环比上升 1.15 至

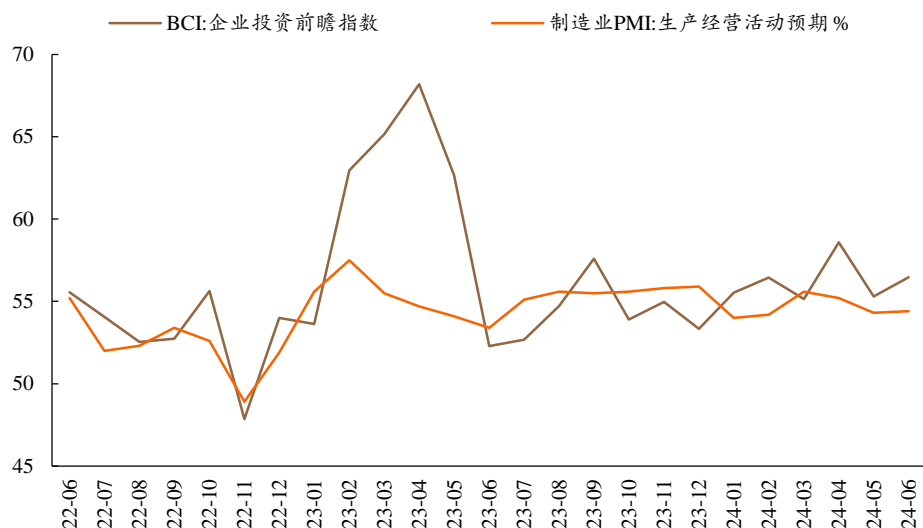
56.46，同样继续处于较高水平。五篇大文章、大规模设备更新和科技创新和技术改造再贷款对制造业企业投资意愿起到了明显的支撑作用，6月21日，财政部等多部门联合印发《关于实施设备更新贷款财政贴息政策的通知》，进一步加大对设备更新改造的融资端支持，预计也将保持制造业企业设备更新改造投资意愿在较高水平。

“制造立国”战略推动制造业产业升级，制造业投资或维持较高增速至年底。

(1) 2023年下半年以来制造业投资增速走高，今年维持在较高水平，但与此同时PPI持续偏低、工业企业利润增速放缓、产能利用率走低等现象与投资增速较高相悖，这或是我国在经济结构转型期内，为实现制造立国、建立高技术产业、培养新质生产力的必经阶段，通过“制造立国”战略推动产业迭代，支持制造业产业升级。(2) 大规模设备更新购置对制造业投资也起到了明显的支撑作用，6月18日发改委发言人在新闻发布会上表示，今年1-5月份，设备工器具购置投资同比增长17.5%，对全部投资增长贡献超过50%，向前看，人民银行正加快推进科技创新和技术改造再贷款项目审批，且标准制定正在加快推进，今年拟制定、修订的129项国家标准已全部立项，节能降碳、环保、安全、循环利用等领域标准正在进一步完善，均对下半年设备工器具购置投资有支撑。(3) 国有企业资本开支意愿较强，今年上半年，国有及国有控股企业固定资产投资同比增速较去年下半年走高，从制造业投资增速来看，今年上半年民间制造业投资增速与整体制造业投资增速差也明显缩小，背后反映的是国有企业投资增长较好，资本开支意愿较强，这一方面或是由于在减排目标和经济安全主题下，国有企业在自主可控、国产替代方面的诉求更强，对高端化、数智化、绿色化转型的投入力度更大，另一方面也体现出大规模设备更新购置支持和环保目标约束下国有企业更积极承担重任，推动设备更新投资更快落地。

