

图说经济金融

民生银行研究院

第70期

2024年6月30日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
李岩玉 民生银行发展规划部副总经理

宏观研究团队

王静文 中国经济研究
应习文 国际经济研究
孙莹 财政政策研究
王娜 中观产业研究
张梦婷 国际收支研究

金融市场团队

张丽云 货币政策与流动性研究
李鑫 外汇商品研究
韩思达 资本市场研究
杨刚 债券市场研究
原宏敏 资管市场研究

行业研究团队

刘纪学 产业趋势、产业政策
董运佳 房地产、城建
黄赫 风电、光伏、储能、氢能、锂电
孔雯 通信、人工智能、互联网
程斌琪 半导体、新能源汽车
孙旭然 医药生物、养老、钢铁
施元雪 文化旅游、教育
卜钰馨 房地产、建筑
马艺翔 能源、绿色交通
鲁筱 设备制造、民营经济、房地产

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

内容摘要

宏观经济·每日一图

- 当前制约信贷增长的四个因素
- 财政政策或相机加力
- 如何看待海关与国际收支贸易数据差距扩大
- 5月工业企业利润增速因何回落
- 国内经济高频观察（2024.6.22-6.28）

金融市场·热点图解

- 商业银行配债规模大幅修复
- 2024年以来债市四大新特征
- “科创板八条措施”释放哪些信号
- 2024年下半年外汇市场走势展望
- 一周金融市场盘点（2024.6.24-6.30）

行业动态·图说趋势

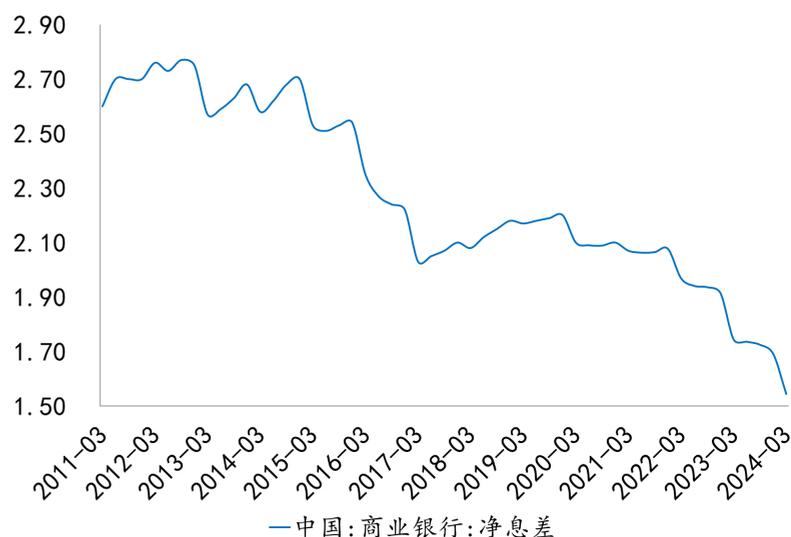
- 制造业出海机遇及国际经验
- 五月锂电池出口数量回升
- 美国关税政策影响东南亚光伏市场
- 存量房收储区域扩容
- 合成生物乘政策东风高速增长

当前制约信贷增长的四个因素

贷款增速与社融存量增速



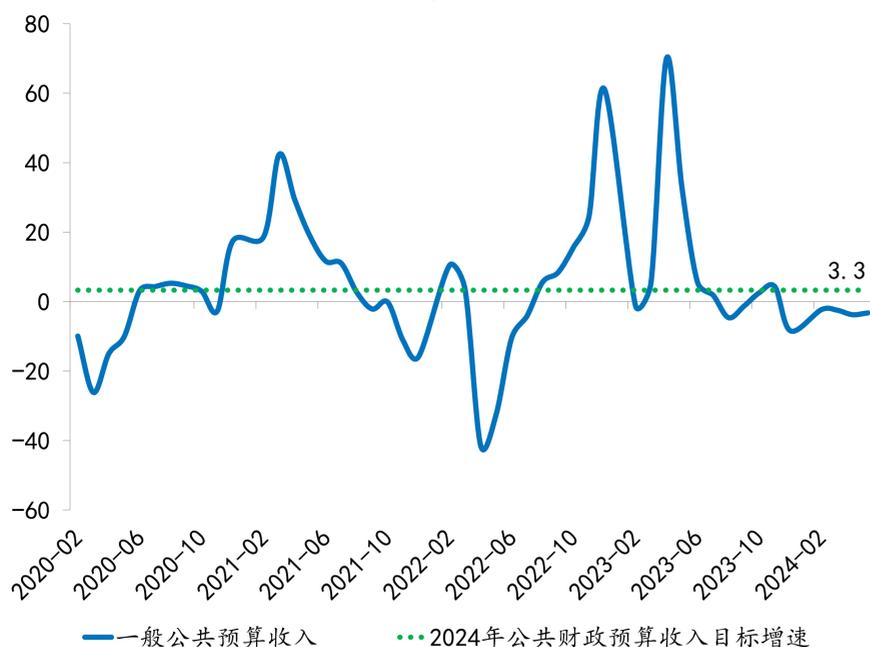
商业银行净息差



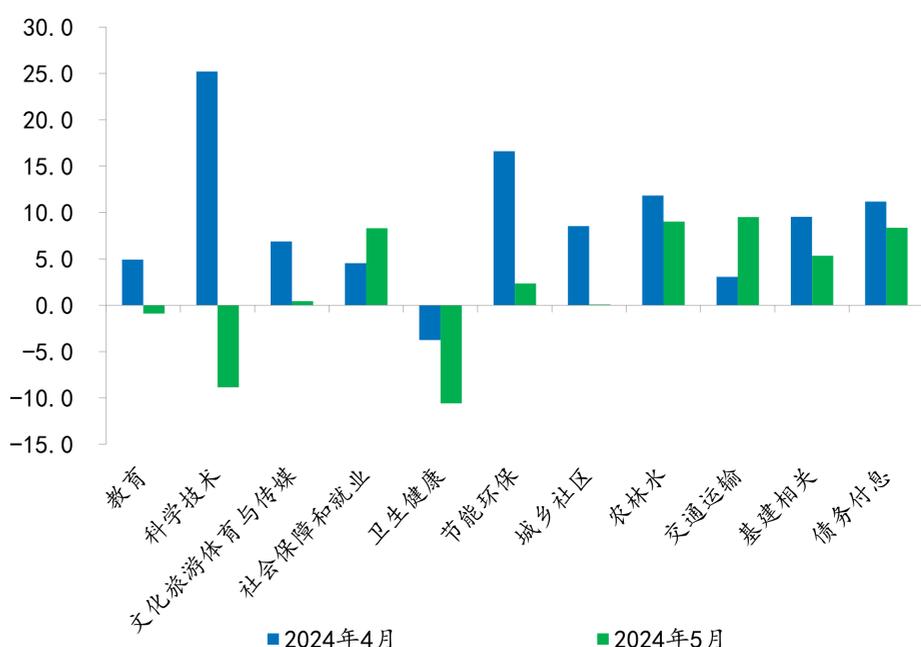
- 截至5月末，金融机构各项贷款余额同比增速为9.3%，刷新历史新低。无论企业还是居民，贷款需求均比较疲弱，究其原因，大致包括以下几个方面：
- 一是经济结构转型的必然结果。随着人口、城镇化、工业化大周期见顶，房地产市场供求关系发生重大转变，地方债务风险压力持续上升，这就导致房地产、基建等传统的高负债部门增速放缓，对资金需求相对减弱。
- 二是工业产能利用率偏低。一季度末，工业企业产能利用率为73.6%，为2020年二季度以来的最低水平，约为历史数值的10%分位。产能利用率偏低，导致企业扩大投资和再生产的意愿不强，进而导致信贷需求不足。
- 三是实际融资成本偏高。根据央行公布数据，5月份新发放贷款利率为3.67%，为有统计以来的最低水平。不过由于PPI仍然处于负区间（5月为-1.4%），实际贷款利率仍然高达5.07%，对企业的吸引力不大。
- 四是直接融资的替代效应。今年以来债市火热，融资成本不断下降，因此一部分资质比较好的企业选择通过债市融资。5月份社融中的新增企业债券融资285亿元，同比多增2429亿元，而新增贷款则同比少增4022亿元。
- 如果要激发信贷需求，我们建议可从以下几个方面入手：
- 一是强化货币政策逆周期调节。在做好资本流动和外汇管理、适度放松贬值容忍度的同时，货币政策以内部均衡为主，通过降息、降准等宽松方式继续降低社会融资成本，改变当前实际利率水平仍然偏高的局面，以此来促进投资和消费。
- 二是优化存款利率传导机制，保证商业银行净息差。商业银行净息差今年一季度已经降至1.54%的历史最低水平。一方面，避免存款流向货币市场带来的流动性风险，另一方面，保证商业银行净息差维持在合理水平，继续发挥稳经济功能。
- 三是加强财政政策货币政策配合，应对“资产荒”局面。财政政策可通过加大国债发行力度，筹集资金用于增加居民收入、稳定房地产和资本市场等。同时将央行购债作为基础货币投放的主要手段，并以此促进信用扩张。

财政政策或相机加力

一般公共预算收入延续负增



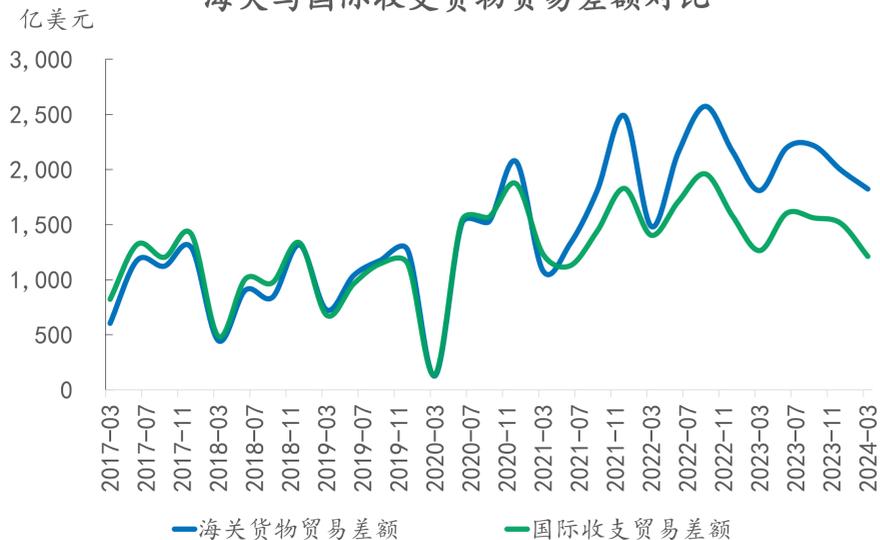
财政支出主要分项增速均回落



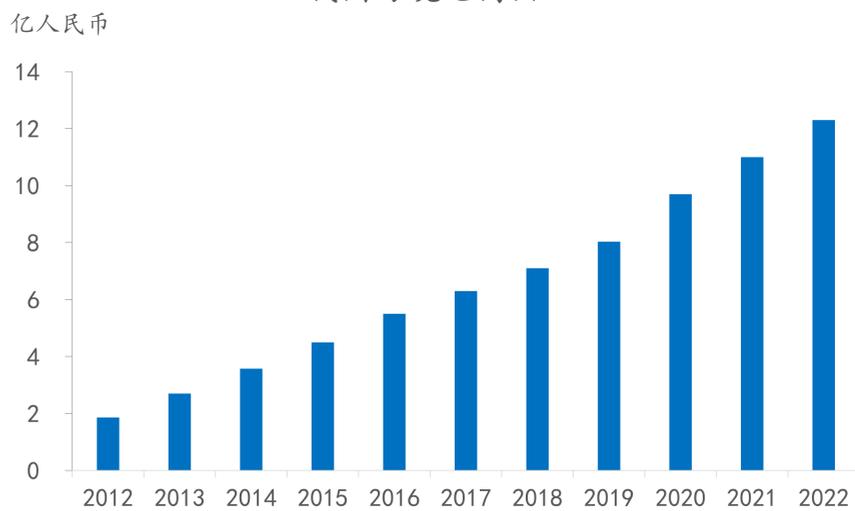
- 5月财政收入承压、财政支出减速，反映目前国内有效需求仍不足，下半年在落实好前期出台措施的基础上，积极财政政策有望进一步加码扩围，聚焦关键环节发力，巩固和增强经济回升向好趋势。
- **财政收入承压。**5月全国一般公共预算收入同比下降3.2%，降幅较上月收窄0.5个百分点。受去年年中出台的一些减税降费政策对今年产生翘尾减收、去年同期中小微企业缓税入库抬高基数等特殊因素持续影响，财政收入延续负增，但在中央和地方财政多渠道盘活国有资金和资产筹集收入弥补下，降幅有所收窄；扣除特殊因素影响后可比增长2.1%左右，较上月的1.5%小幅回升，但中枢仍然偏低。
- **财政支出减速。**受收入承压掣肘，财政支出增速有所放缓，5月全国一般公共预算支出同比增长2.6%，较上月回落3.5个百分点，基建、民生等主要分项支出增速均不同程度回落。基建方面，整体支出增速从上月的9.5%降至5.3%；民生方面，教育、科学技术、文化旅游体育与传媒支出增速明显回落。不过社会保障和就业支出增速从上月的4.5%升至8.3%，主要与各地抢抓毕业生就业关键期、加大稳就业政策力度有关。
- **财政政策将有效落实、相机加力。**鉴于国内有效需求有待提振，在落实好前期出台措施的基础上，财政或相机加力，谋划增量政策工具。一是优化税费优惠政策，继续围绕科技创新、重点群体创业就业等实行结构性减税，同时完善涉企收费联合监管、联合惩戒机制，提升涉企收费监管的法治化水平；二是新批特殊再融资债额度，预计规模在1万亿元左右；三是加强财政货币协同，加量投放PSL撬动重点项目建设，以及新投放政策性开发性金融工具等；四是加大国有资本经营利润、结存利润、国有资产等盘活力度。

如何看待海关与国际收支贸易数据差距扩大

海关与国际收支货物贸易差额对比



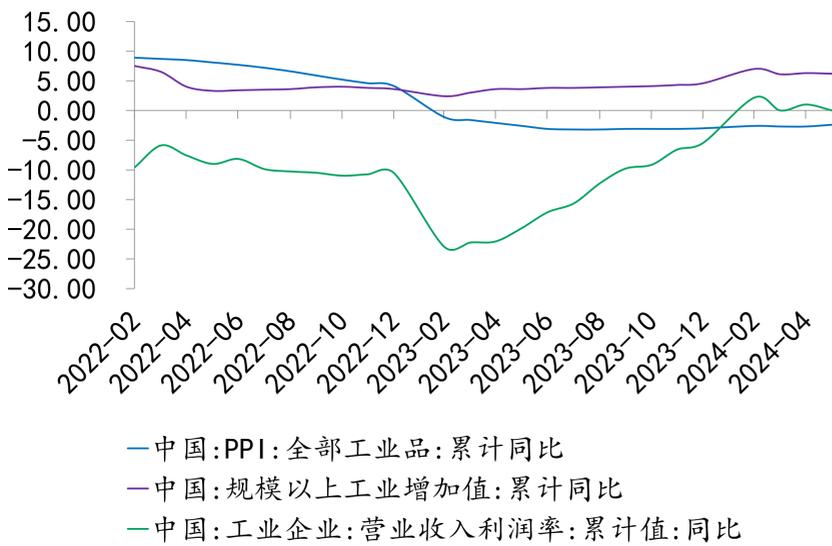
我国跨境电商出口



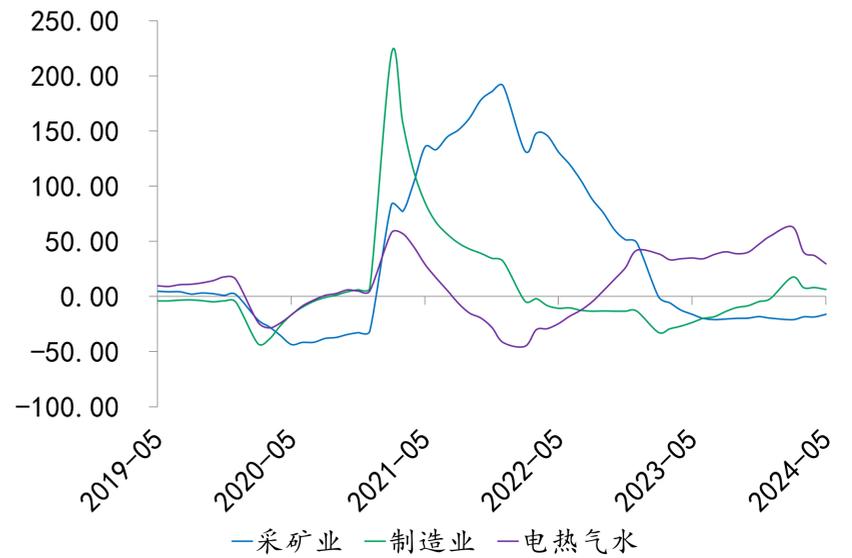
- 近日，美国财政部在半年度外汇报告中表示，2023年我国海关数据显示的贸易顺差比外管局国际收支报告中的贸易顺差高出2290亿美元，并要求我国对此作出解释。事实上，两组数据出现背离的主要原因在于海关与国际收支对货物贸易的统计原则、计价等方面存在差异。
- 首先，两者遵循不同的统计原则，导致统计范围和统计时点有所不同。海关按照跨境原则统计进出口，只要货物进出海关关境便纳入海关统计，不关注货物所有权是否发生转移；国际收支口径遵循国际收支平衡表的编制原则，关注货物所有权是否在居民与非居民之间发生转移，不关注货物是否发生了跨境移动。因此，一些贸易情景下会出现只计入其中一种统计口径的情况。由于货物所有权转移与货物跨境转移的时点不同，导致海关和国际收支对货物贸易的统计时点也有错位。
- 其次，两者的计价原则和计价基础不同。国际收支采用货物进出口时的离岸价格（FOB），即剔除了运费和保险费；海关以包含运费和保险费的到岸价格（CIF）统计进口，以离岸价格（FOB）统计出口。国际收支口径货物贸易计价主要依据企业记账的发票价格（成交价）；海关进出口计价基于报关主体的货物跨境报关（报关价），由于存在代报关、报关时货权尚未转移等情形，可能产生报关价与交易成交价偏差较大的情况。
- 此外，2021年以来，受贸易新业态快速发展影响，海关与国际收支货物贸易顺差之间的差距不断扩大，主要包括以下两种情形：
- 一是跨境电商带来的海外仓储物流需求骤增，为节约物流成本、提高运输效率，卖家会提前将销售的商品备货到海外仓库，并从买方所在国发货，此时货物虽已出境但所有权未转移，仅计入海关出口，考虑到海外仓储货物可能存在积压，海关可能高估了货物出口，国际收支则相应低估了货物出口。
- 二是跨国公司全球布局产业链使得“无厂制造”情形更加常见，跨国公司委托我国企业生产货物后，直接在我国境内销售，货物未发生跨境移动但货权已完成跨国转让，该交易被国际收支记录为进口，但不计入海关，此时海关可能低估了货物进口。

5月工业企业利润增速因何回落

价升，量和利润率减



三大门类利润累计增速



- 根据统计局数据，1-5月，全国规模以上工业企业实现利润总额27543.8亿元，同比增长3.4%，较1-4月增速回落0.9个百分点。1-5月份，规上工业企业营业收入同比增长2.9%，增速比1-4月份加快0.3个百分点，连续两个月加快。
- 工业企业利润增速回落源于量、利润率增速回落。1-5月PPI同比-2.4%，较1-4月收窄0.3个百分点。但1-5月工业增加值同比6.2%，较1-4月回落0.1个百分点；1-5月规模以上工业企业营业收入利润率为5.19%，同比零增长，较1-4月回落1.0个百分点。量价驱动工业企业营收增速回升，但利润率增速回落对整体利润形成拖累。
- 三大门类表现为“一升两落”，采矿业利润降幅收窄，制造业、电热气水业利润增速放缓。采矿业受量、价、利润率全面改善的带动，利润降幅收窄2.4个百分点。受生产放缓与利润率回落带动，制造业和电热水气业利润增速分别回落1.7、7.4个百分点。制造业中，随着国家深入推进制造业高端化、智能化、绿色化，中游装备制造制造业利润增长较快，起到工业利润“压舱石”作用，但增速有所下降。受益于工业品出口加快的带动，下游消费制造业保持两位数增长，增速略有下滑。
- 企业出现被动补库存迹象。5月末工业企业产成品存货名义增速为3.6%，较4月末上升0.5个百分点。结合5月当月工业企业利润增速回落、产成品存货增速持续上升来看，企业出现被动补库存迹象。一方面，5月出口同比增速由4月的1.4%上升为7.6%，除与外需有所好转及各国采取贸易保护措施带来“抢出口”风潮外，去年低基数效应也是重要原因，因此实际外需好转程度有所缩水。另一方面，内需偏弱，国内消费低迷，工业领域不少细分行业供过于求，导致被动补库存出现。
- 下一阶段，预计工业企业利润回升或将受限。依托宏观组合政策发力，包括大规模设备更新及消费品以旧换新落地、房地产刺激政策显效、超长期特别国债及专项债投入使用，工业企业利润有望改善。不过，国内有效需求仍然不足，外部需求存在变数，以及去年基数先低后高影响，可能会限制后续业利润回升空间。

国内经济高频观察 (2024. 6. 22-6. 28)

名称		周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
工业生产	高炉开工率	0.0	3.4	<ul style="list-style-type: none"> • 工业生产喜忧参半。本周螺纹钢、PX开工率延续上行，高炉开工率持平，纯碱、炼油厂开工率止涨转跌，甲醇、PTA开工率继续走低。受销售大增的带动，汽车半钢胎、全钢胎开工率均延续上行。整体而言，本周各开工率涨跌互现，汽车生产回暖，但钢铁、化工、纺织行业基础有待筑牢。 • 建筑施工缓慢修复。本周石油沥青装置开工率延续上行，磨机运转率回升，但水泥发运率持续下行。超长期特别国债及地方专项债使用、极端天气的综合影响下，终端需求缓慢恢复。
	炼油厂开工率：山东地炼	-1.1	-10.0	
	螺纹钢开工率	1.0	-3.6	
	甲醇开工率	-0.6	4.2	
	纯碱开工率	-1.9	-3.8	
	PTA开工率	-0.6	1.2	
	PX开工率	2.4	9.1	
	汽车轮胎半钢胎开工率	0.3	9.3	
	汽车轮胎全钢胎开工率	4.3	5.0	
建筑	石油沥青装置开工率	2.9	-8.9	
	水泥发运率	-1.0	-7.7	
	磨机运转率	1.2	-1.6	
需求	名称	周环比	周同比 (%)	核心观点
地产	30大中城市商品房成交面积	30.1	-13.8	<ul style="list-style-type: none"> • 商品房成交延续上行、土地成交回落。本周30大中城市商品房成交面积环比上行，需求已恢复至节前水平，涨幅：一线>二线>三线。受三线城市土地成交下跌的拖累，百城成交土地面积环比小幅下行，但一、二线城市土地成交有较大幅度反弹。土地溢价率上行，主要为上周极低基数效应所致。综合来看，房地产刺激政策效果已有显现，但效果不显著，房市恢复尚需时间。 • 消费表现分化。本周货运流量、快递吞吐量、公共物流园吞吐量指数转跌，反映6.18年中大促后商品消费回落。国内、国际执行航班量上行，港澳台执行航班量微降，与商务活动增加有关。伴随汽车以旧换新政策显效，本周乘用车销量大幅上升。电影票房收入延续上行。 • 出口运价继续攀升。本周BDI、SCFI、CCFI指数均持续走高，显著高于去年同期。国际航运价格飙升叠加多国对我国加征关税，或将抑制出口。
	30大中城市商品房成交面积：一线	43.8	15.8	
	30大中城市商品房成交面积：二线	28.6	-28.9	
	30大中城市商品房成交面积：三线	17.2	0.6	
	百城成交土地面积	-3.2	-17.0	
	百城成交土地面积：一线	66.6	-39.8	
	百城成交土地面积：二线	30.0	18.2	
	百城成交土地面积：三线	-18.7	-28.7	
	百城成交土地溢价率	2.6	0.6	
消费	整车货运流量指数	-3.3	-4.9	
	主要快递企业分拨中心吞吐量指数	-5.1	-	
	公共物流园吞吐量指数	-4.2	-	
	中国执行航班：国内航班	3.5	-0.2	
	中国执行航班：港澳台航班	-0.3	19.1	
	中国执行航班：国际航班	1.8	73.9	
	北上广深日均地铁客运量	-1.6	9.6	
	乘用车日均销量	41.4	-14.0	
电影票房收入	6.3	-62.6		
出口	波罗的海干散货指数(BDI)	1.7	78.5	
	上海出口集装箱运价指数(SCFI)	6.9	301.9	
	中国出口集装箱运价指数(CCFI)	5.1	109.0	
价格	名称	周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
资源品	南华综合指数	0.3	16.1	<ul style="list-style-type: none"> • 资源品与工业品价格指数均企稳回升。本周南华综合指数与南华工业品指数双双止跌转升。多数资源品价格上行，焦煤、铁矿石、铝价格回升，铜价小幅回落；受美国制造业补库存、全球需求增长带动，本周原油价格持续上涨，但目前美国经济降温、欧元区增速下滑等或将限制油价上升空间。工业品中，螺纹钢、水泥价格微降，为近期钢铁生产放缓、基建放缓所致。 • 农产品价格表现分化。受南方洪涝天气影响，本周农产品批发价格指数上行。其中，蔬菜、水果受供给缩减影响价格上升，鸡蛋价格延续上涨，猪肉价格在持续攀升后有所回落。
	布伦特原油：期货结算价(连续)	1.3	16.7	
	焦煤：期货收盘价(活跃合约)	0.9	18.7	
	铁矿石：期货收盘价(活跃合约)	1.7	-0.7	
	LME铜：现货结算价	-1.5	14.0	
	LME铝：现货结算价	0.2	14.8	
工业品	南华工业品指数	0.8	15.8	
	生产资料价格指数	-0.4	3.0	
	螺纹钢：期货收盘价(活跃合约)	-0.5	-5.0	
	水泥价格指数	-0.1	-0.3	
农产品	农产品批发价格200指数	0.5	-6.9	
	28种重点监测蔬菜平均批发价	3.2	-11.3	
	7种重点监测水果平均批发价	2.8	-8.7	
	猪肉平均批发价	-1.4	28.3	
鸡蛋平均批发价	1.7	-8.3		

商业银行配债规模大幅修复

最新披露的债券托管数据显示，2024年5月末，中债登和上清所累计债券托管量146.5万亿元，总体增配有所提速。在资产配置结构上有何新变化？

图1：中债登和上清所托管量（万亿元）



图2：商业银行托管量变化（亿元）

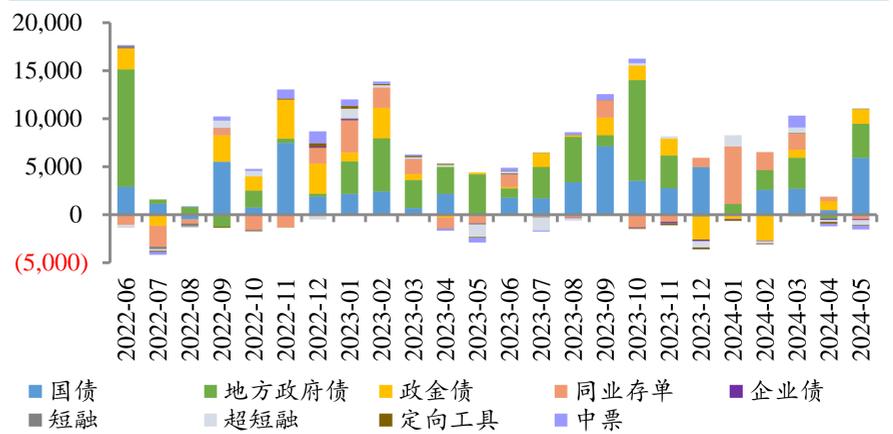


图3：广义基金托管量变化（亿元）

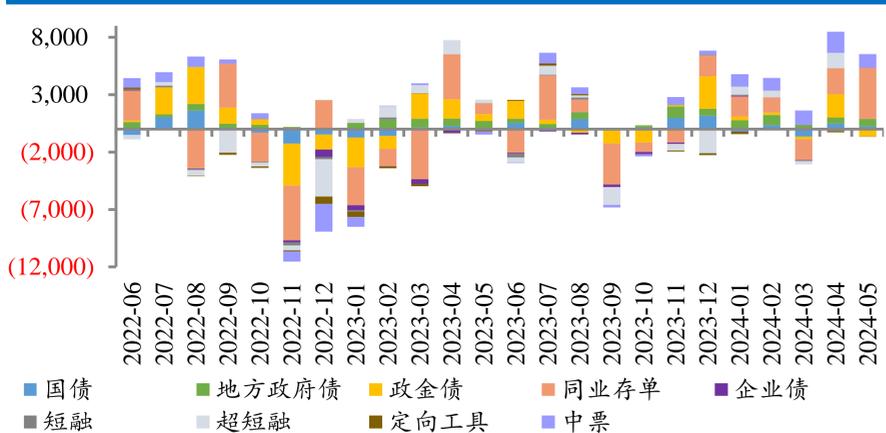


图4：保险托管量变化（亿元）

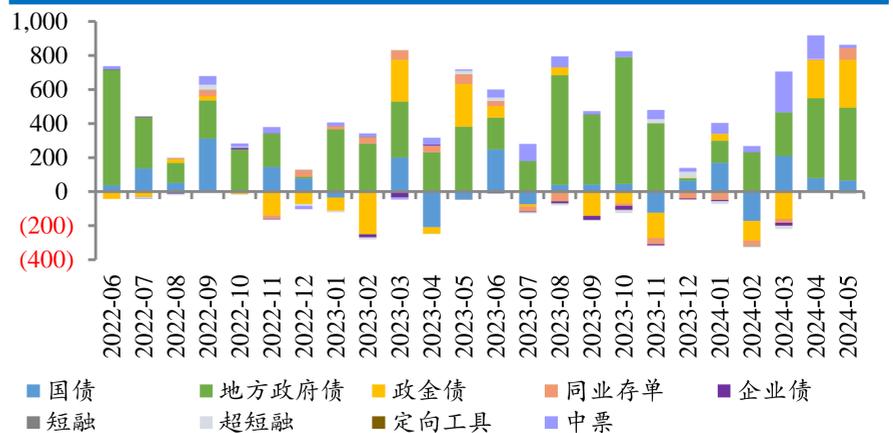


图5：证券托管量变化（亿元）

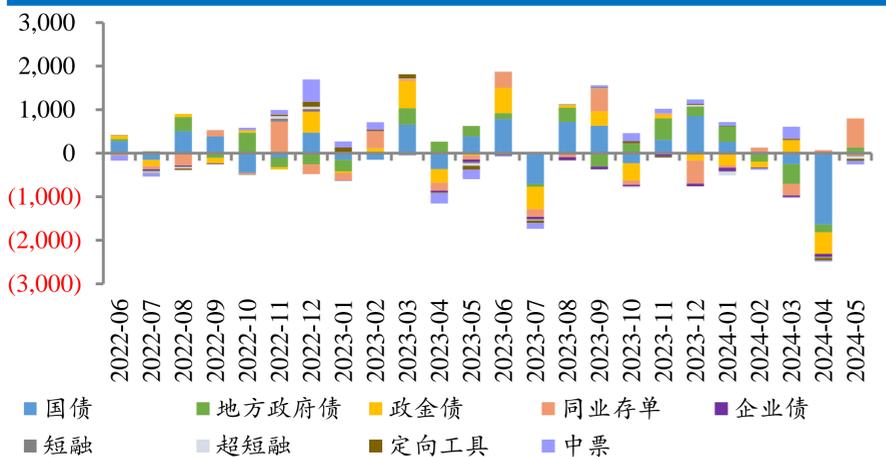
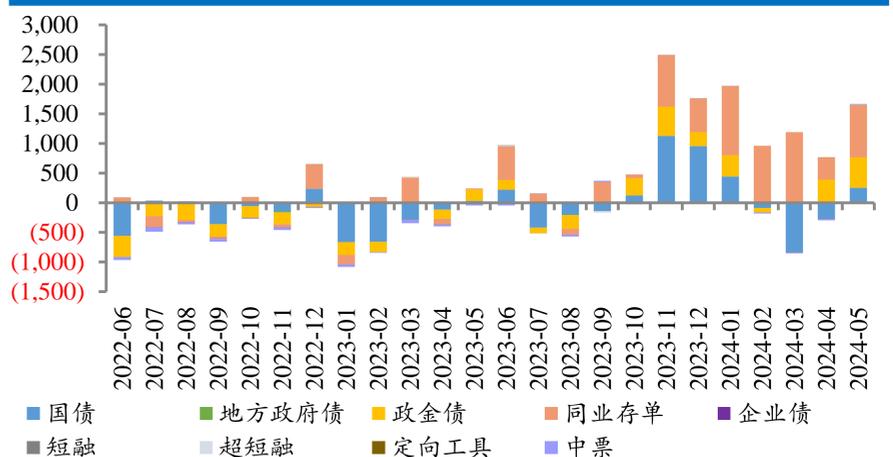


图6：外资托管量变化（亿元）



解读分析

总量：2024年5月，中债登和上清所月末累计债券托管量146.5万亿元，较上月末增加2.38万亿元，累计环比1.7%，增配较1-4月大幅提速。分券种看，国债净增7127亿元，占总增量30%；地方政府债净增5006亿元，占总增量21%；同业存单净增6642亿元，占总增量28%。

结构：商业银行、证券机构恢复增配，广义基金、保险、外资延续增配。

- 商业银行配债规模大幅修复。月末债券托管量81.1万亿元，当月净增1.1万亿元(上月净减1156亿元)，一方面在于承接政府债发行，另一方面源于信贷增速放缓下配债需求增加。
- 广义基金延续超季节性增配。月末债券托管量37.9万亿元，当月大幅净增8065亿元(上月净增9742亿元)，主要源于存款搬家背景下，增量资金流入带动广义基金配债力度提升。
- 保险机构延续增配。月末债券托管量4.4万亿元，当月净增389亿元(上月净增777亿元)。保险机构延续大幅增配主要源于政府债发行提速，以及债券补配需求依然较强。
- 证券机构恢复增配。月末债券托管量3万亿元，当月净增528亿元(上月净减2573亿元)。证券机构在连续止盈后恢复增配，主要增配同业存单，或源于5月存单收益率延续下行。
- 外资增配力度修复。月末债券托管量4.2万亿元，当月净增1732亿元(上月净增531亿元)。外资增配力度修复，主要源于5月中美利差倒挂有所收窄。

后续展望：随着利率债供给增加和信贷增速放缓，商业银行配债规模或延续修复；“手工补息”叫停对存款搬家的增量影响或临近结束，广义基金增配或将有所放缓；考虑到债市利率进一步下行空间有限，保险机构配置盘的增配力度预计延续；证券机构交易盘在止盈交易结束后或延续增配；受美联储降息预期修复影响，中美利差倒挂收窄或持续带动外资增配。

2024年以来债市四大新特征

图1：去年9月以来央行未下调OMO和MLF利率

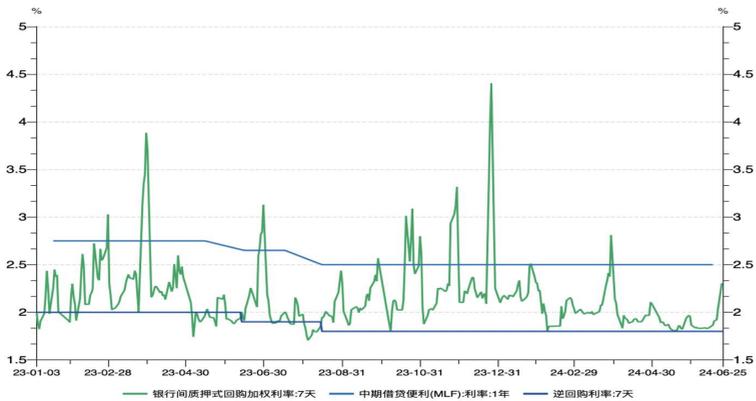


图2：2024年1-6月利率曲线平坦化

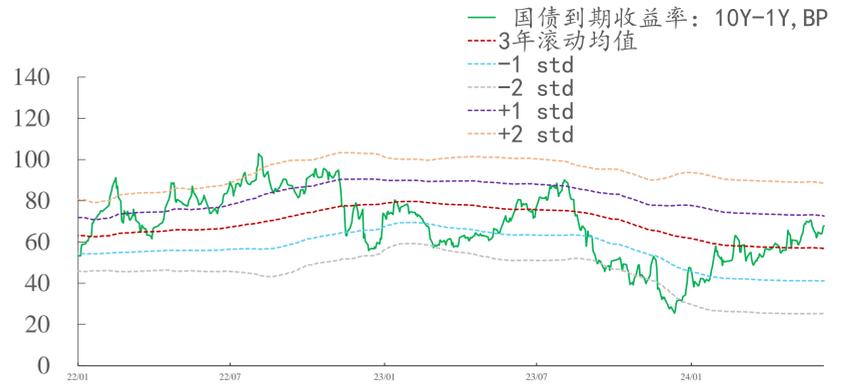


图3：30Y国债到期收益率（滚动60日标准差）

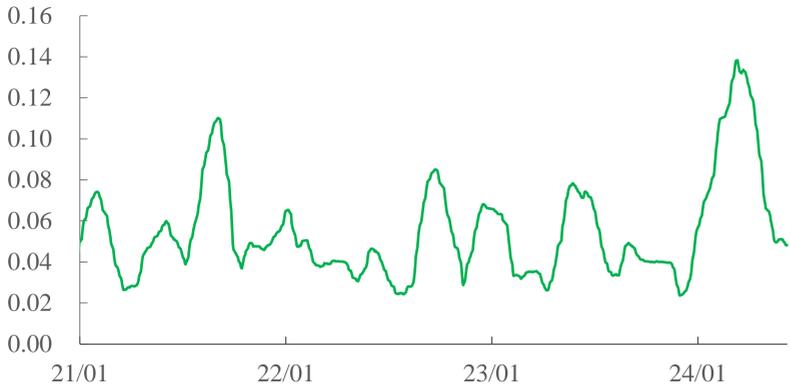


图4：债券投资者持有结构（政金债）



图5：2024年以来理财规模持续修复（万亿元，%）

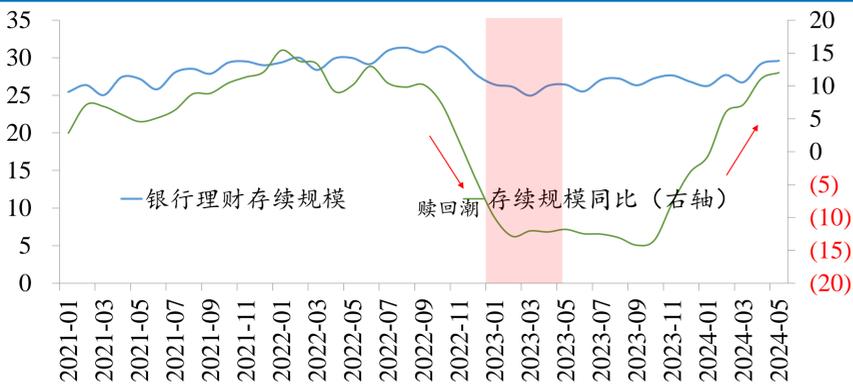


表1：存款利率下调的过程可能尚未结束

时间	调整银行	品种	期限	下调幅度 bp	下调后利率%
2023年 6月8日	六大行	活期存款	-	5	0.20
			2年期	10	2.05
		定期存款	3年期	15	2.45
			5年期	15	2.50
			5年期	15	2.50
2023年 9月1日	18家国股行 (下调后利率 为工农中建交 及招行利率)	定期存款	1年期	10	1.55
			2年期	20	1.85
			3年期	25	2.20
			5年期	25	2.25
			5年期	25	2.25
2023年 12月22日	工农中建交及 招行	定期存款	3个月	10	1.15
			6个月	10	1.35
			1年期	10	1.45
			2年期	20	1.65
			3年期	25	1.95
		5年期	25	2.00	

解读分析

- **特征一：外部均衡对央行宽货币行为影响增大，使得收益率曲线平坦化。**在“坚决防范汇率超调风险”的定调下，2023年8月中旬以来，央行维持OMO和MLF操作利率不变，宽货币的行为较为克制，货币政策没有直接降息，但降息侧重于贷款利率与存款利率，避开OMO及MLF的限制，推动债市利率整体下行。此外，由于DR007难以大幅偏离央行7天期逆回购利率，短端利率下行幅度客观受限，进而使得中国债券收益率曲线平坦化。
- **特征二：社融数据同比低增，对债市的交易价值下降。**在货币金融服务业的季度增加值核算体系中，传统的以存贷款余额作为主要核算指标的方法已被利润指标所取代。这种转变意味着金融业的业绩评价体系更加注重经济效益和盈利能力，而非单纯的规模扩张。同时，监管机构对手工补息的禁止，有效地遏制了金融体系通过“发债/贴票/贷款—存款”渠道形成的资金空转套利行为，这一政策调整导致了社融同比数据对债券市场交易价值显著降低。
- **特征三：2024年以来债市整体风险有限，但波动加大，获利难度上升。**市场波动性的上升对投资者的资产配置策略和风险管理提出了更高的要求。在这种环境下，投资者面临着更高的市场时机把握难度和投资决策的复杂性。今年以来，投资者对债市中期较为乐观，在短期风险不大的背景下，投资者倾向于抢跑交易，使得债市对基本面的敏感度降低，更多地反应市场预期层面的波动，长债和超长债的波动率有所放大。
- **特征四：机构融入融出行为对债市的定价权边际增大。**“银行缺钱，非银有钱”的状态也在影响资金面，在禁止手工补息、规模上升、利差下降等多重因素下，非银流动性极度充裕，尽管银行融出规模一定下降，但非银机构融出量在4月下旬以来快速上升。过去银行间流动性宽松无非是货币宽松，或者信贷投放较差导致资金滞留银行体系，但今年以来资金宽松是非银资金充裕且杠杆融资需求较低，资金定价主导权阶段性让位于非银，2022年底和2023年底调整初期都来自于资金收紧。

“科创板八条措施”释放哪些信号

▶ 6月19日，证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（以下简称《八条措施》），进一步突出科创板“硬科技”特色，释放出哪些新信号？

	主旨	重点内容
第一条	强化科创板“硬科技”定位	▶ 适应新质生产力相关企业投入大、周期长、研发及商业化不确定性高等特点，支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型企业上市，提升制度包容性。
第二条	开展深化发行承销制度试点	▶ 在科创板试点调整适用新股定价高价剔除比例。 ▶ 增加网下投资者持有科创板股票市值要求。 ▶ 对频繁高报价机构从严采取资格限制等措施。
第三条	优化科创板上市公司股债融资制度	▶ 建立健全开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。 ▶ 探索建立“轻资产、高研发投入”认定标准，支持再融资募集资金用于研发投入。 ▶ 推动再融资储架发行试点案例率先在科创板落地。
第四条	更大力度支持并购重组	▶ 支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。 ▶ 鼓励运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。
第五条	完善股权激励制度	▶ 鼓励科创板上市公司积极使用股权激励，与投资者更好实现利益绑定。 ▶ 强化对股权激励定价、考核条件及对象的约束，提高核心团队、骨干等的激励精准性。
第六条	完善交易机制，防范市场风险	▶ 研究优化做市商机制、盘后交易机制。 ▶ 将科创板ETF纳入基金通平台转让。完善指定交易机制，提高交易便利性。 ▶ 丰富科创板ETF品类及ETF期权产品，研究适时推出科创50指数期货期权。
第七条	加强科创板上市公司全链条监管	▶ 从严打击科创板欺诈发行、财务造假等市场乱象，进一步压实发行人及中介机构责任，更加有效保护中小投资者合法权益。 ▶ 严格执行退市制度，坚决防止“害群之马”“僵尸空壳”在科创板出现。
第八条	积极营造良好市场生态	▶ 支持上海金融法院在涉科创板相关金融案件中创新金融审判体制机制，支持上海金融仲裁院在科创板开展仲裁试点。

图1：科创板企业总体经营指标（亿元）

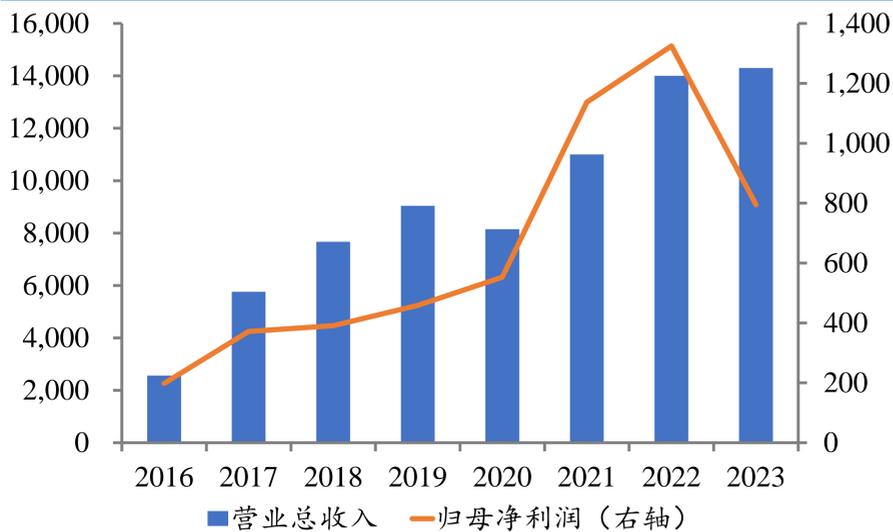
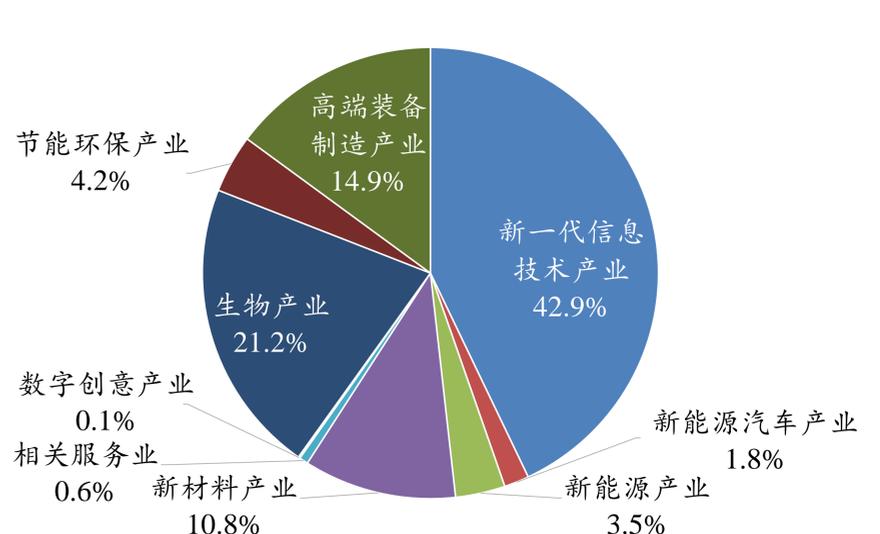


图2：科创板上市审核主题占比



解读分析

▶ 目前科创板已上市公司达573家，汇聚了一批“硬科技”领军企业，此次《八条措施》出台，既是对“国九条”1+N政策体系的完善，也是与“科创十六条”的一脉相承。《八条措施》在提升新股报价合理性、完善股权激励制度、优化交易机制、严格执行退市制度等方面均提出了新的要求，但最受关注的还是对未盈利企业上市、再融资和并购重组的大力支持。

▶ **支持未盈利企业上市：**自2023年6月20日智翔金泰（688443.SH）上市后，采用科创板第五套标准申报的未盈利企业IPO进程实质性暂停。此次《八条措施》支持“优质未盈利科技型企业上市”，同时支持科创板公司“收购优质未盈利‘硬科技’企业”，大幅提升了未盈利企业在科创板上市和重组的可能性，科创板第五套标准或重新适用。

▶ **支持再融资：**《八条措施》在再融资方面主要是支持建立绿色通道、支持用于研发用途和支持试点储架发行。储架发行起源于美国，即发行人注册后，在一定期限内择机分期募集资金的制度，可以满足科技企业多次融资、灵活融资的需求。绿色通道、研发用途和储架发行的安排均是提升科技企业再融资效率和效能的体现，全方位支持科技企业发展中的融资需求。

▶ **支持并购重组：**《八条措施》首先是鼓励“开展产业链上下游的并购整合”优化资源配置，其次是鼓励“综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究”缓解并购重组中资金不足的难题，再次是鼓励“收购优质未盈利‘硬科技’企业”提高并购重组估值包容性，最后是建立健全“并购重组‘绿色通道’”提升并购重组效率。随着各项政策措施落地，有望提升并购重组的交易量和活跃度，更好支持科技企业的发展。

2024年下半年外汇市场走势展望

热点
图解

表1: 2024年上半年主要币种汇率变化

主要汇率	2024/6/27汇价	2023/12/29汇价	上半年汇价变动
美元指数	105.9304	101.3778	4.49%
欧元兑美元	1.0704	1.1037	-3.02%
美元兑日元	160.7845	141.0305	14.01%
美元兑人民币	7.2689	7.0920	2.49%

图1: FedWatch预测2024年末利率 (%)

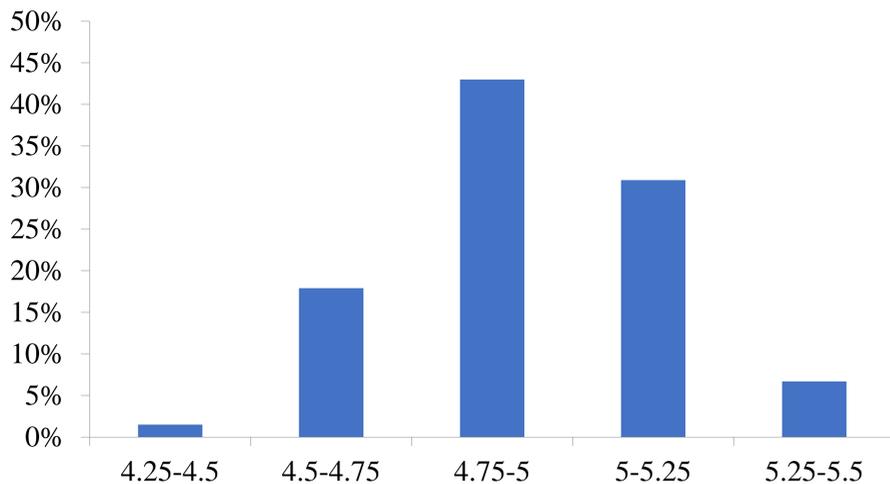


图2: 欧美综合PMI走势对比 (%)

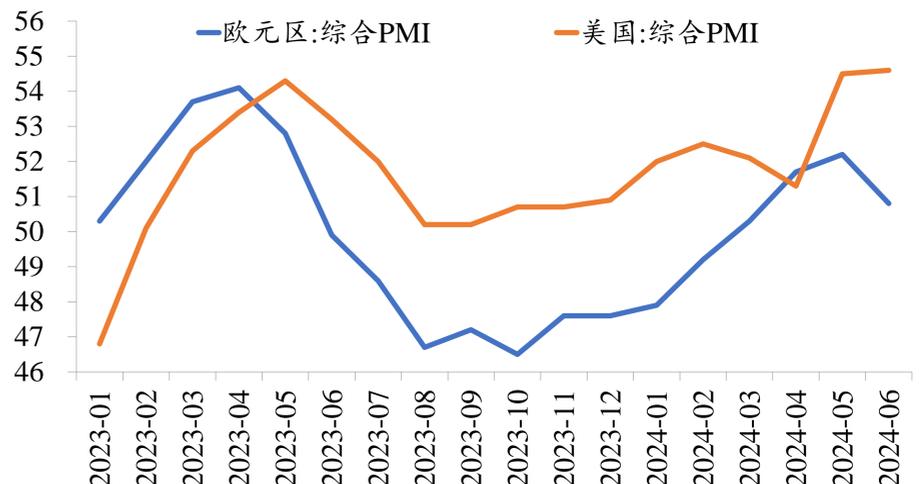


图3: 美日利差与日元汇率走势

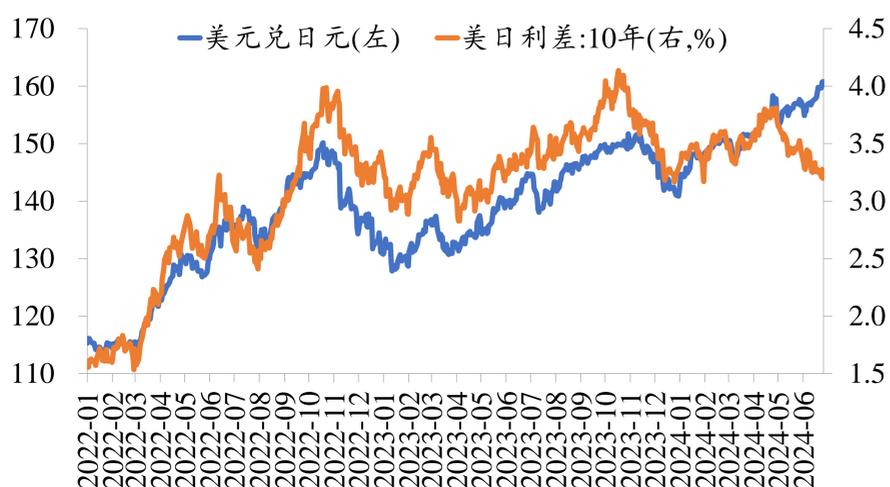
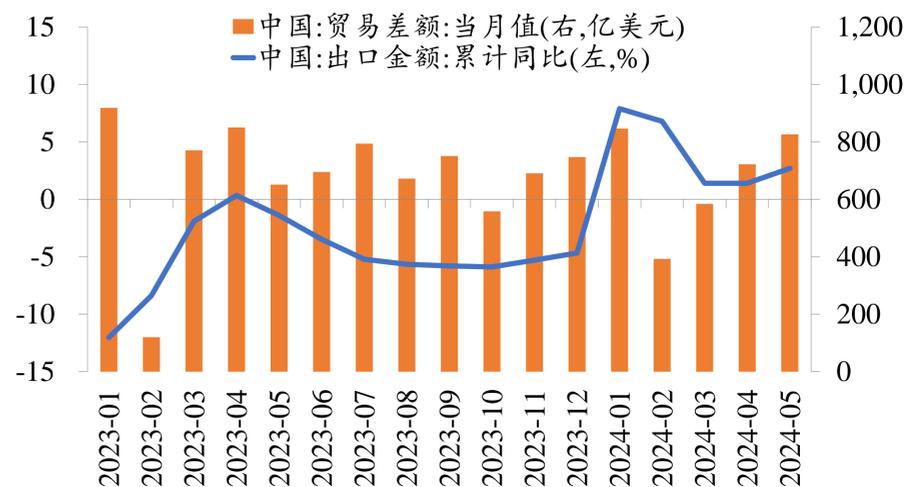


图4: 我国出口增速及贸易顺差变化 (美元计)



解读分析

►2024年以来，美元指数震荡走升，主要非美货币普遍走弱。受美联储降息预期持续下调影响，2024年以来美指震荡走升，截至6月27日，美元指数较2023年末涨4.49%。美元上行令其他主要非美货币普遍走弱：欧美货币政策分化令欧元兑美元震荡下行；日本央行货币政策调整不及预期拖累日元贬值；受美元走强以及中美利差走阔影响，人民币汇率有所下行，截至6月27日，美元兑人民币汇率收于7.2689，人民币对美元较2023年末下跌2.43%。

►展望下半年：

- 美欧货币政策分化对美元有支撑，同时与点阵图比，市场对美联储降息的预期或仍有下调空间。不过高利率确已令美国经济有所降温，消费和地产数据明显偏弱。总体看，下半年美联储降息预期或将反复调整，美元指数呈偏强震荡格局，波动区间预计在102-108之间。
- 5月以来欧美经济景气度进一步分化，德国和法国表现疲弱，美强欧弱格局令欧元继续承压。但在欧元区就业市场紧张、工资增速较快情况下，也不宜过分夸大美欧货币政策分化的程度；叠加持续贸易顺差的支撑，下半年欧元兑美元或不会明显走弱，大概率震荡偏弱。
- 日本央行后续加息仍会十分谨慎，货币政策调整力度可能仍会低于市场预期，不过缩减国债购买量或令美日利差进一步收窄，对日元有支撑。下半年日元兑美元大概率仍偏弱运行，但贬值幅度或有所减小；尤需注意每次货币政策会议前后，日元很可能出现较大波动。
- 下半年我国内需修复仍值得期待，外需回暖具有确定性，随着中美利差收敛，人民币资产吸引力将提升，叠加央行汇率管理工具丰富，足以保证人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定；预计人民币汇率在7.1-7.3之间双向波动，待美联储降息后，贬值压力将明显减小。

一周金融市场盘点 (2024.6.24-6.30)

大类资产	名称	2024.6.27 (%)	一周变动 (BP)	较5月末变动 (BP)
信贷	LPR 1Y	3.45	0	0
	LPR 5Y	3.95	0	0
	国股转贴现票据利率1M	0.90	-20	-65
	国股转贴现票据利率3M	0.95	-14	-43
	国股转贴现票据利率6M	1.31	-7	-9

大类资产	名称	2024.6.28 (%)	一周变动 (BP)	较5月末变动 (BP)
固收	DR001	1.91	-4	10
	DR007	2.17	22	30
	NCD到期收益率 (AAA) 1Y	1.96	-7	-11
	NCD发行利率 (股份行) 1Y	1.99	-4	-9
	国债2Y	1.63	-6	-17
	国债10Y	2.21	-5	-9
	企业债 (AAA) 3Y	2.14	-3	-10
	企业债 (AA+) 3Y	2.24	-3	-10
	企业债 (AA) 3Y	2.29	-3	-11
	美国国债2Y	4.71	1	-18
	美国国债10Y	4.36	11	-15
	日本国债2Y	0.37	6	-3
	日本国债10Y	1.09	9	1
	英国国债2Y	4.22	4	-20
	英国国债10Y	4.16	6	-16
	法国国债2Y	3.14	5	-5
	法国国债10Y	3.29	12	14
	德国国债2Y	2.81	5	-31
德国国债10Y	2.46	9	-24	

大类资产	名称	2024.6.28 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
外汇	美元指数	105.84	0.0	1.2
	欧元兑美元	1.07	0.2	-1.2
	美元兑日元	160.88	0.7	2.3
	英镑兑美元	1.26	0.0	-0.7
	美元兑人民币: 即期汇率	7.27	0.1	0.3
	美元兑人民币: 中间价	7.13	0.1	0.3
	离岸人民币: 即期汇率	7.30	0.1	0.5

大类资产	名称	2024.6.28 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
大宗商品	CRB指数	539.58	0.0	-1.2
	BDI指数	2,050.00	2.7	12.9
	NYMEX轻质原油	81.54	1.0	5.9
	IPE布油	85.00	0.8	4.8
	COMEX黄金	2,339.60	0.4	-0.3
	LME铜: 3个月	9,622.00	-0.8	-4.8
	CBOT玉米	420.75	-3.3	-5.7

大类资产	名称	2024.6.28 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
权益	MSCI全球	974.50	0.1	2.4
	上证综合指数	2,967.40	-1.0	-3.9
	沪深300指数	3,461.66	-1.0	-3.3
	中证500	4,942.78	-3.1	-6.9
	中证1000	4,895.99	-3.2	-8.6
	深证成份指数	8,848.70	-2.4	-5.5
	创业板指数	1,683.43	-4.1	-6.7
	恒生指数	17,718.61	-1.7	-2.0
	标普500指数	5,460.48	-0.1	3.5
	道琼斯工业平均指数	39,118.86	-0.1	1.1
	纳斯达克综合指数	17,732.60	0.2	6.0
	德国DAX全收益指数	18,235.45	0.4	-1.4
	英国富时100指数	8,164.12	-0.9	-1.3
	法国CAC40指数	7,479.40	-2.0	-6.4
	东京日经225指数	39,583.08	2.6	2.8
	韩国综合指数	2,797.82	0.5	6.1
	澳洲标普200指数	7,767.50	-0.4	0.9

重要政策数据

- ▶ 6月27日，政治局会议重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题，将于7月15日至18日召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议。
- ▶ 央行二季度货币政策委员会例会指出，精准有效实施稳健的货币政策；加大已出台货币政策实施力度；构建金融有效支持实体经济的体制机制。
- ▶ 央行等七部门印发扎实做好科技金融大文章的工作方案，支持银行业金融机构构建科技金融专属组织架构和风控机制；建立科技型企业债券发行绿色通道。
- ▶ 北京市下调首套住房最低首付比例至20%，下调首套房贷利率下限至3.5%。
- ▶ 1-5月，全国一般公共预算收入和支出同比分别下降2.8%和增长3.4%。
- ▶ 1-5月，规模以上工业企业利润同比增长3.4%，增幅较1-4月回落0.9个百分点。
- ▶ 5月，美国PCE同比+2.6%，环比+0%；核心PCE同比+2.6%，环比+0.1%。

市场走势分析

- ▶ **流动性**：跨季资金面均衡偏紧，R007、DR007分别收于2.45%、2.17%，中枢较前周分别上行40bp、20bp。央行全周净投放资金3520亿元，呵护态度未改。今年以来，跨季隔夜资金占比维持在50%左右，远高于去年，也反映出市场对资金面的稳定更有信心，跨季耐心度提升。
- ▶ **NCD**：市场预期抢跑现象延续，存单利率中枢再度下台阶。在市场对跨季后资金面的乐观情绪支撑下，长期限存单发行利率显著低于资金成本；受一级市场降价提振，1年期AAA同业存单收益率大幅下行至1.96%，年内首度下破2%。
- ▶ **债市**：国内债市利率较大幅下行，主要源自央行有效呵护流动性，以及市场对“固本培元”和“三中全会”预告解读偏利多。美债利率先因一季度GDP终值偏弱和5月PCE物价指数较低下行，但周五因定价特朗普胜出大幅上行。
- ▶ **汇市**：美国一季度GDP数据上修，个人消费支出大幅下修，核心PCE物价指数同比增速创三年来新低，在美联储官员频繁“放鹰”下，美元指数震荡走平。中国5月经济数据不及市场预期，人民币汇率继续承压，离岸汇率一度破7.3。
- ▶ **商品**：近期原油需求进入旺季，而供应端未看到产量大幅增长，全球油品库存开始去库，国际油价继续上涨。美国经济数据好坏均现，但总体指向经济有走弱风险，和美联储官方近期表态存在差异，国际金价先跌后涨。
- ▶ **股市**：A股继续下探，成交量不够活跃，市场预期偏悲观，苹果AI手机预期继续推动元器件、消费电子领域领涨。各项数据符合市场预期，美股未受到太大冲击，全周小幅震荡，整个上半年表现出较强韧性。

- ▶ 2023年12月，国务院办公厅印发了《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》旨在为我国企业出海创造良好环境，增强企业的出海意愿及信心，加快推动内外贸的一体化发展。
- ▶ 2024年1月，国务院新闻办就2023年全年进出口情况举行的发布会上强调，“新三样”，即电动载人汽车、锂离子蓄电池和太阳能电池产品2023年的合计出口额达1.06万亿元，首次突破万亿元大关。

表1: 工业革命以来的五次全球制造业大迁移

表2: 全球经济与货物进口实际增长率

顺序	时间	迁移内容
(1)	20世纪初	英国将过剩产能向美国转移
(2)	20世纪50年代	美国将钢铁、纺织等传统产业向日本、德国等战败国转移
(3)	20世纪60-70年代	日本、德国向“亚洲四小龙”和部分拉美国家转移轻工、纺织等劳动密集型加工产业
(4)	20世纪80年代初	欧美日等发达国家和亚洲“四小龙”等新兴工业化国家把劳动密集型产业和低技术高消耗产业向发展中国家转移
(5)	2001-2008年	中国加入WTO，逐步成长为全球第一大制造业国家

数据来源：《全球制造业大迁移的真正动力》

	2022年	2023年
经济实际增长率		
全球	3.42%	2.83%
发达经济体	2.66%	1.26%
新兴市场和发展中经济体	3.96%	3.93%
货物进口实际增长率		
全球	4.02%	1.57%
发达经济体	5.23%	1.12%
新兴市场和发展中经济体	2.16%	2.27%

数据来源：IMF官网

表3: 1956年机振法的主要内容

表4: 日本机床领军企业马扎克的海外布局与政策支持

	主要内容	意义
(1)	在日本机械工业中确立合理的生产体制，包括资金、进口许可等计划以及生产规模的专门化等	建立合理体制
(2)	促进日本机械工业设备的现代化，对于需要国产化的部分在财政资金上予以支持，推动设备的更新换代并由日本开发银行优先确保现代化所需资金，包括但不限于降低利息、延长融资事件、放宽担保等	财政资金扶持
(3)	振兴日本机械工业的出口，对于海外市场的开拓予以支持	开拓海外市场
(4)	提高日本机械工业的生产技术，推动日本产业规格（JIS）的制定，加强研究能力	加强技术研发
(5)	针对机械工业的原材料政策，保障钢铁类的主要材料价格以及质量，实现合理化的供需结构	保障原材料

数据来源：《日本培育“专精特新”企业的产业政策研究：以《机振法》为中心》

时间	政策	主要作用
1937	确定马扎克为军工厂	战争动机拉动内需，员工增加至100人
1941	确定马扎克为分包商	国内市场进一步扩大
1951	增加机床行业贷款额度	加速了战后机床市场的恢复与重建，随后马扎克将业务扩展至高精机领域
1952	机床进口补贴补助办法	引进先进技术
1953	机床样机补贴制度	促进马扎克从仿制向自行设计过渡，奠定了技术基础
1956	国外机床性能审查项目	引进美国工厂现金技术，实现低价高质量数控机床量产
1956	机振法	振兴基础机械产业，推进国产化，产品开始进入东南亚市场
1962	设立出口振兴会	扩大出口并于1962年首次出口美国，1968年在纽约成立分公司
1971	机电法	确立了机械工业与电子产业结合的目标，数控系统发展步入新阶段
1978	机信法	布局高端数控机床，实现智能无人化操作系统
1979	重点研究开发项目计划补助金	促进机床自主研发创新，高技术产品在海外市场具备竞争力，分别在英、法等技术领先国家设立分公司

资料来源：《全球制造业大迁移的真正动力》

解读分析

- ▶ 日本以《机振法》为核心构筑战后现代化产业政策体系。以日本机床行业为例，二战后初期，受制裁限制等因素影响，日本机床出口/进口的比值约为0.6（1969年）。在日本政府灵活的产业政策倾斜作用下，在1972年实现了出口超过进口，并于1979年达到了7.5（进口/出口）；聚焦企业，以日本机床行业领军企业马扎克为例，其在发展的每个阶段均受到了相关政策的支持，使其在后来的全球化竞争中拥有了战略性比较优势。
- ▶ 恰逢制造业大迁移下的历史机遇。从总量上来看，全球需求紧缩和产业链“再布局”意味着局部产能过剩已成为难以回避的问题。随着各经济体发展进入不同阶段，各经济体的需求也将发生变迁。19世纪工业革命以来，全球制造业先后经历了五次大规模的制造业迁移而每轮迁移都支撑了全球经济的一轮繁荣，成就了一批高速增长工业化国家。可以说，每一轮的大规模制造业转移均会带来持续性的产能扩张，而如何根据制造业的流向调整布局，抓住出海机会，是政策支持民营企业“出海”战略布局扩张市场份额的重中之重。

五月锂电池出口数量回升

▶ 6月14日，中国汽车动力电池产业创新联盟数据显示，国内动力和其他电池上月合计出口13.8吉瓦时，同比增长16.7%，占当月销量的17.7%。其中，动力电池出口量为9.8吉瓦时，同比减少13.1%；其他电池（主要指储能电池，包括少量小动力用电池）出口量为4吉瓦时，同比增长664%。

图1: 锂离子蓄电池出口情况

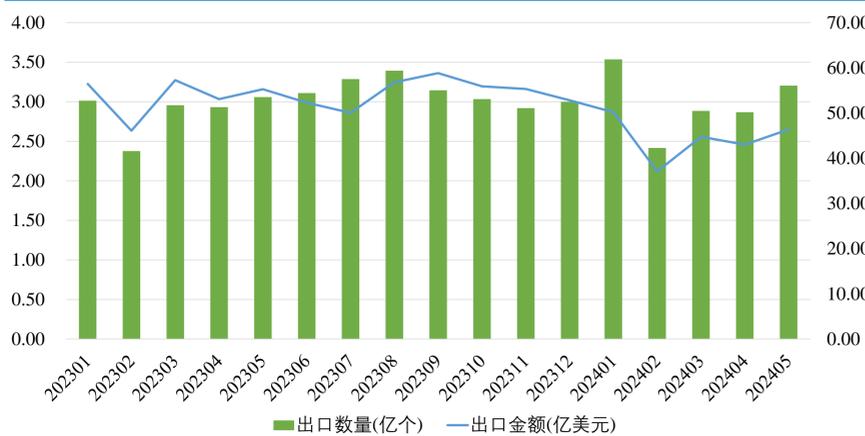


图2: 锂离子蓄电池主要出口国家金额（亿美元）

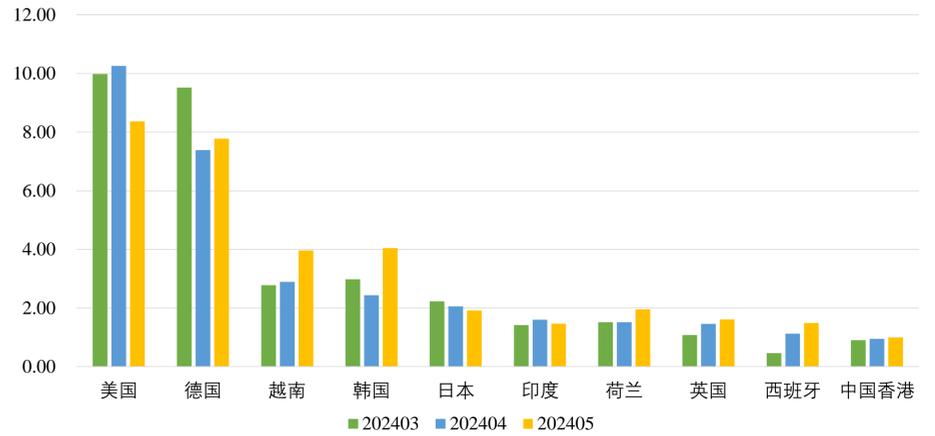


图3: 锂离子蓄电池主要出口国家数量（亿个）

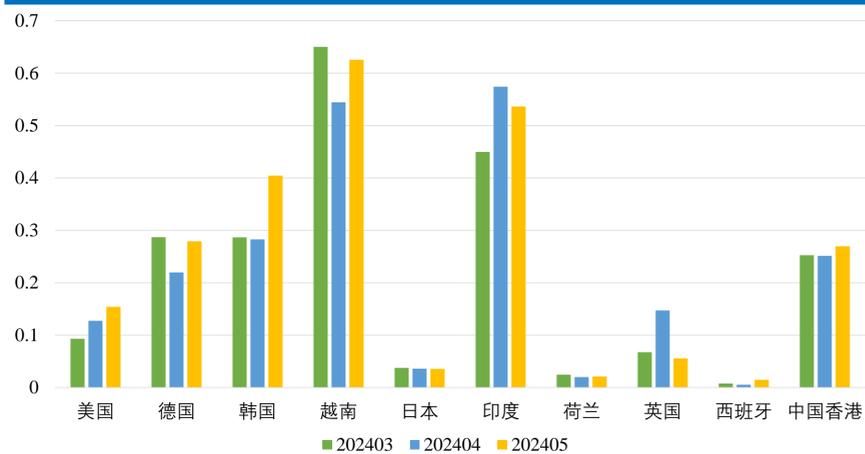
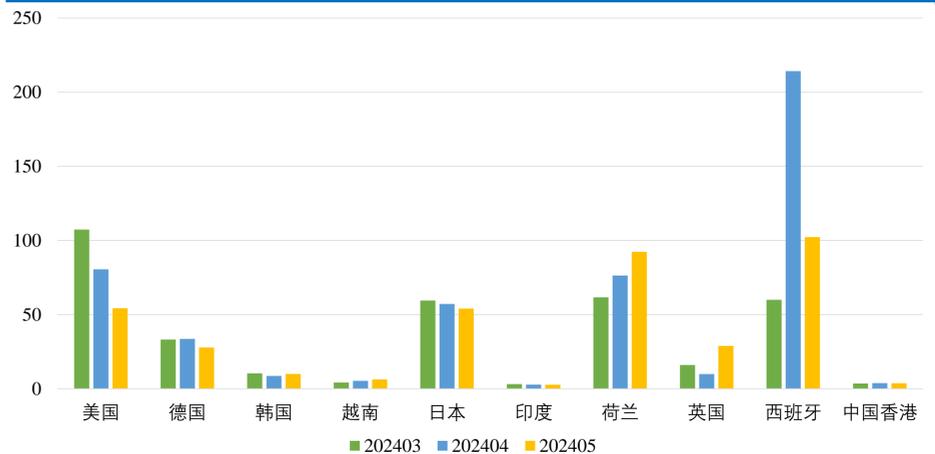


图4: 锂离子蓄电池主要出口国家单价（美元/个）



解读分析

▶ 从5月出口情况来看，锂离子蓄电池出口转变为“量升价降”态势。6月20日，海关总署公布5月出口详细数据，当月我国锂离子蓄电池出口数量为3.2亿个，同比增长4.76%，环比增长11.75%；出口金额为46.36亿美元，同比下降16.1%，环比增长7.84%，从3-4月的“量价齐减”转变为“量升价降”的态势。结合中国汽车动力电池产业创新联盟的数据，储能电池出口增速高于动力电池，1-5月国内动力电池累计出口量为46.9吉瓦时，同比增长2.9%；其他电池累计出口量为8.4吉瓦时，同比增长50.1%。

▶ 从主要出口国家来看，对美国、欧盟和越南出口份额有增有减。其中，美国作为我国锂离子蓄电池出口金额最高的国家，5月出口数量0.15亿个，环比增长20.85%，出口金额8.37亿美元，环比下降18.46%；其次为德国，5月出口数量0.27亿个，环比增长27.02%，出口金额7.78亿美元，环比增长5.32%；第三名为越南，5月出口数量0.4亿个，环比增长43%，出口金额3.96美元，环比增长37.15%。长期来看，美国《通胀削减法案》（IRA）和欧盟电池法案引发的负向冲击，已经对出口市场产生影响。5月出口美国的金额占比环比下降5.8个百分点，出口德国的金额占比环比下降0.4个百分点，出口越南的金额占比环比增长1.8个百分点。

美国关税政策影响东南亚光伏市场

- 2012年以来，东南亚已成为我国光伏企业规避“双反”高关税、绕道出海美国市场的重要“跳板”。目前美国针对东南亚光伏行业的关税政策包括201、“反规避”和“双反”，三项政策叠加下，对东南亚光伏市场，尤其是柬埔寨、马来西亚、泰国、越南四国的负面影响较大。

美国对东南亚光伏的相关关税政策

	目标国	征税对象	税率	说明
201关税	所有国家	进口非美电池组件	2024年税率为14.25%，2025-2026年降至14%，2026年2月6日到期	2024年5月16日起，取消关税豁免
反倾销/反补贴税（东南亚四国）	柬埔寨、马来西亚、泰国、越南	本轮“双反”调查独立于此前的反规避调查（6月6日重启），即使在东南亚有硅片、辅材配套产能，也有被纳入征收关税的概率	反倾销税率：70.36%-271.28%（越南271.28%、柬埔寨125.37%、马来西亚81.22%、泰国70.36%）；反补贴税率：高于最低限度（发达国家不低于1%，发展中国家不低于2%）	调查期内可追溯关税，有关税率仍需等待初裁及终裁结果落地
反倾销/反补贴税（中国）	中国	光伏企业（含被认定存在规避行为的中国企业东南亚产能）	不同企业被征收的税率不同，最新反倾销/反补贴税率为36.5%/8.47%	“反规避”即反东南亚绕道出口，规避中国的“双反”

资料来源：U.S. Census Bureau、S&P Global、美国商务部国际贸易管理局

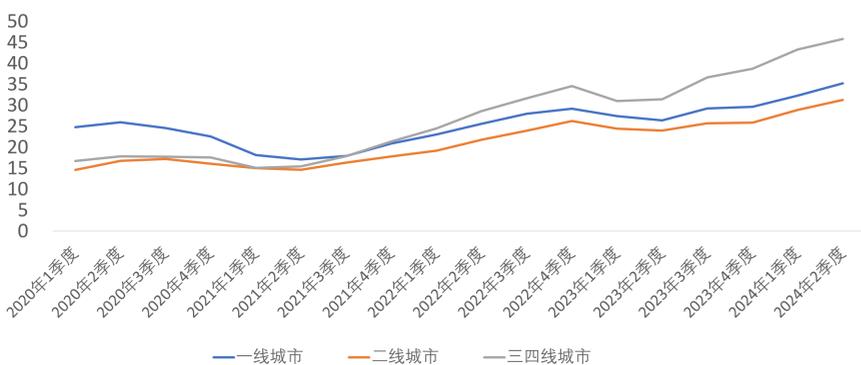
解读分析

- 作为中国光伏企业“借道”出口美国的跳板，东南亚的光伏市场形成了以供给以中资民企为主，需求以出口美国为主的“两头在外”的局面。
- 供给端：**截至2023年底，彭博财经数据显示，柬埔寨、马来西亚、泰国、越南四个东南亚主要光伏生产国的电池片年产能达77GW，组件年产能达85GW。我国隆基绿能等近20家光伏企业在东南亚地区布局产能，据不完全统计，中资在东南亚硅片、电池片、组件产能已超26GW、42GW、47GW，占比七成以上。**需求端：**2023年，美国从东南亚四国进口电池组件36.4GW，占总进口量七成以上；而东盟（文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南）新增光伏装机仅3GW。
- 短期影响已经显现，企业对美销售光伏产品态度趋于谨慎；中长期看，中资对东南亚产能布局依赖度将会下降，美国、中东等地市场成为未来布局区域重点。

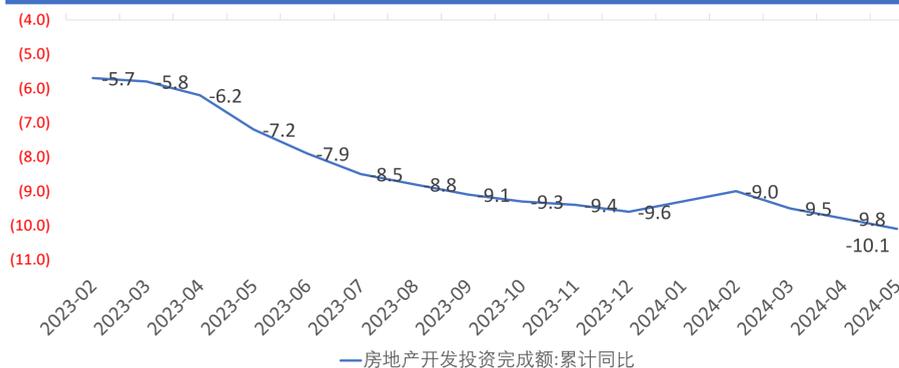
存量房收储区域扩容

- ▶ 延续5·17“全国切实做好保交房工作视频会议”精神，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，明确要求“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”。
- ▶ 此前，6月12日，中国人民银行召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期租赁住房贷款支持计划试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作。重点强调了房地产业发展关系人民群众切实利益，关系经济运行和金融稳定大局。设立保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁，是金融部门落实中共中央政治局关于统筹消化存量房产和优化增量住房、推动构建房地产发展新模式的重要举措，有利于通过市场化方式加快推动存量商品房去库存，加大保障性住房供给，助力保交房及“白名单”机制。

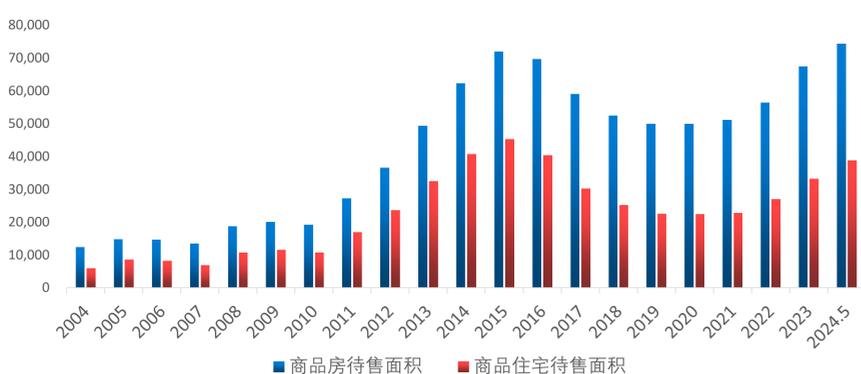
2020-2024年各量级城市季度去化周期情况（月）



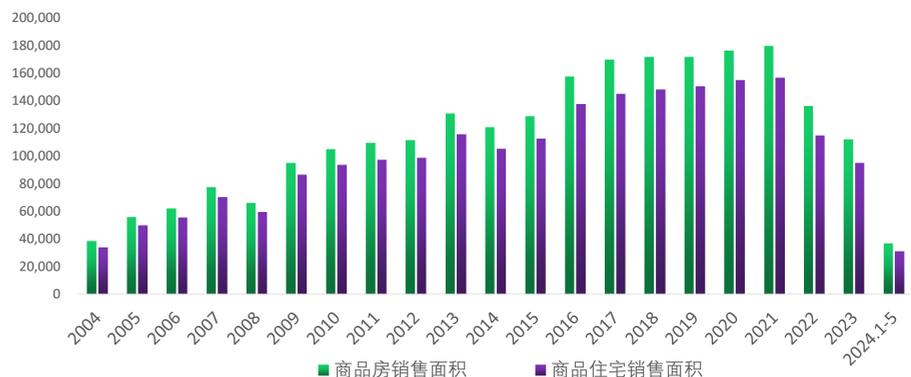
2023-2024.5年开发投资情况（%）



2004-2024年5月商品房、商品住宅待售面积（亿平方米）



2004-2024年5月商品房、商品住宅销售面积（亿平方米）



资料来源：wind、克而瑞

解读分析

- ▶ **三四线城市任务重，需加快收储步伐。**当前，全国商品房待售面积处于高位，商品房销售速度较慢，开发投资维持低位，特别三四线城市库存量大，去化周期较之一二线城市更长。主要考虑三四线城市去库存压力大，进行了本次扩容。
- ▶ **收储工程复杂，需要全盘考虑。**市场库存摸底重要，各地收储工作需要综合考虑区位、价格、户型及整体资金运营方式因素，才能调动地方积极性加快推进此项工程。
- ▶ **通过收储，优化房地产市场结构。**现阶段，部分城市新房和二手房存在价差等因素，导致二手房市场较新房市场销售更快，区域较远的已建成存量新房销售情况不佳。通过收储后，能较好平衡好新房和二手房销售市场。

合成生物乘政策东风高速成长

- 合成生物学指通过对生物体进行有目的地设计、改造，可以实现以合成生物为工具进行物质加工与合成的新型生产制造方式。作为新质生产力核心赛道，合成生物具有节能减排、保障供应链安全、改变全球供给格局等重要战略和商业意义，根据《中国合成生物产业白皮书 2024》，全球合成生物市场规模预计在 2028 年将达到近 500 亿美元。
- 2024年4月，北京化工大学校长、中国工程院院士谭天伟在2024中关村论坛年会表示，目前由发改委牵头，工信部和科技部等国家部委正在联合研制国家生物技术和生物制造行动计划，并且有望在近期出台，“生物制造+”是其中的关键内容。2024年政府工作报告中也首提“积极打造生物制造等新增长引擎”，市场对合成生物学关注度不断提升。

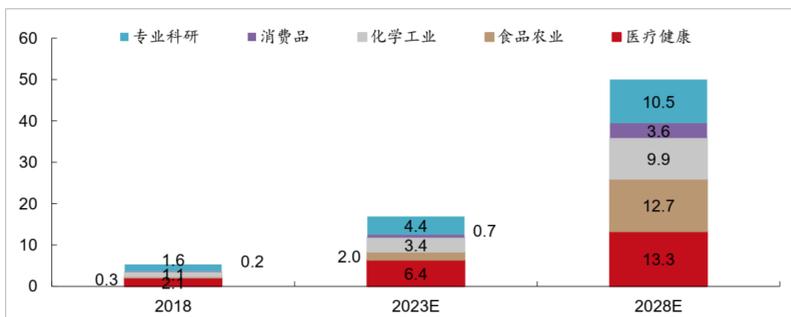
生物制造及合成生物学产业链



国内布局合成生物相关上市公司梳理

上市公司	所在行业	上市公司	所在行业	上市公司	所在行业
华东医药	医药	普利制药	医药	保龄宝	营养健康
华熙生物	医药	华北制药	医药	安琪酵母	食品
川宁生物	医药	科兴制药	医药	嘉必优	食品
健康元	医药	浙江医药	医药	梅花生物	化工、医药
普罗药业	医药	翰宇药业	医药	新和成	化工、医药
联邦制药	医药	昂利康	医药	金斯瑞	医药
奥锐特	医药	花园生物	医药	华大智造	医药
金城生物	医药	博瑞医药	医药	新芝生物	医药
浙江震元	医药	新诺威	医药	东富龙	医药
莱茵生物	医药、食品	鲁抗医药	医药	楚天科技	医药
富祥药业	医药	东亚药业	医药		
广济药业	医药	蔚蓝生物	动物营养		

全球合成生物学市场规模 (单位: 十亿美元)



数据来源: BCG, 《中国合成生物学产业白皮书 2024》, CB Insights, CAS, 公司年报, 公司官网, 中信建投, 西部证券

解读分析

- 合成生物学优势显著，助力医药研发生产。**合成生物学具备污染相对化学合成较少、原料更加易得、制造成本更低且生产效率更高的特点。合成生物学可广泛应用于医药、能源、化工、农业、消费品等诸多行业，其中医疗健康是第一大应用市场，在药物研发与生产、疾病诊断治疗等领域有巨大应用潜力。未来在政策及资本支持下，合成生物学在医疗健康领域的应用场景和市场规模有望持续拓展。
- 国内多领域转型企业百花齐放，加速产能落地。**2023年国内多领域企业积极布局合成生物学，医药、化工、食品、营养健康等领域在内的多家上市公司在其年报及公告中，均表示正积极布局合成生物学并披露进展，涉及内容包括医药原料、高附加值化妆品成分、医美原料、食品保健品原料、生物农药及天然产物等方向。目前转型较早的企业2023年底产能已逐步落地，预计2024年合成生物相关业务有望带来收入增量。