

研报精选

2024年6月16日 第175期

宏观专栏

双平衡的起点——中国宏观2024下半年展望

报告认为，过去半年来，实体与货币都还处于需求弱于供给的状态。金融周期下半场，实体供需再平衡的关键在于改善需求，而货币供需再平衡的关键在于改善供给，二者的共同抓手是财政扩张，即从信贷投放货币转换为财政投放货币。

美国新格局：从大财政到新科技——2024年下半年美国宏观经济展望

报告认为，美国经济表现强劲的两个重要支撑因素是财政扩张和科技创新。向前看，一种可能的情形是美国经济潜在增速上升，通胀平均水平和中性利率水平也上升。

专题聚焦

A股市场2024下半年展望：击楫中流

报告认为，年初至今A股市场先抑后扬，市场估值从低位展开修复。展望下半年，基本面改善对指数表现的贡献边际有望抬升，2月以来的修复行情虽有波折但仍有望延续。

全球市场2024下半年展望：宽松已过半场

报告认为，对于美国而言，市场提前交易降息导致美国私人信用意外扩张和需求转好，这又反过来成为利率下行和降息开启的障碍；对于中国而言，信用周期仍在收缩，政策力度有待加强。

宏观专栏

双平衡的起点——中国宏观2024下半年展望

过去半年来，房地产延续下行态势，非地产领域展现韧性，但实体与货币都还处于需求弱于供给的状态。金融周期下半场，实体供需再平衡的关键在于改善需求，而货币供需再平衡的关键在于改善供给，二者的共同抓手是财政扩张，即从信贷投放货币转换为财政投放货币。下半年财政支出将提速，但总体上比较温和，货币增速可能在当前水平附近徘徊数月。在出口相对出色的情况下，年内经济或大致偏稳，物价或温和回升。总体来说，实体与货币供需双平衡的节奏一定程度上取决于需求端政策的方向与力度，尤其是财政。

实体经济延续供给复苏快于需求的态势，需求偏弱背后有多股跨周期力量，而供给效率提升一方面增添了经济韧性，另一方面也使得需求问题相对突出，实现供需再平衡的关键在于增加需求。我们编制的房地产高频指标仍然处于下行态势，但非地产高频指标已经连续多个季度表现稳健。这一方面可能因为中国金融周期下半场房价调整对经济的传导相对简单透明，另一方面是因为基础设施以及经济结构改善等因素使得供给效率提升。中国相对于日本和越南的出口竞争力继续改善，新能源汽车成本优势也比较突出，物流成本下降亦助力快递业务持续下沉，今年节假日下沉消费相对更为畅旺。PPI同比已经连续多个季度在负区间徘徊，但与PPI偏弱的2012-2016年相比，本轮工业利润相对出色，亦表明物价偏弱的背后有效率提升的因素。这种情况下，供需再平衡的关键在于提振需求而非减少供给，其中财政比货币政策更为有效。

当前私人部门对交易货币的需求仍然偏弱，而对储值货币的需求偏强，货币供需再平衡的关键在于改善货币供给，即从信贷投放货币转向财政投放货币。信贷投放货币面临阻力，继四月份货币增速明显放缓后，未来数月货币增速可能在当前水平附近徘徊，有信贷偏弱的因素也有金融“挤水分”的作用。存款转化为理财的结果是银行负债端的结构发生变化，存款比例下降，非存款比例上升。这种情况下，银行息差可能收窄，监管指标也可能受到影响，不排除最后传导至实体经济融资条件的可能。我们预计未来数月社融增速可能持续

高于货币增速，而历史数据显示，社融增速与货币增速之差可能领先利率。实现货币供需再平衡的理想途径并非减少货币供给，而是改善货币供给的方式，即从信贷投放货币转向财政投放货币。财政投放货币直接进入实体，一方面增加了实体需求，有助于实体供需再平衡，另一方面也会提升交易货币的需求，也有利于货币供需再平衡。

我们预计下半年财政支出进度快于上半年，但总体幅度偏温和，在出口相对出色的情况下，经济大致偏稳，通胀或温和回升。近年来地方政府以及城投债务本息偿付负担有所上升，但中央加杠杆对此有一定对冲，随着下半年财政支出节奏加快，基建增速可能较二季度温和提升，但去库存、控拿地的背景下，房地产投资增速可能仍然较弱，制造业投资继续受益于出口复苏。超长期特别国债对投资有支撑，不过其节奏和分布等细节尚不甚清晰。我们预计消费增速延续偏稳态势，2-4季度实际GDP同比增速可能分别为5.0%、5.1%和5.2%，全年可能大致为5.1%左右，环比大致平稳。CPI通胀或温和回暖，PPI降幅亦有望温和改善。看远一点，实体与货币供需再平衡一定程度上均取决于需求端政策的力度和方向，其中财政政策相对更为重要。

以上观点来自：2024年6月9日中金公司研究部已发布的《双平衡的起点——中国宏观2024下半年展望》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

美国新格局：从大财政到新科技——2024年下半年美国宏观经济展望

2024年年初以来，美国经济有几个引人注目的现象。首先是“越加息经济越好”的反常现象，其次是美国在主要发达国家中增长领先的“例外”现象。第三是美股风险溢价持续下降，股市屡创新高。这些现象难以用传统周期规律来解释，我们需要从更广阔的视角来思考这些问题。

美国经济的强劲表现首先归功于财政扩张。与信贷不同，财政扩张增加私人部门资产，这些新增安全资产在加息周期中能带来利息收入，有助于缓解私人部门的偿债压力。过去两年里，美国货币基金利率高于居民房贷平均利率，企业净利息支出不升反降，都是体现了偿债压力缓解。但财政扩张不是无限制的，它的一个约束是通货膨胀，另一个约束是政府债务负担，两者都代表主权信用。短期来看，货币政策为降低主权信用风险应该偏紧而不是过松，主要任务应是“防通胀”而不是“抗通缩”。

另一个支撑经济的因素来自于科技创新。疫情后美国居家办公更加普遍，带来工作方式变革，促进了新技术的应用。企业拥抱人工智能（AI）热潮，有助于提高生产效率，也加快了新业态的形成。相较于传统的技术，AI的能力扩展到了认知功能，这使其可以处理更复杂的认知性工作，取代以前被认为不受影响的高技能、高学历的白领劳动者。这种特殊性意味着服务业占比更高的发达国家投资AI的动机更强，这也是AI在美国受到追捧的一个重要原因。

除财政扩张和科技进步外，美国经济还受到逆全球化的影响。过去几年里，拜登政府补贴制造业回流美国，实施供应链“友岸化”和“近岸化”战略，对进口商品加征关税，这些都是逆全球化的体现。这些政策也反映了美国在新冠疫情、俄乌危机等事件中意识到的供应链隐患，也跟与新能源、半导体等未来产业上的竞争有关。我们认为，在宏观新格局下，逆全球化趋势大概率将持续发酵。

上述三股力量对经济增长、通货膨胀和利率水平的影响存在显著差异。财

政刺激有利增长，但也带来通胀压力；科技创新是长期推进经济增长、抑制通胀的可持续动力，但能否成功需要时间检验；逆全球化既遏制经济增长，也增加通胀风险，具有“滞胀”效应。三股力量叠加，最终影响取决于每股力量的强弱。对美国而言，我们认为一种可能情形是经济潜在增速上升，通胀中枢抬升，中性利率水平也上升。

基于文献研究¹，我们预计美国2024-2028年实际GDP增速每年或因AI提高0.4个百分点，经济潜在增速有望从1.9%上升至2.6%；2029-2034年经济潜在增速可能进一步升至2.8%。美国未来的通胀中枢可能上移，从之前的2%升至3%左右，名义中性利率可能从之前的2.5%升至4%左右。

具体到2024年下半年，我们的基准情形是美国经济保持韧性，呈现“不着陆”状态。财政扩张春风尚余，科技创新暖树新芽，再加上金融条件维持宽松，经济或保持扩张势头。但不同部门间也有分化，如服务消费或强于商品消费，房地产继续补库存，设备投资处于复苏初期。核心通胀或基本走平，一方面因为总需求仍有韧性，另一方面总供给不大可能再像去年那样对通胀下降带来那么大帮助。我们预计货币政策将保持耐心，美联储今年或只有一次降息。

从风险来看，需要关注持续的通胀压力导致美联储今年不降息。大财政增强需求韧性，逆全球化和地缘事件频发导致供给弹性下降，这些都会增加通胀上行风险。如果下半年服务价格居高不下，商品价格又因为供给收缩而上涨，那么通胀可能再度拐头向上。尽管发生上世纪70年代那种“二次通胀”的可能性较低，但不排除通胀出现阶段性反弹，迫使美联储在更长时间内维持高利率。

以上观点来自：2024年6月3日中金公司研究部已发布的《美国新格局：从大财政到新科技——2024年下半年美国宏观经济展望》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹ Cazzaniga M, Jaumotte F, Li L, et al. Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work[J]. Staff Discussion Notes, 2024, 2024(001). 及Hatzius, J. (2023). The Potentially Large Effects of Artificial Intelligence on Economic Growth (Briggs/Kodnani). Goldman Sachs.

专题聚焦

A股市场2024下半年展望：击楫中流

年初至今A股市场先抑后扬，市场估值从低位展开修复，大盘蓝筹相关指数普遍实现正收益，中小市值表现偏弱。展望下半年，宏观范式转变下中外金融周期分化，结合我国积极的稳增长政策及中长期改革，我们认为今年投资者预期最为悲观时期可能已经过去，2月以来的修复行情虽有波折但仍有望延续，继续维持我们在《[A股市场2024年展望：行则将至](#)》中“市场机会大于风险”的判断。下半年建议重点关注以下几方面：

1) 世界经济格局步入“大分化”时代，重视宏观范式转变下的增长特征。年初至今我国经济显现积极变化，但回升向好过程中仍面临有效需求不足、企业经营压力较大等挑战。展望下半年，我们认为我国经济增长动能有望继续温和改善，但需重视宏观范式转变带来的结构性影响。物价在内需边际改善和局部涨价因素支撑下，同比有望小幅回升；地产仍在寻底期但预期改变；结合全球贸易政策、地缘等因素，全年我国出口可能呈现“强基本面、弱预期”特征。

2) 下半年中长期改革关注度提升。4月中央政治局会议强调“避免前紧后松”，下半年财政与货币协同发力是重点，我们认为地产对于市场而言仍是关键“胜负手”，产业政策进行重要调整后需关注落实力度和效果。中长期改革预期升温，今年7月即将召开的三中全会有望进一步明确中长期改革方向。新“国九条”发布后，资本市场“1+N”政策体系正逐步完善落实。

3) A股盈利增长有望稳步修复。今年一季度A股盈利增速同比下滑4.1%，我们预计可能是年内偏低水平。我们自上而下估算A股/非金融2024年盈利同比增长1%/1.6%，随着物价因素边际改善和复苏深化，下半年盈利增速可能好于上半年，A股企业资产负债表仍相对健康，未来需求侧边际修复有望带动ROE周期性改善。结构上，持续高成长机会相对稀缺，关注出海、供给侧出清等盈利增长弹性较大领域，地产链下游的业绩韧性也值得关注。

4) 外部仍有不确定性，关注全球地缘局势及美联储降息周期。今年以来

美联储降息预期节奏不断调整，降息时点对全球资产配置节奏较为关键，我们预计下半年美国降息周期或有望开启，全球资金再配置过程中，中国资产有望相对受益。当前全球地缘局势复杂，下半年美国大选关注度抬升。

节奏上，截至5月31日，沪深300前向市盈率为10.4倍，对应股权风险溢价处于历史均值上方0.5倍标准差，历经修复后市场整体估值仍在偏低水平，与全球市场相比仍具备明显投资吸引力。下半年基本面改善对指数表现的贡献边际有望抬升，继续维持全年节奏上前稳后升的判断。



以上观点来自：2024年6月11日中金公司研究部已发布的《A股市场2024下半年展望：击楫中流》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991
缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724
黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876
李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851
魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154
于方波 分析员 SAC 执证编号：S0080522120001
朱嘉懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123040067
刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090
伊真真 分析员 SAC 执证编号：S0080519030002 SFC CE Ref: BTT989
卢凌熙 分析员 SAC 执证编号：S0080518070005 SFC CE Ref: BTL979
杜文欣 分析员 SAC 执证编号：S0080523070018 SFC CE Ref: BTK674

专题聚焦

全球市场2024下半年展望：宽松已过半场

不同周期对应的主线资产不同，如滞胀时的黄金、修复期的铜与新兴、衰退期的长债或宽松期的成长股，但中美当前周期到底是修复、衰退、还是滞胀？看似一个简单的问题，却因为周期的错位、临近拐点的反复，以及资产的抢跑而变得含糊不清，不然也不会出现上半年短短4个月内，比特币、科技股、铜与黄金、日本、港股轮番登场，宽松与再通胀交易叠加，将2020年初到2021年初横跨一年的交易压缩到一个季度完成。

我们在2023年底展望2024年时(《[避不开的周期](#)》)，以信用周期为“抓手”判断：**1) 美国软着陆**：美联储紧缩程度“刚刚好”，各环节融资成本刚好压制投资回报率，因此增长和通胀将缓慢回落，最终使美联储在下半年适度降息，资产逻辑也会逐渐从宽松交易转向修复交易。**2) 中国慢爬坡**：若要摆脱信用收缩导致的增长和通胀压力，需要外生财政发力对冲私人部门低迷的加杠杆意愿，但内外部约束下政策也难以“和盘托出”，因此是下有底的“慢爬坡”。回顾看，今年上半年大体如此。不过，我们低估了市场的“抢跑”程度与由此引发的反身性，市场提前交易降息导致美国私人信用意外扩张和需求转好，这又反过来成为利率下行和降息开启的障碍，才使得今年降息预期来回摇摆和折返。

美国：信用周期意外扩张；从软着陆到不着陆，宽松可能已过半场

美国本轮周期一个突出特征是各环节“滚动”错位。以超额储蓄和工资为基础的服务消费仍在顶峰，对利率敏感的地产与企业投资则在周期底部。不出意外的话，后续将是“一下两上”：5800亿美元的超额储蓄预计三季度消耗完，使服务消费回落（“一下”），而降息开启将推动地产、库存与投资周期逐步修复（“两上”）。但意外的是，这一节奏被市场的抢跑所提前，去年四季度以来利率的快速下行导致本应收缩的美国信用周期意外扩张，虽然今年5.3%的赤字率较去年6.3%将收缩1ppt，但居民购房和企业债发行都明显加快，推动地产和投资改善，这还不算超越传统周期的AI拉动的设备开支。实体需求对金融条件变化如此敏感，正是因为美联储紧缩“刚刚好”，体现为各部门融资成本和投资回报率“基本打平”，如居民按揭利率7% vs. 租金回报6.7%，企业贷款利率

6.6%% vs. ROIC 5.9%，实际利率1.6% vs. 自然利率0.9%。

市场抢跑带来两个直接后果：一是放缓增长下行斜率，二是推后降息时点。据此，展望下半年，我们判断：**1）美国增长依然下行、但斜率放缓很多**，韧性更多来自消费回落慢（悲观假设下环比也不会转负），而非市场期待的地产或投资库存能有多强（我们测算地产销售抬升2~4%，非住宅固定资产投资由当前4.8%升至7.1%，均弱于2019年降息阶段表现）。**2）降息仍能开启，三季度是窗口，但节奏slower for longer，水平higher for longer**。此次降息本来就不需很多（我们测算重新刺激实体需求和解决金融风险的倒挂仅需降息100bp即可，对应10年美债中枢4%左右），加之需求被提前激发，只能迫使美联储延后时间且减少幅度。三季度是关键窗口，四季度通胀翘尾和大选都会增加操作难度，但如果市场又提前且过度交易，也需要认真思考年内无法降息的风险。2025年变数更大，目前两党的多项主张，如地缘和关税壁垒、弱美元，以及中国的财政刺激，至少都不是压制通胀的。这个判断的风险情形是，当前美联储这种以时间换空间式的弱平衡很容易被一些意外冲击所打破，上行冲击如供给侧压力可能加大滞胀风险，下行冲击如薄弱环节可能加速经济下行，甚至出现非线性变化。

这种会降但又不降很多、资产还大幅抢跑的情形，意味着降息兑现的那一刻可能也是降息交易接近尾声之时，因此从这个意义上，“事实上”的宽松可能已过半场，这种浅尝辄止式的降息，非常类似2019年和1995年的降息周期。

中国：信用周期仍在收缩；从不对症到对症，政策力度仍待加强

与美国信用收缩力度不够反而还意外扩张相反，中国持续的信用收缩还有所加剧，成为压制需求和通胀的根源（[《理解中外通胀分化：通胀预期视角》](#)）。私人部门尤其是居民信用年初以来加速收缩，而去年三季度一度扩张的财政脉冲今年初也再度放缓，未能起到足够对冲。因此与美国类似，判断下半年中国增长和市场走向的关键也在信用周期，只不过强弱掌握在财政手中，而不像美国在利率。

信用收缩的原因来自两方面：一是投资回报率过低，二是融资成本尤其是实际融资成本依然偏高，如居民按揭利率3.7% vs. 一线城市租售比1.7%，企业

贷款平均利率3.7% vs. 非金融上市公司ROA 3.3%，实际利率3.3% vs. 自然利率0.4%，与看似加息很多的美国正好相反。企业尤其是民企收缩杠杆，居民部门增加储蓄并提前还贷都是这一现象的直接体现，使得大量资金闲置和“空转”，形成负向反馈（《[钱去哪儿了？](#)》、《[杠杆去哪了？](#)》）。

因此，对症的方法有两个：一是外生财政大举发力，对冲私人信用收缩。2023年底以来的万亿国债、两会的超长期国债和5月收储都是这一思路，因此相比去年，政策从不对症到逐渐对症，市场也报以反应，尤其是港股。二是进一步降低融资成本，这对提振私人部门加杠杆意愿，降低政府加杠杆成本都是必要的。不过，目前的问题是，二者的力度都有待加强。我们测算，政府若再新增融资4-5万亿人民币，可以对冲私人信用收缩，推动社融从当前8.3%修复至2023年初的10%，对应4%的财政脉冲，即过去几轮如2016年和2020年的高点。货币方面，我们测算5年期LPR降75-100bp至3%左右可提振部分需求，使企业和居民部门融资成本与投资回报大体打平。节奏上，考虑到财政发力传导到私人信用和增长需要一到两个季度，当前发力可以在三季度体现，美联储三季度如能降息也可以提供货币宽松窗口。

信用周期的实用价值在于，过去十年中国经济与市场有一个“屡试不爽”的规律：加杠杆时增长好、市场涨、估值扩张、资金流入，如2014年底-2015年中金融市场加杠杆、2016-2017年居民加杠杆，2020-2021年初政府与居民加杠杆；哪怕局部加杠杆，也可以对应结构性行情（如2012-2014年、2019年）；反之，则增长弱、市场跌，资金流出，估值收缩（如2015年下半年，2018年，2023年），这也是信用周期重要性的直接体现。我们的基准假设是，政策仍继续提供支持，但“强刺激”也不太现实，如果这一假设成立的话，那宏观与市场环境可能更类似2012-2014年的结构性行情。

以上观点来自：2024年6月11日中金公司研究部已发布的《全球市场2024下半年展望：宽松已过半场》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.6.11 中国图说中国宏观周报：换个口径看M1
- 2024.6.13 海外央行观察：美联储下调降息预测，中性利率或上升
- 2024.6.13 中国宏观热点速评：投资改善，消费仍弱——2024年5月物价数据点评
- 2024.6.13 中国宏观专题报告：M1的口径与经济含义
- 2024.6.15 中国宏观热点速评：“脱媒”暂缓，财政发力| 2024年5月金融数据点评

策略及大宗商品

- 2024.6.10 大宗商品2024年下半年展望综述：风势渐起，隐有螺旋
- 2024.6.10 能源2024年下半年展望：过剩出清后的旺季考验
- 2024.6.10 有色金属2024年下半年展望：长期趋势与短期风险
- 2024.6.10 黑色金属2024年下半年展望：需求波澜不惊，供给重回视野
- 2024.6.10 农产品2024年下半年展望：知势夺时，谨慎偏多
- 2024.6.10 贵金属2024年下半年展望：预期交易步入下半场
- 2024.6.11 全球市场2024年下半年展望：宽松已过半场
- 2024.6.11 港股市场2024年下半年展望：明道若昧
- 2024.6.11 A股市场2024年下半年展望：击楫中流
- 2024.6.11 大类资产2024年下半年展望：守正待时
- 2024.6.13 海外策略：美联储保持克制才有利于降息
- 2024.6.13 新宏观策略研究（四）：宏观范式转变下的“产能过剩”之辩
- 2024.6.15 全球资金流向监测：南北向资金分化加大

固定收益

- 2024.6.12 简评：消费需求走弱背景下，CPI或仍面临向下压力——5月通胀数据分析
- 2024.6.12 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.6.13 招投标备忘录：24年国开债第10、14期增发，22年国开债第18期增发——利率债招标分析
- 2024.6.13 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.6.13 中国房地产债券月报：5月房地产债券月报：政策密集发力，销售边际改善
- 2024.6.14 招投标备忘录：24年付息国债第12期、特别国债第3期新发——利率债招标分析
- 2024.6.14 简评：升24转债投资价值分析

- 2024.6.14 简评：新发理财业绩比较基准下行，6月末理财规模或仍面临回表压力
- 2024.6.14 简评：外需好于内需，“资产荒”格局下债券利率继续走低——中金固收高频数据跟踪
- 2024.6.14 简评：M1和M2增速差继续下滑，利率或仍将走低——5月金融数据点评
- 2024.6.15 信用债收益率跟踪周报：信用利差低位收窄
- 2024.6.15 中国利率策略周报：工业品去库存压力下价格可能震荡走弱，带动利率下行

行业

- 2024.6.11 公用事业：风光公用环保周报：绿电利好政策频出，底部估值有望修复
- 2024.6.11 传媒互联网：周报：年内第三批进口游戏版号公布，关注多元内容表现及大厂AI应用加速落地进程
- 2024.6.11 机械：中金通用自动化周报：5月制造业PMI环比向下，关注纺织机械补库机会
- 2024.6.11 传媒互联网：2024年端午档回顾：票房表现平淡，关注暑期档影片定档进展
- 2024.6.11 REITs：公募REITs周报（6.3-6.7）：成交活跃度略有修复，市场扩类扩容持续推进
- 2024.6.11 科技硬件：原材料需求双驱动，覆铜板景气度有望步入上行通道
- 2024.6.11 银行：5月金融数据前瞻
- 2024.6.11 科技硬件：苹果AI正式发布，终端有望迎换机浪潮
- 2024.6.12 机械：挖机内需持续正增长，关注出口链变化
- 2024.6.12 传媒互联网：2024端午OTA数据一览：旅游需求持续，人均消费承压
- 2024.6.12 不动产与空间服务：周评#394：二手房销售走平，新房季节性回落
- 2024.6.12 轻工日化：跨境电商支持政策落地，跨境龙头快速成长可期
- 2024.6.12 汽车及零部件：5月车市温和复苏 新能源渗透率再创新高
- 2024.6.13 金融：中金看海外 主题 | 日本低利率时代系列研究：资管篇
- 2024.6.13 银行：资产质量监测（1）：地产城投风险分析
- 2024.6.13 房地产：5月二手房延续以价换量趋势，挂牌量趋稳
- 2024.6.13 交通运输物流：双周报#391：出口海空运高景气，快递量价改善
- 2024.6.14 机械：金属矿山设备：上游涨价需求迎风起，出海开启新篇章
- 2024.6.14 传媒互联网：广告4月：大盘同比微降，关注618期间广告投放表现
- 2024.6.15 银行：换挡减速的金融数据

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn