



托底经济，坚定改革

——2024年二季度经济数据分析

2024年07月15日

- 当前我国正处于新旧动能切换的关键期，GDP 增速承压是转型时期必然面临的问题，2023 年 7 月中央经济工作会议把稳就业提升到战略高度，意味着政策层面托底经济的重心已从“经济增长目标”转向“稳定就业”。此外，从外部环境来看，现阶段也是我国实现经济转型的重要窗口期，当前全球经济、社会、政治问题正在形成向下螺旋，不确定性显著提升，平稳增长的外需环境或难以持续。结合正在召开的三中全会，政策端将抓住当前有利的窗口期，坚定推进改革，在此过程中对于短期经济波动的容忍度或将提升。
- **二季度 GDP 同比增长 4.7%，三产贡献率下降，终端需求表现偏弱。**高质量发展扎实推进，与新质生产力相关的制造业保持高速增长，第二产业对于 GDP 的贡献率上行，地产低位运行和金融防空转要求下，第三产业增速回落较多。下游行业需求表现偏弱的状态，物价回升幅度有限，二季度名义 GDP 增长 4.0%，平减指数约-0.7%。
- **经济整体表现仍是供给持续强于需求，结构性分化特征显著。**工业增加值增速持续显著高于社零增速，4~6 月份规模以上工业增加值同比增速分别为 6.7%、5.6%和 5.3%，同期社会消费品零售总额增速分别为 2.3%、3.7%和 2.0%，供需裂口仍未弥合。
- **供给端分化：新质生产力表现持续强于传统生产力。**6 月工业增加值细分行业中，新质生产力相关行业与传统行业增长呈现显著差异。其中具有出口和新质生产力双重属性的铁路、船舶、航空航天运输设备和电子通信，以及上游的有色金属加工是增速最高的三个行业，计算机、通信和其他电子设备增长 11.3%。与之相反的是黑色金属加工和非金属矿物制品拖累工业增速。产品方面，新能源汽车、集成电路、智能手机产量增速较快。另一方面，高频数据显示 6 月电厂煤耗量、水泥发运率、石油沥青和螺纹钢开工率都处在下滑趋势，钢材和化工产业开工率保持稳定。供给端在政策引导下的转向持续显现。
- **需求端分化：外需持续高增，内需略低于预期。**全球制造业延续补库趋势，叠加贸易政策的不确定性导致企业出现抢出口现象，6 月出口同比增速上行至 8.6%，二季度贸易顺差达 1.8 万亿元人民币，创历史新高。1-6 月社零累计同比增长 3.7%、固定资产投资累计同比 3.9%，增速均未突破 4%。其中消费的超预期下行的因素：一方面是受地产后周期消费降低的长期趋势性影响，另一方面也有此前增长较快的化妆品和通讯器材本月回落的短期影响，其中主要影响因素或是网购节的需求提前透支及去年同期的较高基数。
- **固定资产投资结构分化：国有投资和制造业投资持续高增。**固定资产投资来源中，国有控股投资和民间投资增速持续分化，由政策主导的经济新循环形成中国企转向显著较快，但民间资本参与投资的渠道仍有待畅通。分行业来看，1-6 月制造业投资同比增长 9.5%，保持强劲增长；基建投资累计同比 5.4% 增速进一步下行，相较于 5-6 月显著提速的政府债，基建增速低于预期，其中需要关注的是专项债资金撬动比例降低的中长期因素。1-6 月地产投资累计同比-10.1%，持续探底。其中二级市场交易在限购政策和房贷利率宽松下 6 月

分析师

章俊

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

许冬石

☎: 010-8357-4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

研究助理: 吕雷、聂天奇、铁伟奥

风险提示

1. 政策落地不及预期的风险
2. 消费者信心恢复不及预期的风险
3. 海外经济复苏不及预期的风险
4. 国内地方政府和房地产行业风险加剧的风险

有所回升，土地成交也有季节性回升，但持续性仍需观察，高频数据显示 7 月住宅销售数据再度下滑。

- **消费结构分化：服务业好于商品销售，必选优于可选。**1-6 月服务业零售额累计同比 7.9%，服务消费好于商品消费累计增速 3.2%。6 月居民保持较高出行强度，餐饮消费当月同比增速 5.4%，增速进一步提升，对社零增速有一定支撑。但商品消费低于预期，尤其是可选消费增速显著低于必选消费，汽车、化妆品、家电、文化办公等消费均呈现不同程度的负增长。目前来看，前期汽车和家电以旧换新的补贴政策效果有限，居民在面对经济转型时对未来收入预期的不稳定与地产下行带来的财富效应降低使得消费结构发生转变。

一、经济高质量发展下，二、三产业贡献率的变化

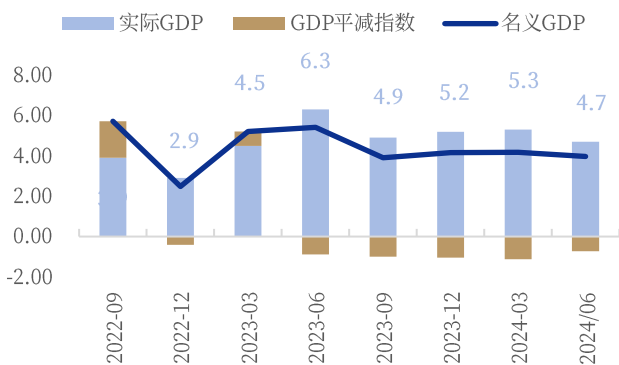
2024年二季度实际增长4.7%，低于市场一致预期5.1%，也低于我们的预期5.0%。二季度名义GDP增长4.0%，名义增长比一季度回落0.2%，整体经济运行在二季度稍有平缓。其中主要因素是：二季度陆续出台的多项政策仍然在调结构之中，相比于一季度受到出口、春节等因素脉冲拉动，二季度经济部分受到投资和零售端对需求侧的双重压制。一季度GDP的环比增速0.7%，环比增速回到了过去三年的下沿。

什么影响了二季度的GDP增速？首先，物价继续拉低二季度GDP，但影响程度低于一季度。二季度GDP平减指数-0.7%，使得实际GDP继续高于名义GDP。但二季度GDP平减指数比一季度回升0.4%，工业品降幅收窄对GDP平减指数做出了贡献。从三产来看，第二产业的GDP平减指数-2.3%，与一季度-4.0%相比，回升速度最快。

价格的上行阶段对实际GDP的拖累或许更大。当前低物价的传导有所减弱，第一、二产业的物价已经有所回升，服务类价格继续上行，但是价格的上行阶段对实际GDP的拖累更大。钢铁、煤炭等产品生产已处于低位，且库存较为健康，价格处于平稳区间，大幅下行的可能性较低。而第一产业的农产品价格受到季节性影响，预计下半年进入回升通道，第三产业的价格继续走高。从实际数据来看，第三产业的价格走高已经影响了第三产业的产值，继而影响到了第三产业的GDP。