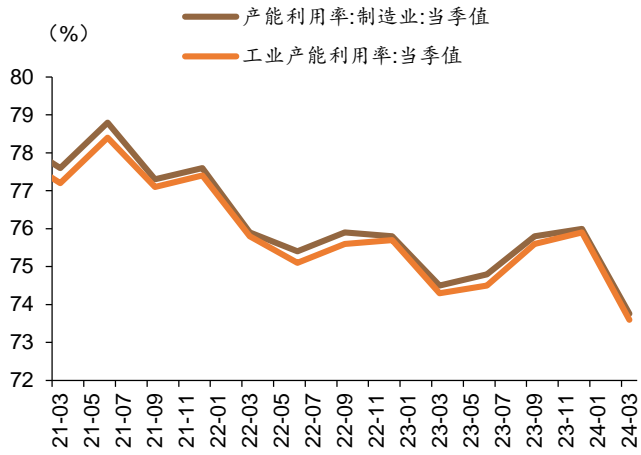
政策持续发力支撑企业投资意愿，制造业引领产业升级趋势下制造业投资较高增速或持续，预计1-6月制造业投资累计增速9.4%左右。

图 15：6月投资前瞻指数、PMI生产经营活动预期指数边际回升



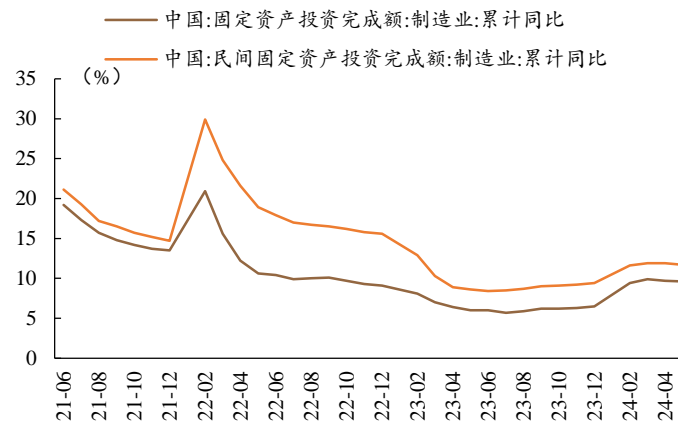
资料来源：Wind，德邦研究所

图 16: 产能利用率走低与制造业投资较高相悖的原因或在于“制造立国”战略推动产业迭代



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 上半年整体制造业固投增速上行幅度大于民间制造业固投增速



资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 进出口：“性价比优势”和渠道出海是出口核心支撑

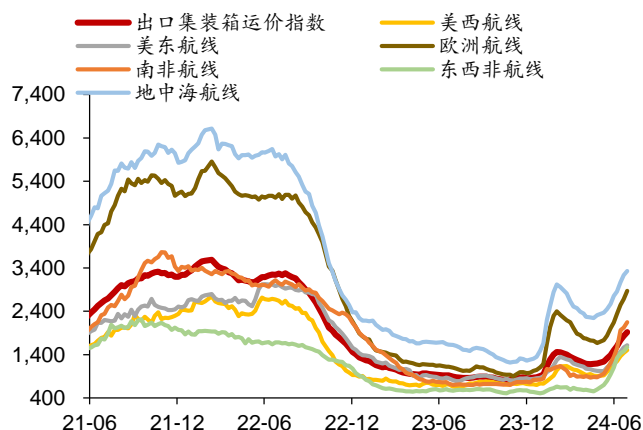
高频数据上看，在运价方面，6月海运运价(BDI)指数继续上涨，运价自1808点上涨至7月4日的2021点。6月中国出口集装箱运价指数均值为1769.4，同比上升92.6%，环比上升30.2%。6月上海出口集装箱运价指数综合指数、宁波出口集装箱运价指数综合指数均值分别为3438.5、2719.9，同比分别上升256.6%、297.1%，环比分别变动30.1%、34.6%，出口集装箱运价指数上涨主要系运输需求保持高位，多数远洋航线市场运价走高，带动综合指数继续上涨。中国出口集运市场保持平稳发展也指向出口有望继续保持乐观。

展望下半年出口，我们认为：从贸易对象结构上看，美国、欧盟、日韩是我国主要贸易对象国，占外贸比重30%以上，共建“一带一路”国家外贸占比接近50%¹。海外经济体消费K型分化明显，对于G7国家，性价比中的“性”占主要优势，此外商业模式有效“复制”加速渠道出海对出口G7国家也起到支撑；对于新兴市场国家，性价比中的“价”占主要优势，此外在外交关系的大国博弈背景下，外交等突破带动我国对新兴市场国家出口显著提升也值得关注。从贸易产品结构上看，机电产品出口占比接近60%²，劳动密集型产品占比接近20%³。全球科技周期带动机电、集成电路增长，中国设备及零部件性价比优势明显，加之新兴市场国家对我国劳动密集型产品的出口替代作用较为有限，无需过度担忧。

进口依托政策发力及落地下内需的逐步回升。展望下半年，我们认为430政治局会议做出明确调落实已部署政策并加快政策落地，通过实施积极的财政政策、稳健的货币政策加之精准有力的产业政策有望加速内需逐步回升，激发消费潜力，从而带动进口回升。与此同时，受到铜、油等大宗商品价格高位影响，进口读数亦有所支撑。此外，考虑到2023年三、四季度三大工程拉动下大宗商品价格上行支撑进口存在高基数效应，因此预计2024年同期进口金额同比略有下行。

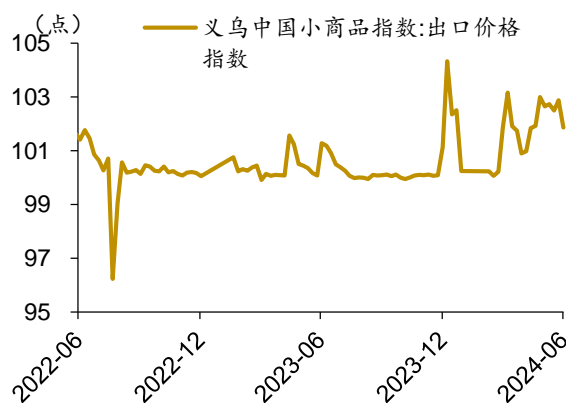
预计6月人民币计价出口和进口分别同比+8.9%和+3.3%，前值分别为11.2%和5.2%，贸易差额为860亿美元，前值为826亿美元。

图 18:各航线出口集装箱运价综合指数(1998年1月1日=1000)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 6月义乌小商品指数上行为主



资料来源: Wind, 德邦研究所

¹ 海关统计显示，2023年，我国对共建“一带一路”国家进出口19.47万亿元，增长2.8%，占进出口总值的46.6%，提升1.2个百分点。

² 海关统计显示，2024年一季度，我国机电产品出口3.39万亿元，增长6.8%，占出口总值的59.2%。

³ 海关统计显示，2023年我国劳动密集型产品出口4.11万亿元，占出口总值的17.3%。

6. 通胀：CPI 关注猪价，PPI 聚焦铜、油

整体来看，受生活资料价格普遍呈现下跌影响，6 月 CPI 预计同比+0.2%，受大宗商品价格同比上涨影响，6 月 PPI 预计同比-1.7%。

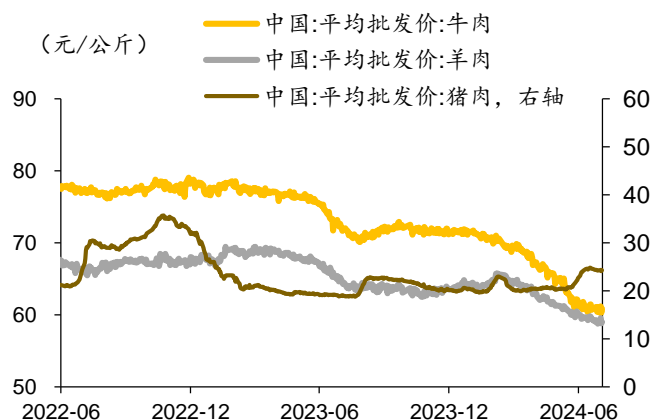
6 月生活资料价格普遍呈现下跌态势。农产品方面，6 月农产品批发价格 200 指数均值为 113.1，同比下降 7.4%，较上期环比下降 4.7%；6 月全国鸡蛋批发价格均值为 9.0 元/公斤，同比下降 8.3%，环比上升 3.5%；6 月面粉批发价格均值为 4.3 元/公斤，同比下降 4.2%，环比持平。肉类方面，6 月全国猪肉、牛肉和羊肉批发价格均值分别为 24.3、61.0、59.4 元/公斤，同比分别变动 27.2%、-17.3%、-9.8%，环比变动 16.1%、-3.2%、-1.9%。蔬菜水果方面，6 月重点监测的 28 种蔬菜价格和 7 种水果价格均值分别为 4.4、7.3 元/公斤，同比-12.3%、-10.8%，环比变动-6.8%、-1.0%。

