

研报精选

2024年6月9日 第174期

宏观专栏

出口有望继续稳步复苏——2024年5月进出口数据点评

5月以美元计价的出口同比+7.6%、进口同比+1.8%。报告认为，高基数影响进一步消退，外需稳步恢复，出口整体呈现稳步改善态势。量价同比皆有改善，而价格的贡献高于数量。报告预计未来出口或仍将稳步增长，全年出口同比增速或为5%左右。

欧央行降息：不一样的启示

欧央行于6月6日降息25bp。报告认为，欧央行虽然降息，但却上调通胀路径预测，表明后续降息具有不确定性。与欧央行相比，美联储降息的门槛更高，时间大概率也会偏晚。

专题聚焦

新宏观策略研究（三）：理解中外通胀分化：通胀预期视角

报告认为，通胀预期是理解中外通胀分化的关键所在。通胀预期可以通过改变经济主体的消费、储蓄和投资行为，影响通胀水平。通胀水平变化又可以反过来影响通胀预期。

如何理解城投模式的转变及其影响？

报告认为，城投模式转变背后的逻辑，主要是“基建配合地产”模式发生改变后，城投债务风险愈发突出，因此需要“开源节流”。城投融资收缩后可能导致“资产荒”格局延续。

宏观专栏

出口有望继续稳步复苏——2024年5月进出口数据点评

2024年5月以美元计价的出口同比+7.6%（2024年4月为+1.5%）、进口同比+1.8%（2024年4月为+8.4%），出口高于市场预期、进口低于市场预期（Bloomberg出口、进口市场预期分别为+6.0%、+4.3%）。高基数进一步消退，外需稳步恢复，出口整体呈现稳步改善态势。量价同比皆有改善，而价格的贡献高于数量。进口的基数效应与出口相反，进口同比增速下滑，但复合增速降幅小幅收窄，内需整体仍然弱于外需。展望未来，我们预计未来出口或仍将稳步增长，全年出口同比或为5%左右。

高基数进一步消退，出口同比增速改善。出口数据本身波动性较大，而出口当月同比数据更容易受基数因素扰动。2023年同期出口受疫情后积压订单赶工影响较大，呈现2023年3、4月较高，而2023年5月后迅速回落的特征，2023年3-5月出口同比增速分别为+10.8%、+7.1%、-7.6%。这种基数波动对2024年3-5月的出口同比增速带来了较大影响，也是2024年5月出口同比增速较2024年4月改善较大的主要原因。区分数量和价格来看，5月海关货运监管业务出口货运量同比+8.5%（4月为7.5%），而出口金额与出口货运量之比的同比增速为-0.8%（4月为-5.6%），显示量价同比皆有改善，而价格的贡献高于数量。

排除基数因素后，出口整体呈现稳步改善态势。我们可以使用历史上出口数据波动相对正常的年份来代替2023年作为基准比较年份。若以2021年同期作为比较基准，那么2024年3-5月出口复合同比增速为+5.1%、+3.6%、+4.7%，整体呈现稳步改善态势。虽然5月中采PMI新出口订单环比回落2.3ppt至48.3%，但是可能受一定临时性因素影响，从趋势来看，PMI新出口订单的3个月移动平均值仍然处于上升趋势中。可以对比的是，尽管5月财新PMI新出口订单环比下降2.4ppt至50.9%，但仍然维持在扩张区间。虽然近期美国数据有所走弱，但是整体韧性仍存，且海外制造业仍处于边际改善态势中。5月发达经济体制造业PMI环比上升1.4ppt至50%。5月韩国、越南出口整体也仍然处于改善过程中。

分区域来看，2024年5月对东盟、欧盟、美国出口的三年复合增速分别为+9.1%、+3.4%、-0.7%（2024年4月分别为+6.7%、+2.6%、-0.2%），东盟和欧盟呈现改善态势，而美国略有下降，结构上仍是对新兴市场增速高于对发达市场增速，一方面与新兴市场经济增速更高有关，另一方面或也有全球产业链调整的因素支撑。其中对东盟出口改善幅度较大可能与2021年同期东南亚疫情影响有关，若采用2019年同期作为比较基准，3-5月对东盟出口的五年复合增速分别为+11.6%、+12.5%、+11.4%，整体平稳。

主要出口产品中，2024年5月机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品出口金额的三年复合增速分别为+4.8%、-1.0%、+3.1%（2024年4月分别为+3.8%、-2.7%、+2.6%），边际改善较大的具体产品包括成品油、钢材、液晶显示板等。

进口的基数效应与出口相反，进口同比增速下滑，但复合增速降幅小幅收窄。进口方面，2023年同期疫情后积压订单赶工效应不明显，基数效应与出口相反，2023年3-5月进口同比增速分别为-2.0%、-8.8%、-5.3%，这也是2024年5月进口同比增速较4月下降的主要因素。若以2021年同期作为比较基准，2024年3-5月进口同比增速分别为-1.2%、-0.4%、-0.1%，呈现小幅收窄态势。内需整体仍然弱于外需。从具体产品进口数量的三年复合增速来看，铜材、铁矿石、原油较4月小幅改善。

我们预计未来出口或仍将稳步增长。美国经济整体仍然保持韧性，弹性则取决于金融条件，全球制造业整体或仍将稳步恢复，支撑出口成为今年经济增长的重要贡献项，全年出口同比或为5%左右。而贸易摩擦或集中于部分产品，对出口数据影响更多是结构性的。

以上观点来自：2024年6月7日中金公司研究部已发布的《出口有望继续稳步复苏——2024年5月进出口数据点评》

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

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

宏观专栏

欧央行降息：不一样的启示

北京时间6月6日晚，欧央行如期降息25bp（基准利率，存款便利、主要再融资、边际贷款利率），这是2019年以来首次降息，也是全球主要央行中第二个打响降息的央行，就在一天前加拿大也如期降息25bp，引发市场关于全球开启降息潮的期待。

不过，与市场如此期待不相称的是，资产的反应却异常平淡，甚至背道而驰，例如决议公布后，欧元走强，欧洲股市回调，欧债利率上行。市场如此反应的主要原因，一是此次降息已基本被市场充分计入并反应，二是欧央行虽然降息，但却上调通胀路径预测，强调后续降息没有定数的不确定性。

因此，相比市场预期的降息开启就意味着连续降息，降息开启就意味着资产大幅反应，此次欧央行降息也给我们描绘了另外一种“剧本”和可能，即鹰派降息、非连续降息、以及市场毫无反应的降息。具体来看，

► **首次降息等于连续降息？** 欧央行在此次声明中努力淡化市场对于首次开启降息就会连续降息的预期，不仅上调了今明两年通胀和核心通胀的预测，还调整了此前会议声明中偏鸽派的措辞，替换为“不对任何特定的利率路径做预先承诺”、“只要有必要，就会把利率维持在足够限制性的水平”这种偏鹰派的措辞。再加上此次降息已基本被充分预期，这些解释了为何市场不仅对此次降息几乎毫无反应，反而还背道而驰。

► **欧央行降息等于其他央行？** 降息相比美国，欧洲的增长和通胀都要更弱，而且欧元区通胀与美国通胀的差异是整体通胀更高（受地缘局势和能源价格影响）、核心通胀反而更低（内需更弱），因此偏弱的通胀和更容易解决的通胀也自然使得欧洲可以领先降息，哪怕本轮加息时，欧央行是滞后美联储的。因此，美联储降息的门槛比欧央行更高，时间和幅度大概率也会偏晚。此外，如果欧央行降息都能上调经济数据、不承诺后续连续降息的“鹰派降息”，是否意味着美联储也可能如此？

► **降息后市场反应剧烈？** 此次欧央行降息后，欧元区股、债、汇均反应异常平淡、甚至背道而驰，也给我们提供了一种充分计入毫无反应的降息剧本。当前，市场的充分博弈和提前抢跑，都使得市场不仅完全计入甚至有些过度博弈的提前计入。

如果后续降息幅度不大、且后续路径不清晰的话，我们在试想一种可能性，有没有可能市场在降息前充分博弈和计入，降息兑现反而就是降息交易进入尾声、甚至基本结束之时？

对比来看，其实美联储面临类似、甚至更为显性的问题。由于美国各部门融资成本与投资回报率“基本打平”，导致金融条件略微宽松就刺激需求重新修复，类似于去年四季度市场博弈美联储降息导致美债利率快速回落带动地产、库存和投资的边际改善。再加上市场太容易抢跑，更是使得这种情形容易反复上演，不断反复与折返。因此，美联储仍能降息，但这一抢跑和折返可能会导致降息被推后或幅度被减少，而且资产预期提前计入（《[降息交易的钟摆与“终局”](#)》）。

换言之，我们需要适度逆向思考，降息开启需要金融条件先收紧以压制需求，即美债利率抬升，美股和大宗商品下跌，如果不收紧或难以开启（《[美联储降息的门槛](#)》）。降息次数少和降息频率低，意味着降息交易被大量前置，降息兑现时可能是降息交易结束时。

以上观点来自：2024年6月7日中金公司研究部已发布的《欧央行降息：不一样的启示》

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

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

专题聚焦

新宏观策略研究（三）：理解中外通胀分化：通胀预期视角

在《新宏观策略研究（一）：大分化时代的资产配置》¹中，我们提出疫情之后宏观范式发生重大转变，全球经济进入“大分化”时代，中外通胀分化是重要体现：美欧CPI通胀最高点超过8%，同期中国CPI通胀却一度转负。尽管黄金、铜、油等大宗商品价格大幅上涨，我国广义货币供应超300万亿元，而我国通胀却始终在低位运行，究竟是什么因素在起作用？我们认为通胀预期可能是关键所在。通胀预期具有“自我实现”特征（Carlson & Parkinson, 1975），可以通过改变经济主体的消费、储蓄和投资行为，影响通胀水平。通胀水平变化又可以反过来影响通胀预期，二者之间存在相互加强的正反馈机制。

如何度量中国通胀预期？ 研究通胀预期，首先需要度量通胀预期。文献中有3种常用度量方法：调查统计测算法、通胀指数债券剥离法和利率期限结构法。考虑到预期数据的可得性，我们分别使用居民储蓄问卷调查测算中国短期通胀预期，通过利率期限结构法定量测算金融市场隐含的投资者中长期通胀预期，通过网络搜索大数据建立通胀预期指数。多角度测算结果形成交叉验证，显示疫后中国通胀预期处于历史较低位。

为何中国通胀预期走低？ 通胀预期影响因素众多，过去几年中国通胀预期下行与资产价格预期联系密切。疫情冲击与地产拐点叠加，让经济主体下调长期房价预期，并根据预期调整资产配置，降低房产配置，提高定期存款占比。资产价格预期也影响到收入预期，改变生产消费行为：“YOLO”（You only live once）理念兴起，人们开始追求“有品质的简朴，有节制的丰盛”，倾向于有性价比的消费选择，减少消费和投资。居民资产配置调整与消费投资行为改变，导致经济总需求小于总供给，压低实际通胀，最终转化为低通胀预期，通胀预期走低又与实际通胀走低形成负向循环。

金融周期下行，形成长期压力。 历史上也出现过两轮物价下行压力较大的

¹ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=334910&entrance_source=ReportList

时期：1998-2003年，其间CPI、PPI最多曾连续27月、24月为负，负增长累计达39月、44月；2012-2016年，其间PPI连续54个月为负，最低值为-5.9%。目前我国通胀虽然走低，但PPI也仅连续19个月为负，CPI也已转正，为什么不同维度测算的通胀预期水平数据却都触及甚至低于以往历史低位呢？我们认为本轮物价下行与以往两次周期最大的不同在于中国金融大周期进入下半场，私人部门加杠杆意愿下降，地产迎来结构性拐点，增长下行压力持续时间可能较长，导致微观主体的资产价格预期发生变化，改变了投资消费行为和资产配置方式，让通胀预期面临更长更大的下行压力。与我国所处形势相反，海外主要经济体处于金融周期的上半场，则容易形成结构性通胀上行压力。中外金融周期分化，导致中外通胀走势分化。

增加货币投放，为何无法拉升通胀预期？ 货币投放改变通胀预期的前提是货币能够进入实体经济中，信用得以扩张。不同于货币投放，信用的扩张或萎缩是市场自发的行为，受消费者和投资者预期影响较大。我们认为，如果外部政策冲击没能成功改变微观主体的资产价格预期，进而改变其资产配置行为，房地产、股市等信用扩张的重要载体缺失，资金“不转”或在金融系统内“空转”套利，货币传导不畅，信用无法明显扩张，就会让社会总需求偏弱，难以扭转低通胀预期。

低通胀预期背景下，未来通胀如何演绎？ 我们认为在政策刺激、猪周期和低基数这3个因素影响下，今年物价水平可能实现低位反弹。但是我国仍然面对金融周期下行挑战，可能需要更多的政策支持才能扭转资产价格预期，最终改变低通胀预期。目前我国地产政策持续优化调整，既支持需求，也发力供给，聚焦去库存。如果政策沿当前方向贯彻落地且继续加力，同时协同财政货币刺激，将有助于改善经济主体预期，让我国物价水平保持稳定。

以上观点来自：2024年6月2日中金公司研究部已发布的《新宏观策略研究（三）：理解中外通胀分化：通胀预期视角》

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

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

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

专题聚焦

如何理解城投模式的转变及其影响？

城投模式转变的背后的逻辑，主要是“基建配合地产”模式发生改变后，城投债务风险愈发突出，因此需要“开源节流”。一方面，严控城投债债务增速；另一方面，加速推动城投转型，提高自身盈利能力。

城投模式转变后最直观的影响体现在对基建投资增速和基建结构上面。我们认为城投融资收缩后，可能会导致基建投资增速边际放缓，而从结构上来看，基建项目可能由传统的“铁公基”（铁路、公路等重大基础设施）项目向公用事业、新基建及产业配套类项目转型。而其背后的原因，我们认为一是政策引导推动，二是地方由“基建配合地产”模式向“基建配套产业”模式发展；三则是国家区域发展重心的变化。

城投融资收缩后可能导致“资产荒”格局延续。我们认为随着城投融资的放缓，市场上高息资产的供给或将出现下降，社会融资需求或也将有所减少，使得“资产荒”的情况更加突出。事实上，今年以来社融增速和M1增速持续回落，在一定程度上也反映了城投融资减少带来的影响。

城投融资收缩后地方财政承压，影响其他财政支出。为了应对融资收紧的压力，我们认为城投和可能会通过“开源节流”的方式缓解现金流压力。一方面，可能通过多种方式补充收入来源。另一方面，城投可能减少拿地，导致土地出让收入下降、地方财政压力加大的情况下影响部分基建和其他财政支出。这对企业、民生和通胀可能都会产生一定影响。

城投模式的转变对通胀的影响可能更偏负面，年内通胀水平大概率维持低位。水电燃气涨价对通胀的影响较为温和，但基建需求边际走弱以及“资产荒”延续的情况下，对通胀可能有较为明显的负面拉动，综合猪肉价格等情况来看，我们预计年内通胀水平可能难以明显提振。

城投融资收缩或将推动债券利率下行。由于实体融资需求持续走弱，市场高息资产明显减少，我们认为金融机构或将继续面临“资产荒”局面，因此对

于债券配置需求可能仍然较强。此外，我们认为由于年内通胀大概率维持低位，实际利率偏高的情况下央行货币政策仍有进一步放松的空间，也会为债券利率下行打开空间。综合来看，城投融资收缩对债券收益率可能有向下的拉动作用。而城投化债背景下，压低利率水平，降低城投整体融资成本也是重要的方式之一。此外，随着二季度末至三季度海外货币政策约束或逐步缓解，也会为央行放松打开更多的空间。我们预计后续降准降息依然可期，推动中短端债券利率快速下行，并为长端利率下行打开空间。



以上观点来自：2024年6月3日中金公司研究部已发布的《如何理解城投模式的转变及其影响？》

李雪 分析员 SAC 执证编号：S0080519050002

薛丰昀 联系人 SAC 执证编号：S0080122090046 SFC CE Ref: BUT563

邱子轩 分析员 SAC 执证编号：S0080522090001

耿安琪 分析员 SAC 执证编号：S0080523060003 SFC CE Ref: BUL746

范阳阳 分析员 SAC 执证编号：S0080521070009 SFC CE Ref: BTQ434

陈健恒 分析员 SAC 执证编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.6.3 海外宏观专题报告：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
- 2024.6.7 中国宏观热点速评：出口有望继续稳步复苏——2024年5月进出口数据点评
- 2024.6.9 中国宏观专题报告：双平衡的起点——中国宏观2024年下半年展望

策略及大宗商品

- 2024.6.3 行业配置月报：向内求稳定，向外寻超额
- 2024.6.3 A股和港股行业首选：2024年6月
- 2024.6.6 大类资产观察：布局去通胀，迎接降息潮
- 2024.6.7 欧央行降息：不一样的启示
- 2024.6.7 农产品：聚焦：天然橡胶：基本面“寒冬”渐褪，价格或蓄力上行

固定收益

- 2024.6.3 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.6.3 简评：地产新政后国企地产债配置价值几何？
- 2024.6.3 简评：哑铃两侧的裂口，调整带来的机会
- 2024.6.3 专题研究：如何理解城投模式的转变及其影响？
- 2024.6.4 专题研究：江苏省城农商行：2023年年报跟踪及择券建议
- 2024.6.4 专题研究：政策春风拂面至，需求潮涌正当时——柜台债券市场展望
- 2024.6.5 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.6.5 简评：“资产荒”下的新选择——巴斯夫和香格里拉发行熊猫债简评
- 2024.6.6 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.6.6 资产证券化分析周报：ABS 5月月报：早偿率维持高位，首批保险资管交易所ABS成功发行
- 2024.6.7 简评：行业利差多数收窄，地产表现较为突出——2024年5月行业利差跟踪
- 2024.6.7 中国可转债策略周报：不避锋芒，既6月十大转债
- 2024.6.7 中国城投债券月报：资源型省份财力承压，保障性住房再贷款选定主体不涉隐债不为政府融资平台——5月城投债券月报
- 2024.6.7 信用分析周报：中国信用债评级调整周报

- 2024.6.7 简评：顺差维持高位，对汇率和企业利润构成支撑——5月贸易数据分析
- 2024.6.8 信用债收益率跟踪周报：信用债净供给回升，收益率整体下行
- 2024.6.8 深度研究：固定收益2024下半年展望：中美债牛殊途同归

行业

- 2024.6.3 REITs：北京市REITs调研：主动管理下项目运营有望维持积极态势
- 2024.6.3 银行：1Q24银行业监管数据点评：息差继续下行，净利润仍有韧性
- 2024.6.3 日常消费：周思考：白酒头部公司股东大会反馈稳健积极，大众品关注需求复苏情况
- 2024.6.3 机械：流程自动化5月专题：降碳行动方案助力设备端改造升级
- 2024.6.3 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2024年6月组合
- 2024.6.4 科技硬件：ComputeX深度洞察（一）：算力与网络齐加速，赋能AI应用大时代
- 2024.6.4 非酒类食品饮料：茶行业：品牌化之路漫漫
- 2024.6.4 科技硬件：智算未来系列十：智算中心加码，国产算力提速
- 2024.6.4 不动产与空间服务：周评#393：5月一二手房销量整体走势平稳
- 2024.6.4 REITs：公募REITs月报（2024-5）：存量均衡，静待催化
- 2024.6.4 公用事业：电碳4月月报：来水大幅回升，风光资源疲软；电网投资提速
- 2024.6.5 科技硬件：ComputeX深度洞察（二）：端侧芯片算力升级，AIPC加速落地
- 2024.6.5 电力电气设备：新能源消纳促电网投资提速，招标持续景气
- 2024.6.5 机械：五金工具月报：终端消费需求同比持续转正，OPE去库超预期
- 2024.6.6 汽车及零部件：电动两轮车：政策利好格局优化，头部企业打开量价空间
- 2024.6.6 软件及服务：美股IaaS公司业绩梳理：收入和利润端同步改善，AI商业化落地提速驱动投入增长
- 2024.6.6 航空航天科技：全球航空供应链重塑，国内企业出海正当时
- 2024.6.6 科技硬件：联合体成立，智能网联汽车取得阶段性进展
- 2024.6.6 传媒互联网：线上平台1Q24回顾及展望：聚焦基本面Alpha
- 2024.6.6 电力电气设备：新能源车月度观察：4月中国渗透率环比升高，产业链5月排产环比提升
- 2024.6.6 科技硬件：ComputeX深度洞察（三）：DLC液冷“热”浪起，AI运算降本增效

- 2024.6.6 传媒互联网：比特币现货ETF：Web3.0进阶之道
- 2024.6.7 房地产：上海楼市：当前新政成效初现，持续性待观察
- 2024.6.7 软件及服务：全球观察-云文档型数据库：宏观环境具有挑战，AI催化尚待时日
- 2024.6.8 不动产与空间服务：房地产2024下半年展望：耐心与信心同等重要
- 2024.6.9 汽车及零部件：小鹏汇天采用增程路线，混动方案机遇显现
- 2024.6.9 农业：农业周报：猪价震荡上行，补栏积极性提升



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