图1：二季度实际GDP和名义GDP (%)

图2：GDP环比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

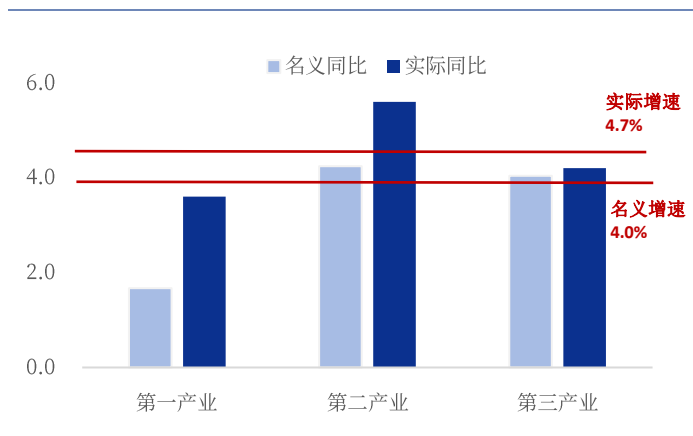
第三产业因价格因素对实际和名义GDP贡献有所不同。不同于Q1二、三产业同时拉动GDP上行，Q2第三产业对GDP形成一定拖累，主要体现在实际GDP中。在三产价格持续上行下，其对经济增长中名义GDP的贡献较大，而对实际GDP的贡献偏弱。二季度三产的名义增速4.2%，与GDP增速持平，但是三产实际增速为4.2%，大幅低于实际GDP增速4.7%。

第二产业对GDP的拉动作用强于一季度。第二产业的实际增速和名义增速分别为5.6%和4.2%，分别高于对应的GDP增速0.9%和0.2%，而一季度第二产业的两个数字分别是0.7%和-0.7%。在消费不振的情况下，工业生产在二季度始终保持高速增长，制造业生产和投资保持良好势头，新质生产功不可没。

综合来看，二季度GDP增长低于市场预期，或主要源自于第三产业的走低。第三产业中房地产继续调整、金融业GDP核算方式调整、2023年度旅游脉冲影响均对三产增速产生了影响。第三产业二季度对GDP的贡献是2.6%，比一季度降低了0.25pct。第三产业对GDP的贡献比一季度

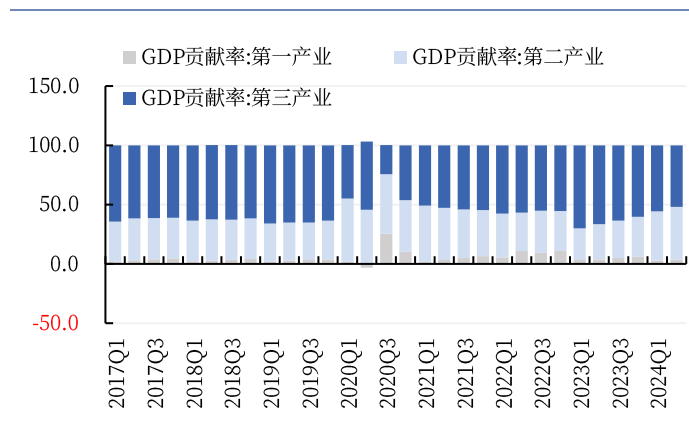
有所降低，但仍有 51.9% 的贡献率，目前来看第三产业的低迷或是二产的上行所难以弥补的。展望下半年，GDP 平减指数有望继续上行，但价格的上行可能难以带来实际 GDP 的快速回升。此外，第三产业的调整可能是趋势性问题而非短期因素。

图3：三产实际和名义增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：三产对 GDP 的贡献率（%）

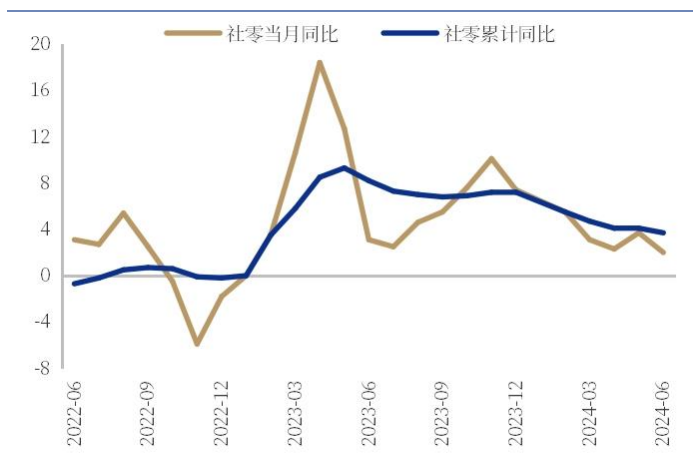


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、社零增速不及预期，出游市场继续展现韧性

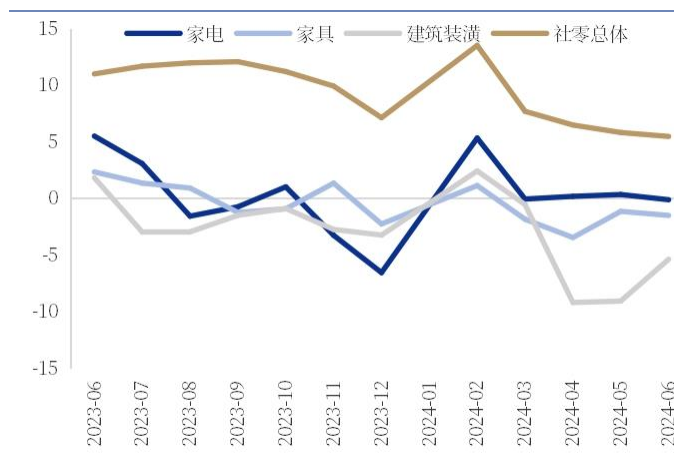
6 月社会消费品零售总额同比增长 2%，前值为 3.7%，三年复合增速为 2.7%（前值 2.9%），累计同比增速 3.7%（前值 4.1%），环比增速-0.1%，过去五年和十年的季节性环比均值均为 0.9%，同比增速录的 2023 年以来新低，环比增速亦是 2023 年以来首次负增长，消费潜力仍有较大的释放空间。一方面，房地产销售整体偏弱运行，30 大中城市商品房销售面积整体低于历史同期，叠加 618 提前需求前置，地产后周期消费依旧承压。此外，此前增长较快的化妆品和通讯器材类商品本月销售回落较快，也有网购节提前需求透支的因素。另一方面，6 月居民保持较高出行强度，餐饮消费依旧保持较快增速，对社零增速有一定支撑。

