

图说经济金融

民生银行研究院

第69期

2024年6月23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

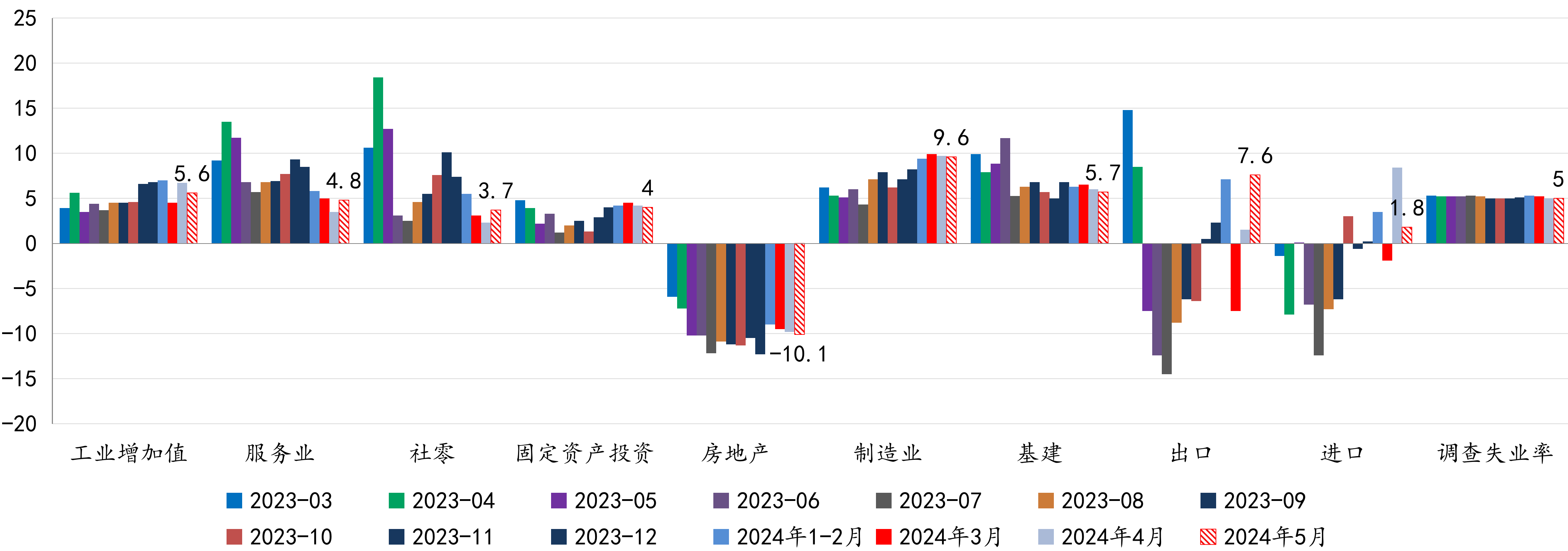
- 稳内需仍是当务之急
- 欧洲议会选举右转冲击欧洲市场
- 未来货币政策框架演进的五个要点
- 我国4月为何转向增持美债
- 国内经济高频观察（2024.6.15-6.21）

金融市场·热点图解

- 6月MLF“缩量平价”续作的动因
- 硅谷银行事件对债券市场启示
- 6月LPR报价延续“按兵不动”，后续如何看
- 如何看待M1增速下行
- 一周金融市场盘点（2024.6.17-6.23）

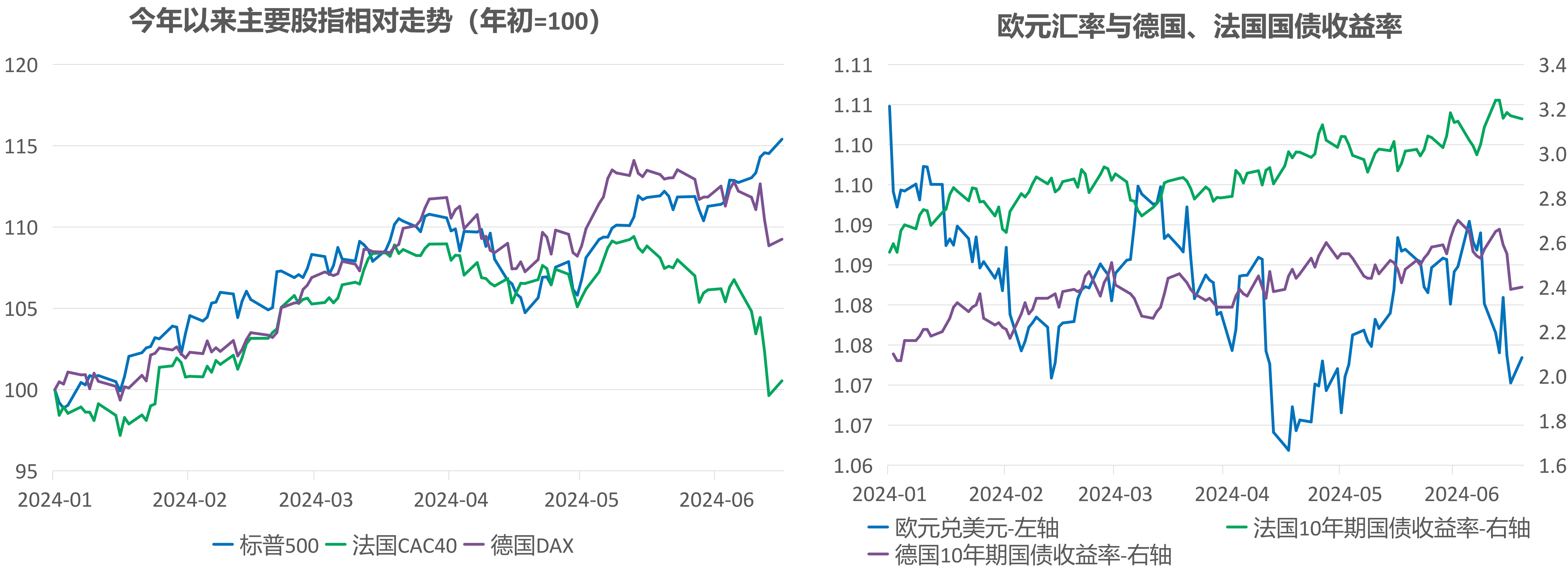
行业动态·图说趋势

- 6·7国常会明确“去库存”
- 民营企业海外布局增加发展韧性
- 2024年5月新能源车渗透率近40%
- 北京将形成规模化先进算力供给能力
- 欧盟对中国新能源车加征额外关税



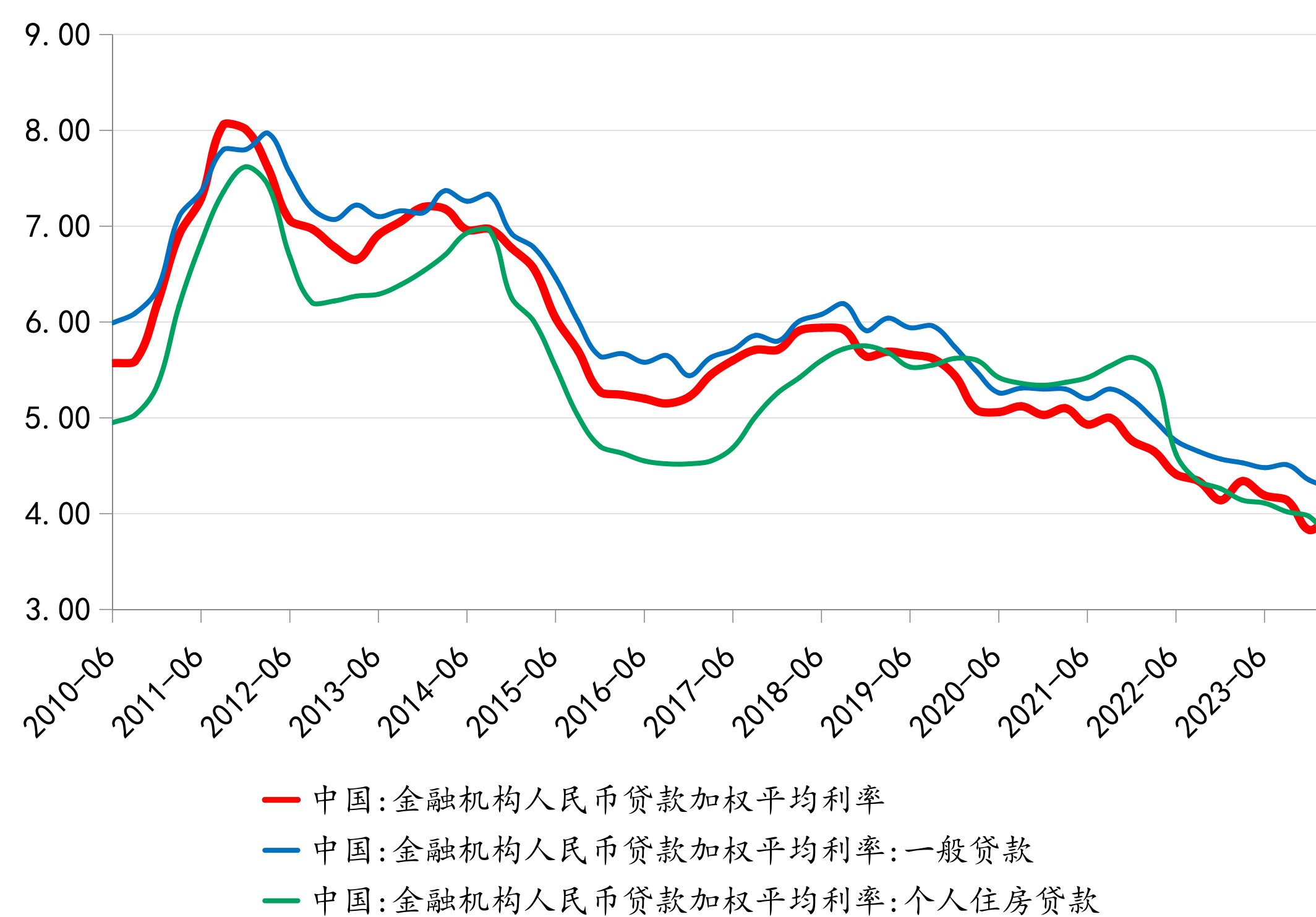
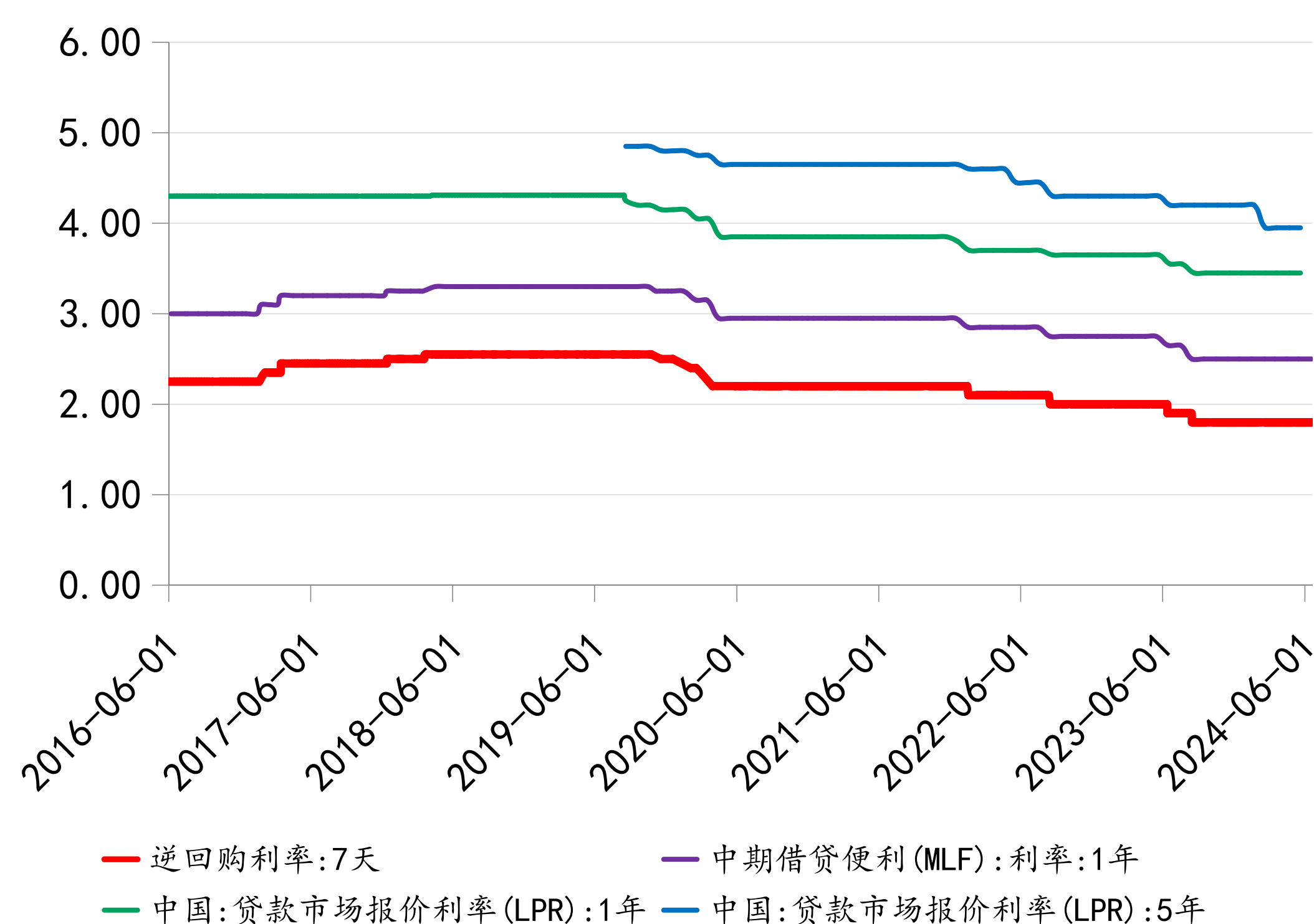
- 5月以来，经济运行总体平稳，出口-制造业链条仍有韧性但有所松动，国内消费略有反弹，房地产继续寻底，基建继续蓄力。
- 出口-制造业链条有所松动。**5月按美元计出口同比增长7.6%，大幅高于上月的1.5%，但当月规模以上工业出口交货值同比名义增长4.6%，低于上月的7.3%，与制造业PMI中的新出口订单回落至荣枯线以下相一致。出口交货值增速回落对工业增加值形成拖累。5月工业增加值同比增长5.6%，低于上月的6.7%。当月环比增长0.3%，弱于上月的1.0%。
- 国内消费略有反弹。**5月社会消费品零售同比增长3.7%，快于4月的2.3%。季调后环比增长0.51%，达到今年以来最快增速，但仍弱于历史同期平均1.1%的增速。5月消费之所以反弹，统计局认为主要受“五一”假日、消费品以旧换新政策显效、“6·18”提前开卖等因素影响。此外，今年“五一”假期全部落在5月份，比去年多两天，节日需求释放带动相关消费表现良好。
- 固定资产投资增速持续放缓。**1-5月固定资产投资同比增长4.0%，慢于1-4月的4.2%。5月季调环比增速为-0.04%，连续两个月环比负增长。其中基建投资累计同比增长5.7%，低于1-4月的6.0%，主要由于资金向实物工作量转化存在时滞；制造业投资累计同比9.6%，略低于1-4月的9.7%，设备更新改造形成支撑；房地产开发投资累计-10.1%，低于1-4月的-9.8%，5·17新政效果呈现“短期化、点状化”，对整体市场提振有限。
- 稳内需应成当务之急。**近段时间以来，欧美加大对于我国出口的贸易保护主义力度，叠加美国经济逐渐降温，库存回补力度不足等因素，外需对于出口的拉动作用或将边际减弱，进而导致制造业生产和投资增速放缓。这种情况下，需要加大扩大内需的政策力度，通过提振国内有效需求、激发市场主体活力、阻断房地产市场惯性下滑，以促进国内经济实现良性循环。

欧洲议会选举右转冲击欧洲市场



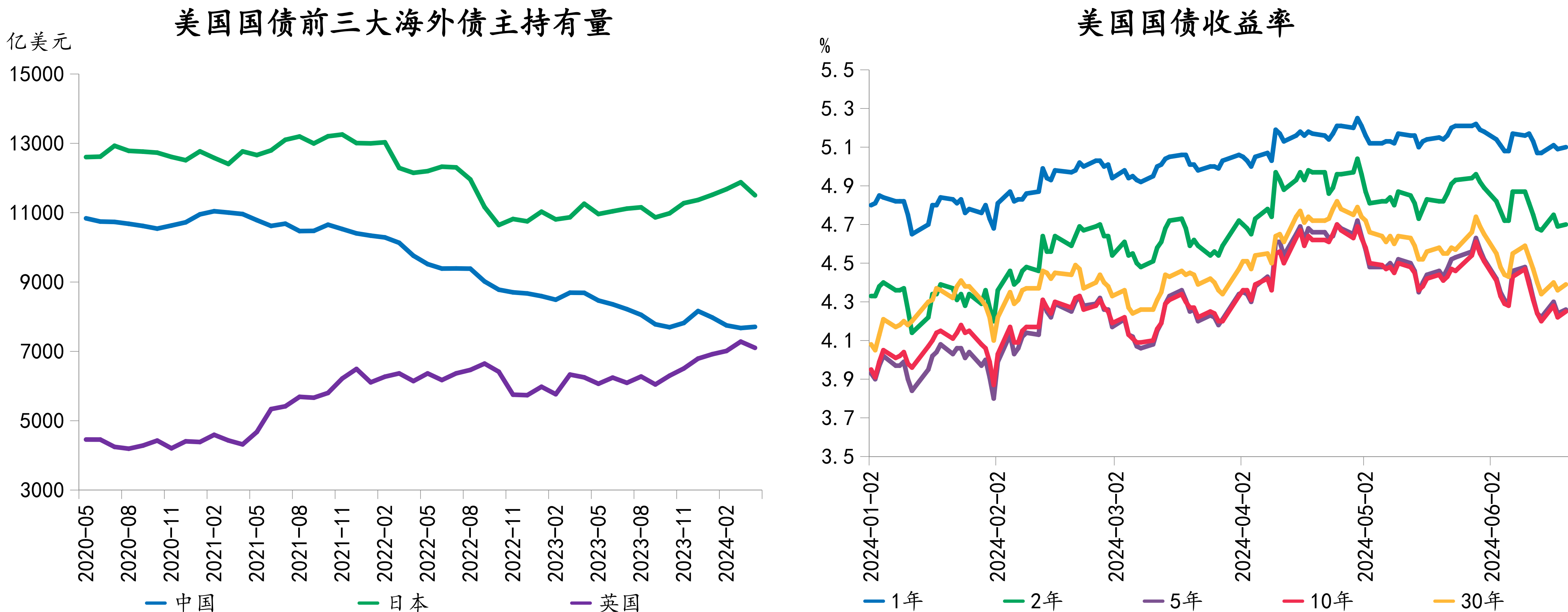
- 近期欧洲议会选举落幕，极右翼势力增强。**从结果看，在720席中极右翼的欧洲保守与改革党团（ECR）占据76席、极右翼的“身份与民主”党团（ID）占据58席、独立参选的德国选择党（AfD）占据10席，以及匈牙利青民盟（Fidesz）占据10席。将极右翼势力相加，共获得154席，占21.4%，较5年前大幅增加。而被视为欧洲政治中间力量的“欧洲人民党”“欧洲社会党”“复兴欧洲党（Renew Europe）”和左翼联盟党团（The Left）加起来，占据60%多的席位，虽然仍然为多数，但与曾经80%的统治性多数相比已经明显衰弱。
- 法国与德国领导人所代表的政治势力在欧洲议会选举中惨败。**在法国，勒庞领导的极右翼民粹主义政党国民联盟获得31.7%的选票，在法国各政党中排名第一。法国总统马克龙领导的中间派复兴党仅获得14.9%的选票，位居第二。在德国，总理朔尔茨领导的社会民主党获得14.6%的选票，得票率比2019年的最差战绩还要更低。执政联盟中的绿党也仅获得12.8%的选票。反对党中右翼的基民盟（CDU）以30%的预计得票率领先，德国选择党的得票率从2019年的11%跃升至14.2%。
- 法国总统马克龙宣布解散国民议会，6月末将开启新议会选举。**由于法国执政党在欧洲议会选举中支持率远低于极右翼政党，法国总统马克龙9日晚宣布解散国民议会，并于6月30日和7月7日举行新的议会选举。
- 近一周以来欧洲市场大量计入地缘政治风险。**股市方面，随着近期通胀走低美国降息预期有所恢复，推动美股高歌猛进，但同期法国与德国股市却大幅下行，法国CAC40指数6月10日以来6个交易日累计下跌了5.4%，德国DAX指数则下跌了2.6%。汇率方面，欧元自月初高点以来已下跌1.56%，尽管近期欧央行官员对降息发言整体保持鹰派，但仍未支撑欧元汇率。国债方面，德国与法国10年期国债利差一度由5月的50bp中枢位置飙升至75bp左右，反映在市场担忧下法国国债风险溢价升高。对此，法国财政部长发出警告，如果极右翼政党“国民联盟”在选举中获胜，法国将面临金融危机的风险。

未来货币政策框架演进的五个要点



- 6月19日，第十五届陆家嘴论坛在上海召开，监管部门悉数到场。央行行长做了题为《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》的主题演讲，谈及对未来货币政策框架演进的几个思考，也对市场关注的热点作了回应。
- **第一，优化货币政策调控的中间变量。**下一阶段会逐步淡化对数量目标的关注，把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用。原因包括三个方面：一是由于存量规模扩大，总量增速自然下降，需要摒弃“规模情结”。二是存量结构调整（如地产、平台贷款规模减少），会影响增量表现。三是M1的统计口径需进行动态完善。
- **第二，进一步健全市场化的利率调控机制。**具体包括三个方面：一是逐渐将7天期逆回购利率作为主要政策利率。二是持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），以更真实反映贷款市场利率水平。三是适度收窄利率走廊的宽度。
- **第三，逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱。**目前人民银行正在与财政部加强沟通，共同研究推动落实。央行强调，把国债买卖纳入货币政策工具箱不代表要搞量化宽松，而是将其定位于基础货币投放渠道和流动性管理工具，既有买也有卖，与其他工具综合搭配，共同营造适宜的流动性环境。
- **第四，健全精准适度的结构性货币政策工具体系。**结构性货币政策工具将继续坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”的基本原则，定位于常规总量工具的有益补充，通过内嵌激励机制，以市场化方式引导金融机构优化信贷结构，并注重防范道德风险。同时，要合理把握结构性货币政策工具的规模，已实现阶段性目标的工具及时退出。
- **第五，提升货币政策透明度，健全可置信、常态化、制度化的政策沟通机制，做好政策沟通和预期引导。**透明度提高后，政策的可理解性和权威性都会增强，市场对未来货币政策动向，会自发形成稳定预期，合理优化自身决策，货币政策调控就会事半功倍。

我国4月为何转向增持美债



- 近日，美国财政部公布国际资本流动报告（TIC）显示，我国4月增持33亿美元美国国债，至7707亿美元，为今年以来首次加仓。央行此举，或出于美债价格大幅下跌、黄金价格迭创新高的情况下，通过调整外汇资产配置来提高资产收益率。
- 一方面，受美联储年内降息预期降温影响，4月美债收益率大幅上行，30年期、10年期、5年期、2年期、1年期美债收益率分别较上月上行45bp、49bp、51bp、45bp、22bp至4.79%、4.69%、4.72%、5.04%、5.25%，美债价格跌幅明显。此时增持，可在后期美联储降息落地、美债价格回升时增厚资产收益。
- 另一方面，国际金价出现显著上涨，市场定价或已高估，继续增持可能会增加成本，因此我国适当调整了增持黄金储备的节奏，3月、4月增持黄金储备的幅度已经明显放缓，5月甚至暂停增持黄金储备，转而将部分资金重新投向价格相对偏低且收益率较高的美债。
- 尽管我国在4月份小幅增持美债，但从长远来看，出于优化外汇资产配置结构、提高海外资产收益率以及防范地缘政治风险等多方面综合考量，减持美债或仍然是大方向。2013年11月，我国持有的美债规模达到峰值，之后持有规模波动下行，特别是2022年以来，减持美债速度进一步加快。与历史峰值相比，降幅已达42%。
- 与此同时，我国持续增持黄金的大方向与长期趋势也并未改变。考虑到黄金在避险、抗通胀、长期保值增值等方面的优势，我国央行在国际储备组合配置中加入和动态调整黄金储备的政策动机不变。目前我国黄金储备占外汇储备的比重不足5%，远低于全球央行平均15%左右的水平，尚有较大增持空间。

国内经济高频观察（2024. 6. 15-6. 21）

名称		周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
工业生产	高炉开工率	-1.1	5.9	- 工业生产有所加快。本周纯碱、PX开工率延续上行，螺纹钢、炼油厂开工率止跌转升，高炉、甲醇、PTA开工率回落。受销售回升带动，汽车半钢胎、全钢胎开工率均有反弹。整体而言，本周多数开工率上行，焦化、汽车行业生产企稳回升，钢铁、化工、纺织行业基础需进一步夯实。 - 建筑施工上行斜率放缓。本周石油沥青装置开工率延续上行，但水泥发运率、磨机运转率下行。受极端天气影响，终端施工回落。超长期特别国债及地方专项债使用或将改善后期需求。
	炼油厂开工率：山东地炼	0.1	-9.9	
	螺纹钢开工率	1.0	-4.9	
	甲醇开工率	-1.8	5.2	
	纯碱开工率	1.2	-0.6	
	PTA开工率	-1.4	1.8	
	PX开工率	1.8	6.7	
	汽车轮胎半钢胎开工率	3.4	8.5	
	汽车轮胎全钢胎开工率	6.3	-0.5	
建筑	石油沥青装置开工率	2.9	-11.6	
	水泥发运率	-0.9	-7.5	
	磨机运转率	-3.1	-2.1	
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	3.4	-32.7	- 商品房、土地成交双双止跌转升。本周30大中城市商品房成交面积环比回升，与端午假期后需求逐步恢复有关，但存在一二线涨、三线跌的分化局面。在三线城市土地成交翻倍的带动下，百城成交土地面积环比上行，但一线城市跌幅较大，土地溢价率仅为0.98%，环比下行，反映土地成交以价换量。综合来看，房地产刺激政策效果不明显，房市仍在恢复之中。 - 消费略有回暖。本周货运流量、快递吞吐量、公共物流园吞吐量指数上行，反映商品消费小幅回升，但今年6.18销售额首次下滑映射出居民消费意愿仍然低迷。国内、国际、港澳台执行航班量均上行，与节后商务活动恢复有关。节后乘用车销量上行。电影票房收入止跌转升。 - 出口运价继续攀升。本周BDI、SCFI、CCFI指数均持续走高，明显高于去年同期。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	5.4	-27.6	
	30大中城市商品房成交面积：二线	4.8	-37.0	
	30大中城市商品房成交面积：三线	-1.8	-27.7	
	百城成交土地面积	50.9	-17.6	
	百城成交土地面积：一线	-29.0	-70.3	
	百城成交土地面积：二线	1.0	-31.5	
	百城成交土地面积：三线	97.1	-4.0	
	百城成交土地溢价率	-2.4	-7.5	
消费	整车货运流量指数	0.6	-7.2	
	主要快递企业分拨中心吞吐量指数	5.7	-	
	公共物流园吞吐量指数	4.6	-	
	中国执行航班：国内航班	2.4	-2.1	
	中国执行航班：港澳台航班	0.1	19.2	
	中国执行航班：国际航班	1.7	79.2	
	北上广深日均地铁客运量	-0.3	-0.7	
	乘用车日均销量	26.9	-20.5	
	电影票房收入	12.3	-9.3	
出口	波罗的海干散货指数 (BDI)	1.8	74.3	
	上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	2.9	272.0	
	中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	5.5	97.4	
价格	名称	周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
资源品	南华综合指数	-0.6	14.5	- 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，焦煤价格回落；铁矿石、铝价格延续下行，铜价持平；受OPEC维持2024年全球石油需求增长相对强劲影响，本周原油价格持续上涨。工业品中，螺纹钢价格延续下行，水泥价格继续微升，与地产和建筑施工仍然低迷有关。 - 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，猪肉价格受供给收缩影响继续上涨，鸡蛋、水果、蔬菜价格延续下行。南方洪涝、北方干旱或将带来后期水果、蔬菜价格上涨。
	布伦特原油：期货结算价（连续）	3.7	11.1	
	焦煤：期货收盘价（活跃合约）	-5.9	15.3	
	铁矿石：期货收盘价（活跃合约）	-1.9	1.8	
	LME铜：现货结算价	0.0	13.6	
	LME铝：现货结算价	-0.2	14.1	
工业品	南华工业品指数	-0.7	13.7	
	生产资料价格指数	-0.7	3.5	
	螺纹钢：期货收盘价（活跃合约）	-2.0	-3.3	
	水泥价格指数	0.3	-1.2	
农产品	农产品批发价格200指数	-0.8	-8.5	
	28种重点监测蔬菜平均批发价	-0.5	14.3	
	7种重点监测水果平均批发价	-2.3	12.7	
	猪肉平均批发价	0.4	27.7	
	鸡蛋平均批发价	-4.0	10.3	

6月MLF“缩量平价”续作的动因

➤ 6月17日，央行开展1820亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率维持2.5%不变。本月有2370亿元MLF到期，实现净回笼550亿元。MLF实现“缩量平价”续作，动因何在？

图1：存款脱媒下，存款向非银转移加大（亿元）

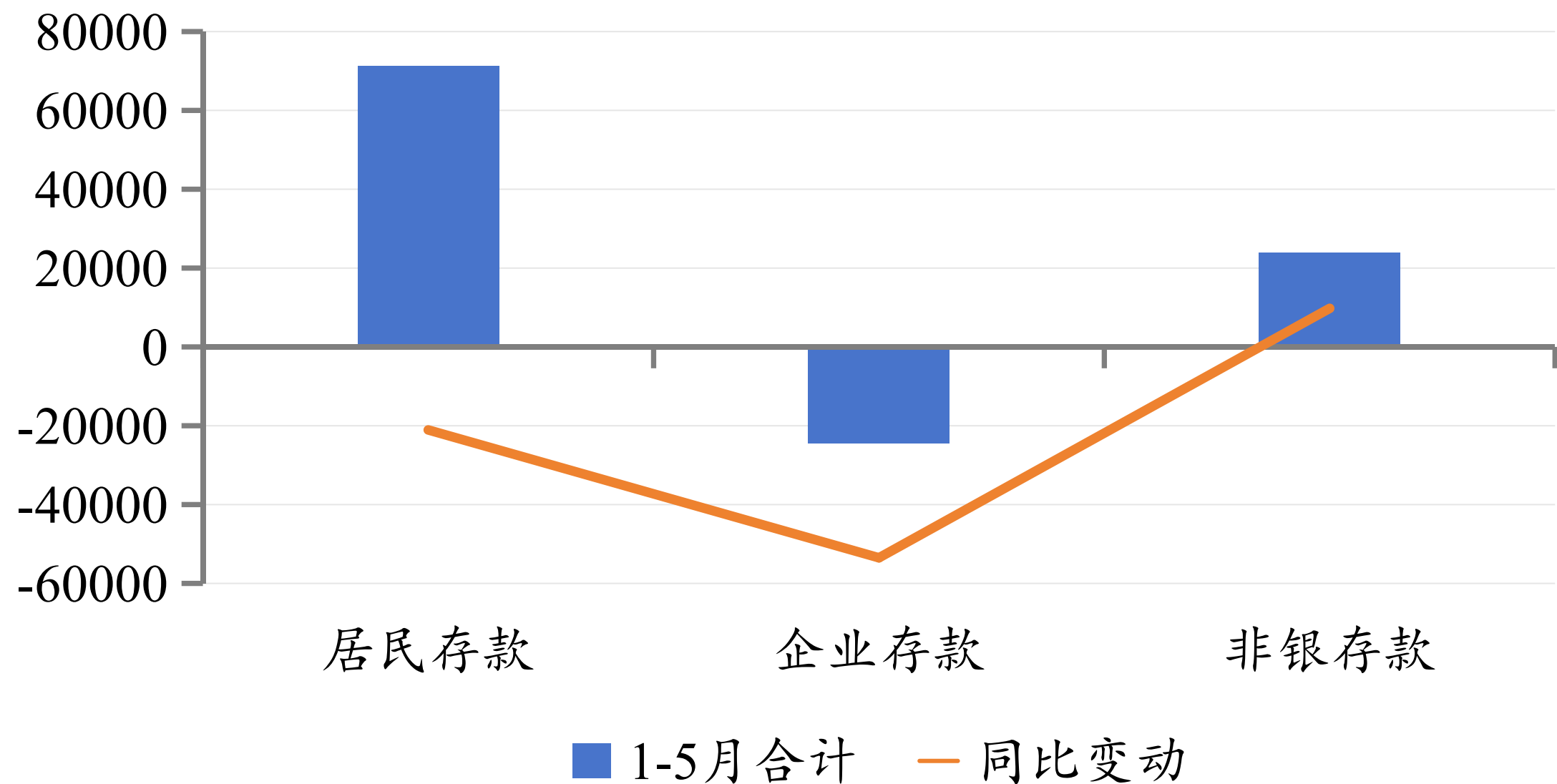


图2：央行逆回购投放/回笼情况（亿元）

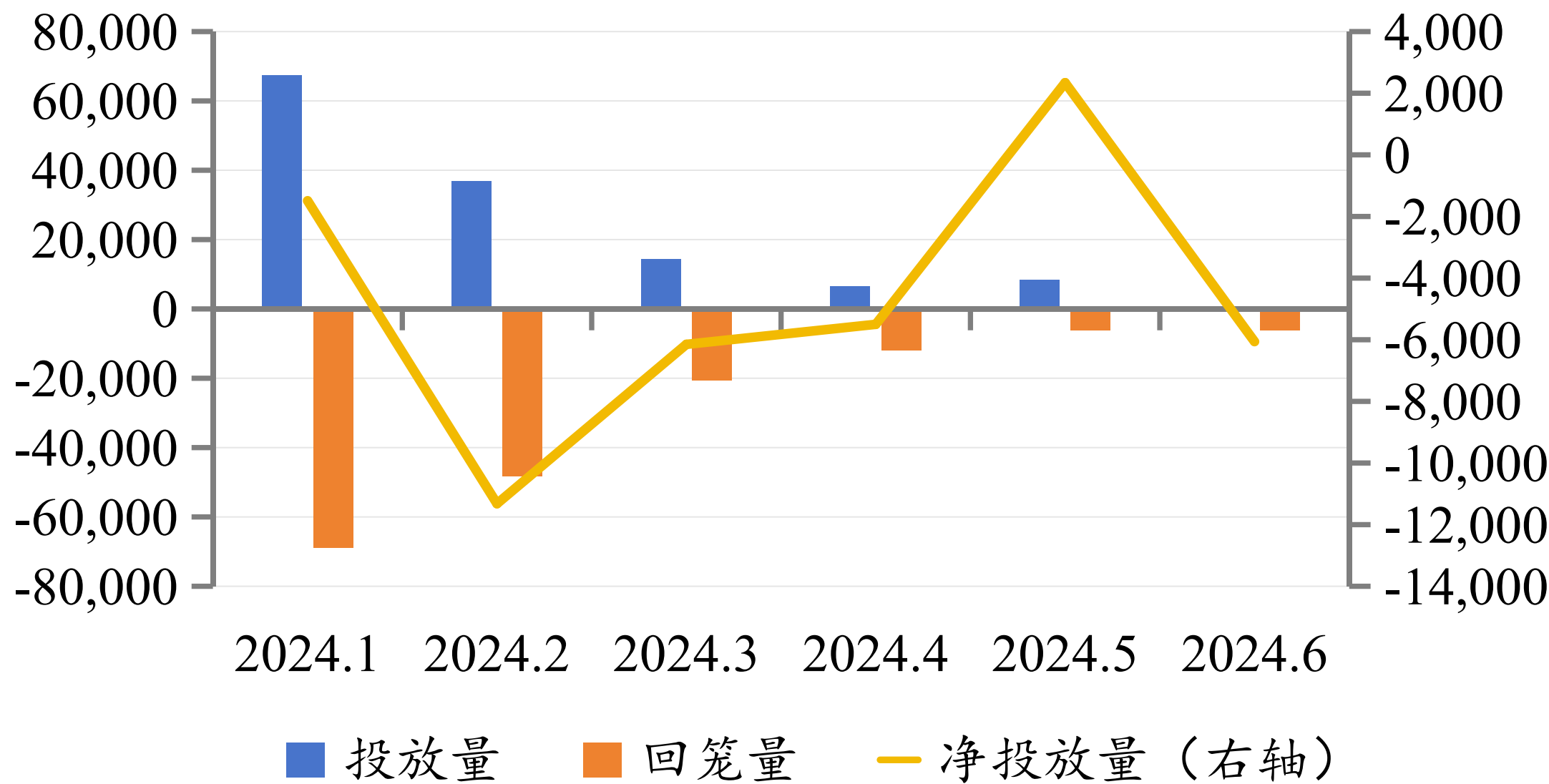


图3：MLF与NCD利率（%）

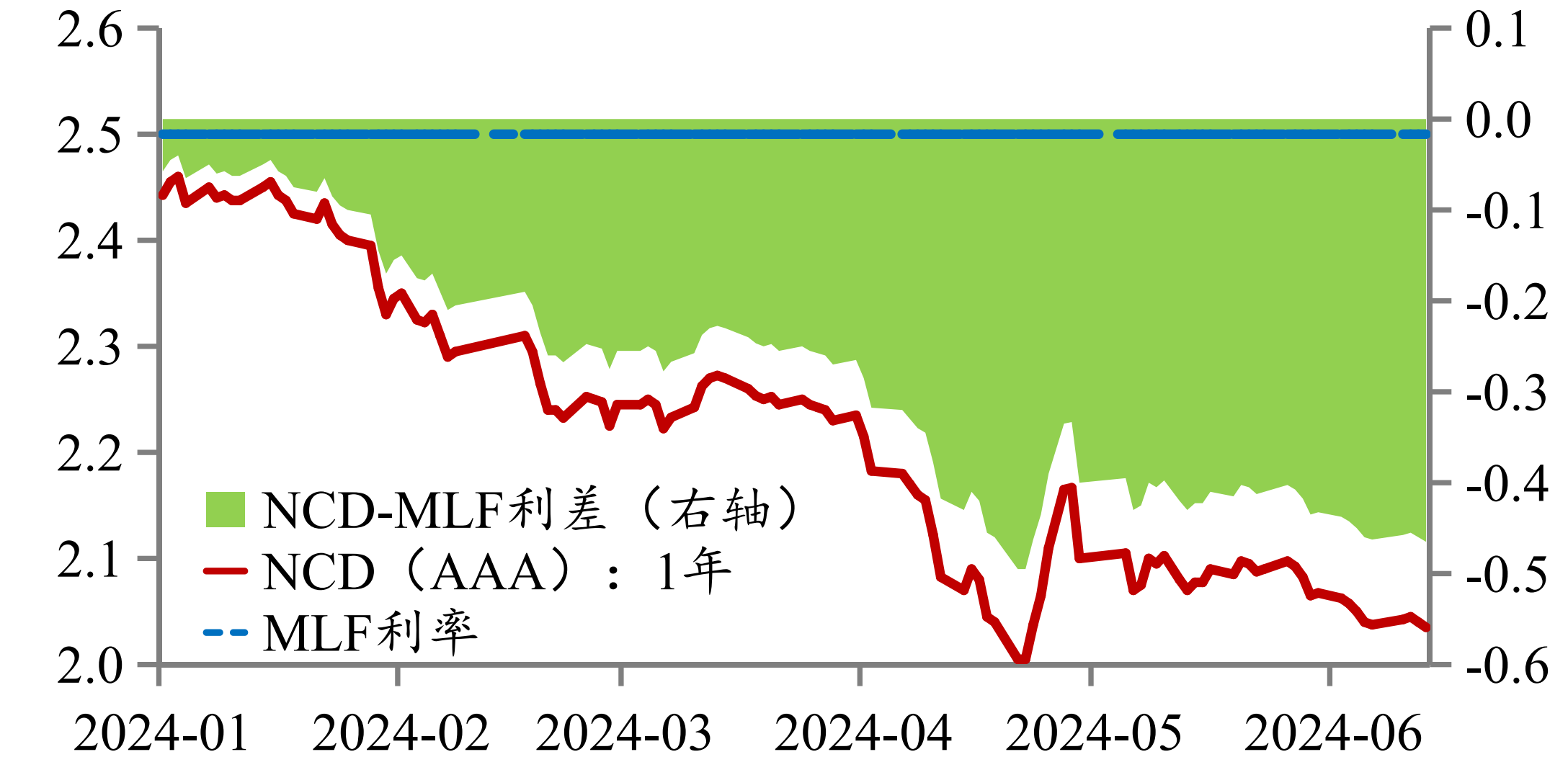
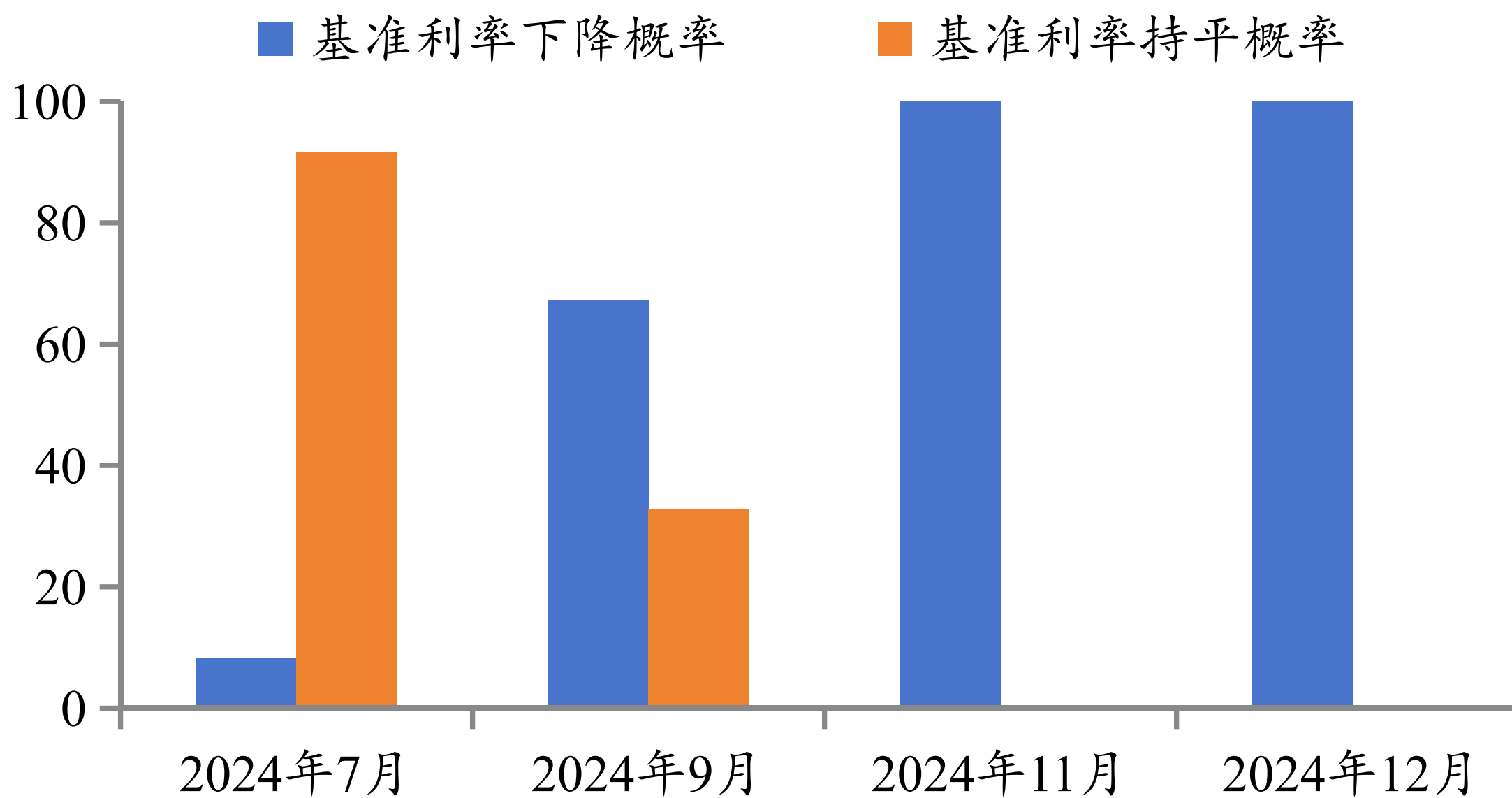


图4：FedWatch预测美联储目标利率变化概率（%）



解读分析

➤ 6月资金面扰动有限，MLF缩量续作符合预期：

- 其一，跨季流动性需求加大，但6月资金面总体扰动有限。一是存款脱媒下表内信用活动向表外转移，缴准压力有所减轻，对体系内资金面形成一定程度利好；二是6月信贷投放或仍有一定压力，强度向历史均值回归，对流动性消耗减弱；三是6月理财回表现象应有所缓和，季末资金面波动预计较为有限；四是政府债供给压力放缓叠加季末财政多支少收，财政因素对资金面形成正向贡献；五是央行延续净回笼态势，也表明资金面整体压力不大。
- 其二，MLF与NCD利差倒挂加大，银行对MLF需求不高。当前1年期AAA同业存单利率在2.04%左右低位运行，与同期限MLF利率倒挂扩至46个基点，金融机构对MLF的需求不强，MLF缩量续作也有助于维持市场供需平衡。
- 在此背景下，预计央行仍将通过月末逆回购放量来适度注入流动性，平抑信贷投放、理财资金回表等阶段性扰动，维持资金利率平稳运行。

➤ 6月MLF利率维持不变，降息仍受“双重约束”：

- 从内部看，稳息差、防风险仍是影响因素。其一，当前商业银行净息差仍在继续收窄，若继续降息，资产端的下行压力会相对更大。其二，若MLF利率调降，也会引导债市利率继续下行，与当前央行的合意水平有所背离，容易引致多重风险。其三，当前经济数据结构性改善，而信用收缩除受需求不足影响外，也是“挤水分”下的主动引导，通过降息来促进信用扩张不是当前政策的唯一考量。
- 从外部看，人民币汇率也是重要考量。目前中美利差倒挂已达到220个基点，人民币对美元汇率能继续保持在7.2左右实属不易，利率调整也需要考虑对汇率的影响。

➤ 短期降准、降息难以兑现，但年内或仍存落地空间：

- 降息的必要性仍在，窗口有望在三季度开启。一方面，受欧美国家经济景气度下降，需求收缩、订单不足，以及贸易摩擦等潜在变数影响，下半年外贸进出口面临的形势可能较为严峻，若出现明显走弱，货币政策新一轮发力将有必要。另一方面，鉴于当前内需不足压力仍在，信用活动“量”的扩张面临较大压力，也需要通过“价”的调整来激发信贷活力。
- 降准还需等待契机，根据流动性情况相机抉择。从预估的政府债净融资额和MLF到期量来看，四季度流动性压力相对较大，届时三季度末或四季度可能实施降准。

➤ 本月LPR报价大概率持稳，存款利率最快可能在年中至三季度下调，为LPR调降打开空间。

硅谷银行事件对债券市场启示

表1：硅谷银行2022年资产负债表（十亿美元）

资产		负债+股本	
现金	13	存款	175
证券	117	其他债务	19
按市值计价	99		
贷款	74		
其他	5	负债总额	194
		股本	15
		按市值计价	-3
总计	209	总计	209
按市值计价	191	按市值计价	191

图1：硅谷银行净息差的三个主要来源（%）

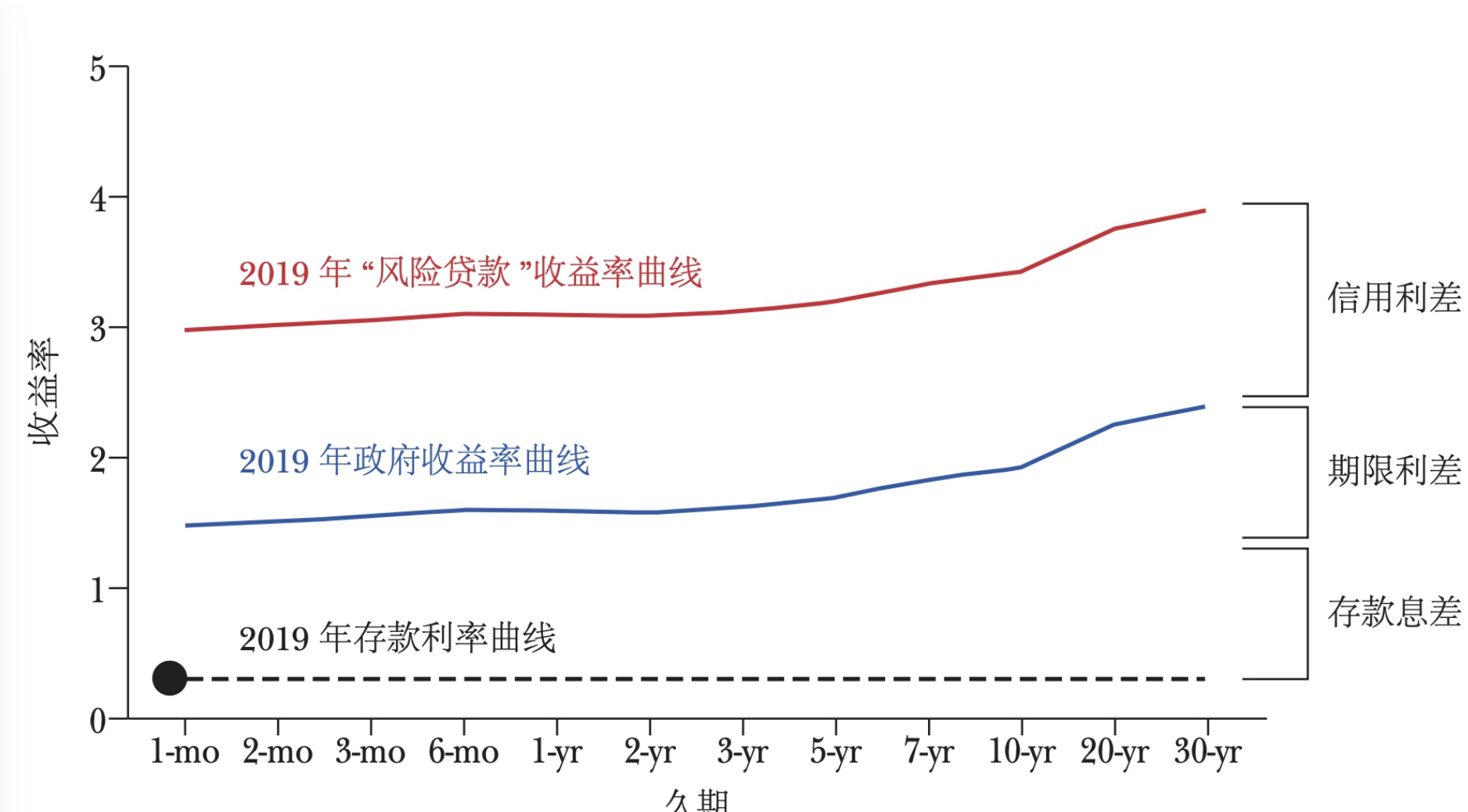


图2：美国国债收益率曲线（%）

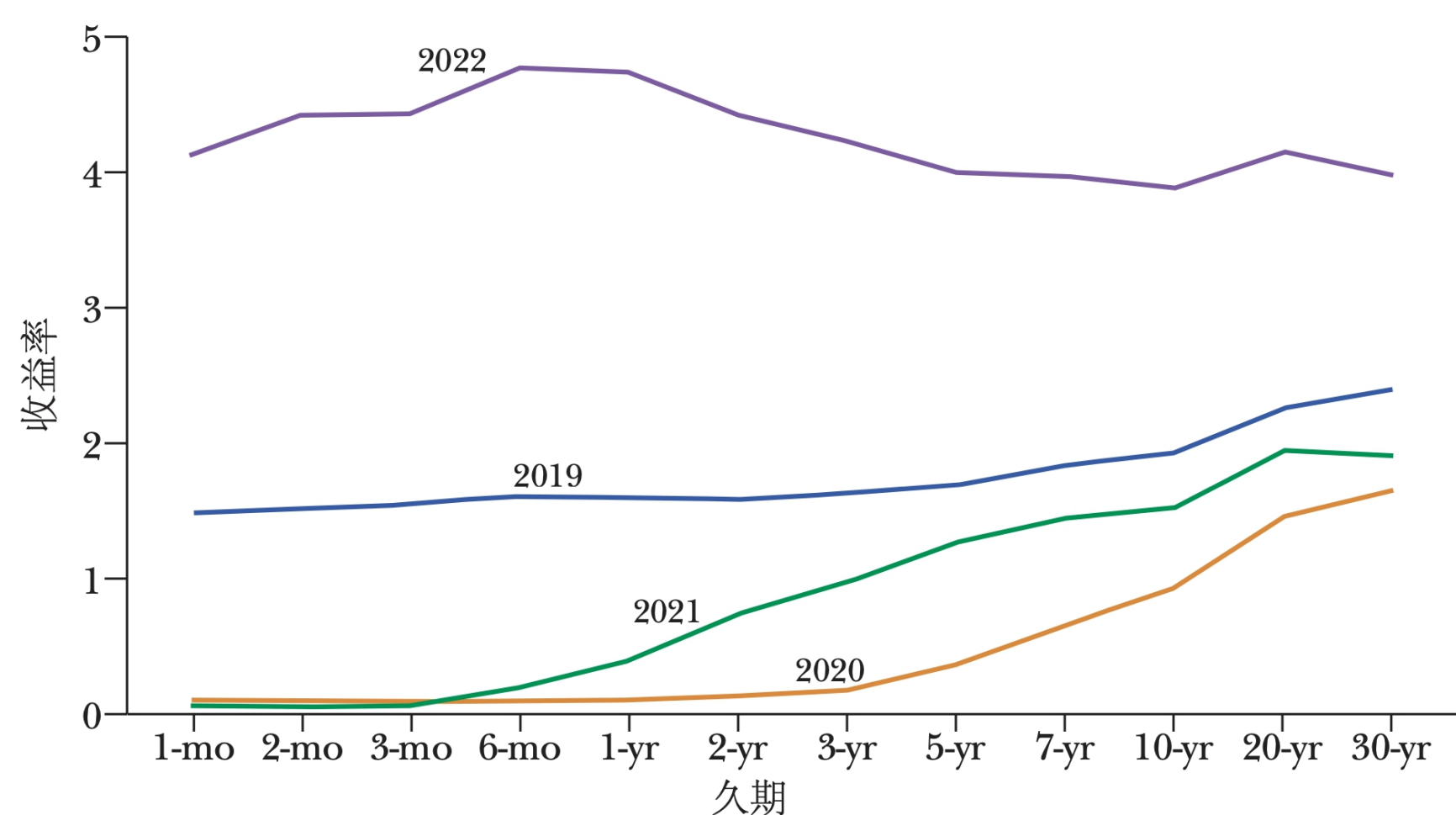


图3：硅谷银行流动性覆盖率（%）

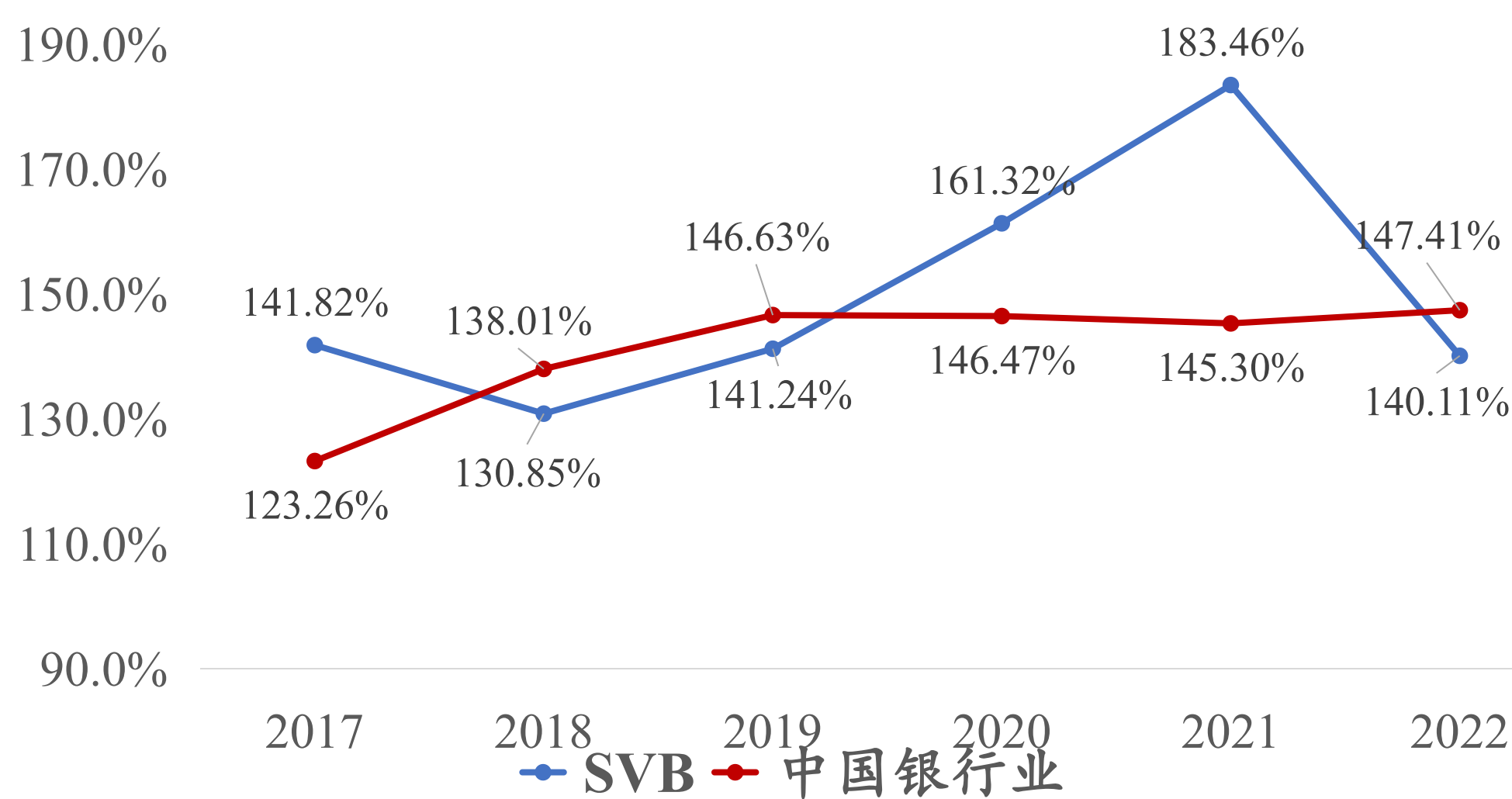


图4：2019-2022年硅谷银行贷款、存款和证券

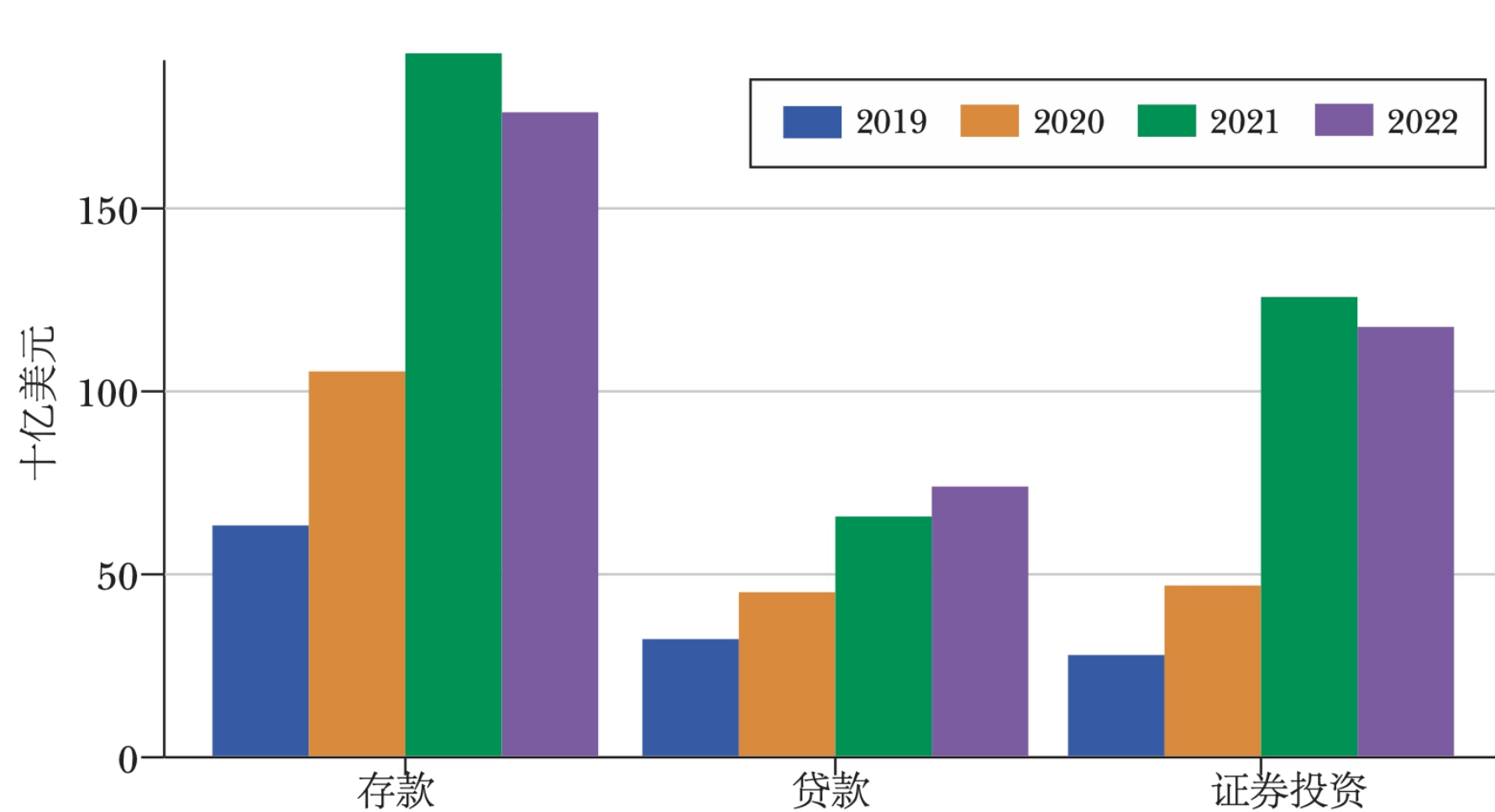


表2：硅谷银行金融集团的流动性覆盖率

日期	部分流动性指标（不低于70%）	全额流动性指标（不低于100%）
2022/3/31	99.30%	102.10%
2022/4/29	97.80%	102.10%
2022/5/31	92.60%	102.20%
2022/6/30	89.50%	101.80%
2022/7/29	90.70%	102.10%
2022/8/31	83.90%	102.00%
2022/9/30	73.20%	102.50%
2022/10/31	87.30%	102.50%
2022/11/30	97.00%	102.40%
2022/12/30	90.80%	103.10%
2023/1/31	87.20%	102.70%
2023/2/28	82.60%	102.50%

解读分析

- **硅谷银行（SVB）在国债收益率上升背景下所面临利率风险：**
 - **硅谷银行的资产负债期限错配：**2020-2021年，美联储实施无限量量化宽松政策应对经济衰退，硅谷银行（SVB）存款规模翻倍。硅谷银行在2022年末的债券投资规模达到1201亿美元，在SVB 2120亿美元的总资产中占比约57%，其中包括大量的中长期美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。例如2022年末，SVB的持有至到期（HTM）账户平均久期从上一年度的4.1年延长至6.2年。SVB在低利率环境下大量投资长期限美债和MBS，导致期限错配。
 - **美联储连续加息：**从2020年的全球疫情引发的货币政策宽松，到2022年美国出现超级通胀，美联储连续加息，导致10年期国债收益率上升至4.5%，这一变化反映了美联储为应对通胀而采取的加息政策，导致市场利率整体上升。
 - **SVB证券投资出现亏损：**随着美元流动性收紧，科创公司融资困难，SVB存款急剧减少，被迫折价出售证券。在2023年3月8日，SVB宣布由于投资组合发生巨亏，将发行22.5亿美元股票以增强资本状况，引发了市场对其流动性风险的担忧。尽管硅谷银行的一级股本经风险调整的资本充足率，在2022年底仍高达12.05%，远高于规定的7%，但是从公允价值的角度来看，HTM账户的浮亏实际上已经使得硅谷银行的权益资本清零，SVB遭遇挤兑而破产，最终被FDIC接管。
- **硅谷银行为我国强化金融监管、督促银行稳健经营敲响了警钟。**去年以来，“大行放贷、小行买债”背景下，中小行参与债券市场力量增加，长期利率的过快下行可能会积累久期风险。央行行长6月19日表示，中央银行需要从宏观审慎角度观察、评估金融市场的状况，及时校正和阻断金融市场风险的累积，当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用。

6月LPR报价延续“按兵不动”，后续如何看

➤ 6月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为3.95%，均与上月持平。6月LPR报价继续“按兵不动”，动因何在，后续如何看？

图1：1年期MLF利率和LPR走势（%）

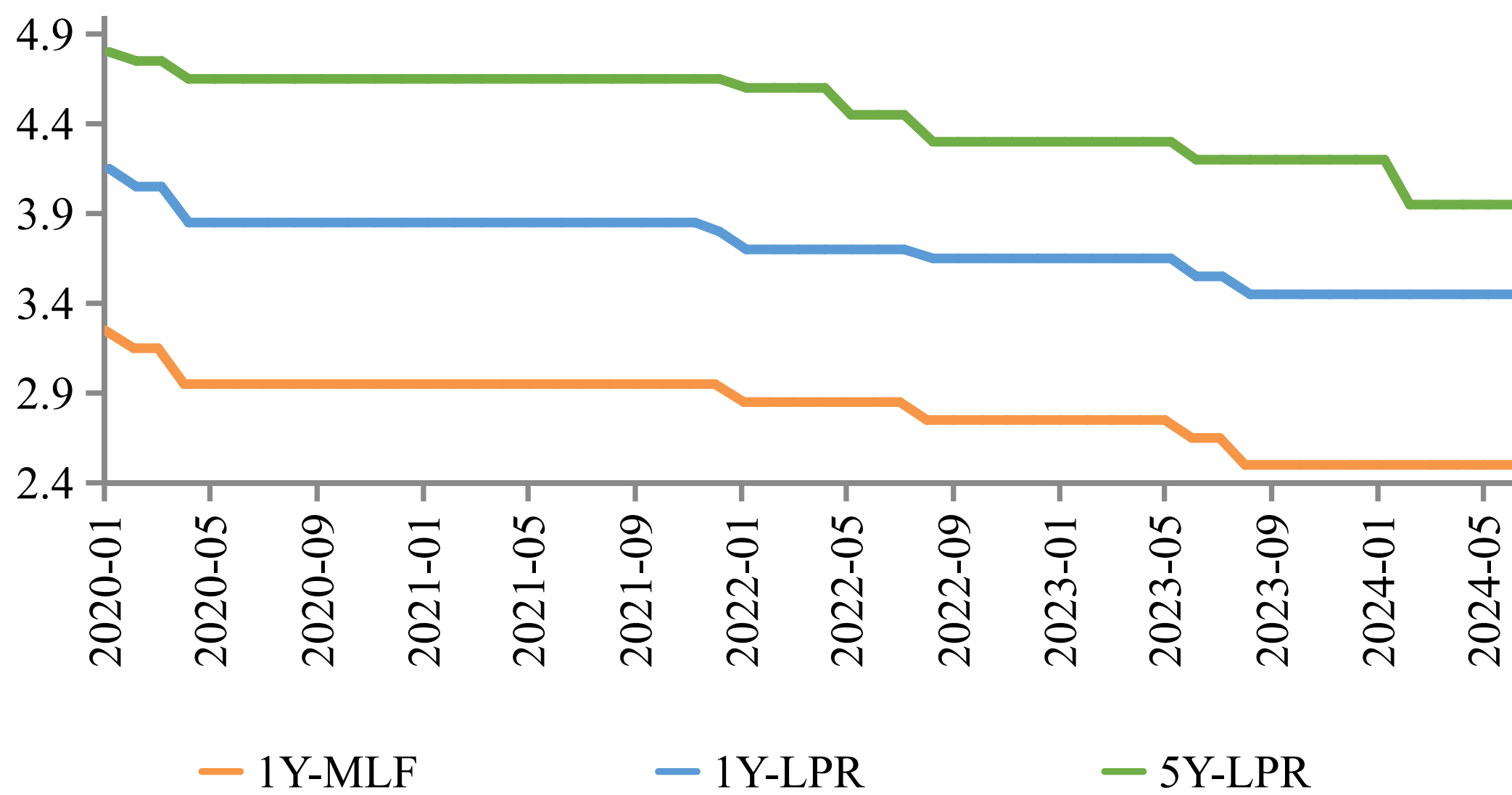


图2：各项贷款利率（%）

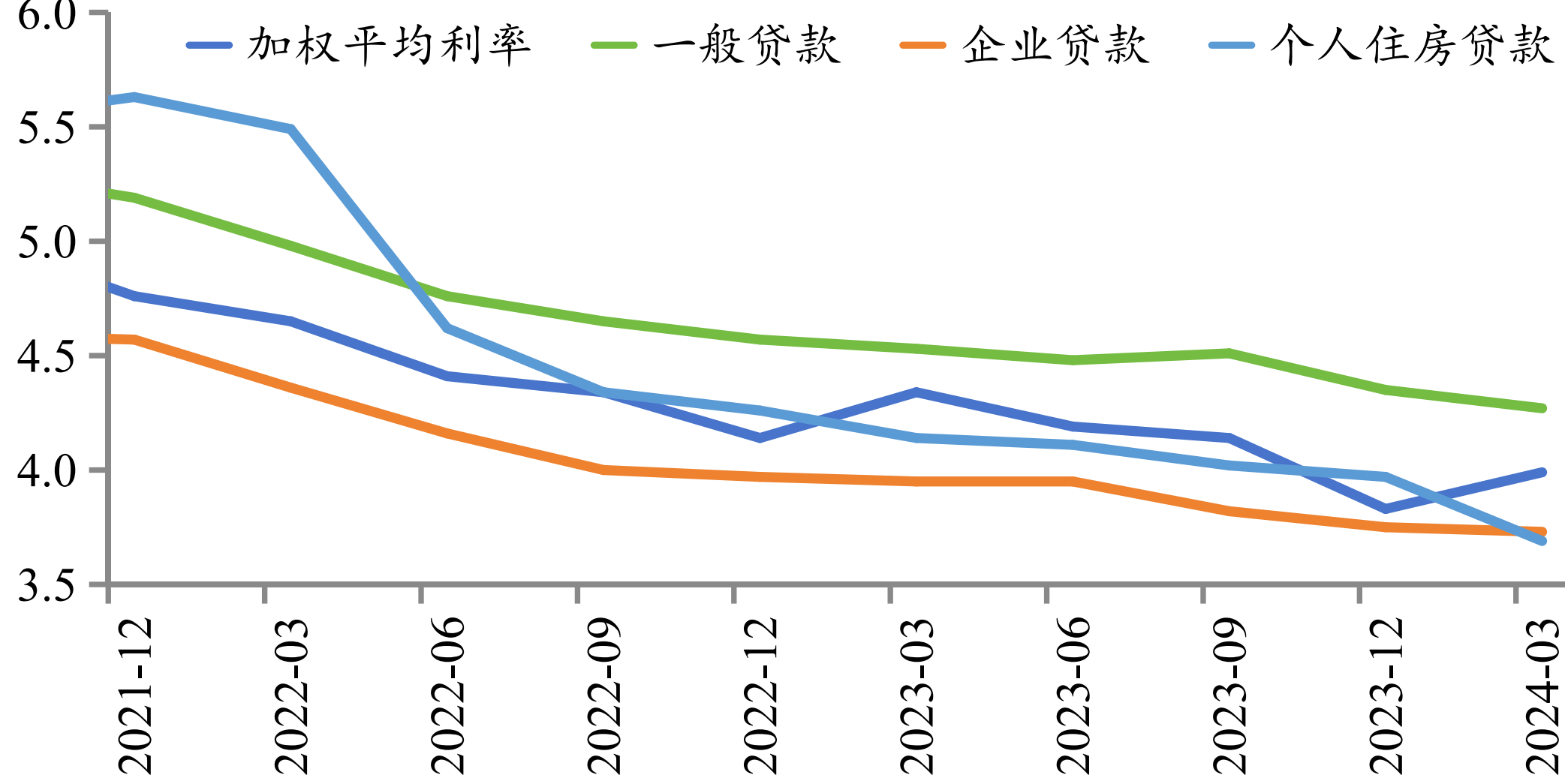


图3：商业银行净息差走势（%）

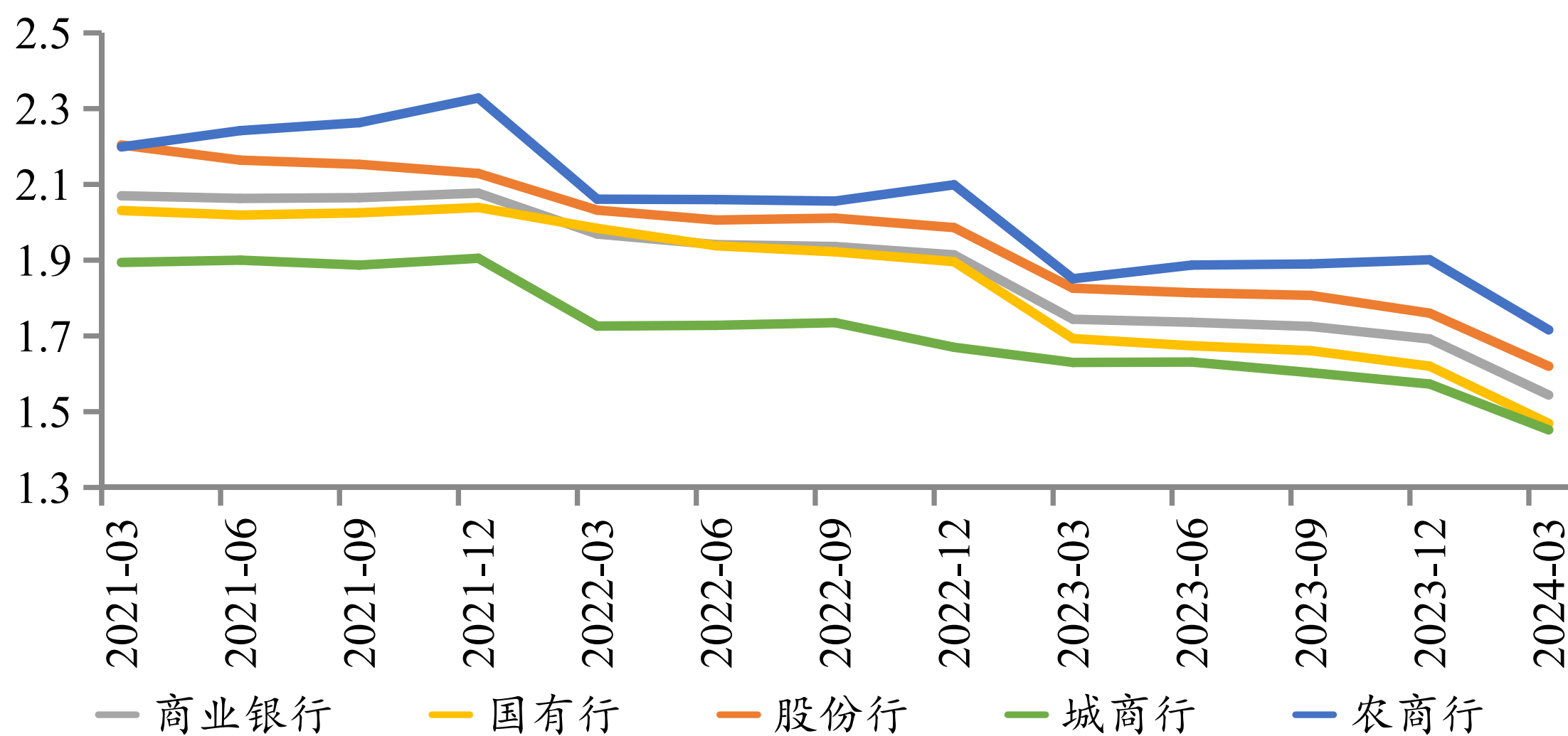


图4：美元指数与人民币汇率走势



解读分析

➤6月，1年期和5年期以上LPR报价继续维持不变，或源于以下原因：

- 一是6月MLF利率维持不变，LPR报价的定价基础未发生变化。本月17日，央行小幅缩量续作了1820亿元1年期MLF，利率维持2.50%不变，使得本月LPR报价调降的概率大幅降低。
- 二是商业银行净息差仍在继续收窄，LPR报价短期无下调空间。2024年一季度末，商业银行净息差降至1.54%，较上年末下降15bp，同比下降20bp，创出历史新低。4月以来，叫停“手工补息”对改善银行负债成本起到一定作用，但预计需要到二季度末和三季度才能起到较为明显的成效。近期稳地产一揽子政策集中出台，取消房贷利率下限、降低首付比例与公积金贷款利率，使得新发生按揭贷款利率降幅明显加大，商业银行零售端价格进一步下行，并带动息差继续承压。同时，个人住房贷款领域集中出台多项降成本举措，有助于从供需两端稳定地产、提振信心和需求，也使得通过再度调降LPR来呵护地产的紧迫性和必要性下降。
- 三是当前部分贷款利率已经较低，LPR报价延续“按兵不动”有助于防空转、提效率。伴随我国经济结构调整、转型升级加快推进，信贷需求较前些年有所转弱，贷款利率持续下行。在2月LPR报价大幅调降后，近期延续“按兵不动”，也可缓解贷款利率过快下行而引致的资金空转套利行为，提升资金运行效率。

➤短期内政策利率持稳，但存款降息等有望为后续LPR报价打开一定下行空间。

- 商业银行负债成本有望下行，为后续LPR报价打开下行空间。4月以来，银行端通过叫停“手工补息”、停止发售智能通知存款，以及各地中小银行跟进补降存款利率等，推动负债成本有所下行，减轻对公存款成本持续偏高和存款定期化带来的负债端压力。同时，为降低融资成本、维持银行净息差稳定，存款利率仍需要进一步下调，最快可能在年中至三季度落地，进而为后续LPR报价打开一定下行空间。
- 结合内外因素，政策性降息的实施条件也正逐步积累，窗口有望在三季度开启。3.21国新办发布会上，央行表示“存款成本下行和主要经济体货币政策转向有利于拓宽利率政策操作的自主性”。一方面，6月以来，主要经济体降息步伐加快，随着加拿大央行、欧洲央行相继宣布降息，全球货币政策宽松趋势显现；市场对美联储年内降息的预期也愈加明确，稳汇率压力相对前期将相对减轻。另一方面，叫停“手工补息”的效果逐步显现，银行体系净息差后续有望得到集中提振。再考虑到存量定期存款到期后重新定价的因素，此前存款利率下行的效果还在持续显现，银行存款成本下降确定性强，也使得通过降息引导LPR下行，促进实体部门融资成本下降改善投资、消费情绪的空间加大。

如何看待M1增速下行

图1：M1增速降至历史最低水平（%）

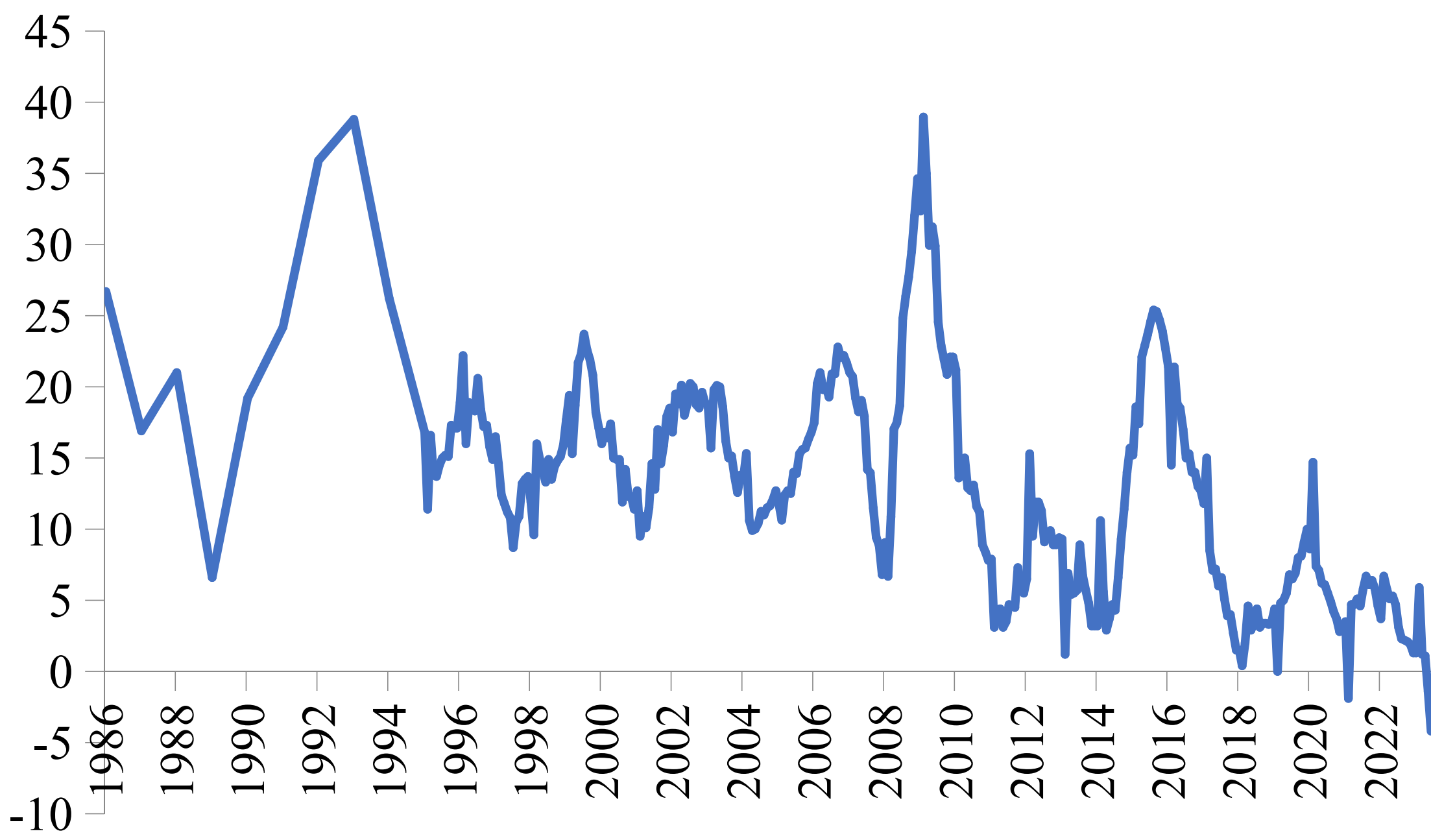


图2：不同口径M1增速变化情况（%）

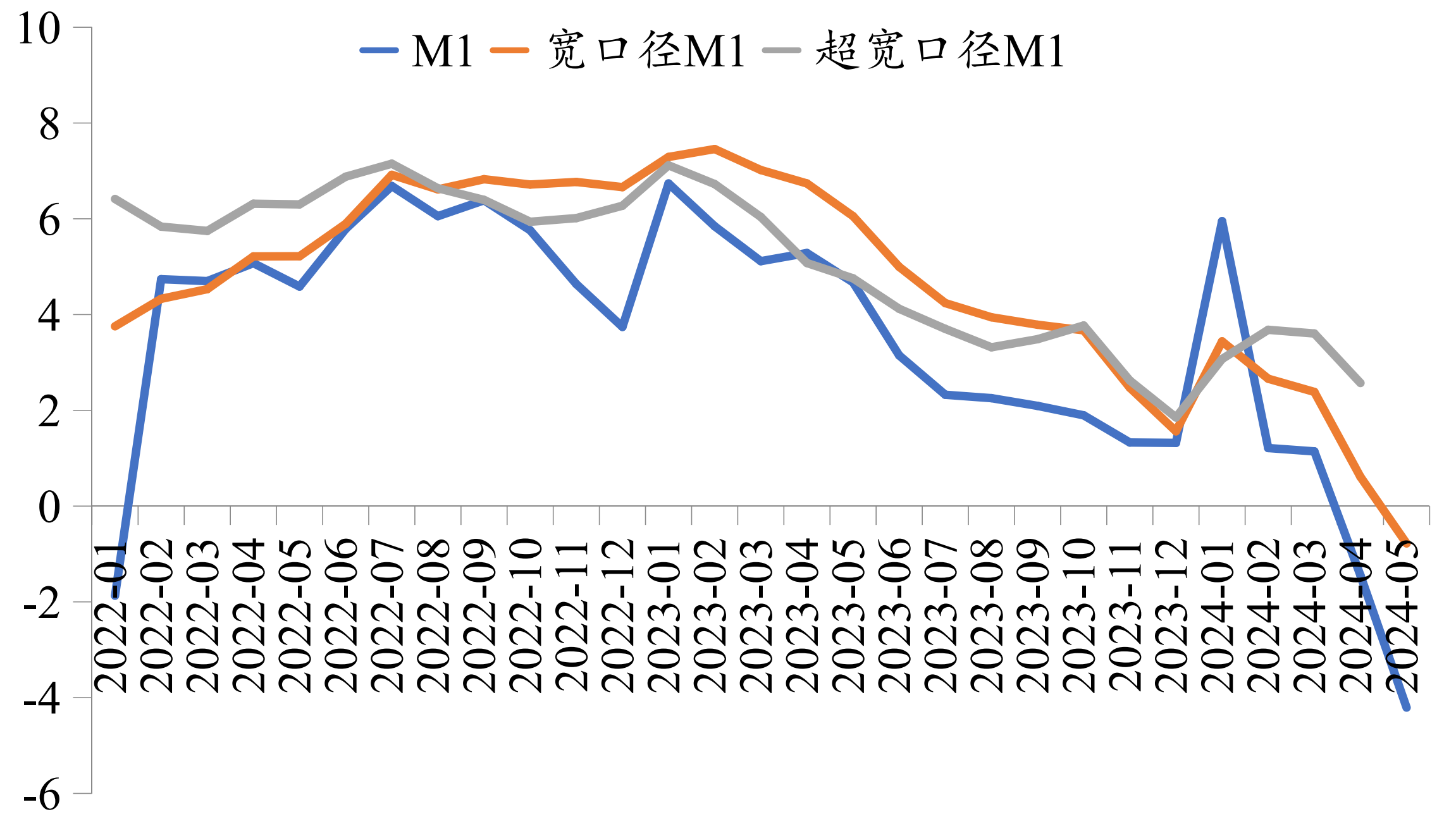


图3：M1增速与名义GDP增速走势对比（%）

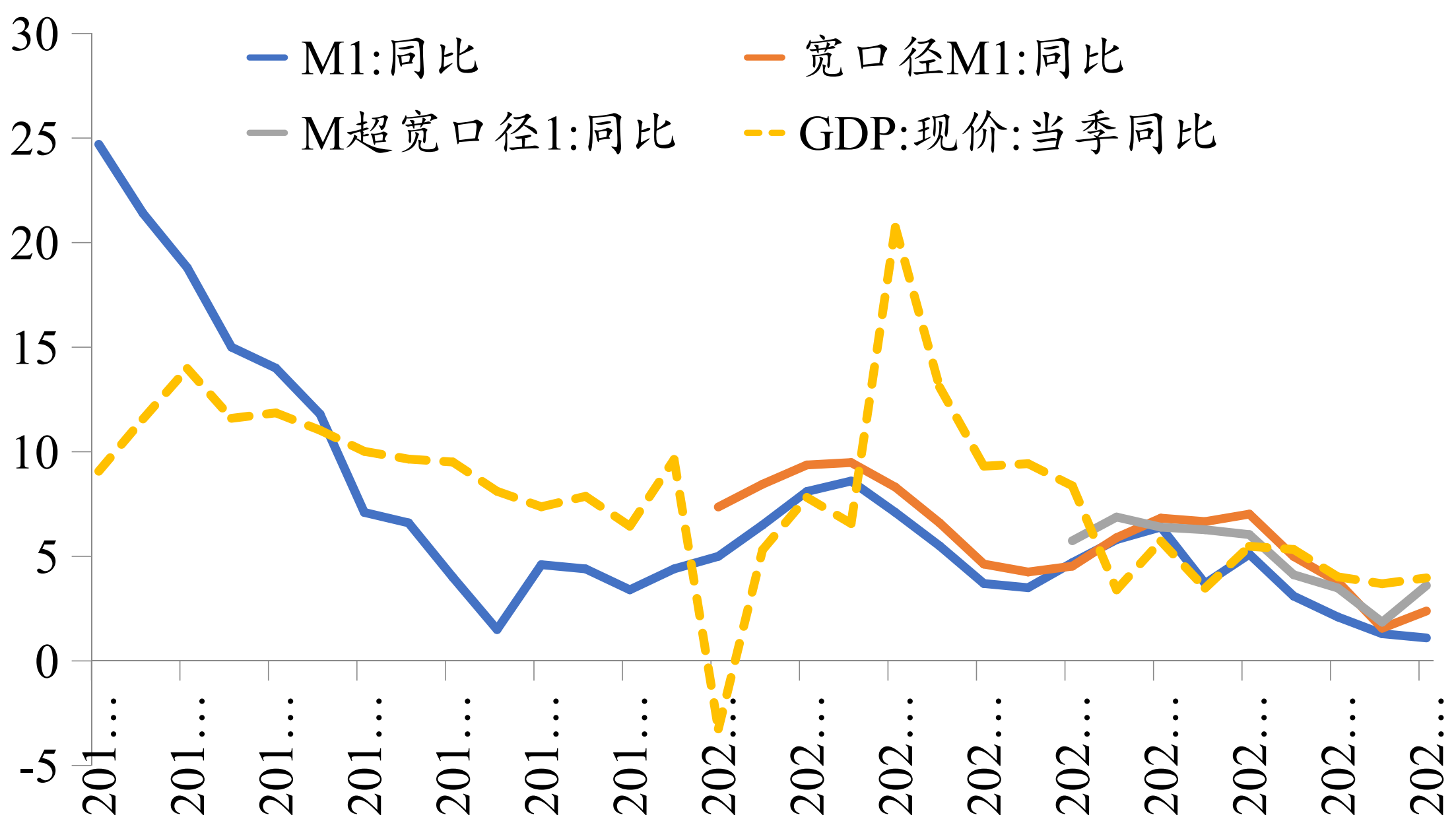
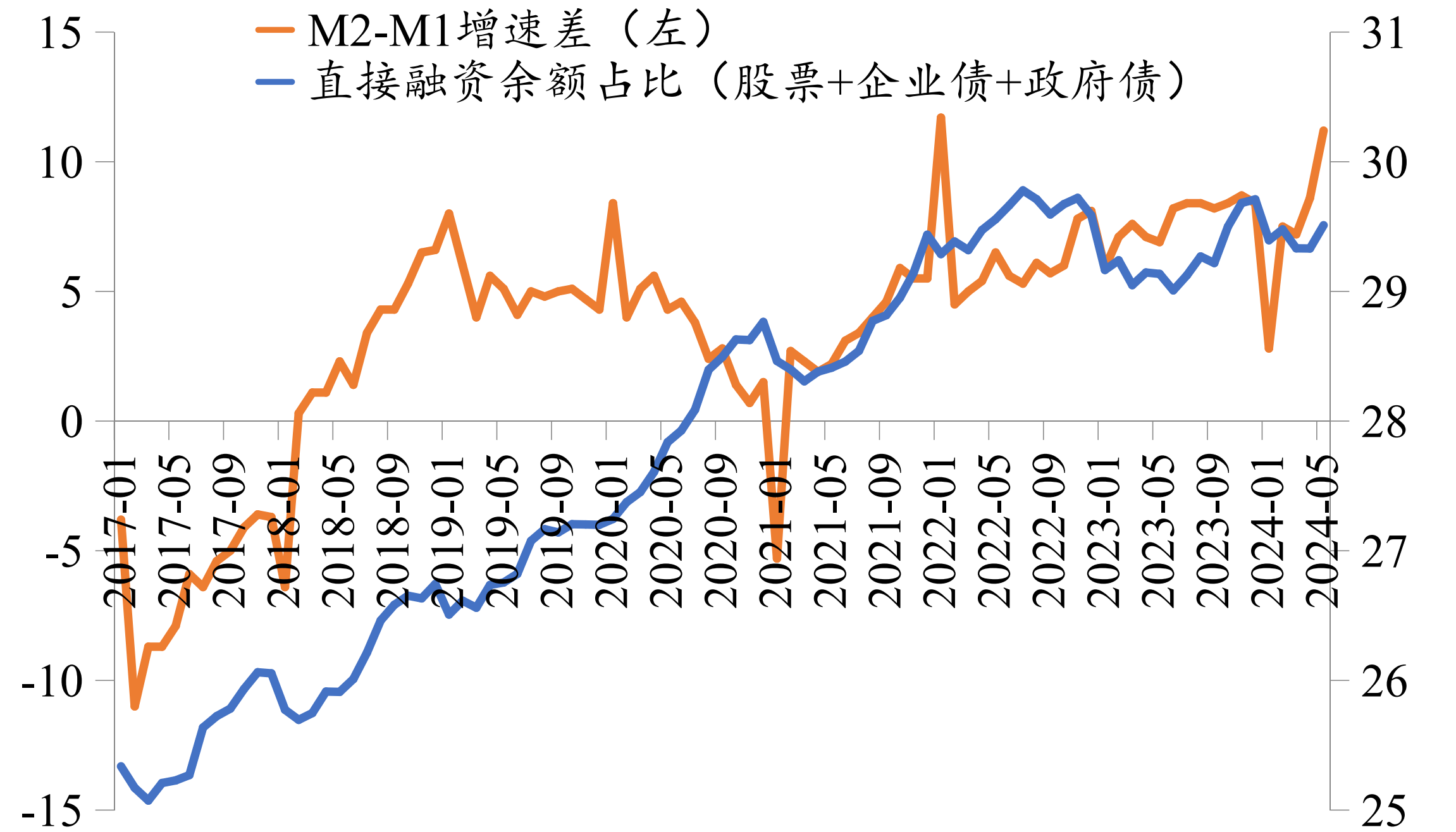


图4：M2-M1增速差与融资结构的关系（%）



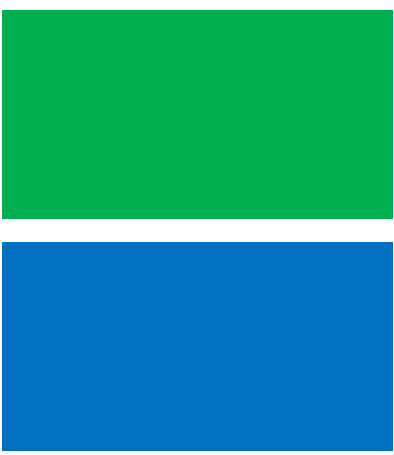
解读分析

►5月金融统计数据显示，5月末M1同比下降4.2%，增速延续回落并创有统计数据以来的新低。**M1同比增速下行主要是受叫停存款“手工补息”的影响**：随着协定、通知等对公“类活期”存款付息率出现明显下行，银行体系资产负债表虚增部分正逐步压降，这一过程对M1增长形成较大扰动。

►从货币供应量的统计看，**M1统计口径需要适应形势变化不断完善**。我国M1统计口径是在30年前确立的，随着金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展，符合货币供应量特别是M1统计定义的金融产品范畴发生了重大演变。其中，住户活期存款及支付机构客户备付金从各个角度来看基本上能满足M1内涵；部分货币基金及现金类理财产品也具有较强的流动性以及随时支付和赎回的功能，但仍有大量货币基金及现金类理财产品或难以纳入M1范畴，且目前从统计数据中二者不易区分，此外理财数据也并非官方统计。如果将M1口径适度扩展，会发现宽口径M1（M1+住户活期+备付金）增速和超宽口径M1（宽口径+货基+现金理财）增速与目前的M1增速变化趋势之间具有较强的相关性，但仍有一定的差异：4月宽口径和超宽口径M1增速分别为0.6%和2.6%，5月宽口径M1尽管也同比下降，但降幅明显小于目前M1的降幅。

►长期以来，M1和M2与我国名义GDP之间保持着较好的相关性，2015年以来二者与名义GDP之间的联系开始逐渐变弱，相较而言M1与宏观经济变量之间的联系要明显好于M2。不过疫情以来，M1与名义GDP的关系弱化，几乎已不存在相关性，拓展口径后的M1与名义GDP之间的相关性尽管比目前的M1要好一些，但总体差别不大。目前来看，**包括M1在内的货币供应量与宏观经济变量之间的联系已基本难以把握，这意味着M1增速的快速下滑并不必然反映经济增速同样幅度的下降**。从国外来看，伴随着利率市场化的深入推进，货币供应量变化均会愈发与实体经济走势失去关联性，进而从货币政策目标中淡出。

►随着M1增速下行，M2-M1剪刀差继续走阔，这固然能够反映出企业经营活力不足，但长期来看，**M2-M1增速差与直接融资规模占比的相关性要高于其与名义GDP增速的相关性，故M2-M1剪刀差走阔一定程度上或也与直接融资占比下降有关**。未来融资结构若能改善，M2-M1剪刀差则有望收窄。



一周金融市场盘点（2024.6.17-6.23）

热点
图解

大类资产	名称	2024.6.21 (%)	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	1.10	-7	-46
	国股转贴现票据利率3M	1.09	-4	-29
	国股转贴现票据利率6M	1.38	1	-2
大类资产	名称	2024.6.21 (%)	一周变动 (BP)	较5月末变动 (BP)
固收	DR001	1.96	21	14
	DR007	1.95	13	8
	NCD到期收益率（AAA）1Y	2.02	-1	-4
	NCD发行利率（股份行）1Y	2.02	-4	-6
	国债2Y	1.69	-8	-11
	国债10Y	2.26	0	-4
	企业债（AAA）3Y	2.17	-1	-7
	企业债（AA+）3Y	2.27	-1	-7
	企业债（AA）3Y	2.31	-1	-8
	美国国债2Y	4.70	3	-19
	美国国债10Y	4.25	5	-26
	日本国债2Y	0.29	-1	-11
	日本国债10Y	0.97	2	-11
	英国国债2Y	4.18	0	-24
	英国国债10Y	4.09	2	-22
	法国国债2Y	3.09	1	-10
	法国国债10Y	3.16	3	2
	德国国债2Y	2.76	-2	-36
	德国国债10Y	2.37	-2	-33
大类资产	名称	2024.6.21 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
外汇	美元指数	105.83	0.3	1.1
	欧元兑美元	1.07	-0.1	-1.4
	美元兑日元	159.78	1.5	1.6
	英镑兑美元	1.26	-0.3	-0.7
	美元兑人民币：即期汇率	7.26	0.1	0.2
	美元兑人民币：中间价	7.12	0.1	0.2
	离岸人民币：即期汇率	7.29	0.3	0.4
大类资产	名称	2024.6.21 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
大宗商品	CRB指数	543.99	-0.2	-0.4
	BDI指数	1,997.00	2.5	10.0
	NYMEX轻质原油	80.73	3.4	4.9
	IPE布油	84.33	2.1	4.0
	COMEX黄金	2,331.20	-0.8	-0.6
	LME铜：3个月	9,700.00	-0.8	-4.0
	CBOT玉米	435.00	-3.3	-2.5
大类资产	名称	2024.6.21 (%)	一周变动 (%)	较5月末变动 (%)
权益	MSCI全球	973.42	0.6	2.3
	上证综合指数	2,998.14	-1.1	-2.9
	沪深300指数	3,495.62	-1.3	-2.4
	中证500	5,102.33	-2.1	-3.9
	中证1000	5,055.33	-2.4	-5.6
	深证成份指数	9,064.84	-2.0	-3.2
	创业板指数	1,755.88	-2.0	-2.7
	恒生指数	18,028.52	0.5	-0.3
	标普500指数	5,464.62	0.6	3.5
	道琼斯工业平均指数	39,150.33	1.5	1.2
	纳斯达克综合指数	17,689.36	0.0	5.7
	德国DAX全收益指数	18,163.52	0.9	-1.8
	英国富时100指数	8,237.72	1.1	-0.5
	法国CAC40指数	7,628.57	1.7	-4.6
	东京日经225指数	38,596.47	-0.6	0.3
	韩国综合指数	2,784.26	0.9	5.6
	澳洲标普200指数	7,796.00	0.9	1.2

重要政策数据

- 潘功胜指出央行将继续坚持支持性的货币政策立场，未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率。
- 吴清宣布推出“科创板八条”改革措施，积极拥抱新质生产力发展，强化对高频量化交易、场外衍生品等工具监管。
- 住建部推动县级以上城市开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。
- 5月，一、二、三线城市新建商品住宅价格环比-0.7%、-0.7%和-0.8%，二手住宅价格环比-1.2%、-1%和-0.9%。
- 5月，规模以上工业增加值同比+5.6%，社会消费品零售总额同比+3.7%；1-5月，固定资产投资同比+4%。
- 6月17日，央行开展1820亿元MLF操作，利率2.5%不变，实现“缩量平价”续作。
- 6月，1年期LPR报价3.45%，5年期以上LPR报价3.95%，均与上月持平。
- 6月，美国标普全球制造业PMI为51.7%，服务业PMI为55.1%，均超预期。

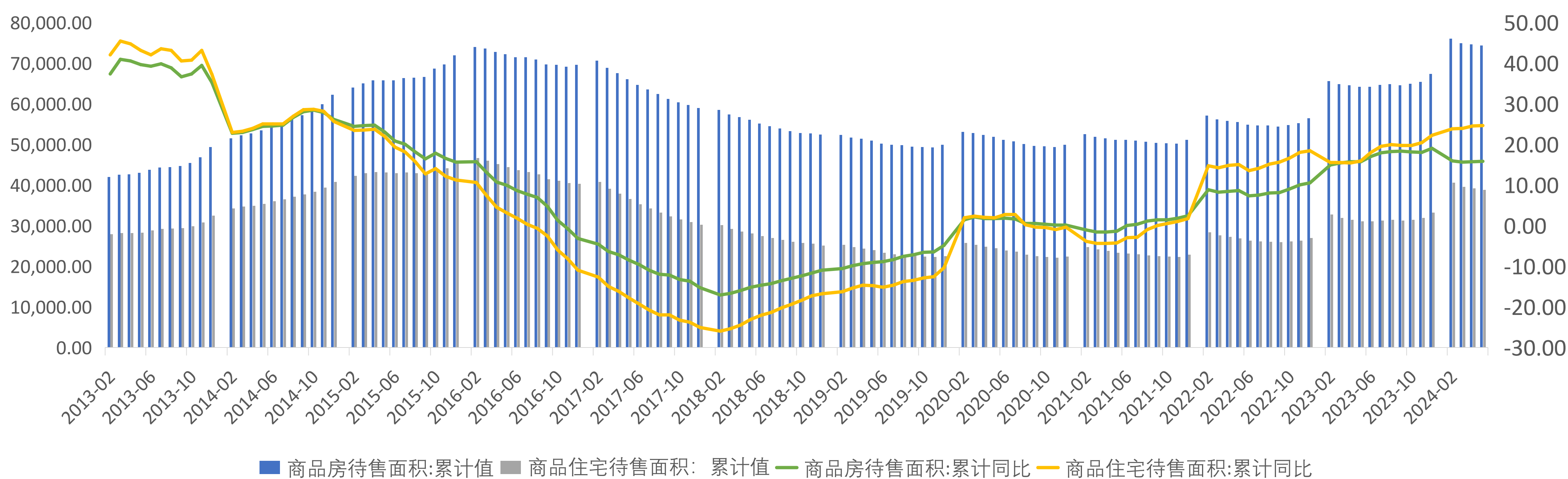
市场走势分析

- 流动性：临近跨季，叠加政府债发行、税期等财政因素扰动，本周资金面整体偏紧，资金利率显著上行。央行投放前高后低，快速缩量，中小行一度向非银融入。央行投放收缩、银行负债端仍未完全修复，是当前资金面波动主要原因。
- NCD：本周存单大幅放量，季末银行仍有发行存单补充负债以及稳定流动性指标的动力，不过发行成本持续下降，呈现明显的“量升价跌”特征。存单利率和资金面背离，背后反映的可能是中长期资金预期偏松和短期资金面扰动影响。
- 债市：国内债市利率先在5月经济数据偏弱、A股低迷和机构欠配压力下下行，后因临近跨季、央行投放缩量等导致的资金面收敛而上行，全周走平。美债利率因费城和明尼阿波利斯联储主席关于降息的偏鹰立场小幅上行。
- 汇市：美国经济数据总体上有所走弱，但瑞士央行再度降息，英国央行虽然按兵不动但暗示8月将降息，非美货币走弱，间接支撑美元指数继续震荡上行。在美元继续走升的情况下，人民币贬值压力有所加大，在岸汇率跌至7.26附近。
- 商品：受美国原油库存下降以及黎以冲突等因素影响，国际油价继续走高。美国经济数据总体偏弱，但美联储官员表态偏鹰，美债收益率上行，此外黎以冲突令市场避险情绪再度升温，多空交织下国际金价处于震荡格局。
- 股市：本周上证指数跌破3000点，5月的经济和金融数据对基本面信心有所打击，消费电子板块在618销售数据较好和苹果AI手机迭代预期下延续走强。美股先在英伟达股价再创新高引领下上涨，后迎来史上最大规模的到期期权“三巫日”，小幅下挫，全周小幅收涨。

6·7国常会明确“去库存”

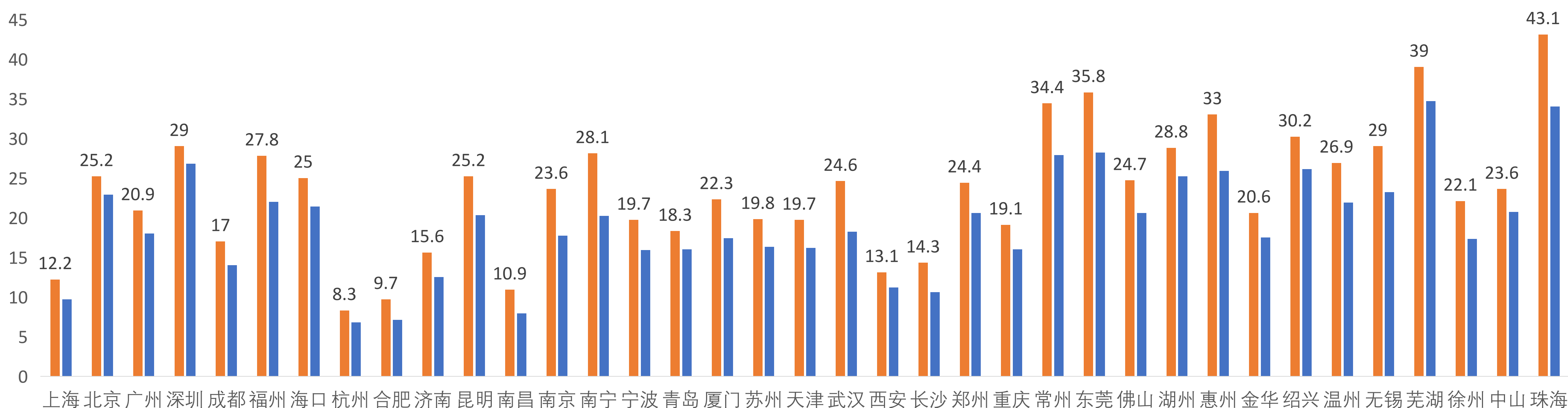
➤ 继5·17房地产一揽子新政发布后，6月7日，国务院常务会议召开，李强总理主持会议。会议听取关于当前房地产市场形势和下一步构建房地产发展新模式有关工作考虑的汇报，再次强调“房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局”，并且明确使用“去库存”字样。

2013年-2024年5月商品房及商品住宅待售面积及累计同比情况（平方米，%）



资料来源：wind

图2：典型37个城市2024年4月去化周期（橙柱）与2023年全年去化周期（蓝柱）（月）



资料来源：克而瑞

解读分析

- 会议明确使用了“去库存”字样，要求政策“落地见效”。会议指出“要充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。”现阶段，商品房待售面积达到7.4亿方，今年以来连续四个月下降，但仍处于历史高位。我们监测的典型37个城市中，去化周期超过18个月的城市达到了29个，占比78%，其中包括了北京、广州、深圳、南京、武汉等核心一二线城市。全国整体去库周期在拉长。
- 强调盘活存量，土地端措施既要稳中求进，又要有新举措、新思路。会议指出，“对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。”
- 从制度构建的基础出发，构建房地产新模式。“要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。”

民营企业海外布局增加发展韧性

- 2023年11月28日，人民银行、金融监管总局、证监会、国家外汇局、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部以及全国工商联共同颁布《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》“精准有力”布局高科技民营企业。
- 同年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。

图1:制造业海外布局的需求因子（PMI指标）

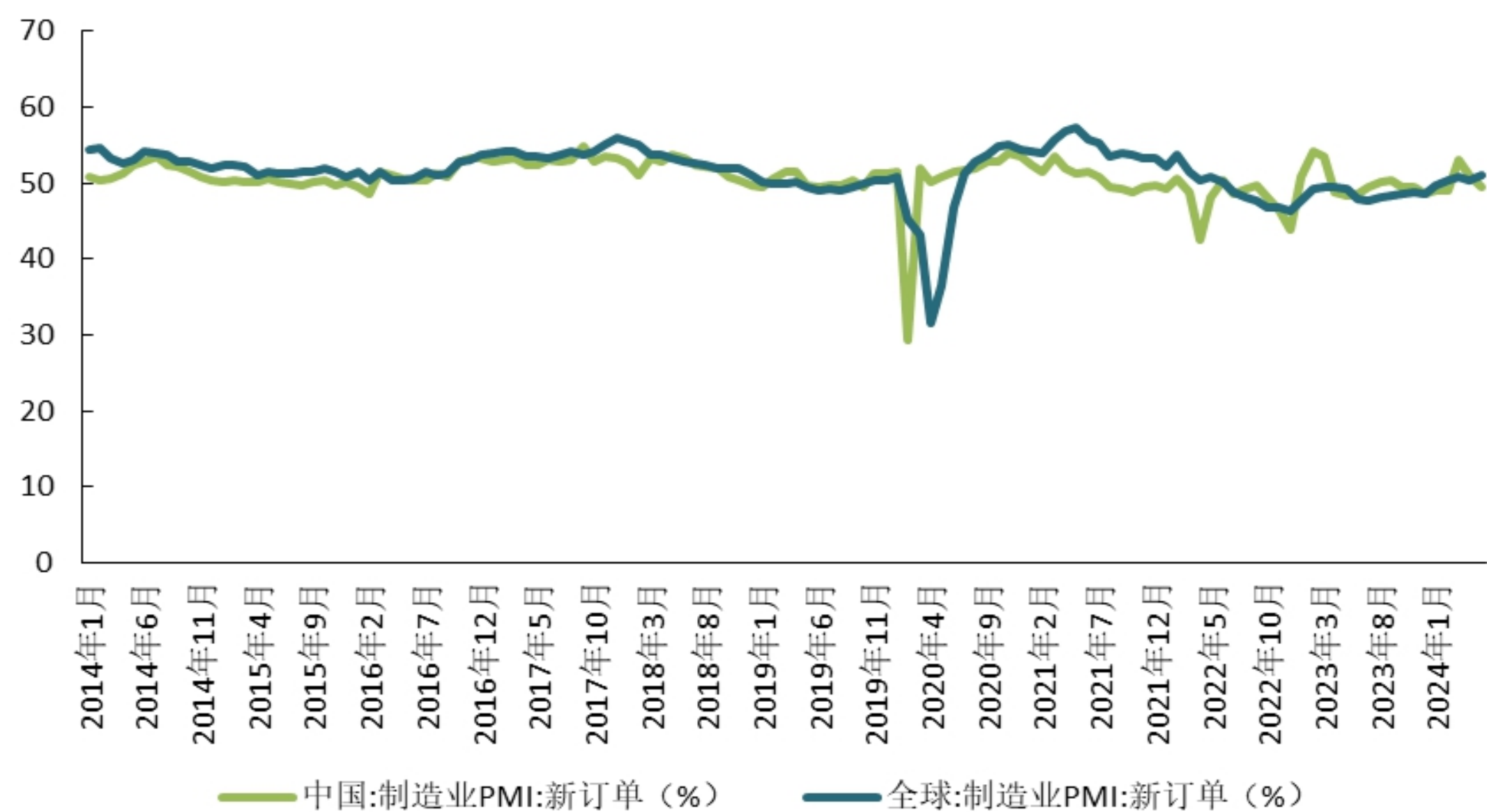
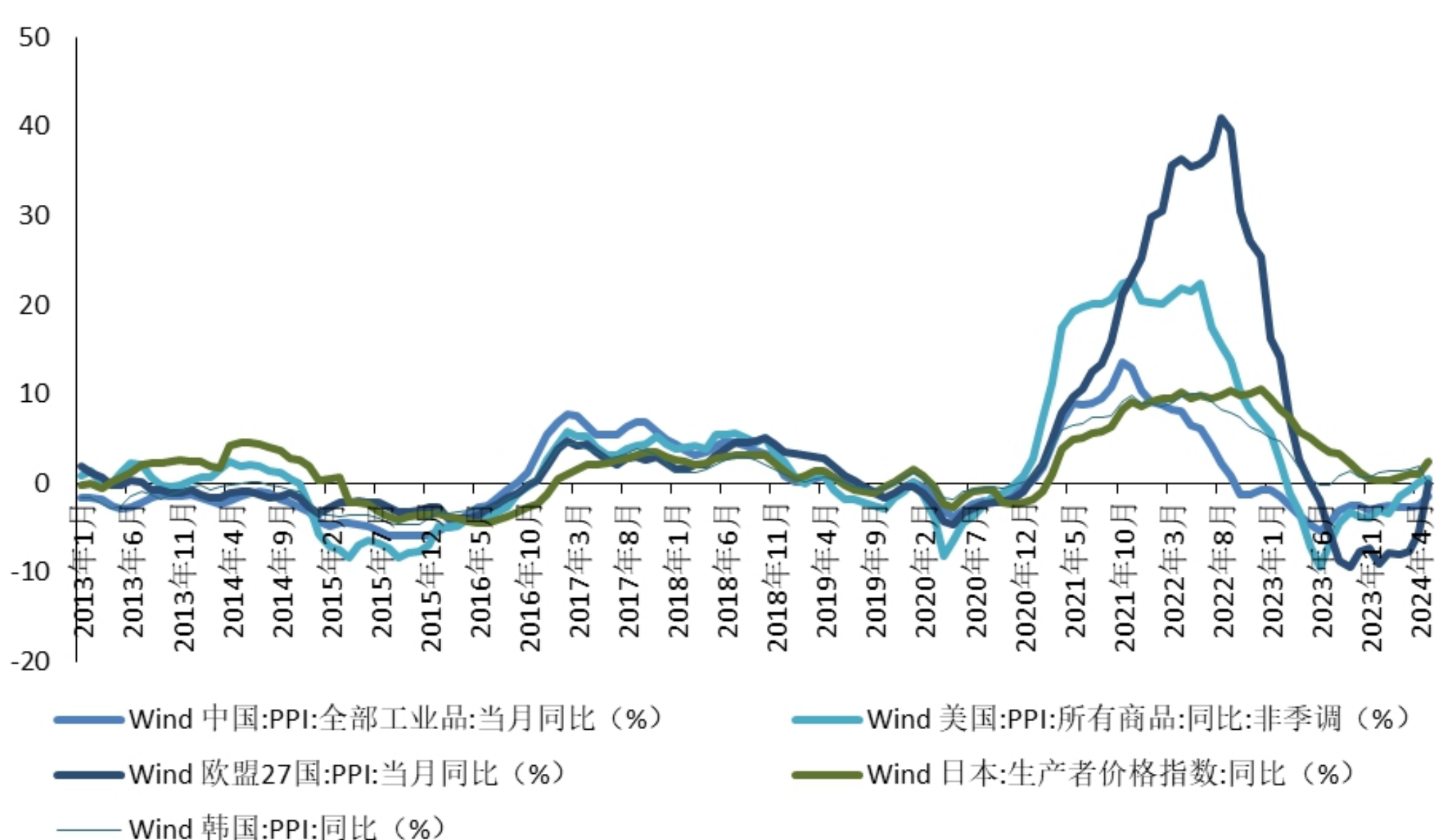


图2:制造业海外布局的价格因子（PPI指标）



数据来源：Wind数据库

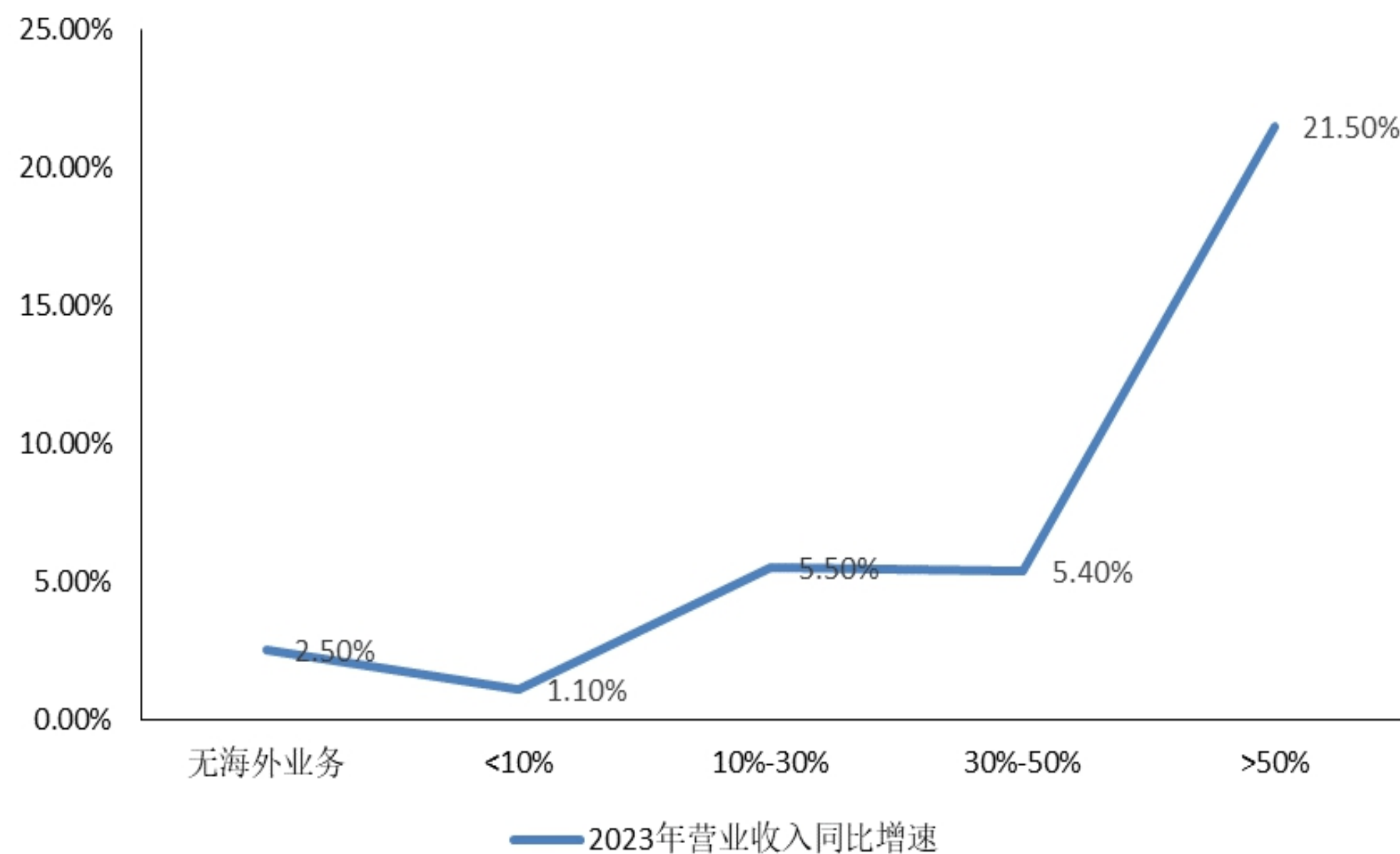
数据来源：Wind数据库

表1：2023年上市公司海外业务TOP10行业情况

申万一级行业	2022海外业务收（亿元）	2023海外业务收（亿元）	增速
电子	12,868.17	12,850.08	-0.14%
汽车	6,805.49	8,971.46	31.83%
电力设备	6,450.23	7,555.49	17.14%
建筑装饰	5,769.74	6,565.77	13.80%
有色金属	6,071.66	6,039.65	-0.53%
交通运输	5,270.97	5,653.98	7.27%
家用电器	5,047.95	5,373.04	6.44%
基础化工	5,554.79	4,349.89	-21.69
石油石化	4,026.76	4163.60	3.40%
机械设备	3,539.49	4,118.91	16.37%

数据来源：Wind数据库

图3：1:2023年上市企业海外业务占比及营收增速



资料来源：Wind数据库

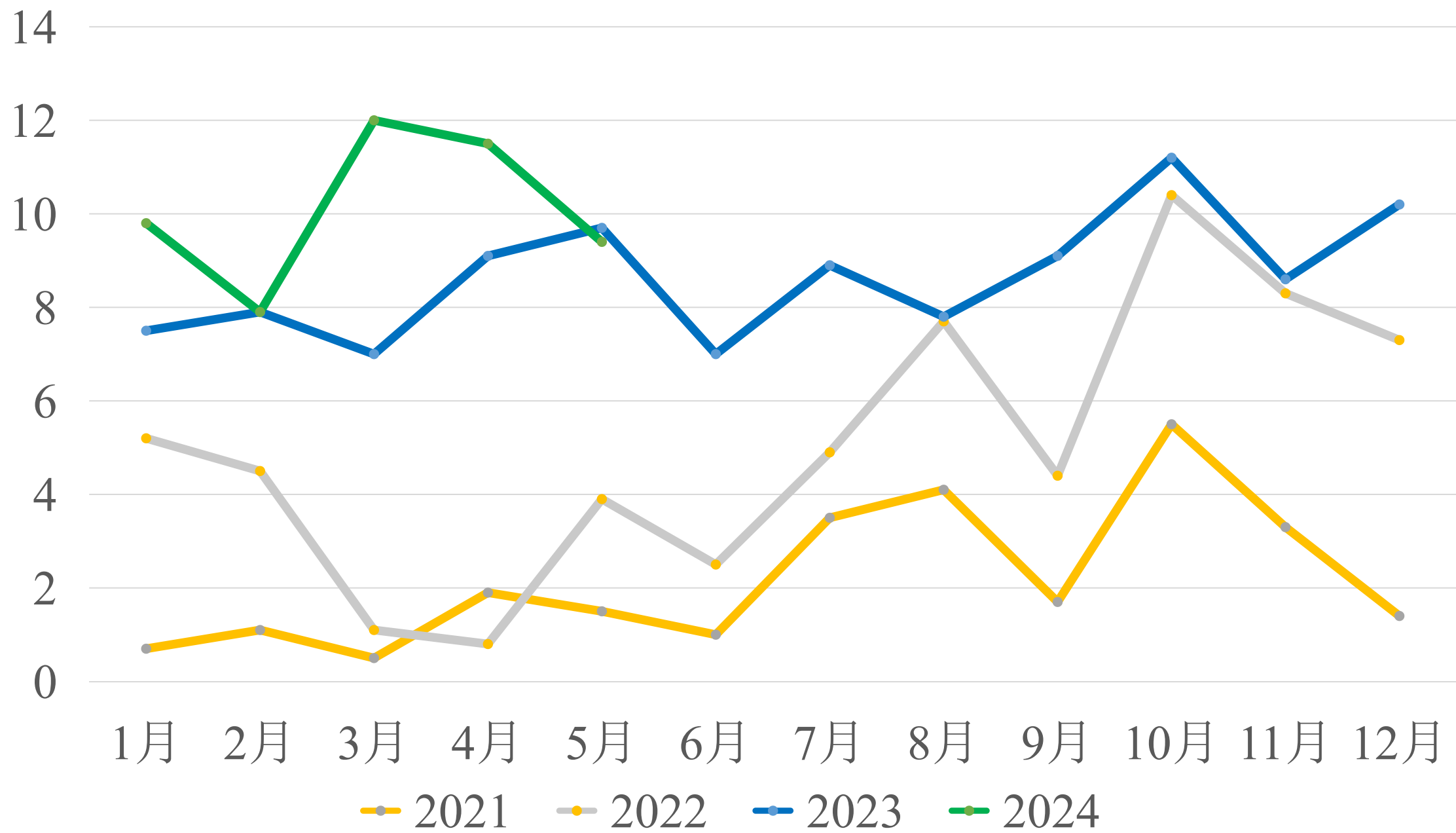
解读分析

- **新常态下，量价双驱动。**统计数据显示，全球制造业PMI新订单指标自2022年10月以来进入上行区间，全球制造业需求共振上行；从价格因子（PPI指标）的表现来看，我国工业PPI指标的同比增速自2022年底以来就一直处于负区间。基于当前我国市场量价因素背离的大背景，量价因子共同驱动了民营企业通过海外布局扩张国际业务，释放业绩需求，提高投资回报。
- **出海布局，增加经营韧性。**统计数据显示，海外业务占比越高的公司，其整体营业收入的增速越高，发展更具韧性，而未进行海外业务布局的企业则面临着增长乏力的窘境。海外业务在上市公司业务布局中占据着越来越重要的地位。

2024年5月新能源车渗透率近40%

- 中汽协数据显示，5月我国乘用车销量实现207.5万辆，环比、同比增长3.7%、1.2%。其中，国内销量167.8万辆，同比下滑2.8%，出口39.7万辆，同比增长22.1%。5月新能源车销量达95.5万辆，同比增速为33.3%，市占率升至39.5%。
- 作为推动车市增长的核心力量，新能源汽车5月销量持续快速增长，渗透率接近四成，纯电动汽车销量仍领先于插混，两者分别完成58.3万辆、37.1万辆。

近年新能源乘用车出口情况（万辆）



资料来源：乘联会

2024年1-5月中国新能源车产销情况

动力类型	累计产量 (万辆)	同比	累计销量 (万辆)	同比
纯电动	241	10.2%	240.7	12.7%
插电式混合动力	151.4	85.7%	78.4	85.2%
燃料电池	0.2	-13.8%	0.2	4.3%

资料来源：中汽协

2024年1-5月新能源厂商零售销量排行（辆）

排序	NEV厂商	2024年1-5月	2023年1-5月	同比	份额
1	比亚迪汽车	1,108,363	923,343	20.00%	34.00%
2	吉利汽车	242,779	107,021	126.90%	7.50%
3	特斯拉中国	219,056	219,893	-0.40%	6.70%
4	长安汽车	216,131	103,514	108.80%	6.60%
5	上汽通用五菱	179,575	147,857	21.50%	5.50%
6	理想汽车	141,207	106,542	32.50%	4.30%
7	赛力斯汽车	139,748	20,256	589.90%	4.30%
8	广汽埃安	128,269	164,323	-21.90%	3.90%
9	长城汽车	96,333	55,512	73.50%	3.00%
10	奇瑞汽车	88,539	32,058	176.20%	2.70%

资料来源：中汽协

解读分析

- 欧盟反补贴调查影响新能源车出口。5月我国新能源车出口仅9.9万辆，同比下降9%；而燃油车出口增幅高达36.6%。尽管我国新能源车产销均保持高增，但出口市场表现开始弱于燃油车，首度出现下滑，这种短期波动反映车企对于欧盟可能加征关税的担忧。为应对挑战，车企普遍计划调整出口策略转向东南亚和南美。
- 新能源车出口格局相对稳定。5月新能源车占出口总量的24.8%，同比下降6.8个百分点。在出口结构方面，比亚迪以37,499辆出口稳居榜首，特斯拉中国以17,358量紧随其后。奇瑞、上汽乘用车分别出口7,198辆、6,487辆，而民营企业如长城、哪吒、吉利等同样表现不俗，出口量均在2500至3000辆之间。

- 2024年以来，北京市各市场主体纷纷进入人工智能大模型赛道进行产品研发，并积极推进产业化落地，平均每月有10余家市场主体进入大模型赛道，保持较高的增速。
- 为支持人工智能行业发展，近日，北京市政府办公厅正式发布《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》。其中提出，提升算力资源统筹供给能力。实施算力伙伴计划，与云厂商加强合作，提供多元化优质普惠算力。加快北京数字经济算力中心等项目建设，形成规模化先进算力供给能力。

表1：2023年以来部分省市智算及国产算力相关政策梳理

省份	发布时间	政策名称	重点内容
北京	2024.04	北京市算力基础设施建设实施方案（2024-2027年）	到2025年，北京市智算供给规模达到45EFLOPS；到2027年，具备100%自主可控智算中心建设能力
上海	2024.03	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）	到2025年，上海市智能算力规模将超过30EFlops，占总算力的50%以上，具备大规模应用赋能价值的智算中心数量达到10家
广东	2024.03	广东省算力基础设施高质量发展行动暨“粤算”行动计划（2024-2025年）	到2025年算力规模达到38EFLOPS，智能算力占比达到50%，到2025年底新增国产化算力占比达到70%
江苏	2024.04	江苏省算力基础设施发展专项规划	到2030年，算力基础设施方面，全省数据中心机架规模达120万标准机架，在用总算力超过50EFLOPS，智能算力占比超过45%，智算中心数量突破20个，存储总量超过500EB
河南	2023.08	河南省重大新型基础设施建设提速行动方案（2023-2025年）	到2025年智算和超算算力规模超过2000P FLOPS（每秒浮点运算次数），高性能算力占比超过30%。
贵州	2023.03	面向全国的算力保障基地建设规划	2025年贵州省通用算力、智算算力、超算算力的总规模分别达 2Eflops、5Eflops 和 10Eflops。
山东	2023.11	山东省数字基础设施建设行动方案（2024-2025年）	到2025年，全省数据中心在用标准机架总数达到45万个，总算力达到12.5EFLOPS，智能算力占比达到35%。
安徽	2023.01	打造通用人工智能产业创新和应用高地若干政策	对2024年底前完成新增单体智能算力规模400P以上的建设项目

解读分析

- 新一轮科技革命和产业变革正在向纵深演进，算力基础设施的重要性不断提升。作为集信息计算力、网络运载力、数据存储力于一体的新型生产力，算力主要通过算力基础设施向社会提供服务。近年来，党中央、国务院高度重视算力发展，作出一系列工作部署。前期，工业和信息化部等部门加快新型信息基础设施体系建设，各地也持续加强政策引导，央地协同建设全国一体化算力网络。
- 北京抢抓数字机遇，锚定、深耕、做强算力。作为拥有人工智能核心企业1048家、占我国人工智能核心企业总量近三分之一的城市，北京近年来持续加码人工智能算力基础设施布局。近期，北京市公开推介数字经济领域项目23个，包括经开区（亦庄）北京人工智能应用创新产业园智能算力中心、丰台区北京七星园数字经济产业智算中心、石景山智能算力中心、中国银保信数据中心老旧设备更新项目等，总投资约165亿元，拟吸引民间投资约134亿元。

- 欧委会近期宣布，若未能与中国方面达成共识，自7月4日起将对从中国进口的电动车征收临时反补贴税。比亚迪、吉利和上汽将分别面临17.4%、20%和38.1%的额外关税；其他参与调查但未被抽样的电动汽车制造商平均加征21%的反补贴税；而对于未配合调查的企业，将被加征38.1%的反补贴税。
- 此举反映欧盟的贸易保护主义倾向，加征关税将对我国电动汽车出口造成严重影响。为应对此情况，我国不排除将对欧洲汽车、葡萄酒等行业实施反制措施。

欧洲2023年全年新能源车销量TOP10排行

TOP 1	美国	特斯拉Model Y	255062辆	TOP 6	中国	MG4	72421辆
TOP 2	美国	特斯拉Model 3	101313辆	TOP 7	德国	奥迪Q4e-tron	69529辆
TOP 3	德国	大众ID.4	83033辆	TOP 8	意大利	菲亚特500e	64579辆
TOP 4	捷克	斯柯达Enya q	78739辆	TOP 9	德国	大众ID.3	63475辆
TOP 5	瑞典	沃尔沃XC40	73650辆	TOP 10	法国	达契亚Spring	59331辆

资料来源：汽车之家

国内车企出口欧洲电动车销量（辆）

企业集团	2023年	占比	2024年1-4月	同比变化	占比	企业集团	2023年	占比	2024年1-4月	同比变化	占比
上汽	135179	61%	33057	0%	57%	赛力斯	663	0%	51	-85%	0%
吉利	58636	26%	10193	-51%	18%	奇瑞	549	0%	104	206%	0%
比亚迪	16494	7%	10837	693%	19%	江淮汽车	458	0%	117	21%	0%
长城汽车	6360	3%	1693	196%	3%	一汽	239	0%	198	171%	0%
蔚来汽车	2371	1%	545	20%	1%	东风汽车	228	0%	95	121%	0%
小鹏汽车	1089	0%	891	4589%	2%	福建汽车	4	0%	42	-	0%
零跑汽车	868	0%	239	55%	0%	合众汽车	-	0%	53	-	0%
-	-	-	-	-	-	总计	223138	100%	58115	2%	100%

资料来源：公开资料

解读分析

- 欧盟最新税率大幅超出市场普遍预期。此前，欧盟对所有的进口汽车征收10%的关税。随着反补贴税的加征，我国电动车企将面临高达27.4%-48.1%的累计关税。与全球对补贴的行业的平均惩罚性关税率19%相比，欧盟的惩罚性关税更为严格，可能是出于对中国电动汽车价格或成本过低的考量。
- 欧盟对华电动车加征关税影响深远。除三家主要车企外，加征关税还将影响众多参与调查但未被抽样的车企，包括爱驰、江淮、宝马、奇瑞、一汽、长安、东风、长城、零跑、南京金龙、蔚来和小鹏等。据德国基尔世界经济研究所预测，该措施或导致欧盟从华进口的电动车数量减少25%，约12.5万辆，贸易损失近40亿美元。