



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

《关注融资需求新特点和结构性机会》 - 2024.08.14

宏观研究

## 期待政策合理加力，缓解“阵痛期”痛感

### ● 核心观点

7月经济供需缺口再次扩大，生产强、需求弱特点较为明显。7月消费延续弱复苏，消费增速不及预期，出口边际走弱，房地产投资尚未止跌企稳，跌幅有所扩大，基建投资和制造业投资亦边际回落，需求端整体呈现收缩；生产略好于预期，边际小幅回落。供需缺口有所扩大在7月PPI数据中亦有所体现，PPI新涨价因素影响边际回落。整体来看，经济增长下行压力有所增大，实现全年经济增长预期目标的挑战增加。

向后看，考虑外需或逐步回落，为实现全年经济增长预期目标，宏观政策加力扩内需的必要性增大。（1）促消费扩内需是当前政策的重要发力方向，政策着力点转向惠民生，服务消费成为重要抓手。我们再次提示，“两新”政策持续推进，拉动大宗商品消费；从可感可及惠民生的角度，发放消费券或是一个可期待的政策方向，同时培育文旅体育消费、健康养老托育消费、餐饮消费新场景亦是当前政策的发力点，从统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革的角度，满足人民对高品质生活的向往。（2）“两新”政策或是制造业投资增速的重要支撑，需关注外需回落节奏。在外需相对平稳逐步回落情况下，“两新”政策持续推进落地，有望支撑制造业投资同比增速相对稳定。若外需增速出现较大幅度回落，“两新”拉动作用或不足以支撑制造业投资增速维持稳定。（3）基建投资作为固定资产投资增速压舱石，亦是当前政策主要抓手，专项债发行提速仍是关键。若专项债发行仍未能提速，考虑从募集资金到形成实物工作量存在时滞，则会制约年内实物工作量形成。考虑防范化解地方政府隐性债务，经济大省仍需勇挑大梁。（4）短期房地产投资增速尚未呈现止跌企稳迹象，对固定资产投资增速仍是主要拖累。稳地产政策效果有效显现，主要体现在

---

销售端和开发建设端，由于房地产供求关系变化，以及房企自身财务风险，房企拿地意愿不强，若无进一步政策支持，短期看房地产投资显著改善的信号并不明显。

● **风险提示：**

全球贸易摩擦超预期加剧；出口超预期回落；海外地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 工业增加值好于预期，边际小幅放缓 .....	5
1.1 工业增加值好于预期和季节性，边际小幅回落，整体呈现较高韧性 .....	5
1.2 从上中下游产业链来看，上游采掘保持高景气度，上游原材料有所回落，中游设备制造业和下游消费并未明显变化 .....	5
1.3 从生产驱动力来看，外需拉动、有色金属价格保持高位仍是拉动生产扩张的主要动力 .....	7
1.4 往后看，短期生产韧性犹在，增速或延续边际小幅放缓 .....	8
2 消费延续弱修复，不及预期，短期促消费政策或是主要支撑 .....	8
2.1 消费延续弱修复，不及预期 .....	8
2.2 居民消费偏谨慎，餐饮消费和商品消费呈现此起彼伏特点 .....	9
2.3 往后看，消费持续修复仍有压力，促消费政策或是主要支撑，消费有望温和回升 .....	9
3 固定资产投资延续边际回落，关注内外需劳动转换 .....	10
3.1 房地产投资增速跌幅有所扩大，稳地产政策效果在销售端有所显现 .....	10
3.2 基建投资增速小幅回落，专项债发行提速 .....	12
3.3 制造业投资弱于预期，关注外需回落速度和“两新”政策效果 .....	12
4 展望：关注外需边际放缓节奏，期待稳增长政策效果显著 .....	13
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 主要经济数据指标 (%) .....	5
图表 2: 工业增加值同比增速 (%) .....	5
图表 3: 工业增加值环比增速 .....	5
图表 4: 分行业工业增加值累计同比 (%) .....	7
图表 5: 社会消费品零售总额同比增速 (%) .....	10
图表 6: 商品零售和餐饮收入同比增速 (%) .....	10
图表 7: 1-7 房地产投资增速跌幅有所扩大 (%) .....	11
图表 8: 1-7 月房地产销售增速情况 .....	11
图表 9: 1-7 月房屋新开工面积同比增速 .....	11
图表 10: 1-7 月房屋竣工面积同比增速 .....	11
图表 11: 1-7 月制造业投资情况 (%) .....	13
图表 12: 1-7 月各细分行业投资增速情况 (%) .....	13
图表 13: 7 月经济供需缺口再次扩大 (%) .....	14

**图表1：主要经济数据指标（%）**

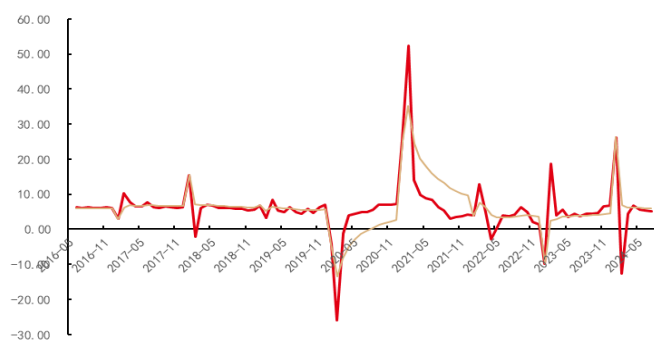
主要指标	主要经济指标	频率	2023年												2024年					增速环比变
			1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	
生产	GDP增速	当季		4.50			6.30			4.90			5.20		5.30		4.70		-0.60	
	工业增加值	当月	2.40	3.90	5.60	3.50	4.40	3.70	4.50	4.50	4.60	6.60	6.80	7.00	4.50	6.70	5.60	5.30	5.10	-0.20
内需	服务业生产指数	当月	5.50	9.20	13.50	11.70	6.80	5.70	6.80	6.90	7.70	9.30	8.50	5.80	5.00	3.50	4.80	4.70	4.80	0.10
	社会消费品零售总额	当月	3.50	10.60	12.40	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	2.70	0.70
	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	3.60	-0.30
	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	9.30	-0.20
	房地产	累计	-5.70	-5.80	-6.20	-7.20	-7.80	-8.50	-8.80	-9.10	-9.30	-9.40	-9.60	-9.60	-9.50	-9.30	-10.10	-10.10	-10.20	-0.10
外贸	基建（不含电力）	累计	9.00	8.80	8.50	7.50	7.20	6.80	6.40	6.20	5.90	5.80	5.90	6.30	6.50	6.00	5.70	5.40	4.90	-0.50
	出口（美元）	当月	-0.80	10.86	7.13	-7.55	-12.26	-14.24	-8.54	-6.83	-6.61	0.71	2.23	6.80	-7.60	1.40	7.60	8.60	7.00	-1.60
	进口（美元）	当月	-10.02	-1.99	-8.19	-5.25	-7.01	-10.11	-7.19	-6.27	2.98	-0.86	0.15	3.50	-1.90	8.30	1.80	-2.30	7.20	9.50
	贸易顺差额/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	5.20	0.20

资料来源：Wind，中邮证券研究所

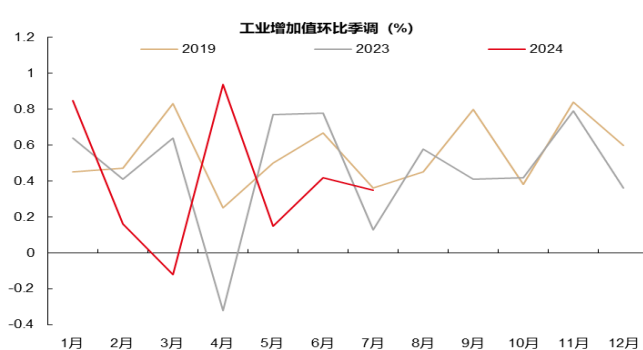
## 1 工业增加值好于预期，边际小幅放缓

### 1.1 工业增加值好于预期和季节性，边际小幅回落，整体呈现较高韧性

7月当月工业增加值同比增速5.1%，较前值回落0.2pct，略好于预期，较wind一致预期5%高0.1pct，好于季节性，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4.94%高0.16pct。1-7月工业增加值累计同比增速5.9%，较前值回落0.1pct。

**图表2：工业增加值同比增长（%）**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表3：工业增加值环比增速**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 1.2 从上中下游产业链来看，上游采掘保持高景气度，上游原材料有所回落，中游设备制造业和下游消费并未明显变化

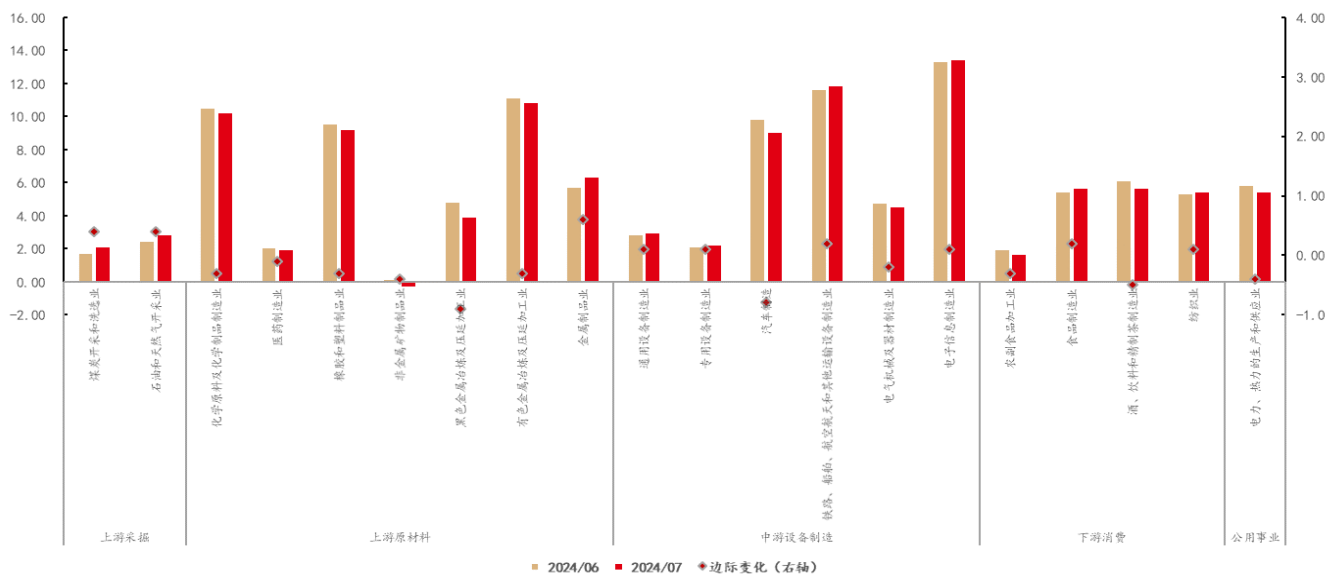
从分行业增加值边际变化来看，在已公布数据的行业中，上游采掘保持高景气度，整体延续边际改善；上游原材料行业景气度有所回落，基本呈现边际回落态势；中游设备制造业景气度基本持平前值；下游消费行业景气度并未显著回暖。

(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分别为 2.1%和 2.8%，较上月回升 0.4pct 和 0.4pct，延续边际回升态势。

(2) 上游原材料的 7 个行业中，1 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；6 个行业工业增加值同比增速边际回落。其中，边际改善的行业是金属制品业，工业增加值同比增速 6.3%，较上月回升 0.6pct；边际回落的行业是化学原料及化学制品制造业、医药制造业、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，工业增加值同比增速分别为-0.3pct、-0.1pct、-0.3pct、-0.4pct、-0.9pct、-0.3pct。上游原材料景气度回落，应与 7 月原材料价格回落有关，7 月铜、铝、锌现货结算平均价格环比变动分别为-2.57%、-5.32%和-0.98%。

(3) 中游设备的 6 个行业中，4 个行业工业增加值同比增速边际改善，较上月增加 1 个行业；2 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和电子信息制造业，工业增加值同比增速分别为 2.9%、2.2%、11.8%、13.4%，较上月变动分别为 0.1pct、0.1pct、0.2pct、0.1pct；边际回落的行业是汽车制造业、电气机械及器材制造业，工业增加值同比增速分别为 9%和 4.5%，较上月变动分别为-0.8pct 和-0.2pct。

(4) 下游消费的 4 个行业中，2 个行业工业增加值同比增速延续边际回落，持平上月；2 个行业工业增加值边际改善，较前值增加 1 个行业。其中，工业增加值边际改善的行业是食品制造业和纺织业，同比增速分别为 5.6%和 5.4%，较上月变动分别为 0.2pct 和 0.1pct；工业增加值边际回落的行业是农副食品加工业、酒、饮料和精制茶制造业，同比增速分别为 1.6%和 5.6%，较上月变动分别为-0.3pct 和-0.5pct。

**图表4：分行业工业增加值累计同比（%）**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 1.3 从生产驱动力来看，外需拉动、有色金属价格保持高位仍是拉动生产扩张的主要动力

(1) 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（13.40%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（11.8%）、有色金属冶炼及压延加工业（10.8%）、化学原料及化学制品制造业（10.2%）、橡胶和塑料制品业（9.2%）。排名前五的行业基本持平上月，仅橡胶和塑料制品业有所提升，汽车制造业排名下滑至第六位。从驱动力来看，电子信息制造业和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业应是外需拉动，对应的出口增速保持较高韧性；有色金属冶炼及压延加工业生产扩张或主要是有色金属价格仍处于阶段性较高水平。

工业增加值同比增速排名后五位的是专用设备制造业（2.2%）、煤炭开采和洗选业（2.1%）、医药制造业（1.9%）、农副食品加工业（1.6%）和非金属矿物制品业（-0.3%）。

(2) 从工业增加值边际变化来看，排名前五的行业是金属制品业（0.6pct）、煤炭开采和洗选业（0.4pct）、石油和天然气开采业（0.4pct）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（0.2pct）和食品制造业（0.2pct）。

排名后五位的是电力、热力的生产和供应业（-0.4pct）、非金属矿物质业（-0.4pct）、酒、饮料和精制茶制造业（-0.5pct）、汽车制造业（-0.8pct）、黑色金属冶炼及压延加工业（-0.9pct）。

#### 1.4 往后看，短期生产韧性犹在，增速或延续边际小幅放缓

一是短期出口增速在合意范围内逐步回落，会对生产产生一定支撑。随着出口基数走高和全球经济景气度边际回落，年内出口存在边际回落的风险，但从8月出口领先指标来看，出口增速仍处于合意范围内逐步回落，对生产仍产生一定支撑。韩国8月前10日出口同比增速为16.7%，考虑8月开工日数为8天，同比减少0.5天，按开工日数计算的出口同比增速为24%，较7月前10日出口增速33.8%下降9.8pct，保持一定高景气度。

二是“两新”政策进一步加力，有望支撑生产韧性。7月中央政治局会议明确调，宏观政策要持续用力、更加给力，加快全面落实已确定的政策举措。7月26日国家发展和改革委员会、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，同时政策支持范围有所扩大，且提升了政策支持补贴标准（详见报告《MLF灵活调整，谨慎对待央行利率曲线结构管理》），有望对生产产生一定支撑。

三是专项债将进入密集发行期，托底基建投资，亦有望拉动生产。维持之前判断，三季度专项债发行节奏提速，对于年内形成实物工作量至关重要，若发行不及预期，实物工作量或在明年形成，制约基建投资增速。基于此分析，短期专项债加速发行，带动基建投资，亦会对生产产生一定支撑。从高频数据来看，水泥价格和螺纹钢价格并未明显回升，基建拉动作用仍有待提升。

## 2 消费延续弱修复，不及预期，短期促消费政策或是主要支撑

### 2.1 消费延续弱修复，不及预期



7月社零同比增速为2.7%，较前值回升0.7pct，应是基数效应影响，从两年复合增速来看，7月社零两年复合增速为2.6%，略高于6月社零两年复合增速2.55%，显示消费修复仍较弱；弱于市场预期，较wind一致预期3.06%低0.36pct；亦弱于季节性，较近五年同期均值6.4%低3.7pct。其中，汽车当月零售额同比增速-4.9%，较前值回升1.3pct，拖累作用有所减弱；除汽车以外的消费品零售额同比增长3.6%，高于社零整体增速水平，较前值回升0.6pct。7月居民新增短期贷款转负，亦体现了居民消费偏谨慎特点，这制约了消费修复。

## 2.2 居民消费偏谨慎，餐饮消费和商品消费呈现此起彼伏特点

从结构分析，餐饮消费与商品消费同比增速的边际变化呈现此起彼伏的特点，我们理解，一个可能原因是居民消费偏谨慎的情况下，“以旧换新”政策或刺激了商品消费，而居民或控制总支出水平，进而减少在餐饮方面支出力度。7月餐饮收入当月同比增速3%，较6月增速回落2.4pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平8.84%低5.84pct。商品零售总额当月同比增速为2.7%，较前值回升1.2pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平6.12%低3.42pct。

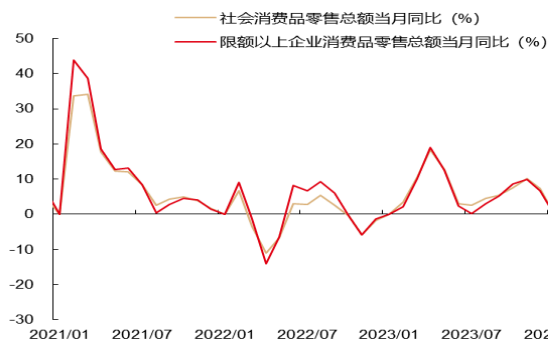
从限额以上批发和零售业来看，当月同比增速排名前五的商品是通讯器材类（12.7%）、粮油、食品类（9.9%）、饮料类（6.1%）、中西药品类（5.8%）、日用品类（2.1%）。

## 2.3 往后看，消费持续修复仍有压力，促消费政策或是主要支撑，消费有望温和回升

居民消费修复的核心变量是收入和预期。我国经济处于经济增长动能转换、经济结构调整期，会对居民就业和收入产生一定扰动，短期居民消费仍会偏谨慎，这在居民新增短期贷款走弱亦有所体现。与此同时，房地产市场尚未回暖，居民财富效应走弱，同时亦会制约房地产产业链消费。短期，我们认为，消费持续修复压力仍在，促消费政策加码或是拉动消费修复的关键支撑。7月中共中央政治局定调促消费是扩内需的重点方向，着力点是惠民生，服务消费是重要领域。再次提示，一方面，“两新”政策持续推进中，拉动大宗商品消费；另一方面，从可感可及惠民生的角度，发放消费券或是一个可期待的政策方向，同时培育文旅

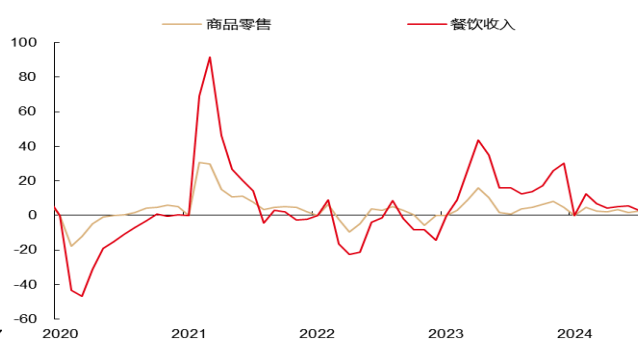
体育消费、健康养老托育消费、餐饮消费新场景亦是当前政策的发力点，从统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革的角度，满足人民对高品质生活的向往。

图表5：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6：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

### 3 固定资产投资延续边际回落，关注内外需拉动力转换

1-7月固定资产投资累计同比增长3.6%，较前值下降0.3pct，弱于预期，较wind一致预期3.88%低0.28pct，弱于季节性，较近五年同期均值水平5.72%低2.12pct。其中，房地产投资累计同比增长-10.2%，较前值回落0.2pct，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9.3%，较前值回落0.2pct；基建投资（不包括电力）累计同比增长4.9%，较前值回落0.5pct。

#### 3.1 房地产投资增速跌幅有所扩大，稳地产政策效果在销售端有所显现

1-7月房地产投资累计同比增速-10.2%，较前值回落0.1pct，跌幅再次扩大，较wind一致预期-10.1%低0.1pct。我们理解，在稳地产政策支持下，7月房屋销售景气度边际改善，房屋新开工面积同比增速亦有所改善，但房地产市场供求关系发生变化，房地产开发建设速度已较为明显放缓，房企拿地意愿较为明显下降，房地产投资增速未能明显回暖。

(1) 从销售端看，房地产销售景气度边际改善，同比增速仍弱。1-7月商品房销售额累计同比增速-24.3%，较前值回升0.7pct，跌幅边际收窄，商品房销售连续三个月边际改善，这应是近期稳地产政策带动效应。

(2) 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。1-7月新开工面积累计同比增速-23.20%，较前值回升0.5pct；房屋施工面积累计同比增速为-12.1%，较前值回落0.1pct；房屋竣工面积累计同比-21.8%，持平前值。

(3) 从资金来源看，房企融资连续四个月边际改善，一方面，房地产融资协调机制或是主要推动力；另一方面，去年基数走低亦有支撑。整体来看，房企融资同比增速仍弱，与当前房地产投资增速放缓有关。1-7月房地产开发资金累计同比-21.3%，较前值回升1.3pct，连续四个月边际改善。其中，国内贷款累计同比增速-6.3%，较前值回升0.3pct；其他资金累计同比增速-31.27%，较前值回升1.78pct，其中，个人按揭贷款累计同比增速-37.3%，较前值回升0.4pct。

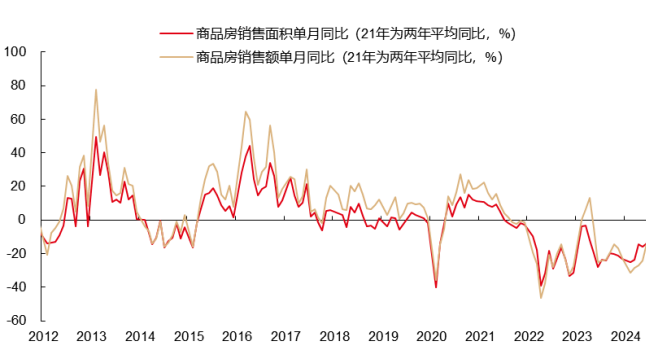
往后看，在稳地产政策支持下，房地产销售、房屋开发建设同比增速边际有所改善，但房地产市场尚未明显回暖，房地产市场投资增速跌幅进一步扩大，显示房地产投资尚未止跌企稳。

图表7：1-7 房地产投资增速跌幅有所扩大 (%)



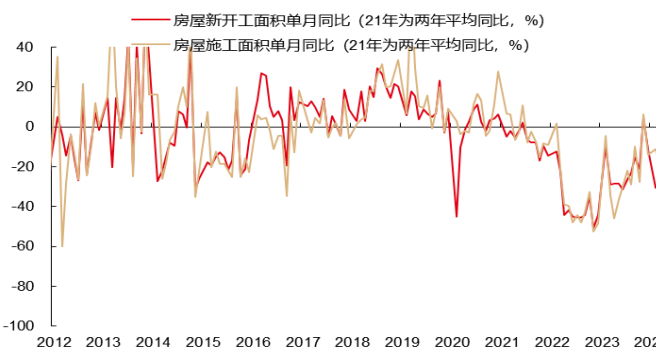
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：1-7 月房地产销售增速情况



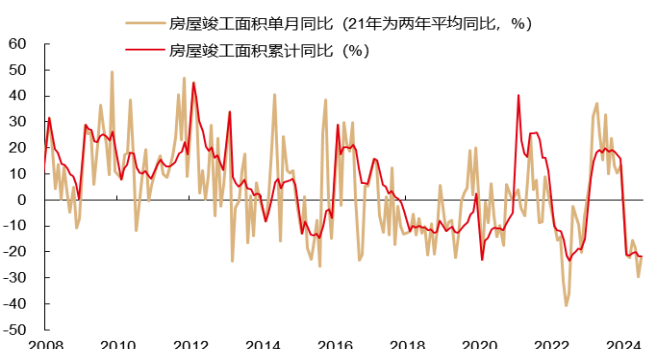
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表9：1-7 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10：1-7 月房屋竣工面积同比增速



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

### 3.2 基建投资增速小幅回落，专项债发行提速

**基建投资延续边际回落。**1-7月基建投资（不含电力）累计同比增长4.9%，较前值回落0.5pct，直接原因是当前专项债发行节奏相对靠后有关。7月新增专项债发行额为2814.71亿元，较6月减少512.01亿元，发行节奏有所放缓。专项债发行放缓，则对基建项目开工建设产生制约。

从基建相关产业链开工建设来看，开年以来，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、6月和7月，挖掘机开工小时数同比增速分别为-11.4%、-3.6%、-2.5%和-0.3%。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**，我们理解，坚持在发展中解决问题的思路，须贯彻“先立后破”的指导思想，要积极培育新动能，同时亦要适度控制传统经济增长动能的回落速度，考虑到房地产投资尚未止跌企稳，年内保持基建投资增速相对稳定，对于托底固定资产投资增速十分重要，亦是当前政策较为明确的抓手，中央政治局会议强调，“要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设”。

从8月专项债发行来看，当前发行节奏有所提速。8月1日-8月15日，新增专项债发行额为2559.71亿元，按照时序简单线性推算，预计8月新增专项债发行额为5118.34亿元，较7月明显提速。

从政府净融资额来看，政府净融资亦有明显提速。8月1日-8月15日，政府净融资额13607.38亿元，已经达到7月净融资额的88.65%。若按照时序简单线性推算，预计8月政府净融资额或达到27214.76亿元，有望创年内阶段性高点。

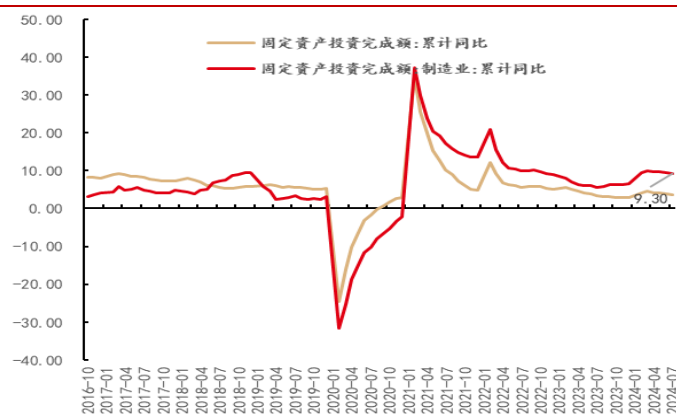
### 3.3 制造业投资弱于预期，关注外需回落速度和“两新”政策效果

1-7月制造业投资累计同比增速9.3%，好于预期，较wind一致预期9.7%低0.4pct，较前值回落0.2pct，边际有所回落，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。

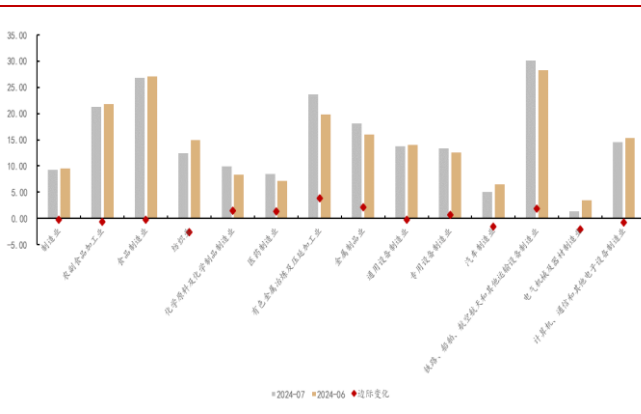
从细分行业投资增速来看，制造业投资增速保持前五位的行业是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（30.1%）、食品制造业（26.8%）、有色金属冶炼及压延加工业（23.7%）、农副食品加工业（21.20%）、金属制品业（18.1%）。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业主要是外需拉动，在生产端有所体现，进而映射到投资端；有色金属冶炼及压延加工业则是因有色金属价格保持高位的原因。值得关注的是，在下游消费景气度尚未明显回暖的情况下，食品制造业和农副食品加工业生产亦未明显回暖，但投资较为明显回升。

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（3.9pct）、金属制品业（2.1pct）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（1.9pct）、化学原料及化学制品制造业（1.5pct）、医药制造业（1.4pct）。其中，有色金属冶炼及压延加工业边际改善应是有色金属价格保持高位；医药制造业生产有所放缓，而制造业投资边际改善。

往后看，我们认为，大规模设备更新和以旧换新政策进一步加力，或是制造业投资增速的关键支撑，而外需拉动边际走弱，或降低对制造业投资增速的支撑，因此，未来制造业投资增速变化关键取决于外需回落速度与“两新”政策拉动。考虑上半年外需拉动作用对制造业支撑十分显著，若外需拉动出现明显大幅下跌，“两新”拉动作用或不足以支撑制造业投资增速维持稳定。在内需尚未明显回暖的背景下，外需回落速度在一定程度上决定了制造业投资增速的斜率。

**图表11：1-7月制造业投资情况（%）**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

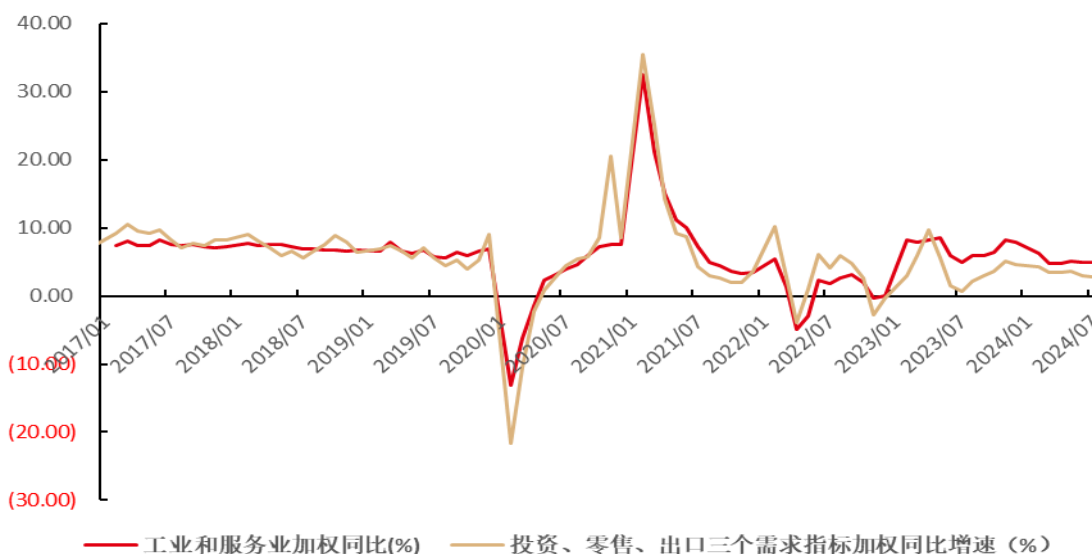
**图表12：1-7月各细分行业投资增速情况（%）**


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

#### 4 展望：关注外需边际放缓节奏，期待稳增长政策效果显著

7月经济供需缺口再次扩大，生产强、需求弱特点较为明显。7月消费延续弱复苏，消费增速不及预期，出口边际走弱，房地产投资尚未止跌企稳，跌幅有所扩大，基建投资和制造业投资亦边际回落，需求端整体呈现收缩；生产略好于预期，边际小幅回落。供需缺口有所扩大在7月PPI数据中亦有所体现，PPI新涨价因素影响边际回落。整体来看，经济增长下行压力有所增大，实现全年经济增长预期目标的挑战增加。

图表13：7月经济供需缺口再次扩大（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

向后看，考虑外需或逐步回落，为实现全年经济增长预期目标，宏观政策加力扩内需的必要性增大。（1）促消费扩内需是当前政策的重要发力方向，政策着力点转向惠民生，服务消费成为重要抓手。我们再次提示，“两新”政策持续推进，拉动大宗商品消费；从可感可及惠民生的角度，发放消费券或是一个可期待的政策方向，同时培育文旅体育消费、健康养老托育消费、餐饮消费新场景亦是当前政策的发力点，从统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革的角度，满足人民对高品质生活的向往。（2）“两新”政策或是制造业投资增速的重要支撑，需关注外需回落节奏。在外需相对平稳逐步回落情况下，“两新”政策持续推进落地，有望支撑制造业投资同比增速相对稳定。若外需增速出现较大幅度回落，“两新”拉动作用或不足以支撑制造业投资增速维持稳定。（3）基建投资作为固定资产投资增速压舱石，亦是当前政策主要抓手，专项债发行提速仍是关键。若专项债发行仍未能提速，考虑从募集资金到形成实物工作量存在时滞，则会制



约年内实物工作量形成。考虑防范化解地方政府隐性债务，经济大省仍需勇挑大梁。（4）**短期房地产投资增速尚未呈现止跌企稳迹象，对固定资产投资增速仍是主要拖累**。稳地产政策效果有效显现，主要体现在销售端和开发建设端，由于房地产供求关系变化，以及房企自身财务风险，房企拿地意愿不强，若无进一步政策支持，短期看房地产投资显著改善的信号并不明显。

## 风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；出口超预期回落；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