



大同证券
DATONG SECURITIES

证券研究报告

2025年7月1日

向阳而生，于不确定性中追寻确定性

——2025年下半年宏观及政策展望

大同证券研究中心

分析师：景剑文

证书编号：S0770523090001

邮箱：jingjw@dtsbc.com.cn

风险提示：政策效果不及预期、贸易环境恶化、地缘政治风险超预期加剧

请仔细阅读报告最后的重要法律申明

✓ 2025年宏观经济展望：预计二季度GDP增速仍有望达到5.3%，全年GDP增速有望达到5.2%

- 上半年，全球经济陷入不确定性中，特朗普团队极具“短期主义色彩”的关税政策，以及多点频发的地缘冲突，对全球经济带来了相对消极的影响。但从国内角度来看，出口+消费的双引擎模式走出确定性，构筑出了经济新常态，制造业和地产的对冲，也使得短期投资端风险可控，一季度GDP增速表现亮眼。预计下半年在高质量发展的基调下，二季度GDP增速仍有望达到5.3%，全年GDP增速有望达到5.2%。

✓ 从具体宏观数据展望：通胀有望温和回暖，消费、投资、出口“向新而行”

- 通胀有望缓幅回升，核心CPI或是下半年关键因素。上半年，通胀仍处于相对低位，CPI、PPI弱势震荡，食品、能源双弱是影响通胀的根本原因，核心CPI表现相对较好，对物价温和上涨起到了支撑作用。展望下半年，核心CPI仍是促进物价温和上涨的关键因素，预计全年中枢有望回暖，达到0.2%，而CPI-PPI剪刀差相对稳定，企业预期短期仍有保证下，PPI下半年或有望上行，全年中枢有望达到-2%；
- 工业增加值仍有赖于高技术产业支撑。在各类政策、资金支持下，高技术产业有望走出亮眼表现，带动规上工业企业发力，预计规上工业企业全年增速仍有望达到6.1%；

- 消费、投资、出口三驾马车未来仍需“向新而行”。这也符合我们之前在2024年度宏观展望中提到的观点，社零数据表现良好，主要有赖于“国补”下服务型新消费动能的提升。投资端，制造业的强劲发展有效中和了地产的弱势，但下半年投资端发展，地产企稳仍是重点。而出口方面，高附加值、新质生产力的出口，也为出口在不确定性的世界环境中寻求到了确定性的发展方向。综合来看，预计下半年消费、投资、出口依然维持“向新而行”大方向，以确定性应对不确定性；
- 企业利润需关注下半年民企动能表现。规模以上企业利润缓幅回暖，经济回暖下，民营企业动能走强，有望带动经济加速复苏，但后续能否保持，仍需观望政策落实力度。
- ✓ 2025年财政与货币政策展望：“双宽松”有所成效，下半年，财政政策或可期待结构性调整，货币政策或更多提供协同配合功效
- 财政政策角度来看，上半年财政政策发力靠前，经济增长超预期。这在一定程度上为后续财政政策留下了更多的弹性空间，但受限于土地财政和低物价，财政收入压力仍较大，后续财政政策加码可能性较低，但财政支出结构性调整依然值得期待。
- 货币政策角度来看，宽松仍是主基调，上半年降息降准、一揽子金融政策很好的应对了市场不确定性风险，进入下半年，预计信贷扩张模式短期仍不会结束，政府债发放力度仍会保持高位，且预计下半年降准降息仍会进行，但力度或不会过大，更多偏向同其他宏观政策相配合，打出“组合拳”，方能更好发力增效。

一

宏观经济展望

1. 全球经济：主体经济走出底部，美国降息节奏放缓
2. GDP增速：经济增长进入“新常态”，高质量发展在路上
3. 通胀：仍处于低通胀趋势，核心CPI支撑后续通胀缓幅回暖
4. 工业增加值：高技术产业带动发展
5. 消费：新消费在政策暖阳下成长
6. 投资：强制造蓄势待发，弱地产下行有底
7. 出口：全球不确定性加剧，出口结构性分化
8. 工业企业利润：有望缓幅回暖

二

政策展望

1. 财政政策：已有政策成效显著，后续发力仍有空间
2. 货币政策：资金流动性相对较好，后续降准降息仍可期待



✓ **不确定性因素积聚，全球经济增长失速。**上半年，全球经济不确定性增加，特朗普团队开展的关税政策显示出极为强烈的“短期主义色彩”，其与美国所奉行的长期战略的不相合，在极短时间内引发了美国国内和国际不同程度的混乱。而在世界的另一端，俄乌冲突虽有缓和，但结束尚无期限；其他不同地区的小规模地缘冲突频发，虽消弭速度相对较快，但依旧为全球市场带来了极大的不确定性。在此背景下，全球主要经济体经济增长失速，一季度复苏节奏被打乱，美、欧、日均面临不同程度的经济衰退风险。

图表1：全球经济主体主要经济数据指标

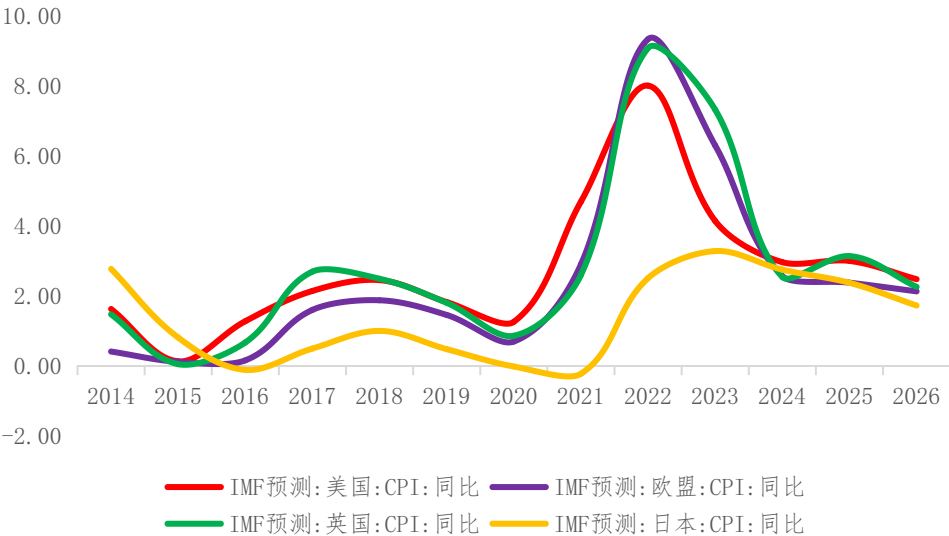
经济体	指标	2025年第二季度		2025年第一季度			2024年第四季度			2024年第三季度		
		5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月
美国	实际GDP增速（环比折年率，%）			-0.2			2.4			2.8		
	失业率（%）	4.20	4.20	4.20	4.10	4.00	4.10	4.20	4.10	4.10	4.20	4.30
	CPI（%）	2.40	2.30	3.00	2.80	2.40	2.90	2.70	2.60	2.40	2.60	2.90
欧元区	实际GDP增速（同比，%）			1.5			2.9			0.9		
	失业率（%）		6.20	6.30	6.30	6.30	6.20	6.20	6.30	6.30	6.30	6.40
	CPI（%）	1.90	2.20	2.50	2.30	2.20	2.40	2.30	2.00	1.70	2.20	2.60
英国	实际GDP增速（同比，%）			1.27			1.47			0.95		
	失业率（%）		4.60	4.50	4.40	4.40	4.40	4.40	4.30	4.30	4.00	4.10
	CPI（%）	3.40	3.50	2.60	2.80	3.00	2.50	2.60	2.30	1.70	2.20	2.20
日本	实际GDP增速（环比折年率，%）			-0.2			2.2			1.2		
	失业率（%）		2.70	2.60	2.40	2.30	2.20	2.40	2.40	2.50	2.50	2.70
	CPI（%）	3.50	3.60	3.60	3.70	4.00	3.60	2.90	2.30	2.50	3.00	2.80

数据来源：Wind，大同证券

全球经济——主体经济走出底部，美国降息节奏放缓

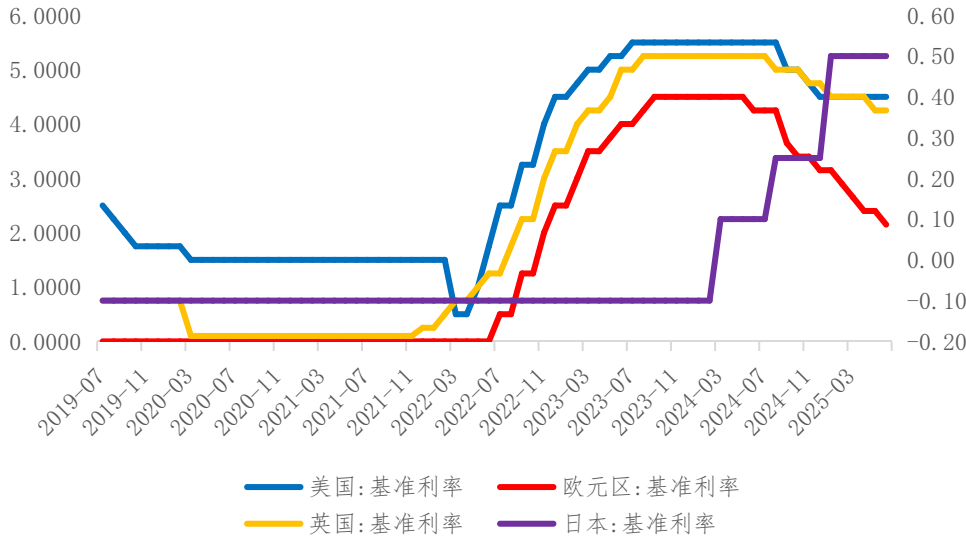
- ✓ **主要经济体通胀预期向好，后续流动性空间有望打开。**从IMF预测可以看出，在为期两年的全球加息潮之后，全球主要经济体通胀水平高位回落，在维持稳定后，预期后续温和回落，整体可控。2024年，美国、欧盟、英国等主要经济体均于2024年开展了不同程度的降息，整体有所成效。而进入2025年上半年，欧盟、英国仍处于降息节奏中，而美国却由于关税政策的冲击，降息节奏有所停滞。
- ✓ **稳定币或带来美国宽松新模式。**在经济衰退风险、通胀整体可控、流动性空间打开等诸多因素下，美国面临降息压力，但《稳定币法案》的落地，为美国流动性宽松带来了另外一种方式，而这种基于数字货币的宽松渠道，也在一定程度上压低了美国降息的预期，年内降息预期虽未变，但两次预期可能性走低。

图表2：IMF预测全球主要经济体通胀情况



数据来源：Wind，大同证券

图表3：全球主要经济体进入降息周期

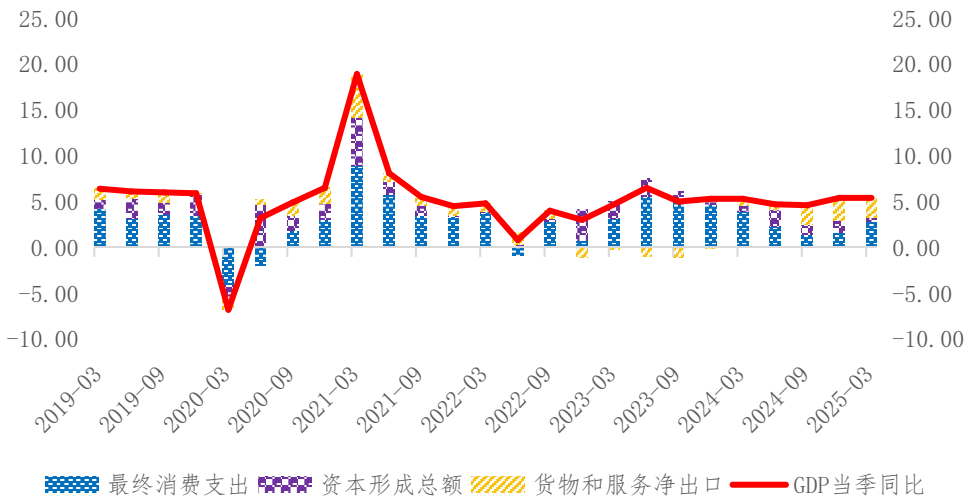


数据来源：Wind，大同证券

GDP增速——经济增长进入“新常态”，高质量发展在路上

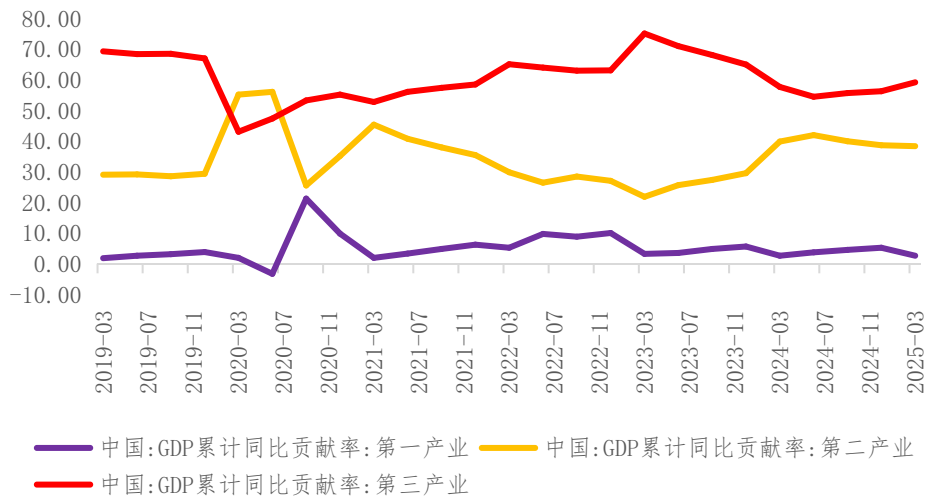
- ✓ **出口-消费双引擎，构筑经济增长“新常态”。**从支出法的角度来看，自2024年下半年，到2025年一季度，整体呈现出出口与消费并驾齐驱的态势。一方面，在各项刺激性政策下，消费有所回暖，再度担纲驱动经济增长引擎，另一方面，出口虽受国际形式影响有所下滑，但伴随着中国各类产品的高端化、精细化，出口依旧表现出强力支撑。而投资方面，制造业对地产的对冲仍难以达到效果。我们预计，后续出口仍面临不确定性扰动，消费年中可能受季节性扰动、政策力度等影响，小幅回落后再度回暖，制造业继续保持对地产的对冲，地产边际走暖趋稳。
- ✓ **二、三产业恢复有序，第一产业平稳发展。**从生产法的角度来看，第一产业作为大国基底，在农业安全、粮食安全等相关政策持续落地，保证第一产业平稳发展。强基建、强制造背景下，国际、国内双重需求促使第二产业持续拉升，成为带动经济发展的一大动力。而中国服务业等第三产业于2024年重新企稳回升，再度带动经济回暖；预计后续第一产业仍保持平稳发展，第二产业保持强劲，第三产业或在政策推动、经济复苏推动下走强。

图表4：支出法下国内GDP增速情况



数据来源：Wind，大同证券

图表5：生产法下国内GDP增速情况

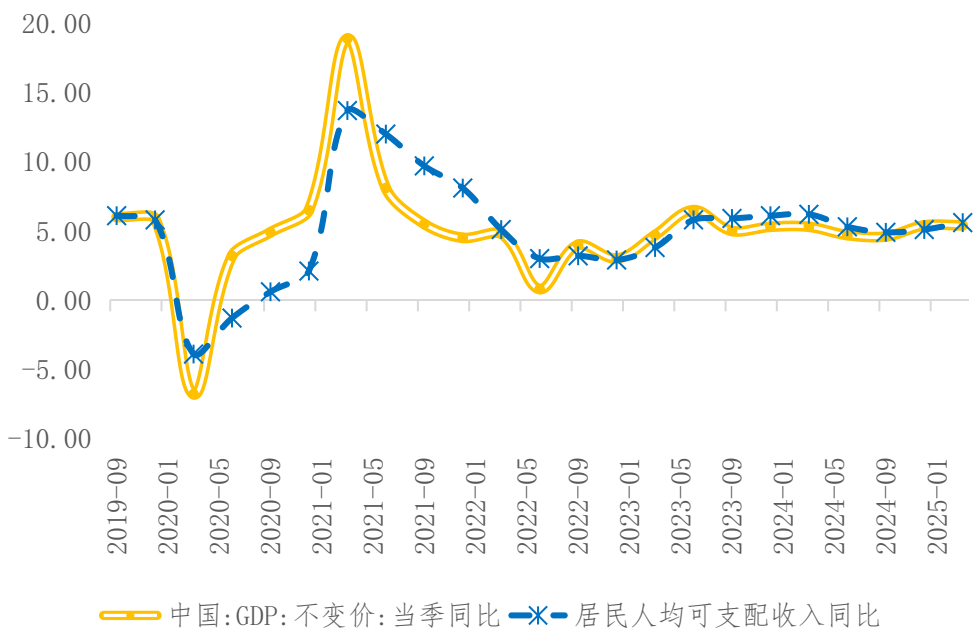


数据来源：Wind，大同证券

GDP增速——经济增长进入“新常态”，高质量发展在路上

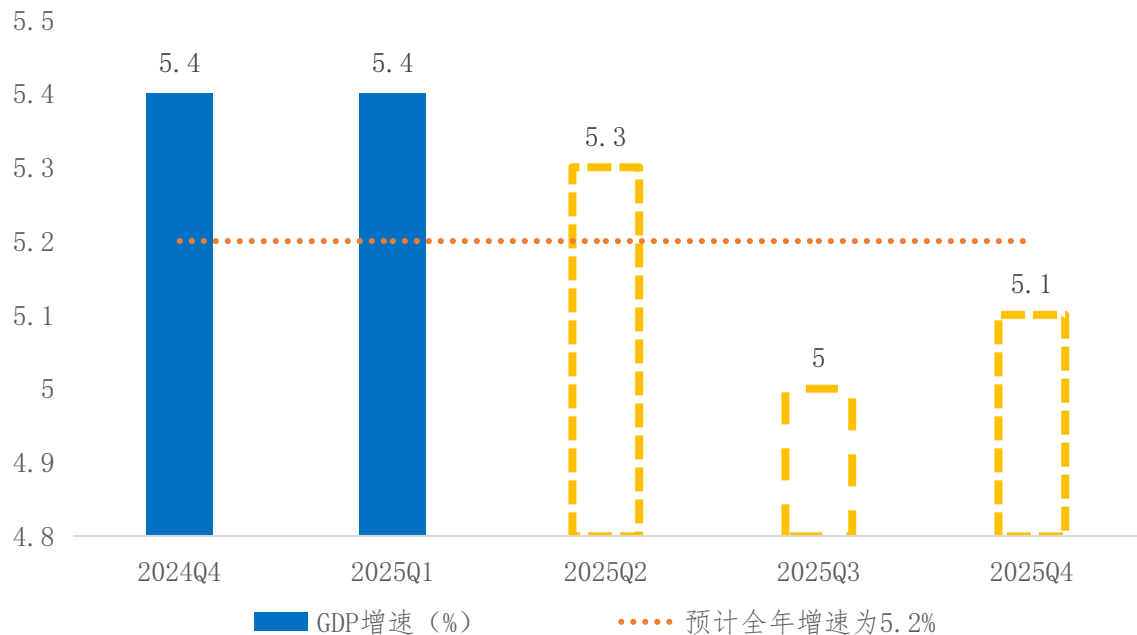
✓ 经济增速逆全球回暖，全年经济增长目标有望达成。2025年一季度，我国GDP同比增长5.4%，与2024年四季度保持持平，较全球主要经济体的回落形成鲜明对比。在当下，我国经济增长进入促消费、强制造、稳地产、扩大开放的新常态，经济增长向高质量增长全面进发，经济韧性十足。面对国际社会的一系列不稳定态势，中国始终走在正确的道路上，以坚定不移的决心走出经济发展确定性，在不确定性中追寻确定性，以确定性消除不确定性带来的影响。因此，我们预测，2025年二季度经济增速仍能够达到5.3%，三季度、四季度经济增速有望实现5%、5.1%，全年增速预计达到5.2%。

图表6：经济增速同人均可支配收入情况



数据来源: Wind, 大同证券

图表7：GDP增速预测

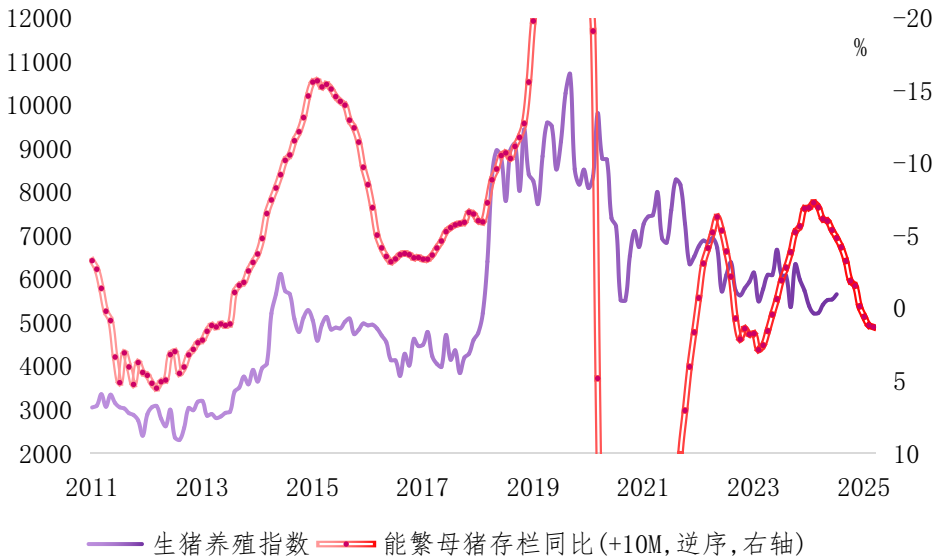


数据来源: Wind, 大同证券

通胀——仍处于低通胀趋势，核心CPI支撑后续通胀缓幅回暖

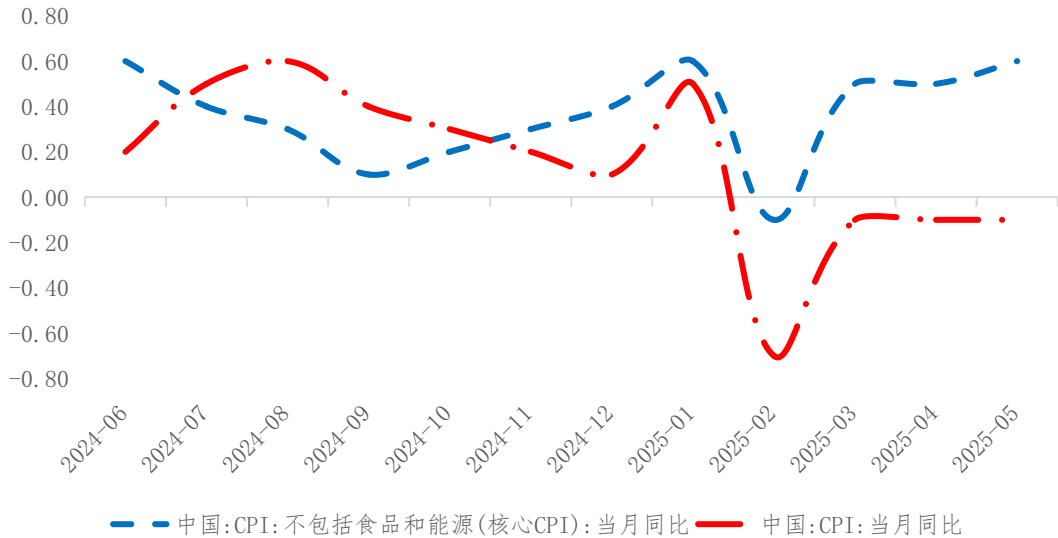
✓ **食品、能源动力不足，仍需关注核心CPI。**就CPI来看，2025年2月起，持续疲软，低位震荡，综合显示，当前仍处于低通胀趋势。而从结构上来看，核心CPI表现平稳，已回到1月高点，在“国补”等相关政策的推动下，居民服务消费相对稳定，而食品、能源对CPI支撑动力不足。向后看，猪肉进入“弱周期”，能繁母猪存栏同比处于正增长，供给预计在Q3、Q4显著增长，对全年价格造成冲击，对后续CPI支撑力度不足；而以原油为代表的能源受限于供需失衡，经济失速下能源需求不足，伊以冲突影响短暂且有局限性，后续仍难以推升能源价格上涨；因此，后续通胀能否回升或仍需关注核心CPI表现，但在地产仍然未能企稳的情况下，对核心CPI拉动较大的服务类商品涨幅或有限，核心CPI下半年上行空间或并不大。因此，综合来看，我们认为全年CPI中枢预计缓幅上移，预计有望达到0.2%。

图表8：能繁母猪存栏同比正增长



数据来源：Wind，大同证券

图表9：核心CPI数据表现稳定

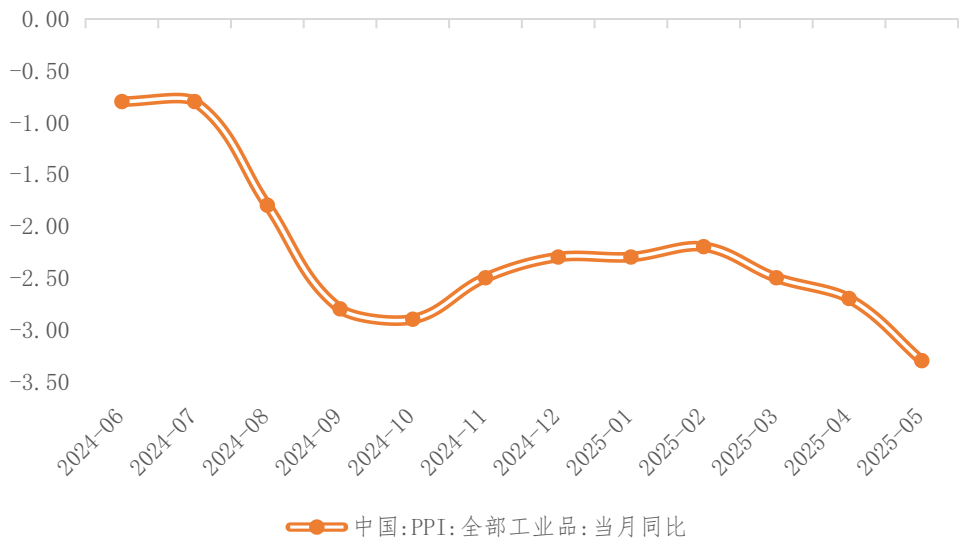


数据来源：Wind，大同证券

通胀——仍处于低通胀趋势，核心CPI支撑后续通胀缓幅回暖

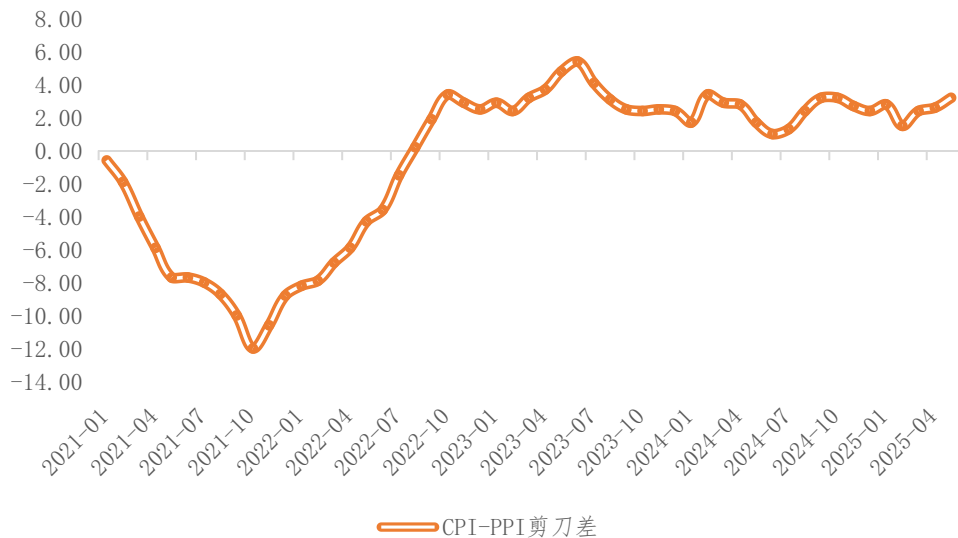
- ✓ **内外双扰动下，PPI回落较大。**就数据角度来看，PPI表现不佳，年初短暂拉升后持续走弱。从海外因素来看，美国关税政策的冲击，导致了大宗商品价格的持续走低；叠加上半年，地产下行趋势未得到有效改善，内需拉动不足对于PPI造成一定制约。内外双重因素下，导致上半年PPI持续走弱。
- ✓ **CPI-PPI剪刀差可控，后续通胀改善仍需关注核心CPI。**但可以看到，CPI-PPI剪刀差仍相对处于稳定区间，企业预期仍然相对平稳，短期不会影响到企业决策。因此，下半年预计在关税政策逐渐回稳，房地产市场得以止跌的前提下，PPI或经历先降后升态势，全年增速有望维持-2%左右，后续通胀改善仍需关注核心CPI表现。

图表10：PPI表现持续趋弱



数据来源：Wind，大同证券

图表11：CPI-PPI剪刀差维持在合理区间

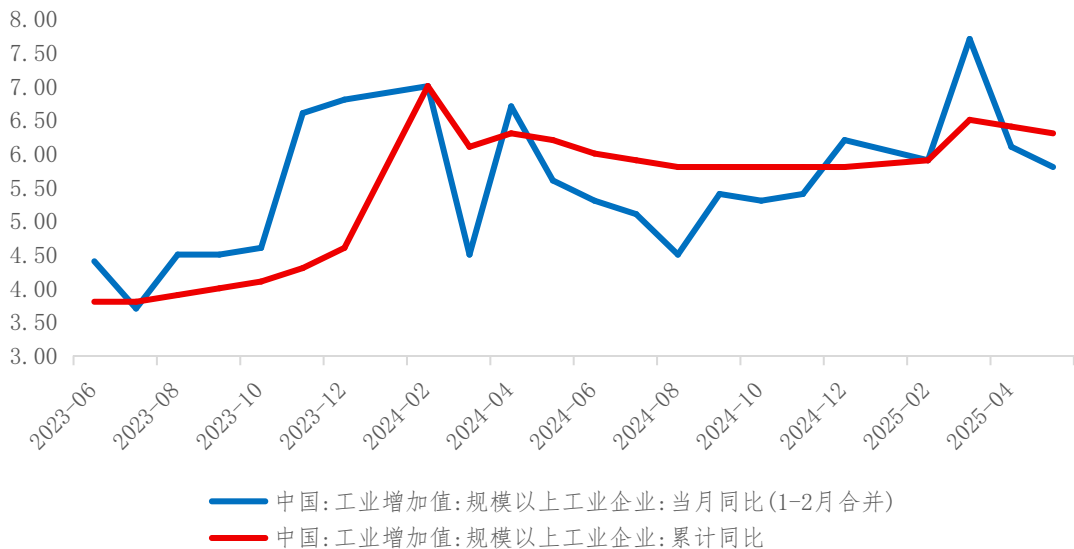


数据来源：Wind，大同证券

工业增加值——高技术产业带动发展

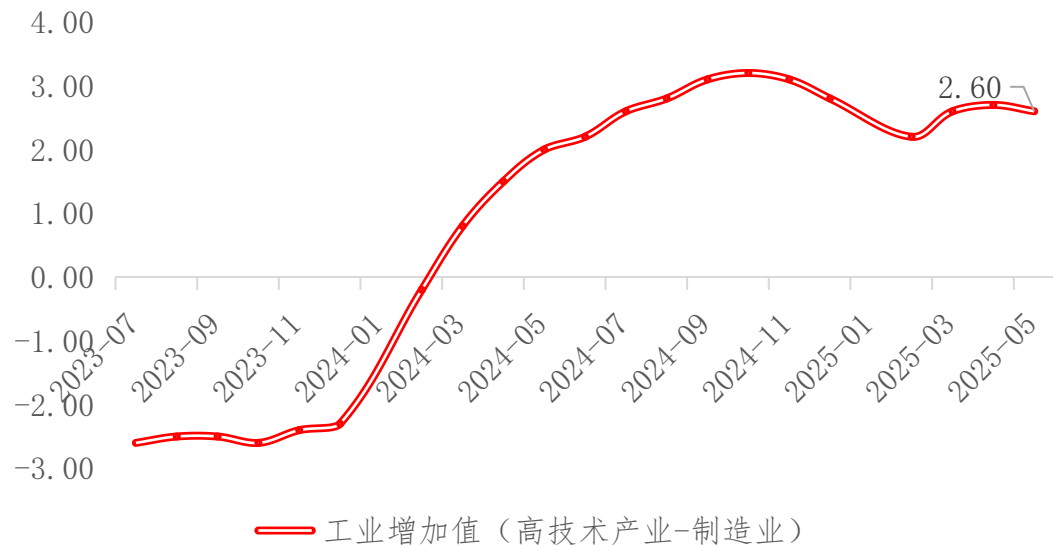
- ✓ **工业增加值短期表现平稳，供给端表现亮眼。**截至2025年5月，上半年市场工业增加值表现平稳，较去年再度走高，供给端整体表现亮眼。政策端的发力驱动，是工业增加值得以保持良好上冲力度的关键，同时，规上企业在本轮表现良好，持续聚焦下其“龙头效应”得以展现。
- ✓ **高技术产业带动发展，下半年有望保持增长态势。**而分结构来看，高技术产业的工业增加值依旧是拉动整体的主力梯队。在各类政策、资金推动下，预计下半年，高技术产业依旧有望带动工业增加值保持增长态势。但依旧要注意，全球经济增速放缓下，外部环境可能存在的扰动，可能依旧会对部分行业产生影响，进而影响全年规模以上工业增加值增速。综合来看，规上工业企业全年增速仍有望达到6.1%。

图表12：规模以上工业企业短期表现平稳



数据来源: Wind, 大同证券

图表13：高技术产业是拉升主力

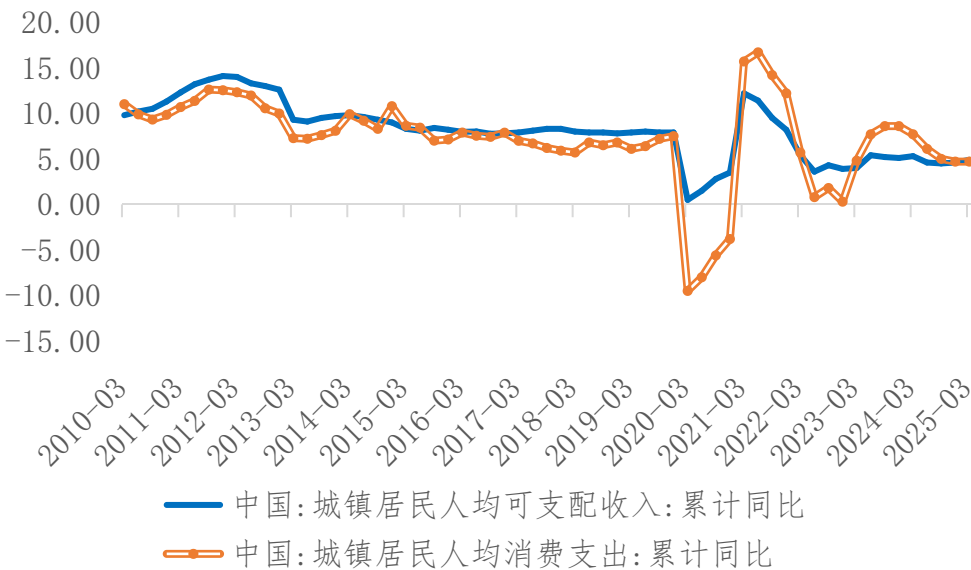


数据来源: Wind, 大同证券

消费——新消费在政策暖阳下成长

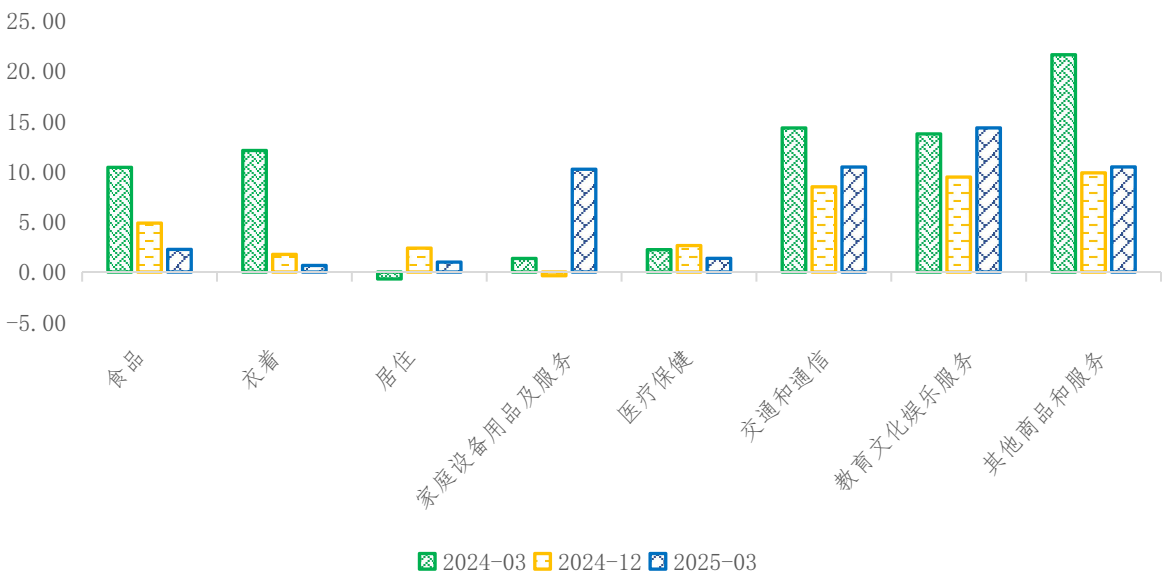
- ✓ **社零数据表现良好，消费增速维持平稳。**截至2025年5月，社会消费品零售总额达到41326亿元，同比增长6.4%，1-5月份，社会消费品零售总额累计达203171亿元，同比增长5.0%，整体表现良好。在社零数据的背后，是持续保持稳定的居民消费。促消费政策的落地发力，对居民部门的消费提振仍有显著效果。
- ✓ **服务性商品成为年度关注重点。**结构上看，服务类商品支出增速走强，其中，家庭设备用品及服务表现优异，远超过往。这一方面表现出“国补”等相关政策的效果显著；另一方面新消费作为区别于传统的必要性消费，或能够更好的释放居民消费需求。往后看，消费电子、文旅等新消费的走强，有望成为后续居民消费回暖的支撑力量。

图表20：居民收支较20年前差距较大



数据来源: Wind, 大同证券

图表21：高弹性商品支出增速下行明显

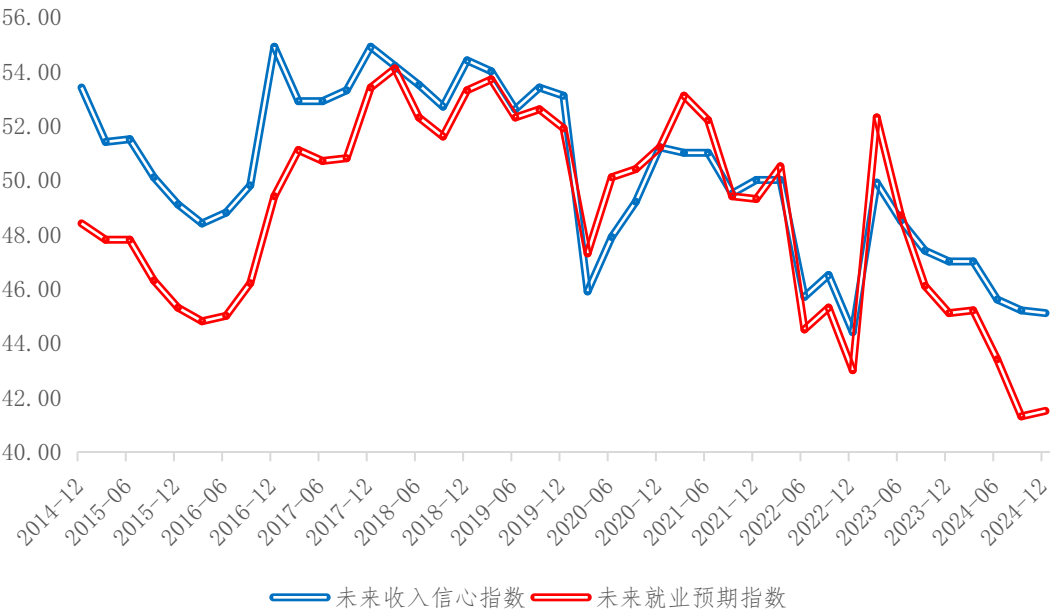


数据来源: Wind, 大同证券

消费——新消费在政策暖阳下成长

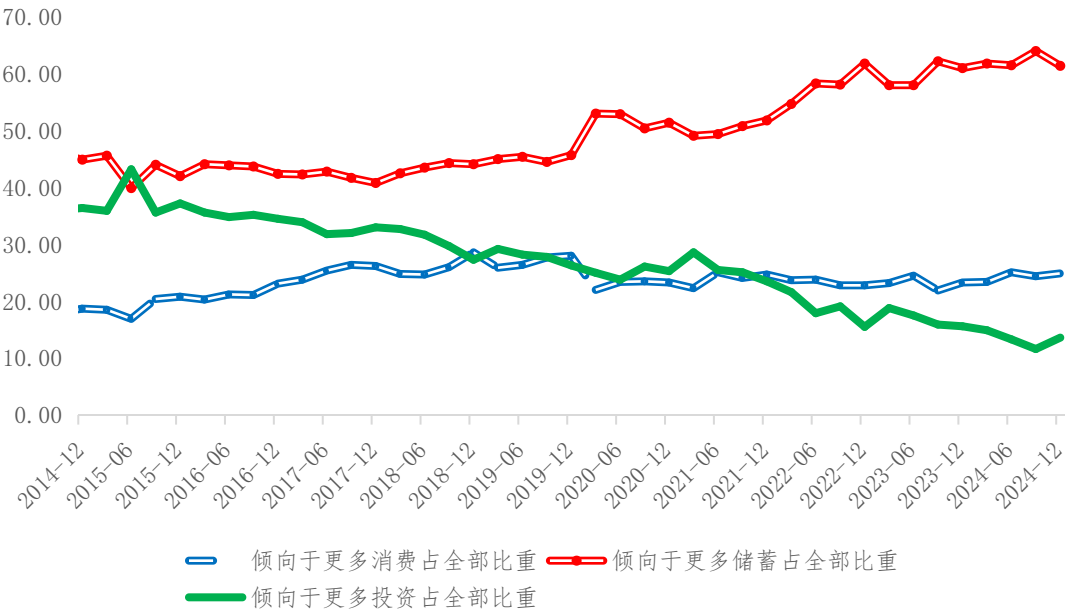
- ✓ **居民预期回稳将成为影响消费的重要因素。**央行的调查数据显示，居民信心在持续回落后，于2024年底有企稳迹象。在各项稳增长、促消费政策的助力下，居民预期在走入低谷后，或会走出阶段性上行趋势，预期的回暖或会间接反映在消费上，助力后半年消费走强。
- ✓ **储蓄、消费意愿维稳，居民对于投资的倾向依然较弱。**央行调查数据显示，居民储蓄意愿在近年来持续拉升后进入平淡期，降息+消费新场景，或有望使后续储蓄占比回落，消费走强。而投资层面仍未有较好的改善，楼市、股市尚未能引起居民的投资热情。

图表14：居民预期有触底回稳迹象



数据来源：Wind，大同证券

图表15：储蓄、消费意愿维稳

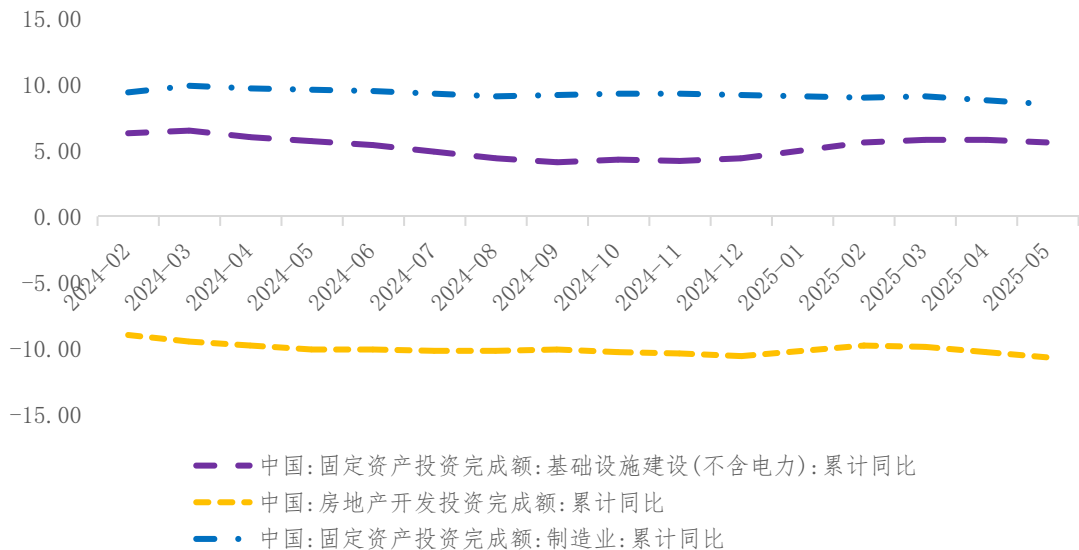


数据来源：Wind，大同证券

➡ 投资——强制造蓄势待发，弱地产下行有底

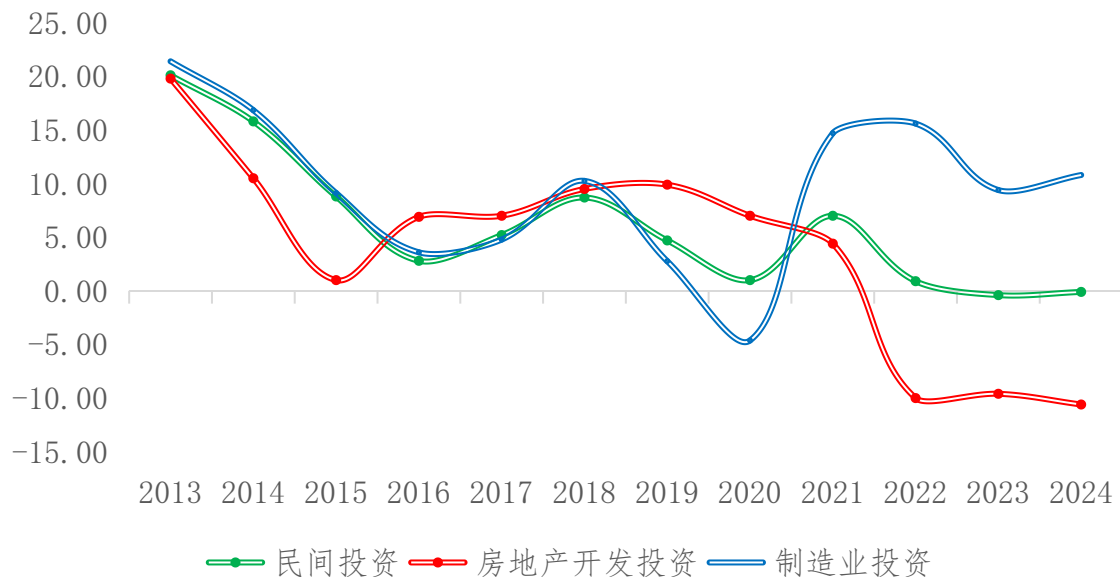
- ✓ **制造、基建依旧保持强劲，地产依旧走弱。**截至2025年5月，制造业、基建投资完成额仍然保持强劲，增速维持在5%左右，而房地产开发投资完成额仍处于弱势震荡，强制造，弱地产依然是未来投资的趋势所在。但可以预测，在制造业、基建保持稳定增速的情况下，后续稳地产的政策将会接续落地，前期相关政策也有望落地显效，因此综合来看，下半年地产下行有底概率较大。
- ✓ **地产下行，民间资本仍偏弱。**而从另一个角度看，民间资本的趋弱似乎更值得关注，下半年，如何依托政策调动现有民间资本投资意愿，或将是后续政策的主要考虑方向。

图表16：制造业、基建保持强劲，对地产形成对冲



数据来源: Wind, 大同证券

图表17：制造业表现较较优

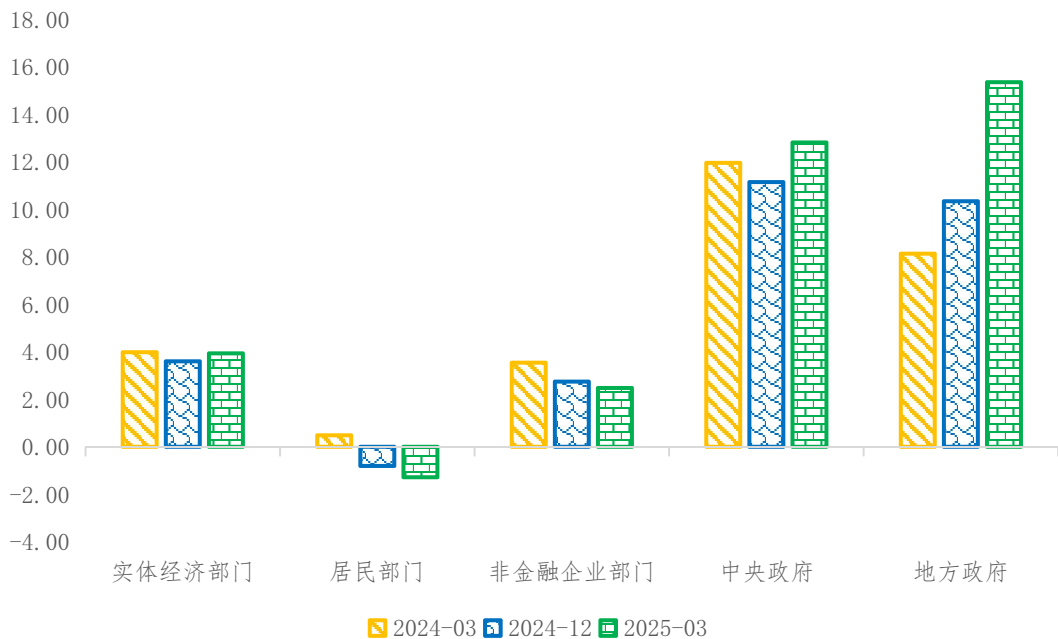


数据来源: Wind, 大同证券

➡ 投资——强制造蓄势待发，弱地产下行有底

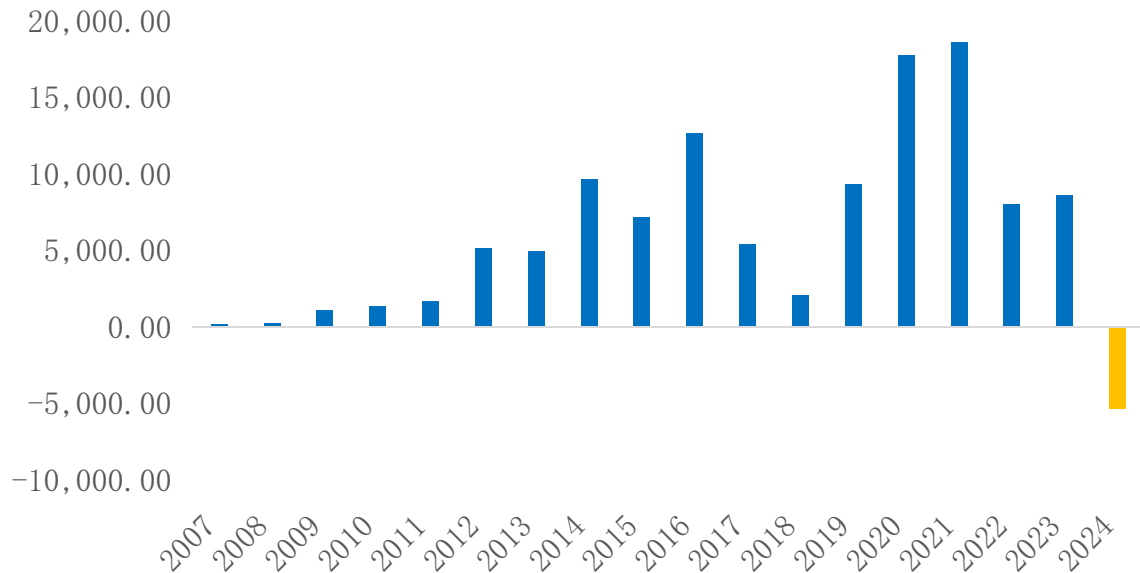
✓ **居民部门、企业部门杠杆力度较弱，政府部门后续仍需承担更多资金压力。**从杠杆率来看，当前居民部门和企业部门加杠杆力度仍旧不足，居民部门杠杆率同比走负，企业部门同比增速有所回落，两大部门的不断走弱，对于整体投资的影响加大。但中央和地方杠杆力度加强，表达出一定的积极信号，政府部门更愿意将压力转移至自己身上，更多能够给到市场相对较强的信心。而地方政府债务问题虽然仍存在，但在化债的积极引导下，仍能够为政府部门解决一定资金压力。预计下半年政府部门仍将会承担更多资金压力，以帮助整体投资市场回归平稳态势。

图表18：各部门加杠杆增速情况



数据来源：Wind，大同证券

图表19：城投债净融资额2024年首次转负

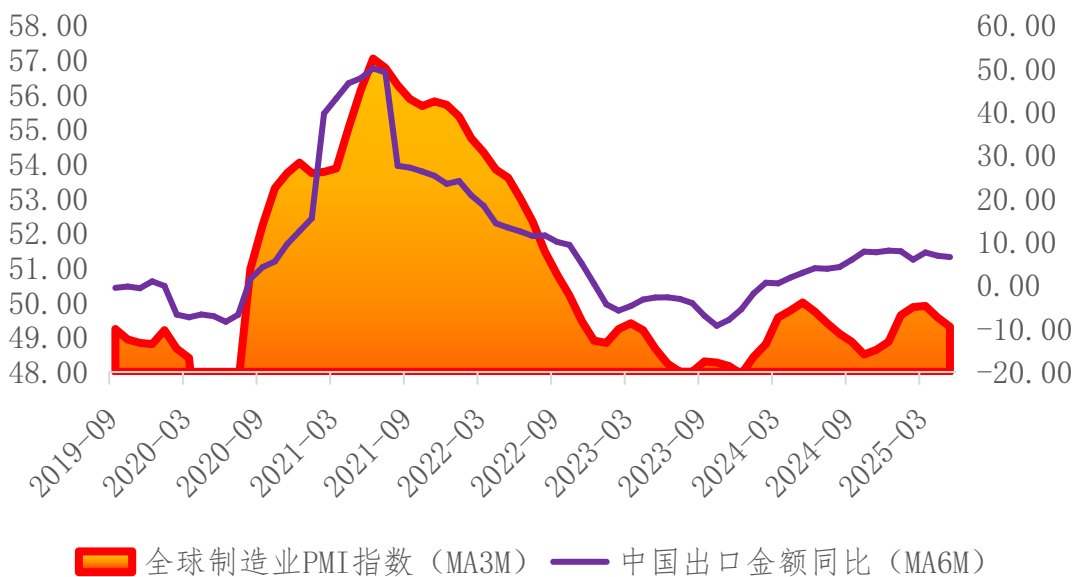


数据来源：Wind，大同证券

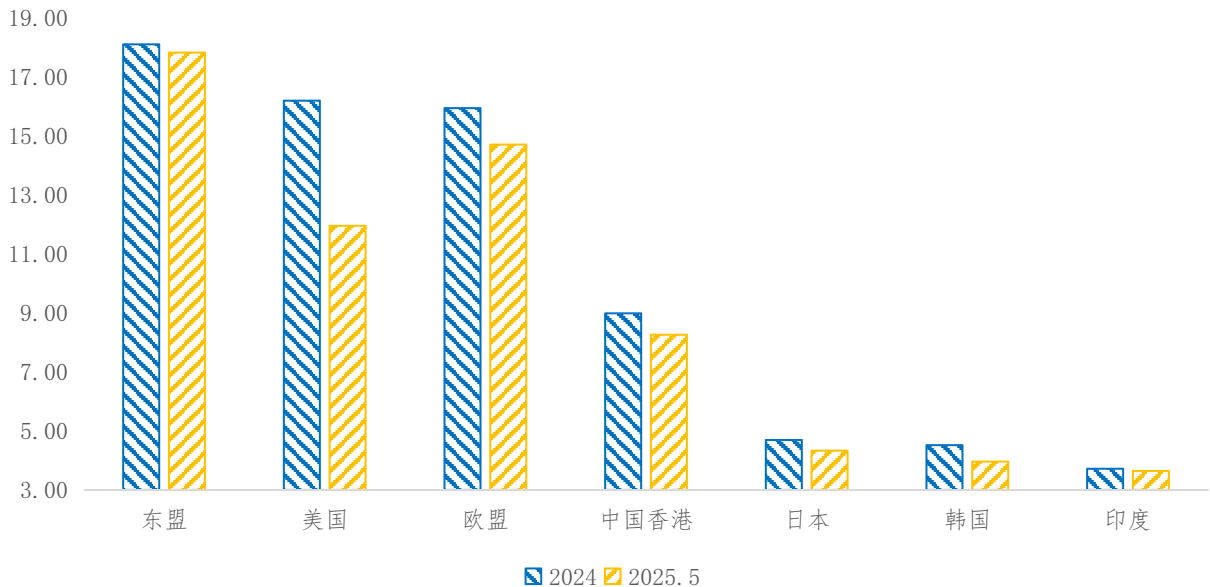
出口——全球不确定性加剧，出口结构性分化

- ✓ **出口仍是国内经济的重要拉动。**需要看到，当前出口仍是国内经济的重要拉动因素，在全球制造业PMI指数阶段回落的情况下，国内出口仍能保持相对平稳，彰显出较强的韧性。
- ✓ **全球不确定性增加，出口对象出现结构性变化。**而关于出口对象方面，在全球不确定性增强，美国关税战下的贸易保护横行阶段，一带一路战略发挥了更加有效的作用，东盟在我国出口金额中的占比长期保持第一，且金额并未受到国际不确定性的影响。而对美国短期出口受到一定程度影响，且美国已经落后于欧盟，成为第三大出口对象。预计后续我们仍将保持现有对外政策，进一步关注东盟、欧盟需求，以确定性应对不确定性。

图表20：出口相对韧性较强



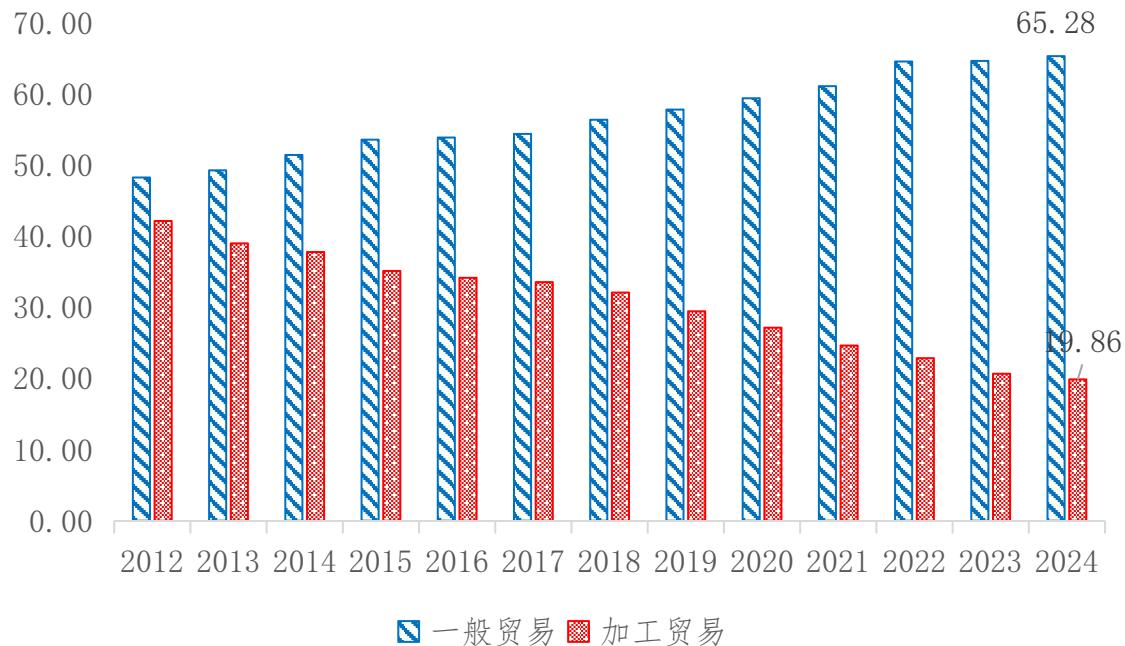
图表21：出口国结构变动不大



出口——全球不确定性加剧，出口结构性分化

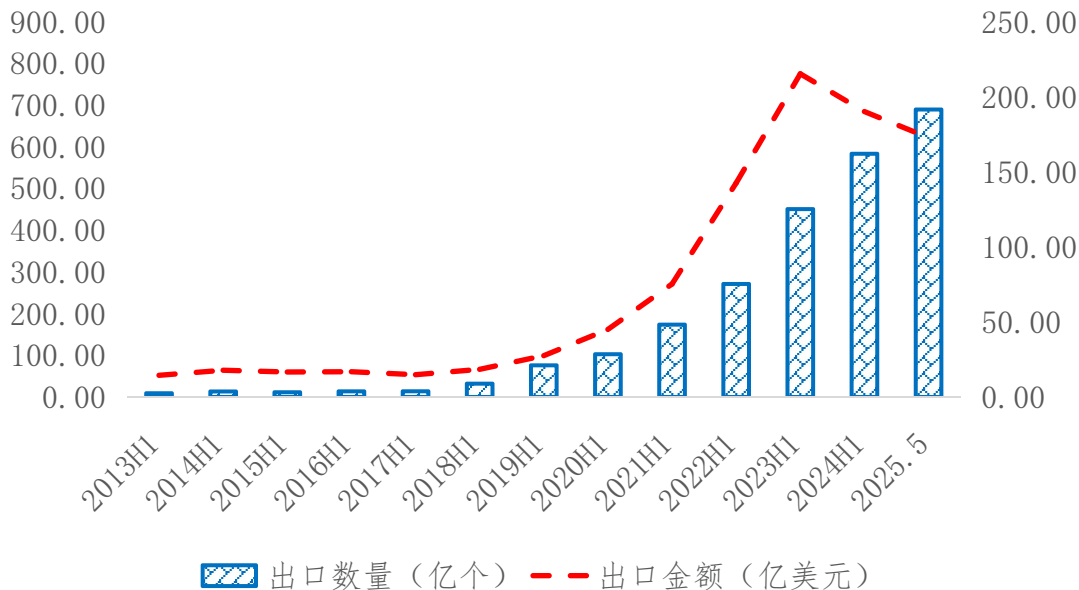
- ✓ **低附加值的加工贸易占比持续回落，高附加值成为“确定性方向”。**低附加值的加工贸易占比仍在不断下降，伴随着中国制造的不断发展，低毛利的加工贸易更多转移向东南亚国家，而高利润的一般贸易未来将成为出口的“确定性方向”。
- ✓ **以“新”促稳，中国品牌助力出口平稳向好。**“新三样”即新能源汽车、光伏和锂电池，代表着新质生产力的出口产品虽在当前占比较小，但上涨势头凶猛，未来有望成为出口风向标，以中国品牌带动出口平稳度过波动期。

图表22：加工贸易回落明显



数据来源：Wind，大同证券

图表23：“新三样”出口表现持续走强

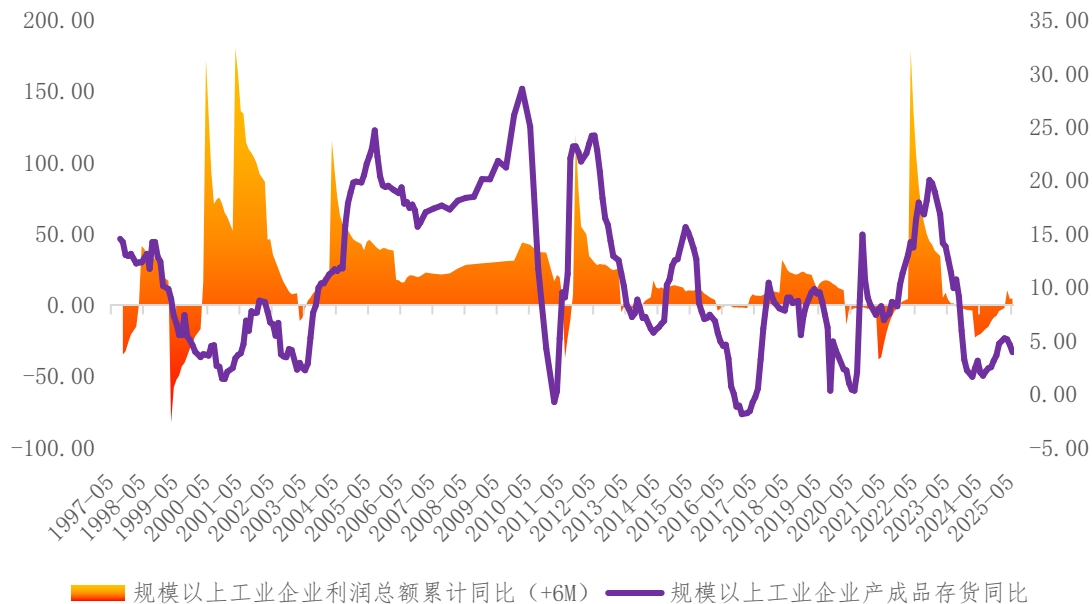


数据来源：Wind，大同证券

工业企业利润——有望缓幅回暖

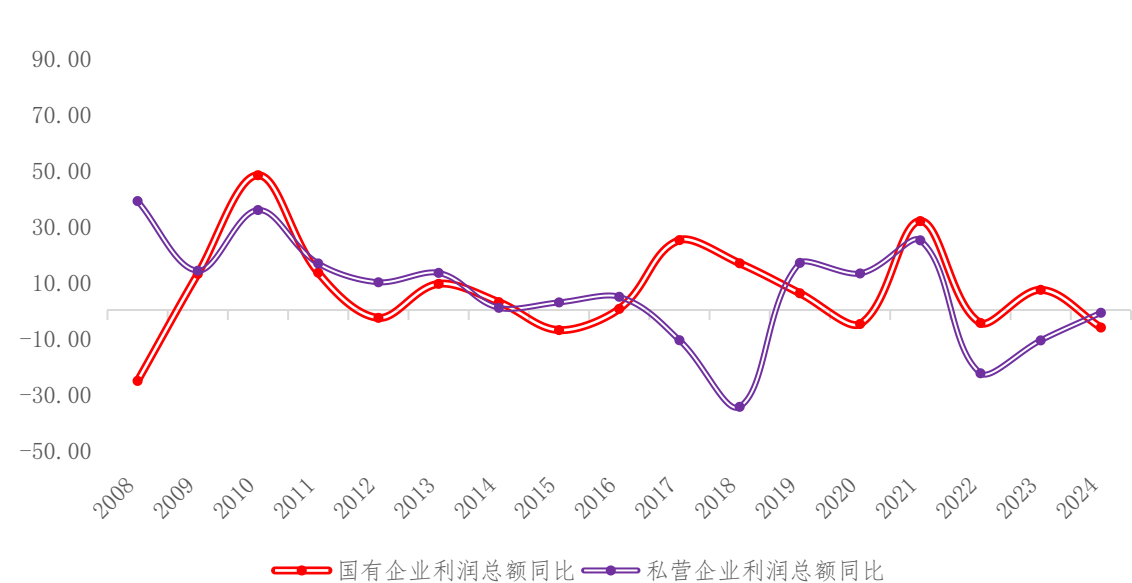
- ✓ **规模以上企业利润缓幅回升，年内有望维持正增长。**企业利润同经济景气是同步指标，而伴随着经济动能有所回暖，规模以上企业利润有所回升，而企业库存决策存在一定粘性和滞后性，在企业利润有所抬升的情况下，或能够对当前库存起到更好的消化作用，进一步增强了产能去化。
- ✓ **民营企业动能回升，能否迎来春天尚需政策扶持。**而这其中，民营企业作为拉动经济的重要组成部分，动能有所回升。抗风险力相对较弱的民营经济，在整体经济有所复苏回暖的情况下，配合政策力度的扶持，动能有望持续拉升，后续能否迎来春天，走出持续上行态势，或仍需要相关政策的扶持。

图表24：企业利润缓幅回升



数据来源：Wind，大同证券

图表25：民营企业动能回升



数据来源：Wind，大同证券

一

宏观经济展望

1. 全球经济：主体经济走出底部，美国降息节奏放缓
2. GDP增速：经济增长进入“新常态”，高质量发展在路上
3. 通胀：仍处于低通胀趋势，核心CPI支撑后续通胀缓幅回暖
4. 工业增加值：高技术产业带动发展
5. 消费：新消费在政策暖阳下成长
6. 投资：强制造蓄势待发，弱地产下行有底
7. 出口：全球不确定性加剧，出口结构性分化
8. 工业企业利润：有望缓幅回暖

二

政策展望

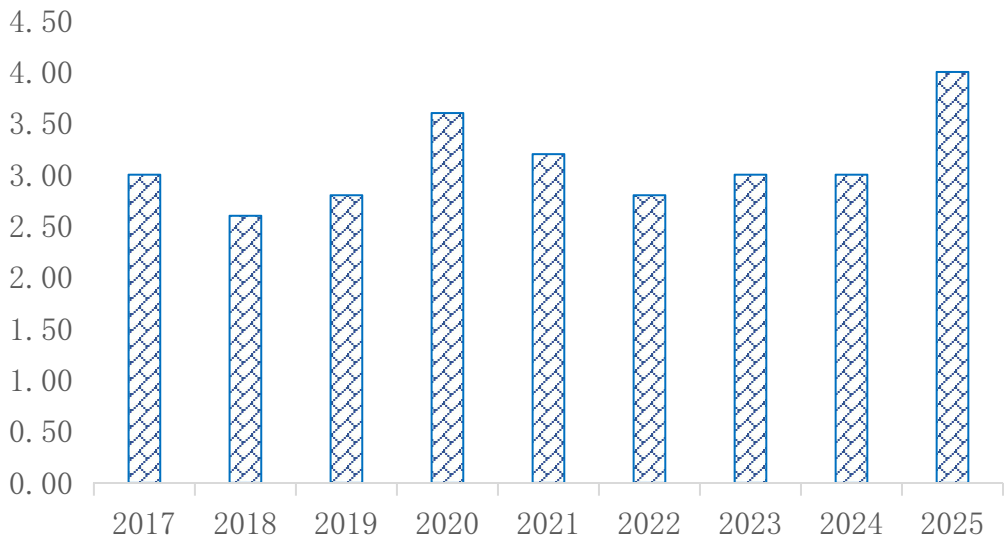
1. 财政政策：已有政策成效显著，后续发力仍有空间
2. 货币政策：资金流动性相对较好，后续降准降息仍可期待



财政政策——已有政策成效显著，后续发力仍有空间

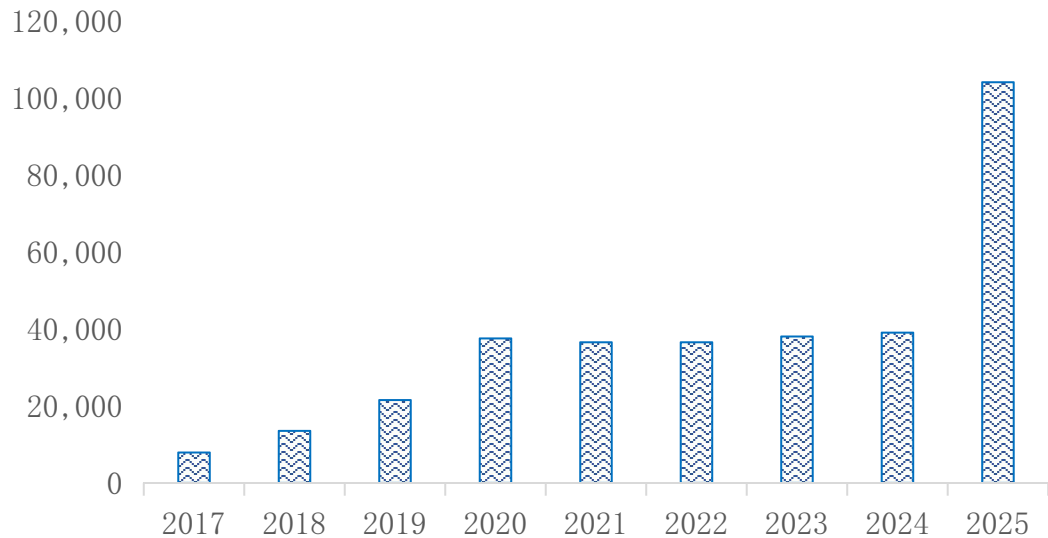
✓ 政策工具的选择上，2025年上半年财政政策呈现出明显的结构性特征，专项债额度扩容成为支持重点领域的重要抓手。政策角度看，在年初的政府工作报告中对于2025年的财政政策再度定调积极，全年4%赤字率，超10亿的地方政府新增专项债、以及特别国债等等，均显示出财政政策保持在正确道路上的决心与信心。而在政府部门接过资金大旗的大背景下，专项债额度扩容成为重点，对于“两新”、“两重”的支持或会促使下半年政策依旧有一定的发力趋向。同时，对于外部潜在的不确定性，当前的财政政策仍然留有后手，后续仍有减税降费等多项举措可以帮助财政走稳走实。

图表26：2025年官方赤字率提升至4%



数据来源：Wind，大同证券

图表27：2025年地方政府新增专项债大幅提升

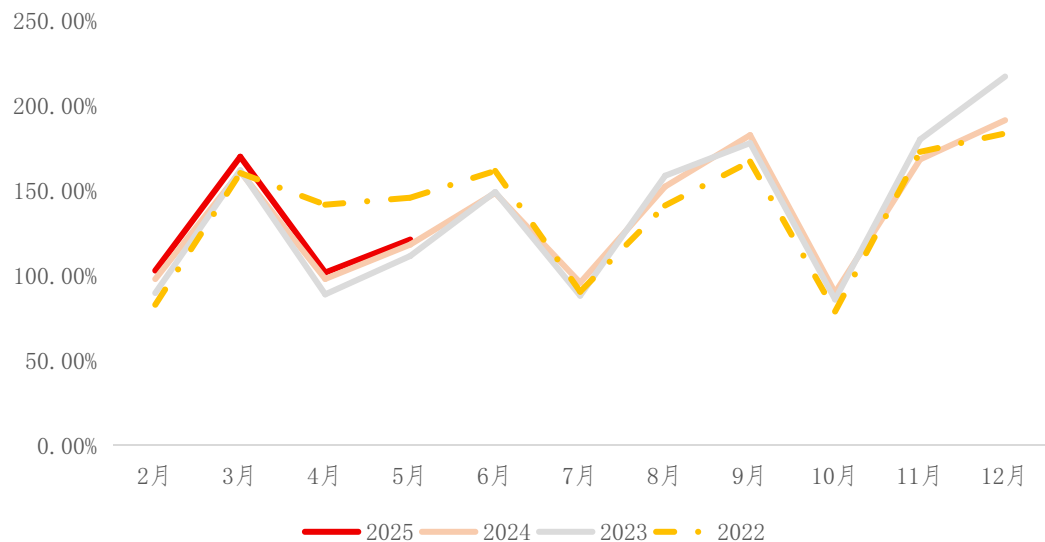


数据来源：Wind，大同证券

财政政策——已有政策成效显著，后续发力仍有空间

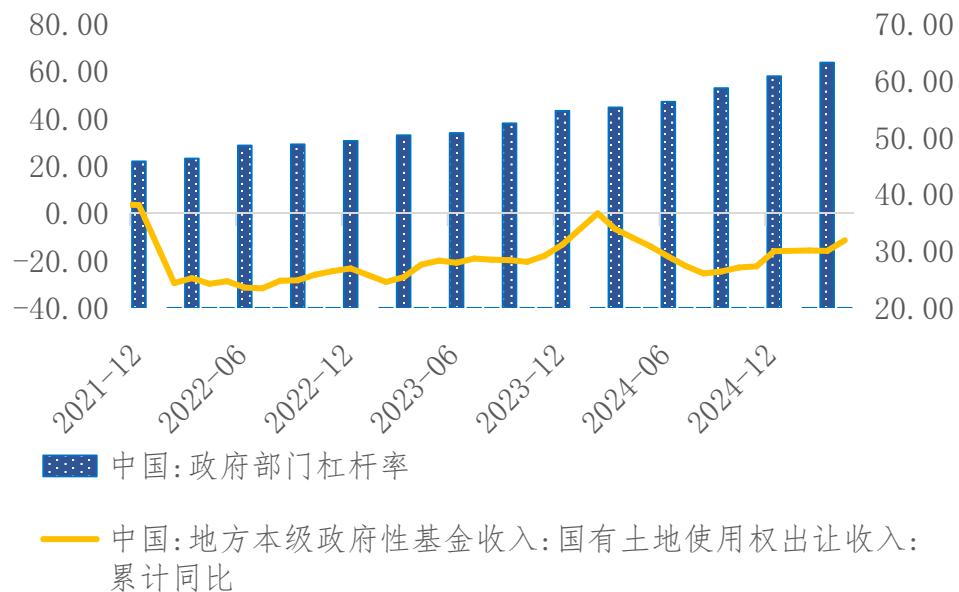
✓ **后续政策留有发力空间，但加码可能性较低。**从全年经济增长目标完成的角度来看，上半年财政政策发力靠前，并助力宏观经济增速走强，在一定程度上为下半年财政政策预留出了一定的弹性空间。而在下半年，经济增速目标能够有效完成的基础上，财政政策加码力度可能不会太强。一方面，土地财政收入依然不甚理想，政府部门收入压力较大。另一方面，较低的物价水平也在一定程度上拖累了广义财政资金的预算水平。综合来看，在宏观经济增长目标完成有所保障，而后续财政收入仍面临较大压力的情况下，下半年财政政策或更多维持当前强度，继续加码可能性较低，但财政支出结构性调整依然值得期待。

图表28：2025年上半年一般公共预算支出强度（支出/收入）较高



数据来源：Wind，大同证券

图表29：土地收入依然较低

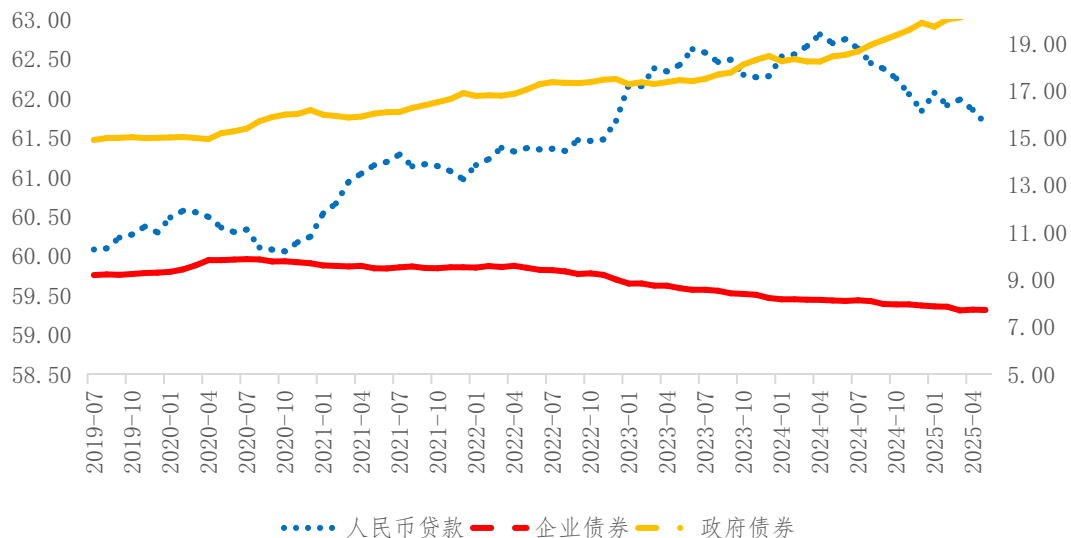


数据来源：Wind，大同证券

➡ 货币政策：资金流动性相对较好，后续降准降息仍可期待

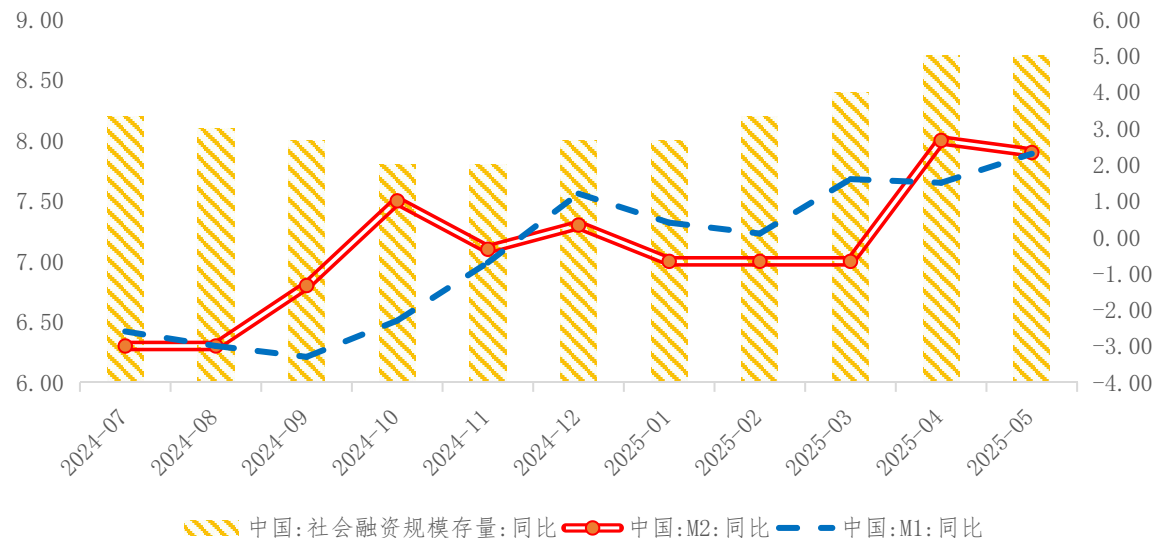
- ✓ **信贷扩张相对稳定，资金活水正不断向市场注入。**信贷方面，当前数据表现相对稳定，以政府债为主导的信贷扩张速度较快，同时，央行高频次逆回购，也为市场注入了更多资金活水。而面对美国关税、地缘冲突导致的国际不确定性的增强，5月，降准降息、一揽子金融政策等接续出台，进而增强了短期信贷投放力度，强化了市场信心。从年内信贷投放节奏来看，政策取向具有一致性预期，预计二季度或走出高位，而在市场流动性有所保障的前提下，三、四季度或逐渐放缓。
- ✓ **社融数据仍相对稳定，后续流动性有保障。**短期大量的信贷投放下，社融数据有望持续走强，在政府部门背负更多资金压力的情况下，资金活水进一步被激活，有助于下半年经济增长动力的提升。预计2-4季度，社融规模存量同比增速有望维持在8.7%左右。

图表30：信贷扩张稳定，政府债发行节奏较快



数据来源：Wind，大同证券

图表31：社融数据表现稳定

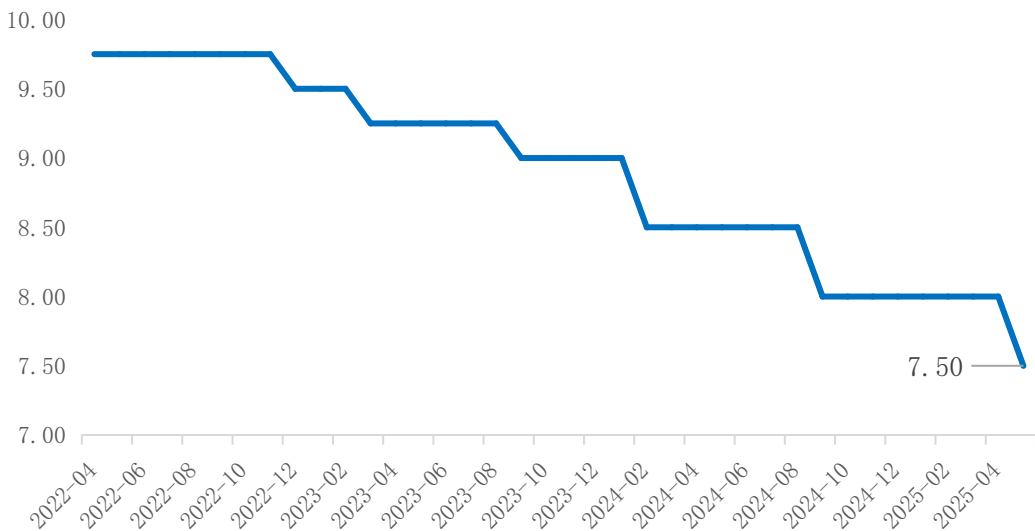


数据来源：Wind，大同证券

➡ 货币政策：资金流动性相对较好，后续降准降息仍可期待

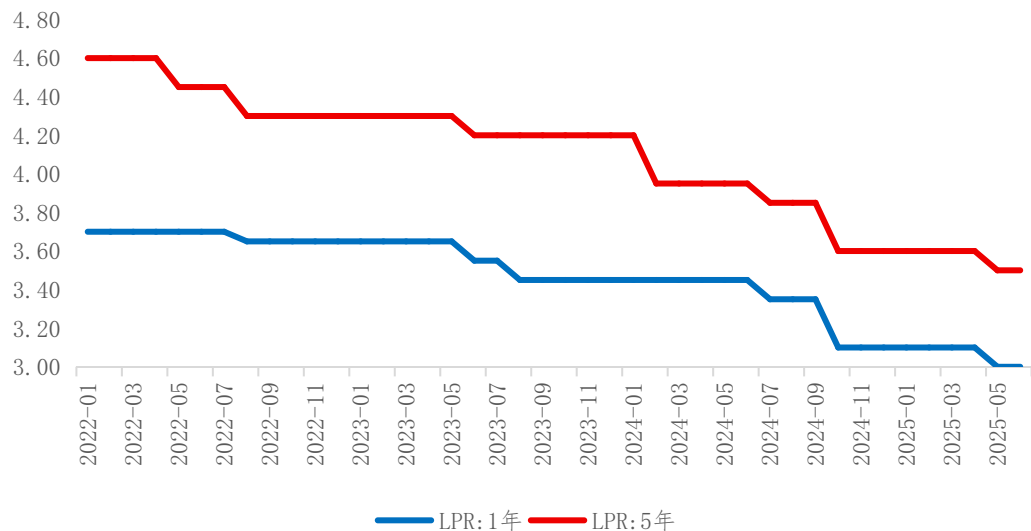
- ✓ 货币政策相对宽松，但后续降准空间可能被进一步压降。截至2025年一季度末，中国大型商业银行的法定存款准备金率为7.5%，较2024年同期下降0.5个百分点，显示出一定的降准潜力。然而，考虑到金融机构的资产负债表健康程度和信贷投放节奏，未来进一步降准的空间可能受到小幅度限制，预计年内降准空间最多为50BP。
- ✓ 宽信用标准下，降息或虽迟但到。截至2025年5月，央行已经开展了一次降息，1年期和5年期的LPR分别下降了10BP，上半年降息力度并未太高，一方面受美联储降息预期走低影响；另一方面，国内经济数据的平稳表现，也是短期利率可以维持的重要标准。但要看到，当前仍存在物价偏低、地产低迷、外部不确定性风险存续现象，下半年，在宽信用标准不变的情况下，货币政策或同其他宏观政策相配合，打出“组合拳”，更好发力增效。

图表32：年内降准50BP



数据来源：Wind，大同证券

图表33：上半年1年期、5年期LPR同步下降10BP



数据来源：Wind，大同证券

风险提示： 政策效果不及预期、贸易环境恶化、地缘政治风险超预期加剧。

大同证券投资评级类别、级别定义：

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

分析师声明：

作者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注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明：

本报告由大同证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，不涉及对未来走势的预测，不构成投资建议。相关模型构建与测算均基于大同证券的客观研究，可能存在模型失效等风险。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。阅读本报告时，投资者需充分考虑自身风险偏好及风险承受能力，充分理解基金产品波动、基金经理个人投资风格、历史业绩等多方面因素对基金业绩可能造成的影响。报告内容仅供参考，不构成投资收益的保证或投资建议。

《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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅作参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券有限责任公司。

特别提示：

- 1、投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 2、未经允许投资者不得将证券研究报告转发给他人。
- 3、投资者需谨慎使用公众媒体刊载的证券研究报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

分析师承诺：

本人、本人配偶及本人的利害关系人与报告内容所涉标的公司不涉及利益冲突。