



Research and
Development Center

前高后低，分化延续

——2024 年下半年利润展望

2024 年 7 月 10 日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮 箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮 箱：xiaozhangyu@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

前高后低，分化延续

——2024年下半年利润展望

2024年7月10日

摘要：

- **工业企业利润改善速度偏缓。**回顾近期工业企业利润的走势，在年初较低的基数下，2024年1-5月工业企业利润增速仅为3.4%，两年平均增速为-8.4%（2023年全年为-3.2%），反映企业的盈利能力改善速度偏缓。根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量对企业利润增长贡献较大，价拖累较为明显，利润率仍处于历史较低水平。
- **结构上，企业利润向下游制造业集中。**受到大宗商品价格影响，中上游行业利润占比整体下滑。2024年前5个月中有4个月我国PPI生产资料环比为负，从价格端压制了中上游利润。下游制造业利润的主要驱动力，一是科技制造，二是出口链。我们可以将下游制造业的8个细分行业分为出口驱动型和内需驱动型，可以发现出口驱动型行业利润率表现要普遍好于内需驱动型。终端需求疲弱，下游消费品行业营收偏弱，但利润增长较快。我们判断，下游消费品行业利润改善与企业“降本增效”有关，一是部分原材料价格，如食品产业链上游的小麦、玉米价格下跌；二是下游行业削减用工人数优化成本。
- **企业并非“主动补库存”。**年初以来，工业企业产成品存货同比增速持续回升，市场有观点认为企业处于“主动补库存”阶段。我们通过需求、行业、产能三个视角进行分析，判断当前并非“主动补库存”。从投资的角度，理解当下库存周期的位置是有意义的。回顾历史，在主动补库存阶段，股票>商品>现金>债券；在被动补库存阶段，现金>债券>商品>股票。近期权益表现欠佳。我们认为，未来库存上行可能存在反复，应该更加关注结构性机会。
- **下半年企业利润展望。**我们认为下半年“价”和利润率改善幅度可能有限。通过量、价和利润率三因素框架进行测算，2024年工业企业利润增速在2%-5%。节奏上，由于2023年下半年基数垫高，下半年企业利润的增速大概率低于上半年。结构上，我们看好出口链、必选消费景气度。（1）中上游利润受制于地产。根据租售比的视角，我们认为下半年房地产可能仍处于筑底阶段。（2）下游制造业有望继续受到出口支撑。根据全球央行货币政策扩散指数对全球PMI的领先性，我们判断，如果地缘政治扰动不明显加剧，出口回暖或将延续。（3）必选消费景气度或好于可选。2024年以来，消费的主要制约因素逐步从消费倾向转变为收入。在收入偏慢的背景下，消费改善的幅度可能有限。从结构上，我们认为必选消费或好于可选。
- **风险因素：**政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期；地缘政治风险加大。

目录

一、工业企业利润改善速度偏缓.....	4
二、企业利润向下游制造业集中.....	6
2.1 中上游：黑色有色分化.....	7
2.2 下游制造：科技制造叠加出口链驱动.....	7
2.3 下游消费：降本增效.....	9
三、企业并非“主动补库存”.....	10
四、下半年企业利润展望.....	15
4.1 下半年企业利润的增速大概率低于上半年.....	15
4.2 看好出口链、必选消费景气度.....	17
风险因素.....	23

表目录

表 1：库存周期四个阶段下大类资产表现.....	15
--------------------------	----

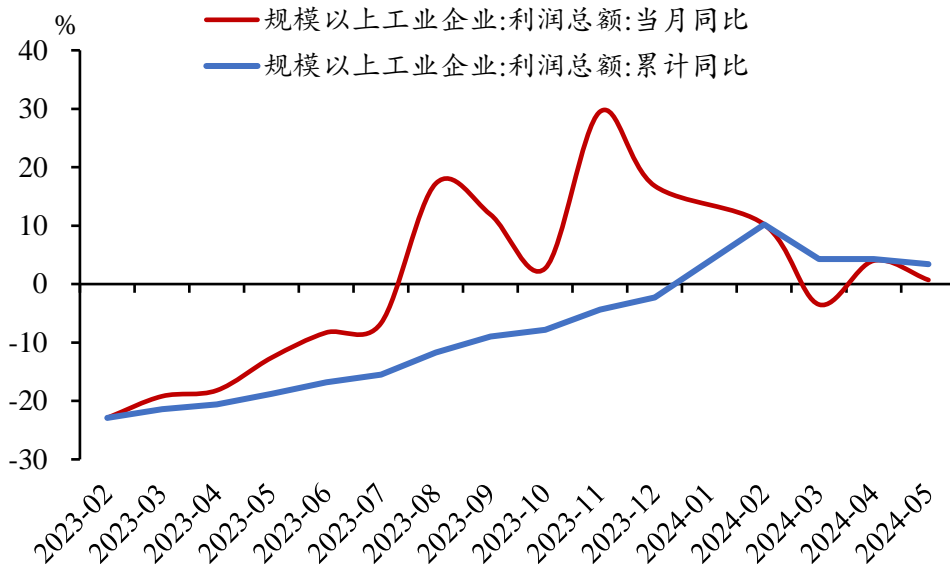
图目录

图 1：工业企业利润改善速度偏缓.....	4
图 2：工业企业利润三因素.....	5
图 3：工业企业利润成本率.....	5
图 4：三大费用同比增速.....	6
图 5：大类行业利润占比.....	6
图 6：3-4 月有色、黑色价格分化明显.....	7
图 7：出口驱动型和内需驱动型.....	8
图 8：下游制造业利润率变化.....	8
图 9：各行业成本率变化.....	9
图 10：2024 年以来三个行业的平均用工人数同比增速持续低于制造业整体.....	10
图 11：库存同比增速上升，营收增速上升.....	10
图 12：生产好于需求.....	11
图 13：PPI 变化领先于库存变化.....	11
图 14：PMI 产成品库存和采购量下滑.....	12
图 15：各行业库存和营收.....	13
图 16：工业总产能增速.....	14
图 17：6 月企业成本压力边际减轻.....	16
图 18：企业预期偏弱.....	16
图 19：工业企业利润同比增速预测.....	17
图 20：中上游利润占比与房地产投资呈现正相关.....	17
图 21：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	18
图 22：6 月以来三类城市的二手房出售挂牌价指数均下跌.....	18
图 23：租金回报率与其他投资收益对比.....	19
图 24：全球央行货币政策扩散指数领先全球 PMI 约一年时间.....	20
图 25：美国、欧元区 PMI.....	20
图 26：1-5 月重点商品出口金额同比.....	21
图 27：1-5 月重点商品出口金额同比.....	22
图 28：农村居民可支配收入近年来增速要明显高于城镇居民.....	22
图 29：2023 年下半年以来外地户籍人口失业率持续低于本地户籍人口.....	23

一、工业企业利润改善速度偏缓

今年以来工业企业利润呈现恢复态势，但改善速度偏缓。回顾近期工业企业利润的走势，其同比增速在 2023 年 2 月份触底，录得-22.9%，随后震荡回升，2023 年全年利润同比增速降幅缩窄至 2.3%。但在年初较低的基数下，2024 年 1-5 月工业企业利润增速仅为 3.4%，两年平均增速为-8.4%（2023 年全年为-3.2%），反映企业的盈利能力改善速度偏缓。

图 1：工业企业利润改善速度偏缓



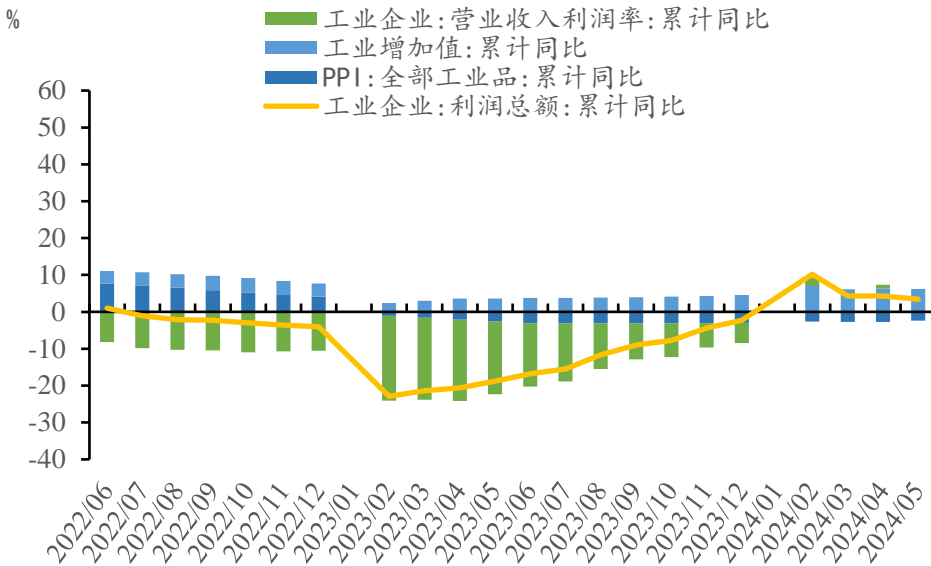
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

根据三因素框架拆解本期工业企业利润，量对企业利润增长贡献较大，价拖累较为明显，利润率仍处于历史较低水平。

工业增加值方面，2024 年 1-5 月工业增加值同比增速为 6.2%，去年全年同比增速为 4.6%。值得注意的是，1-5 月工业企业的产销率为 95.9%，较上年同期下降 0.3 个百分点，是 2000 年以来同期最低水平。产销率偏低反映的是“供大于求”的问题，部分企业生产的商品未能形成销售。