图5：社零当月与累计同比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

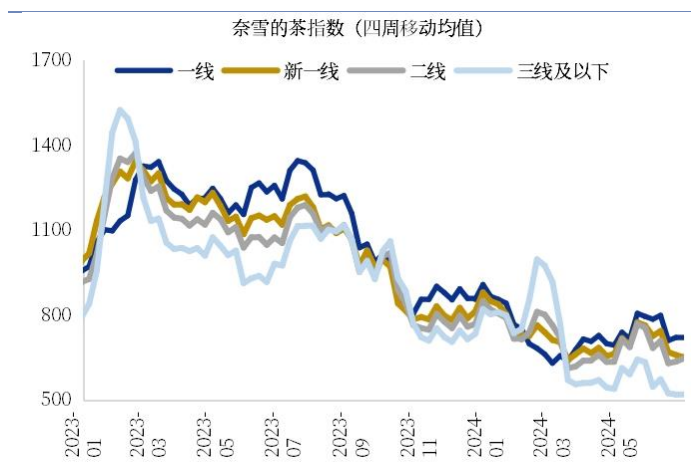
图6：地产后周期消费依旧承压（三年复合增速，%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

从奈雪消费指数来看，6月按城市线级划分的消费指数延续下滑态势，一线、新一线、二线和三线及以下的月度均值环比分别下降9.4%、13.7%、15.8%和18.1%。网购方面，星图数据显示今年618购物节全网销售总额较2023年的7987亿元同比下滑7.0%，为2019年以来首次负增长。从邮政快递量来看，根据交通部数据，邮政快递揽收量6月同比为23%，低于5月的28.3%。从物流数据看，6月整车货运物流指数表现偏弱，同比降幅较5月的2.5%回落至4.7%，或受南方暴雨导致运输效率下降所致。6月份居民保持较高出行强度，随着中高考结束和中小暑假来临，各地迎来暑期第一波出行高峰，六月民航执飞量环比五月快速上行，突破历史同期最高水平，市内交通出行强度平稳上行，12个主要城市地铁客运量依然处于历史同期最高水平。

图7：6月奈雪消费指数延续下滑



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：网购节销售总额 2019年以来首次负增长



资料来源：Wind，星图数据，中国银河证券研究院

图9：6月整车货运流量指数回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

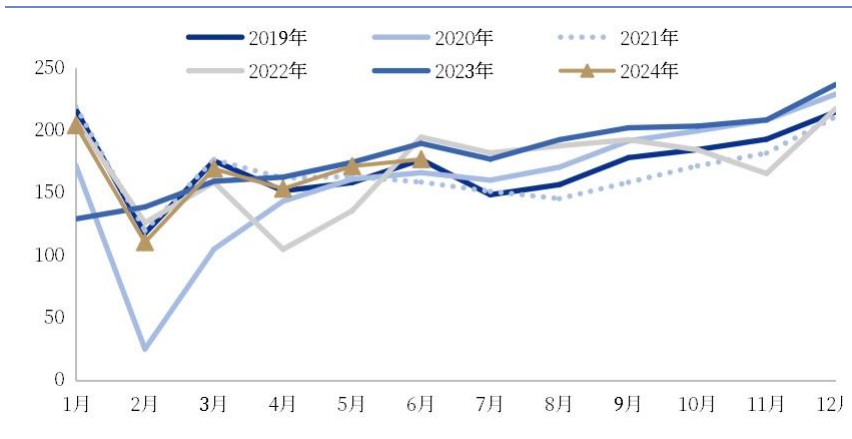
图10：6月民航执行客运航班量破历史高位（万次）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

6月乘用车销量有所恢复，车市表现整体符合季节性走势。乘联会数据显示，6月狭义乘用车零售175万辆（前值171万辆），同比下滑7.6%（前值-1.9%），主要受高基数影响，环比增长2.3%（前值11.4%）。当前车市终端人气及销量和去年同期相比依然有较大幅度的下滑，消费者观望情绪仍十分浓厚，消费者对于降价保持较高期待，降价后的观感逐渐钝化，以价换量对整体市场的刺激效果十分有限，车市内卷再度加剧。

图11: 6月车市表现整体强于季节性走势(万辆)

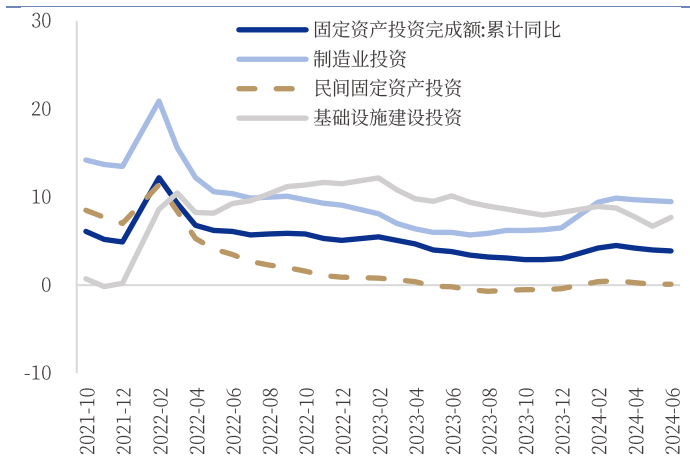


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、固定资产投资：制造业持续高增，基建低于预期

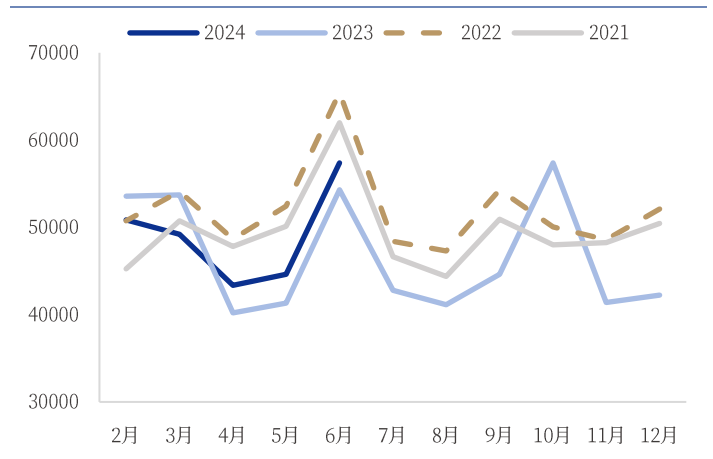
固定资产投资延续分化：国有投资和制造业投资持续高增。固定资产投资来源中，国有控股投资和民间投资增速持续分化，由政策主导的经济新循环形成中国企转向较快，但民间资本参与投资的渠道仍有待畅通。分行业来看，1-6月制造业投资同比增长9.5%，保持强劲增长；基建投资累计同比5.4%增速进一步下行，相较于5-6月显著提速的政府债，基建增速低于预期，其中需要关注的是专项债资金撬动比例降低的中长期因素。1-6月地产投资累计同比-10.1%，持续探底。其中二级市场交易在限购政策和房贷利率宽松下6月有所回升，土地成交也有季节性回升，但持续性仍需观察，高频数据显示7月住宅销售数据再度下滑。

图12: 固定资产和民间固定资产投资增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 固定资产投资当月值(亿元)



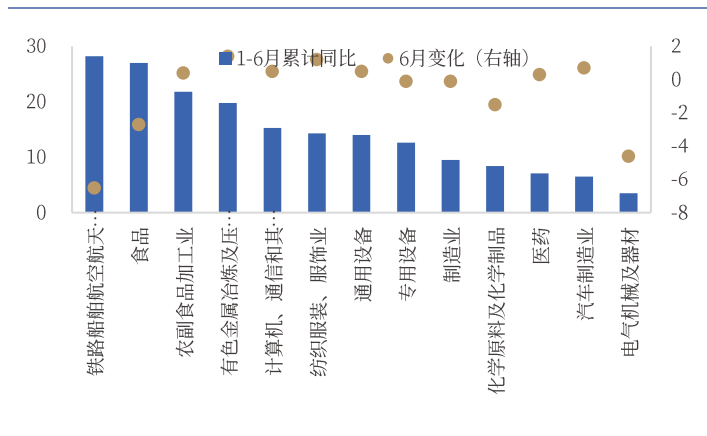
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(一) 制造业投资：高技术投资维持较高增速

新质生产力相关的高技术产业投资继续拉动制造业投资。1-6月制造业投资增速累计增长9.5%，较上月有所放缓(9.6%)。其中高技术产业投资同比增长10.6%(前值11.5%)，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长10.1%、11.7%(前值10.4%、14.3%)。铁路船舶航空航天运输设备依旧是增长最快的行业，但已开始边际放缓，本月累计增速下降6.5pct至28.2%；电子通信和有色

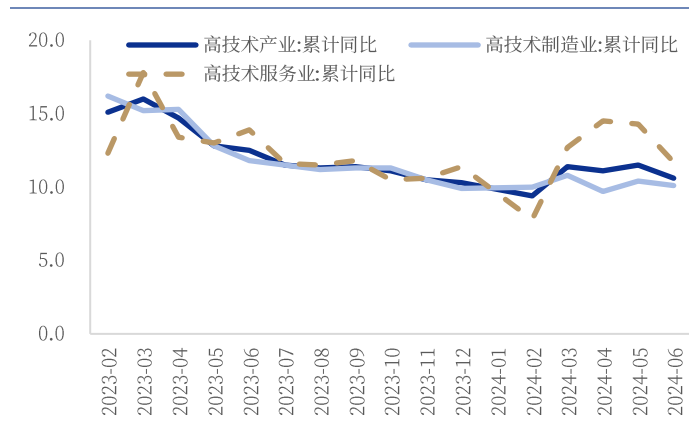
金属加工环比小幅上涨，同比增速分别录得 15.3%和 19.8%。食品和农副食品加工业保持 20%以上高速增长。设备更新的持续推进让通用设备投资增速边际上涨 0.5pct 至 14%。电子机械及器材本月有较大降幅，环比下降 4.6pct 至 3.5%下半年预计新质生产力继续拉动制造业投资，大规模设备更新和消费品以旧换新政策对通用设备和汽车制造业的带动也会继续释放。

图14: 制造业投资分行业 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 高技术产业投资%



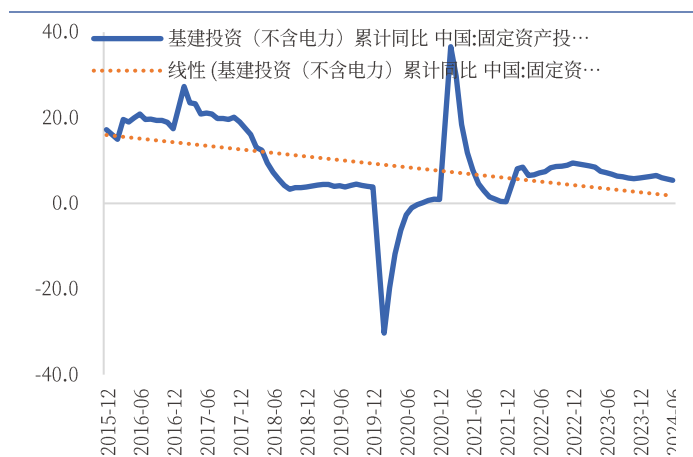
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 基建投资: 需要关注财政资金撬动比例的降低

基建投资方面 6 月累计增速 5.4%，增速降低且低于市场预期。相较于 5-6 月份资金端政府债券发行的大幅提速，实物工作量的形成明显低于预期。其中存在 5-6 月部分持续降雨天气对项目开工的短期影响，但我们再次提示：需要关注新增专项债券部分用于偿还存量债务对全年基建投资的影响。此外，在增长结构方面，中央主导基建项目（水利、铁路）持续高于地方主导项目（道路、公共设施），这是年初至今基建投资增长的“新特征”。

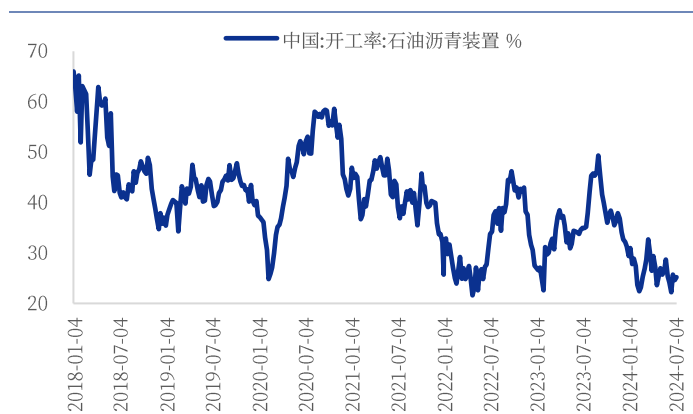
基建投资增速延续回落，需关注天气短期因素和地方化债中长期影响。1-6 月基础设施投资（不含电力）同比增长 5.4%（前值 5.7%），增速在一季度后持续小幅回落。5、6 月份政府债券发行节奏显著提速，其中用于项目建设的专项债净融资规模分别为 5333 亿元、2371 亿元，超长期特别国债发行规模分别为 800 亿、1700 亿元，合计用于项目建设资金显著高于今年前几个月规模。但高频数据中石油沥青开工率、水泥发运率在 6 月均呈下行趋势，基建增速也略低于预期。我们认为其中或许存在近期全国部分地区持续雨水天气对项目开工率的影响，但 6 月河南新增专项债用于偿还存量债务的标志性事件仍需关注。根据我们前期报告的测算，全年新增专项债额度用于化债的规模或在 7000-8000 亿左右，这将对全年基建增速形成制约。

图16: 全国基建投资累计同比增速 (%)



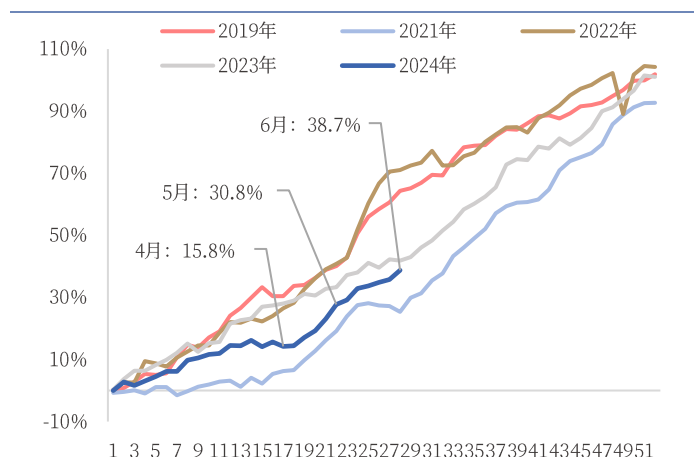
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 石油沥青开工率持续降低



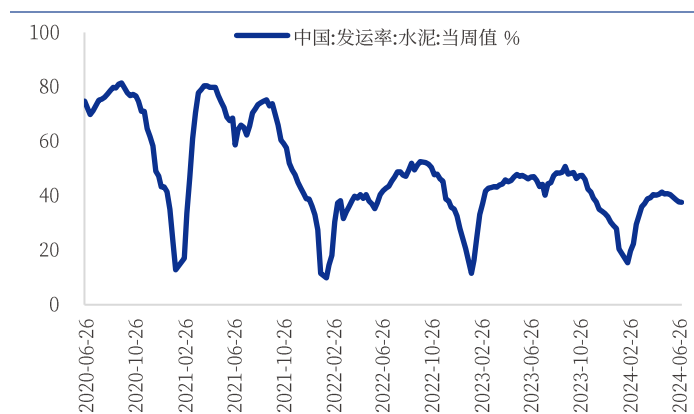
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 政府债合计发行进度, 5、6月发行进度显著提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

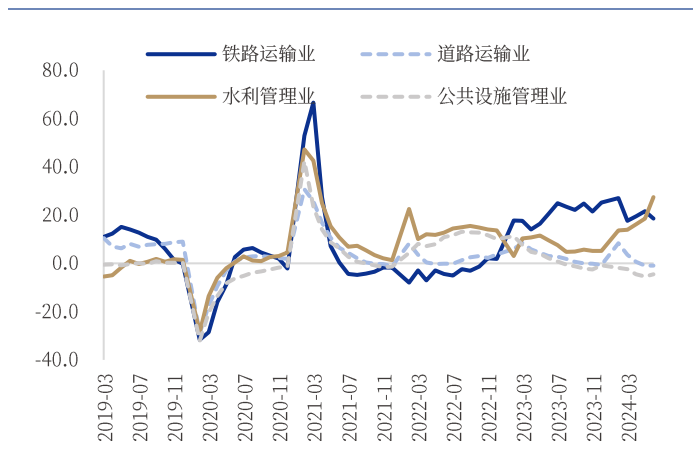
图19: 水泥发运率持续降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

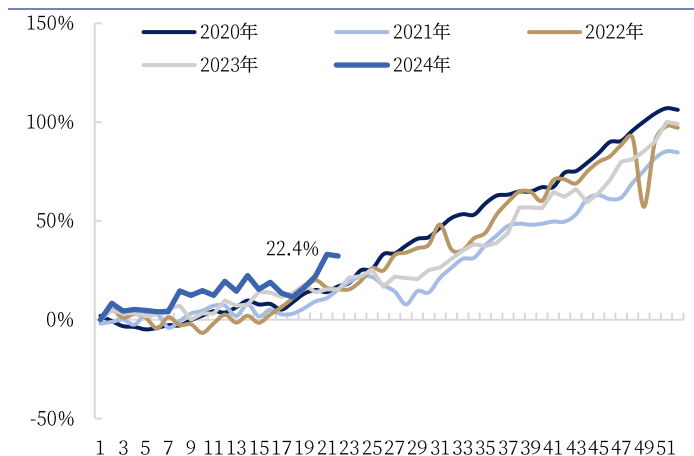
增长结构方面, 依然是中央主导的铁路、水利增速较快。铁路本月累计同比增长 18.5% (前值 21.6%), 水利项目增长 27.4% (前值 18.5%), 铁路及水利项目年初以来保持持续高增; 道路项目增速进一步下降至-1.0% (前值-0.9%), 公共设施增速收窄至-4.5% (前值-5.5%) 但仍处于低位, 年初以来以地方主导的道路和公共设施建设增速持续走低, 与中央主导项目形成显著剪刀差。我们认为今年中央主导基建项目持续高增主因一方面是去年新增万亿国债大部分资金在今年上半年投入使用, 大部分投资于中央主导的水利、民生项目, 另一方面由中央主导的超长期特别国债资金投入效率也显著高于专项债券。这或将成为未来一度时期基建增长的“新特征”。

图20: 全国基建投资分项累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 今年国债发行显著前置



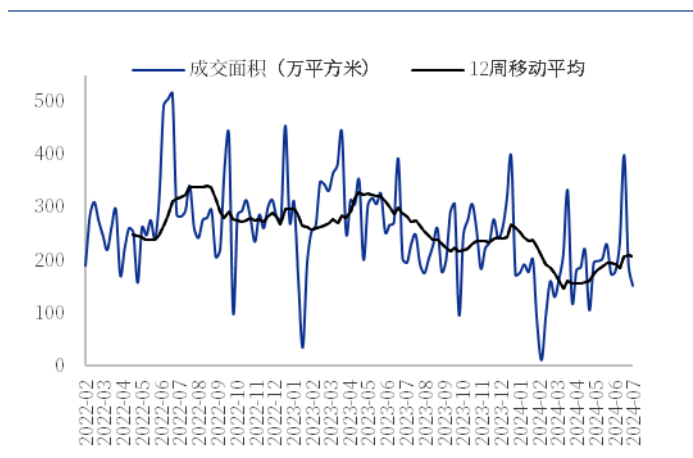
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、房地产投资：二手房量升价跌，土拍季节性回升

房地产投资累计同比增速为-10.1%，与上月持平。地产“517”新政后，伴随一、二线城市陆续放松限购措施，以及二手房挂牌价格和房贷利率持续降低下，部分区域住宅价格性价比有所提升，6月住宅成交面积有所回升，二级市场延续“量升价跌”趋势。房地产一级市场方面，融资端持续宽松下土地成交面积在6月有季节性回升，但房地产开发投资增速仍在探底。我们预计地产投资的全面回升仍有赖于政策加码和终端利率下行。

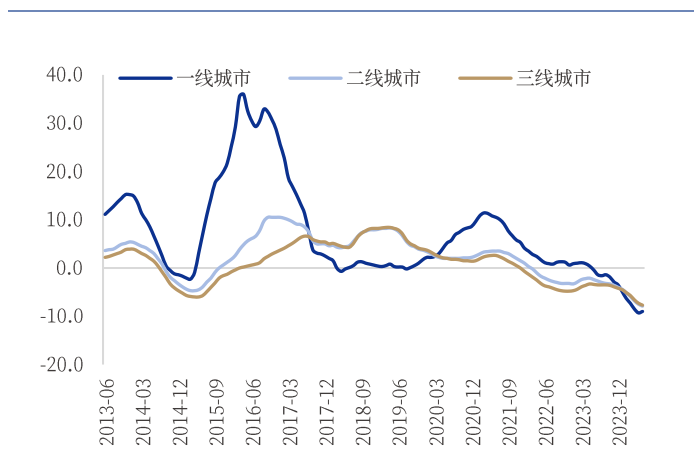
二级市场延续“量升价跌”，区域间分化加大。1-6月全国新建商品房销售面积47916万平方米，同比下降19.0%（前值-20.3%）；新建商品房销售额47133亿元，下降25%（前值-27.9%）。整体销售端依旧低迷。价格上，70城新房价格指数下降4.9%（前值-4.3%），二手房住宅价格指数-7.9%（前值-7.5%），新房、二手房价格整体降幅继续扩大。其中不同量级城市间有所分化，二手房价格方面一线城市降幅收窄，二、三线城市进一步降低（一线城市-9.0%，二线-7.9%，三线-7.7%），而成交面积方面一、二线好于三线，延续“量升价跌”趋势。

图22: 中国一、二、三线城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

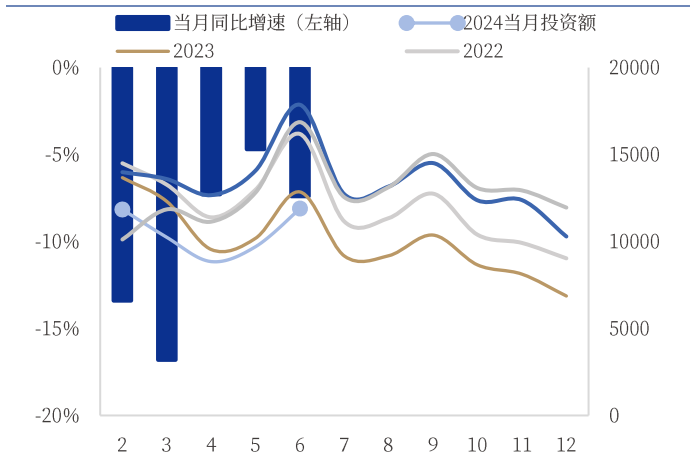
图23: 中国一、二、三线城市二手房价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

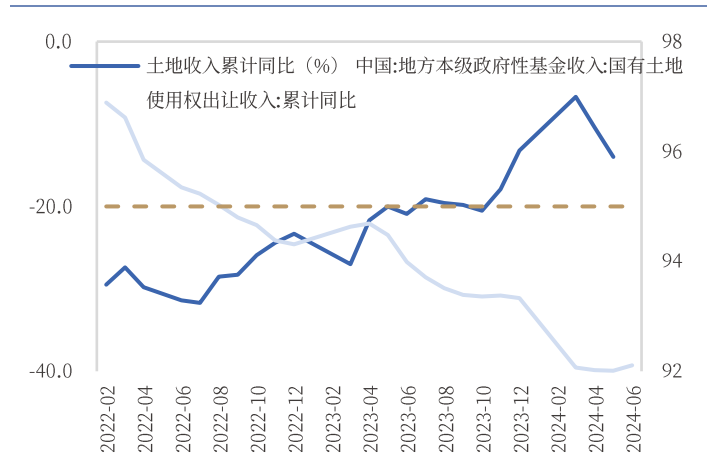
房地产开发投资增速仍在探底，景气度整体仍然偏弱。1-6月全国房地产开发投资52529亿元，同比下降10.1%（前值-10.1%）。按当月计算，6月房地产开发投资额为11896亿元，同比下降7.4%（前值-4.7%），边际增速弱化。房屋新开工-23.7%（前值-24.2%），施工面积-12.5%（前值-11.6%），竣工面积-21.7%（前值-20.1%）。6月国房景气度指数92.11，较上月小幅回升。

图24：1-5月份房地产投资额（亿元）及当月同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

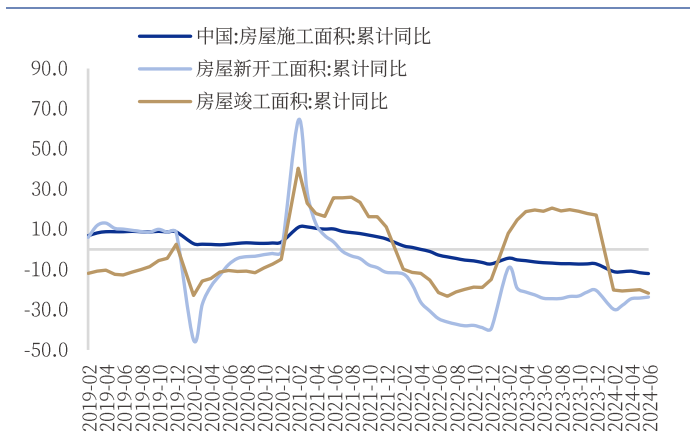
图25：国房景气度仍在95度线之下，小幅回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

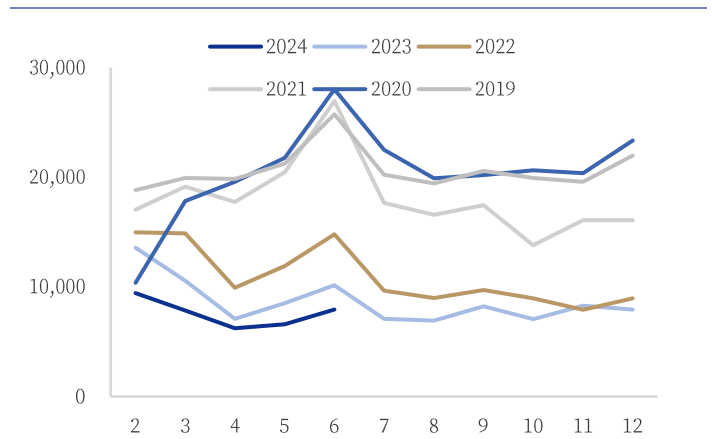
房企融资边际宽松下，新开工降幅收窄、竣工小幅回落。本月新开工面积27748万平方米，下降23.6%。新开工增速较前值-24.2%进一步小幅收窄，一方面是政策层面对地产企业融资在6月进一步边际宽松，另一方面因为去年同期的降幅扩大，基数上有所修正。竣工方面从开年以来维持-20%以上负增长，本月竣工面积26519万平方米，同比降低21.8%，降幅较上月-20.1%小幅降低，施工面积本月进一步降至-12.5%（前值-11.6%），主要或受近两月部分地区持续降雨天气影响。

图26：房屋开工、施工、竣工面积累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

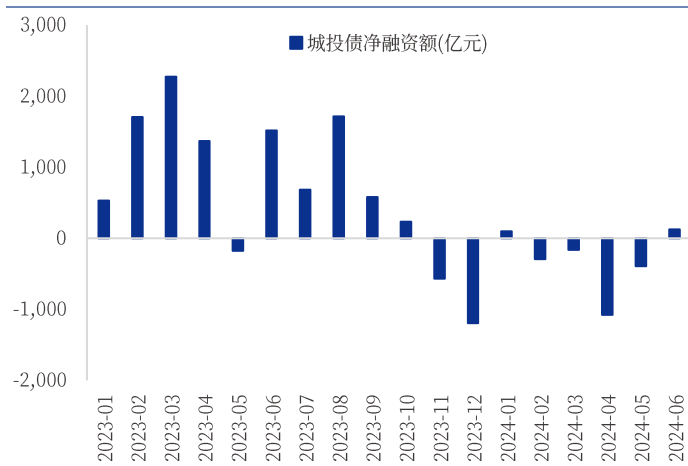
图27：新开工面积当月值（万平米），本月小幅改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

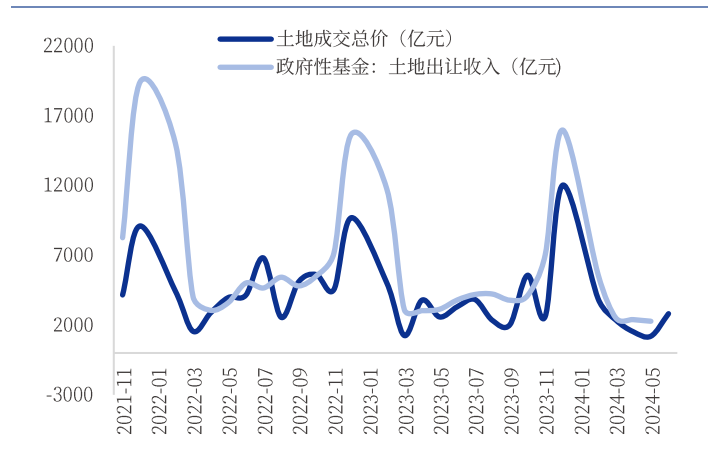
融资端持续宽松下，房企土地成交季节性回升。6月土地成交面积5826.52万平方米，环比有所上升，同比降幅收窄至20.7%（前值-34.1%），呈现边际改善。6月土地成交总价2814亿元，较上月1202亿元同样呈季节性回升，同比降幅收窄至-15.0%（前值：-53.4%）。2024年上半年房地产融资政策主要聚焦于银行信贷端，发挥“白名单”和“收储专项再贷款”政策效应，满足开发项目的合理融资需求和偿债需求，目前来看总体有所改善，6月城投净融资今年首次转正。

图28：6月城投债净融资规模由负转正



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图29：全国土地成交总价季节性回升



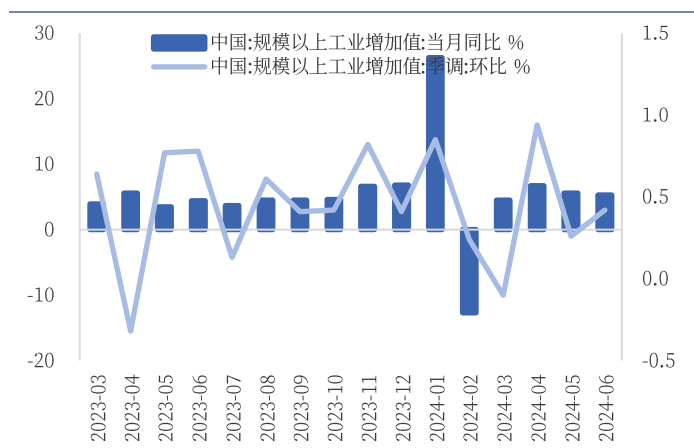
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

五、工业生产：政策和外需维持生产韧性

出口链和新质生产力相关产业依旧支撑工业生产增速，但专项债发行对于基建项目的支撑力度不足，叠加极端天气扰动开工，基建地产链相关工业行业生产强度较弱。6月份规模以上工业增加值同比实际增长5.3%（前值5.6%）。1—6月份，规模以上工业增加值同比增长6.0%。目前工业生产正处在政策驱动向需求驱动的切换过程中，上半年，工业稳增长政策对工业生产有较强支撑，新质生产力领域工业增长较为突出。但在逐渐向需求切换的过程中，“有效需求不足”的问题暂未有力解决，需求未对工业生产形成足够驱动，6月产销率下滑明显，导致工业增加值增速的边际放缓。不过工业生产依旧有足够韧性，下半年，预计外需的持续恢复会继续支撑出口韧性；国内政策加码以及财政发力并转化为实物工作量将提升内需的复苏斜率。

高频数据同样显示，6月电厂煤耗量、水泥发运率、石油沥青开工率和螺纹钢开工率都处在下滑趋势，钢材和化工产业开工率保持稳定。6月全国电厂煤耗量同比显著下行，同比下降10.82%；基建产业链保持低迷拖累工业增速，水泥发运率持续下行、石油沥青装置开工率下降10.30pct至23.90%，螺纹钢开工率同比下滑4.06pct至42.3%。但钢材产能总体稳定，线材开工率和电炉产能利用率维持55%左右保持稳定，电炉开工率小幅环比上涨1.28pct至62.18%，高炉开工率保持80%以上；但半钢胎开工率受汽车消费好转，较上年同比涨8.2pct至78.42%。化工方面涨跌不一，纯碱开工率保持高位且较5月环比有所复苏，但同比依旧下降，6月平均86.6%，环比涨2.23pct，同比下降3.69pct；炼油厂开工率同比降9.64pct至52.09%。

图30: 工业增加值同比和环比增速 (%)



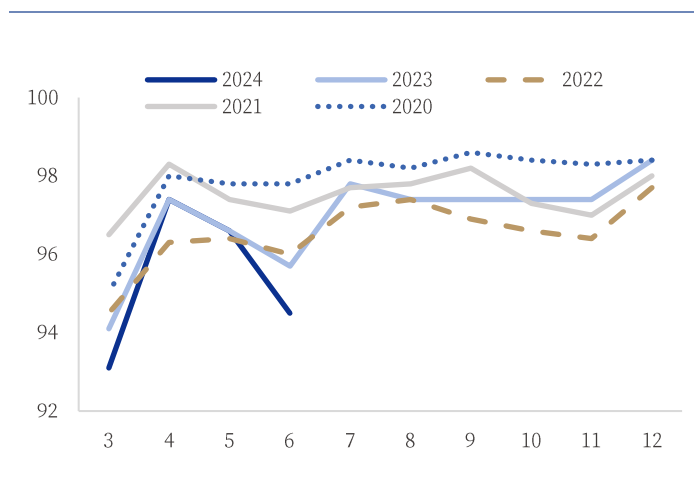
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 工业增加值三大行业 (%)



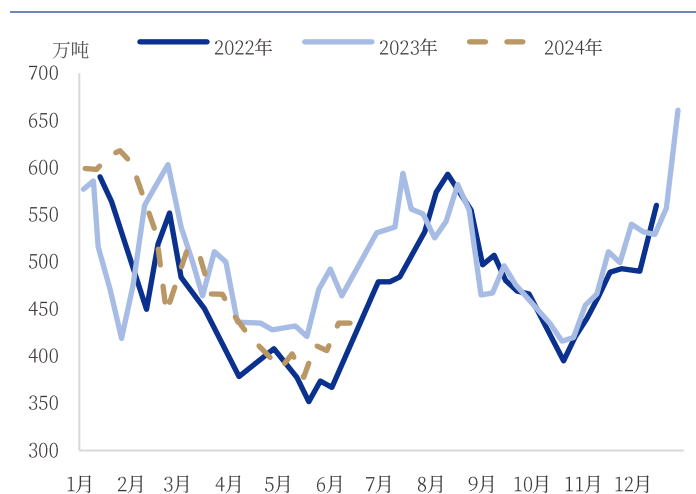
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 产销率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

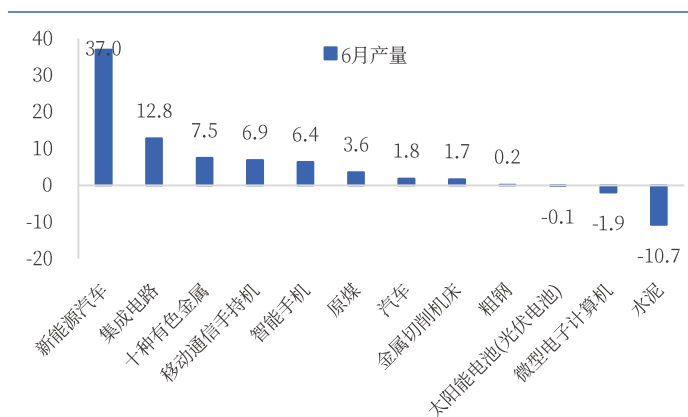
图33: 全国重点电厂日耗煤



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

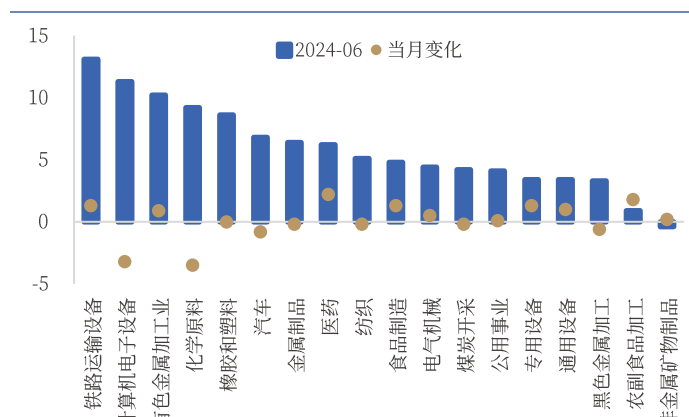
生产端分化特征依然显著，新质生产力表现持续强于传统生产力。具体来看，铁路船舶航空航天运输设备和电子通信，以及上游的有色金属加工是增速最高的三个行业，6月工业增加值增速分别为13.1%，11.3%和10.2%；而黑色金属加工、农副食品加工和非金属矿物制品拖累工业增速，6月增速分别录得3.3%、0.9%和-0.4%。6月我国商品出口超预期上行至8.6%，有效拉动了出口产品的产量。反应在产量上，高技术行业中新能源汽车增长37%增速最快，集成电路、移动手持机和智能手机6月产量分别增长12.8%、6.9%和6.4%。传统行业依旧低位运行，水泥、粗钢、钢材产量当月同比分别为-10.7%、0.2%和3.2%。

图34: 产品产量增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图35: 工业增加值分行业 (%)

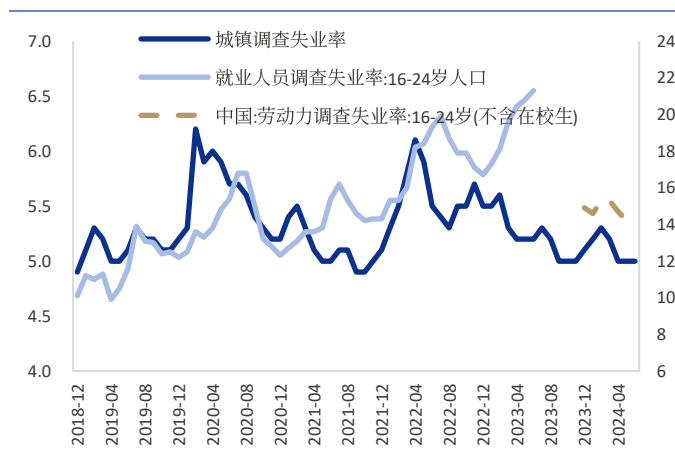


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、就业：本地户籍失业率好转，但外来户籍上行

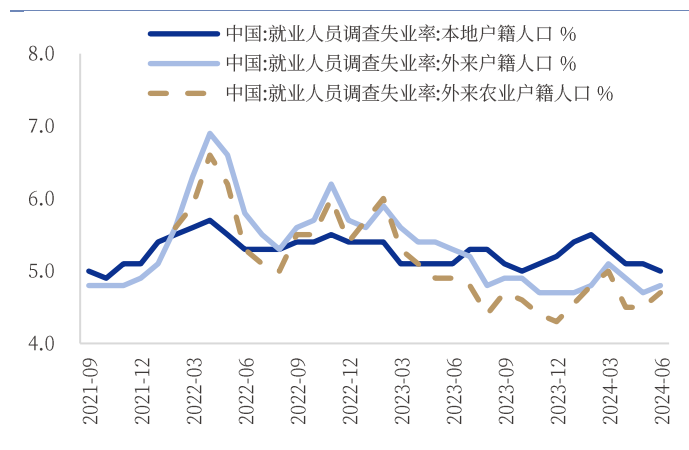
本地户籍失业率好转,但外来户籍失业率有所上行。上半年,全国城镇调查失业率平均值为 5.1%,比一季度下降 0.1 个百分点。6 月份,全国城镇调查失业率为 5.0%,与上月持平。分户籍来看,本地户籍失业率为 5.1%,环比下降 0.1pct;外来户籍和外来农村人口失业率上行 0.1 和 0.2pct 至 4.8%和 4.7%。工业生产高质量发展和出口持续高景气两条经济主线,分别提升了高技术人才和外向型就业需求,因此压低了本地户籍失业率。但对于外来户籍人口来说,持续的极端天气对外卖、快递和建筑建设相关需要户外活动的行业有所干扰,造成了失业率的抬升。展望未来,毕业季可能让青年失业率承压,但下半年在经济持续高质量发展和政策对需求加码的情况下,高技术人才以及传统劳动者的需求仍会增加。

图36: 城镇调查失业率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: 本地户籍调查失业率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。许冬石，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn