



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

励远致新，待时而动

——政策新阶段下的经济趋势与产业聚焦

西南证券研究发展中心

宏观研究团队

2024年9月

概述

- **5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化。** 2024年上半年在较高基数下经济增长确保了5%的水线，下半年基数有所下降，预计三、四季度增速区间或在4.8-5.1%，全年增速5%完成可期。从结构来看，上半年11个重点行业中，工业，信息传输、软件和信息基数服务业，租赁和商务服务业对GDP的拉动较2023年有所增加，其余行业拉动率均有下降。1-7月，制造业对投资的贡献率上升，但BCI低位回落，企业投资意愿偏弱；土地成交量价低位企稳，年内房地产投资降幅或有所收敛，专项债与超长期特别国债有望拉动广义基建投资持续温和回升，服务消费及以旧换新或带动四季度消费增速较快回升，进出口走势出现分化，进、出口增速四季度或将边际放缓。价格方面，预计四季度CPI将稳中有升，PPI同比降幅或将继续收窄。
- **财政与货币：存量政策推进与增量政策储备。** 1-7月，全国一般公共预算收支进度均偏慢，收入完成全年预算进度为60.58%，支出完成进度为54.45%，分别低于去年同期3.54和0.66个百分点，非税收入占比18%，较去年增加2.4个百分点。1-7月社会融资规模增量比上年同期少3.22万亿元，新增人民币贷款仍偏弱。现阶段财政与货币政策的总体定调是“加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”。存量政策加快全面落实，5月后新增专项债发行加快，三季度发行进度有望继续提速；利率走廊新机制精准调节流动性，公开市场国债买卖业务加快推进。增量政策储备方面，我们预计可能会涉及如下方面：专项债使用扩围，资金未来或可用作收购存量待售住房，用作资本金的比例提升空间较大；央行现有结构性政策工具扩容或增设新的结构性工具为双碳、养老等提供持续性的金融支持，年内降准、降息仍然可期。
- **周期下的产业聚焦：生存型、发展性与治愈型。** 我们根据马斯洛需求将主要产业划分为生存型、发展型和治愈型，通过历史梳理和海外对比，挖掘不同类型产业在经济下行周期内的投资机会：**（1）生存型：**电力、燃气及水的生产和供应业在经济下行期的增速相对更具韧性，智能电网以及煤电低碳化改造未来发展空间较大；**（2）发展型：**“十四五”期间，先进计算产业年均增速接近10%，到2025年直接产业规模有望超3.5万亿元；汽车制造建议关注新能源造车企业、智驾技术研发企业、新能源车充电设施相关企业；**（3）治愈型：**医药生物行业有望重整行装再出发，尤其是技术壁垒较高的创新药等领域；游戏产业具有巨大的发展潜力，重点关注具有研发、创新和营销实力的中大型游戏企业；宠物经济发展重心或逐步从刚需型食品、用品等转向宠物托管、美容、洗护、医疗等细分领域。
- **海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化。** **（1）美国：**美联储的关注重心逐渐从通胀转向就业，9月或为美国货币政策的拐点，目前劳动力市场正边际走弱，但我们认为失业率走高或更多与供给因素有关，比如移民，另一拐点为11月的美国大选，哈里斯目前总体支持率先下一城，但在关键州和重要经济议题上落后；**（2）欧洲：**当前欧洲经济似乎扭转了去年三季度以来的复苏态势，随着通胀压力持续降低，欧洲央行或将于9月份开启年内第二次降息；**（3）日本：**日央行今年以来历经两次加息并开启缩表，工资-物价良性循环实现的概率正在升高，日本消费疲软态势有望得到缓解。
- **风险提示：**国内经济回升低于预期，政策落地效果不及预期，地缘政治风险。

目 录

- ◆ **1、5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化**
- ◆ **2、财政与货币：存量政策推进与增量政策储备**
- ◆ **3、周期下的产业聚焦：生存型、发展性与治愈型**
- ◆ **4、海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化**

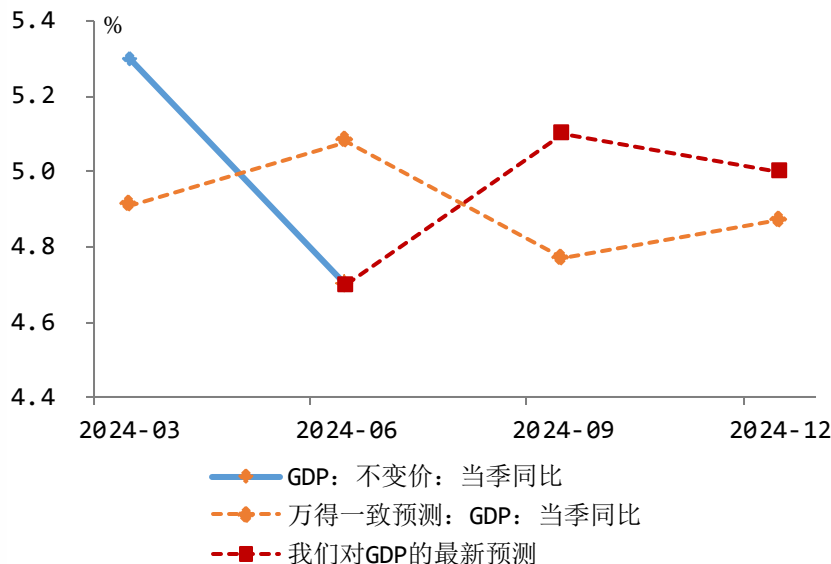
1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ 经济增速保持韧性，全年5%预期目标完成可期

。2024年上半年，经济增速5%，其中一季度5.3%，二季度增长4.7%，在较高基数下确保了5%的水线，7月二十届三中全会和政治局会议两次强调了“坚定不移实现全年经济社会发展目标”，对经济增速的目标要求明确，考虑到2023年三、四季度经济增速相对于二季度基数有所下降，预计今年三、四季度增速有所回升，增速区间或在4.8-5.1%，全年增速5%完成可期。

□ 从对GDP的拉动来看，2024年上半年11个重点行业中，工业，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业较2023年有所增加，其余行业拉动率均有下降。与一季度相比农林牧渔、建筑业、房地产业拉动率有所增加。

三、四季度经济增速或在5%中枢区间



重点行业对GDP累计的同比拉动涨跌不一（单位：百分点）

指标名称	农林牧渔业	工业	建筑业	交通运输、 仓储和邮政业	批发和 零售业	住宿和 餐饮业	金融业	房地产业	信息传输、 软件和信息 技术服务业	租赁和商务 服务业	其他 服务业
2023-12	0.32	1.36	0.47	0.34	0.59	0.21	0.52	-0.08	0.48	0.30	0.67
2024-03	0.15	1.99	0.27	0.33	0.60	0.12	0.47	-0.38	0.68	0.38	0.69
2024-06	0.20	1.96	0.29	0.32	0.56	0.10	0.42	-0.33	0.58	0.33	0.57

1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ 分地区来看，上半年有18个省市的GDP增速超过全国增速5.0%，东部地区的平均增速最快，其次是西部和中部地区，东北地区平均增速最慢。上半年，内蒙古增速最快，西藏、重庆和江苏等增速也较快，黑龙江、青海和陕西等增速较低。与一季度相比，二季度受基数效应、极端天气、雨涝灾害和需求不足等问题，除中西部部分省份外，大部分省份二季度增速明显放缓，其中青海、云南、吉林等放缓最为显著。

各省上半年经济增速对比

地区	省市	2024年GDP增速目标	2024年上半年GDP同比增速	2024年上半年 vs 一季度增速 (个百分点)	地区	省市	地方两会2024年GDP增速目标	2024年上半年GDP同比增速	2024年上半年 vs 一季度增速 (个百分点)
东部地区	北京	5%左右	5.4%	-0.6	西部地区	内蒙古	6%以上	6.2%	0.3
	天津	4.5%左右	4.9%	-0.4		广西	5%以上	3.6%	0.5
	河北	5.5%左右	5.0%	-0.6		重庆	6%左右	6.1%	-0.1
	上海	5%左右	4.8%	-0.2		四川	6%左右	5.4%	-0.7
	江苏	5%左右	5.8%	-0.4		贵州	5.5%左右	5.3%	-0.2
	浙江	5.5%以上	5.6%	-0.5		云南	5%左右	3.5%	-1.1
	福建	5.5%左右	5.6%	-0.2		西藏	8%左右	6.1%	1.0
	山东	5%以上	5.8%	-0.2		陕西	5.5%左右	4.3%	0.1
	广东	5%以上	3.9%	-0.5		甘肃	6%	5.8%	-0.1
	海南	8%左右	3.1%	-0.2		青海	5%左右	1.0%	-2.6
中部地区	山西	5%左右	1.9%	0.7	宁夏	6%左右	5.1%	-0.7	
	安徽	6%左右	5.3%	0.1	新疆	6.5%左右	5.4%	-0.2	
	江西	5%左右	4.5%	0.5	辽宁	5.5%左右	5.0%	-0.4	
	河南	5.5%	4.9%	0.2	吉林	6%左右	5.7%	-0.8	
	湖北	6.0%	5.8%	-0.3	黑龙江	5.5%左右	1.5%	-0.7	
	湖南	6%左右	4.5%	-0.3					

注：红色字体为高于全国增速，绿色字体为低于或等于全国增速，2024年上半年增速是5.0%；橙色底色为上半年增速较一季度增大，绿色底色为增速较一季度减小。

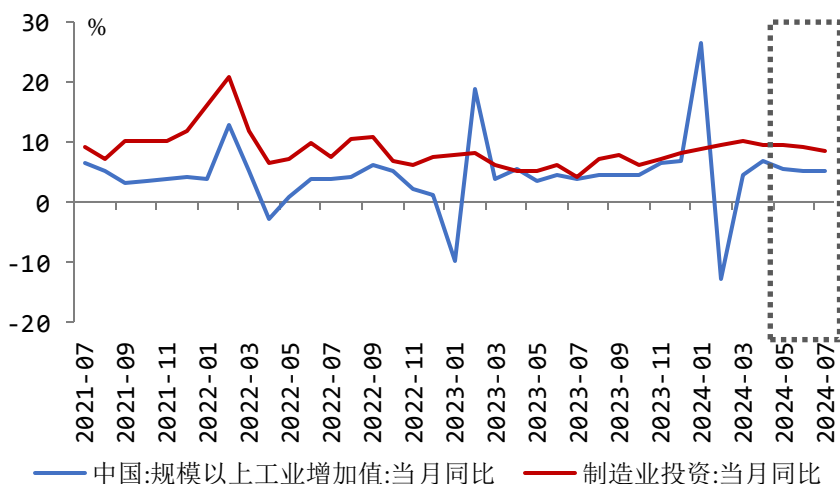
数据来源：wind、各省市人民政府、统计局，西南证券整理

1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

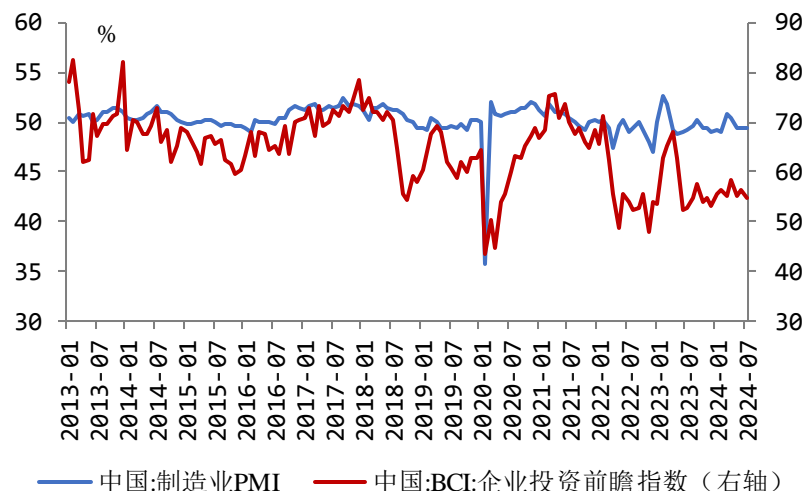
□ **工业增加值与制造业投资增速均有所放缓，制造业对投资的贡献率上升。**1-7月，全国规模以上工业增加值同比增长5.9%，较前值回落0.1个百分点，7月规模以上工业增加值同比实际增长5.1%，较6月下滑0.2个百分点，连续4个月下降，其中装备制造业增加值增长7.3%，高技术制造业增加值增长8.9%，分别比上月加快0.4和1.2个百分点，装备制造业继续发挥了“压舱石”作用。1-7月，制造业投资增长9.3%，增速较1-6月放缓0.2个百分点，7月增速8.3%，较6月下降0.94个百分点，增速温和回落，或与出口增速边际下滑有关，但仍是三大部门中增速最快的，对全部投资增长的贡献率为62.2%，比上半年提高4.7个百分点。

□ **制造业PMI连续三月低于荣枯线，BCI低位回落，企业投资意愿偏弱。**7月PMI继续下降0.1个点至49.5%，持续位于荣枯线之下，企业预期出现较快下滑，7月生产经营活动预期指数53.1%，较6月回落1.3个百分点，虽仍位于荣枯线之上，但已连续4个月下滑。同时，BCI企业投资前瞻指数环比虽然回落1.78个点至54.68，处于历史的较低位，制造业企业投资意愿偏弱，年内制造业投资增速或将有所收敛。

5月以来工业增加值与制造业投资增速边际放缓



企业投资意愿依然偏弱

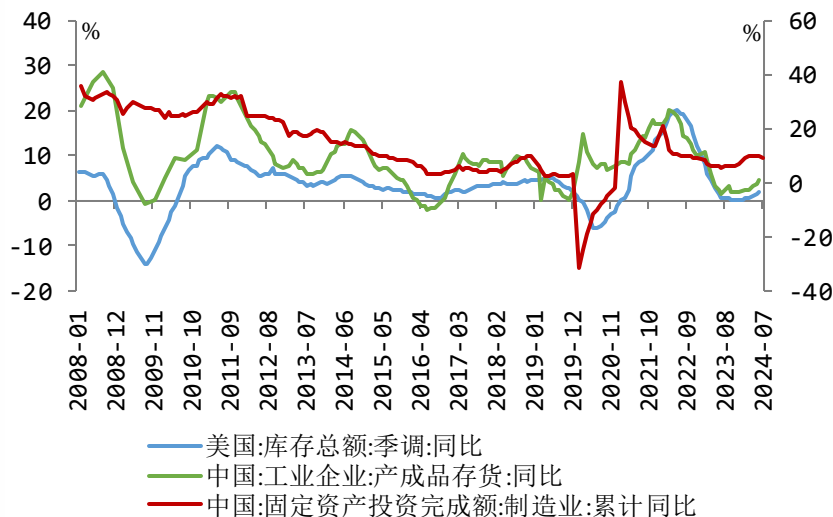


1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

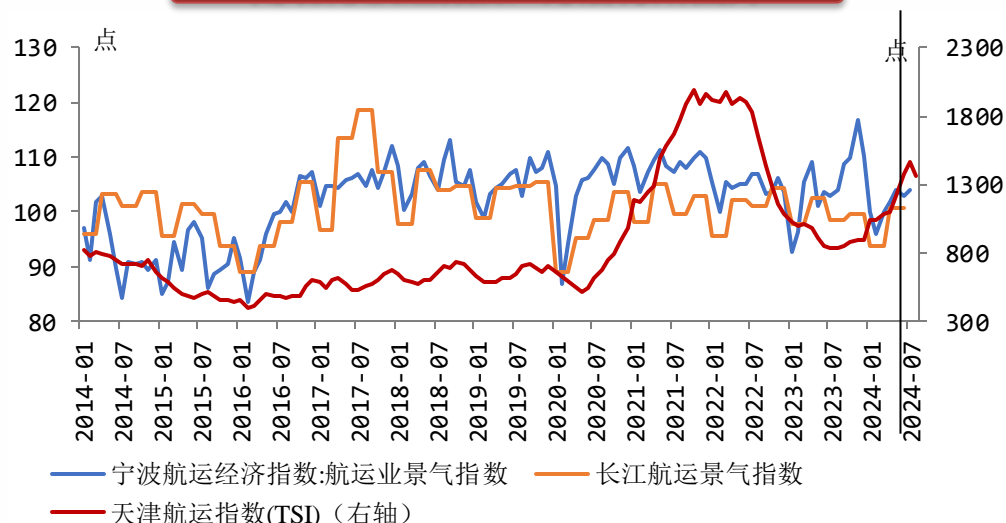
1-7月上游和下游制造延续增长态势，中游放缓品类增加

指标名称 (固定资产投资完成额:累计同比%)	石油、煤炭及其他燃料加工业	化学原料及化学制品制造业	非金属矿物制品业	金属制品业	橡胶和塑料制品业	通用设备制造业	专用设备制造业	汽车制造业	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	电气机械及器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	农副食品加工业	纺织业	家具制造业	医药制造业
2023-12	-18.90	13.40	0.60	3.50	4.60	4.80	10.40	19.40	3.10	32.20	9.30	7.70	-0.40	-7.70	1.80
2024-03	-3.80	11.90	5.70	16.10	14.10	13.90	14.10	7.40	24.80	13.90	14.30	17.40	12.40	6.90	8.50
2024-07	9.80	9.90	4.90	18.10	15.70	13.80	13.30	5.00	30.10	1.40	14.50	21.20	13.10	9.50	8.50