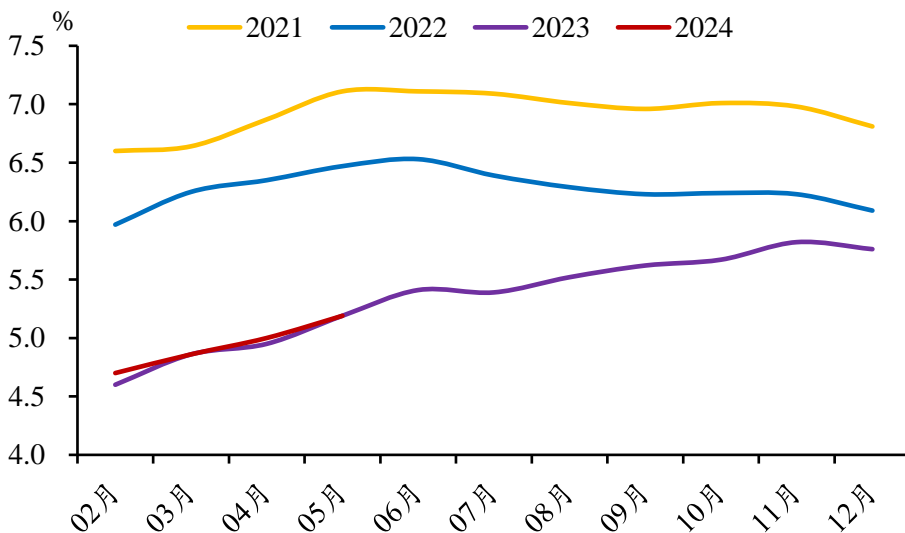
PPI 方面，2024 年 1-5 月 PPI 同比下降 2.4%。2022 年 10 月 PPI 当月同比增速转负，截至 2024 年 5 月已达 20 个月。从环比来看，2024 年 1 月-4 月环比均为负，5 月主要受到国际有色价格推动，环比小幅转正。

利润率方面，1-5 月份利润率为 5.19%，与去年同期持平，其水平处于近 10 年以来的较低水平，仅高于 2020 年。

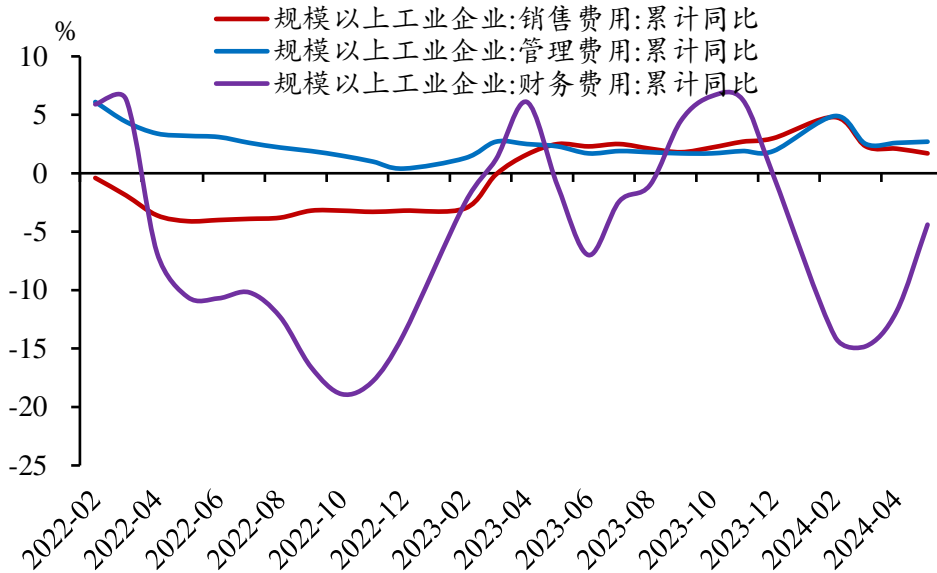
图 2：工业企业利润三因素


资料来源:万得, 信达证券研发中心

进一步拆解影响利润率的因素，工业企业费用整体趋于下降，但未能充分抵消成本的上升。进一步观察成本率和费用率，2024 年年初以来，工业企业每百元营业收入中的成本较去年同期上升幅度不断扩大，显示企业的成本端压力加大。我们判断，一方面企业产成品价格下降，在单位成本保持不变的情况下，成本在价格中的占比走高；另一方面，3 月-5 月部分有色金属价格上涨，导致部分行业原材料采购成本增加。反观费用率，每百元营业收入中费用的涨幅呈现降低的趋势，从三大费用来看，5 月财务费用累计同比下降 4.4%，我们认为这可能一方面与新一轮结构性减税降费政策推进有关；另一方面企业融资成本受到贷款利率下降的影响走低。

图 3：工业企业利润成本率


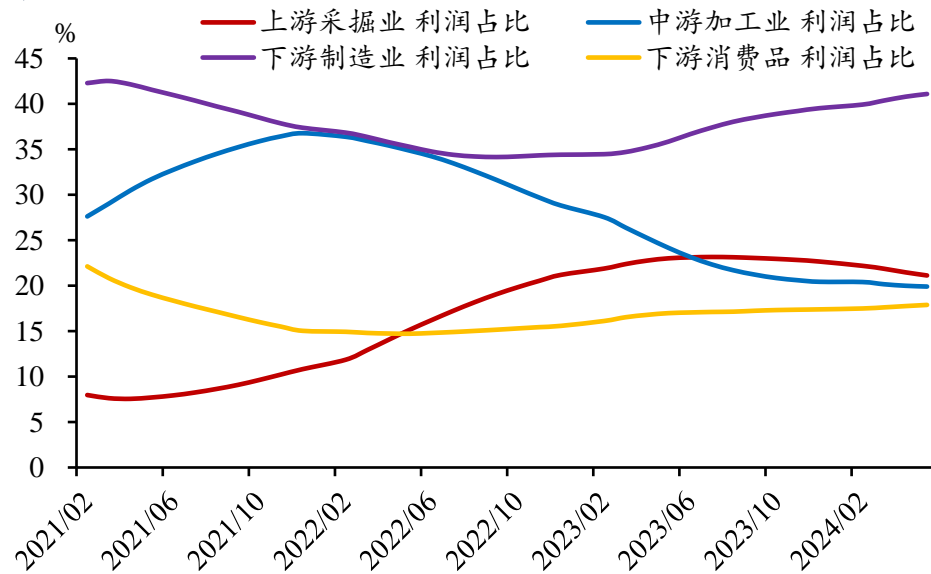
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 4：三大费用同比增速


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、企业利润向下游制造业集中

简单梳理近年大类行业利润的变化脉络，2021年至2022年由于大宗商品价格大幅上涨，煤炭、石化等中上游行业利润高增，可以看到中上游行业利润在大类行业中的占比抬升，一度达到了50%以上。2023年伴随PPI进入下降通道，中上游行业对下游行业的挤压减少，下游制造业脱颖而出，利润占比持续上升。进入2024年，企业利润进一步向下游制造业集中。

图 5：大类行业利润占比


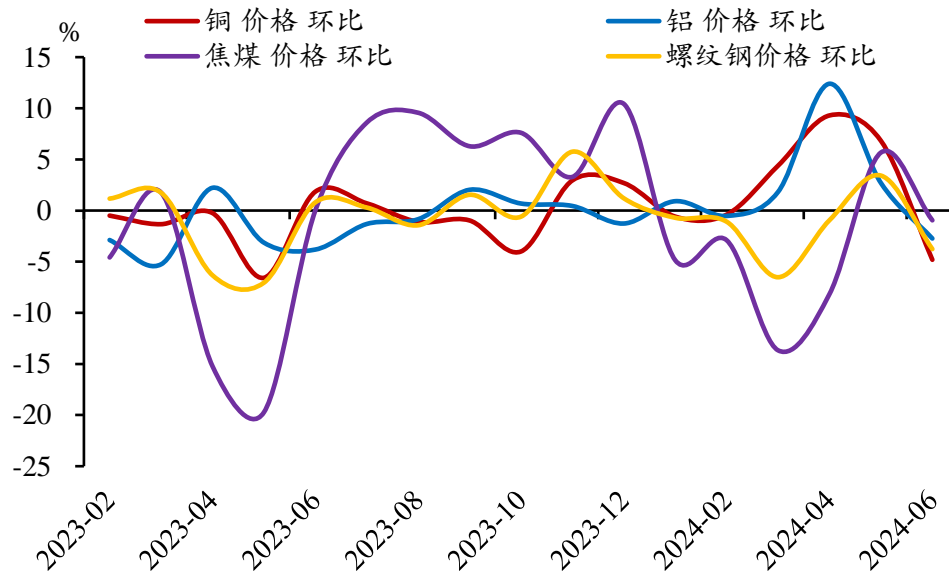
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.1 中上游：黑色有色分化

受到大宗商品价格影响，中上游行业利润占比整体下滑。2024年前5个月中有4个月我国PPI生产资料环比为负，从价格端压制了中上游利润。1-5月上游采掘业、中游原材料加工业利润占比分别为20.8%、19.1%，分别较去年同期下滑3.8、1.0个百分点。

黑色有色分化明显。3月-4月有色价格表现好于黑色，导致中上游行业利润分化。铜、铝价格上涨幅度较大，1-5月有色金属冶炼和压延加工业增长80.6%。我们认为，有色金属价格的上涨由供给和需求两方面推动。供给端巴拿马铜矿持续关闭、缅甸锡矿继续执行禁采、俄罗斯金属受制裁等事件频发扰动有色金属供给；需求端全球PMI展现出向上趋势，叠加市场交易美联储降息。另一方面煤炭、螺纹钢等黑色系仍然偏弱，1-5月石油煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业均为亏损。

图6：3-4月有色、黑色价格分化明显



资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.2 下游制造：科技制造叠加出口链驱动

下游制造业利润的主要驱动力，一是科技制造，二是出口链。

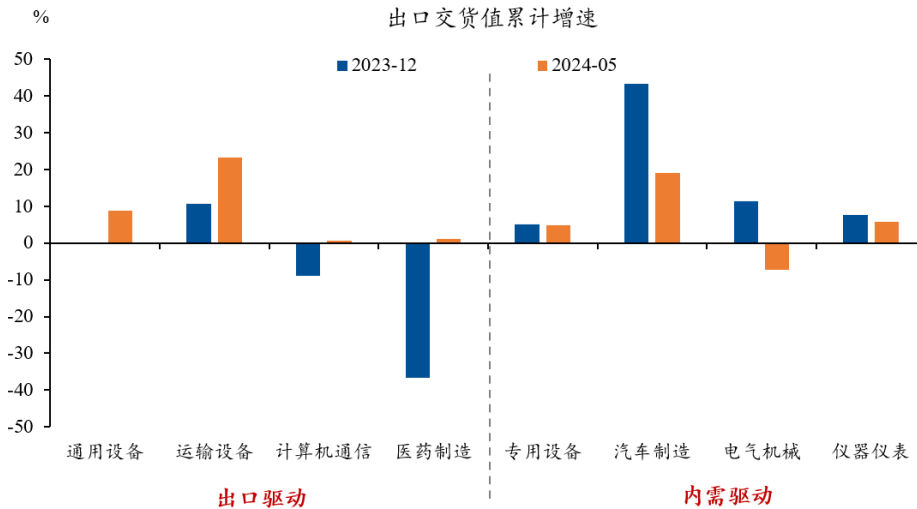
一是科技制造相关行业不断壮大。根据统计局的数据，一季度，高技术制造业利润由上年全年下降8.3%转为同比增长29.1%，增速比规模以上工业平均水平高24.8个百分点。分行业看，通信终端设备行业利润增长3.47倍；集成电路、显示器件、计算机整机制造业均由上年同期亏损转为盈利，利润同比分别增加108.3亿元、76.1亿元、48.0亿元。另外，新质生产力包含八大战略性新兴产业和九大未来产业，与下游制造业较为契合。对于科技创新的支持政策对相关行业的景气度起到了推动作用，包括设备更新改造、财政端对研发费用加计扣除、货币政策端设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款等。

二是出口回暖，出口链盈利增加。1-5月出口交货值同比增长3.0%，去年全年为-3.9%。从单月增速来看，出口交货值同比增速自年初以来呈上行趋势，其中4月单月增速达到了7.3%，好于出口总值（人民币）的5.1%，说

明工业部门的外需相对更加旺盛。

我们可以将下游制造业的 8 个细分行业分为出口驱动型和内需驱动型。具体的方法是通过细分行业的出口交货值增速是否高于去年同期增速。从划分结果来看，通用设备、运输设备、计算机通信、医药制造四个行业今年 1-5 月出口明显改善，属于出口驱动型；专用设备、汽车制造、电气机械、仪器仪表四个行业出口弱于去年，景气度的提升主要来源于内需。

图 7：出口驱动型和内需驱动型



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

值得关注的是，出口驱动型行业利润率表现要普遍好于内需驱动型。去年以来，国内部分行业采取“以价换量”的策略，使得行业的利润空间受到挤压。通过梳理外需驱动型行业 and 内需驱动型行业利润率的边际变化，我们可以发现，外需驱动型行业的利润率自去年年末以来逐步改善，而依赖内需的行业盈利能力则普遍有所下降，仅有汽车制造业利润率上行。我们认为，其背后的原因主要在于，外需回暖打开相关行业利润空间，而依赖内需的行业在国内需求偏弱的环境下不得不加大“内卷”。

图 8：下游制造业利润率变化 (%)

		2023/11	2023/12	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05
外需驱动	通用设备	6.41	6.46	6.50	6.51	6.52	6.52
	运输设备	5.34	5.42	5.56	5.67	5.77	5.87
	计算机通信	3.18	3.13	3.23	3.33	3.43	3.51
	医药制造业	13.85	13.76	13.82	13.84	13.90	13.93
内需驱动	专用设备	7.21	7.19	7.08	7.02	6.97	6.90
	汽车制造	4.62	4.56	4.66	4.73	4.79	4.83
	电气机械	5.45	5.45	5.43	5.39	5.38	5.35
	仪器仪表	9.08	9.08	9.04	9.00	8.96	8.92

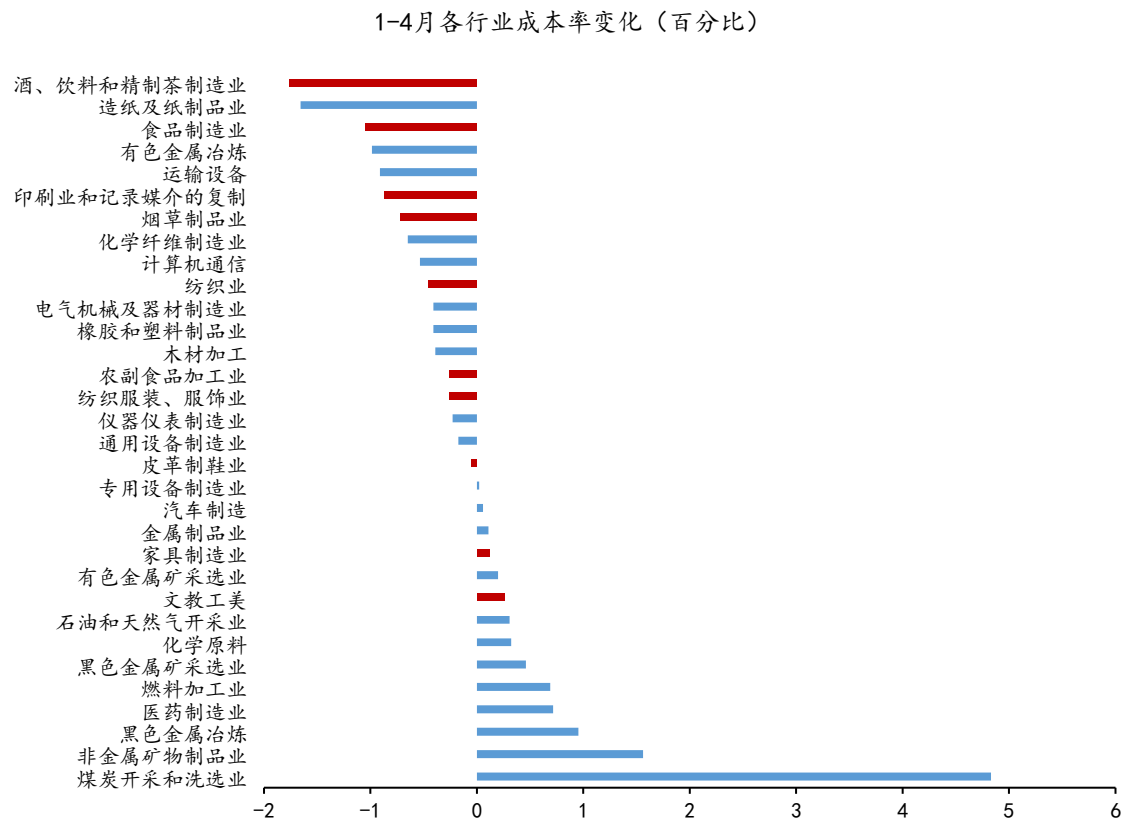
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2.3 下游消费：降本增效

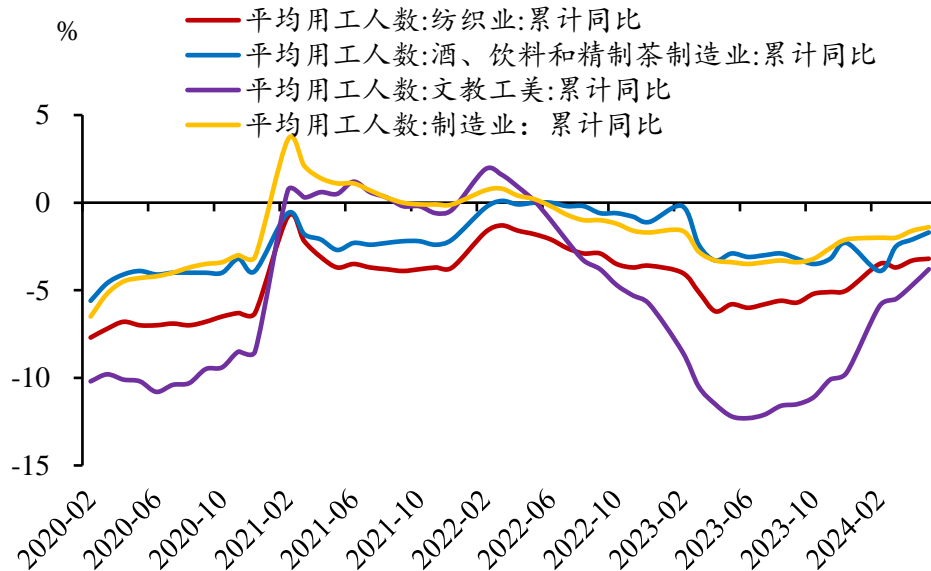
终端需求疲弱，但下游消费品行业利润增长较快。2024年1-5月社会消费品零售同比增速为4.1%，其中商品零售同比增速仅为3.5%，2020年之前该增速在8%左右。从企业收入来看，农副食品营收累计同比-4.6%，纺织业营收累计同比4.1%，印刷营收累计同比3.4%，与疲弱的终端需求形成印证。但以上三个行业的利润增速分别为17.1%、23.2%、23.1%，明显优于营收的表现。1-5月下游消费品利润占比18.0%，去年同期为16.6%，也说明下游消费品的利润向好。

我们判断，下游消费品行业利润改善与企业“降本增效”有关。观察1-4月各个行业成本率相对去年同期的变化，大部分下游消费品细分行业的成本有所下降，尤其是酒饮料、食品制造、印刷业的成本率下行幅度较大，由此可见，利润表现较好一定程度上来源于成本的降低。究其原因，一是部分原材料价格，如食品产业链上游的小麦、玉米价格下跌；二是下游行业削减用工人数优化成本，2023年下游消费品中具有代表性的纺织业、酒饮料、文教工美平均用工人人数同比持续为负，且2024年以来三个行业的平均用工人人数同比增速持续低于制造业整体。

