

图说经济金融

民生银行研究院

第68期

2024年6月16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
徐路路 有色金属，金属新材料
马艺翔 能源、绿色交通

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

- 5月美国非农与失业率为何出现背离
- 5月我国CPI略低于预期，物价何时能回暖
- 5月通胀超预期回落，美联储为何仍偏鹰
- 国内经济高频观察（2024.6.8-6.14）

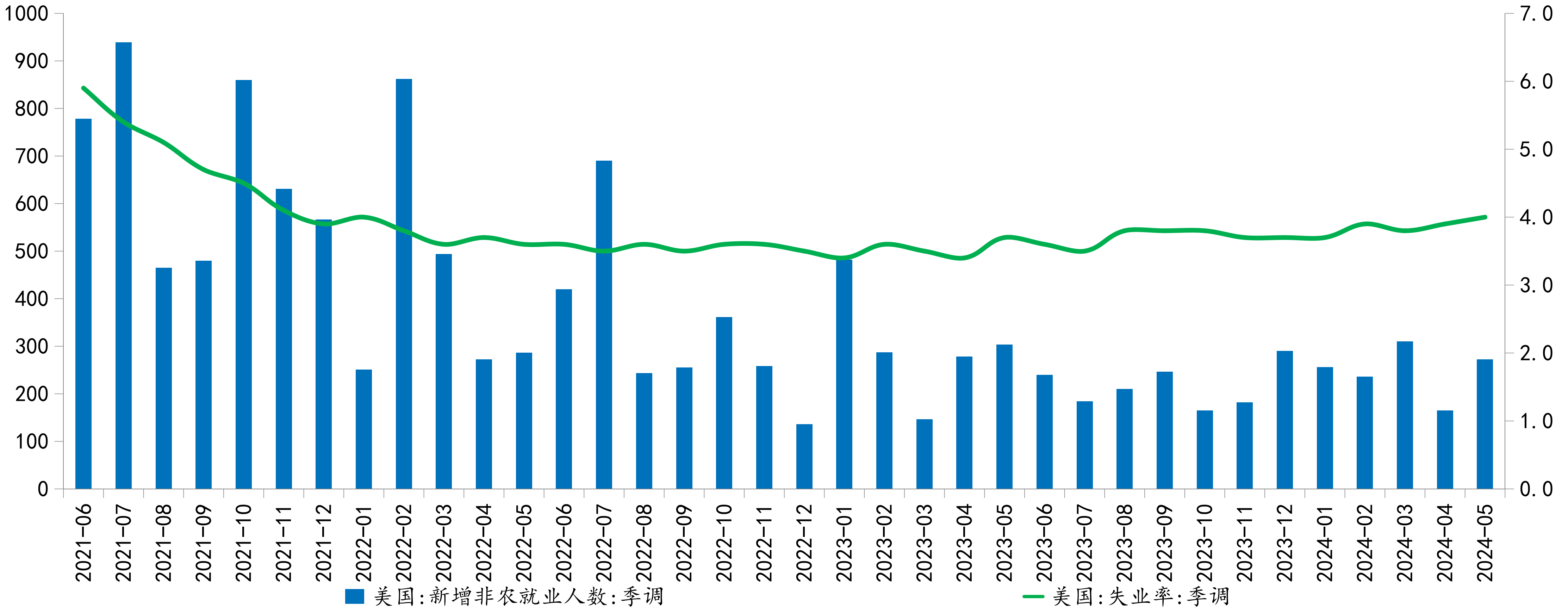
金融市场·热点图解

- 禁止手工补息对债市和银行的影响
- 美联储点阵图预计2024年将仅降息一次
- 5月金融数据怎么看
- 一周金融市场盘点（2024.6.10-6.16）

行业动态·图说趋势

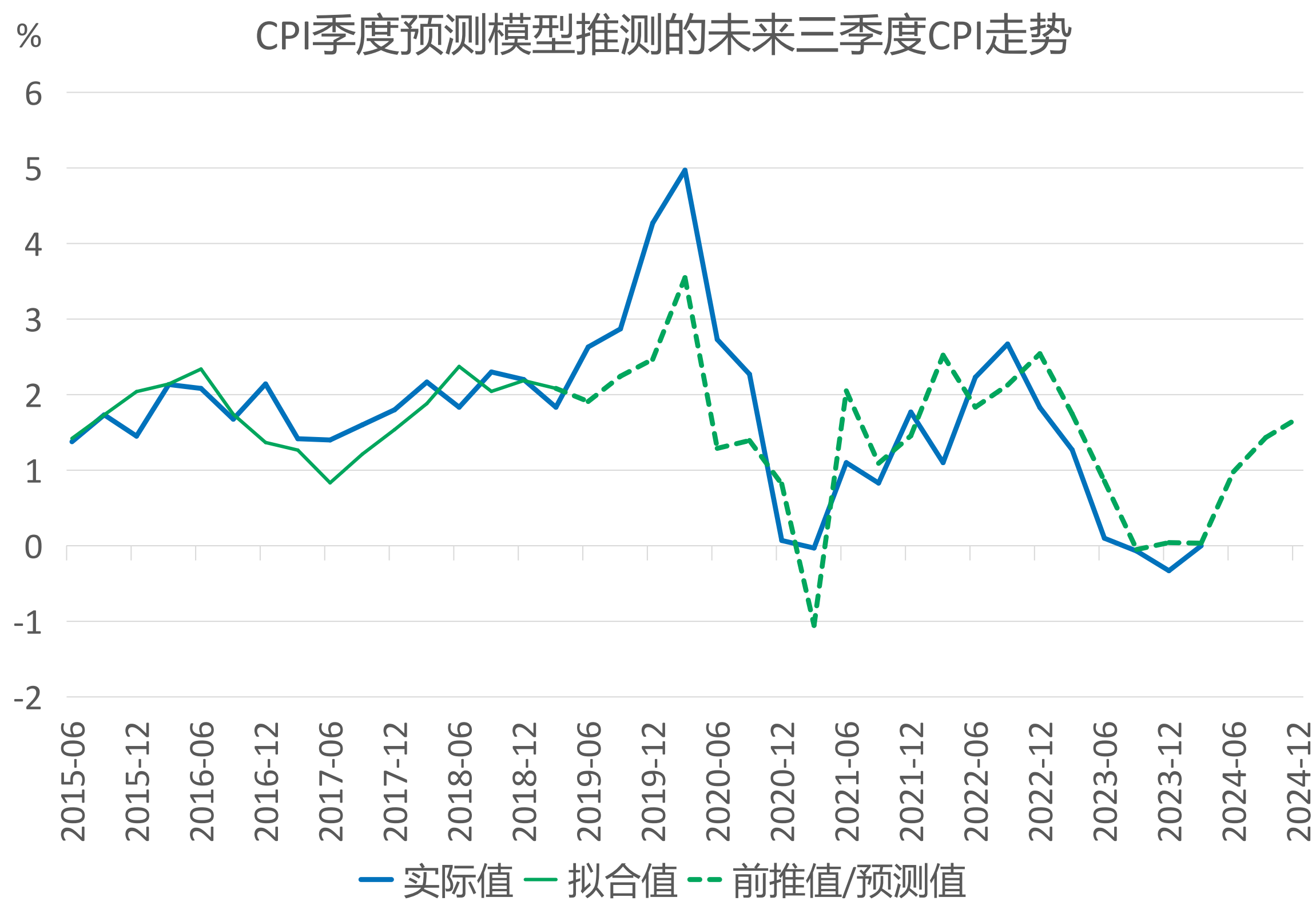
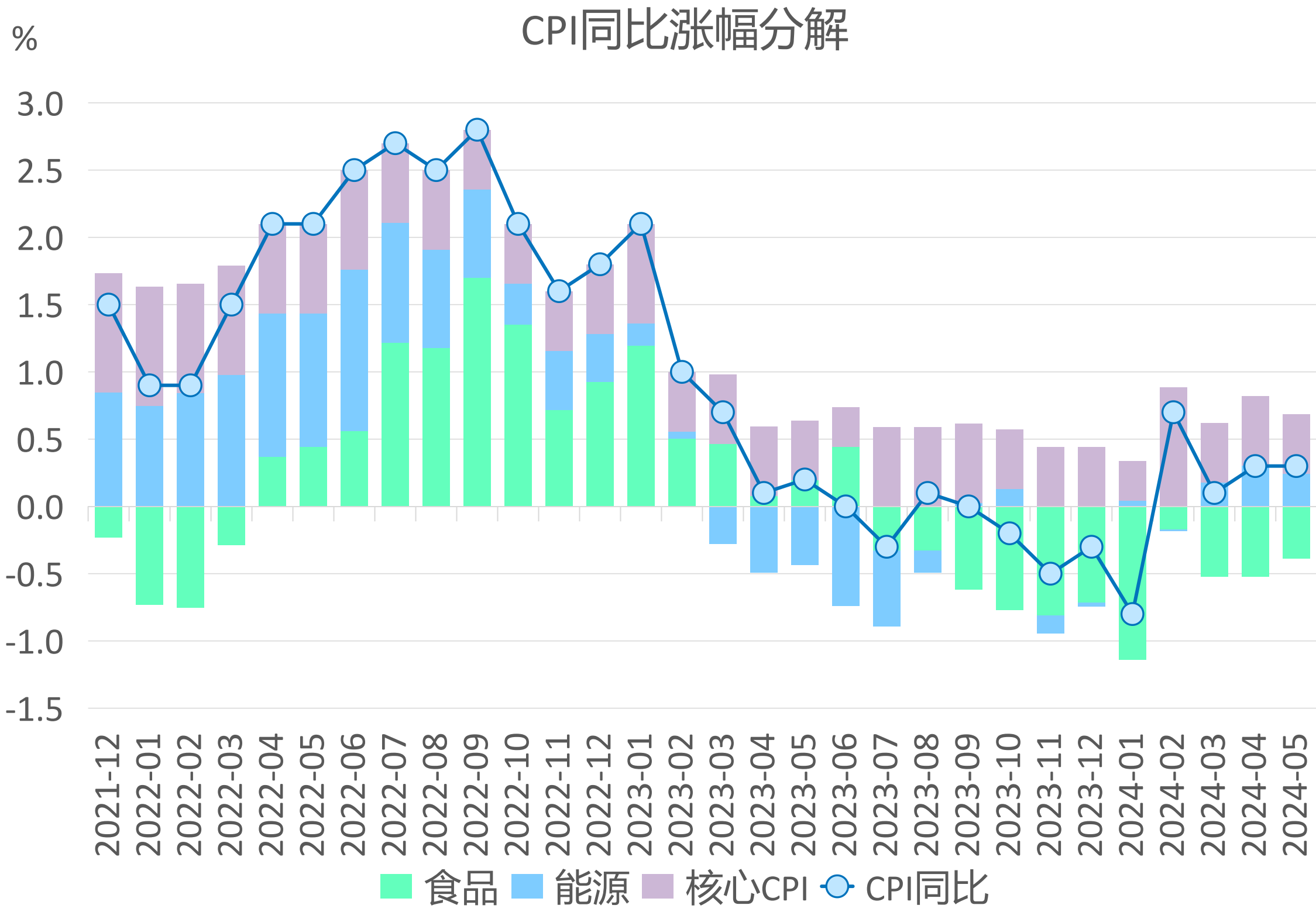
- 智算中心助力上海市发展新质生产力
- “端午”假期文旅消费市场平稳增长
- 电力市场改革进程或加速推进

5月美国非农与失业率为何出现背离



- 美国5月非农新增就业表现强劲，薪资增速大幅反弹。**根据美国劳工部6月7日数据，美国5月非农就业人口增长27.2万人，远高于市场预期的18.5万人和前值的16.5万人，创3月以来最大增幅，就业增长主要发生在医疗保健、政府、休闲和酒店业、专业科学技术服务行业；5月平均时薪环比上涨0.4%，同比上涨4.1%，分别高于市场预期的0.3%和3.9%。
- 同期公布的失业率数据不降反升，与新增非农就业数据并不矛盾。**美国5月失业率为4.0%，较4月上行0.1个百分点，为2022年1月以来高点。其中，成年男子失业率和青少年失业率均在上行，尤其是青少年失业率上升了0.6个百分点。基于家庭调查统计的失业率与依据企业调查统计的非农新增就业人数出现背离，主因美国非法移民进入劳动力市场，造成企业视角下的就业高增和家庭视角下的就业放缓。
- 美联储降息预期微调，利率或在高位维持更长时间。**由于前期美联储已经释放出将综合考虑通胀和就业数据进行相机抉择的政策信号，非农数据公布当天，CME“美联储观察”显示，美联储9月降息的概率由55.37%下降至46.59%，维持利率不变的概率由31.32%上行至49.55%，市场一致预期的首次降息时点再度推迟至11月，预期年内降息幅度25bp。
- 展望下一阶段，三季度末降息窗口仍然存在。**一方面，**劳动市场缓慢弱化。**虽然主要行业新增岗位不弱，但失业率的上行、职位空缺率的降低和全职就业的连续下滑，印证劳动市场缓慢降温的大趋势。另一方面，**经济出现边际降温信号，下行力量逐步集聚。**一季度GDP环比折年率由1.6%下修至1.3%，4月零售销售额环比增长0.02%不及预期，5月ISM制造业PMI下行至48.7%同样不及预期；4月核心CPI同比增速放缓至3.6%，核心PCE同比创三年新低。短期来看，数据震荡引发降息预期小幅往返的情况将继续。

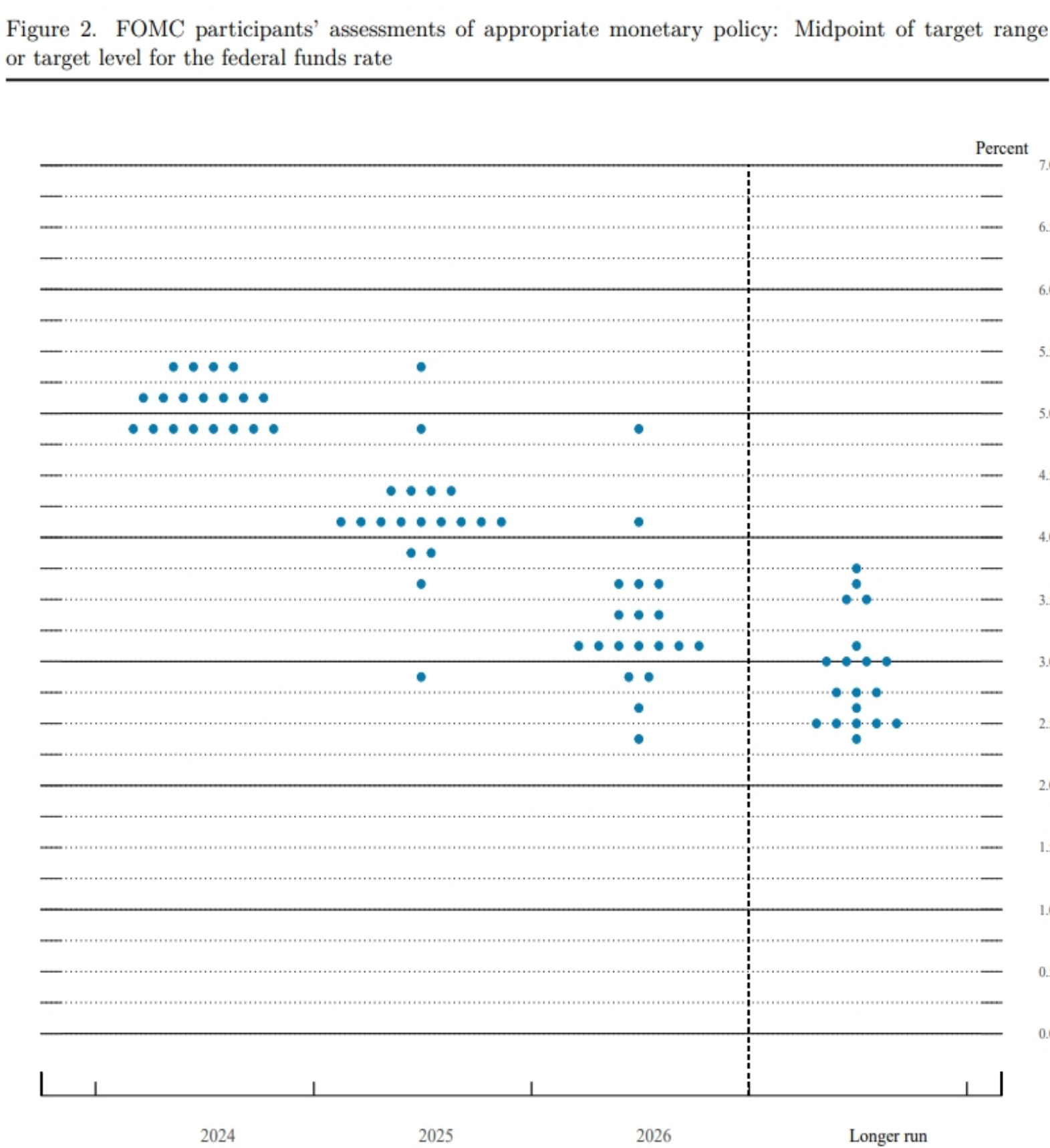
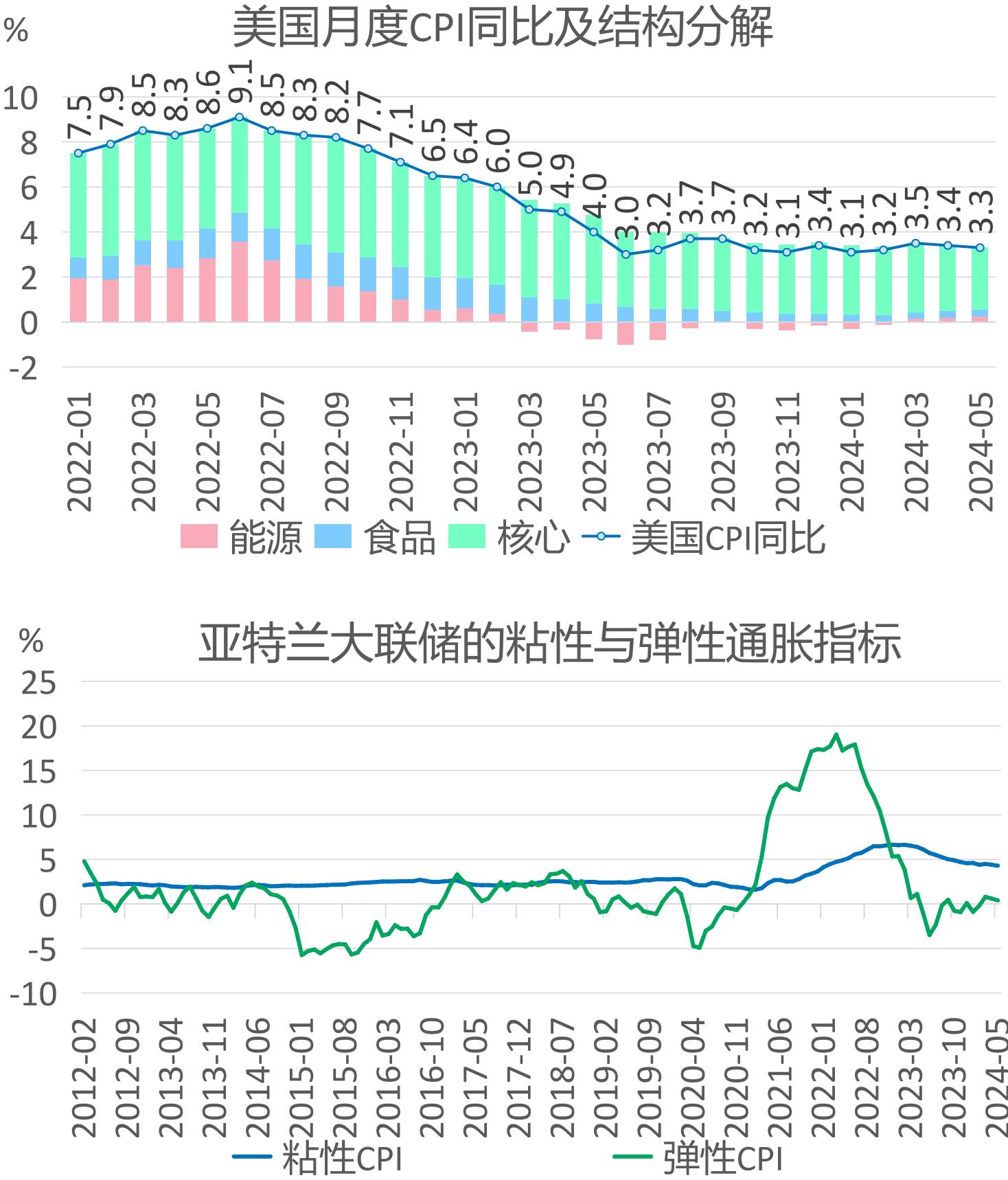
5月我国CPI略低于预期，物价何时能回暖



- 统计局数据显示，5月份CPI同比上涨0.3%，环比下降0.1%。其中，城市同比上涨0.3%，农村上涨0.4%；食品价格下降2.0%，非食品价格上涨0.8%；消费品价格持平，服务价格上涨0.8%。整体看，**5月CPI略低于市场预期，呈现“食品强、能源弱、核心稳”的特点。**
- **食品强主要源于猪肉价格走强及天气影响下部分食品环比表现强于季节性。猪肉周期性回升**，5月猪肉环比上涨1.1%，同比上涨4.6%，猪肉已经历连续15个月的产能去化，同时市场在下半年猪肉价格上涨预期下形成惜售情绪，导致猪肉价格表现为“淡季不淡”。**天气原因导致鸡蛋、鲜果、鲜菜价格强于季节性。**受南方地区暴雨影响，5月鲜菜虽环比下降2.5%，但强于历史5月平均环比水平（-9.1%），鲜果环比上涨3.0%，强于历史5月平均环比水平（0.6%）；炎热天气提前影响产蛋率，5月蛋类价格环比上涨2.2%，强于历史5月平均水平（1.3%）。
- **能源弱主要源于国际能源价格走低**。5月全球能源价格在市场对地缘政治影响冲击钝化及美国经济减速影响下回调，我国成品油价格于月中大幅下调，CPI分项中，交通燃料环比下降0.8%，同比上涨6.3%，涨幅较上月回落0.6个百分点。水电燃料连续第4个月环比持平，同比上涨0.8%，较上月扩大0.2个百分点，部分地区公用事业收费涨价影响暂不明显。
- **核心CPI小幅回落主要是受到618提前打折及节日过后服务价格回落影响**。今年618电商活动提前至5月中旬，导致家电、手机等产品价格提前下行，对耐用消费品价格形成了一定冲击。“五一”小长假过后旅游价格明显下降，导致服务价格小幅回落。剔除以上影响后我国核心通胀整体仍保持稳健。
- **预计未来CPI中枢将缓慢抬升**。利用我们建立的CPI季度模型进行预测，可以看到未来CPI中枢呈现温和上行趋势。若猪肉价格不出现意料之外的大幅上涨，**预计二、三季度CPI仍将保持在0.3%-1.0%区间。考虑猪肉的中长期涨价趋势，不排除年末CPI将涨至1.0%上方。**

5月通胀超预期回落，美联储为何仍偏鹰

	4月季调 环比	5月季调 环比	4月同比	5月同比
CPI: 所有项目	0.3	0.0	3.4	3.3
能源	1.1	-2.0	2.6	3.7
核心(除食品能源)	0.3	0.2	3.6	3.4
超级核心(除食品能源房租)	0.2	0.0	2.1	1.9
CPI: 所有商品	0.2	-0.4	0.3	0.1
核心商品	-0.1	0.0	-1.3	-1.7
非耐用品	0.6	-0.4	1.8	1.8
食品	0.0	0.1	2.2	2.1
非耐用品(除食品)	1.2	-0.9	1.3	1.5
耐用品	-0.5	-0.5	-3.2	-3.8
CPI: 所有服务	0.4	0.2	5.3	5.2
房屋租金	0.4	0.4	5.6	5.4
服务(不含租金)	0.2	0.0	4.9	5.0



- 美国5月通胀弱于预期。美国劳工部6月12日发布的数据显示，美国5月CPI同比上涨3.3%（预期3.4%，前值3.4%）；季调环比持平，为2022年7月以来最低水平。核心CPI同比上涨3.4%（预期3.5%，前值3.6%），为三年多以来最低水平；环比上涨0.2%，为2022年8月以来最低水平。通胀数据发布后，市场强化了美联储降息预期，美股、美债均上涨。
- 随后美联储议息会议维持利率不变，会议纪要保持鹰派。在通胀数据出炉数小时后，美联储议息会议决定将利率维持在5.25%至5.50%的二十多年高位。点阵图显示，认为今年不降息、降息1次和2次的官员数量分别为4人、7人和8人，平均对应年内仅降息1次。与3月点阵图显示的降息3次相比明显转向鹰派。纪要发布后，美股、美债、黄金涨幅收窄。
- 通胀数据转弱，为何美联储却保持鹰派？一是美联储认为美国经济保持相对稳健，风险大致平衡，而对抗通胀进展依旧偏慢。FOMC维持今明两年美国GDP增速分别为2.1%和2.0%的预测；上调今明两年核心PCE通胀至2.8%和2.3%，且认为至2026年才能回落至2.0%；预计未来三年失业率分别为4.0%、4.2%和4.1%，保持平稳。这意味着，美联储认为美国经济依旧保持在“不着陆”的路径上。
- 二是美联储需要继续保持偏鹰派的预期引导，以免“重蹈覆辙”。在去年三季度以及年末，面对有所下降的通胀水平和经济热度，美联储曾在与市场沟通中显得不够鹰派，随后被市场解读为转向鸽派，并两次引发市场“抢跑”。在金融条件提前转向宽松的情况下，近一年来美国通胀下降得十分迟缓，最终导致降息预期反复延后。从近期数据看，美国非农就业强劲，薪资增幅反弹，部分前瞻性指标依旧强劲，美联储确实不能掉以轻心。
- 三是美国中性利率或已抬升。随着AI技术发展和制造业回流，美国本土的资本收益率上升或正在推升中性利率，这使得原本应有的利率限制性水平不足，美联储需要在维持高利率水平上保持定力。

国内经济高频观察（2024. 6. 8-6. 14）

名称		周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
工业生产	高炉开工率	0.8	7.0	- 工业生产有所回暖。本周甲醇、PTA、PX开工率延续上行，高炉、纯碱开工率止跌转升，螺纹钢、炼油厂开工率持续下行。汽车生产方面，半钢胎、全钢胎开工延续下行。整体而言，化工、纺织行业回暖，焦化、汽车行业生产放缓，钢铁行业基础有待筑牢。 - 建筑施工扩张放缓。本周石油沥青装置开工率延续上行，但水泥发运率转为下行，磨机运转率持平，反映受端午假期影响，终端施工需求有所回落。随着1万亿元超长期特别国债及地方专项债加快发行使用，需求或将改善。
	炼油厂开工率：山东地炼	-0.5	-10.0	
	螺纹钢开工率	-0.3	-3.9	
	甲醇开工率	2.2	5.4	
	纯碱开工率	6.2	-1.3	
	PTA开工率	2.5	3.3	
	PX开工率	2.5	6.9	
	汽车轮胎半钢胎开工率	-4.9	4.8	
	汽车轮胎全钢胎开工率	-9.3	-11.7	
建筑	石油沥青装置开工率	2.9	-9.9	
	水泥发运率	-0.3	-7.1	
	磨机运转率	0.0	1.4	
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	-24.4	-31.2	- 商品房、土地成交双双回落。本周30大中城市商品房成交面积环比转跌，跌幅二线>一线>三线。百城成交土地面积环比大幅下跌，跌幅三线>二线>一线，土地溢价率环比微升。本周数据的惨淡，与端午假期成交下降有关。目前房地产市场仍处于需求修复期，所以6月7日国常会要求继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。 - 消费表现疲弱。本周货运流量、快递吞吐量、公共物流园吞吐量指数回落，为各平台提前年中大促拉高基数以及居民消费意愿不足所致。国内执行航班量微升，国际、港澳台执行航班量均降，与端午天气炎热居民出行意愿不高有关。电影票房收入小幅下行。受车市新品价格战阶段性降温及上周高基数影响，汽车销售下行。 - 出口运价持续走高。本周BDI、SCFI、CCFI指数均持续攀升，明显高于去年同期。红海危机延续推动国际航运价格飙升，或继续对出口产生不利影响。
	30大中城市商品房成交面积：一线	-15.3	-31.2	
	30大中城市商品房成交面积：二线	-34.9	-38.1	
	30大中城市商品房成交面积：三线	-4.2	-11.0	
	百城成交土地面积	-50.1	-42.6	
	百城成交土地面积：一线	-17.0	2.0	
	百城成交土地面积：二线	-33.2	-23.2	
	百城成交土地面积：三线	-59.7	-53.8	
	百城成交土地溢价率	0.2	-2.2	
消费	整车货运流量指数	-3.9	-4.6	
	主要快递企业分拨中心吞吐量指数	-4.7	-	
	公共物流园吞吐量指数	-4.4	-	
	中国执行航班：国内航班	0.9	-2.0	
	中国执行航班：港澳台航班	-0.1	22.2	
	中国执行航班：国际航班	-0.2	86.1	
	北上广深日均地铁客运量	-6.6	-1.3	
	乘用车日均销量	-62.3	-16.1	
出口	电影票房收入	-2.9	-31.8	
	波罗的海干散货指数 (BDI)	3.2	80.0	
	上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	6.1	244.9	
	中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	8.8	88.1	
价格	名称	周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
资源品	南华综合指数	-1.0	18.1	- 多数资源品与工业品价格下跌。本周南华综合指数与南华工业品指数双双延续下行。资源品中，焦煤价格止跌转升；铁矿石、铜、铝价格延续下行；受OPEC维持2024年全球石油需求增长相对强劲的预测影响，本周原油价格止跌转升。工业品中，螺纹钢价格延续下行，水泥价格继续微升，为近期钢铁生产放缓、建筑施工有所回暖所致。 - 农产品价格表现分化。本周农产品批发价格指数季节性下行。其中，鸡蛋、水果、蔬菜价格延续下行，猪肉价格受供给收缩影响继续上涨。
	布伦特原油：期货结算价（连续）	3.9	13.0	
	焦煤：期货收盘价（活跃合约）	1.3	24.0	
	铁矿石：期货收盘价（活跃合约）	-1.4	2.9	
	LME铜：现货结算价	-1.1	15.1	
	LME铝：现货结算价	-3.1	13.5	
工业品	南华工业品指数	-0.5	15.4	
	生产资料价格指数	-0.7	4.3	
	螺纹钢：期货收盘价（活跃合约）	-0.5	-2.7	
	水泥价格指数	0.3	-3.9	
农产品	农产品批发价格200指数	-1.4	-8.2	
	28种重点监测蔬菜平均批发价	-0.7	-13.2	
	7种重点监测水果平均批发价	-0.1	-12.3	
	猪肉平均批发价	1.2	27.5	
	鸡蛋平均批发价	-0.7	-8.2	

禁止手工补息对债市和银行的影响

图1：资金利率与长债收益率（%）

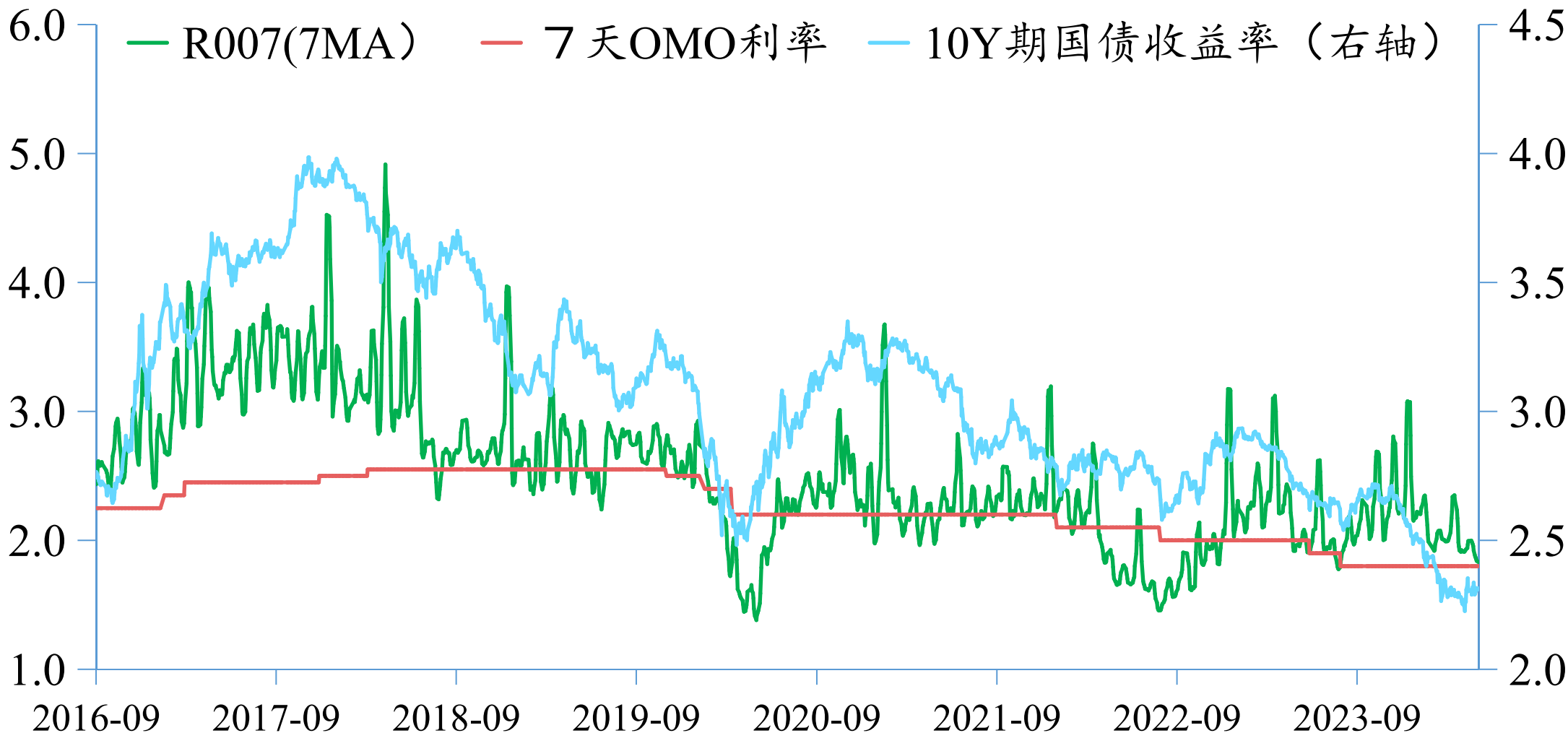


图2：各类银行净融出规模（亿元）

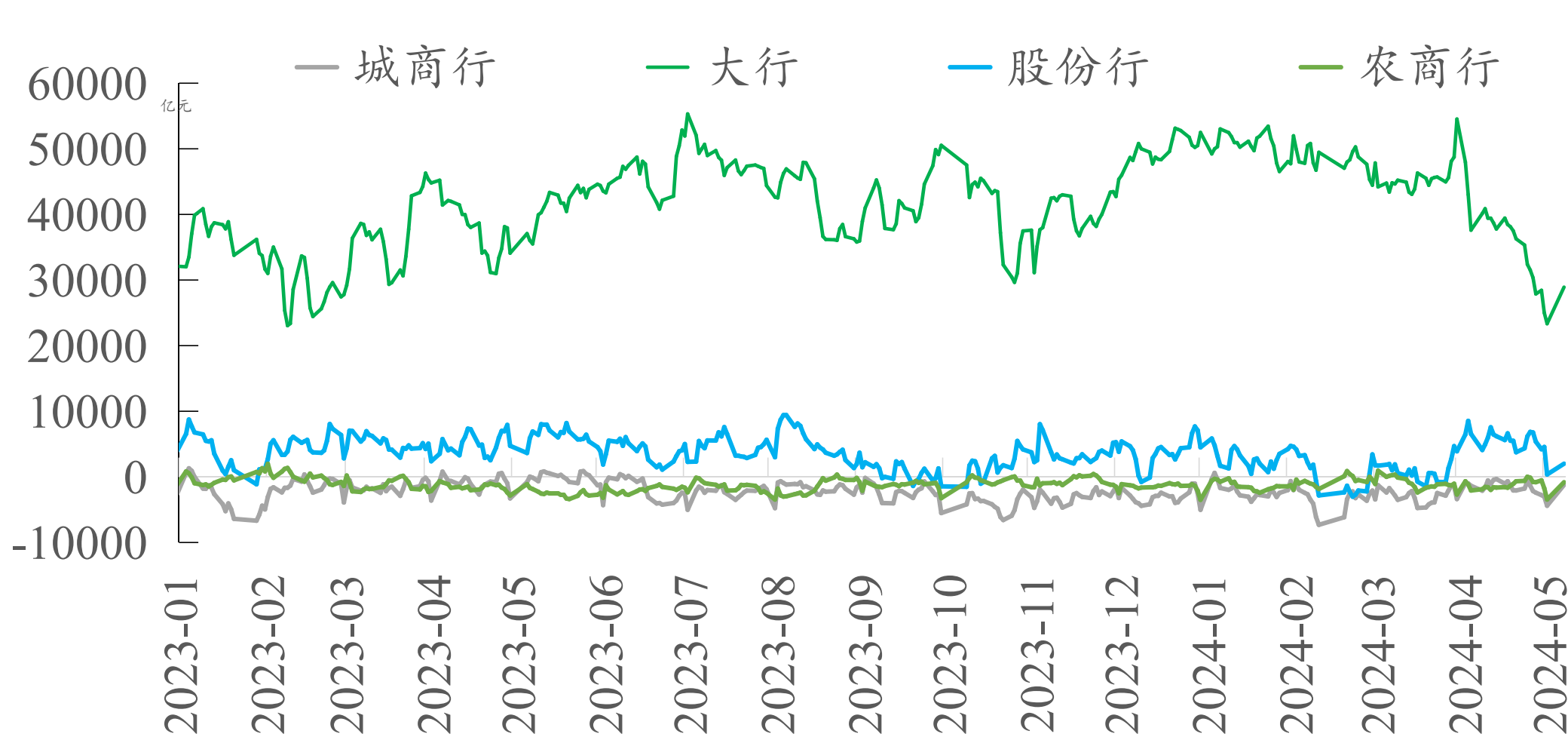


图3：2022年至今企业部门存款成本相对刚性（%）

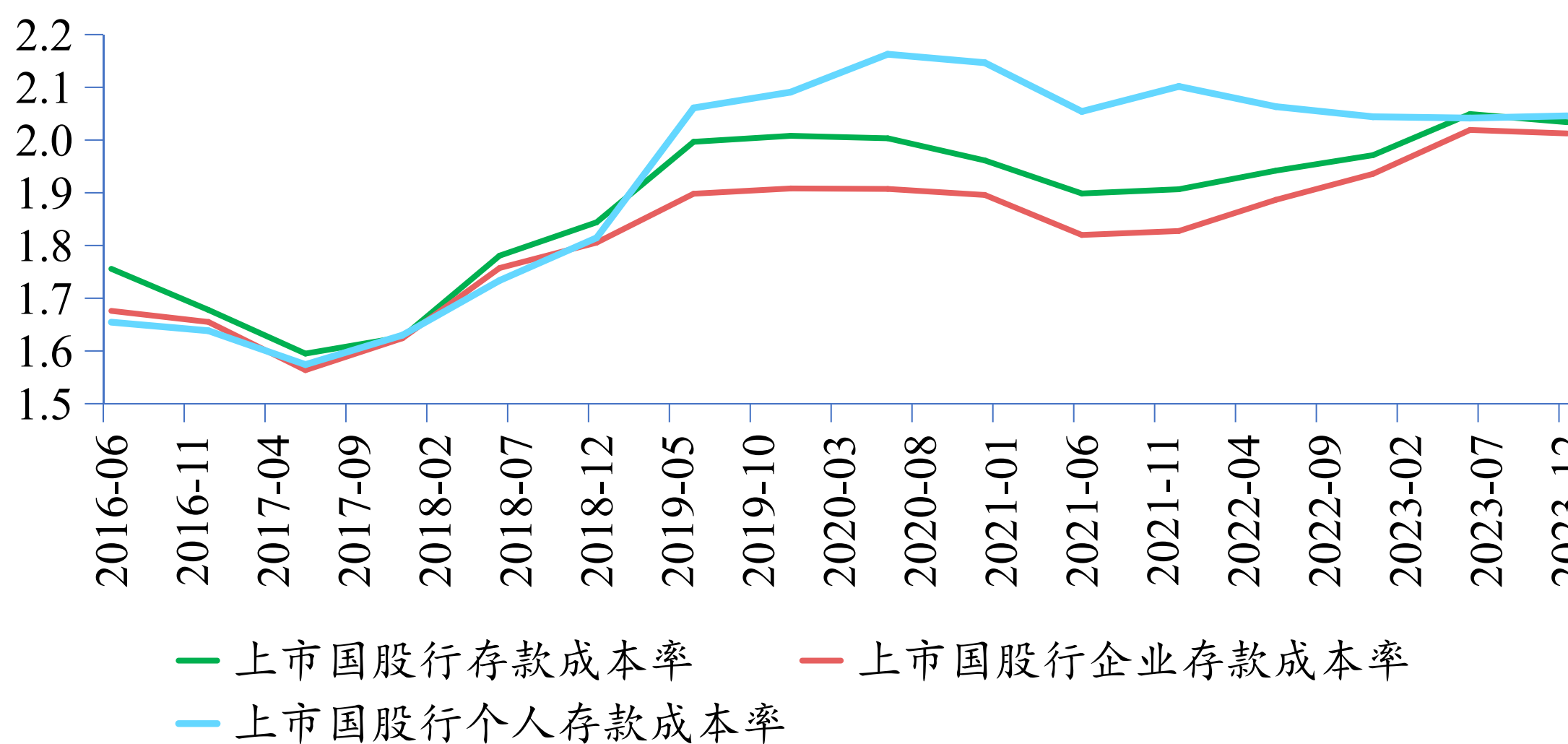


图4：2024年一季度银行理财资产配置占比（%）

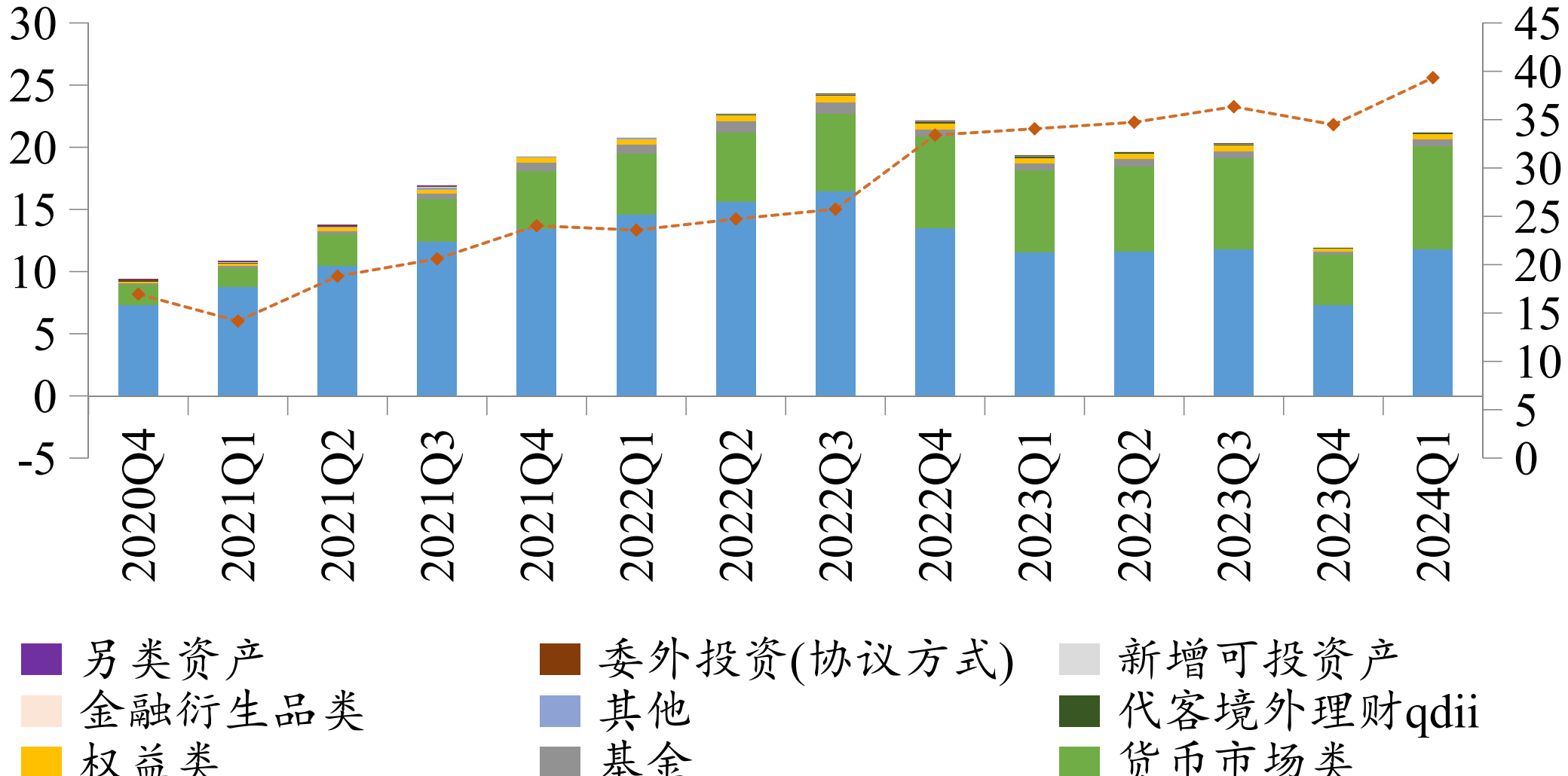


图5：同业存单与MLF的利差走阔（%）

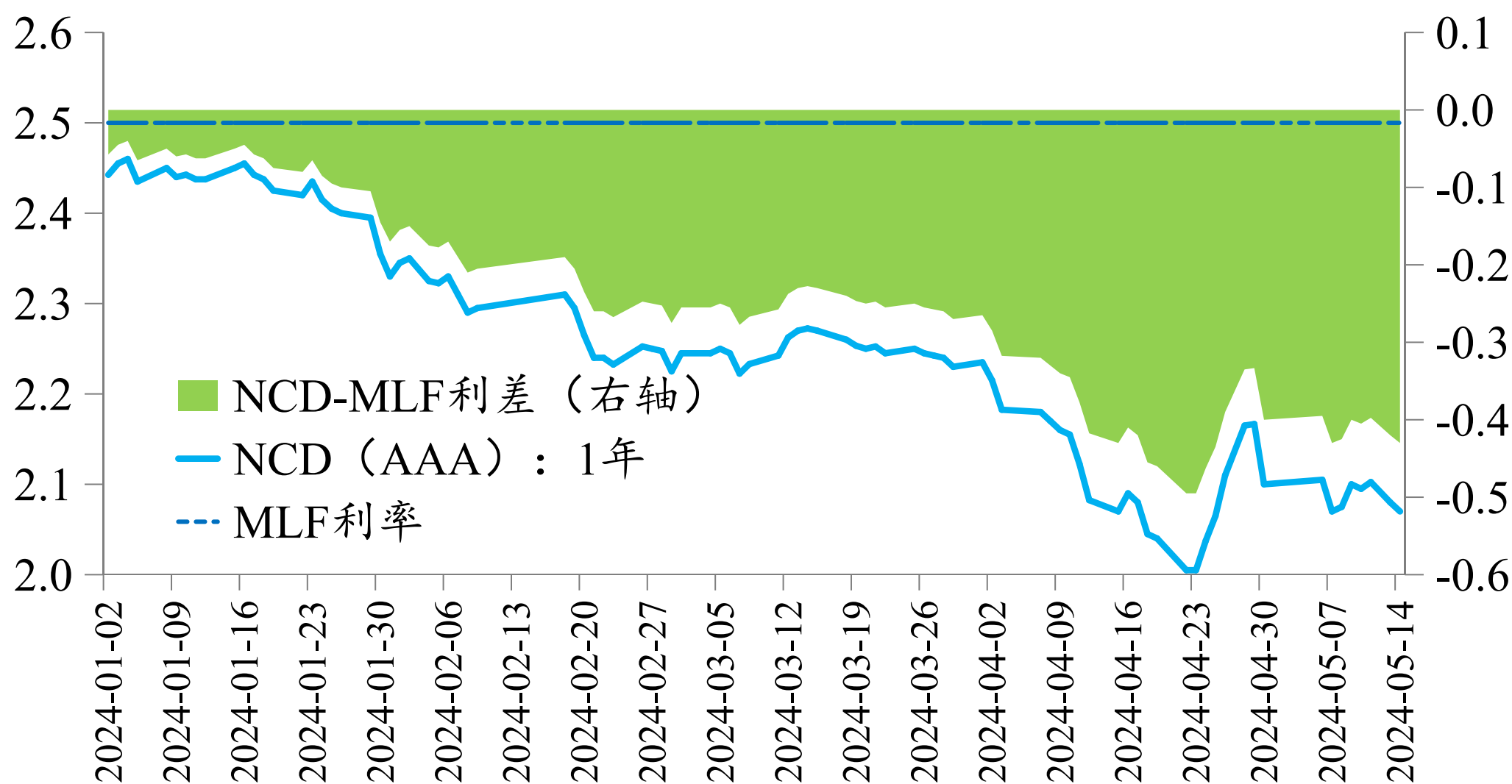


表1：2023年国有和股份行各项存款成本率（%）

		企业存款			个人存款		
		企业活期	企业定期		个人活期	个人定期	
国有行	农业银行	1.93	1.19	2.77	1.68	0.24	2.61
	交通银行	2.31	1.11	3.06	2.37	0.24	3.1
	工商银行	1.85	1.02	2.65	1.76	0.26	2.67
	邮储银行	1.33	0.87	2.16	1.56	0.22	2.02
	建设银行	1.73	0.98	2.62	1.74	0.24	2.65
股份行	平安银行	2.13	1.13	2.82	2.33	0.21	2.93
	民生银行	2.33	1.4	2.82	2.27	0.27	2.96
	招商银行	1.76	1.09	2.67	1.42	0.4	2.77
	兴业银行	2.23	1.25	2.94	2.26	0.22	3.11
	光大银行	2.3	1.34	2.81	2.37	0.36	2.9
	浙商银行	2.2	1.58	2.6	2.47	0.31	3.08
	中信银行	2.05	1.43	2.8	2.32	0.3	2.93

解读分析

禁止手工补息对债券市场的影响：

- **市场自发宽松，呈现“非银有钱、银行相对缺钱”格局：**4月以来，禁止手工补息下，存款脱媒加剧，以往的资金供给主力（银行）融出持续下滑，而非银（尤其是理财）资金相对充裕，一度转为资金融出方；且在资金价格相对高位的情况下，极窄的套息空间使得非银资金需求也持续下滑，非银机构降杠杆，正回购余额下降。资金供需结构转变下，资金分层基本消失。
- **增加债市配置需求，对中短期债券价格形成支撑：**存款脱媒引致非银机构资金量增加，进而增加对债券的配置需求，尤其是中短期债券，以寻求更高的投资收益，这会增加债券市场的资金流入，进而降低债券收益率。
- **引致理财产品配置调整，增加信用类债券需求：**禁止手工补息下，高收益的存款类底层资产减少，理财产品需要相应调整其资产配置策略，以适应新的市场环境，这可能涉及到增加债券投资比例，尤其是短期信用债与高等级信用债。

禁止手工补息对银行机构的影响：

- **负债成本变化：**对于机构客户、大企业客户而言，由于存款金额大、主体议价能力强，使得之前超自律的存款占比高；但随着严监管下银行进一步落实整改，停止手工补息有望对存款付息率起到明显改善效果，进而缓解息差压力，尤其国股行影响较大。
- **流动性指标变化：**一般存款向非银存款的转化可能会影响银行的流动性指标，如流动性覆盖率（LCR）和净稳定资金比率（NSFR）。因一般存款被赋予更高的权重，非银存款则被赋予较低的权重，转化可能会导致这些指标下降，影响银行的资金管理策略。
- **存单供需变化：**存款脱媒增加银行负债的不稳定性，且一般存款转为同业存款后，会有更高的备付要求，导致存单供给压力加大；但同时，长债利率受关注后，部分机构“减长补短”，也会在需求端加大购买力。供需叠加作用下，存单利率延续低位运行。

图1：2024年6月美联储点阵图

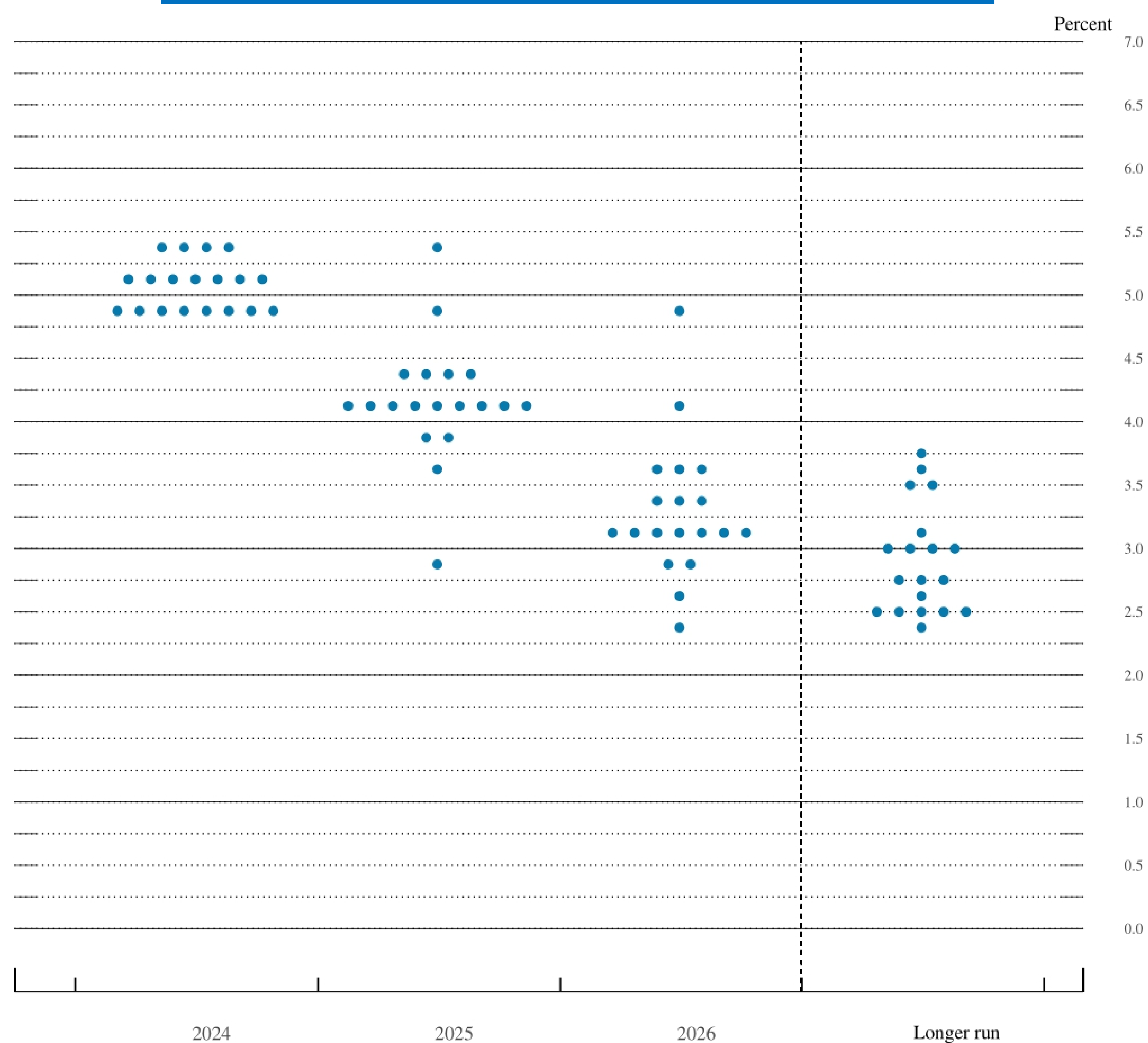


图2：FedWatch预测美联储目标利率变化概率（%）

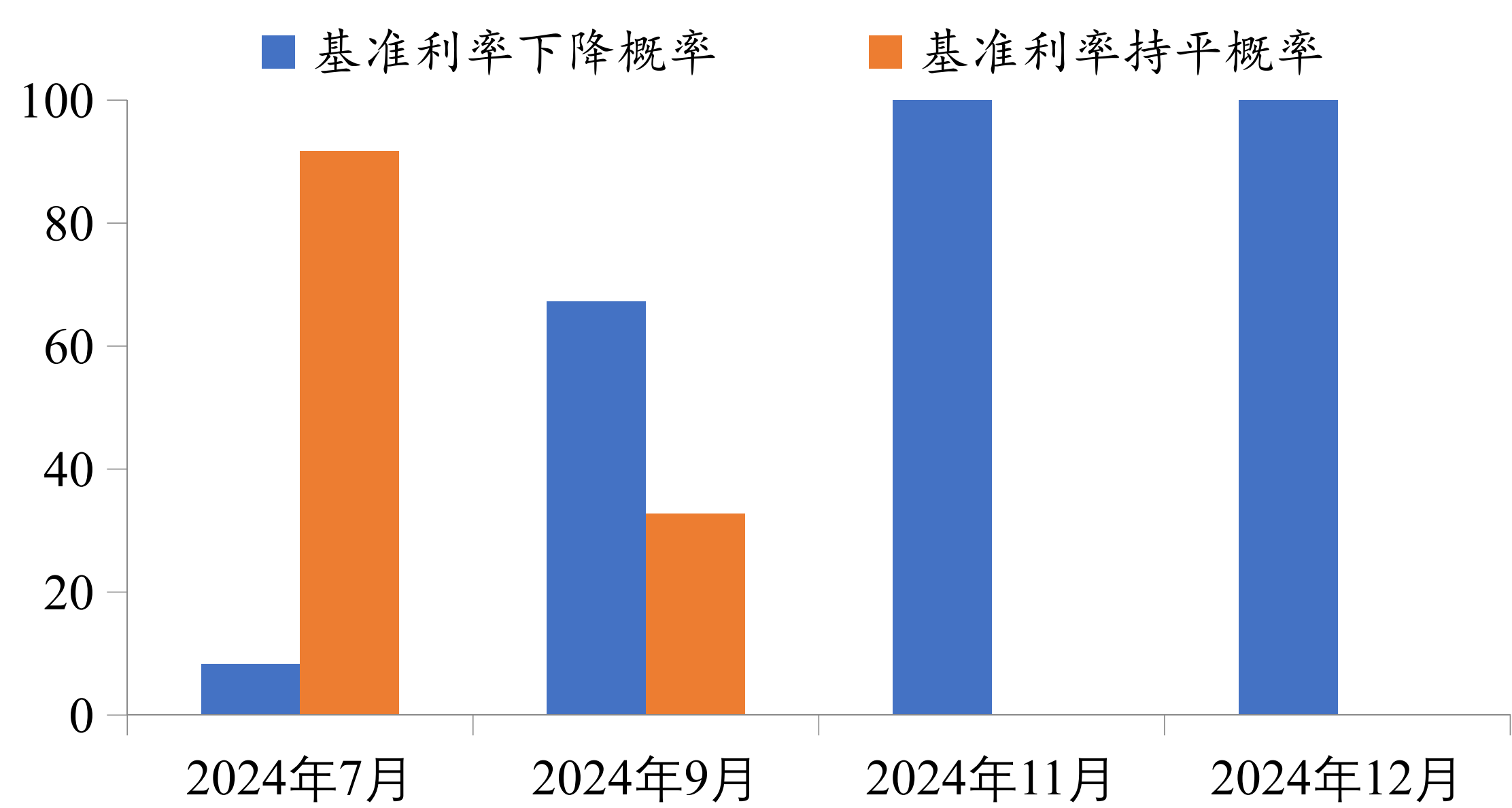
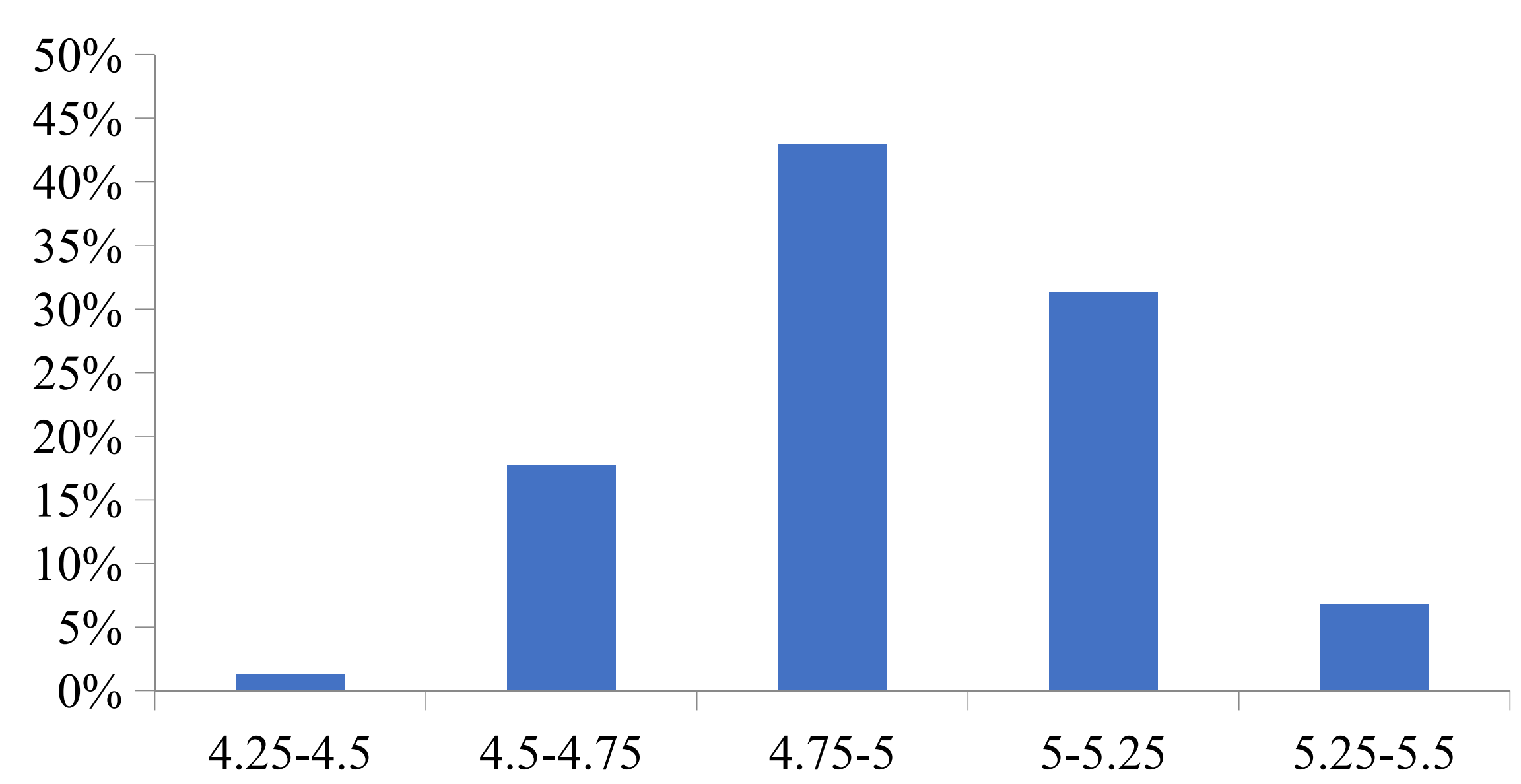


图3：FedWatch预测2024年12月利率概率分布



解读分析

- 美国联邦储备委员会12日结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%不变，是自去年9月以来连续第七次维持利率不变，符合市场预期。声明表示，最近几个月，美国物价水平在实现美联储长期目标方面“取得了温和的进一步进展”，但在对通胀率持续向2%的长期目标迈进抱有更大信心之前，降息是“不合适的”。
- 点阵图预计2024年将仅降息一次。美联储当天还发布最新一期经济前景预期，与3月相比，美联储维持了今明两年美国经济增长预期在2.1%和2%的判断；预计今明两年失业率分别为4%和4.2%，其中明年失业率预期有所上调；同时，今年以个人消费支出价格指数衡量的通胀预期为2.6%，剔除食品和能源价格后的核心通胀预期为2.8%，均上调了0.2个百分点。根据经济前景预期，美联储点阵图预计2024年将仅降息一次，相比3月预测减少两次。
- 尽管点阵图预计2024年内会降息一次，但FedWatch预测显示，市场仍普遍认为年内降息两次的概率最大。许多机构认为目前以及接下来一段时间美联储的表态或许已不再具有明显的指示性，大概率其会始终传达偏鹰信号以避免市场进行过度宽松定价。不过我们倾向于认为美联储传达的信号大概率仍是可靠的，除非下半年美国经济数据尤其是通胀数据始终能够符合美联储的期望，否则目前来看年内降息一次的概率仍然较大。

5月金融数据怎么看

单位：%，亿元	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	5月环比	5月同比
M1同比增速	-4.20	-1.40	1.10	1.20	-2.80	-8.90
M2同比增速	7.00	7.20	8.30	8.70	-0.20	-4.60
M2-M1增速差	11.20	8.60	7.20	7.50	2.60	4.30
社融-M2增速差	1.40	1.10	0.40	0.30	0.30	3.50
信贷当月新增	9,500	7,300	30,900	14,500	2,200	-4,100
居民信贷新增	757	-5,166	9,406	-5,907	5,923	-2,915
其中：短期贷款	243	-3,518	4,908	-4,868	3,761	-1,745
中长期贷款	514	-1,666	4,516	-1,038	2,180	-1,170
企业信贷新增	7,400	8,600	23,400	15,700	-1,200	-1,158
其中：短期贷款	-1,200	-4,100	9,800	5,300	2,900	-1,550
中长期贷款	5,000	4,100	16,000	12,900	900	-2,698
票据融资	3,572	8,381	-2,500	-2,767	-4,809	3,152
社融当月新增	20,648	-658	48,335	14,959	21,306	5,088
其中：人民币贷款	8,197	3,349	32,920	9,773	4,848	-4,022
外币贷款	-487	-310	543	-9	-177	-149
委托贷款	-9	89	-465	-172	-98	-44
信托贷款	224	142	681	571	82	-79
未贴现银行承兑汇票	-1,330	-4,490	3,552	-3,686	3,160	465
企业债券	285	1,707	4,237	1,423	-1,422	2,429
非金融企业境内股票融资	111	186	227	114	-75	-642
政府债券	12,266	-937	4,626	6,011	13,203	6,695
存款当月新增	16,800	-39,200	48,000	9,600	56,000	2,200
其中：居民存款	4,200	-18,500	28,300	32,000	22,700	-1,164
企业存款	-8,000	-18,725	20,725	-29,900	10,725	-6,607
财政存款	7,633	981	-7,661	-3,798	6,652	5,264
非银存款	11,600	-3,300	-1,500	11,574	14,900	8,379

图1：各月新增人民币贷款及贷款余额同比增速

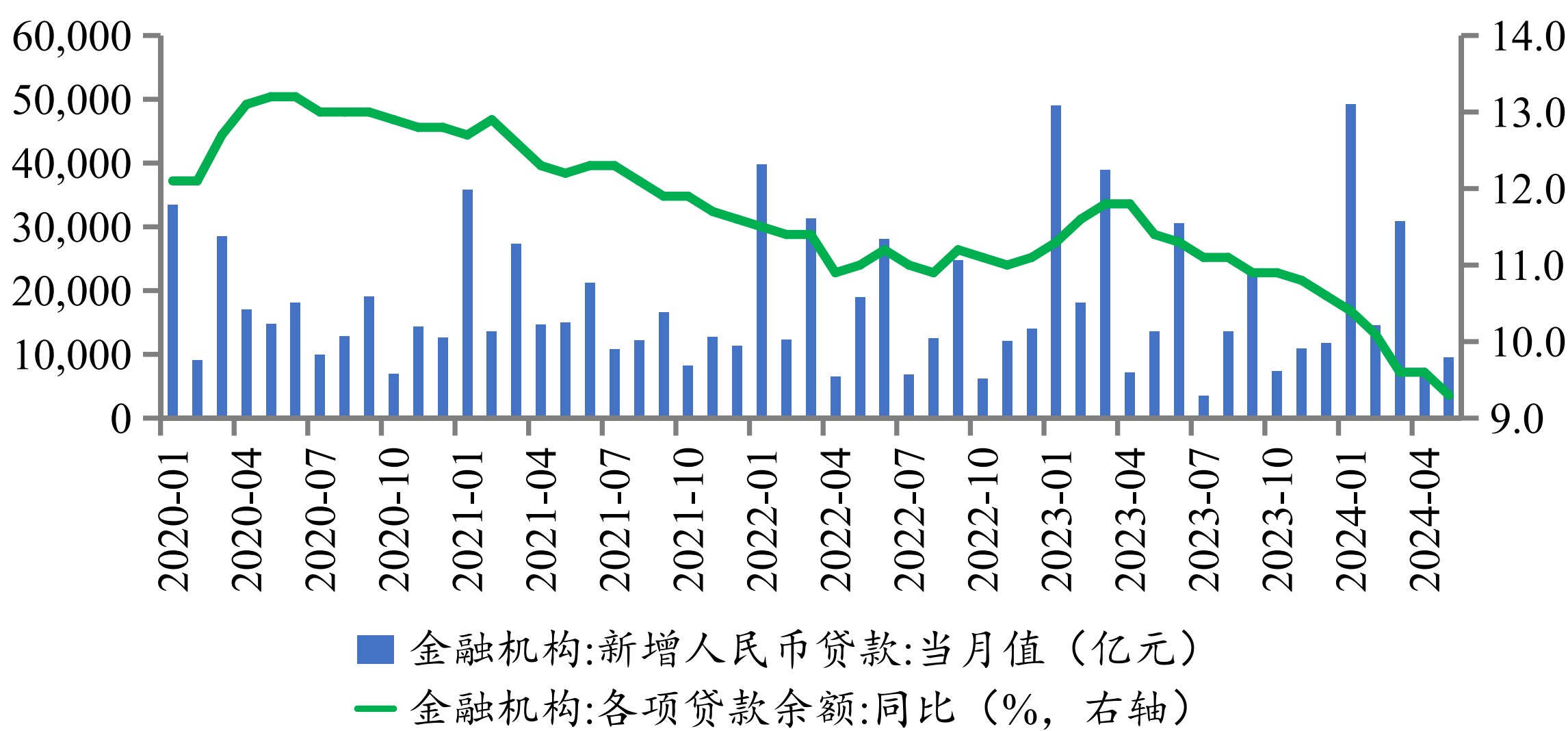
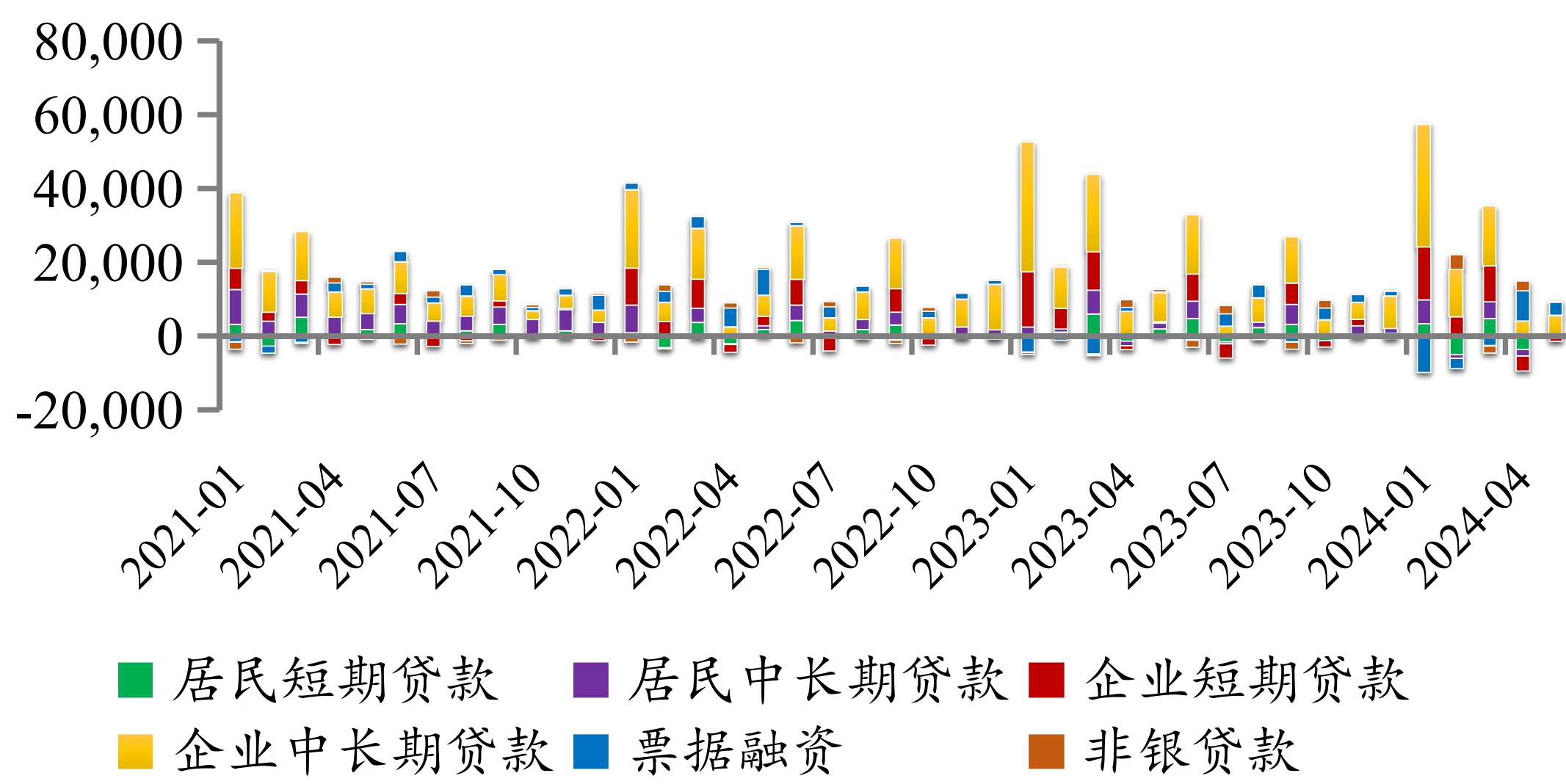


图2：各月新增人民币贷款结构（亿元）



解读分析

- 2024年5月，人民币贷款增加9500亿元，同比少增4100亿元，环比多增2200亿元，增速回落至9.3%。这其中既有“挤水分”、打击资金空转套利的因素，也有实体需求仍不足的影响，按揭早偿再度抬头、居民端信用延续偏弱形成制约。
- 企业端，对公贷款扩张放缓，企业中长贷仍为重要拉动，票据冲量力度相应加大。5月企业贷款增加7400亿元，同比少增1158亿元。年初以来，在外需和新经济拉动下，科创、绿色、制造业等领域对信贷增长形成较好支撑；稳地产一揽子政策出台、专项债发行提速，也有助于提振地产信用活动和基建投资。但5月产需指数均有较大回落，持续规范手工补息和资金空转下，部分企业过去“存贷双增、低贷高存、虚增套利”模式难以为继，导致对公贷款扩张有所放缓。
- 居民端，住户贷款环比改善，但总体仍偏弱，早偿压力再度抬头，生产到消费传导需加快畅通。5月住户贷款增加757亿元，同比少增2915亿元，环比多增5923亿元。五一假期带动服务业需求较好释放，对居民短贷有所支撑；楼市政策力度加大，对改善新房销售、消化存量房产具有一定积极作用，但考虑到新发按揭贷款利率明显下降，早偿压力抬头，导致5月按揭净增仍不乐观。后续，居民消费或延续平稳修复，但力度和可持续性仍主要受就业、收入等长期变量影响。
- 5月新增社融2.06万亿元，同比多增5088亿元，环比多增2.13万亿元，社融增速回升至8.4%。近期政府债券发行节奏加快，对社融增速形成稳定支撑，一定程度上也反映出财政政策正加快落地。后续看，6-9月或为年内债券供给相对高峰，单月净融资在1-1.4万亿元之间，伴随专项债继续放量提速、超长期特别国债发行、表内贷款投放企稳，年内社融增速或呈现先升后降走势。
- 5月M2同比增长7%，M1同比下降4.2%，货币派生仍承压。部分是此前禁止通过手工补息高息揽储的影响持续显现，部分也与实体经济活力下降、存款利率下降等有关。5月居民存款同比少增1164亿元，企业存款同比多减6607亿元，而非银存款同比多增8379亿元，增量信用扩张从表内转向表外，对应的货币派生节奏趋缓；随着协定、通知等对公“类活期”存款付息率明显下行，银行体系资产负债表虚增部分正逐步压降，这一过程也对M1形成较大扰动。
- 下阶段，伴随货币政策适时加力、财政政策效果释放，以及房地产和消费品以旧换新政策支撑大宗消费，需求端有望逐步好转，信贷增量或相应加大。但从更长视角看，随着经济更为轻型化，信贷需求有所转弱，信用扩张模式将从“高增速”向“高质量”转变。

一周金融市场盘点（2024.6.10-6.16）

热点
图解

大类资产	名称	2024.6.14 (%)	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	1.17	-12	-39
	国股转贴现票据利率3M	1.13	-11	-25
	国股转贴现票据利率6M	1.37	0	-3
大类资产	名称	2024.6.14 (%)	一周变动 (BP)	较5月末变动 (BP)
固收	DR001	1.74	2	-7
	DR007	1.82	5	-5
	NCD到期收益率（AAA）1Y	2.04	0	-3
	NCD发行利率（股份行）1Y	2.06	1	-2
	国债2Y	1.78	1	-2
	国债10Y	2.26	-3	-4
	企业债（AAA）3Y	2.18	-1	-6
	企业债（AA+）3Y	2.28	-1	-6
	企业债（AA）3Y	2.32	-2	-7
	美国国债2Y	4.67	-20	-22
	美国国债10Y	4.20	-23	-31
	日本国债2Y	0.33	-2	-7
	日本国债10Y	0.98	0	-10
	英国国债2Y	4.20	-17	-22
	英国国债10Y	4.16	-11	-16
	法国国债2Y	3.08	-12	-12
	法国国债10Y	3.17	5	2
	德国国债2Y	2.78	-26	-34
	德国国债10Y	2.39	-18	-31
大类资产	名称	2024.6.14 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
外汇	美元指数	105.53	0.6	0.9
	欧元兑美元	1.07	-0.9	-1.3
	美元兑日元	157.39	0.4	0.0
	英镑兑美元	1.27	-0.3	-0.4
	美元兑人民币：即期汇率	7.26	0.2	0.2
	美元兑人民币：中间价	7.12	0.1	0.1
	离岸人民币：即期汇率	7.27	0.1	0.1
大类资产	名称	2024.6.14 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
大宗商品	CRB指数	545.18	-0.1	-0.2
	BDI指数	1,948.00	3.6	7.3
	NYMEX轻质原油	78.05	3.3	1.4
	IPE布油	82.62	3.8	1.9
	COMEX黄金	2,349.10	1.0	0.1
	LME铜：3个月	9,779.00	-1.7	-3.3
	CBOT玉米	450.00	0.3	0.8
大类资产	名称	2024.6.14 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
权益	MSCI全球	967.81	0.5	1.7
	上证综合指数	3,032.63	-0.6	-1.8
	沪深300指数	3,541.53	-0.9	-1.1
	中证500	5,213.09	0.1	-1.8
	中证1000	5,180.65	0.5	-3.3
	深证成份指数	9,252.25	0.0	-1.2
	创业板指数	1,791.36	0.6	-0.8
	恒生指数	17,941.78	-2.3	-0.8
	标普500指数	5,431.60	1.6	2.9
	道琼斯工业平均指数	38,589.16	-0.5	-0.3
	纳斯达克综合指数	17,688.88	3.2	5.7
	德国DAX全收益指数	18,002.02	-3.0	-2.7
	英国富时100指数	8,146.86	-1.2	-1.6
	法国CAC40指数	7,503.27	-6.2	-6.1
	东京日经225指数	38,814.56	0.3	0.8
	韩国综合指数	2,758.42	1.3	4.6
	澳洲标普200指数	7,724.30	-1.7	0.3

重要政策数据

- 习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会第五次会议，强调完善中国特色现代企业制度，坚持以开放促创新。
- 央行召开保障性住房再贷款工作推进会，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，助力保交房及“白名单”机制。
- 央行联合科技部等设立的5000亿科技创新和技术改造再贷款正加速落地，依托创新积分制评价，遴选首批近7000家符合条件企业，向21家全国性银行推送。
- 5月，人民币贷款增加9500亿元，同比少增4100亿元；新增社融2.07万亿元，同比多增5088亿元。
- 5月，中国CPI环比-0.1%，同比+0.3%；PPI环比+0.2%，同比-1.4%。
- 5月，美国CPI环比+0%，同比+3.3%；核心CPI环比+0.2%，同比+3.4%。
- 6月，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变。

市场走势分析

- 流动性：随着月中缴税渐近，资金利率小幅上行，但各期限资金供给仍不缺。下周进入税期、地方债发行加大叠加季末理财回表影响等，资金面或有一定压力。MLF与存单利率倒挂较多，MLF对维稳跨季的贡献度料较低，央行预计仍通过月末逆回购放量呵护流动性。
- NCD：资金面整体均衡偏松，信贷投放未有加快迹象，1年期AAA同业存单收益率持平于2.04%。当前，在打击手工补息的影响未尽和资金利率有下限的情况下，存单利率下行空间也将有限。
- 债市：国内债市利率小幅下行，主要受到资金面宽松、A股偏弱，以及50Y特别国债需求旺盛和一定降息预期的影响。美国低于预期的5月CPI、PPI数据和高于预期的初请失业金人数，削弱了美联储议息会议鹰派立场的可信度，美债利率大幅下行定价两次降息预期。
- 汇市：美国CPI、PPI数据均低于预期，但美联储议息会议释放鹰派信号，美元指数全周较大幅震荡并有所上行。受美元指数波动影响，人民币汇率较大幅双向波动，全周略有走弱，但人民币贬值幅度较美元指数上涨幅度要小。
- 商品：OPEC+重申减产保价立场，叠加美国传统燃油消费旺季释放利好，国际油价上涨。美国经济数据走弱叠加30年期美债招标需求强劲，共同推动美债收益率下行，但美联储表态偏鹰，市场风险偏好依旧偏弱，金价先升后降。
- 股市：A股继续缩量调整，受益于外盘科技股持续活跃，半导体、元器件等板块走出上涨行情。美股先因低于预期的5月CPI上涨，后在美联储偏鹰的议息会议后走出分化行情，道指下跌，标普和纳指在苹果AI新产品拉动下继续上涨。

➤ 近日，上海移动召开“智算引领 创新提质”世界电信日发布会，科创驱动加快发展新质生产力，为上海“五个中心”建设贡献移动智慧和品牌力量。会上，上海移动宣布中国移动智算中心（上海）正式投产、成立“国产化算力产业联盟”、发放智算服务优惠券，揭牌5G-A工业互联网实验室，更好地赋能各类企业在沪做大做强。同时，打造上海5G A²示范之城、重磅发布5G-A系列商用产品、发起成立5G-A生态联盟，服务市民百姓尽享申城数智生活。

表1：智算中心与数据中心的区别

对比项	智算中心	通用数据中心
算力供给	提供GPU算力	提供基于x86的通用算力
客户受众	发展AI业务的用户	发展常规IT业务的用户
网络架构	Fat-tree架构为主,其他新型架构为辅,行业方案未统一	CLOS架构为主,行业方案相对统一
云方案	由于部分云原生软件是基于K8S开发,所以K8S容器方案基本成为事实标准	Openstack架构为主,融合K8S容器架构
网络规模	单个资源池250台左右,单个服务器配置8个GPU,规模受限于交换机吞吐	单个资源池1K-数万台服务器
Overlay方案	容器主机overlay方案,网络设备underlay部署	网络overlay+主机overlay

图1：智算中心、数据中心、超算中心分布



解读分析

➤ 智能算力基础设施是人工智能时代算力基础设施的核心载体，正成为壮大算力作为新质生产力的重要引擎。随着AI产业化和产业AI化的深入发展，智算中心已受到越来越多地方政府的高度关注并开展前瞻布局，已成为支撑和引领数字经济、智能产业、智慧城市、智慧社会发展的关键性信息基础设施。国家信息中心发布的《智能计算中心创新发展指南》指出，“十四五”期间，在智算中心实现80%应用水平的情况下，城市对智算中心的投资可带动人工智能核心产业增长2.9倍至3.4倍，带动相关产业增长36倍至42倍。

➤ 目前，上海正在全面建设具有全球影响力的科创中心，智算中心建设明显加速。近期，上海市通信管理局等11个部门联合印发《上海市智能算力基础设施高质量发展“算力浦江”智算行动实施方案（2024-2025年）》提出，优化布局智能算力中心建设。加快推进临港、青浦、松江、金山、张江等重点区域大型智算中心建设。

“端午”假期文旅消费市场平稳增长

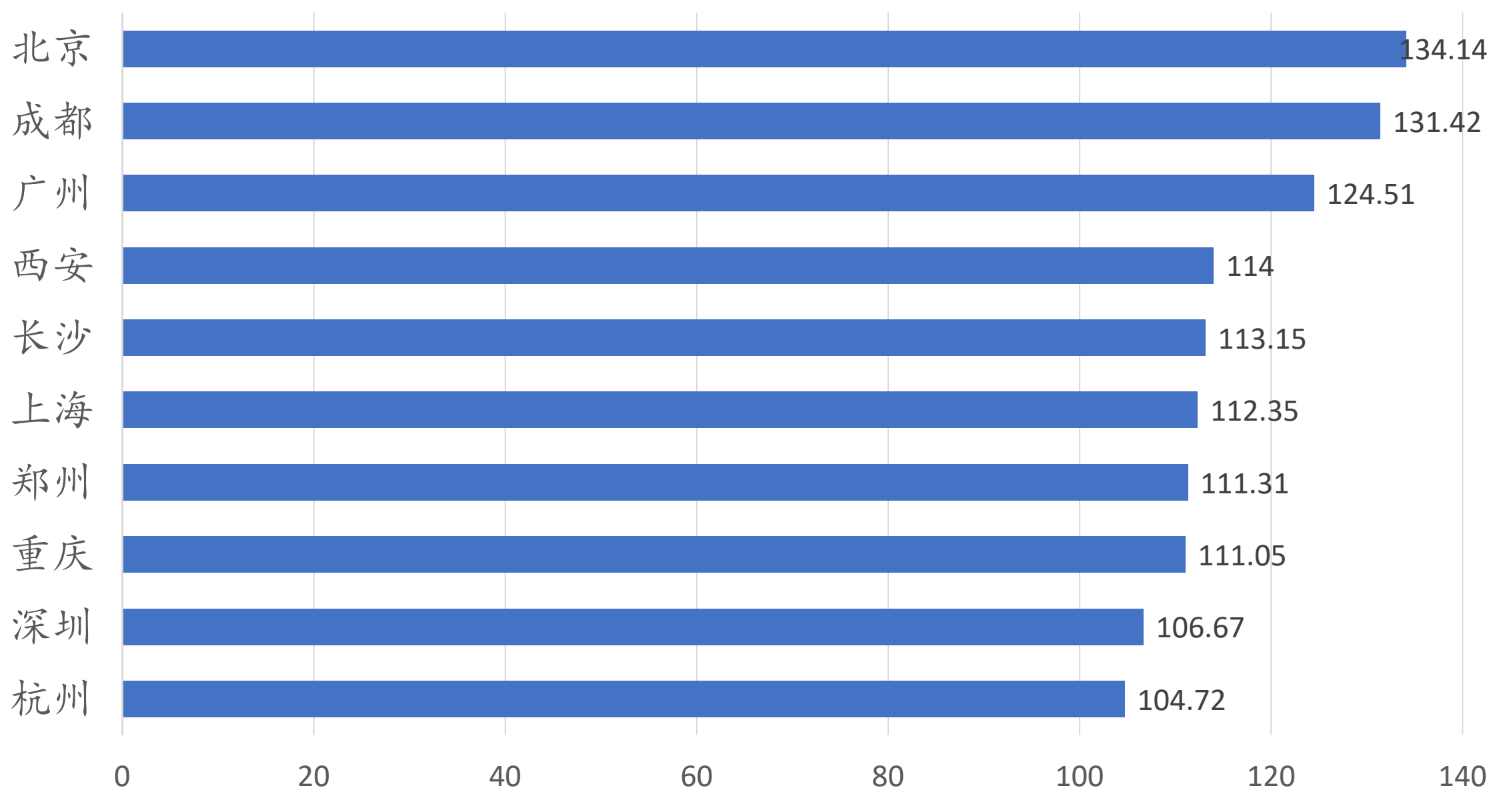
➤ 6月10日，文旅部数据中心公布“端午”假期旅游市场数据。假期间，全国国内旅游出游合计1.1亿人次，同比增长6.3%，约恢复至2019年同期的114.6%；国内游客出游总花费403.5亿元，同比增长8.1%，约恢复至2019年同期的102.6%。从人均消费看，“端午”假期国内游客人均消费为366.82元，同比增涨4.2%，恢复至2019年同期的89.52%。

图1：2024年端午假期各省市文旅成绩单

旅游人数 前列省份	旅游人次 (万人次)	热门5A景区	热门度假区
安徽	1938	杭州西湖	秦皇岛北戴河
广东	1925	南京夫子庙-秦淮	日照山海天
河南	1443	长沙岳麓山-橘子洲	荣成好运角
浙江	1441	武汉东湖	大理古城
湖南	1369	苏州金鸡湖	宜兴阳羡生态游
四川	1260	泰安泰山	凤凰岛
江苏	1190	桂林漓江	那拉提旅游度假区
辽宁	1027	丽江古城	上海国际旅游度假区
内蒙古	877	济南天下第一泉	邳海旅游度假区
吉林	840	北京奥林匹克公园	梅岭生态旅游度假区

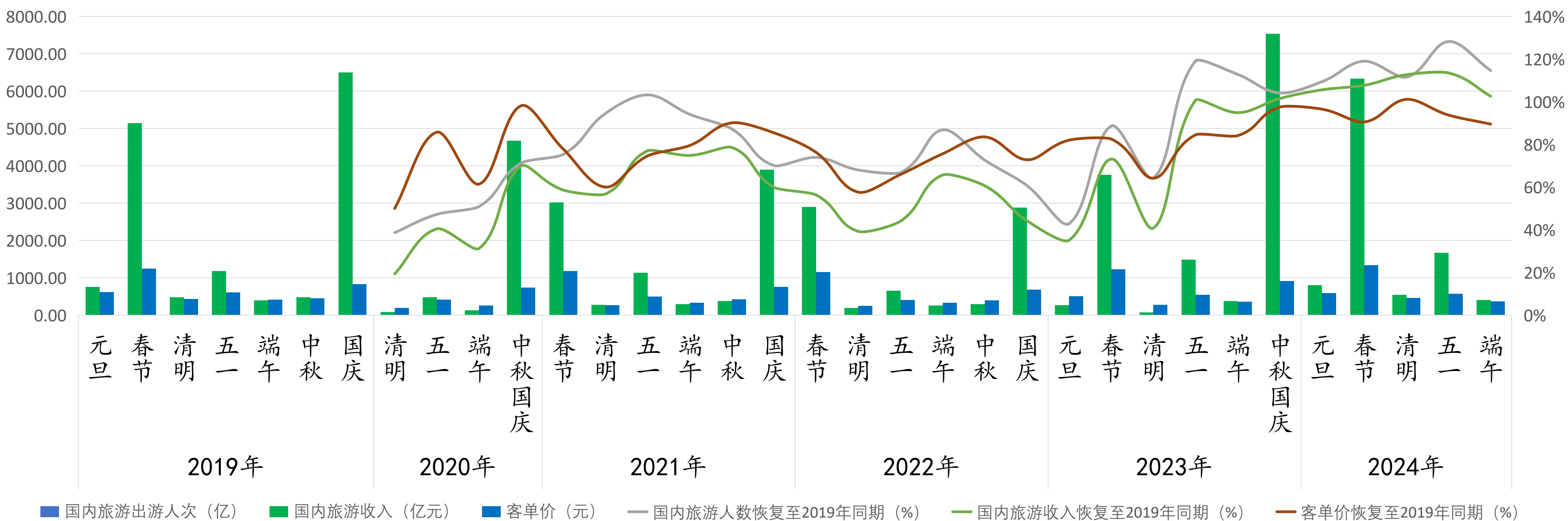
数据来源：截至2024年6月11日据19省市公布数据统计；品橙旅游

图2：2024年端午假期接待游客量排名前列城市



数据来源：品橙旅游，图中游客量为折算成指数体现。

图3：疫情后全国主要假期国内旅游收入及人数恢复对比情况



解读分析

- 短途周边游占比近七成，旅游韧性仍然突出。“端午”假期，旅游需求趋向常态化，国内游稳序增长，一线、新一线城市依旧占据主位，长三角地区接待游客占国内旅游出游人数48.5%，成为主力区域。受端午假期“前后不接”难拼假、假期前置叠加高考季以及居民常态化旅游等因素影响，“端午”假期环比“五一”假期增速有所回落。携程数据显示，周边游及本地游订单占据近70%，周边游预订量同比增长近20%，成为本次假期首选。
- 年轻人渐成出游客群主力。携程报告显示，“端午”假期，主要出游人群集中在90后、00后及80后，分别占比为37%、25%、25%。00后增长最为显著，出游人次同比去年增长近30%。自驾客群更加年轻化，携程租车数据显示，“端午”假期90后租车订单占比40%，00后订单同比增长150%。
- 出境游延续景气修复态势。据国家移民管理局预测，今年端午节期间全国口岸日均出入境人员预计达175万人次，较去年同期增长32.5%。携程数据显示，小长假期间，入境游订单量同比去年增长115%，赛龙舟、包粽子等民俗文化热度走高，成为吸引国外游客游玩的特色亮点。

电力市场改革进程或加速推进

➤ 5月23日，习近平总书记在山东省济南市主持召开企业和专家座谈会，国家电投董事长刘明胜就深化电力体制改革提出意见建议。同日，国家电网与南方电网董事长会谈，双方将在推进统一电力市场工程等方面加强合作。6月5日，国家电投与南方电网董事长会谈，双方就推动网源协调发展、深化区域战略合作等方面交换意见。

➤ 今年7月，党的二十届三中全会将在京召开，将会重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。济南会议的召开为电力市场改革释放重要信号，全国统一电力市场建设进程或加速推进。

图1:部分省市电力供需缺口（亿千瓦时，2021-2023年）

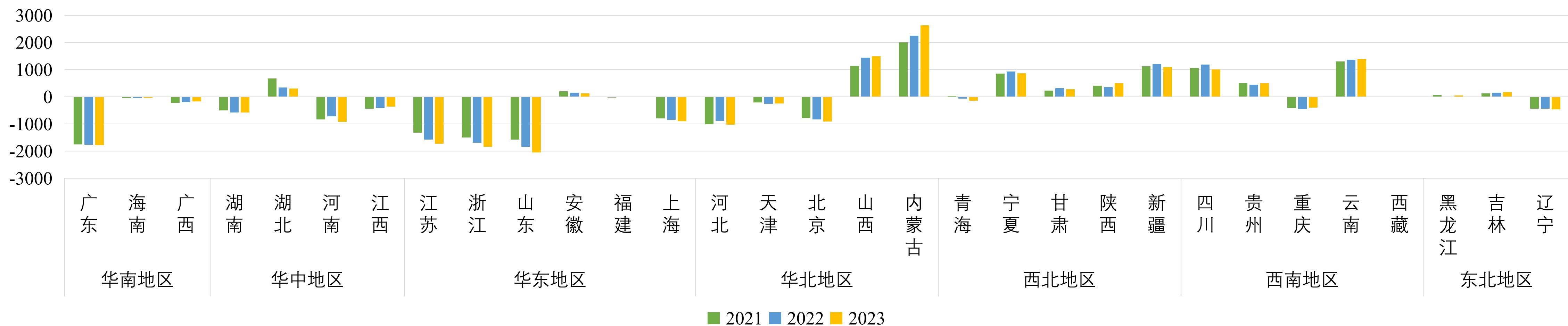


图2:电力机组发电情况（%，2016-2023年）

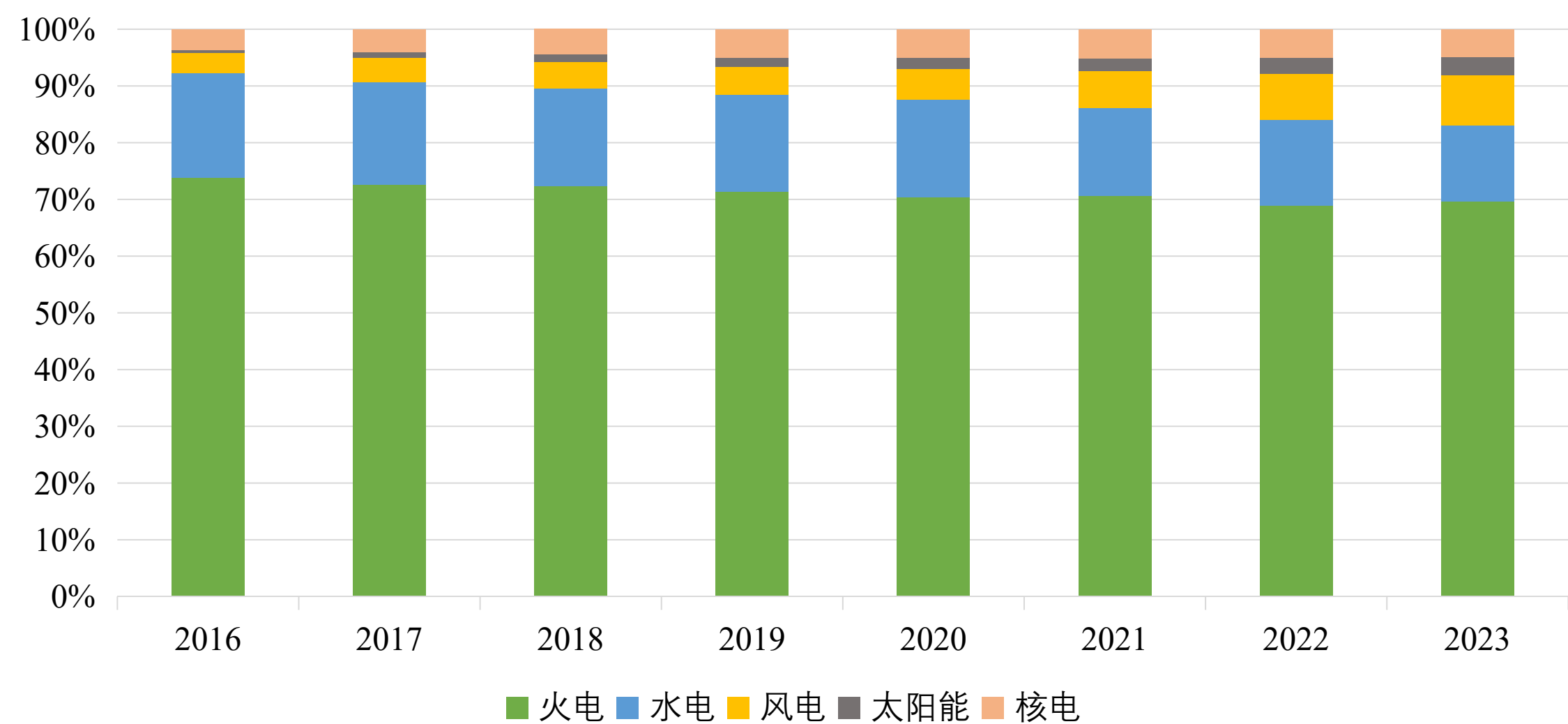
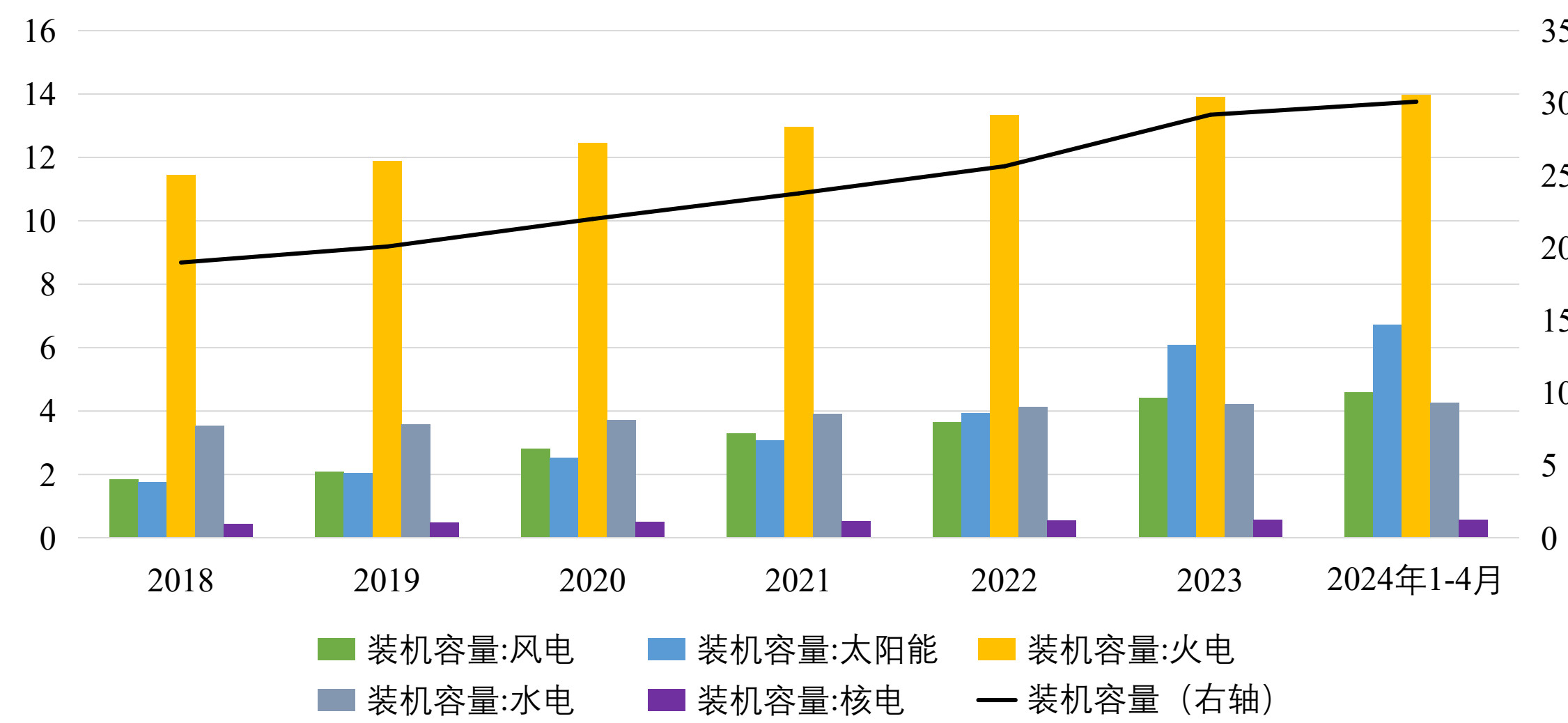


图3:电力机组建设情况（亿千瓦，2018-2024年4月）



解读分析

➤ 清洁能源消纳问题依然存在，有待丰富电力供需调节机制。国家新能源监测预警中心的数据显示，2023年全国弃风率为2.7%，弃光率为2%，且新能源供给大省弃电率问题严重。其中，蒙西地区弃风率为6.8%，弃光率为3.4%；青海地区弃风率为5.8%，弃光率高达8.6%；甘肃地区弃风率、弃光率均高达5%。在当前风、光机组装机规模不断实现新突破、新能源消纳承压的趋势下，亟需调整现有的供给侧单向调节机制，以电力现货市场建设为抓手，通过价格信号，推动虚拟电厂、负荷聚合商、新型储能等需求侧新兴市场主体参与需求响应，助力消纳富裕清洁电力。

➤ 电力供需中心呈逆向分布，需打通省际电力交易壁垒。从电力供需情况来看，华南、华中和华东地区作为电力负荷中心和净调入区域，其电力供需缺口持续扩大。相对应地，华北、西北和西南地区作为电力生产中心和净调出区域，电力富裕程度也随着新能源机组的建设而不断增加。国家发改委和能源局在2022年发布关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见，提出到2025年，全国统一电力市场体系初步建成。随着各地区电力现货市场的稳步建设，通过健全多层次统一电力市场体系，统一交易规则和技术标准，有望加速构建涵盖电力中长期、现货、辅助服务市场的全国统一电力市场体系，从而破解省际电力交易壁垒，提升可再生能源消纳水平。