中、美库存持续回升，制造业投资保持较快增速



南北方航运指数6月后有所回升

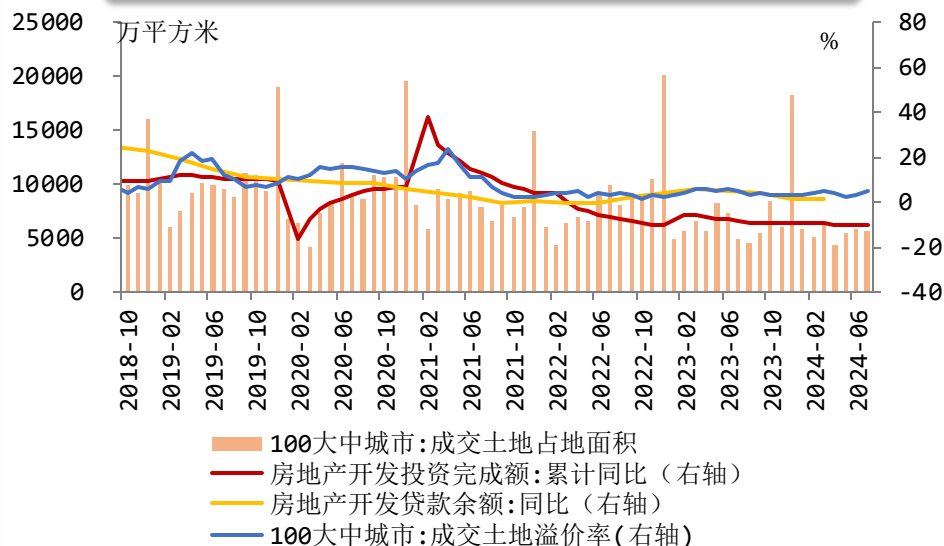


1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

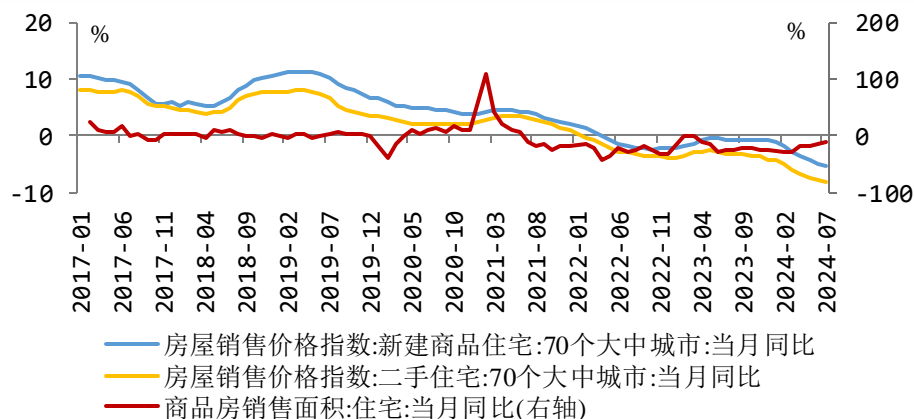
□ **土地成交量价低位企稳，年内房地产投资降幅或有所收敛。** 1-7月，全国房地产开发投资同比下降10.2%，降幅较1-6月扩大0.1个百分点。7月单月，房地产开发投资同比下降10.8%，较6月同比降幅扩大0.7个百分点。受基数效应影响，7月100大中城市土地成交占地面积总额同比转正为13.95%，从绝对量上来看，5月以来土地成交面积低位回升，成交土地溢价率也同步小幅回升至5%，但地方国有土地出让收入增速1-6月为-18.3%，降幅仍在扩大，或是受低线城市拖累。目前土地成交量价均有低位企稳迹象，年内房地产投资降幅或将有所收敛。

□ **商品库存压力仍大，价格下行趋势延续，政策效应短暂显现。** 7月末，商品房待售面积73926万平方米，同比增长14.5%，增速较前值下降0.7个百分点，商品房去化压力5月以来持续小幅回落。截至7月末商品住宅现货库存去化周期17.8个月，较一季度末回落了0.41个百分点，但仍处高位。今年以来，70大中城市新建住宅和二手住宅销售价格指数持续回落，7月较1月回落幅度分别为4.1和3.8个百分点，受政策拉动，6月商品房销售面积和销售额显著增加，但7月又回落至年内最低位，同比增速也在6月降幅收敛后7月再度扩大，后续需求端仍需政策加力。

房地产投资持续下滑，土地溢价率略有回升



7月住宅价格降幅扩大，成交面积降幅收窄



1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ 7.30政治局会议指出“坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式”。2024年6月，人民银行创设保障性住房再贷款，额度为3000亿元（原1000亿元的租赁住房贷款支持计划并入其中），利率1.75%，发放对象为21家全国性金融机构，贷款对象为地方国有企业，按贷款本金的60%予以低成本资金支持，实施期为2024年6月至2027年末，按季操作。**截至6月末，已发放的保障性住房再贷款总计121亿元，剔除原租赁住房贷款20亿元，实际新发放101亿元，总计带动168亿元的保障房收购。**

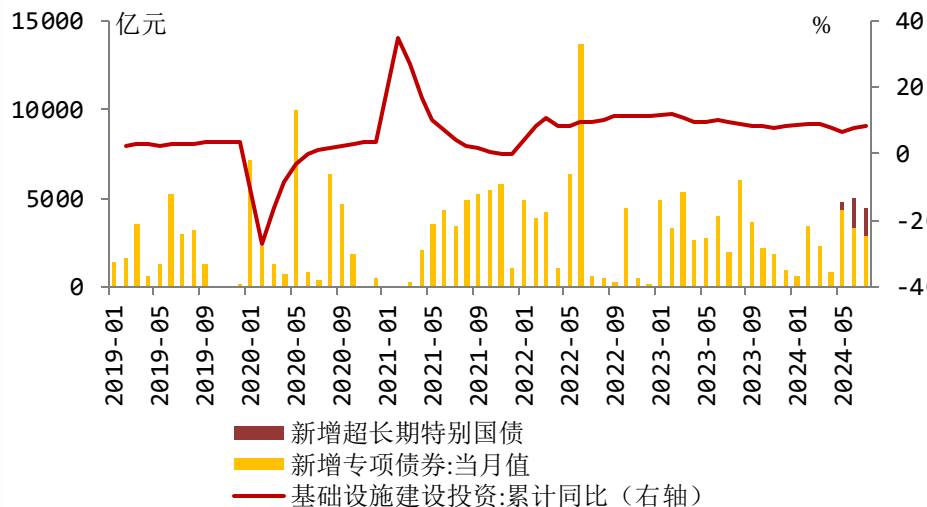
6月以来中央保障房政策及部分地区落地情况

日期	中央	主要政策内容
6月7日	国务院常务会议	加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度
6月20日	住房和城乡建设部	召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议，推动 县级以上城市 有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作
6月28日	中国人民银行	推动保障性住房再贷款等新设立工具落地生效，加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度
7月15日	党的二十届三中全会	加快建立租购并举的住房制度，加大保障性住房建设和供给
7月30日	中央政治局会议	坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式
日期	城市	保障房征集要求
5月14日	杭州（临安）	整幢楼作为基本收购单位，且单套建筑面积不超过70平方米，以 不超过周边房源、车位的评估价作为本次收购最高限价
5月30日	广州（增城）	总建筑面积不低于2.07万平方米，户型面积段必须能组合出72个280平方米、2个270平方米的安置指标，易单价以成本法的评估方式确定，原则上为“土地成本+建安成本”
6月24日	桂林	桂林市辖六城区单套建筑面积小于120平方米住宅，收购价格不超过同地段保障性住房重置价格（即 土地划拨成本和建安成本加不超过5%的利润 ）
7月15日	新乡	单套建筑面积以90（含）平方米以下为主（比例为70%），最大户型建筑面积120（含）平方米，以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本、建安成本（含装修、智慧化建设），加不超过5%的利润
7月15日	威海	转为保障性租赁住房的建筑面积应在70平方米以下；转为配售型保障性住房的单套建筑面积可在60-120平方以内，收购价格不高于同地段保障性住房重置价格（即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润）
7月18日	衡水	单套建筑面积在120平方米及以下，以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加合理利润。
8月7日	深圳	原则上项目（房源）主力户型面积应满足我市保障性住房户型、面积（65平方米以下）要求

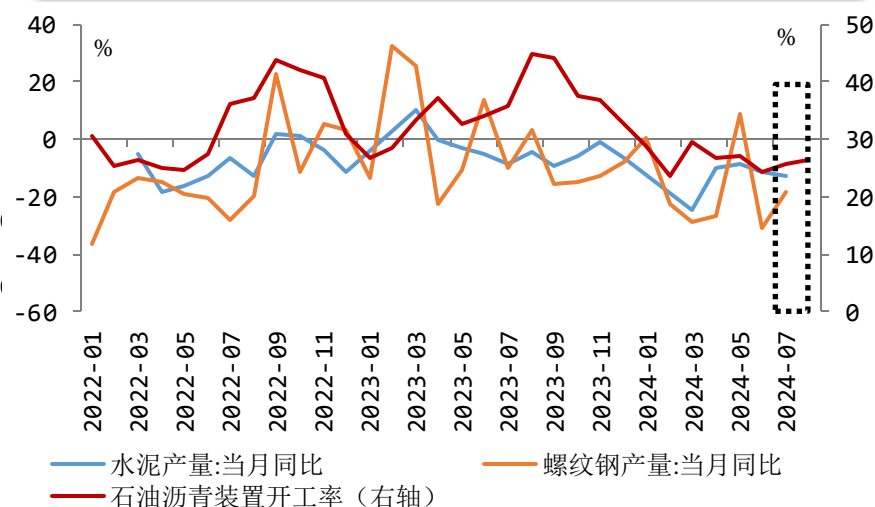
1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

- **基建投资仍保持较快增长，广义与狭义基建增速分化。**1-7月，广义基础设施建设投资同比增长8.14%，增速较1-6月上升0.44个百分点；狭义基建投资增速4.9%，较1-6月放缓0.5个百分点。单月来看，7月同比增长10.7%，增速较6月回升约0.56个百分点，狭义基建投资同比增长2%，增速较6月走低约2.6个百分点，广义基建增速与狭义基建增速走势继续分化，或与近月来公用事业调价、企业利润改善，以及“迎峰度夏”能源保障需求升高带动电力、热力投资上升有关。
- **专项债与超长期特别国债形成拉动，广义基建投资有望持续温和回升。**截至7月末地方专项债发行总额约17750亿元，占全年发行进度约45.5%，发行进度慢于去年同期的65.7%，但8月份发行量或有明显增加，截至8月15日，地方政府新增专项债发行已达2982亿元，净融资额远超7月。超长期特别国债自5月份以来，总计发行3780亿元，后续随着超长期特别国债、中央预算内投资、地方政府专项债券以及2023年政府增发国债等项目建设形成实物工作量，政府投资带动放大效应将持续释放，加之基数走低，预计全年广义基建投资增速温和回升至8.5%左右。

5月后专项债和超长期特别国债带动基建投资提速



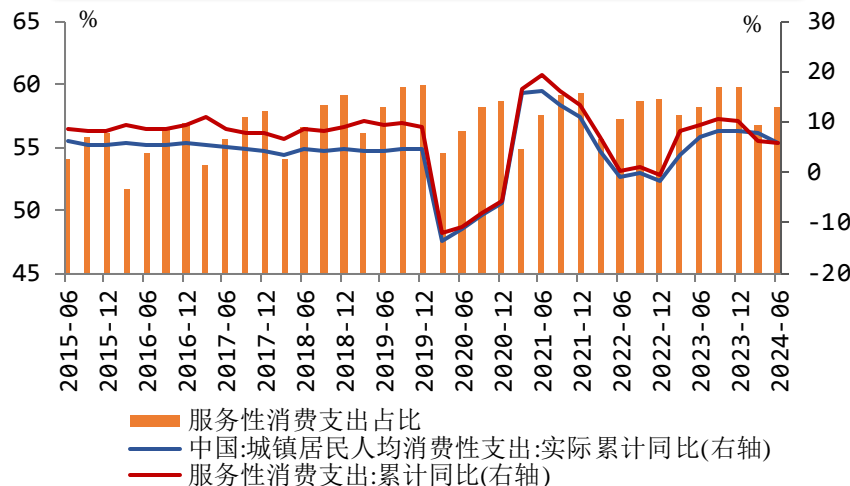
石油沥青开工率回升，螺纹钢产量同比降幅收窄



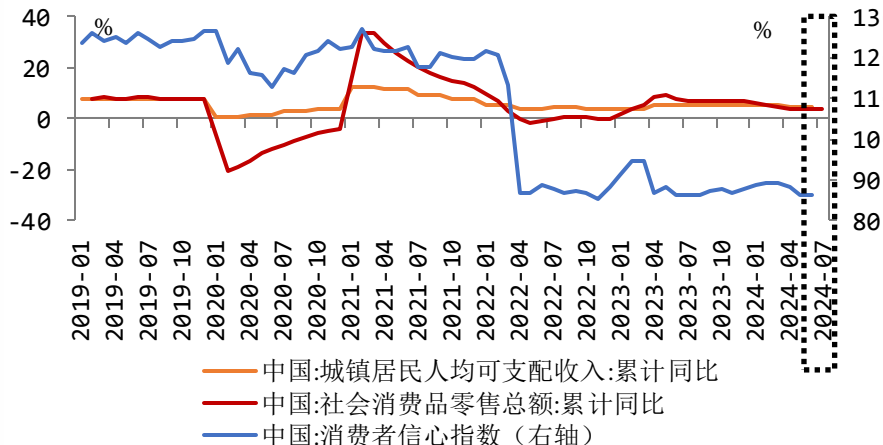
1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ 社消增速依然偏弱，服务消费及以旧换新或带动四季度消费增速较快回升。社消总额同比增长3.5%，增速较1-6月下滑0.2个百分点，7月单月，社消总额同比增长2.7%，增速较6月上升0.7个百分点。服务消费方面，占比较一季度上升1.36个百分点至58.17%，但仍低于去年年末水平，增速2季度放缓0.37个百分点至5.99%，高于社消总额增速。8月出台的促进服务消费政策未来将带动服务消费占比进一步上升，与美国横向比较，我们仍有约10个百分点左右的空间。汽车与家电消费增速，6月后也出现了较快回落，部分是由于基数原因，但在整个消费中的占比稳中略升。7月末，向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金，加力支持地方实施消费品以旧换新，尤其是汽车、家电等大宗消费领域。后续社消增速有望得到支撑。