图9：各行业成本率变化



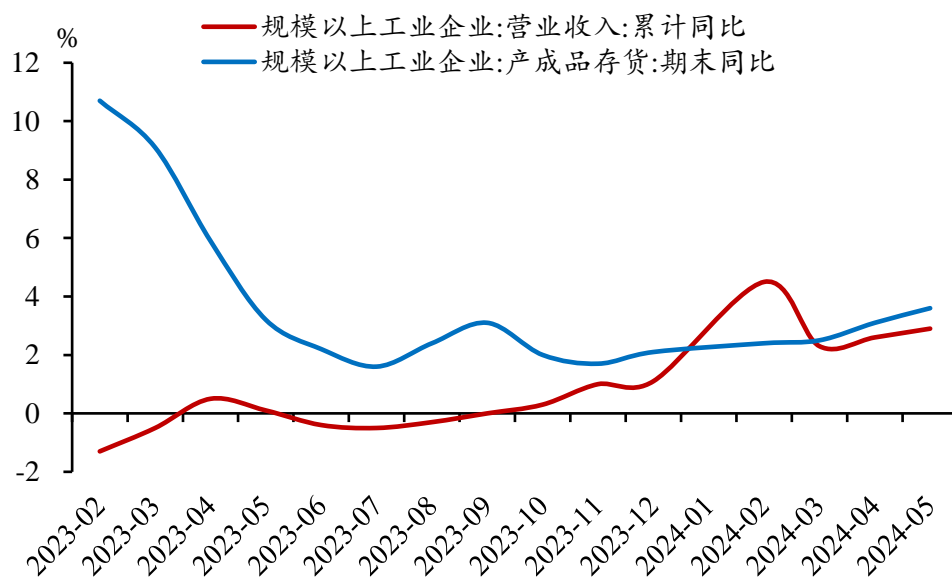
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：2024 年以来三个行业的平均用工人数同比增速持续低于制造业整体


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

三、企业并非“主动补库存”

年初以来，工业企业产成品存货同比增速持续回升，市场有观点认为企业处于“主动补库存”阶段。2024 年 2 月，工业企业产成品存货同比增速为 2.4%，随后该增速连续 3 个月上行，截至 5 月已上升至 3.6%，显示企业库存累计。另一方面，根据统计局的数据，5 月份工业企业营业收入同比增长 3.8%，在 4 月份由降转增的基础上，增速进一步加快 0.5 个百分点。在“库存上升，营收回暖”的组合下，市场上有观点认为企业处于“主动补库存”阶段，且该阶段有望持续。

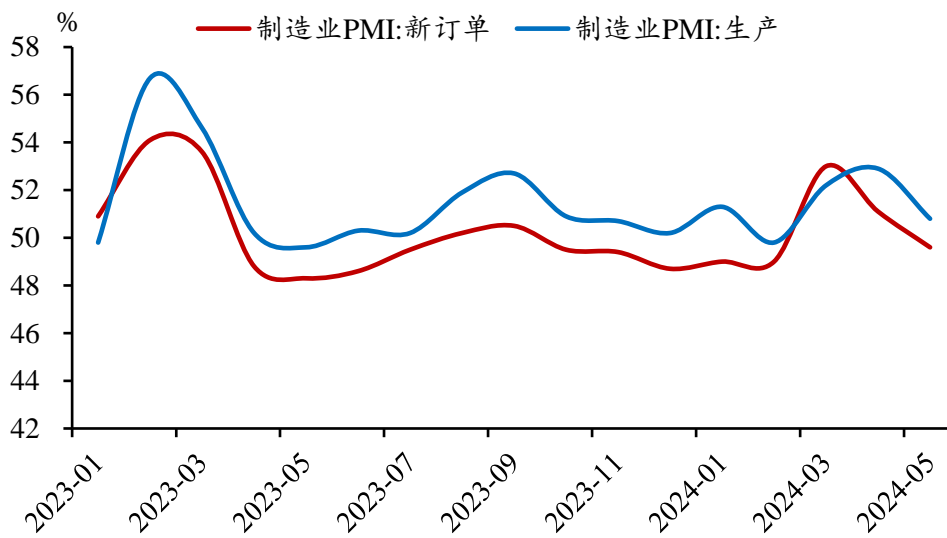
图 11：库存同比增速上升，营收增速上升


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

我们通过需求、行业、产能三个视角进行分析，判断当前并非“主动补库存”。

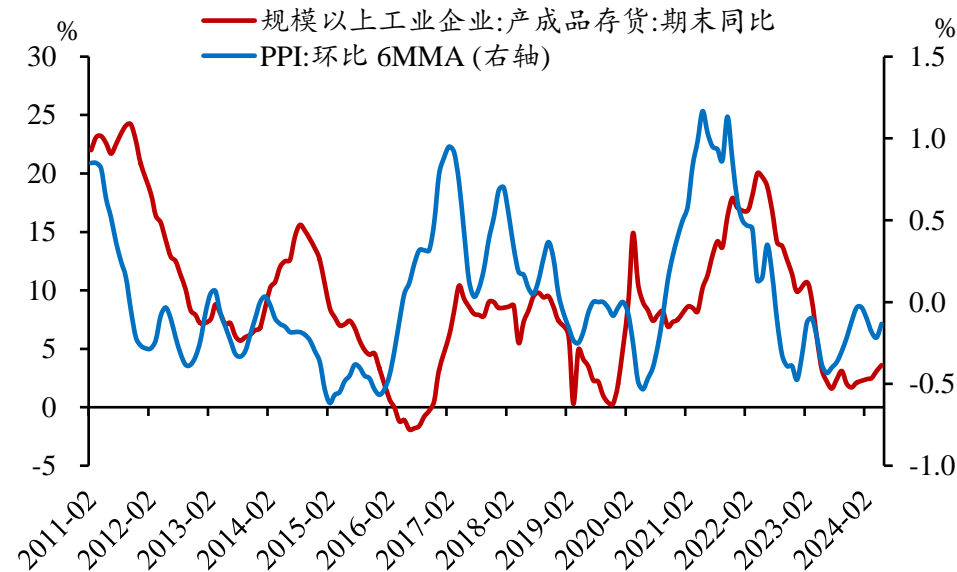
先看需求，当下国内经济整体偏弱，库存增加的实质是生产好于需求。从制造业 PMI 分项指数看，生产强、需求弱表现在生产指数强于新订单指数。2024 年前 5 个月中，有 4 个月生产指数都高于新订单指数。2024 年 5 月，制造业 PMI 生产指数录得 50.8%，新订单指数录得 49.6%。边际变化上，新订单指数连续两个月下滑，且 5 月下行至荣枯线之下，可见二季度以来需求疲弱的现象仍在持续。此外，价格是供需关系的体现，2024 年以来 PPI 环比持续为负。历史数据显示，PPI 的变化对库存变化存在一定的领先性，今年以来价格端的积极信号尚不明显。

图 12：生产好于需求



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

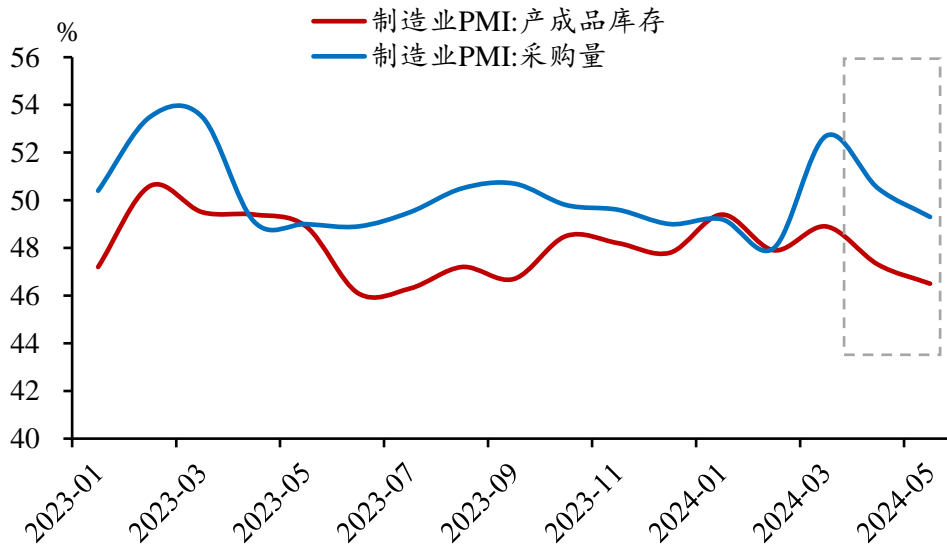
图 13：PPI 变化领先于库存变化



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

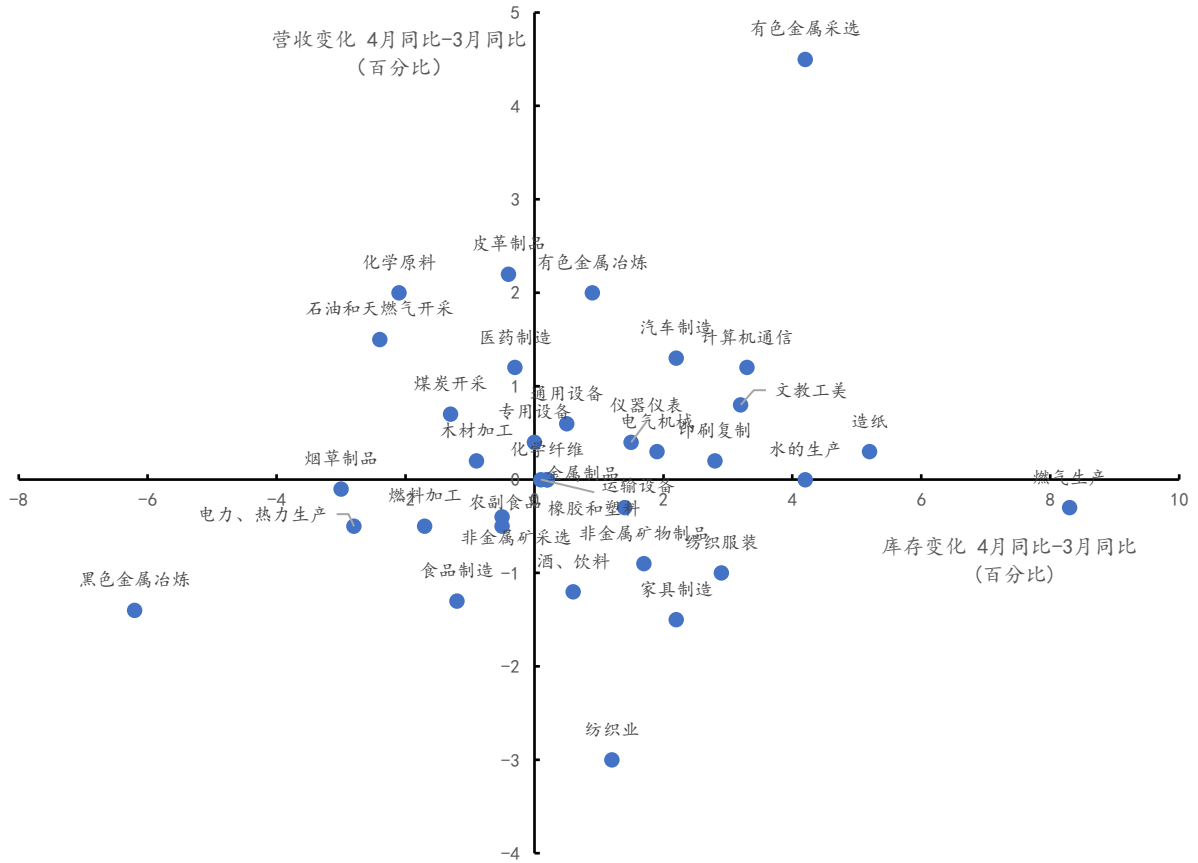
往后看，库存的上行可能存在反复。PMI 中与库存相关的分项有产成品库存和采购量。2024 年 3 月-5 月，PMI 产成品库存连续两个月下降，与工业企业财务数据中的产成品存货出现背离。加之 PMI 采购量下降，逻辑上，企业需要增加采购以扩大生产，但采购量指标也处于下降态势，反映企业补库的基础并不牢固，我们认为，后续库存上行可能出现反复。

图 14: PMI 产成品库存和采购量下滑



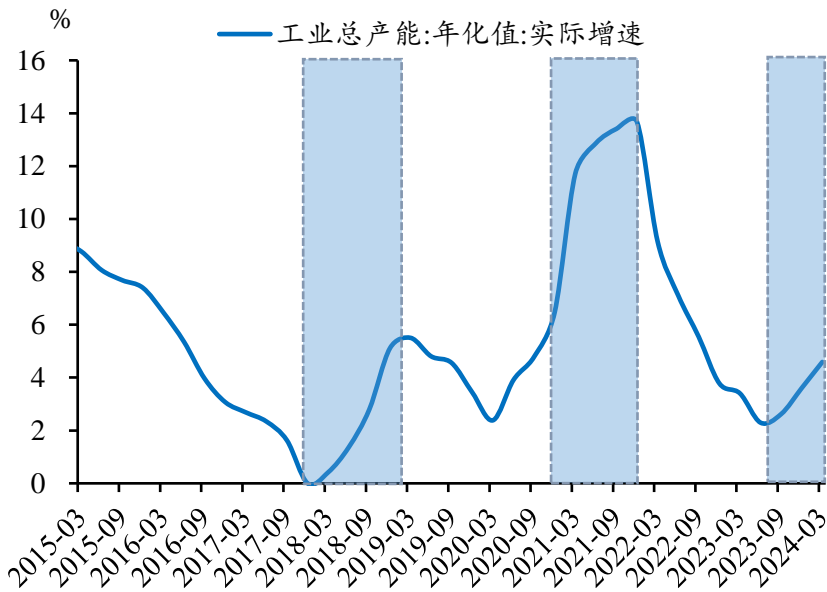
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

其次，补库存的行业集中在出口链，不具有普遍性。我们结合各行业的营收变化与库存变化，定位该细分行业的库存周期阶段。可以看到，处于第一象限的行业（营收上升，库存上升）集中在出口链，包括计算机通信、汽车制造、电气机械、仪器仪表等，显示出口向好对工业部门的带动力量较强。另外还有有色产业受到 4、5 月份有色金属价格上涨的影响，景气度改善。大多数行业处于第一象限以外的其他象限，不符合“主动补库存”的特征。值得注意的是，下游消费品行业多数处于第三、第四象限，营收边际下滑，再次印证了终端需求偏弱的情况。

图 15：各行业库存和营收


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

第三，补库存受到过剩产能的压制。从微观来看，“需求回暖-企业补库意愿提升-产能扩张”是企业扩张产能的逻辑链条。但本轮产能扩张有明显不同。2021年下半年起，彼时房地产产业链下滑，中国经济下行压力加大，2022年至2023年上半年，产能增速不断放缓，但2023年下半年起，产能增速触底回升，产能扩张再次出现，“产能扩张+需求不足”的组合开始出现，并在2024年得到延续。虽然初看起来似乎反直觉，但其背后的逻辑并不复杂。为对冲房地产产业链持续走弱带来的下行压力，在一系列政策措施支持下，2022年以来制造业投资保持较快增长，承担起了稳增长的重要使命。详细分析可见前期报告《产能扩张遇上需求不足——2024年中期宏观展望》。也就是说，本轮产能扩张早已启动，当下的库存走高一定程度上来源于扩张至过剩的产能，而产能会反过来影响库存的正常出清，也会限制补库的高度。

图 16: 工业总产能增速


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从投资的角度，理解当下库存周期的位置是有意义的。在前期报告《库存周期是把握今年行情的胜负手》中，我们剖析了库存周期的变化对资产价格以及板块的轮动的影响。回顾历史，在主动补库存阶段，股票>商品>现金>债券；在被动补库存阶段，现金>债券>商品>股票。近期权益表现欠佳，与历史上主动补库存阶段的资产表现不相符，反而与被动补库存更加契合。正如前文中我们论述的，当前经济并非处于“主动补库存”阶段，未来库存上行可能存在反复，我们认为应该更加关注结构性机会。

表 1：库存周期四个阶段下大类资产表现

各阶段资产表现 (%)		万得全A	中证国债指数	南华工业品指数	货币基金	对比
2006.06-2009.08						
主动补库	2006.06-2008.05	161.6	2.7	-7.2	5.8	股票>现金>债券>商品
被动补库	2008.06-2008.08	-33.7	-1.0	-2.5	0.8	现金>债券>商品>股票
主动去库	2008.09-2009.02	-5.2	11.0	-37.0	1.8	债券>现金>股票>商品
被动去库	2009.03-2009.08	33.8	-0.1	46.3	0.7	商品>股票>现金>债券
2009.09-2013.08						
主动补库	2009.09-2010.02	21.0	1.6	10.2	0.7	股票>商品>债券>现金
被动补库	2010.03-2011.10	-13.0	4.2	-10.5	4.4	现金>债券>商品>股票
主动去库	2011.11-2012.09	-14.0	5.5	-1.9	3.8	债券>现金>商品>股票
被动去库	2012.10-2013.08	9.1	0.6	-6.2	3.3	股票>现金>债券>商品
2013.09-2016.06						
主动补库	2013.09-2013.12	3.6	-2.9	-2.2	1.4	股票>现金>商品>债券
被动补库	2014.01-2014.08	12.3	5.2	-16.1	3.2	股票>债券>现金>商品
主动去库	2014.09-2015.12	88.0	13.1	-27.9	5.1	股票>债券>现金>商品
被动去库	2016.01-2016.06	-17.0	2.4	19.3	1.4	商品>债券>现金>股票
2016.07-2019.11						
主动补库	2016.07-2017.03	7.4	0.1	48.7	2.1	商品>股票>现金>债券
被动补库	2017.04-2018.08	-17.8	3.9	10.2	5.8	商品>现金>债券>股票
主动去库	2018.09-2019.02	8.3	4.5	0.6	1.6	股票>债券>现金>商品
被动去库	2019.03-2019.11	2.2	1.9	1.3	1.9	股票>债券=现金>商品

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、下半年企业利润展望

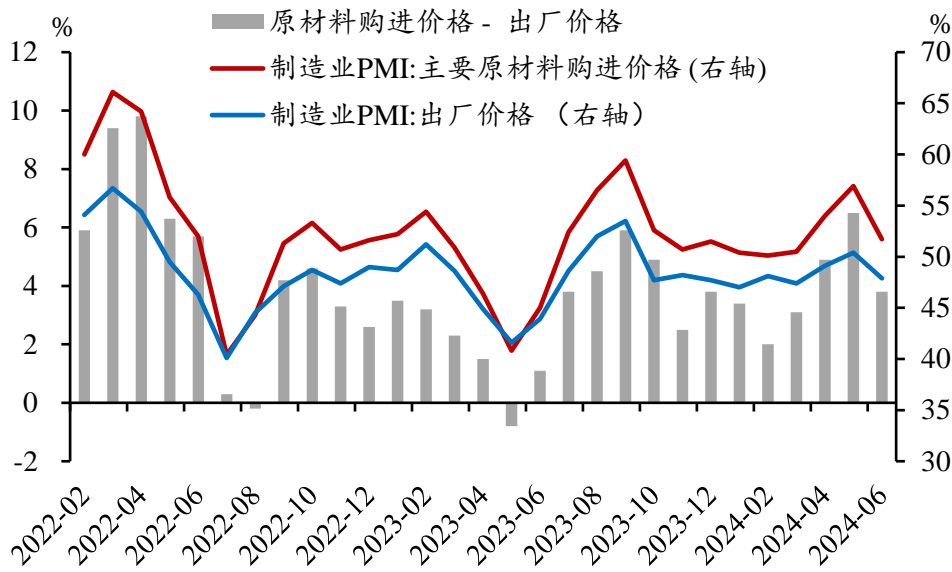
4.1 下半年企业利润的增速大概率低于上半年

2024 年全年企业利润增速或小幅正增长，我们认为，主要驱动力在于“量”，“价”和利润率改善幅度可能有限。

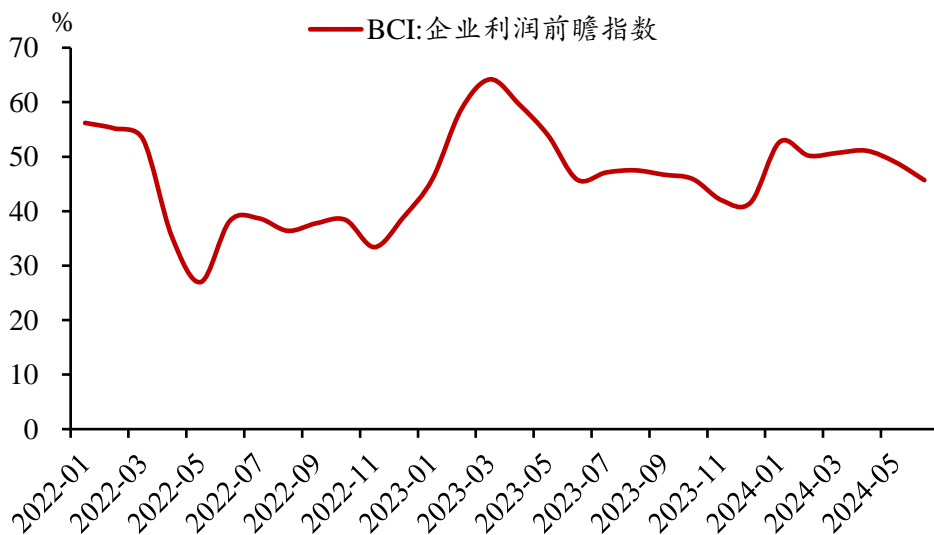
先看“量”，前文我们提出 2023 年下半年起，我国工业产能开启新一轮扩张。在产能扩张的环境下，企业生产预计保持平稳态势。同时考虑到库存的同比增速已回到 3.6%，下半年企业生产的动能大概率弱于上半年。我们预计 2024 年全年工业增加值同比增速在 5.5% 左右。

再看“价”，“产能扩张+需求不足”组合下，经济总量不乏支撑因素，毕竟产能扩张和制造业投资增长能够贡献当期 GDP，承压的主要是价格水平。下半年尤其是四季度，在低基数影响下，PPI 有望逐渐温和回升，我们预计 PPI 同比增速全年可能为-1.2% 左右，当月同比增速由负转正或发生在今年底明年初。

利润率预计与去年基本持平。价格疲弱会压制企业的盈利空间。我们可以使用“原材料价格指数-出厂价格指数”衡量企业的上下游价差，两者的差值 5 月上升至 6.5%，为 2022 年 5 月以来的新高。上下游价差扩大意味着企业成本压力增大，2024 年 5 月工业企业每百元营业收入中的成本为 85.37 元，处于 2017 年以来的高位。由于 6 月大宗商品价格回落，“原材料价格指数-出厂价格指数”下降至 3.8%，显示企业成本压力边际减少。需要注意的是，我们认为，企业成本压力的边际缓解短期有益于企业的稳定运营，但中长期来看，未来企业盈利是否能好转的核心矛盾或仍在于需求端。可以看到 6 月 BCI 企业利润前瞻指数下降 3.3 个百分点至 45.7%，成本压力下降并未改善企业预期偏弱的情况。

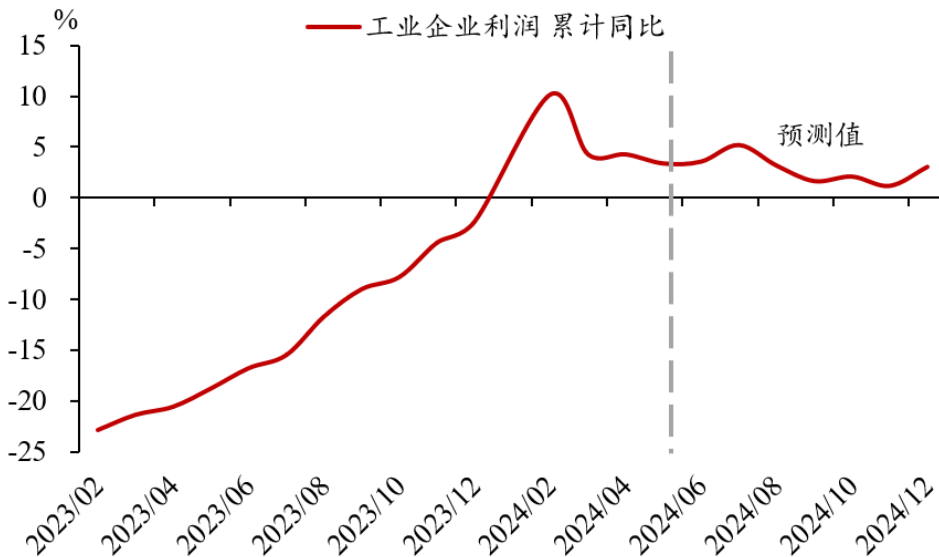
图 17：6 月企业成本压力边际减轻


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 18：企业预期偏弱


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

通过量、价和利润率三因素框架进行测算，我们认为 2024 年工业企业利润增速在 2%-5%。节奏上，上半年企业利润增速偏高一定程度上源于去年同期基数较低，由于 2023 年下半年基数垫高，下半年企业利润的增速大概率低于上半年。

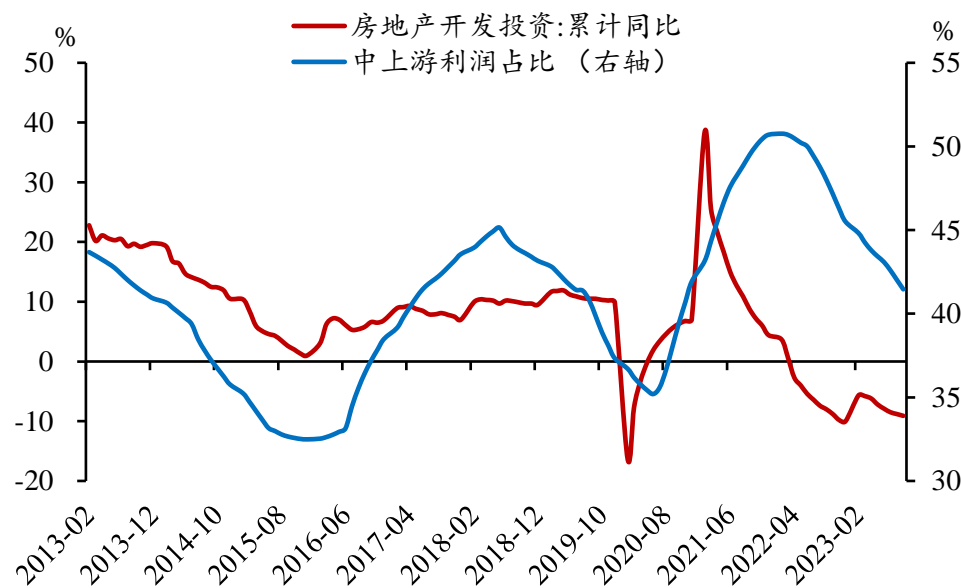
图 19：工业企业利润同比增速预测


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4.2 看好出口链、必选消费景气度

(1) 中上游利润受制于地产

中上游利润表现与地产关系紧密。回顾历史，中上游利润占比与房地产投资呈现正相关。螺纹钢、水泥等大宗商品的需求很大程度上来源于地产施工建设。2022 年年中以来房地产投资同比增速震荡下行，中上游利润占比也出现持续性的下滑。

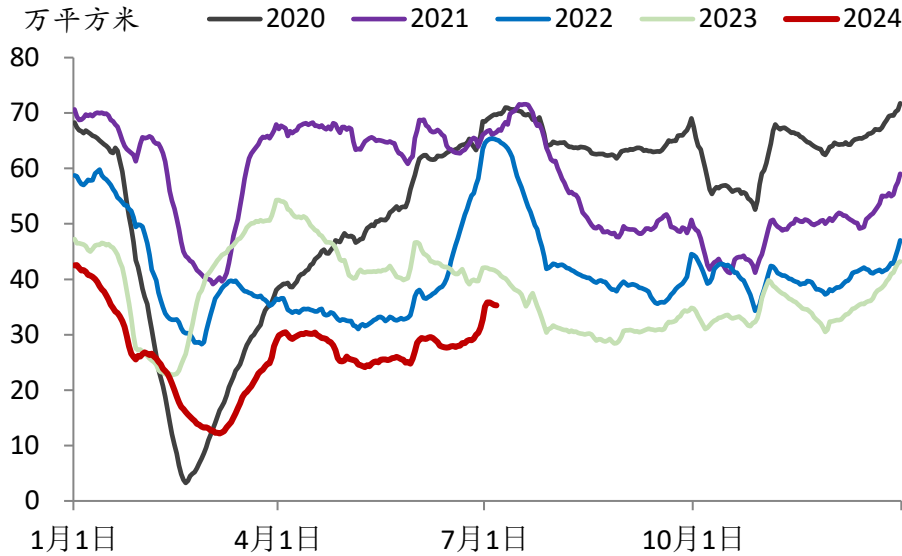
图 20：中上游利润占比与房地产投资呈现正相关


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

截至目前，地产数据尚未出现明显改善。“5.17 房地产新政”发布后，楼市的回暖幅度有限，1-5 月商品房销售

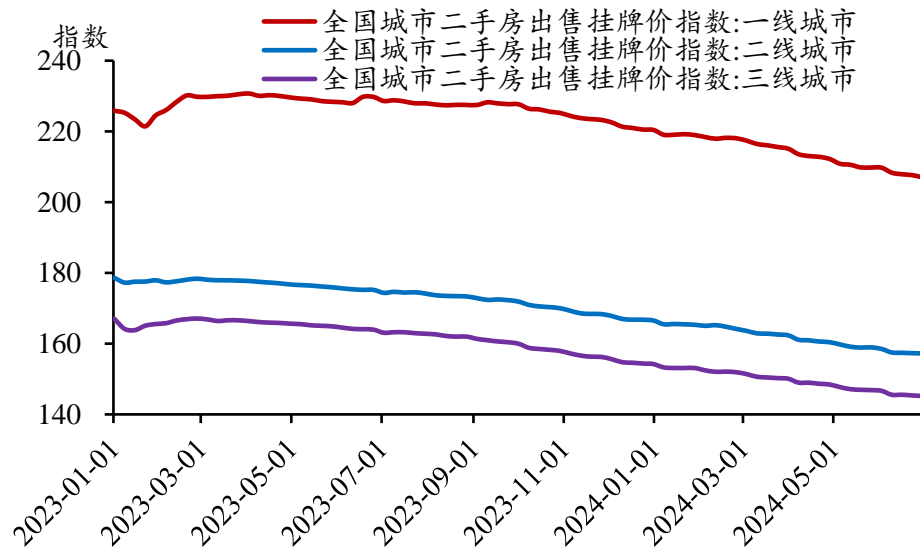
面积为-20.3%，降幅与前值相比扩大 0.1 个百分点，大幅高于去年全年降幅的-8.5%。从高频数据来看，截至 7 月 6 日，30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）降幅收窄至 14.4%，6 月中旬降幅一度为 30% 左右。但与历史同期相比，新房成交的绝对水平仍然偏低，2024 年 30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）为 35.5 万平方米，2023 年、2022 年、2021 年同期分别为 41.1、65.2、66.6 万平方米。房价也仍处于下行通道，6 月以来三类城市的二手房出售挂牌价指数均下跌。

图 21：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：6 月以来三类城市的二手房出售挂牌价指数均下跌

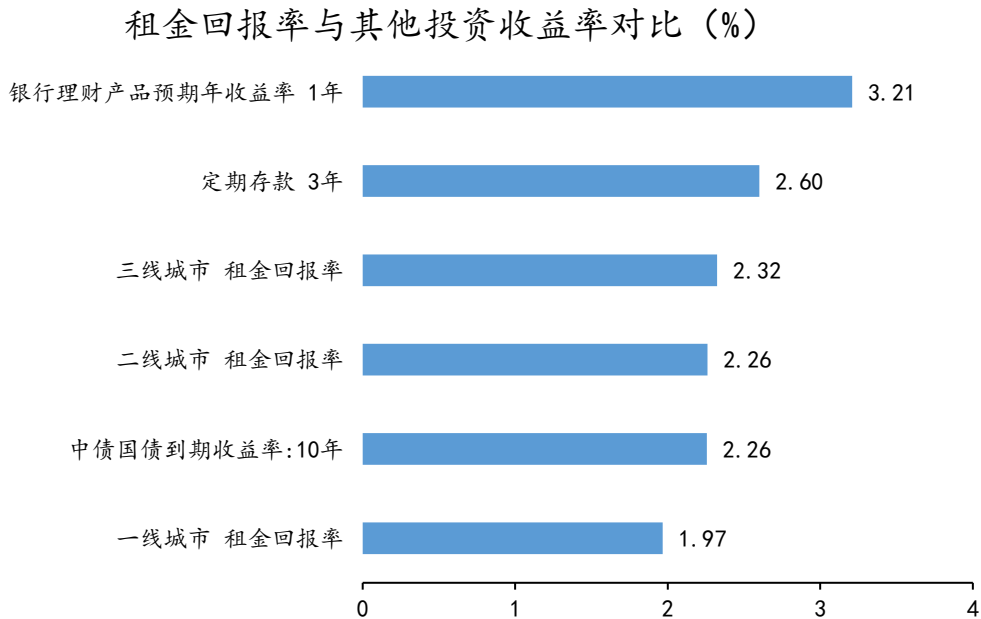


资料来源：iFind，信达证券研发中心

我们认为，下半年地产可能仍处于筑底阶段，租售比或是一个关键的分析视角。租售比，又称为租金回报率，是指年租金收入与房屋成本的比值，是判定房产是否值得投资的重要指标。在房价上涨预期较高阶段，居民可

以容忍低租售比；但在地产下行期，房价上涨预期消失，租售比可能会成为居民购房的考量条件。如果住宅的租金回报率上升，在一定程度上高于其他投资的收益率，则居民依靠出租房屋获取收益存在吸引力，最终对房价产生边际支撑。我们使用百城住宅平均租金与百城二手住宅挂牌均价计算各线城市 2024 年 6 月的租售比。一线城市租售比为 1.97%，二线城市为 2.26%，三线城市为 2.32%。与其他投资收益率相比，二、三线城市的租售比略高于 10 年期国债收益率，一线城市租售比相对较低。各线城市的租售比均低于理财和定期存款的收益率，整体来看，租售比相对偏低，房价或仍然存在下行空间。

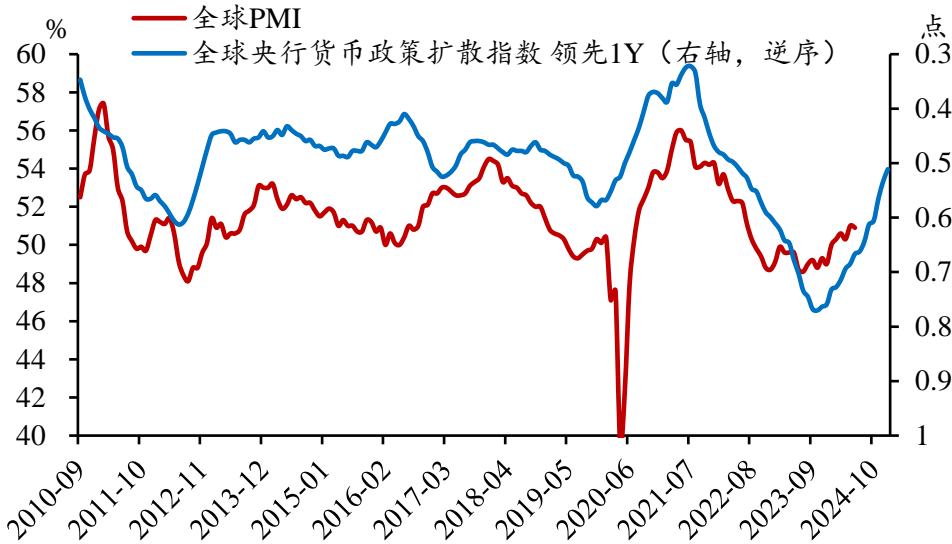
图 23：租金回报率与其他投资收益对比



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

(2) 下游制造业有望继续受到出口支撑

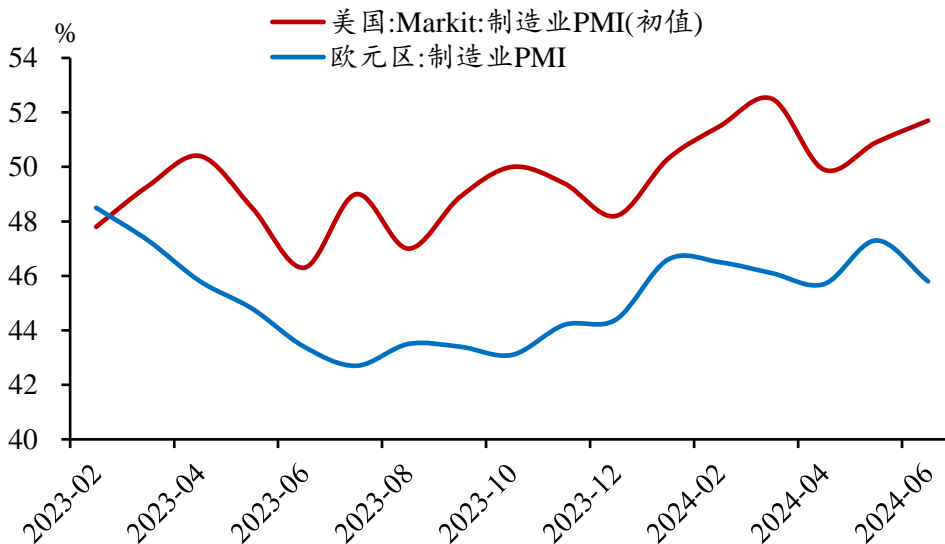
我们认为，本轮全球制造业复苏的本质是全球货币政策放松。把视野拓宽至全球，可以发现全球货币政策已经放松了一段时间。我们构建了全球央行货币政策扩散指数，囊括了全球 37 个主要经济体的政策利率，使用类似于 PMI 的加权方式构建。结果显示，全球央行货币政策扩散指数在 2022 年年末达到巅峰，之后转头向下，反映全球货币政策持续放松。下图是全球 PMI 与全球央行货币政策扩散指数的关系，需要注意的是，图中全球央行货币政策扩散指数采用逆序，因此曲线向上代表宽松，向下则反之。2010 年以来，两者关系紧密，全球央行货币政策扩散指数领先全球 PMI 约一年时间。

图 24：全球央行货币政策扩散指数领先全球 PMI 约一年时间


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

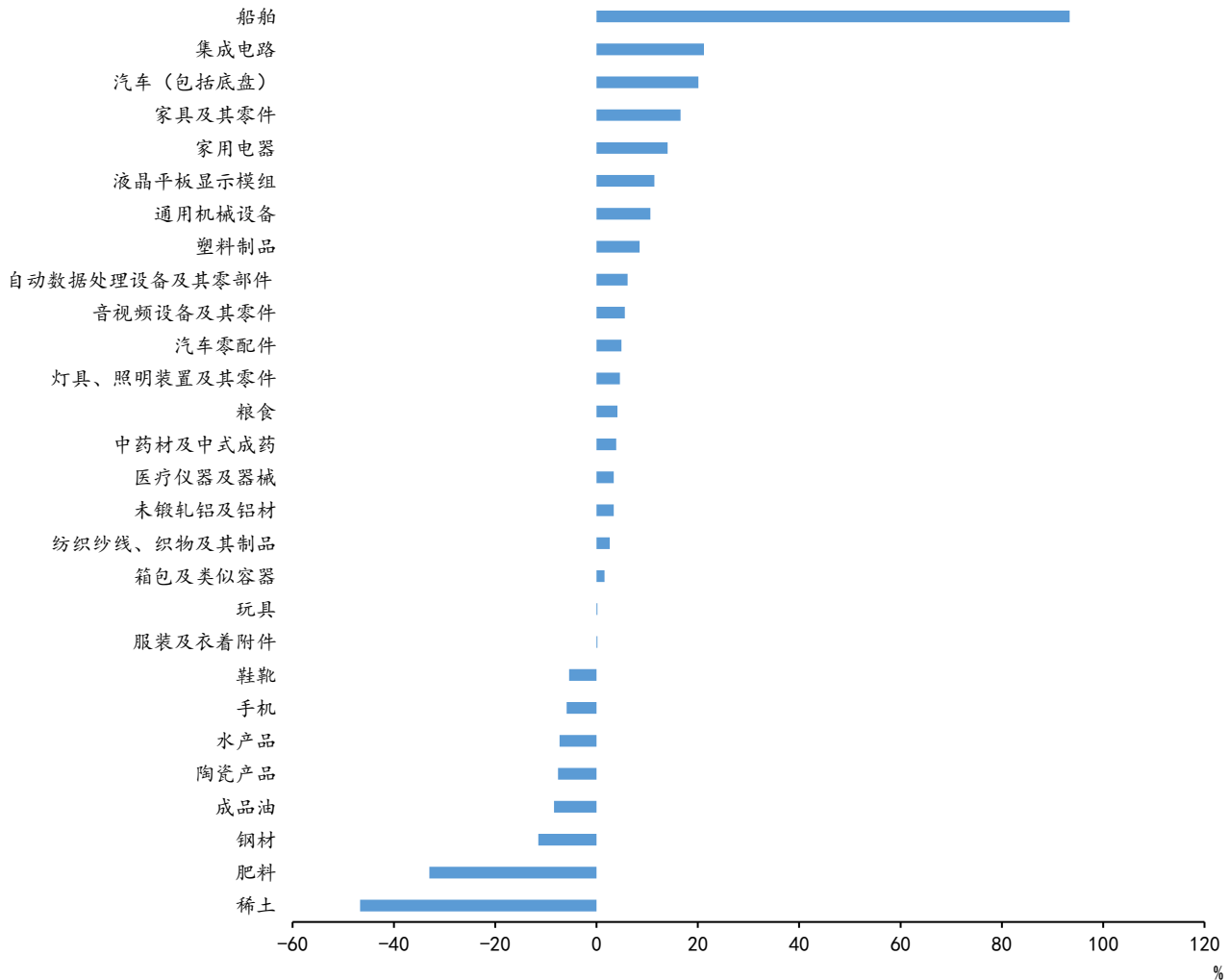
注释: 蓝线向上指向全球央行货币政策边际放松, 向下则反之。

根据全球央行货币政策扩散指数对全球 PMI 的领先性，我们判断，出口回暖或将延续。2023 年以来全球央行货币政策扩散指数持续下行，截至 2024 年 5 月，该指数还处于下降的过程中，这意味着全球 PMI 或存在继续走高的条件。我们认为，虽然全球 PMI 上行的过程可能存在波折，但整体向上的方向确定性较大。

图 25：美国、欧元区 PMI


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

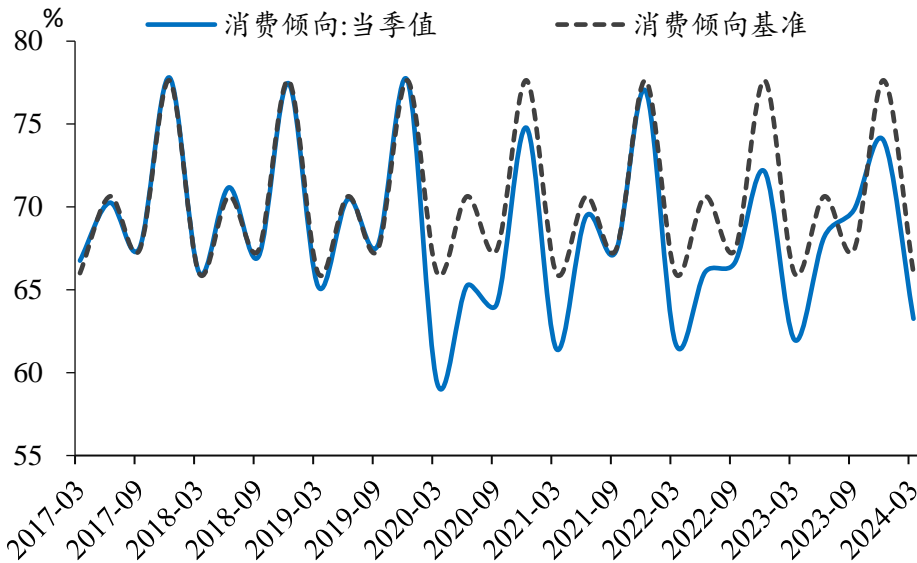
如果地缘政治扰动不明显加剧，我们继续看好我国出口景气的持续性。具体而言，1-5 月船舶、机械、家电以及电子元件是出口景气度较高的行业，后续或将持续受益于全球制造业的上行，建议继续关注相关行业的投资机会。

图 26：1-5 月重点商品出口金额同比
重点商品出口增速（1-5月）


资料来源：海关总署，信达证券研发中心

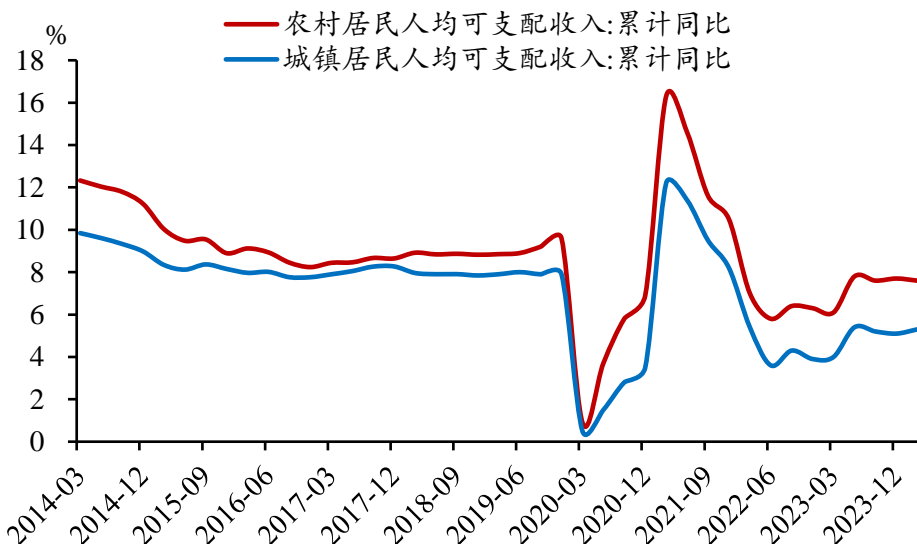
（3）必选消费景气度或好于可选

消费的主要制约因素逐步从消费倾向转变为收入。2020 年-2023 年受到疫情以及其疤痕效应的影响，居民收入倾向持续偏低，对居民消费的复苏形成制约。2024 年一季度居民消费倾向为 63.3%，较 2023 年同期上升 1.3 个百分点，较 2019 年同期水平（66.0%）进一步收窄，显示居民的消费意愿虽仍偏弱，但对消费的制约正在逐步减轻。而居民收入较为低迷，2024 年一季度居民可支配收入同比增速为 6.2%，低于 2023 年全年的 6.3%，疫情前居民收入增速在 9%左右，居民收入修复的斜率较缓，对消费形成拖累。

图 27：1-5 月重点商品出口金额同比


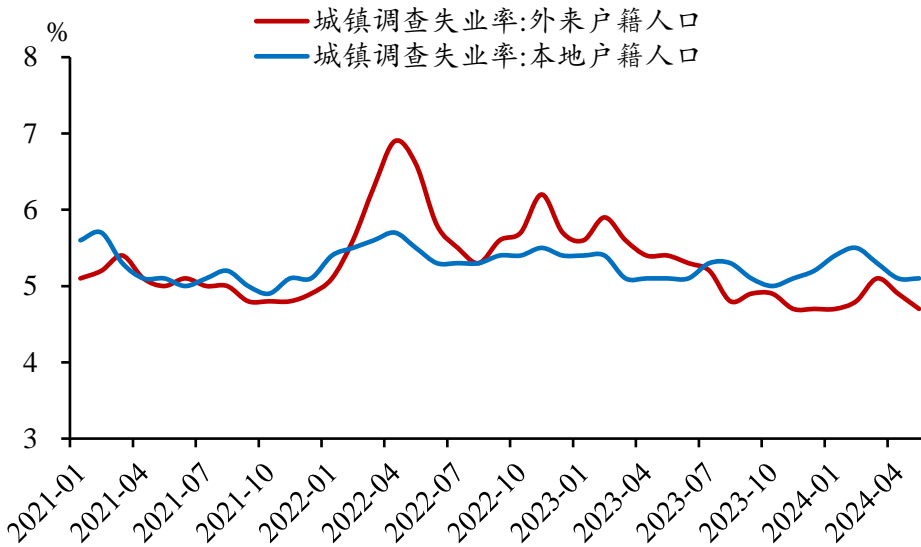
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

必选消费景气度或好于可选。在收入偏慢的背景下，消费改善的幅度可能有限。从结构上，我们认为必选消费或好于可选。一方面，截至 2024 年 4 月，本轮生猪产能去化已持续 10 个月，产能去化之下下半年猪肉价格有望温和回升，并带动 CPI 同比读数小幅走高。另一方面，中低收入群体的收入情况相对要好于中高收入群体，也有利于必选消费稳定增长。一是农村居民可支配收入近年来增速要明显高于城镇居民；二是 2023 年下半年以来外地户籍人口失业率持续低于本地户籍人口。

图 28：农村居民可支配收入近年来增速要明显高于城镇居民


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 29：2023 年下半年以来外地户籍人口失业率持续低于本地户籍人口



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期:假设后续政策落地情况不及预期,可能会影响 2024 年经济基本面的恢复。

地缘政治风险加大:2024 年美国大选等外围因素可能会影响国内、国外对中国市场的风险偏好。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪 深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个 月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。