



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《融资需求进入转型期，关注结构性机会》 - 2024.07.14

宏观研究

兼顾长短目标，加码扩内需必要性增加

● 核心观点

我国经济正处于转型升级的爬坡过坎阶段，关键是提振信心。一季度经济增速超预期走高，而在低基数效应下，二季度经济增速超预期回落，亦低于前值，实际 GDP 环比增速创 2017 年同期的次低点。

上半年，外需保持较高韧性，降低了稳增长的压力，为我国经济结构调整创造了有利条件，高质量发展的长期目标或优于稳增长短期目标，稳增长政策发力节奏或相对靠后。展望下半年，在有效需求不足的情况下，出口增速已呈现边际放缓迹象，从主要贸易伙伴角度进行测算，同时考虑出口基数回升，下半年出口增速或存在回落风险，内需接续外需稳增长的必要性进一步凸显，稳增长短期目标或要置于更突出位置，以保证顺利实现全年增长目标。

向后看，外需或逐季走弱，消费需求或延续弱复苏，房地产投资短期较为依赖政策效果，基建投资和制造业投资或仍是当前托底经济的主要压舱石。（1）外需或逐季边际回落，三季度或弱于二季度，但优于四季度。（2）消费或延续弱修复，促消费政策加码或是消费温和回升的关键变量。短期看，促消费政策加码或是拉动消费修复的关键支撑，如以旧换新、新能源汽车、消费券或进一步加大力度，后续有待观察政策效果。（3）三季度房地产投资止跌企稳迹象尚不明确，有待观察政策效果。房地产投资回暖的趋势性特征尚不明确，三季度或是稳地产政策效果的观察窗口期，短期政策进一步加码的可能性不高。后续若政策效果持续兑现，三季度房地产投资有望止跌回升；若政策效果不及预期，房地产投资增速仍是固定资产投资的拖累，不排除政策进一步加码的可能。（4）制造业投资和基建投资或将成为关键支撑。三季度是专项债发行的关键窗口期。若三季度专项债发行不能提速，因从募集资金到形成实物工作量存在时滞，或对基建投资产

生掣肘，进而制约内需扩张。三季度，内外需协同发力水平下，叠加大规模设备更新改造政策效果逐步兑现，对制造业投资增速有望产生支撑。若后续大规模设备更新改造和以旧换新政策效果不及预期，亦不排除政策进一步加码的可能。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 二季度经济增速不及预期，环比增速为 2017 年以来同期次低点.....	5
2 工业增加值小幅好于预期，边际小幅放缓.....	6
3 消费修复缓慢，短期政策驱动仍是主要推动力.....	9
4 固定资产投资持平预期，三季度关注内外需拉动力切换.....	11
4.1 房地产投资增速下行速度放缓，趋势性特征有待进一步观察.....	11
4.2 基建投资增速小幅回落，专项债或将步入密集发行期.....	13
4.3 制造业投资好于预期，关注内外需拉动力转换的结构性机会.....	14
5 展望：稳基建扩内需，稳增长政策发力必要性增大.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 主要经济数据指标 (%)	5
图表 2: 我国经济增速	5
图表 3: GDP 环比增速 (%)	5
图表 4: 我国经济呈现供过于求的态势	6
图表 5: 专项债发行节奏偏慢 (亿元)	6
图表 6: 工业增加值同比增速 (%)	7
图表 7: 工业增加值环比增速	7
图表 8: 分行业工业增加值累计同比 (%)	8
图表 9: 社会消费品零售总额同比增速 (%)	11
图表 10: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	11
图表 11: 居民边际消费倾向 (%)	11
图表 12: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%)	11
图表 13: 1-6 房地产投资增速跌幅边际收窄 (%)	13
图表 14: 1-6 月房地产销售增速情况	13
图表 15: 1-6 月房屋新开工面积同比增速	13
图表 16: 1-6 月房屋竣工面积同比增速	13
图表 17: 1-6 月制造业投资情况 (%)	15
图表 18: 1-6 月各细分行业投资增速情况 (%)	15

图表1：主要经济数据指标（%）

主要指标	主要经济指标	频率	2023年												2024年				
			1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	增速环比变化
生产	GDP增速	当季		4.50			6.30			4.90			5.20		5.30			4.70	-0.60
	工业增加值	当月	2.40	3.90	5.60	3.50	4.40	3.70	4.50	4.50	4.60	6.60	6.80	7.00	4.50	6.70	5.60	5.30	-0.30
	服务业生产指数	当月	5.50	9.20	13.50	11.70	6.80	5.70	6.80	6.90	7.70	9.30	8.50	5.80	5.00	3.50	4.80	4.70	-0.10
内需	社会消费品零售	当月	3.50	10.60	18.40	12.70	3.10	2.50	4.60	5.50	7.60	10.10	7.40	5.50	3.10	2.30	3.70	2.00	-1.70
	固定资产投资	累计	5.50	5.10	4.70	4.00	3.80	3.40	3.20	3.10	2.90	2.90	3.00	4.20	4.50	4.20	4.00	3.90	-0.10
	制造业	累计	8.10	7.00	6.40	6.00	6.00	5.70	5.90	6.20	6.20	6.30	6.50	9.40	9.90	9.70	9.60	9.50	-0.10
	房地产	累计	-5.70	-5.80	-6.20	-7.20	-7.90	-8.50	-8.80	-9.10	-9.30	-9.40	-9.60	-9.00	-9.50	-9.80	-10.10	-10.10	0.00
外需	出口（美元）	当月	-0.80	10.86	7.13	-7.55	-12.36	-14.34	-8.54	-6.83	-6.61	0.71	2.23	6.80	-7.60	1.40	7.60	8.60	1.00
	进口（美元）	当月	-10.02	-1.99	-8.79	-5.25	-7.01	-12.11	-7.19	-6.27	2.98	-0.66	0.15	3.50	-1.90	8.30	1.80	-2.30	-4.10
观察	城镇调查失业率	当月	5.60	5.30	5.20	5.20	5.20	5.30	5.20	5.00	5.00	5.00	5.10	5.30	5.20	5.00	5.00	5.00	0.00

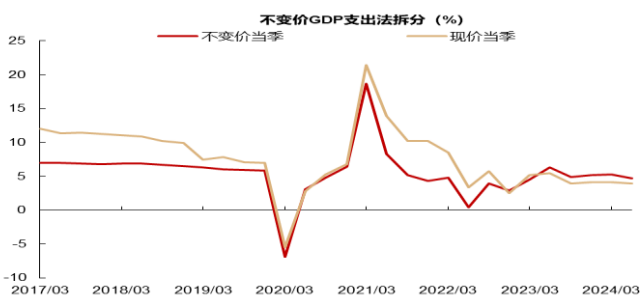
资料来源：Wind，中邮证券研究所

1 二季度经济增速不及预期，环比增速为 2017 年以来同期次低点

二季度经济增速低于预期，亦低于前值，显示经济增长边际放缓；剔除基数效应，二季度经济增长边际放缓较为明显。2024 年上半年不变价 GDP 同比增长 5%，持平全年经济增长预期目标。二季度当季不变价 GDP 同比增长 4.7%，低于 wind 一致预期 5.1%，较一季度回落 0.6pct。考虑二季度存在较为明显的低基数效应，从两年复合增速来看，二季度不变价 GDP 两年复合增速仅为 2.53%，较一季度两年复合增速 4.9%低 2.37pct。

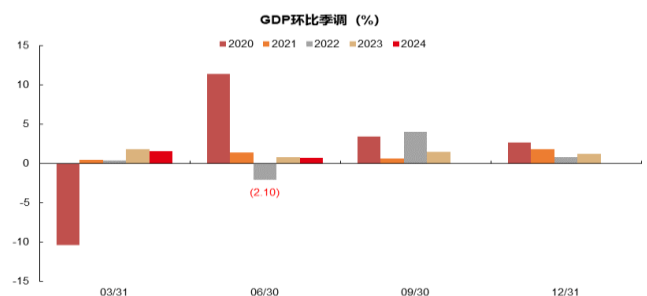
二季度不变价 GDP 环比增速是 2017 年以来的次低点，仅高于 2022 年同期环比增速水平。从环比增速来看，二季度不变价 GDP 环比增长 0.7%，较一季度 1.6%回落 0.9pct，较 2023 年同期环比增速 0.8%回落 0.1pct，成为 2017 年以来同期的次低点，仅高于 2022 年二季度不变价 GDP 环比增速-2.1%。

图表2：我国经济增速



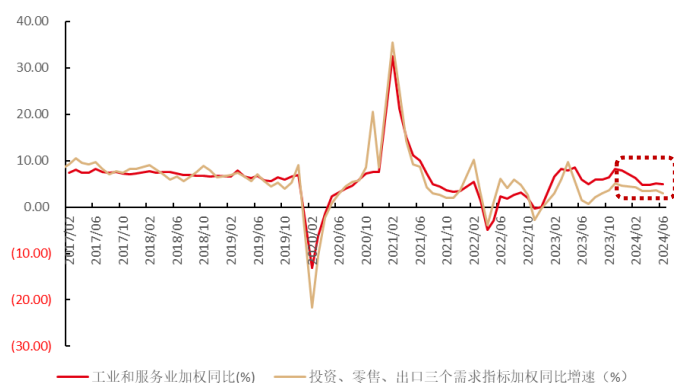
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：GDP 环比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

有效需求不足是制约经济持续稳健修复的核心问题，供需失衡压力有所放大。(1)外需拉动逐步放缓。一季度，外需是我国经济增长的关键拉动力，而进入二季度，出口增速虽保持韧性，主要是低基数效应影响，若剔除低基数效应，出口增速呈现边际回落迹象，其对经济增长的拉动作用边际减弱(详见报告《低基数助力出口稳定，后续增长压力仍大》)。(2)内需温和扩张，未能完全对冲外需边际走弱的下行压力。二季度，国内以旧换新、大规模设备更新改造政策逐步落地实施，因居民收入和预期仍有待持续改善，居民消费仍偏谨慎，如居民短期贷款延续弱势，通胀新涨价较弱，下游消费工业企业利润占比持续回落等，均显示终端消费需求不足，在一定程度上制约了政策效果显现；贯彻落实4月中央政治局会议精神，稳地产政策进一步加码，旨在托底房地产市场而非刺激，房地产市场环比有所回温，房地产投资同比增速呈现企稳迹象，但较去年同期仍弱，持续回暖的趋势性特征有待进一步观察；专项债发行节奏较为缓慢，在一定程度上对基建投资形成掣肘。1-6月新增专项债发行额合计1.49万亿元，占年度新增专项债限额的38.29%，较2023年60.55%低22.26pct；地方新增债务合计1.83万亿元，为地方政府新增债务限额的39.52%，较2023年60.51%低20.99pct。

图表4：我国经济呈现供过于求的态势


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表5：专项债发行节奏偏慢(亿元)

指标		2022年	2023年	2024年
1-6月发行	地方新增一般债	6147.79	4344.26	3324.01
	地方新增专项债	34062.17	23008.50	14934.68
	地方新增债发行合计	40209.96	27352.76	18258.69
全年限额	地方赤字	7200	7200	7200
	地方专项债新增限额	36500	38000	39000
	新增债限额 (地方赤字+专项债新增限额)	43700	45200	46200
1-6月进度	地方新增一般债/地方赤字	85.39%	60.34%	46.17%
	地方新增专项债/新增专项债限额	93.32%	60.55%	38.29%
	地方新增债/新增债限额	92.01%	60.51%	39.52%

资料来源：同花顺, 中邮证券研究所

2 工业增加值好于预期，边际小幅放缓

6月工业增加值好于预期，弱于季节性和前值，边际小幅放缓，整体韧性仍强。从工业增加值增速绝对值和边际变化来看，外需拉动、有色金属涨价仍是拉

动生产扩张的主要动力，国内以旧换新政策效果亦有所显现；从行业来看，保持高景气度的行业是信息制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、汽车制造业；行业景气度边际变化较为显著的行业是医药制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、专用设备制造业。

6月当月工业增加值同比增速5.3%，较前值回落0.3pct，好于预期，较wind一致预期5%高0.3pct，弱于季节性，较近五年（不包括2020年和2021年两个非合理波动年份，下同）同期均值5.64%低0.34pct。

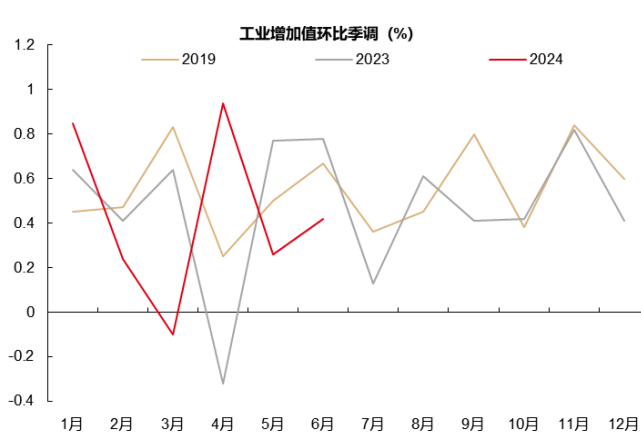
1-6月工业增加值累计同比增速6.0%，较前值回落0.2pct。以2019年为基期，1-6月工业增加值累计复合增长率为5.41%，持平1-5月工业增加值累计复合增长率5.41%。

图表6：工业增加值同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表7：工业增加值环比增速

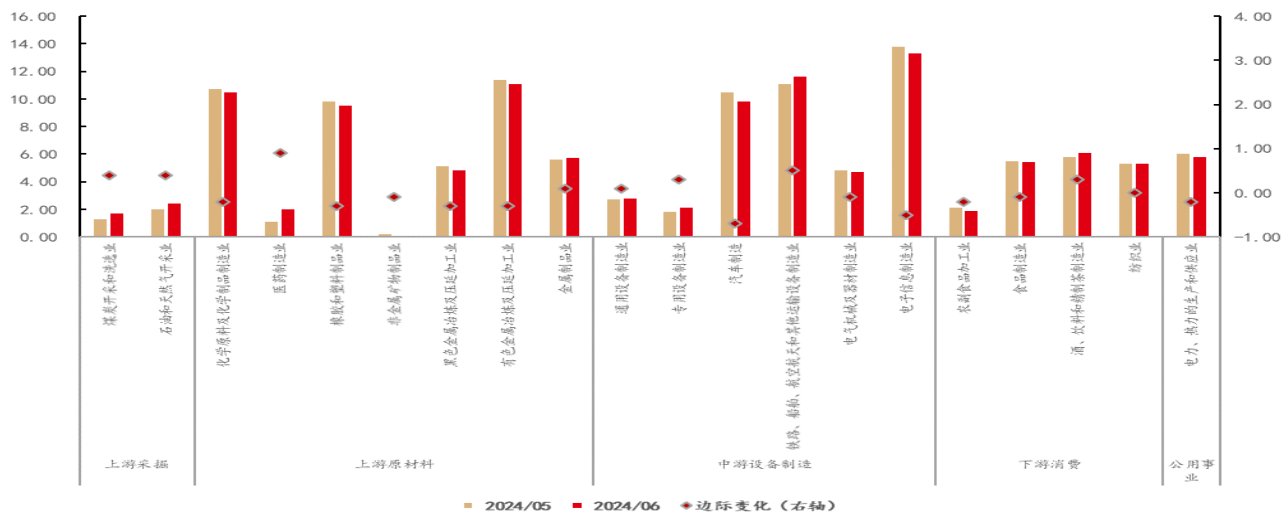


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

从分行业增加值边际变化来看，在已公布数据的行业中，上游采掘景气度仍高，整体呈现边际改善；上游原材料行业景气度有所回落；中游设备制造业景气度基本持平前值；下游消费行业景气度边际有所回暖。（1）上游采掘的2个行业中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业工业增加值同比增速延续边际回升。（2）上游原材料的7个行业中，2个行业工业增加值同比增速边际改善，较上个月减少一个行业；5个行业工业增加值同比增速边际回落。其中，边际改善的行业是医药制造业、金属制品业；边际回落的行业是化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物质业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业。（3）中游设备的6个行业中，3个行业工业增加值同比增

速边际改善，持平上月数量；3个行业工业增加值同比增速边际回落。其中，边际改善的行业是通用设备制造业、专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业；边际回落的行业是汽车制造业、电气机械及器材制造业、电子信息制造业。（4）下游消费的2个行业工业增加值同比增速延续边际回落，1个行业工业增加值边际改善，1个行业持平前值。

图表8：分行业工业增加值累计同比（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

外需拉动、有色金属涨价仍是拉动生产扩张的主要动力，国内以旧换新政策效果亦有所显现。从工业增加值同比增速绝对值排名分析，排名前五的行业是电子信息制造业(13.30%)、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(11.6%)、有色金属冶炼及压延加工业(11.1%)、化学原料及化学制品制造业(10.5%)、汽车制造业(9.8%)，其中有色金属冶炼及压延加工业生产扩张或主要是有色金属涨价带动；电子信息制造业、铁路、船舶、航空航天和汽车制造业或主要受外需拉动，对应的出口增速保持较强韧性。其中，汽车制造业亦或存在国内以旧换新政策拉动。

从工业增加值边际变化来看，出口拉动亦是当前一大支撑力，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业保持高景气度。从边际变化来看，工业增加值同比增速边际改善排名前五的行业是医药制造业(0.9pct)、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业(0.5pct)、煤炭开采和洗选业(0.4pct)、石油和天然气开采业(0.4pct)、专用设备制造业(0.3pct)。其中，医药制造业工业增加值累计同比增速连续6个月边际改善，呈现筑底回升迹象，但工业增加值累计

同比增速绝对值仍低，且 6 月 PPI 医药制造业价格环比增速-0.2%，价格延续回落，或指向医药行业步入弱复苏阶段，仍需谨慎观察；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业工业增加值边际改善仍是外需拉动；煤炭开采和洗选业工业增加值边际改善或源自夏季用电和 AI 大模型用电需求增加导致；石油和天然气开采业或因 6 月原油涨价带动；专用设备制造业增加值边际改善或源自于设备更新改造政策带动以及基建投资提速。

往后看，短期生产韧性犹在，增速或延续边际放缓。一是短期出口增速韧性仍强，仍将有效支撑生产。从 7 月出口领先指标来看，7 月出口增速保持韧性，对生产的支撑犹在，下半年仍存在下行压力，出口对生产的拉动或边际放缓（详见报告《低基数助力出口稳定，后续增长压力仍大》）。二是专项债发行节奏或提速，支撑基建投资，进而对生产产生拉动。内外需拉动力处于转换阶段，外需边际走弱，内需接力外需，支撑经济修复（详见报告《融资需求进入转型期，关注结构性机会》）。三是稳增长政策效果或逐步显现，有望支撑生产韧性。从工业增加值变化来看，消费品以旧换新、大规模设备更新改造、房地产领域的“四支箭”以及房地产融资协调机制等政策效果已有所显现，后续政策效果或持续显现，亦会对生产产生支撑。此外，设备更新改造贴息政策力度或有望进一步加码。

3 消费修复缓慢，短期政策驱动仍是主要推动力

(1) 6 月社零同比增速不及预期、前值和季节性，整体显示消费修复不及预期。若剔除基数效应影响，社零复合增速基本持平前值，亦指向当前消费修复较为缓慢。从 6 月金融数据和通胀数据亦有体现，居民消费仍偏谨慎，背后核心应是居民收入和预期仍有待持续改善。

6 月社零同比增速为 2%，较前值回落 1.7pct，弱于预期，较 wind 一致预期 4%低 2pct，弱于季节性，较近五年均值 7.2%低 5.2pct。考虑基数效应，以 2019 年为基期，6 月社零复合增速为 3.6%，较 5 月复合增速 3.56%回升 0.04pct，基本持平，亦指向消费修复较为缓慢。其中，汽车当月零售额同比增速-6.6%，较前值回落 2.2pct，仍是主要拖累；除汽车以外的消费品零售额同比增长 3%，高于社零整体增速水平，较前值回落 1.7pct，亦呈现边际回落态势，或与“618”大促活动有关。

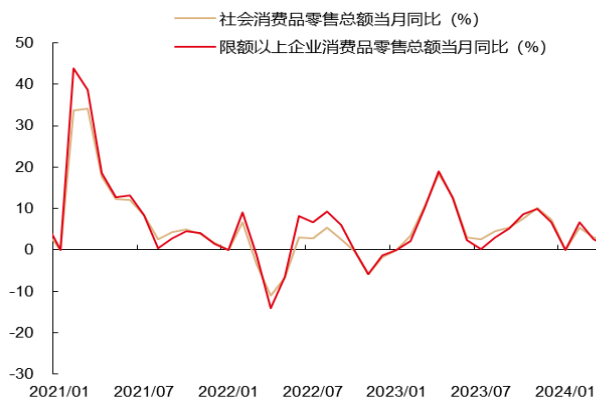
(2) 从结构分析，6月餐饮消费好于商品消费。餐饮消费同比增速好于前值，且剔除基数效应影响，复合增速亦呈现边际改善，餐饮消费修复较为理想，或与暑期开启有关；商品消费同比增速较前期明显回落，但存在较为明显的高基数效应，若剔除基数效应影响，6月商品消费复合增速较5月复合增速亦小幅回落，或与“618”大促、消费品以旧换新政策有关。

6月餐饮收入当月同比增速5.4%，较5月增速回升0.4pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平8.72%低3.32pct。若考虑基数效应，以2019年为基期，6月当月餐饮收入复合增速为3.67%，较当月同比增速回落1.73pct，显示存在低基数效应，较5月餐饮收入复合增速2.82%回升0.85pct，呈现边际改善迹象，这与6月暑期开启有关。商品零售总额当月同比增速为1.5%，较前值回落2.1pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平7.06%低5.56pct。若考虑基数效应，以2019年为基期，6月当月商品零售总额复合增速为3.54%，高于当月增速水平，指向或存在高基数效应，较5月商品零售总额复合增速3.65%低0.11pct，整体呈现边际走弱，或与“618”大促、以旧换新政策有关，销售额环比有所回落。

(3) 从限额以上批发和零售业来看，当月同比增速排名前五的商品是粮油、食品类(10.8%)、烟酒类(5.2%)、石油及制品类(5.1%)、中西药品类(4.5%)、通讯器材类(2.9%)。

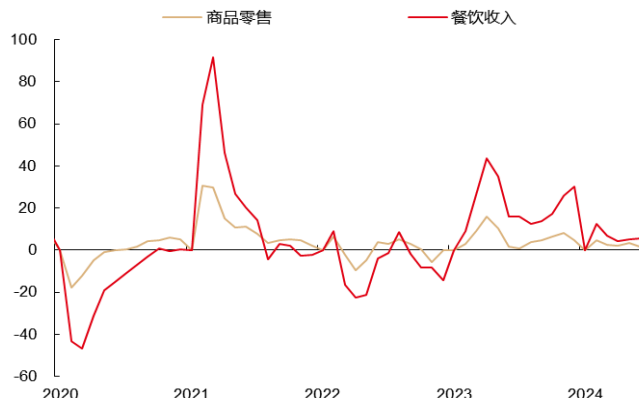
(4) 往后看，消费持续修复仍有压力，随着政策效果逐步显现，消费或温和回升。居民消费修复的核心变量是收入和预期。从二季度数据来看，居民边际消费倾向已有明显修复，为2020年同期以来最高水平，但消费有所回落，指向居民消费较为谨慎，居民收入和预期仍有待持续改善，6月社融数据和通胀数据亦有所体现。工业企业营业收入作为城镇居民可支配收入领先指标，目前处于筑底波浪式回升过程，亦指向居民收入增速修复或较为缓慢，居民消费信心有待增强。短期看，促消费政策加码或者拉动消费修复的关键支撑，后续观察消费品以旧换新政策效果。

图表9：社会消费品零售总额同比增速（%）



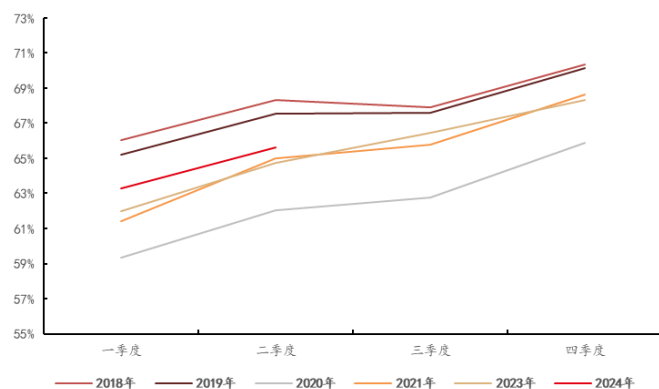
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



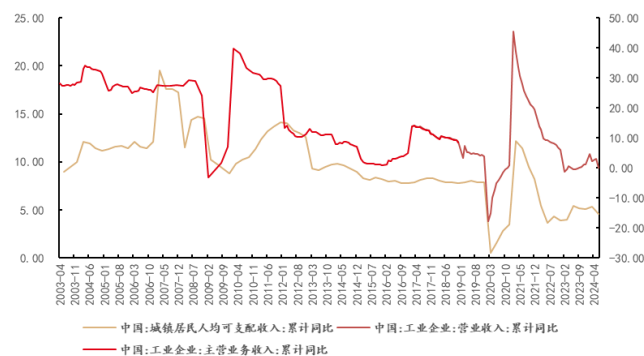
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表11：居民边际消费倾向（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表12：商品零售和餐饮收入同比增速（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 固定资产投资持平预期，三季度关注内外需拉动力切换

1-6月固定资产投资累计同比增长3.9%，较前值下降0.1pct，持平预期，弱于季节性，较近五年均值水平6.06%低2.16pct。其中，房地产投资累计同比增长-10.1%，持平前值，仍是主要拖累；制造业投资保持了较高韧性，是主要支撑，累计同比增长9.5%，较前值回落0.1pct；基建投资（不包括电力）累计同比增长5.4%，较前值回落0.3pct。

4.1 房地产投资增速下行速度放缓，趋势性特征有待进一步观察

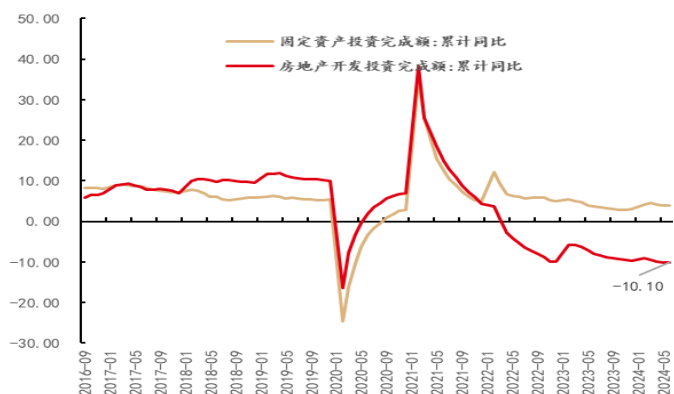
1-6月房地产投资累计同比增速-10.1%，持平前值，跌幅并未继续扩大，略好于wind一致预期-10.2%，或是稳地产政策托底支持，房地产投资下跌速度有所放缓，趋势性特征有待进一步观察。

从销售端看，房地产销售景气度环比回暖，同比增速仍弱。1-6月商品房销售额累计同比增速-25.29%，较前值回升3.07pct，跌幅边际收窄，商品房销售边际有所趋稳。这应是近期稳地产政策带动效应，在高频数据中已有体现。

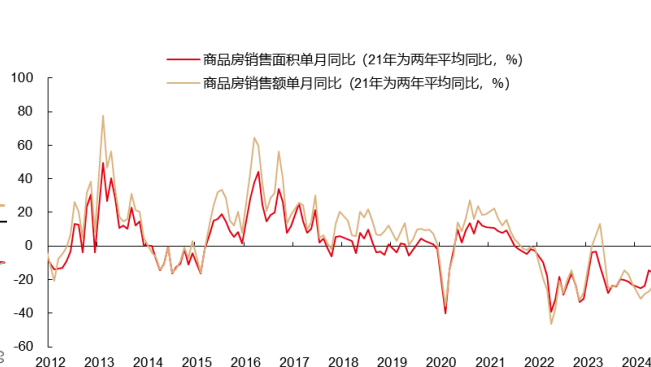
从投资端看，在保交楼政策引导下，房屋新开工面积累计同比增速边际改善，因房企拿地意愿仍相对较低，房屋施工面积和竣工面积累计同比小幅回落。1-6月房屋施工面积累计同比增速为-11.97%，较前值回落0.34pct；新开工面积累计同比增速-23.77%，较前值回升0.48pct；房屋竣工面积累计同比-21.78%，较前值回落1.73pct。

从资金来源看，房企融资连续三个月边际改善，房地产融资协调机制或是主要推动力，同比增速仍弱，亦与当前房地产投资增速放缓有关。1-6月房地产开发资金累计同比-22.6%，较前值回升1.7pct，连续三个月边际改善。其中，国内贷款累计同比增速-6.6%，较前值回落0.4pct，本月增速边际回落；其他资金累计同比增速-33.05%，较前值回升2.54pct，其中，个人按揭贷款累计同比增速-37.7%，较前值回升2.5pct，这与6月居民中长期贷款环比回升保持一致。

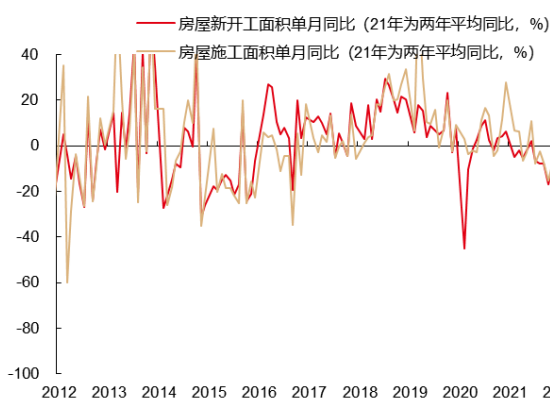
往后看，在消化存量房产的政策引导下，短期仍需跟踪高频数据，观察政策效果。后续政策效果持续显现，房地产投资增速有望逐步企稳回升。若政策效果不及预期，不排除进一步加码的可能。

图表13：1-6 房地产投资增速跌幅边际收窄（%）


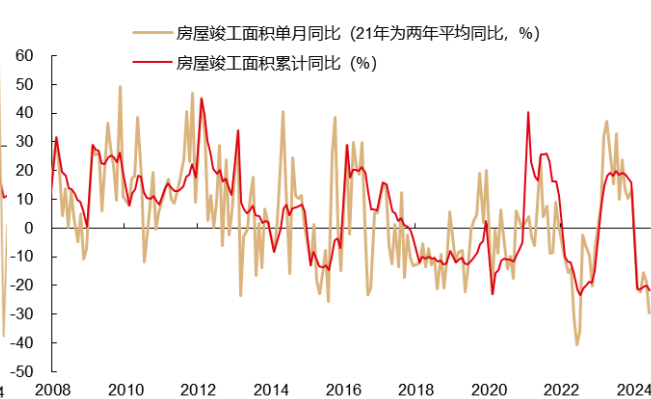
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表14：1-6 月房地产销售增速情况


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表15：1-6 月房屋新开工面积同比增速


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表16：1-6 月房屋竣工面积同比增速


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4.2 基建投资增速小幅回落，专项债或将步入密集发行期

基建投资边际小幅回落。1-6 月基建投资（不含电力）累计同比增长 5.4%，较前值回落 0.3pct，应与当前专项债发行节奏相对靠后有关。5 月专项债发行虽有提速，但 1-6 月专项债发行额 1.49 万亿元，仅为全年新增专项债限额的 38.29%，远低于 2022 年和 2023 年同期水平；若一并考虑一般债券发行情况，1-6 月地方政府新增债券发行额合计 1.83 万亿元，为地方政府新增债务限额的 39.52%，亦明显低于 2022 年和 2023 年 92.01% 和 60.51% 的水平。从基建相关产业链开工建设来看，上半年，仅 1 月和 5 月挖掘机开工小时数同比为正值，分别为 88% 和 0.7%，前者存在春节错位影响。在开工旺季的 3 月、4 月和 6 月，挖掘机开工小时数同比增速分别为 -11.4%、-3.6% 和 -2.5%。与此同时，石油沥青装置开工率、水泥价格指数等均处于近年来低位水平，亦指向基建投资项目开工相对缓慢。

往后看，再次提示，三季度专项债有望进入密集发行期，基建投资增速或边际温和回升。扩内需成为下半年经济持续修复的关键方向，基建投资仍是重要压舱石。若三季度专项债发行不能提速，因从募集资金到形成实物工作量存在时滞，或对基建投资产生掣肘，进而制约内需扩张。从7月专项债发行来看，当前发行节奏仍较为缓慢。7月1日-7月13日，新增专项债发行额为486.23亿元，按照时序简单线性推算，预计7月新增专项债发行额为1122.07亿元，仅为6月发行额的33.73%。但从政府净融资额来看，政府净融资有明显提速，或指向中央加杠杆扩内需的迹象更为明显。7月1日-7月10日，政府净融资额7594.43亿元，按照时序简单线性推算，预计7月政府净融资额或达到22783.29亿元，较6月明显提速，环比增长65.08%，基本接近5月净融资额。

4.3 制造业投资好于预期，关注内外需拉动力转换的结构性机会

1-6月制造业投资累计同比增速9.5%，好于预期，较wind一致预期9.3%高0.2pct，较前值回落0.1pct，整体保持了较强韧性，对固定资产投资增速形成了较好支撑。

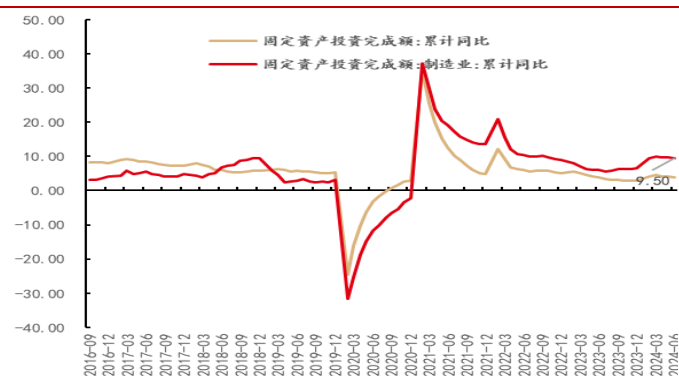
从细分行业投资增速来看，制造业投资增速保持前五位的行业是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（28.2%）、食品制造业（27%）、农副食品加工业（21.40%）、有色金属冶炼及压延加工业（19.8%）、金属制品业（16%）。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业主要是外需拉动，在生产端有所体现，进而映射到投资端；有色金属冶炼及压延加工业则是因有色金属涨价带动。值得关注的是，在下游消费景气度尚未明显回暖的情况下，食品制造业和农副食品加工业生产亦未明显回暖，但投资较为明显回升。

从细分行业投资增速边际变化来看，制造业投资增速边际变化前五位的行业是有色金属冶炼及压延加工业（1.4pct）、医药制造业（0.8pct）、汽车制造业（0.7pct）、计算机、通信和其他电子设备制造业（0.5pct）、通用设备制造业（0.5pct）。其中，有色金属冶炼及压延加工业边际改善应是有色金属涨价带动；医药制造业、通用设备制造业或源自于大规模设备更新改造政策带动；汽车制造业或因外需拉动和消费品以旧换新政策共同拉动。

往后看，短期制造业投资韧性仍强，但内外需拉动力逐步切换，或带来制造业投资机会的结构性变化。外需拉动和有色涨价成为制造业投资的重要拉动力。

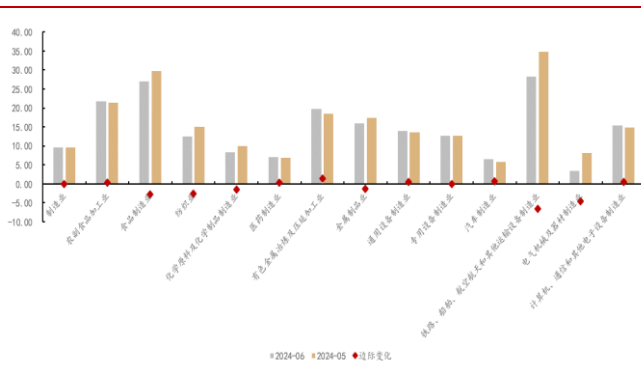
往后看，短期出口增速仍将保持韧性，对生产和投资仍会产生支撑，但年内或存边际走弱风险，5月和6月剔除基数效应的出口增速已呈现边际走弱迹象。内需接续外需发力，成为经济持续修复的关键。目前较为明确方向：**一是继续观察以旧换新、大规模设备更新改造政策的拉动作用**。从目前制造业细分行业投资增速边际变化来看，以旧换新、大规模设备更新改造政策效果有所显现，如医药制造业、汽车制造业等，不过政策效果相对较为有限，有待进一步观察政策效果；**二是关注专项债发行节奏**。从专项债发行和使用节奏来看，三季度应是进入发行的关键窗口期，若发行进一步提速，有望对制造业投资产生支撑。

图表17：1-6月制造业投资情况（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表18：1-6月各细分行业投资增速情况（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

5 展望：兼顾长短期目标，稳增长政策发力必要性增大

我国经济正处于转型升级的爬坡过坎阶段，关键是提振信心。上半年不变价 GDP 同比增速 5%，持平全年经济增速目标，但二季度在低基数水平上，不变价 GDP 同比增速明显弱于预期。

上半年，外需保持较高韧性，降低了稳增长的压力，为我国经济结构调整创造了有利条件，高质量发展的长期目标或优于稳增长短期目标，稳增长政策发力节奏或相对靠后。展望下半年，在有效需求不足的情况下，出口增速已呈现边际放缓迹象，从主要贸易伙伴角度进行测算，同时考虑出口基数效应回升，下半年出口增速或存在回落风险，内需接续外需稳增长的必要性进一步凸显，稳增长短期目标或要置于更突出位置，以保证顺利实现全年增长目标。

向后看，外需或逐季走弱，消费需求或延续弱复苏，房地产投资短期较为依赖政策效果，基建投资和制造业投资或仍是当前托底经济的主要压舱石。（1）

外需或逐季边际回落，三季度或弱于二季度，但优于四季度。（2）消费或延续弱修复，促消费政策加码或是消费温和回升的关键变量。短期看，促消费政策加码或是拉动消费修复的关键支撑，如以旧换新、新能源汽车、消费券或进一步加大力度，后续观察政策效果。（3）房地产投资止跌企稳迹象尚不明确，有待进一步观察政策效果。房地产投资回暖的趋势性特征尚不明确，三季度或是稳地产政策效果的观察窗口期，短期政策进一步加码的可能性不高。后续若政策效果持续兑现，三季度房地产投资有望止跌回升；若政策效果不及预期，房地产投资增速仍是固定资产投资的拖累，不排除政策进一步加码的可能。（4）制造业投资和基建投资或将成为关键支撑。三季度是专项债发行的关键窗口期。若三季度专项债发行不能提速，因从募集资金到形成实物工作量存在时滞，或对基建投资产生掣肘，进而制约内需扩张。三季度，内外需协同发力水平下，叠加大规模设备更新改造政策效果逐步兑现，对制造业投资增速有望产生支撑。若后续大规模设备更新改造和以旧换新政策效果不及预期，亦不排除政策进一步加码的可能。

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048