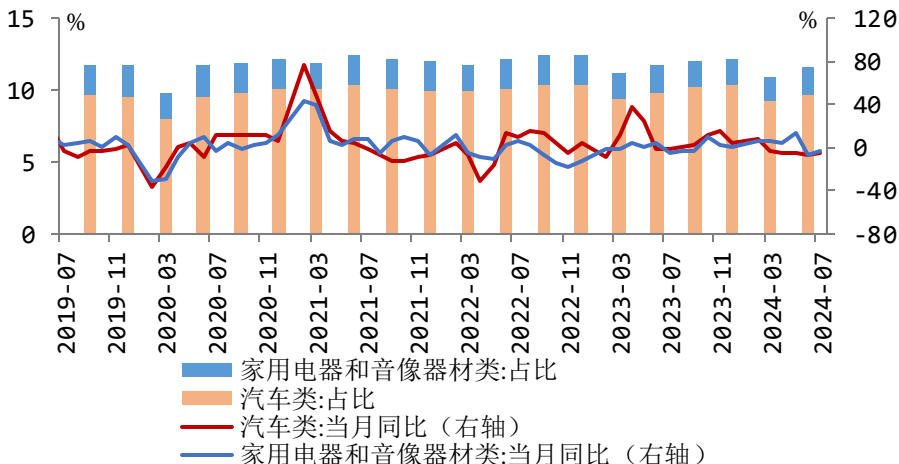
服务性消费二季度占比回升，增速放缓



二消费者信心与收入增速再度回落，消费增速放缓



6月后汽车与家电消费增速减缓，占比略升



1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

近期中央和主要省市促消费政策推出情况

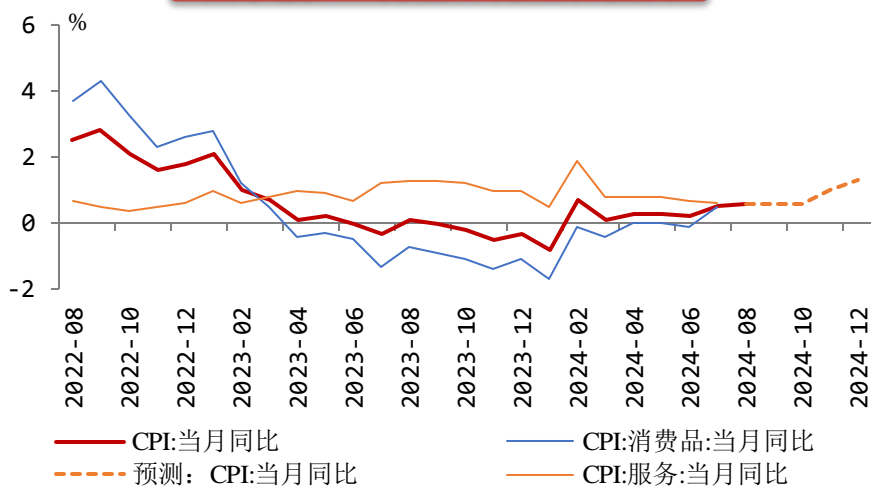
日期	部委	文件/通知	主要内容
5月31日	商务部等	《2024年家政兴农行动方案》	发挥家政服务业促消费、惠民生、稳就业重要作用，推进实施家政兴农行动，包括促进供需对接、加强品牌培育、加大帮扶力度、完善支持政策、优化发展环境等五方面
6月13日	国家发展改革委等	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	围绕居民吃穿住用行等传统消费和服务消费，培育一批带动性广、显示度高的消费新场景（包括餐饮、文旅体育、购物消费、大宗商品、健康养老、社区消费新场景），推动消费新业态、新模式、新产品不断涌现
6月19日	文化和旅游部、国家发展改革委、财政部等九部门	《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	利用3到5年时间，基本建成结构完备、标准健全、运行顺畅、优质高效，与旅游业高质量发展相匹配的旅游公共服务体系，主要任务包括：优化旅游公共信息服务、完善旅游公共交通服务、强化旅游应急救援服务、加强旅游惠民便民服务、促进公共文化服务和旅游公共服务融合发展
7月24日	国家发展改革委、财政部	《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，在工业、环境基础设施、交通运输、物流、教育、文旅、医疗等领域设备更新以及回收循环利用的基础上，将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造，并结合实际动态调整
8月3日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点，挖掘基础型消费潜力（餐饮住宿、家政服务、养老托育），激发改善型消费活力（文化娱乐、旅游、体育、教育和培训、居住服务），培育壮大新型消费（数字消费、绿色消费、健康消费），增强服务消费动能，优化服务消费环境，强化政策保障
日期	地区	文件/通知	主要内容
5月20日	山东	《山东省人民政府办公厅关于进一步促进消费持续向好的意见》	统筹财政、金融、平台、厂家、商家等资源合力，细化实化消费品以旧换新、循环利用、科技创新、招商引资、消费奖补等相关政策，注重省市县三级联动，促进生产、流通、消费、回收等各环节同频共振，形成推动消费持续向好的联动效应、规模效应
5月31日	江苏	《推动消费品以旧换新行动方案》	加大财政金融政策支持力度、推动废旧家电循环利用、优化家居市场环境等17条举措，在全省推动汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”。
6月20日	安徽	《安徽省进一步恢复和扩大消费若干措施》	从扩大重点领域消费、打造高品质消费场景等9个方面，提出消费促进、补贴奖励、项目保障、金融支持等30条政策干货，释放消费潜力，夯实经济回升向好基础，持续增强高质量发展新动能
7月3日	浙江	《关于加快推进浙江省新消费品牌发展的指导意见》	力争到2026年，培育一批区域新消费地标城市，营造新消费品牌蓬勃发展的营商环境；打造若干个具有行业知名度、创新要素融合发展的新消费品牌孵化基地；参照“初创型、成长型、引领型”的模式梯度开展新消费品牌培育工作

1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

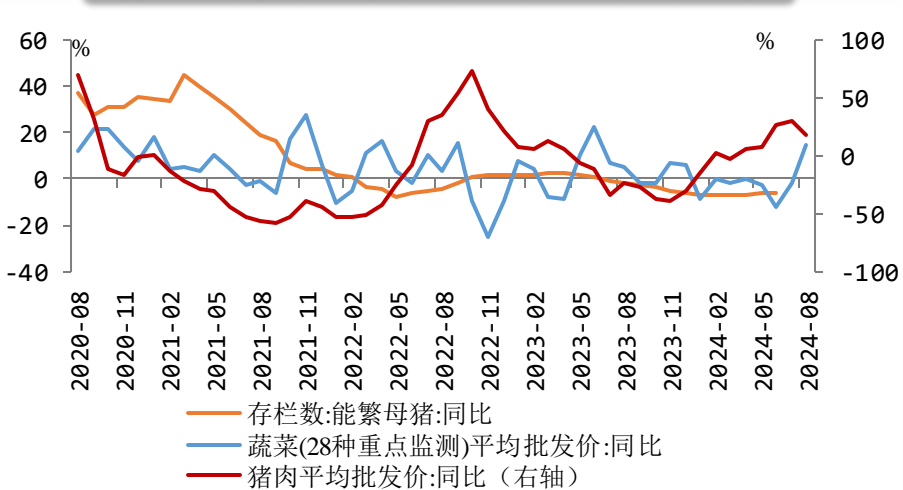
□ **7月CPI表现超预期，四季度将稳中有升。** 7月，CPI同比较6月升高0.3个百分点至0.5%，涨幅高于市场预期，1-7月CPI同比增长0.2%。其中，食品CPI同比降幅收窄2.1个百分点至0，首次摆脱近一年以来的负值，主要受到猪肉、鲜菜等食品价格上涨带动。旅游价格较去年同期增长偏弱及市场价格竞争激烈的影响下，非食品价格同比涨幅较上月收敛0.1个百分点至0.7。目前，国内货币环境整体宽松，扩内需政策效应持续释放，短期内季节性因素带来的蔬菜价格上行，猪肉产能去化延续，叠加低基数，预计四季度CPI将持续回升，下调全年增速至1%左右，呈前低后高走势。

□ **猪肉价格有望持续上行，蔬菜价格大涨或难持续。** 7月份虽是猪肉消费淡季，但猪价整体呈震荡上行走势，7月猪肉价格上涨20.4%，影响CPI上涨约0.24个百分点。现阶段，供应方面，能繁母猪存栏持续处于6%左右的负增长，但总量上6月较5月增加42万头，回升至4038万头；需求端备货积极性依然不高，后续随着气温下降、开学季到来，需求或有小幅回升，供需再平衡下，猪肉价格有望保持较快增长。7月鲜菜价格上涨3.3%，影响CPI上涨约0.07个百分点，截至8月22日，28种监测蔬菜月同比大涨14.38%，但蔬菜价格受天气影响较大，在中期大幅上涨的持续性不强。

四季度CPI有望保持温和回升



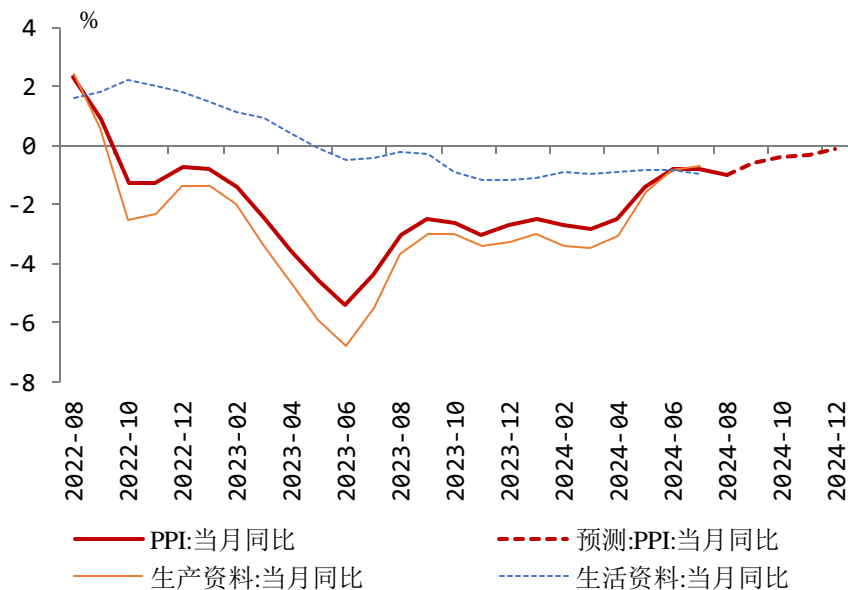
存栏量同比下行，猪肉与蔬菜价格上行



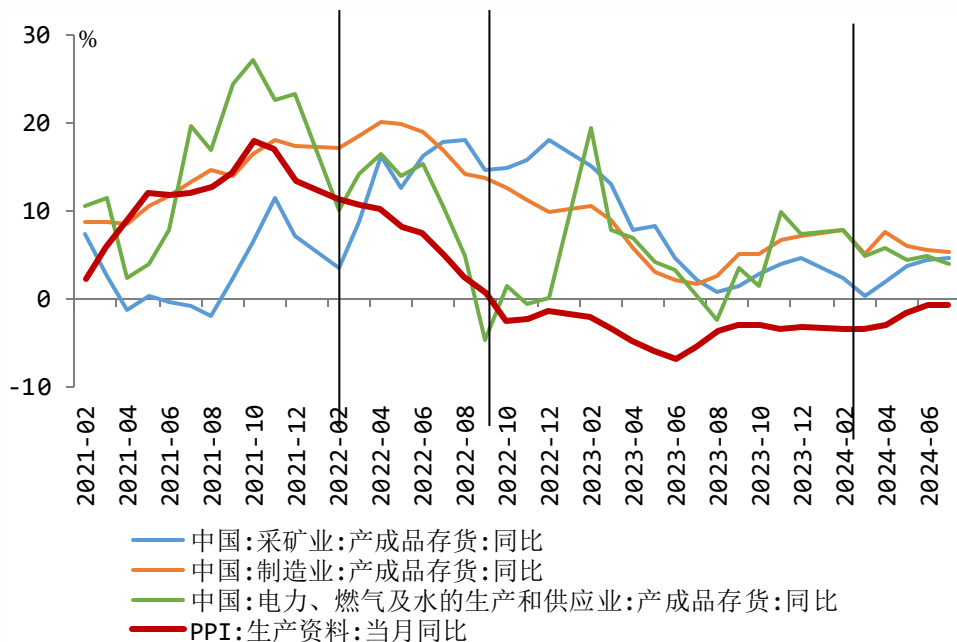
1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ **PPI同比降幅平稳收敛，四季度降幅或将继续收窄。** 7月PPI下降0.8%，降幅与上月相同，略高于市场预期。其中，生产资料价格下降0.7%，降幅收窄0.1个百分点，生活资料价格下降1%，降幅扩大0.2个百分点。1-7月平均，工业生产者购进价格下降2.2%。主要行业中，有色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业价格同比涨幅较大，分别为18.1%和10.6%，其次为石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业，同比涨幅均在4%以上。短期国际油价或呈震荡态势，国内扩内需政策进一步加码，或带动部分工业品价格上行，加之四季度基数继续走低，年内PPI同比增速有望持续回升。

四季度PPI降幅预计持续收敛



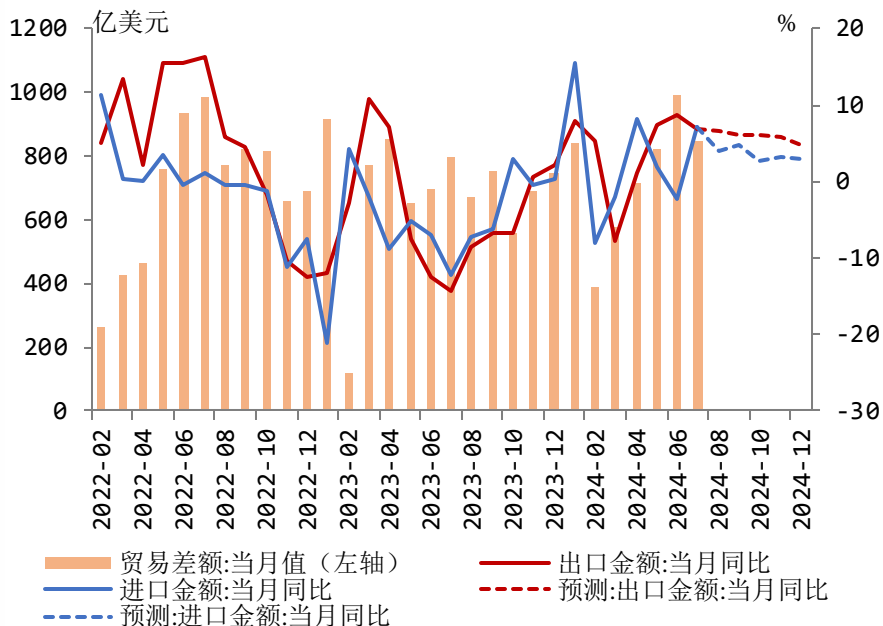
三大门类工业企业库存增速低位震荡



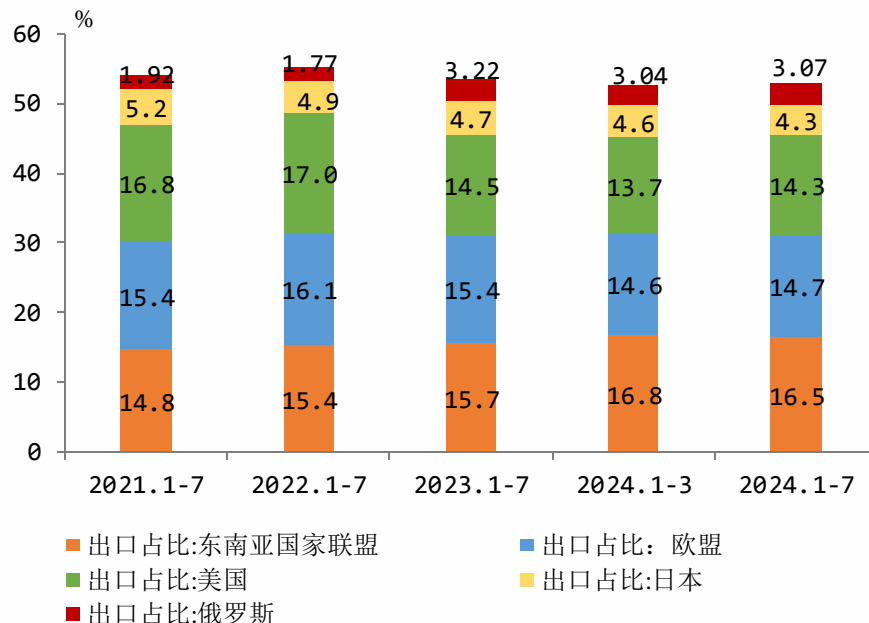
1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ 进出口走势出现分化，进、出口增速四季度或将边际放缓。按美元计，2024年1-7月份我国货物贸易进出口总额同比增长3.5%，其中出口同比增长4%，进口同比增长2.8%，分别较1-6月加快0.6、0.5、0.8个百分点，贸易顺差5180亿美元。7月出口增速同比7%，较6月放缓1.6个百分点，进口增速7.2%，较6月加快9.6个百分点。在上半年海外补库周期告一段落后，海外需求边际回落，因此7月出口增速小幅回落，然而在国内政策预期不断释放下，叠加去年同期基数较低，进口增速可能明显反弹，随着扩内需政策加快落地，进口增速有望得到支撑，但基数效应下进口增速或将逐步回落，全年增速预计在2%左右。从整体海外形势看，欧美经济前瞻指数均走弱，预计后续海外需求可能边际趋弱，叠加出口基数走高，出口增速或将逐渐下滑，预计全年出口增速回落至3%左右。

我国进出口贸易增速与顺差变化趋势



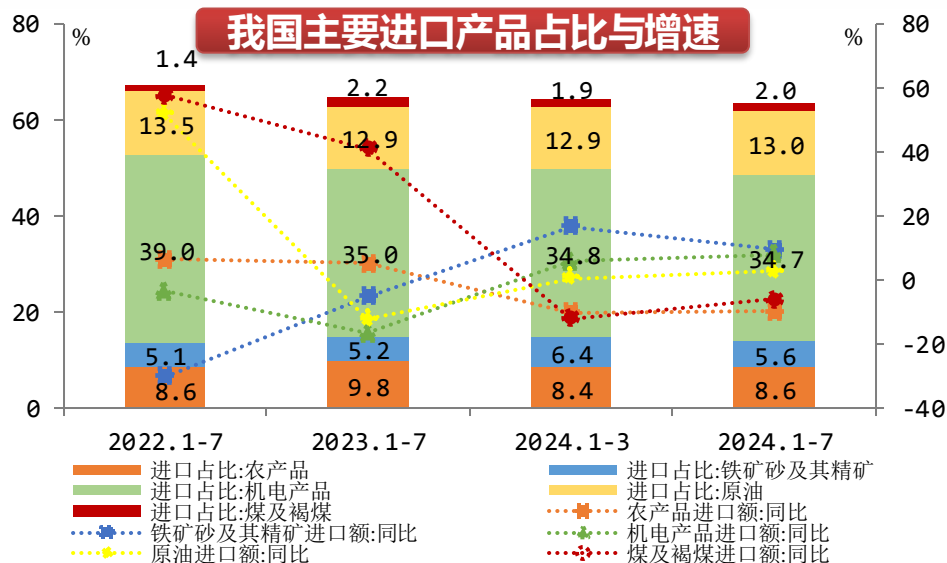
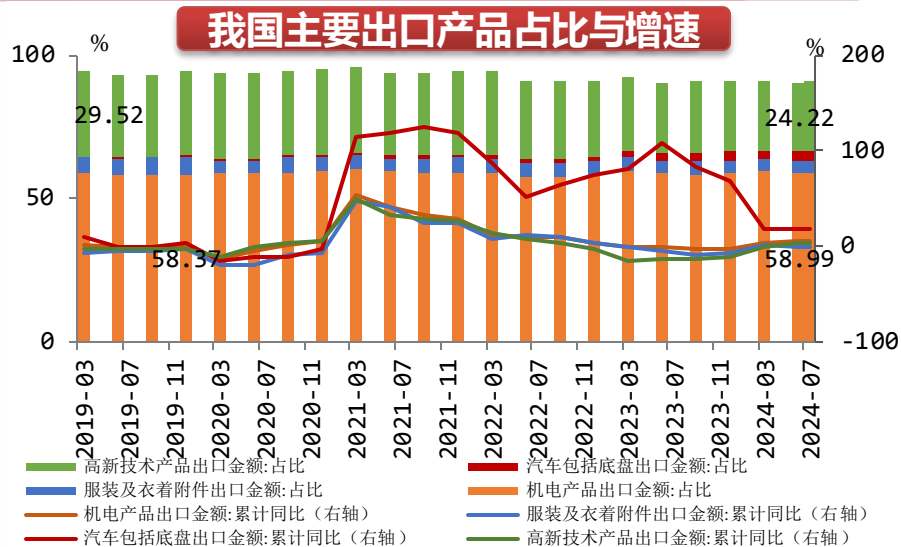
我国对主要贸易伙伴出口占比变化