6 月南华主要价格指数同比呈现上涨、环比呈现下跌态势，金价上行继续带动贵金属指数同比大幅回升。6 月南华综合指数、工业品指数、农产品指数、金属指数、能化指数和贵金属指数均值分别为 2646.2、4105.3、1070.8、6744.5、2020.3、971.3，较去年同期分别变动 17.5%、16.1%、0.5%、10.1%、20.4%、28.8%，较上期环比变动-2.5%、-2.8%、-1.9%、-4.6%、-1.3%、-0.1%。

展望下半年，我们提示重点关注以下四个方面：（1）预计下半年猪价继续上涨，年底有望升至 30 元/公斤左右，带动食品项同比改善，供给加速减少+二次育肥+高温高密度养殖+猪企高负债下主动去化是核心支撑；（2）预计下半年油价震荡上行，Q3 和 Q4 有望反弹至 87、88 美元/桶左右，主要受减产下供需缺口进一步走扩影响，后续需关注美国自驾游旺季来临和地缘政治变化；（3）下半年在促消费政策催化下，新的消费业态有望快速形成，支撑核心 CPI 回升；（4）预计下半年有色价格可能在近期阶段性回调后继续上行，铜价中枢或将继续上行，主要考虑铜矿开采成本逐年上升+消费电子和能源转型支撑铜价需求支撑铜价+“强美元”走弱预期+新增铜需求主要来自新兴市场国家是相关影响因素。

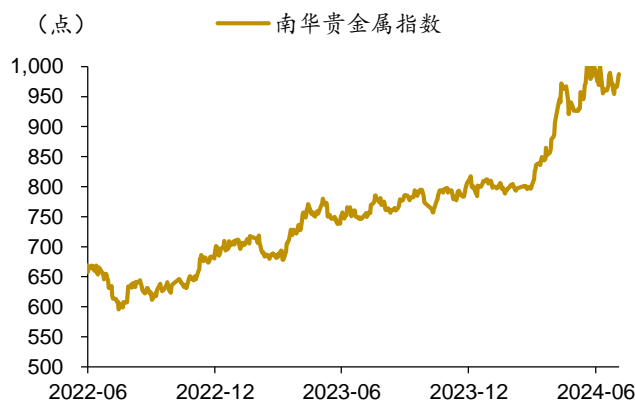
预计 6 月 CPI 同比降至+0.2%（前值+0.3%），环比-0.1%（与前值持平），预计 6 月 PPI 同比增速降至-1.7%（前值-1.4%），环比+0.2%（与前值持平）。

图 20：6 月猪肉价格同比上行，牛羊肉价格同比下行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：6 月以来南华贵金属指数先下行后上行



资料来源：Wind，德邦研究所

7. 金融：贷款投放或偏弱，债券融资支持社融

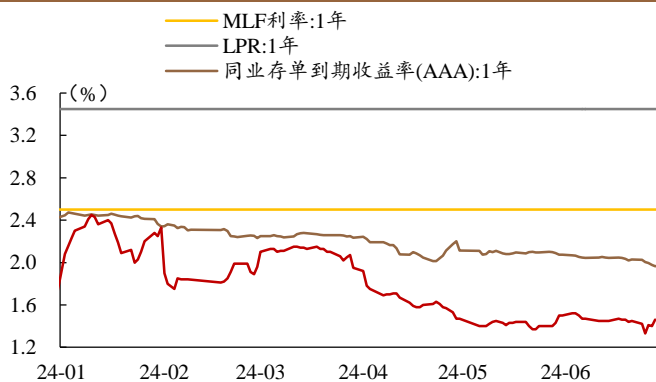
6月贷款投放或同比少增，政府债融资同比小幅多增。6月国股票据转贴现利率延续低位运行，信贷投放或延续偏弱；但由于6月是半年考核时点，往往是信贷投放季节性大月，6月贷款投放绝对水平或并不低；政府债和非金融企业债净融资方面，6月政府债券净融资约7108亿，同比多增1500亿左右，非金融企业债净融资规模约1917亿，同比多增96亿左右，政府债和非金融企业债合计净融资约9025亿，同比多增1600亿左右；6月非金融企业股票融资约78亿，同比少增约765亿。

高技术制造业等新动能行业信用扩张能力暂时无法完全对冲“去地产化”带来的地产行业信用收缩的影响，叠加化债背景下地方城投信用扩张受阻、信贷均衡投放、金融统计“挤水分”等影响，上半年金融总量指标增速中枢下移，6月或是年内金融数据底。1月国新办新闻发布会上宣昌能副行长表示“央行将引导金融机构把握好节奏，稳固支持实体经济力度，预计全年信贷投放节奏将会更加均衡”，央行对信贷“均衡投放”的目标或影响年内信贷投放节奏。国家统计局优化调整金融业增加值核算方式、利率自律机制整顿违规的高息揽储等现象对4-5月金融数据产生了明显影响，表现为大规模的“存款搬家”现象，在这一影响下4-5月M1、M2增速明显下行，这一轮的“存款搬家”可能对全年货币增速带来影响。

但对此也无需过度担忧，此前信贷、社融总量增长对经济增长的效能下降，也是由于当前我国金融资源总量已经较大，单纯追求总量增速可能导致效率的降低，对现有金融资源的有效盘活也能够提升经济增长动能。今年新增地方专项债限额在3.9万亿，较去年增加1000亿，再叠加一万亿超长期特别国债发行，今年政府债总额并不低，在上半年地方政府债发行节奏相对较慢的基础上，预计下半年地方政府债融资加速，对社会融资规模存在一定支撑。贷款投放方面，二季度以来银行投放意愿偏弱，今年贷款增量或整体稍低于去年，下半年投放节奏或快于上半年，预计下半年社融、信贷增速将企稳回升。

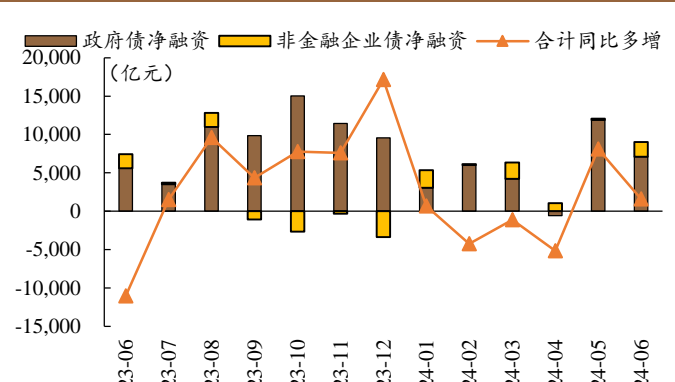
预计6月金融机构口径新增贷款2万亿左右，较2023年同期同比少增约1万亿，对应贷款余额增速约8.7%；预计6月社会融资规模新增3.2万亿左右，较2023年同期同比少增约1万亿，对应社融存量同比增速约8.1%。

图 22：6月国股转贴现利率继续低位运行



资料来源：Wind，德邦研究所

图 23：6月政府债与非金融企业债合计净融资同比小幅多增



资料来源：Wind，德邦研究所

8. 风险提示

- (1) 政策不及预期；
- (2) 房地产超预期下行；
- (3) 大国博弈超预期导致出口快速回落。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。