1 5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化

□ 大多中、上游商品出口金额同比增速升高，大部分劳动密集型商品出口金额增速下滑。以美元计，1-7月我国机电产品出口金额同比增长5.6%，增速较1-6月回升0.7个百分点，占出口总额的58.99%，略高于去年同期和2019年，占比基本保持稳定；高新技术产品出口金额同比涨幅扩大1.2个百分点至4.3%，占出口总额的24.2%，与去年同期基本持平，但低于2019年末5.02个百分点；汽车包括底盘出口增速连续3个月走低，但1-7月依然实现18.1%的高增速，占比3.25，较2019年末上升2.63个百分点。大部分劳动密集型产品出口金额增速继续走低，仅纺织纱线、织物及制品和鞋靴出口增速持平前值，服装及衣着附件1-7月增速放缓至-0.8%，占比4.43%，较2019年末减少1.62个百分点。

□ 大部分上游原材料进口增速回升，机电产品和高新技术产品进口增速走高。1-7月，机电产品和高新技术产品进口金额同比分别上涨8.0%和11.9%，涨幅分别较1-6月扩大1.2和1.1个百分点。与一季度相比，除铁矿砂及其精矿进口额同比增速放缓外，农产品、机电产品、原油、煤及褐煤进口额增速均有改善。从占比来看，主要进口品中，铁矿砂及其精矿、原油进口占比上升，煤及褐煤、机电产品、农产品占比下降。



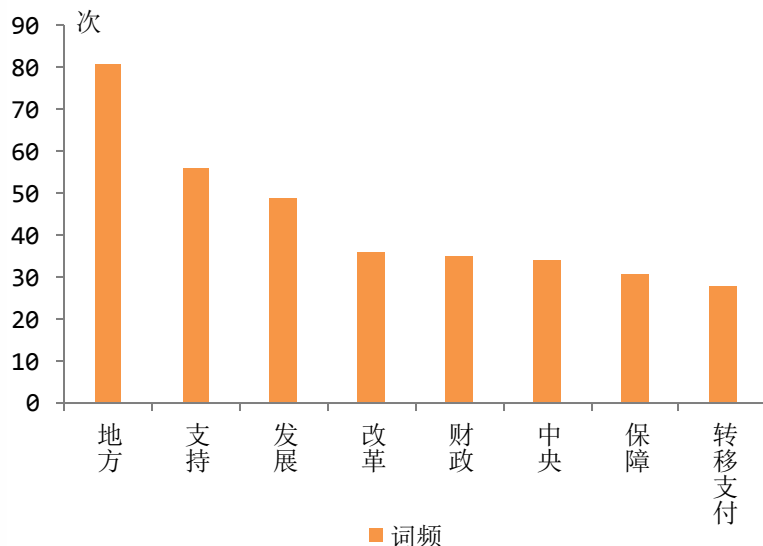
目 录

- ◆ 1、5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化
- ◆ 2、财政与货币：存量政策推进与增量政策储备
- ◆ 3、周期下的产业聚焦：生存型、发展性与治愈型
- ◆ 4、海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

□ 二十届三中全会提出，深化财税体制改革，优化税制结构，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。7.30政治局会议提出，要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。财税体制改革和增量政策储备是未来一段时期的政策导向。

7月以来关于财政政策的高频词汇



3月以来关于财政政策的重要表述

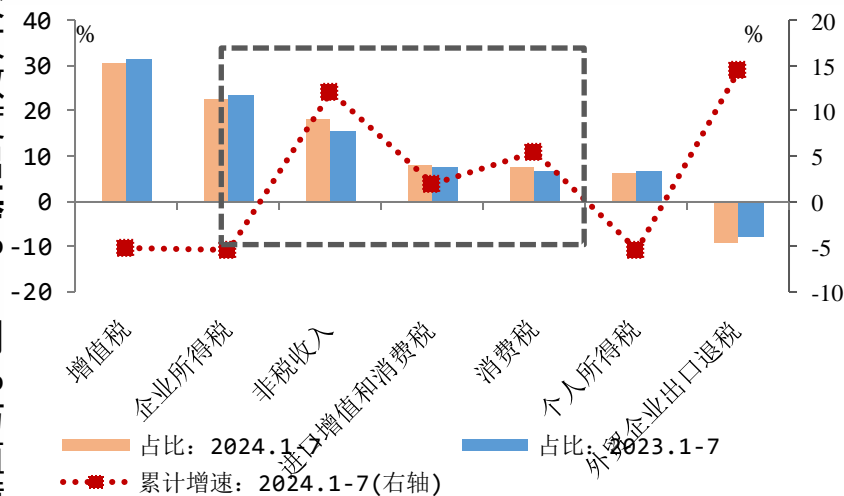
时间	会议名称	会议内容
3月21日	2024年一季度财政收支情况国务院新闻发布会	实施好积极的财政政策，组合运用赤字、专项债、超长期特别国债、税收优惠等财政政策工具。同时强化与货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策的协同配合，确保同向发力，形成合力，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长
4月22日	国新办举行新闻发布会	财政部将扎实实施好积极的财政政策，强化财政管理监督，把加强宏观调控、着力扩大内需、培育发展新动能、防范化解风险有机结合起来，进一步提升财政政策质效，巩固和增强经济回升向好态势
7月18日	第二十届中央委员会第三次全体会议	深化财税体制改革。健全预算制度，加强财政资源和预算统筹，把依托行政权力、政府信用、国有资源资产获取的收入全部纳入政府预算管理。建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。适当加强中央事权、提高中央财政支出比例
7月30日	中共中央政治局召开会议	宏观政策要持续用力、更加给力。要加强逆周期调节，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措。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，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。要优化财政支出结构，兜牢“三保”底线。
7月31日	财政支持推动高质量发展新闻发布会	对深化财税体制改革的三点部署：拓展地方税源、适当扩大地方税权、规范非税收入管理；落实好支持科技创新引领产业创新的一系列财税政策：着力“强基础、攻关键”，“拓渠道、强赋能”，“畅流通、促消费”，“补短板、增效能”，“解难点通堵点”

2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

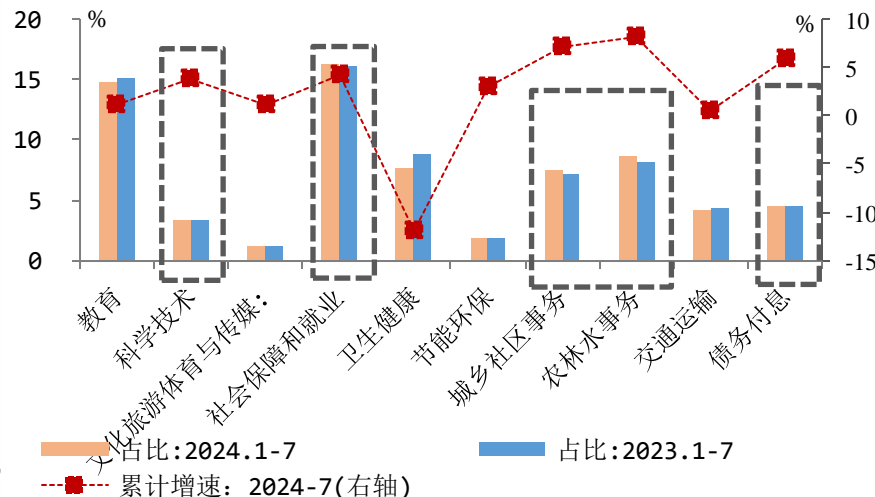
□ 收支进度均偏慢，增速边际均有改善。1-7月，全国一般公共预算支出155463亿元，同比增长2.5%，较上半年增速加快0.5个百分点；全国一般公共预算收入135663亿元，同比下降2.6%，较上半年降幅收敛0.2个百分点。一般公共预算收入完成全年预算进度为60.58%，去年同期为64.12%，一般公共预算支出完成进度为54.45%，去年同期为55.11%。**政府性基金收入和支出**1-7月完成进度分别为32.9%和34.3%，较去年同期分别慢3.7和7.4个百分点。

□ 从结构来看，1-7月，全国税收收入111240亿元，同比下降5.4%，非税收入24423亿元，同比增长12%；非税收入占比18%，较去年增加2.4个百分点。与2023年同期相比，税收收入占比提升的是进口增值、消费税。支出占比提升的是：科学技术、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务和债务付息。

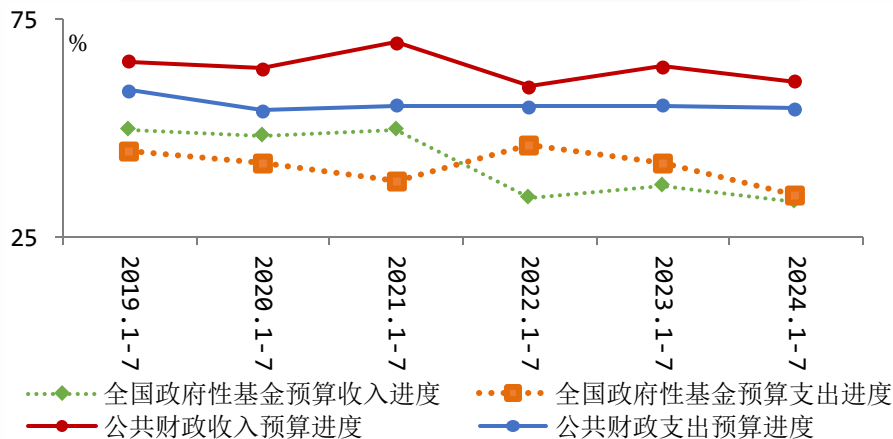
2024年1-7月主要财政收入占比与增速



2024年1-7月主要财政支出占比与增速



1-7月财政两本账收支进度完成情况



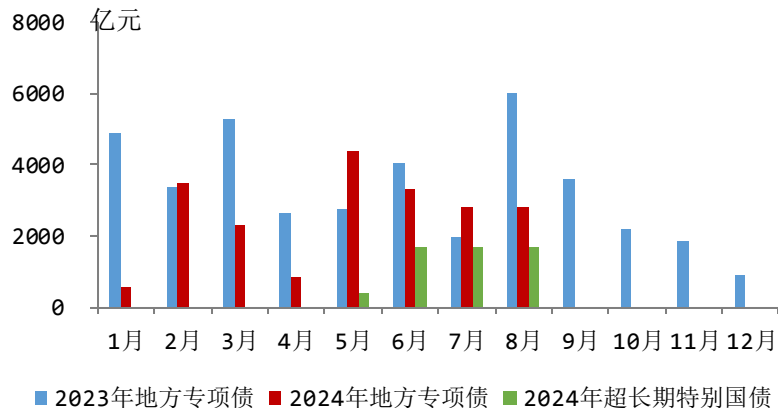
数据来源：wind、西南证券整理

2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

□ **5月后新增专项债发行加快，三季度发行进度有望继续提速。**今年1-7月份地方政府新增专项债17749.7亿元，完成全年发行进度的45.5%，去年同期为65.7%，发行进度明显偏慢，从发行节奏来看，5月之后明显加快，截至8月19日，8月份以来各地已发行新增专项债89只，发行额合计为2794.2亿元，发行规模已接近7月份整月水平。如果考虑到5月后开始发行的超长期特别国债，5-8月已发行的债券总额已超过2023年同期。目前还有1.85万亿元左右的地方专项债待发，预计三季度发行节奏将稳步提速，结构方面也会有所优化。

□ **专项债使用扩围、用作资本金的比例提升空间较大。**今年1-8月，专项债投向的主要领域仍是交通基础设施、市政和产业园区基础设施、棚户区改造和农林水利等，四类项目占比82.27%，略高于2023年同期，项目集中度进一步提高，与2023年相比除市政和产业园区基础设施和民生服务外，其他主要项目占比都有所下降。6月河南省募集资金用于“化解存量债务”，自然资源部提出可通过地方政府专项债回收收购土地用于保障性住房的，后续不排除专项债资金用作收购存量待售住房。8月27日，中财办副主任韩文秀提出“合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例”。目前，专项债资金用作资本金的比例上限为25%，今年二季度各省专项债用作资本金的比例平均为14.88%，提升空间较大。

地方政府新增专项债5月后开始加快



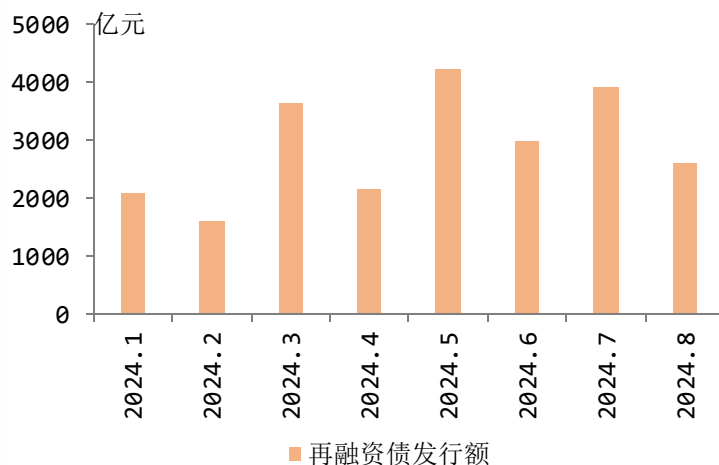
地方政府专项债投向领域占比 (%)

专项债投向	2024.1-8占比	2023年占比
交通基础设施	34.88	36.31
市政和产业园区基础设施	34.33	30.88
棚户区改造	7.15	7.81
农林水利	5.91	6.34
医疗卫生	4.25	4.82
生态环保-城镇污水垃圾处理	2	2.06
其他	1.97	2.8
城镇老旧小区改造	1.54	1.75
文化旅游	1.12	1.21
民生服务	0.86	0.71
乡村振兴	0.73	0.83

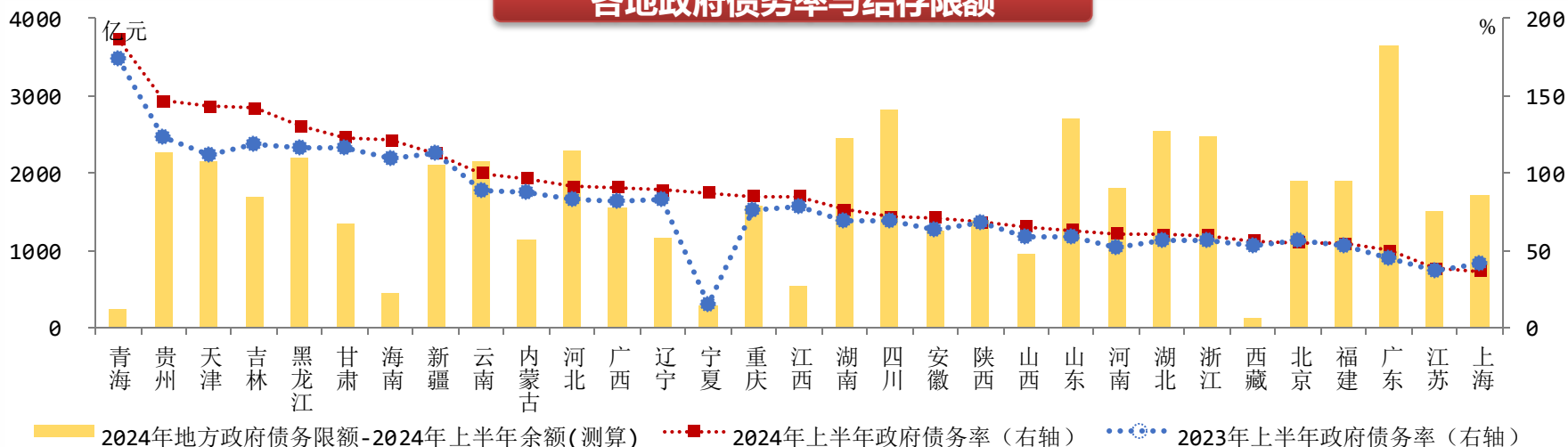
2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

□ 2024年地方政府一般债务限额46.78万亿元，其中，地方政府一般债务限额17.27万亿元、专项债务限额29.52万亿元。上半年，按照“省负总责，市县尽全力化债”的原则，目前，地方政府债务风险得到整体缓解，隐性债务规模逐步下降，截至2024年6月，地方政府债务率已降至132.93%，较一季度下降7.78个百分点，但仍高于去年上半年10.22个百分点，下半年化债仍将继续推进。1-7月累计，再融资债发行20577亿元，同比增加411亿元，其中特殊再融资债发行1088亿元，大幅低于2023年发行额（特殊再融资债在2023年10月重启发行，全年合计发行13885亿元）。截至6月末，地方政府债务限额结余41776.3亿元，其中专项债限额结余31669.08亿元，一般债限额结余10107.22亿元，下半年发行额度依然充足。

2024年以来再融资债发行情况



各地政府债务率与结存限额

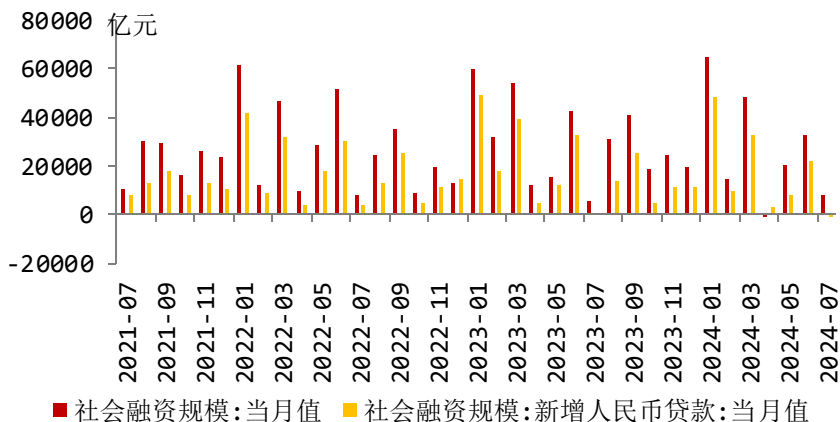


2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

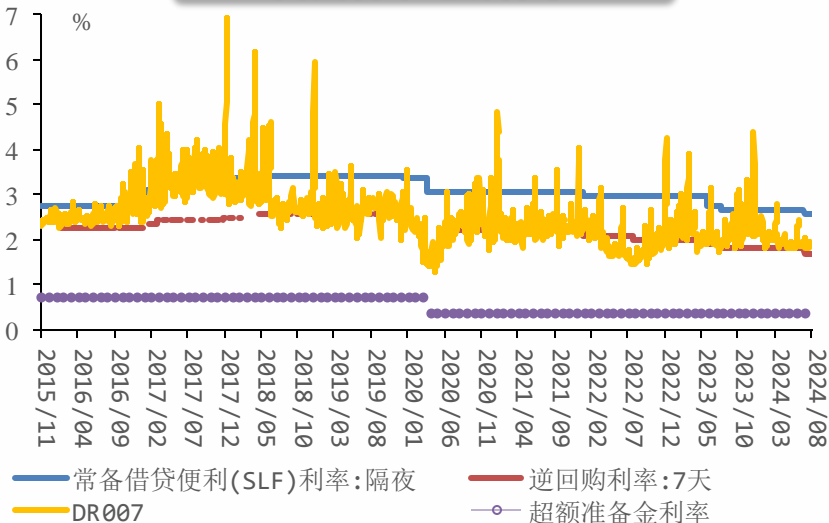
□ **社融增速小幅升高，新增人民币贷款仍偏弱。**从社融存量看，7月末，社融存量同比增长8.2%，增速较6月末回升0.1个百分点。从社融增量看，1-7月社会融资规模增量累计为18.87万亿元，比上年同期少3.22万亿元，7月社会融资规模增量为7708亿元，低于市场预期，较上年同期多增2342亿元，对实体经济发放的人民币贷款减少767亿元，是自2005年7月以来首次转负，同比多减1131亿元。从社融结构看，直接融资和表外融资对社融增量形成较大支撑，政府债券、企业债券融资同比均多增。表外融资同比少减，未贴现的银行承兑汇票同比少减较多。后续随着扩内需政策进一步加码，数据“挤水分”效应逐步减弱，政府债券发行提速，国内社融增速有望延续回升之势。信贷方面，央行的态度是“引导金融机构加强信贷均衡投放，适当平抑不合理的贷款‘冲时点’行为，引导信贷节奏向历史平均水平回归”，对于信贷冲量的行为予以否定，对合理性和可持续性提出更高要求。

□ **构建利率走廊新机制，精准调节流动性。**6月，潘功胜行长提出央行将明确短期操作利率为主要政策利率，并可能适度收窄利率走廊宽度。7月，央行以7天逆回购利率1.7%为中心，以临时隔夜逆、正回购利率作为上、下限，分别为2.2%和1.5%，市场利率DR007围绕这一政策利率中枢波动。与传统利率走廊相比，新的利率走廊宽度由220BP大幅缩减至70BP，央行可以更精准地对流动性进行调节，通过临时逆回购工具，应对银行间流动性可能出现的波动，避免机构被动卖出债券所引发的反馈链条，同时应对日内超预期的流动性余缺，避免尾盘利率大幅波动。

7月新增社融同比多增，新增人民币贷款转负



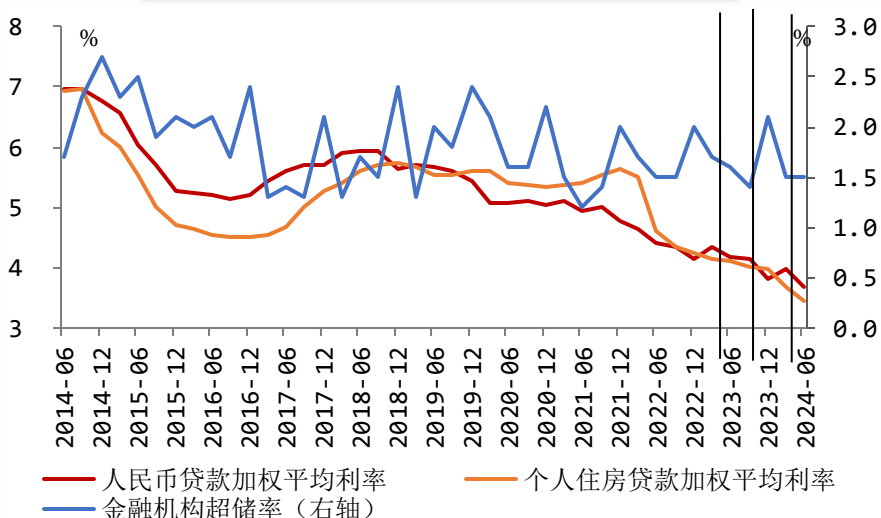
我国利率走廊体系



2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

- 年内降准、降息仍存在可能性。**央行在2024年下半年工作会议时要求要“加大宏观调控力度，加强逆周期调节，推动社会综合融资成本稳中有降”，下半年降准降息仍有空间，8-12月MLF到期规模46810亿元，11、12月各有14500亿元到期，三季度后政府融资也将明显提速，为确保流动性合理充裕，弥补基础货币缺口，央行仍有可能在四季度实施降准操作。利率方面，需要综合考量融资成本下降和汇率稳定，或是相机抉择的过程，同时，美联储9月开启降息后，也为国内货币政策宽松进一步打开空间。
- 结构性货币政策工具将继续强化信贷导向作用。**截至2024年6月末，结构性货币政策余额7.0万亿元，约占央行资产负债表比重16.1%。4月和6月分别新设了科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款。但从央行公布的结构性货币政策工具情况表来看，截止6月底，科创和技改再贷款尚无实际投放，保障性住房再贷款投放了121亿，新设结构性工具使用效率仍待提升。往后看，碳减排支持工具、普惠养老专项再贷款将于2024年底到期，后续或有望进一步追加；对科技创新、产业升级、减碳环保、普惠养老等重点领域，后续可能会通过现有工具扩容或增设新的结构性工具提供持续性的金融支持。

超储率处于较低位，利率持续下行



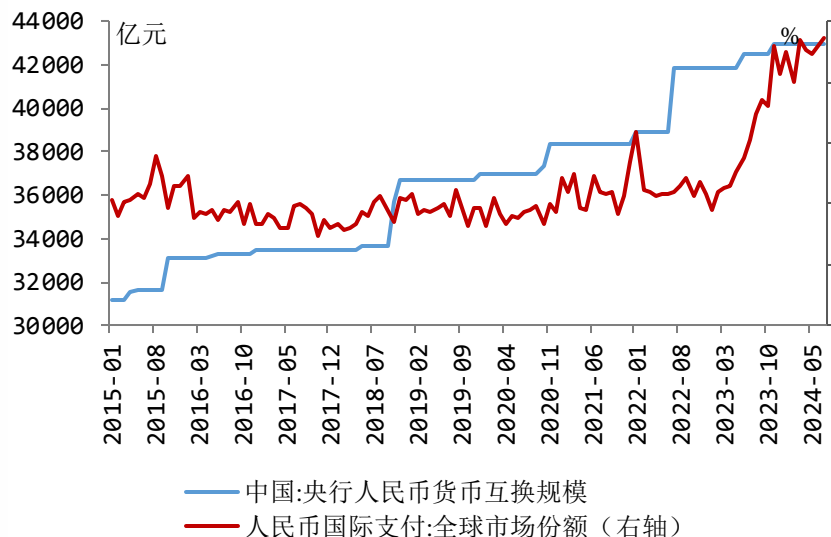
二季度主要结构性货币政策余额

领域	结构性货币政策工具	余额 (亿元)	合计	合计占比
普惠金融	支农再贷款	6771	30597	43.64%
	支小再贷款	16942		
	再贴现	6000		
	普惠小微贷款减息支持工具	269		
	普惠小微贷款支持工具	615		
房地产	抵押补充贷款(PSL)	28245	28716	40.96%
	保交楼贷款支持计划	141		
	房企纾困专项再贷款	209		
绿色金融	保障性住房再贷款	121	7672	10.94%
	碳减排	5478		
科技金融	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2194	3105	4.43%
	科技创新再贷款	1548		
养老金融	设备更新改造专项再贷款	1557	17	0.02%
	普惠养老专项再贷款	17		

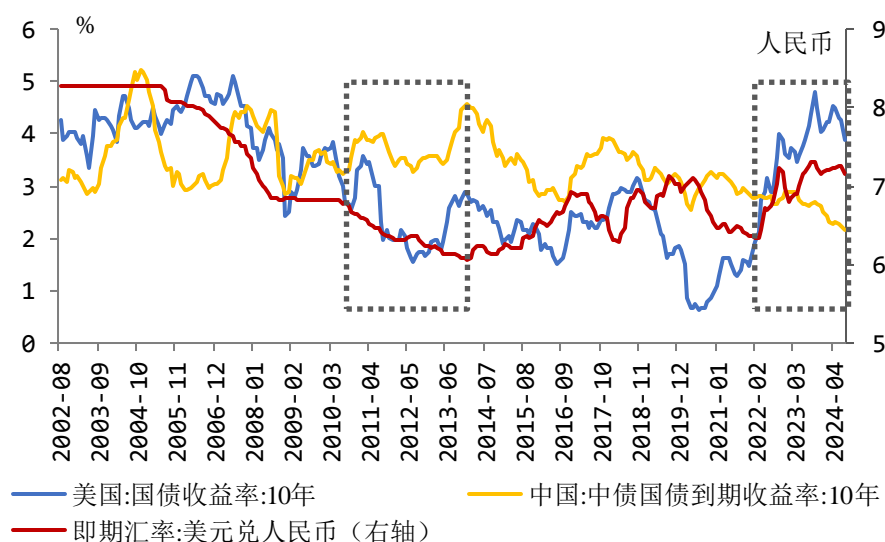
2 财政与货币：存量政策推进与增量政策储备

- **人民币互换新增与续签持续进行，人民币全球支付份额进一步扩大。** 2023年11月，中国人民银行与沙特中央银行签署了双边本币互换协议，互换规模为500亿元人民币/260亿沙特里亚尔，协议有效期三年，经双方同意可以展期；2023年11月28日，与阿联酋中央银行行长达成货币互换协议，协议有效期为五年，互换规模达350亿人民币/180亿迪拉姆；今年6月12日，与阿根廷央行达成协议，把两国间货币互换协议中350亿元人民币的还款时间展期两年，原定于今年6月和7月到期的还款时间将向后推迟至2026年7月。中国人民银行目前已与29个国家和地区的中央银行和货币当局签署了双边本币的互换协议，互换的总规模约4万亿人民币，有效促进了跨境贸易和投资。
- **美货币政策边际变化助推人民币汇率稳中趋升。** 考虑到美国库存周期进入需求转弱阶段，叠加非农就业数据已连续弱势，美联储即将于9月开启降息周期，境内美元流动性已逐渐转松，人民币汇率单边预期已有所扭转，后续人民币汇率仍具有较大升值空间。

人民币互换规模与国际支付占比持续增加



美元兑人民币汇率与中美利率对比

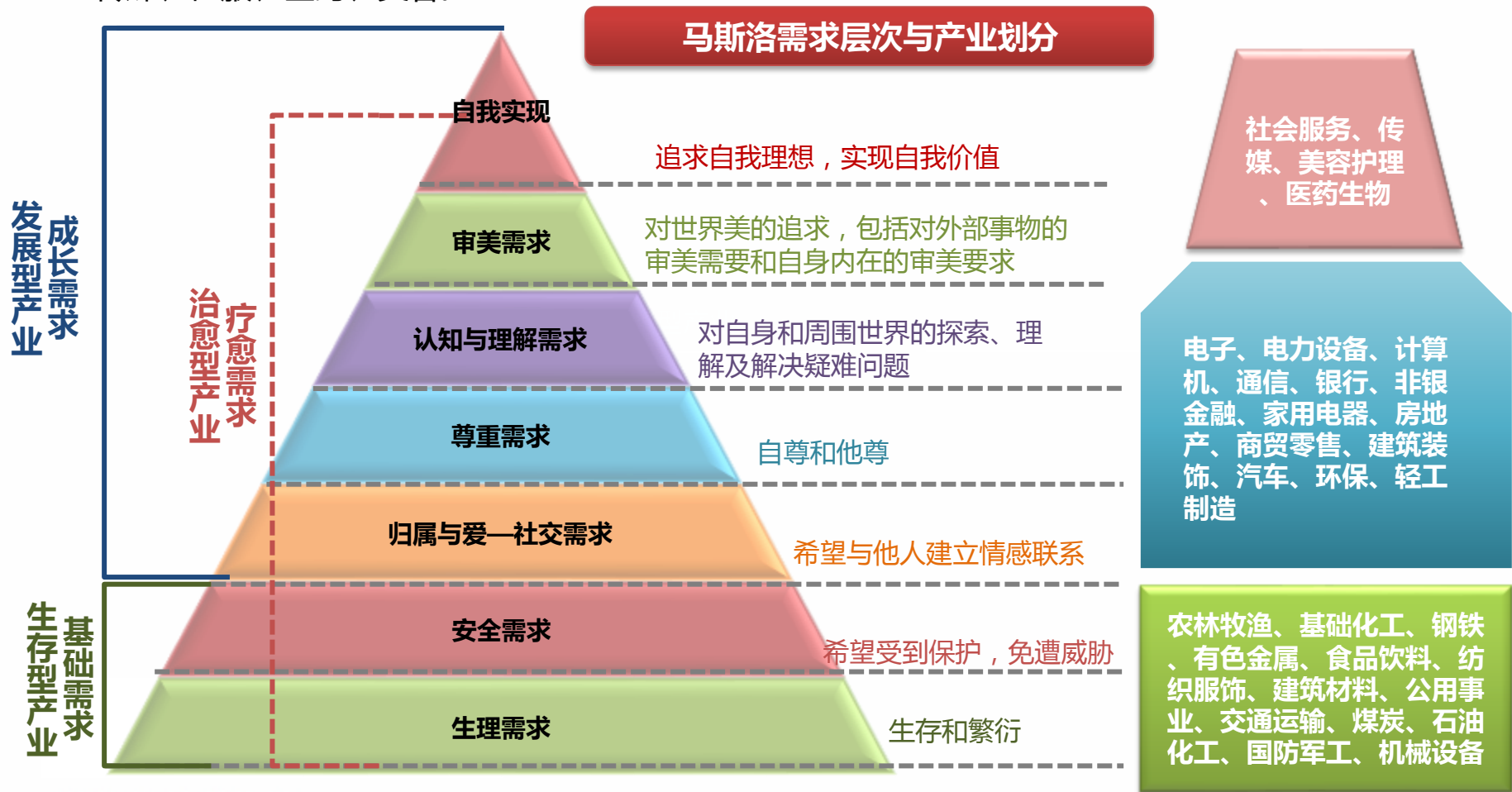


目 录

- ◆ 1、5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化
- ◆ 2、财政与货币：存量政策推进与增量政策储备
- ◆ 3、周期下的产业聚焦：生存型、发展性与治愈型
- ◆ 4、海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

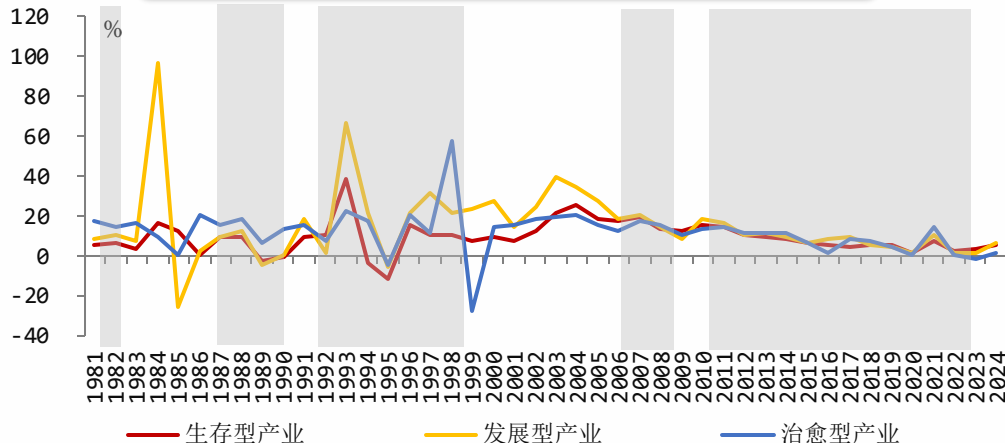
□ 根据马斯洛需求将主要产业划分为生存型、发展型、治愈型。其中，生存型产业对应人的生理和安全需求，映射在行业上主要是衣食住行及基础制造业；发展型产业对应人的成长需求，在行业上主要是科技产业、高端制造、商业及部分服务业；治愈型产业包括对生理和心理的疗愈，涉及行业有传媒、社服、医药、美容。



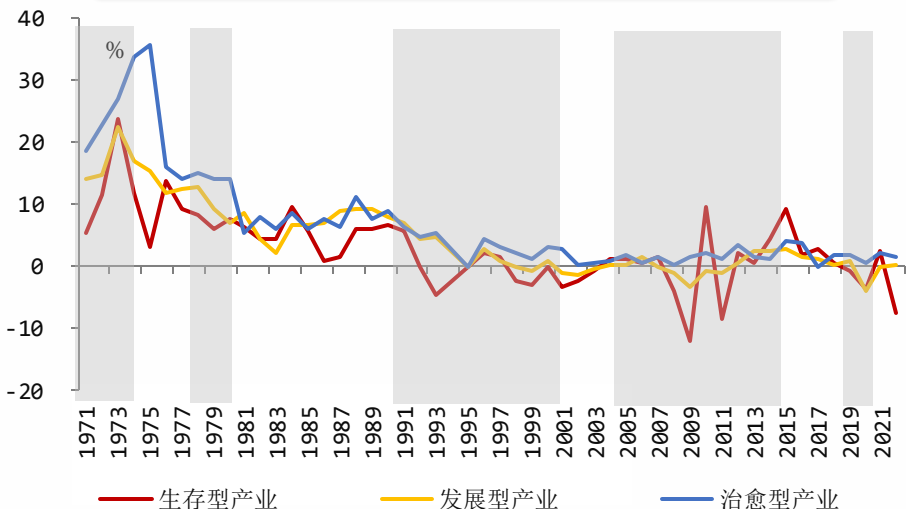
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- 1978年以来，我国经历了五轮经济下行周期，2007年之后生产型、发展型和治愈型三类产业增速差别缩小。其中，在1979-1981年、1987-1990年治愈型行业增速相对较高，2008-2009年治愈型和生产型行业增速较高，1992-1999年和2011年至今发展型行业增速较高。
- 美国和日本在经济下行周期中，治愈型产业的增速通常较高，其次为发展型产业和生存型产业。

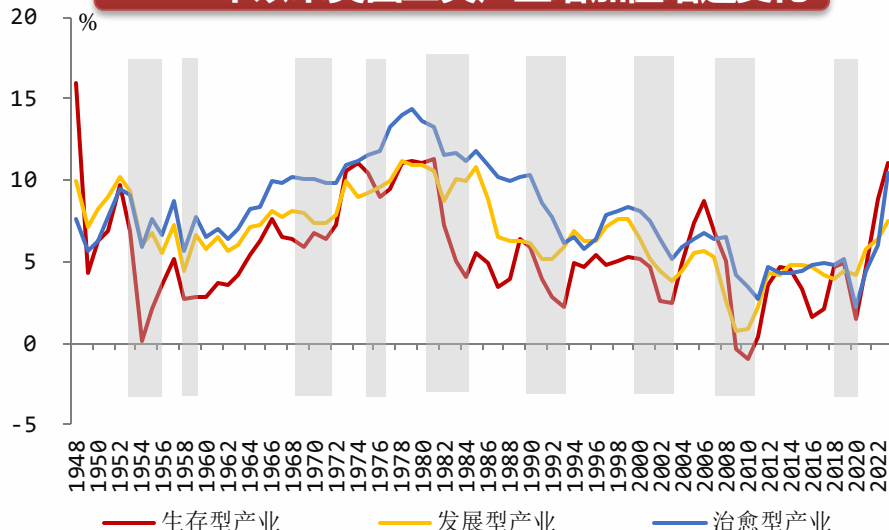
1980年以来中国三类产业增加值增速变化



1970年以来日本三类产业增加值增速变化



1948年以来美国三类产业增加值增速变化



www.swsc.com.cn

数据来源：wind、日本内阁府、美国BEA、《中国工业分行业统计数据估算：1980-2008》、西南证券整理；
注：灰底色为各个国家经济下行时期

3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

□ 改革开放以来，大部分经济下行期内，生存型行业中增速相对较高的包括燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业等；发展型行业中增速较高的有电子、仪器仪表、印刷和汽车制造等行业；治愈型行业中增速较高的有医药制造和文教体育用品制造业。

不同类型行业在经济下行周期工业增加值增速对比

经济下行周期	生存型行业 (TOP3)	平均同比 (%)	发展型行业 (TOP3)	平均同比 (%)	治愈型行业 (TOP3)	平均同比 (%)
1979-1981年	饮料制造业	21.57	印刷业和记录媒介的复制	48.39	烟草制品业	21.79
	水的生产和供应业	20.00	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	13.79	文教体育用品制造业	15.38
	农副食品加工业	16.88	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	2.70	医药制造业	8.33
1987-1990年	化学纤维制造业	14.80	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	18.70	烟草制品业	16.29
	电力、热力的生产和供应业	9.45	造纸及纸制品业	3.65	医药制造业	10.80
	食品制造业	9.36	印刷业和记录媒介的复制	0.09	文教体育用品制造业	4.23
1992-1999年	燃气生产和供应业	32.09	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	30.01	医药制造业	26.01
	食品制造业	19.86	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	29.97	文教体育用品制造业	15.52
	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	19.46	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	21.67	烟草制品业	8.38
2008-2009年	黑色金属矿采选业	23.62	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	19.59	医药制造业	15.97
	非金属矿采选业	21.27	造纸及纸制品业	11.54	文教体育用品制造业	12.85
	燃气生产和供应业	20.69	家具制造业	11.14	烟草制品业	10.40
2011年-2024年7月	燃气生产和供应业	11.86	通信设备、计算机及其他电子设备制造业	11.14	医药制造业	9.36
	电气机械及器材制造业	10.28	汽车制造业	8.97	文教体育用品制造业	5.64
	有色金属冶炼及压延加工业	8.64	仪器仪表及文化、办公用机械制造业	8.79	烟草制品业	4.91

不同类型行业在经济下行周期利润总额增速对比

2008-2009年	电力、热力生产和供应业	92.27	汽车制造业	30.75	医药制造业	27.23
	煤炭开采和洗选业	62.15	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	24.94	文教体育用品制造业	18.42
	化学纤维制造业	56.25	家具制造业	21.54	烟草制品业	4.17
2011年-2024年7月	石油和天然气开采业	63.56	造纸和纸制品业	13.36	医药制造业	12.59
	黑色金属矿采选业	42.86	计算机、通信和其他电子设备制造业	11.04	文教体育用品制造业	10.06
	煤炭开采和洗选业	41.34	仪器仪表制造业	9.36	烟草制品业	6.84

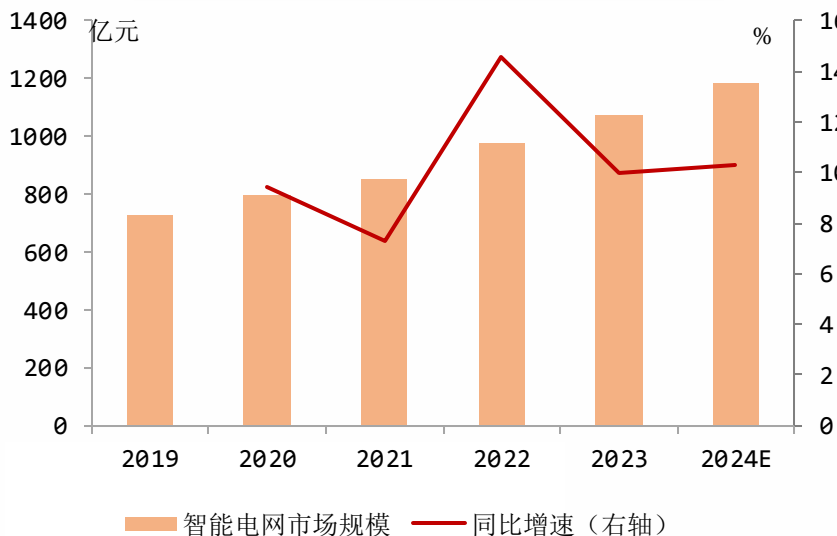
www.swsc.com.cn

数据来源：国家统计局、《中国工业分行业统计数据估算：1980-2008》、西南证券整理

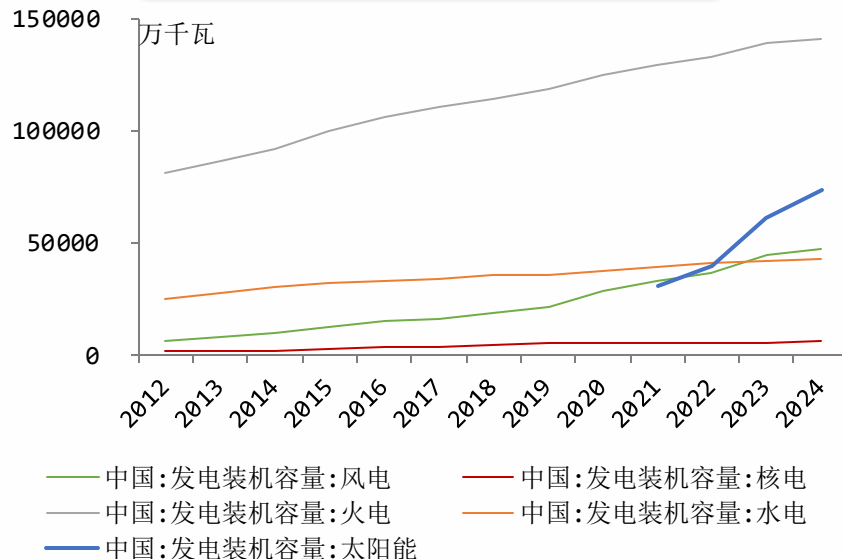
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- **生存型产业——公用事业。**电力、燃气及水的生产和供应业在经济下行期的增速相对更具韧性，2024年1-7月电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长5.7%，略低于工业增加值增速5.9%，然而利润增速高达20.1%，远超工业企业利润增速。公用事业包括供水、燃气、电力等环节，未来的发展方向更多是智能化、清洁化和去中心化等。
- 2024年7月，国家发改委等三部门印发《加快构建新型电力系统行动方案（2024-2027年）》，提出将重点开展9项专项行动。**构建新型电力系统一方面需要提升电网对清洁能源的接纳、配置、调控能力，其中智能电网有望加快发展**，中商产业研究院数据显示，2023年中国智能电网市场规模约为1077.2亿元，近五年年均复合增长率达10.31%；**另一方面需要加快煤电低碳化改造**，到2025年和2027年，煤电低碳化改造建设项目度电碳排放将分别较2023年同类煤电机组平均碳排放水平降低20%左右和50%左右，**其中煤电相关资金、技术实力雄厚的龙头企业有望受益。**

智能电网市场规模及增速预测



火电仍为我国电力主要供应来源



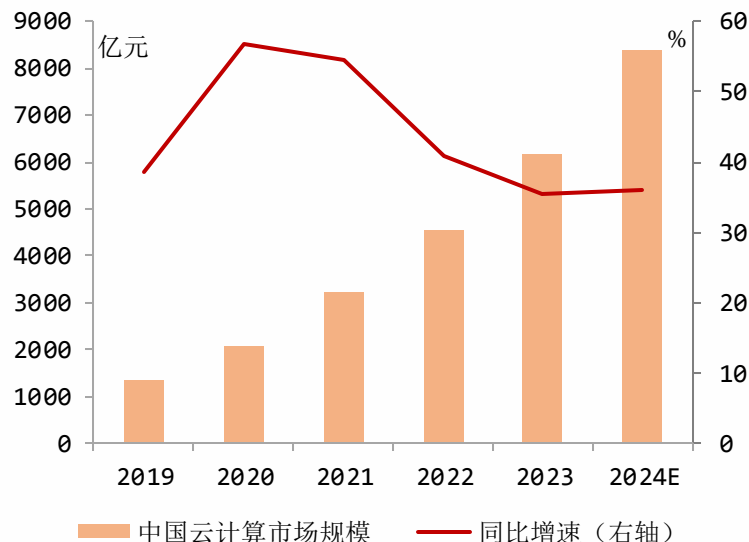
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- 发展型产业——计算通信。** 2024年1-7月，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比增长13.4%，高于工业增加值增速7.5个百分点，利润总额也实现了25.1%的高增速。据《电子信息制造业2023-2024年稳增长行动方案》，提出2023至2024年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速5%左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破24万亿元。其中，面向个人计算、新型显示、VR/AR、5G通信、智能网联汽车等领域有望加快发展。
- 据《先进计算产业发展白皮书(2022年)》预计，“十四五”期间，中国先进计算产业年均增速接近10%，到2025年直接产业规模有望超3.5万亿元，间接产业规模将超10万亿元。**先进计算直接产业囊括计算机和电子器件制造，软件和信息服务业、信息安全以及互联网相关服务等，同时也将辐射带动智慧城市、工业制造、自动驾驶、智慧医疗、金融科技等领域迅速发展。**

先进计算核心产业的构成

算力	算法	算据
计算机、通信和其他电子设备制造业 计算机制造 计算机整机制造 计算机零部件制造 计算机外围设备制造 工业控制计算机及系统制造 信息安全设备制造 其他计算机制造 电子器件制造 集成电路制造	软件和信息服务业 软件产品行业 基础软件 支撑软件 工业软件 信息技术服务行业 云服务 集成电路设计 嵌入式系统软件行业 嵌入式系统软件	互联网和相关服务 互联网接入及相关服务 互联网平台 互联网数据服务 软件和信息服务业 信息技术服务行业 信息系统集成实施服务 数据服务 信息安全行业 信息安全产品 云计算安全产品

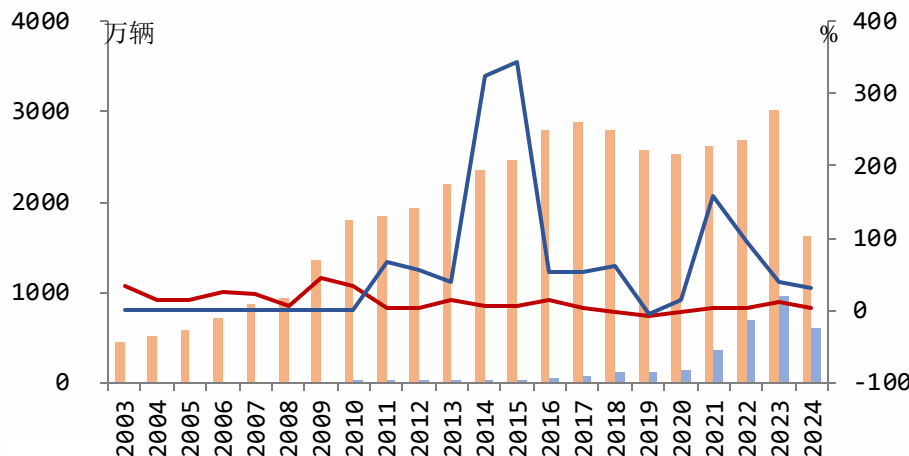
中国云计算市场规模及趋势预测



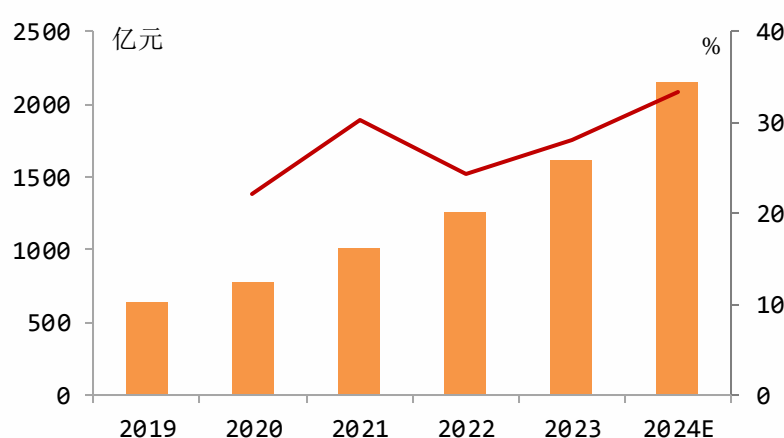
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- **发展型产业——汽车制造。**2024年1-7月，汽车制造业规上增加值同比增长9%，高于整体规上工业增加值增速3.1个百分点，利润总额同比增长6.7%，也高于整体工业利润增速3.1个百分点。中国汽车工业协会统计数据显示，2023年，汽车产销累计完成3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别实现11.6%和12%的快速增长。其中，新能源汽车发展迅速，全年产销分别完成958.7万辆和949.5万辆，比上年分别增长35.8%和37.9%，市场占有率达到31.6%。
- **国家政策持续加大对汽车行业的支持力度，尤其是新能源、智能汽车。**7月3日，工信部等确定了20个智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市，未来智慧出行将在这些城市率先落地并实现规模化应用；8月13日，国家能源局印发《配电网高质量发展行动实施方案（2024-2027年）》，进一步强调了解决电动汽车充电基础设施的用电需求。建议关注新能源造车企业、智驾技术研发企业、新能源车充电设施相关企业。

新能源汽车销量增速更高



智能网联汽车市场规模及预测



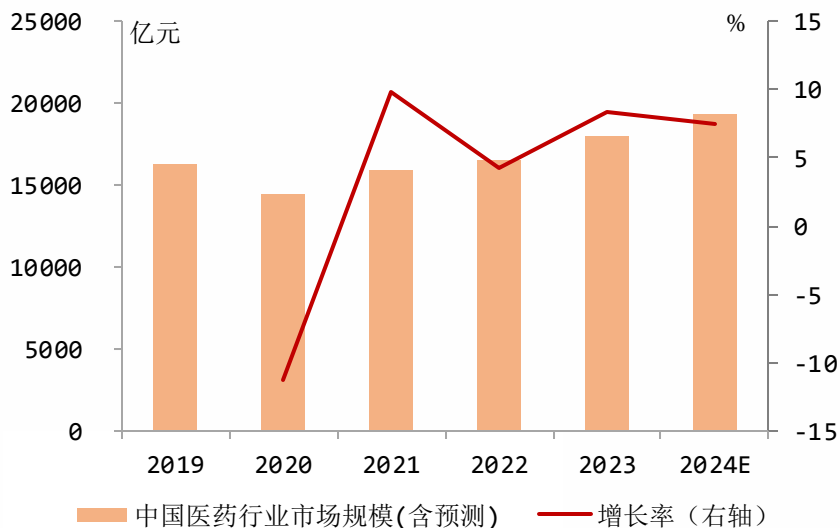
中国:销量:汽车
中国:销量:新能源汽车
中国:销量:汽车:累计同比
中国:销量:新能源汽车:累计同比

智能网联汽车市场规模
智能网联汽车市场规模同比增长率（右轴）

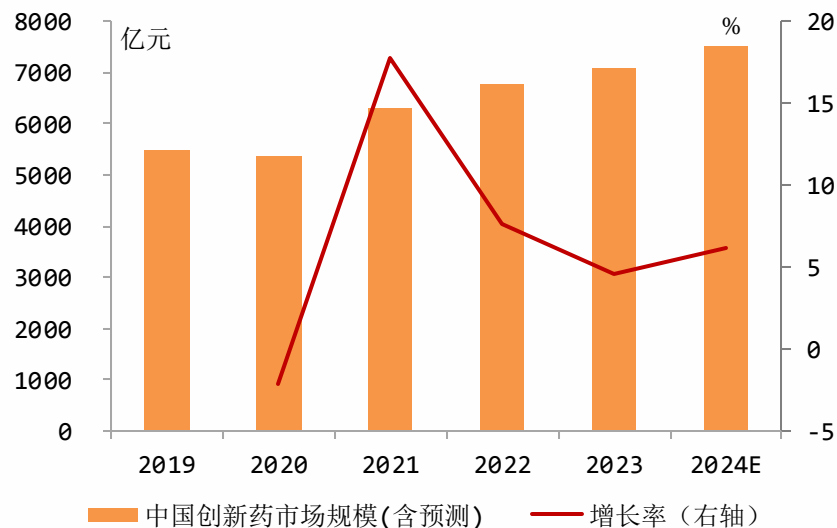
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- **治愈型产业——医药生物**：医药制造业成为1990年以来经济下行期增长最快的治愈型行业，2024年1-7月医药制造业规上增加值同比增长1.9%，利润总额同比下滑0.8%，或主要因为新冠疫情推升基数，以及集采政策实施、监管要求提高等。据中商产业研究院，2023年中国医药市场规模为17977亿元，预计2024年中国医药市场规模将达到19312亿元。
- 2024年《政府工作报告》将创新药列为积极培育的新兴产业之一。7月5日，国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，指出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。**中国老龄化程度持续加深，叠加政策大力支持创新药产业发展，随着医药行业短期整顿和波动结束，行业有望重整行装再出发，尤其是头部优质企业有望在变局之中迎来转型机遇。**

2016年至今中国医药行业市场规模变化及预测



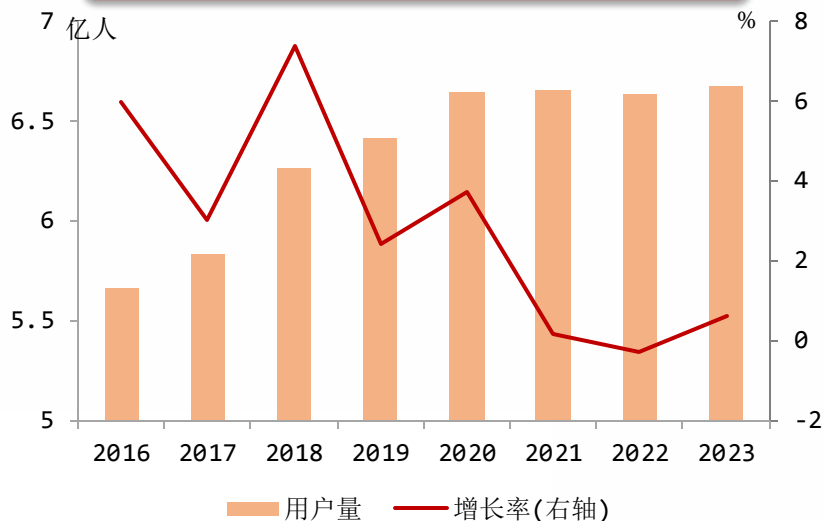
2016年至今中国创新药市场规模及预测



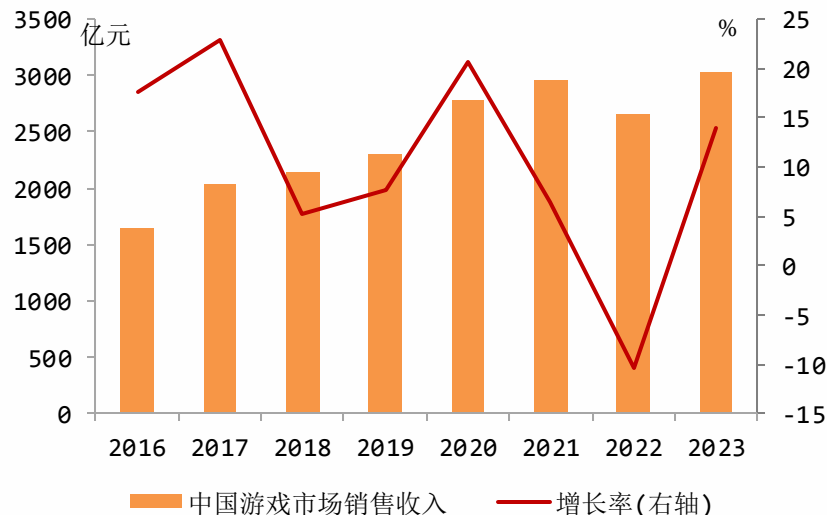
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- **治愈型产业——游戏行业。**治愈型行业中在经济下行期增速较高之一为文教工美体育用品制造业，2024年1-7月文教工美体育用品制造业增加值同比增长0.1%，低于整体工业增加值增速，但利润总额同比增长16.2%，远高于工业企业整体利润增速12.6个百分点。其中，游戏行业我们认为有望迎来发展新机遇。2023年，国内游戏市场实际销售收入3029.64亿元，同比增长13.95%，用户规模达到6.68亿人。其中，我国自主研发游戏国内市场实销收入2563.75亿元，同比增长15.29%，自研产品海外实销收入163.66亿美元，规模连续四年超千亿人民币，国内游戏企业不断向海外市场开拓。
- 8月23日，《黑神话：悟空》官方账号发文称，截止北京时间2024年8月23日21点整，全平台销量已超过1000万套，全平台最高同时在线人数300万人。《黑神话：悟空》作为中国首个真正意义上的国产3A游戏，成功突破了多个行业壁垒。由于我国拥有巨大的用户规模，游戏产业具有巨大的发展潜力，尤其是具有研发、创新和营销实力的中大型游戏企业。

2016年至今游戏玩家数变化



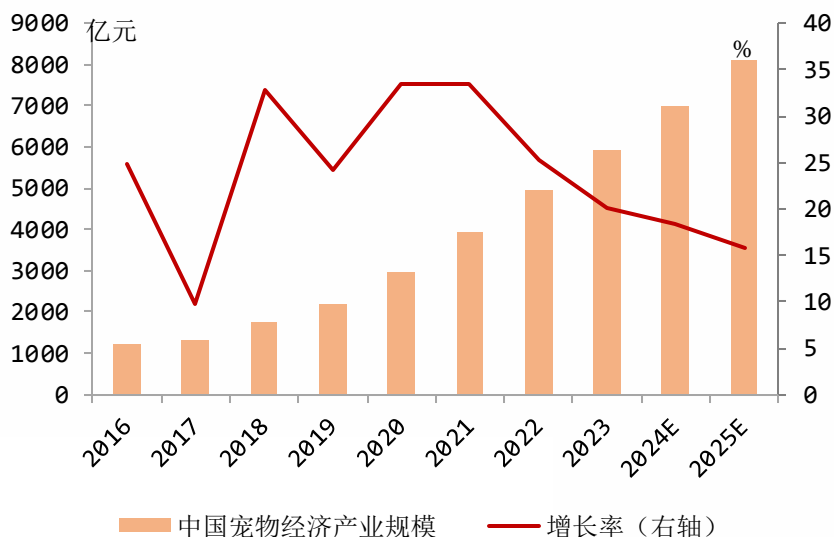
2016年至今游戏市场销售收入变化



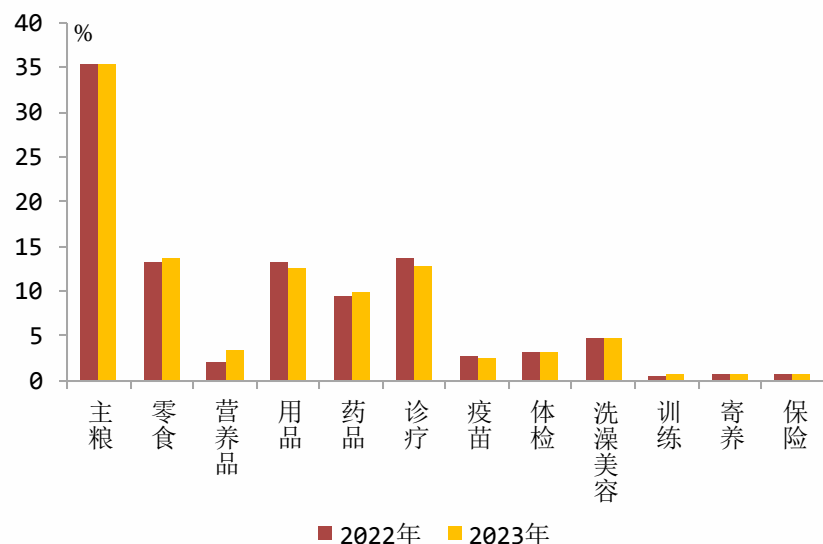
3 周期下的产业聚焦：生存型、发展型与治愈型

- **治愈型产业——宠物经济**：宠物经济也具有一定抗周期特点，涉及饮食、清洁、医疗等多条产业链，申万行业分类中包括宠物食品、动物保健、轻工制造等领域。宠物经济的兴起主要是为了“治愈孤独”，尤其是在单身化、老龄化趋势下宠物陪伴需求也将增多。根据艾媒咨询，2023年中国宠物经济产业规模达5928亿元，保持积极增长态势，预计2025年中国宠物经济产业规模有望达到8114亿元。
- 从消费结构来看，宠物消费主要集中在食品和健康医疗上，用品和服务占比较低。据《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，2023年与2022年相比，主粮、零食等消费占比较为稳定，营养品小幅上升，药品和体检小幅上升，诊疗、疫苗有所下降，用品、服务有较高上升空间。**未来在宠物经济的发展过程中，宠物行业发展重心或逐步从刚需型的食品、用品等转向宠物托管、美容、洗护、医疗等细分领域。**

2016年至今中国宠物经济产业规模变化及预测



2022-2023年宠物（犬猫）消费结构变化



目 录

- ◆ 1、5%的全年目标再加力：结构调整与量价变化
- ◆ 2、财政与货币：存量政策推进与增量政策储备
- ◆ 3、周期下的产业聚焦：生存型、发展性与治愈型
- ◆ 4、海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

4 海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

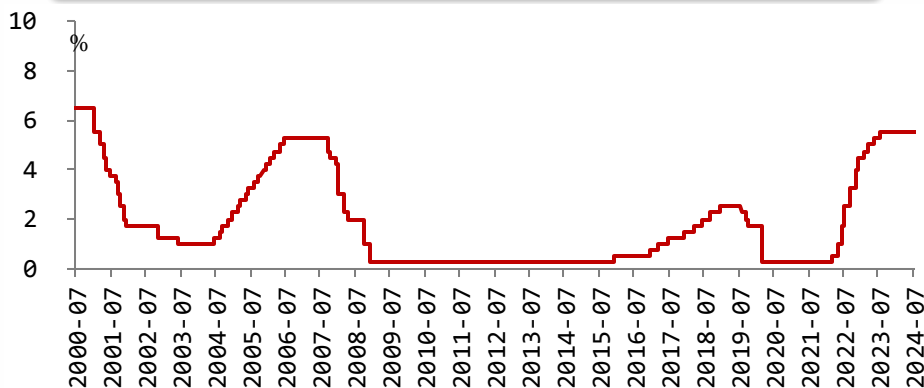
□ **美联储的关注重心从通胀转向就业，9月货币政策拐点将至。**当地时间8月23日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔发表关于美国经济前景的讲话，他表示政策调整的时机已经到来，政策的走向是明确的，降息的时机和步伐将取决于数据、前景以及风险的平衡：

□ **关于通胀水平**，通胀正在从疫情扭曲中恢复过来、美联储控制总需求的努力以及锚定通胀预期的共同作用下，通胀走上实现2%目标的可持续道路。

□ **关于劳动力市场**，如今已从之前的过热状态大幅降温，近期失业率上升主要反映了工人供应的大幅增加，以及之前疯狂的招聘速度的放缓，不寻求也不欢迎劳动力市场状况进一步降温。

□ **目前市场预期今年剩余时间内美联储将降息三次**，共计下调100bp至4.25%-4.5%区间。后续美联储的货币政策路径或将取决于就业等数据。若之后美国就业数据加速恶化，美联储的降息节奏或将有所加快；若就业数据保持韧性，美联储的降息节奏或比市场预期更加缓慢。

美国联邦基金利率自2023年9月起维持高位不变



— 美国联邦基金目标利率

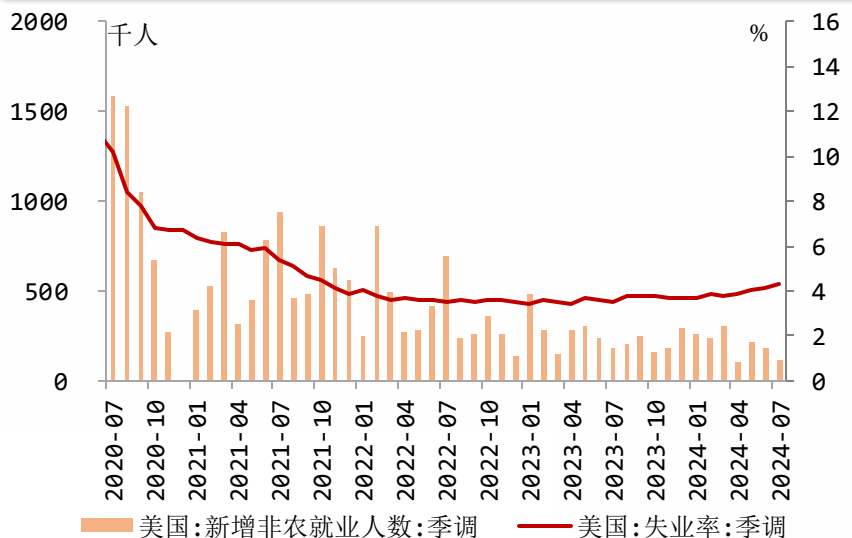
市场预期美联储年内将降息三次

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18									0.0%	0.0%	0.0%	38.5%	61.5%
2024/11/7				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.6%	47.8%	36.6%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	29.1%	43.1%	21.3%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.5%	31.6%	39.3%	17.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	13.7%	32.7%	36.0%	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	10.4%	27.1%	35.0%	21.1%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.1%	1.3%	7.5%	21.4%	32.3%	25.8%	10.1%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.6%	3.8%	13.3%	26.0%	29.7%	19.3%	6.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.2%	1.7%	7.1%	17.7%	27.2%	26.1%	14.9%	4.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

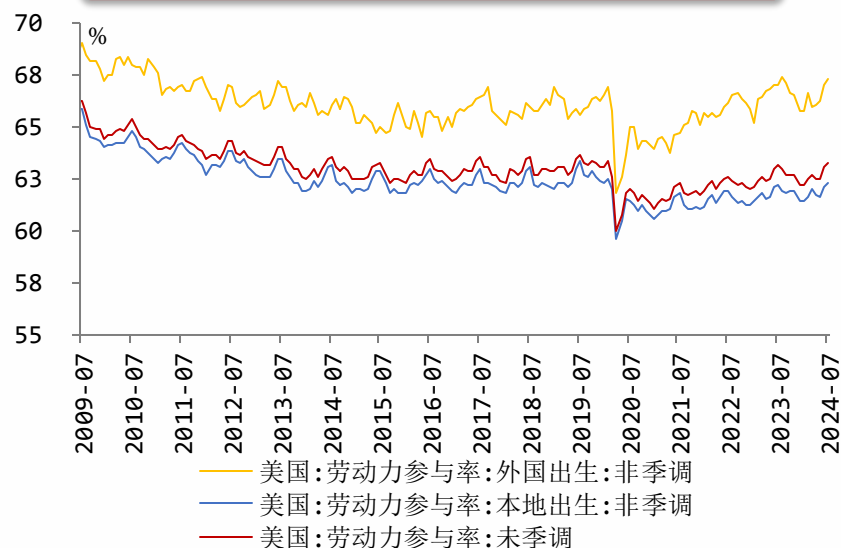
4 海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

- **美国劳动力市场边际转弱，失业率触发“萨姆规则”。** 非农就业人数近月来有所下滑，2024年7月，美国非农就业人口增长11.4万人，为2020年12月以来最低纪录，远不及预期的17.5万人，前值从20.6万人下修至17.9万。此外，美国失业率继续上行，自2023年4月的低点3.4%持续走高至2024年7月的4.3%，与此同时，7月实时萨姆规则指数已经上行至0.53，超过0.5个百分点的阈值。
- **美国失业率攀升或与供给因素相关，需求暂时保持韧性。** Claudia Sahm指出萨姆规则这次可能会被打破，原因在于大量外来移民的快速增长暂时推高失业率，7月，海外出生劳动力的失业率为4.7%，而本土出生劳动力的失业率仅为4.5%。另外，7月份失业率的波动也可能与天气以及汽车产业重组等因素有关。从供给端来看，随着移民政策逐渐收紧，移民快速增长的态势或将自今年开始有所放缓；从需求端来看，受益于财富增长和低债务成本，美国消费者支出目前仍有韧性，7月零售销售环比增长1%，超过市场预期。综合供需两端因素，我们认为美国劳动力市场年内加剧恶化的可能性不大。

美国新增非农就业人数逐步走低，失业率缓慢走高



美国疫后海外出生劳动参与率提升更快



4 海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

- 7月，共和党发布本次大选竞选纲领，基本上反映了特朗普“美国优先”的立场；7月，拜登宣布退选，哈里斯成为民主党的总统候选人，8月，哈里斯公布一份经济蓝图，誓言要打造“机会经济”，通过为美国穷人和中产阶级提供全面的新补贴和税收优惠来解决通货膨胀负担。综合来看，哈里斯和特朗普的政策主张分歧主要在堕胎、气候、移民、战争、关税和税收等方面。

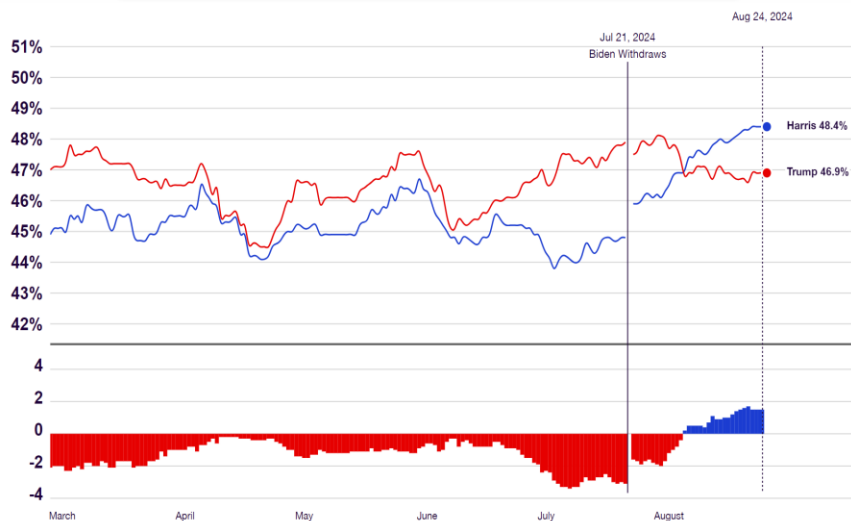
美国两党主要政策主张分歧

主要政策主张	哈里斯（民主党）	特朗普（共和党）
堕胎问题	呼吁国会通过立法，在联邦法律中保障堕胎权	堕胎权的可及性和终止性应由各州决定，不会签署全国性的堕胎禁令
气候问题	是“绿色新政”的早期发起人，旨在迅速推动美国转向完全绿色能源，反对海上钻探石油和水力压裂	将增加公共土地上的石油钻探，为石油、天然气和煤炭生产商提供税收减免，加快天然气管道的审批，并撤回让人们改用电动汽车的努力等
移民问题	支持全面的移民改革，寻求为没有合法身份的美国移民提供入籍途径，并为儿时非法入境的年轻移民提供更快的入籍途径。	承诺将发起美国历史上最大规模的国内驱逐行动，恢复“留在墨西哥”计划、第 42 条等移民限制政策
中东问题	认为以色列有权自卫，多次谴责哈马斯是恐怖组织，支持一项拟议的人质延长停火协议。	表示支持以色列“摧毁”哈马斯的努力，
乌克兰问题	赞扬了总统为重建被特朗普拆散的联盟所做的努力，尤其是北约。认为拿美国已经建立的全球联盟冒险是愚蠢的，并谴责普京的“暴行”。	曾多次对美国对乌克兰的援助提出异议，并表示如果重返北约，将继续“从根本上重新评估”北约联盟的使命和宗旨。
贸易问题	在担任副总统之前一直批评自由贸易协定，但最近没有迹象表明她会反对拜登的政策。	希望大幅扩大对几乎所有进口外国商品的关税，提议逐步停止从中国进口电子产品、钢铁和药品等必需品，并希望禁止中国公司拥有美国能源、技术和农田等领域的基础设施。
税收问题	承诺为多达 300 万符合条件的美国人取消 70 亿美元的医疗债务，并计划推动国会将符合条件的家庭每名儿童 3600 美元的税收抵免永久化，为新生儿提供 6000 美元的新税收抵免；将扩大首次购房者的税收抵免，并推动在四年内建造 300 万套新住房，同时取消小费税并支持对公司征收更高的税。	希望进一步将企业税率降至 15% 的低点，并废除拜登执政期间的任何增税措施，还承诺取消小费收入税。

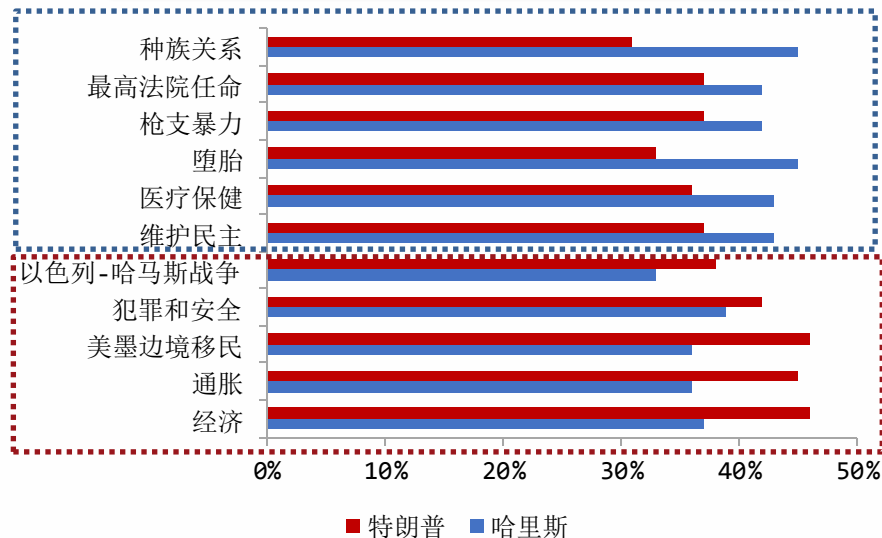
4 海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

- **哈里斯总体支持率先下一城，但在关键州和重要经济议题上落后。**截至8月25日，哈里斯的支持率自接任拜登以来持续走高至48.4%，同期特朗普的支持率为46.9%。但从关键摇摆州的支持情况来看，哈里斯的支持率仅在密西根州和威斯康辛州领先特朗普，分别超过2和1个百分点，在亚利桑那州、乔治亚州、内华达州、北卡罗莱州、宾夕法尼亚州的支持率落后于特朗普。此外，特朗普在一些关键经济议题上也获得了更高分。根据Washington Post-ABC News-Ipsos poll在8月9-13日的民意调查，特朗普在经济、通胀、移民、犯罪和安全、以色列-哈马斯战争方面的支持率更高，而哈里斯在维护民主、医疗保健、堕胎、枪支暴力、最高法院任命和种族关系方面具有优势。
- **从筹资情况来看，哈里斯暂时领先。**当地时间8月25日，哈里斯竞选团队称，自哈里斯宣布参选以来，一个多月内已募得5.4亿美元竞选资金。另外，哈里斯在7月筹集2.04亿美元，是特朗普（4800万美元）的4倍。截至7月底，美国民主党与共和党的竞选账户余额分别为3.77亿美元和3.27亿美元。但需要到10月份超级政治行动委员会公布第三季度数据后才能看到两党筹资的全貌。

哈里斯和特朗普的支持率变化



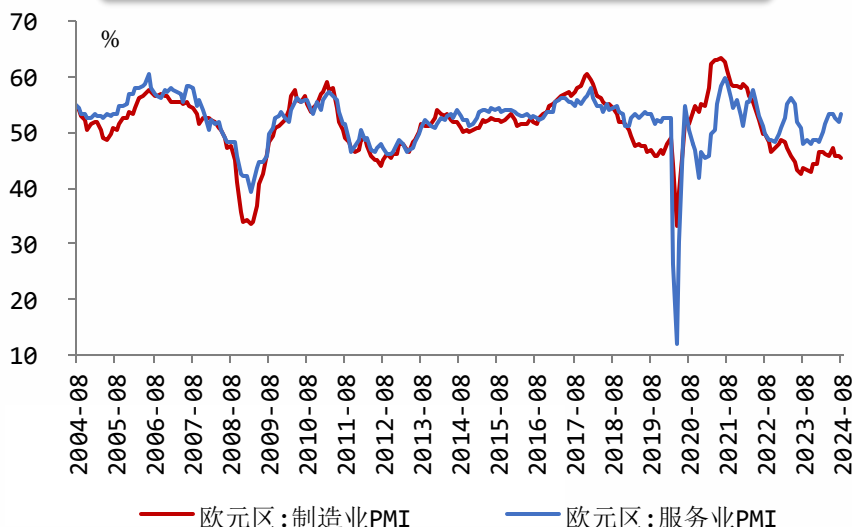
红蓝两党在关键问题上的支持情况



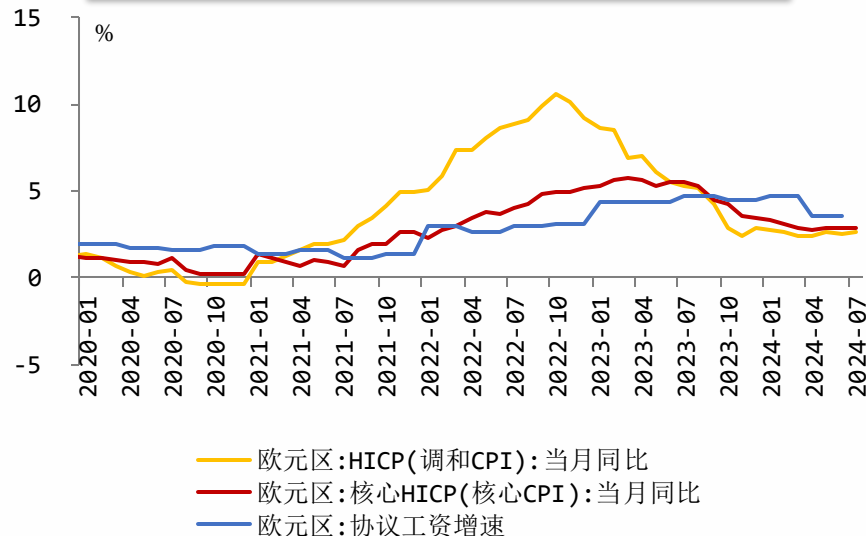
4 海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

- **欧洲经济复苏态势近期有所扭转，制造业与服务业形势分化。**季调后，2024年二季度欧元区 and 欧盟GDP均环比增长0.3%，其中欧元区GDP同比增长0.6%，欧盟同比增长0.7%，均较一季度同比增速升高。但作为欧洲经济火车头的德国二季度GDP环比萎缩0.1%，同期法国、西班牙、意大利GDP均环比正增长。从前瞻数据来看，欧洲经济似乎扭转了去年三季度以来的复苏态势，并且制造业和服务业呈分化走势。8月，欧元区制造业PMI初值录得45.6%，创8个月以来新低，而服务业PMI初值为53.3%，创四个月来新高。
- **通胀压力降低以及经济前景趋弱，欧洲央行或将于9月份再度降息。**欧洲央行于今年6月份开启了降息周期，将欧元区三大关键利率下调25个基点。当地时间8月23日，欧洲央行九名高级官员参加杰克逊霍尔全球央行年会，其中几位官员提出在9月会议上进一步放松货币政策的理由。主要因为目前欧洲抗通胀已经取得了不少进展，工资增长也在放缓，与此同时经济增长前景变得低迷。目前市场普遍预期欧洲央行将于9月份再度降息25个bp。

欧元区制造业和服务业PMI走势分化



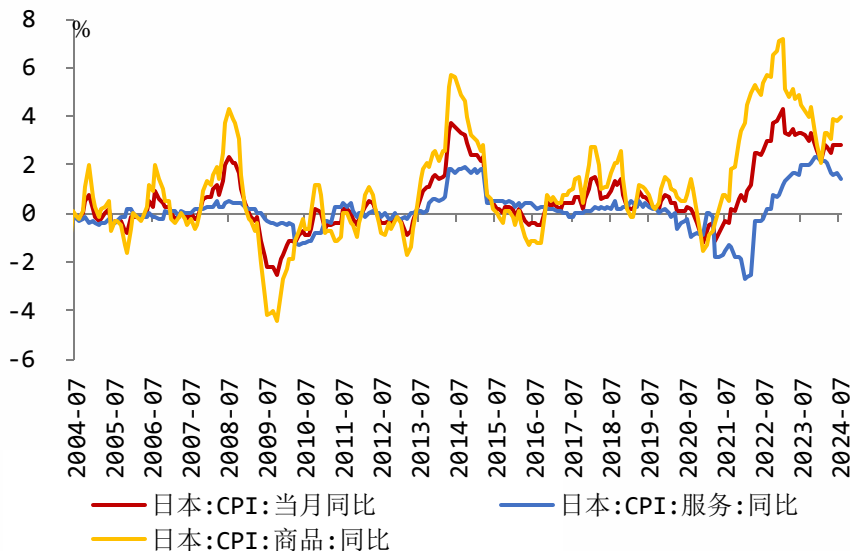
欧元区通胀和工资增速均回落



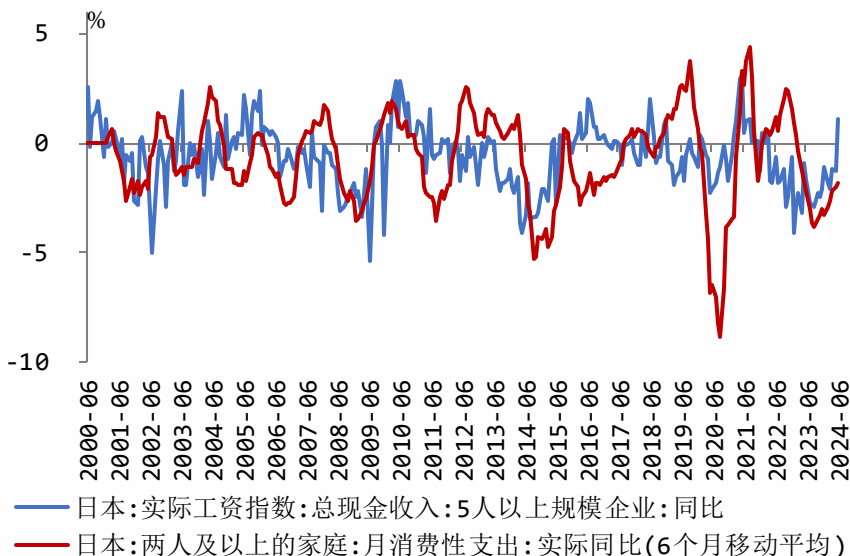
4 海外经济与政策：拐点将至，关注边际变化

- **日本央行鹰声不断，加息和缩表同时进行。**当地时间7月31日，日本央行宣布最新利率决议，宣布加息15个基点，将政策利率上调至0.15%-0.25%，超出市场预期。同时，日本央行决定将国债购买规模每个季度减少4000亿日元，不及市场预期，到2026年一季度月度购债规模将约为2.9万亿日元。日本央行认为，由于日本政府限制物价措施影响减弱、宏观供需缺逐步改善以及工资-物价良性循环持续增强，2024、2025财年的物价风险偏向于上行。若经济和通胀预期成为现实，将继续加息。
- **工资-物价良性循环正在实现，消费疲软态势有望逐渐缓解。**7月，日本去除生鲜食品后的核心CPI同比上升2.7%，涨幅连续3个月扩大，或主要因公用事业补贴暂停，而核心-核心CPI同比增速由2.2%下滑至1.9%，服务价格同比上涨1.4%，也低于6月的1.7%。与此同时，日本工资增长速度加快，有望逐步带动消费者支出。6月实际工资同比增长1.1%，为27个月以来首次上涨，平均现金总收入同比增长4.5%，是自1997年1月以来的最快增长速度。

今年以来日本商品和服务CPI走势分化



日本家庭消费支出通常跟随实际工资增长





分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjy@swsc.com.c
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn