

图说经济金融

民生银行研究院

第67期

2024年6月9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月地方债加快发行赶进度
- 美国经济降温或影响我国出口
- 欧央行降息：原因、影响及展望
- 5月出口强韧的几个支撑因素
- 国内经济高频观察（2024.6.1-6.7）

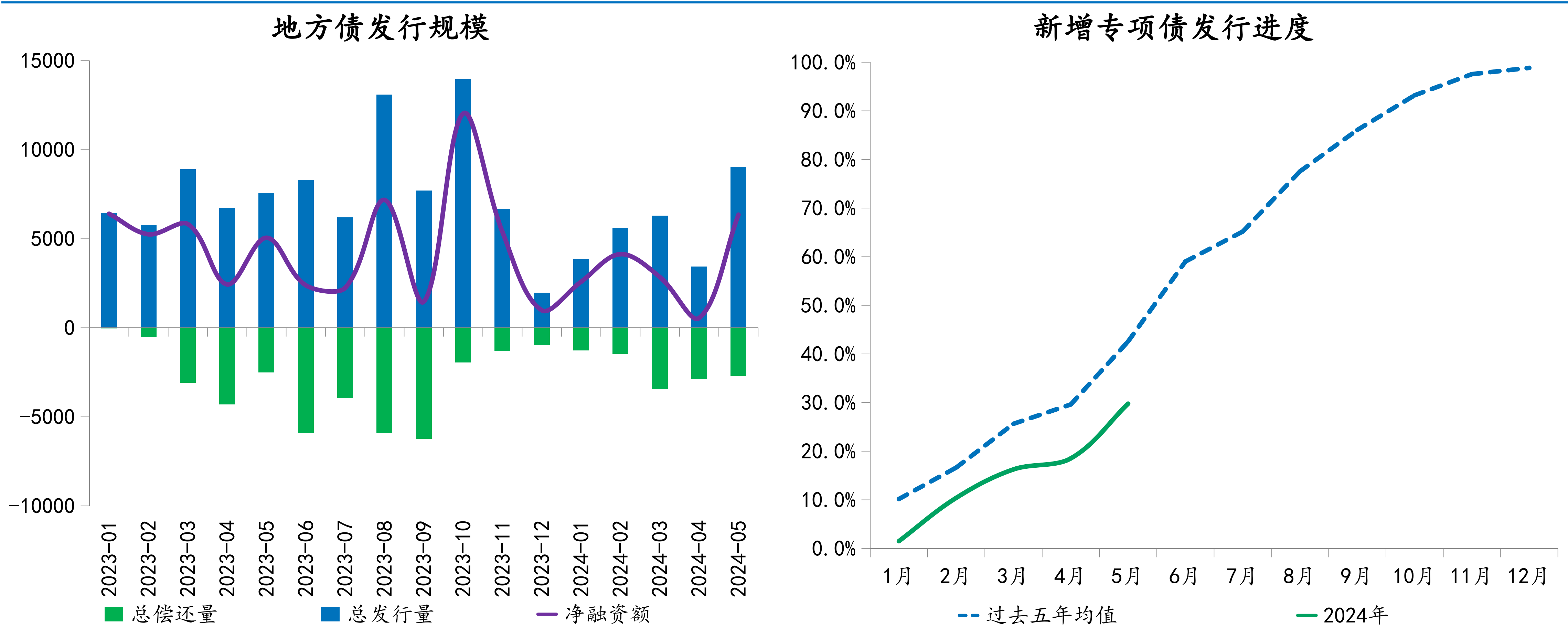
金融市场·热点图解

- 一季度商业银行净息差降至1.54%
- 央行持续发声提示长期利率风险
- 央行为何要买卖国债
- 全球央行购金规模有下降趋势
- 一周金融市场盘点（2024.6.3-6.9）

行业动态·图说趋势

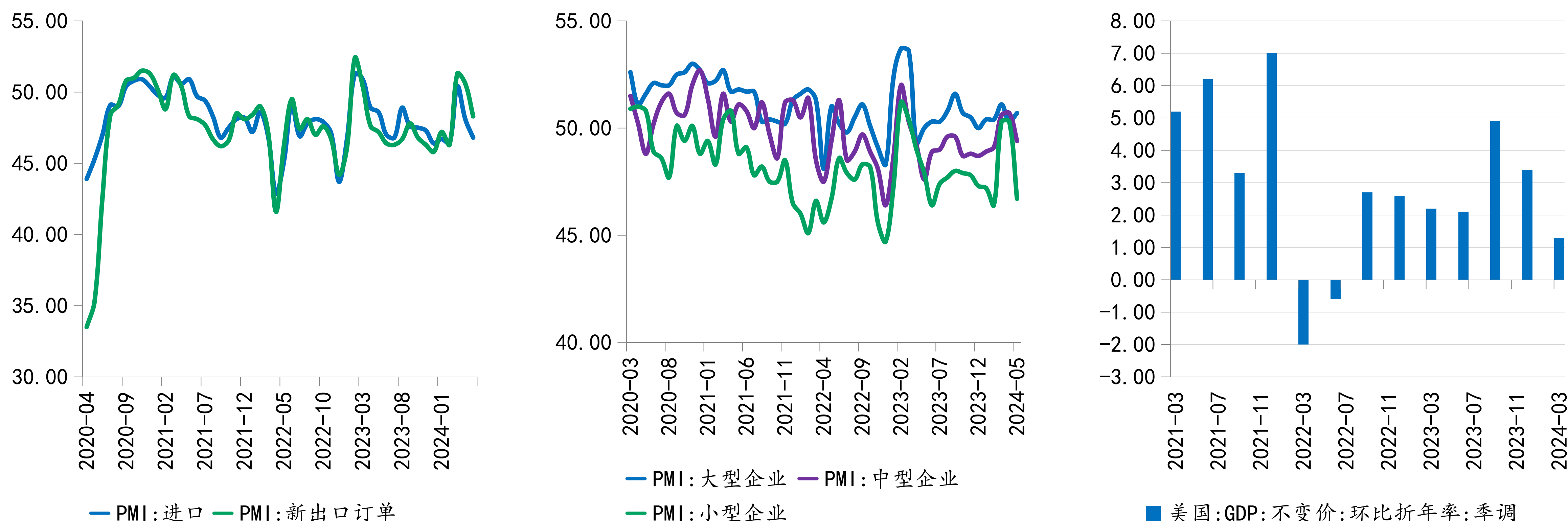
- ASCO年会国产创新药全球竞争力显现
- 6月峰谷价差呈现下降趋势
- 百城二套房贷利率进入“3”字头
- 射频前端芯片市场发展空间广阔

5月地方债加快发行赶进度



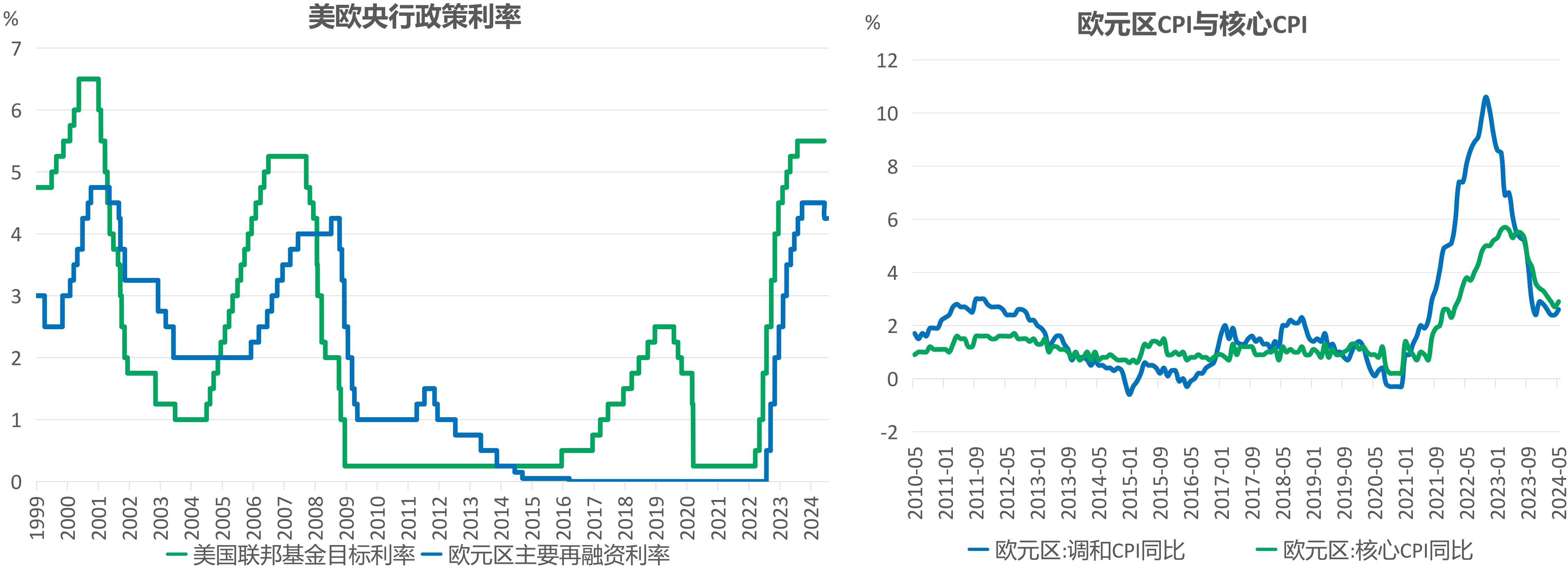
- 随着专项债项目筛选工作完成，以及今年超长期特别国债发行节奏平稳，对流动性的短期冲击较小，5月新增专项债加快发行赶进度，带动地方债发行量骤升。
- 从发行规模看，发行量、净融资额环比、同比均明显增加。5月全国共发行地方债9036亿元，分别较上月和上年同期增加5597亿元、1482亿元；发行结构以新增专项债为主，占地方债发行总量的48.5%。地方债总偿还量2687亿元，净融资额为6349亿元，分别较上月和上年同期增加5800亿元、1297亿元。
- 从发行节奏看，明显加快。5月份，新增地方债共发行4820亿元。其中新增一般债发行436亿元，发行进度为6.1%，明显高于去年同期的3.7%；新增专项债发行4383亿元，发行进度为11.2%，明显高于去年同期的7.2%。不过，1-5月新增地方债共发行14527亿元，仅完成提前批额度的53.6%，整体依然偏慢。
- 从发行利率看，止跌回升。5月地方债平均发行利率为2.45%，环比上月上升4bp，自去年10月以来首次止跌回升，反映随着超长期特别国债启动发行和地方债供给放量，“资产荒”有所缓解。鉴于央行近期多次表达了不希望中长期利率过低的政策态度，明确指出“中国经济潜在增速仍在5%左右，而目前10年期国债利率只有2.3%左右，若未来通胀接近10年平均2%左右的水平测算，实际利率与潜在增速相比也明显偏低”。如果长期利率继续走弱，央行可能会实质性采取措施拉抬，未来地方债收益率整体可能继续震荡上行。
- 下半年地方债发行节奏或整体平稳。根据各地公布的发行计划，6月地方债发行规模在8300亿元左右，其中新增地方债规模约3800亿元。按此计算，下半年新增地方债发行规模约2.79万亿元，占全年新增限额的60%。考虑到当前国债和地方债发行的拨付项目较为紧张，再加上超长期特别国债匀速发行，未来新增地方债发行节奏或整体平稳，月均发行规模在4600亿元左右。

美国经济降温或影响我国出口



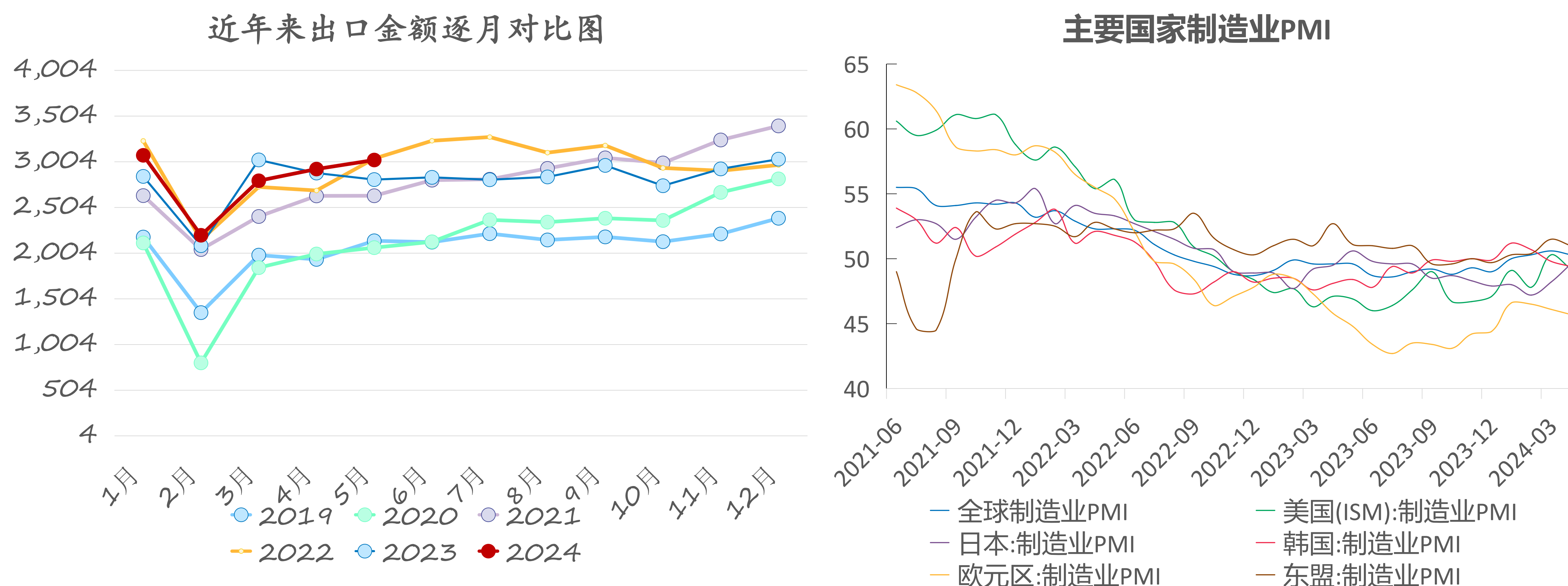
- 5月出口景气度明显下降。官方制造业PMI中的新出口订单指数回落2.3个百分点至48.3%。受此影响，5月中型企业PMI回落1.3个百分点至49.4%，小型企业PMI下降3.6个百分点至46.7%，近3个月来双双首次降至荣枯线以下。
- 出口景气度之所以回落，或源于两个因素：一是美国经济正逐渐降温。美国一季度实际GDP环比折年率从初值1.6%下修至1.3%，较去年四季度的3.4%大幅放缓，主要由于消费支出低于预期。而从4月情况看，美国个人消费指数环比增长0.2%，低于前值0.7%；实际个人消费支出环比下降0.1%，低于前值0.4%，降温明显。
- 由于疫情期间的超额储蓄已经接近耗尽，美国居民消费正在受到高利率的限制，包括信用卡和汽车贷款的不良率都开始上升。受此影响，美国银行业开始收紧信贷标准，这将抑制后续消费，进而导致美国经济降温。美国制造业虽然已经进入主动补库存周期，但回升斜率相对缓和，预计难以对冲经济降温。
- 二是贸易保护主义抬头。5月14日，美国白宫发布声明称，将对包括钢铁和铝材、半导体、电动汽车在内的一系列中国商品加征关税，总价值约180亿美元。5月16日，美国白宫宣布自6月6日之后恢复对柬埔寨、马来西亚、泰国和越南的太阳能产品征收关税，全方位围堵中国光伏产业。
- 与此同时，美国还在动员其他经济体加入对中国出口的围堵。5月23日，美国财政部长耶伦在G7财长和央行行长会议前声称，美国 and 欧洲必须针对中国工业“产能过剩”问题形成明确的统一战线，“以市场为导向的国家”应该对中国主导的产业政策竖起一道“反对之墙”。而欧盟正在考虑是否对中国电动车征税，具体决策可能会在6月9日欧洲议会选举后做出。这些都会对企业出口形成抑制。
- 今年以来，出口回暖是经济超预期表现的关键。但5月出口似乎正在遭遇逆风，可能会对下一阶段经济表现投下阴影。近期国常会通过《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，扩大内需政策也有加码，目的都是抵消外需回落风险。

欧央行降息：原因、影响及展望



- 当地时间6月6日下午，欧央行如期宣布降息25个基点。**将主要再融资利率下调至4.25%，关键存款利率下调至3.75%，边际贷款便利利率下调至4.5%。这是2019年9月以来的首次降息，也使欧央行成为继加拿大后第二个降息的G7成员国央行。欧央行表示，不对任何特定利率路径做预先承诺，下半年平均每月减少紧急资产购买计划（PEPP）投资75亿欧元，2024年底停止再投资。
- 欧央行上调经济增长与通胀预期。****关于经济增长**，欧央行表示服务业正在扩张，制造业显示出低水平稳定的迹象；预计随着工资上涨和贸易条件改善推动实际收入上升，经济将继续复苏，出口强劲也应能在未来几个季度支撑经济增长。预计未来3年GDP增速为0.9%、1.4%、1.6%，分别较上次预测变动0.3、-0.1和0个百分点。**关于通胀**，欧央行表示由于劳动力成本增长放缓、货币紧缩的影响逐渐显现以及能源危机和疫情的影响逐渐减弱，预计今年剩余时间通胀将在当前水平附近波动，然后明年下半年降至2%目标。预计未来3年通胀率为2.5%、2.2%、1.9%，较上次预测变动0.2、0.2和0个百分点。
- 由于经济增长预期和通胀弱于美国，欧央行先于美国降息。与2000年及2007年的降息周期不同，本次欧央行大概率先于美联储降息3-5个月，而前两次则分别落后6个月和13个月。本轮周期美国内需强于欧洲，导致工资和服务业价格粘性更强，美国经济也较欧洲更加强劲，因此降息也晚于欧洲。
- 降息符合预期，全球市场表现平稳。**在欧洲率先降息后，美欧利差或小幅走阔，但国际市场对此已有充分计价，因此欧元汇率并未出现太大异动，仅小幅走强；美元小幅走弱，各国国债市场、欧洲股市、黄金和原油小幅走强。
- 未来主要国家降息步伐或将保持谨慎。**由于地缘政治、气候变化、劳动力市场供给瓶颈、全球产业链重构以及AI带来的算力及电力需求，预计未来全球通胀下行有底，美欧通胀由3%进一步向2%目标前进的阻力将显著高于前期，依旧会呈现一定的通胀粘性特征。在年中部分国家央行降息“靴子落地”后，抗通胀成效会否出现反复仍需要各国政策制定者保持谨慎。

5月出口强韧的几个支撑因素



- 海关总署数据显示，按美元计价，5月份我国出口3023.5亿美元，同比增7.6%，环比增0.2%。出口表现再超预期，单月出口金额创历史新高，出口规模维持高位主要有几大支撑因素：
- 一是全球制造业保持高景气，外需持续向好。**在经历了4月份的短暂回落后，5月全球制造业PMI回升0.6个百分点至50.9%，连续5个月高于荣枯线。主要发达与发展中国家经济景气度同步回暖。美国耐用品补库存仍在继续，5月Markit制造业PMI由50%上升至50.9%；欧盟经济回暖态势初现，欧元区制造业PMI由45.7%上升至47.4%，逆转了年初以来的下降趋势；受全球半导体周期上行拉动，日本、韩国制造业PMI均站上荣枯线，分别录得50.4%、51.6%；越南、印尼、菲律宾等东盟国家制造业PMI继续保持在荣枯线上方。
- 二是价格回升拉动进出口名义增速。**运价方面，5月波罗的海干散货指数（BDI）同环比分别上涨33.8%、9.4%，我国出口集装箱运价指数同环比分别上涨42.7%、14.3%，红海危机引发的商船改道在全球范围引发“蝴蝶效应”，亚洲主要港口出现拥堵，5月航运价格迎来新一轮上涨。商品价格方面，5月CRB综合现货指数同比上升0.3%，结束了连续19个月的负增长。全球经济回暖带动商品需求增长，刺激了价格回升。
- 三是低基数支撑同比读数。**2023年5月，出口步入负增长区间，同比增速由4月增长7.1%逆转为下滑7.6%，既受2022年5月高基数影响，亦有外需回落因素扰动；进口同样受到基数影响，去年5月进口同比下降5.3%。低基数对今年同期增速形成有力支撑。
- 往后看，出口或将受到诸多不利因素扰动。一方面，美国经济已出现降温迹象，对全球贸易的拉动或将减弱，另一方面，欧美对中国的贸易制裁进一步升级，拜登政府宣布对总价值约180亿美元的中国商品加征关税，欧盟称7月或将对我国新能源汽车加征临时关税。外贸形势仍面临较大不确定性，应对其保持谨慎乐观。

国内经济高频观察（2024. 6. 1-6. 7）

名称		周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
工业生产	高炉开工率	-0.8	5.5	- 工业生产表现一般。本周高炉、螺纹钢、炼油厂、纯碱开工率下行，甲醇开工率微升，PTA、PX开工率延续上行。汽车生产方面，半钢胎、全钢胎开工率基本持平上周。整体而言，纺织行业回暖，但钢铁、焦化生产放缓，化工、汽车行业基础有待稳固。 - 建筑施工边际回暖。本周石油沥青装置开工率、水泥发运率与磨机运转率均延续上行，反映随着1万亿元超长期特别国债以及地方专项债加快发行使用，终端施工需求已有所改善。
	炼油厂开工率：山东地炼	-2.2	-10.5	
	螺纹钢开工率	-0.4	-4.3	
	甲醇开工率	0.1	6.2	
	纯碱开工率	-0.5	-8.1	
	PTA开工率	3.3	3.6	
	PX开工率	5.7	0.8	
	汽车轮胎半钢胎开工率	0.0	10.0	
	汽车轮胎全钢胎开工率	0.0	-2.4	
建筑	石油沥青装置开工率	2.9	-9.0	
	水泥发运率	0.1	-6.4	
	磨机运转率	0.3	0.3	
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	13.4	-29.4	商品房、土地成交双双上行。本周30大中城市商品房成交环比延续上行，一、二线城市涨幅较大，政策提振初显成效。百城成交土地面积环比回升，各线城市增幅均达到两位数，土地溢价率亦环比上行。需要注意的是，目前多数城市房地产市场仍处于需求修复期，尚未能形成整体性、趋势性的转折。
	30大中城市商品房成交面积：一线	15.2	-22.6	
	30大中城市商品房成交面积：二线	17.5	-33.0	
	30大中城市商品房成交面积：三线	1.0	-25.3	
	百城成交土地面积	33.2	-8.0	
	百城成交土地面积：一线	19.4	-32.2	
	百城成交土地面积：二线	32.6	-27.3	
	百城成交土地面积：三线	34.3	7.5	
	百城成交土地溢价率	3.0	-2.5	
消费	整车货运流量指数	3.7	2.0	- 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均上行，为各平台年中大促带动线上消费回暖所致。国内、国际、港澳台执行航班量均降，与节前居民出行意愿降低有关。儿童节多部动画电影以及其他题材电影的上映，带动电影票房收入明显上行。汽车销售上行。 - 出口运价走高。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，对出口产生不利影响。
	主要快递企业分拨中心吞吐量指数	2.1	-	
	公共物流园吞吐量指数	2.3	-	
	中国执行航班：国内航班	-2.6	4.0	
	中国执行航班：港澳台航班	-14.1	29.7	
	中国执行航班：国际航班	-3.0	80.3	
	北上广深日均地铁客运量	-3.6	4.3	
	乘用车日均销量	97.6	206.8	
	电影票房收入	5.5	-22.2	
出口	波罗的海干散货指数 (BDI)	3.0	83.2	
	上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	12.6	196.0	
	中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	7.7	60.7	
价格	名称	周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
资源品	南华综合指数	-2.1	21.0	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下行。资源品中，焦煤、铁矿石、铜价格延续下行；铝价由升转跌；原油价格下行，为美国经济数据偏弱、对美国及全球经济担忧所致。工业品中，螺纹钢价格下行；在钢铁生产放缓、建筑施工回暖影响下，水泥价格延续上行。
	布伦特原油：期货结算价（连续）	-2.1	3.8	
	焦煤：期货收盘价（活跃合约）	-2.0	28.9	
	铁矿石：期货收盘价（活跃合约）	-2.9	9.0	
	LME铜：现货结算价	-0.6	18.9	
	LME铝：现货结算价	-3.4	19.3	
工业品	南华工业品指数	-2.3	19.1	
	生产资料价格指数	0.4	4.6	
	螺纹钢：期货收盘价（活跃合约）	-1.4	0.9	
	水泥价格指数	2.4	-6.3	
农产品	农产品批发价格200指数	-0.6	-6.4	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、水果价格回落，蔬菜价格延续下行；不过，猪肉价格受供给收缩影响继续上涨。
	28种重点监测蔬菜平均批发价	-0.9	-10.1	
	7种重点监测水果平均批发价	-1.9	-10.6	
	猪肉平均批发价	6.7	25.8	
	鸡蛋平均批发价	-1.2	-8.3	

一季度商业银行净息差降至1.54%

➤ 5月31日，金融监督管理总局公布2024年一季度银行业主要监管指标数据，商业银行净息差降至1.54%，再创历史新低。商业银行净息差继续承压下行的动因何在，后续如何看？

图1：商业银行整体净息差（%）

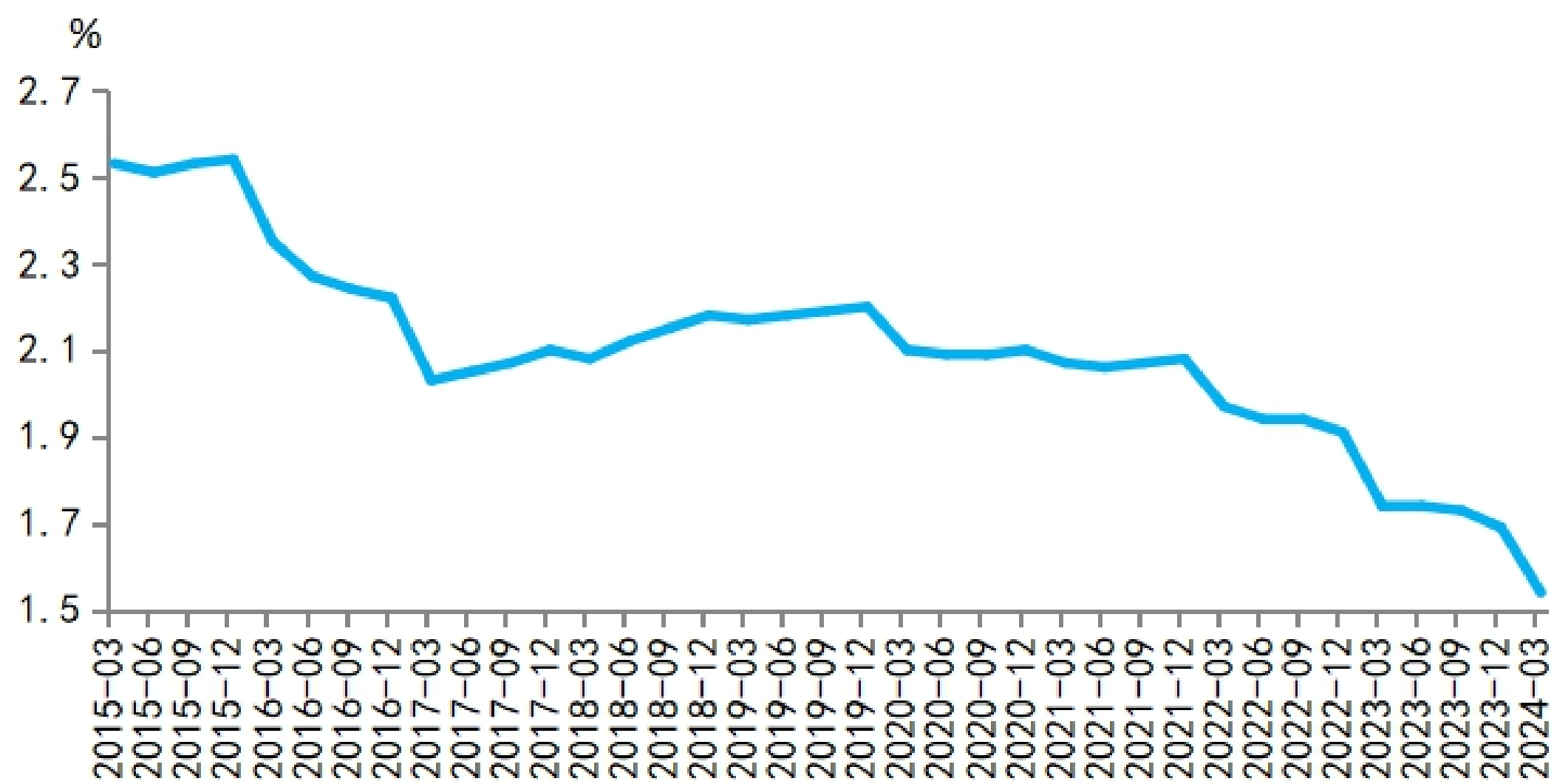


图2：各类型商业银行净息差（%）

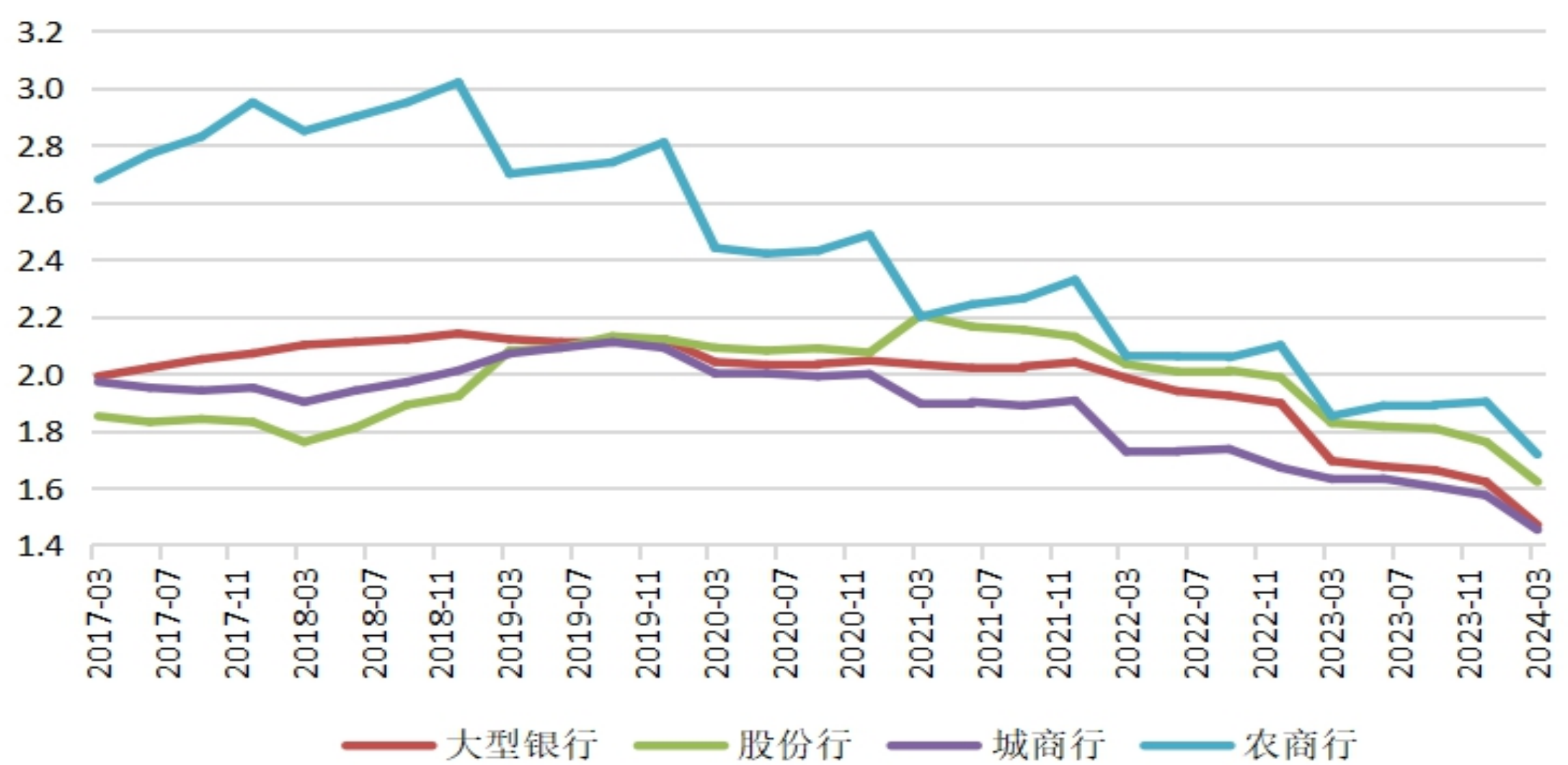


图3：金融机构贷款利率（%）

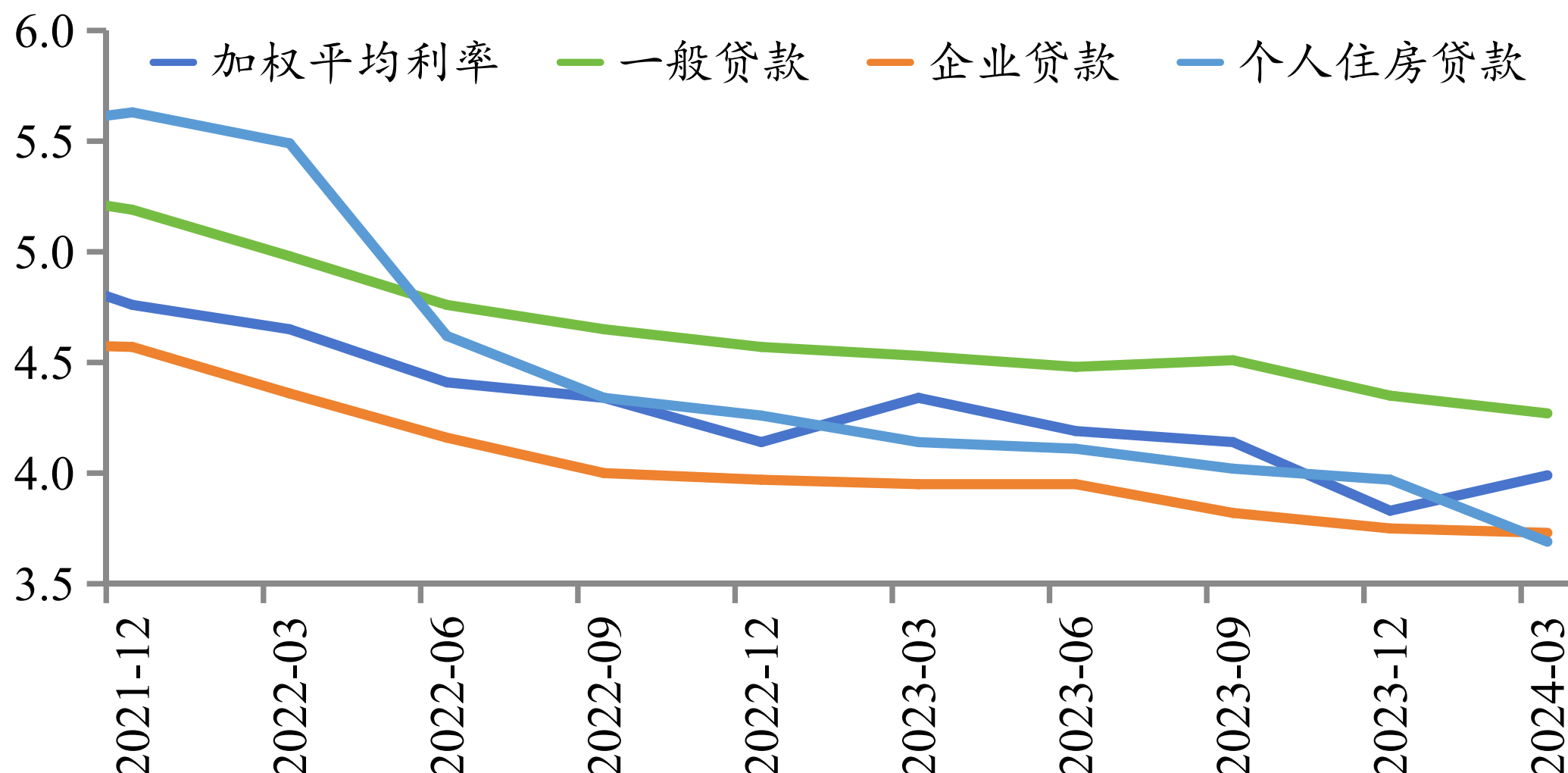
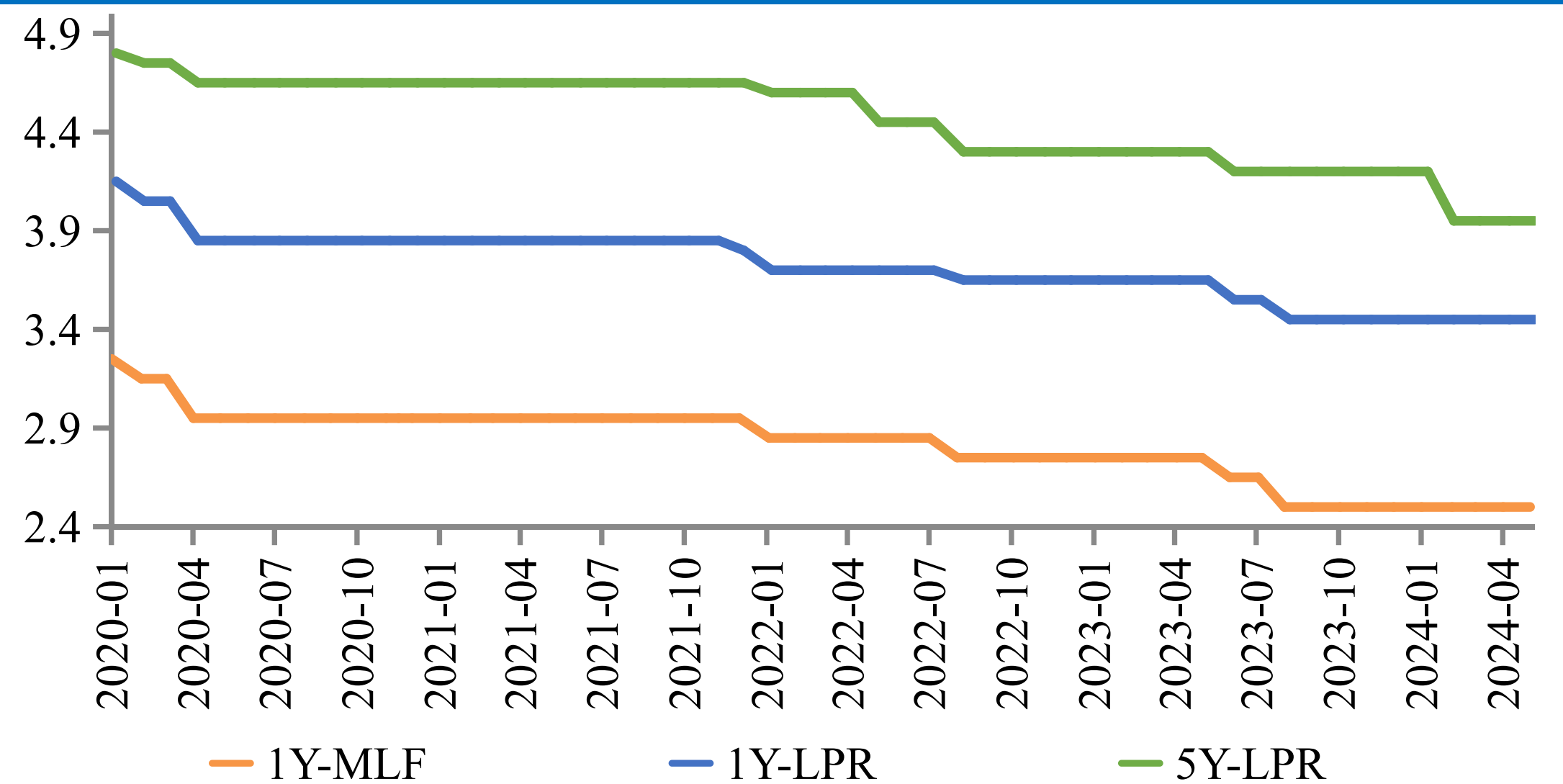


图4：1年期MLF和LPR走势（%）



解读分析

➤ 2024年一季度末，商业银行净息差继续承压下行，但边际降幅略有收窄。

- 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，再创历史新低。其中，大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行的净息差分别为1.47%、1.62%、1.45%、1.72%，分别较上年末下降15bp、14bp、12bp、18bp。不过，从边际变化看，2024年一季度的净息差下行幅度略有收窄。一季度净息差下行，主要源于生息资产收益率走低和存款成本居高不下，后续有望结构性改善。

➤ 资产端角度来看，生息资产收益率整体走低，企业端边际企稳，但零售端下行压力较大。

- 2024年2月，5年期以上LPR单独大幅调降25bp，带动贷款利率进一步下行，叠加年初滚动重定价效应，银行生息资产收益率明显走低。
- 企业贷款定价呈现边际企稳迹象，降幅有所收窄。2024年3月，新发生企业贷款加权平均利率为3.75%，较年初持平，较2月下行1bp，较1月下行2bp。“均衡投放”下企业贷款供需矛盾有一定程度缓释，同时监管强化对“畸低”贷款利率的管理，要求不低于国债利率。但地方政府平台债务置换、低息的基建类贷款和普惠小微贷款占比提升等，也会对息差继续形成压力。
- 零售领域供需矛盾加剧，非房消费类信贷定价下行压力更大。2024年3月，新发生个人住房贷款利率为3.71%，较年初下行26bp，较2月下行15bp。个人住房贷款利率下行更多受到LPR报价下调影响，而非房零售贷款定价面临银行自身投放意愿强、居民加杠杆意愿不足的矛盾，整体定价水平明显走低。随着5月17日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，各地相应跟进，将使得新发生按揭贷款利率降幅继续加大，商业银行零售端价格会进一步承压。

➤ 负债端角度来看，成本呈现一定刚性特征，但高息揽储和存款超自律行为受到监管约束，有助于存款成本控制和息差边际改善。

- 多轮存款挂牌利率下调有助于节约零售存款成本，但2024年开年以来存款“脱媒”与核心负债分布不均衡交织，客观上不利于银行体系控制核心负债成本。4月市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》叫停“手工补息”，由于超自律的存款规模较大，随着严监管环境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。
- 后续来看，进入二季度，商业银行净息差还将承压，但伴随着年初重定价、存量按揭利率下调等因素得以消化，存款“降息”红利进一步释放，净息差收窄压力有望边际缓解。

央行持续发声提示长期利率风险

表：4月以来监管多次提示利率风险与债市反应

时间	事件	重要表述	当日/次日长端主要现券收益率变动情况
4/3	央行在2024年一季度货币政策例会上首提“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。	在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。	窄幅波动
4/9	财联社报道央行与三家政策性银行讨论了长期限利率债市场形势。	当前经济正在稳步恢复，长久期资产的利率风险值得关注。	长端现券上行1.5BP左右
4/15	央行主管的《金融时报》刊文提示投资长久期资产可能存在的利率风险。	今年我国GDP增速目标为5%左右，物价也呈现温和回升迹象，有利于支撑长期债券利率回归合理区间运行。未来，人民银行可能将买卖国债纳入政策工具储备。	窄幅波动
4/18	货政司司长邹澜在2024年一季度金融运行和外汇收支情况发布会上提及“防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转”。	邹澜：避免削减结构调整动力，防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转。	长端仅1BP左右上下幅度
4/23	央行有关负责人在接受《金融时报》采访时称“长期国债收益率将运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”。	随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升。	现券下行趋势迎来拐点，次日长端现券集体上行6BP左右。
4/26	中国人民银行党委理论学习中心组在《人民日报》发文	金融行业要树立正确的经营观、业绩观和风险观，既看当下，又看长远，不贪图短利，不急躁冒进，不超越承受能力而过度冒险，坚持稳健审慎经营。	10Y国债004上行近6BP至2.31%；30Y国债023上行5BP至2.52%
5/10	央行发布一季度货币政策执行报告，开辟专栏，阐述“如何看待当前长期国债收益率”。	4月末，30年期国债到期收益率已回升至2.5%以上，债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。	10Y国债004最高报在2.34%；30Y国债023最高报在2.6075%
5/17	《金融时报》发布“长期国债收益率反映经济增长预期 债券市场供求有望回归均衡”报道。	从近年市场正常运行情况看，2.5%至3%可能是长期国债收益率的合理区间。	10Y国债004最高报在2.34%；30Y国债023最高报在2.5925%
5/30	《金融时报》再次刊文称“如若银行存款大量分流债市，无风险资产需求进一步增大，人民银行应该会在必要时卖出国债”。	从疫情平稳转段后的市场运行实践看，2.5%-3%是10年期国债收益率的合理区间。	长端现券上行4BP左右，30Y国债230023最高上限至2.5850%；短端下行

解读分析

- 央行对长期利率的持续关注，成为4月以来的债市热点，应出于以下多重考量：
- 促使利率与经济回升相匹配：央行在经济回升过程中，需要关注长期收益率的变化，以确保长期国债收益率与长期经济增长预期相匹配。
 - 前瞻预警和防范各类风险：长期利率的过快下行可能会积累久期风险，对金融市场的稳定构成威胁。对于交易型投资者，通过加大杠杆、拉长久期，容易加剧市场波动；对于银行、保险等配置型投资者，如果将大量资金锁定在收益率过低的长久期债券资产上，若遇到负债端成本显著上升，会面临收不抵支的被动局面，可能会导致出现类似硅谷银行的流动性危机。
 - 引导资金流向实体，提升资源配置效率：过低的长期利率可能导致资金过度流入债市，从而加剧“资产荒”，影响资金流向实体经济。通过关注长期利率，央行希望引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度，避免资金空转和内卷式竞争，提高金融资源的使用效率。
 - 加强预期管理，维护政策有效性：央行通过公开发声关注长期利率风险，可以管理市场预期，确保市场参与者对央行货币政策的正确理解，维护央行政策的信誉和有效性。
 - 稳定汇率市场，强化内外均衡：在全球化的经济体系中，利率与汇率相互影响，央行需要关注长期利率，以应对外部经济环境变化，如美联储的货币政策调整等，保持本币汇率的基本稳定。
- 展望后市：债券市场在央行的政策指引下可能会有一定的波动，如果仍有较大的利率风险，央行可能会通过公开市场操作、调整政策利率、对金融机构进行窗口指导、加强监管措施与逆周期的宏观审慎管理、适时的流动性管理，以及通过财政与货币政策的协调等操作，确保长期利率保持在与经济基本面相匹配的水平，同时防范系统性金融风险，促进经济的平稳健康发展。

央行为何要买卖国债

从《习近平关于金融工作论述摘编》一书中提到“在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”，到4月23日财政部发文支持央行增加国债买卖，再到5月31日《金融时报》的文章提出央行卖出国债的可能性，央行买卖国债一直受到市场广泛关注。央行为何要买卖国债，会优先卖出吗？

图1：DR007和7天逆回购利率（%）

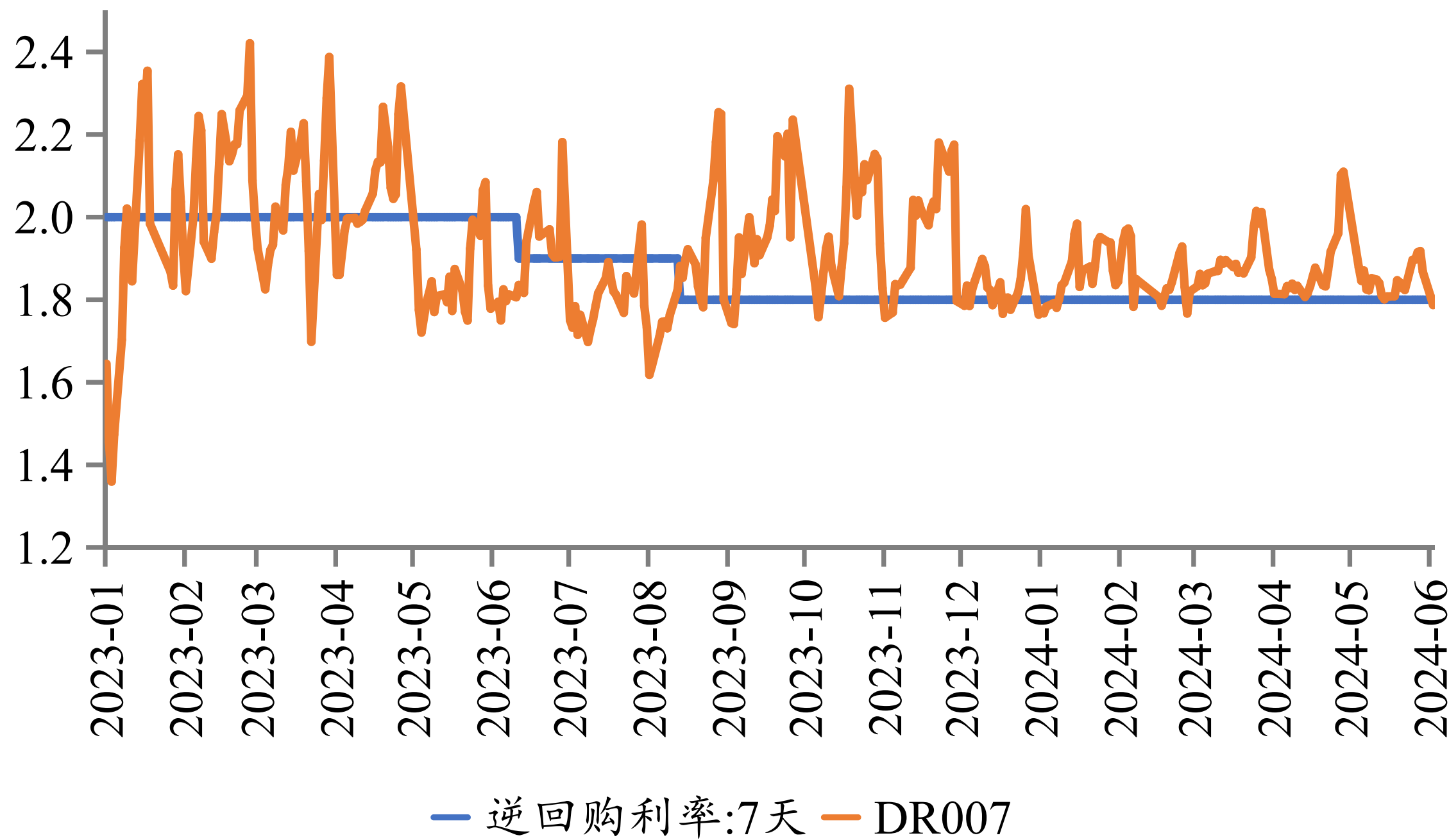


图2：MLF和PSL合计期末余额（亿元）

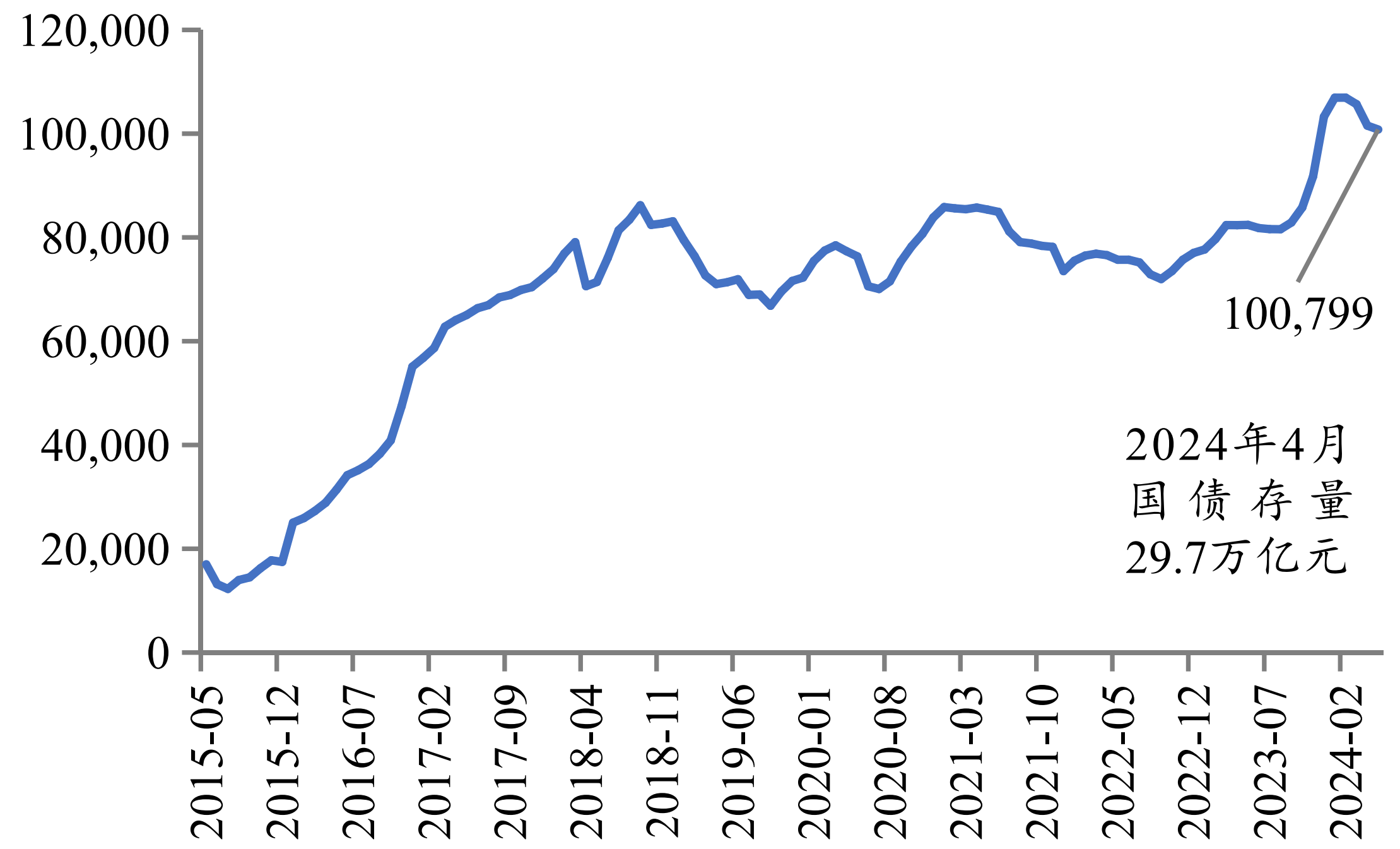


图3：中美国债期限分布对比

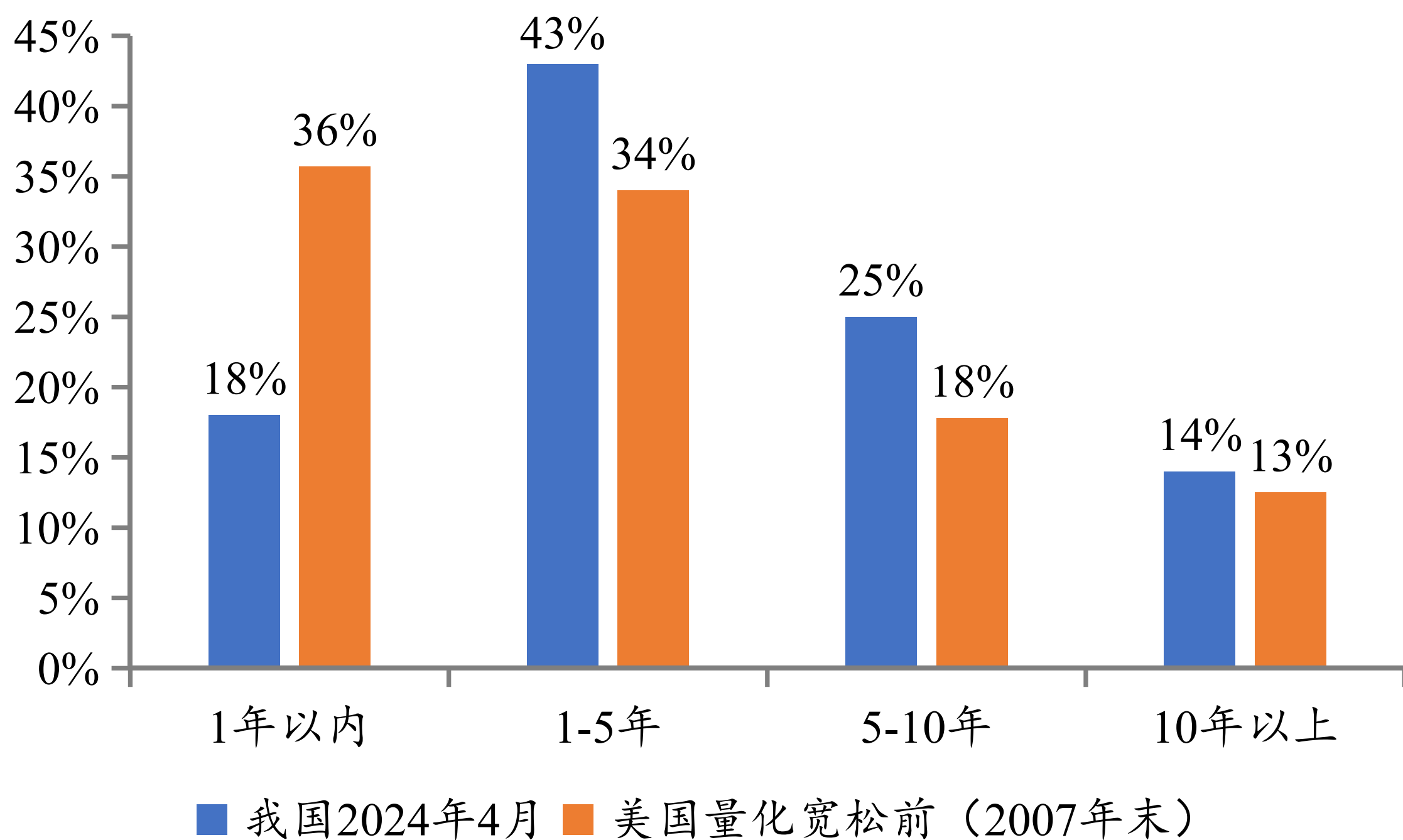
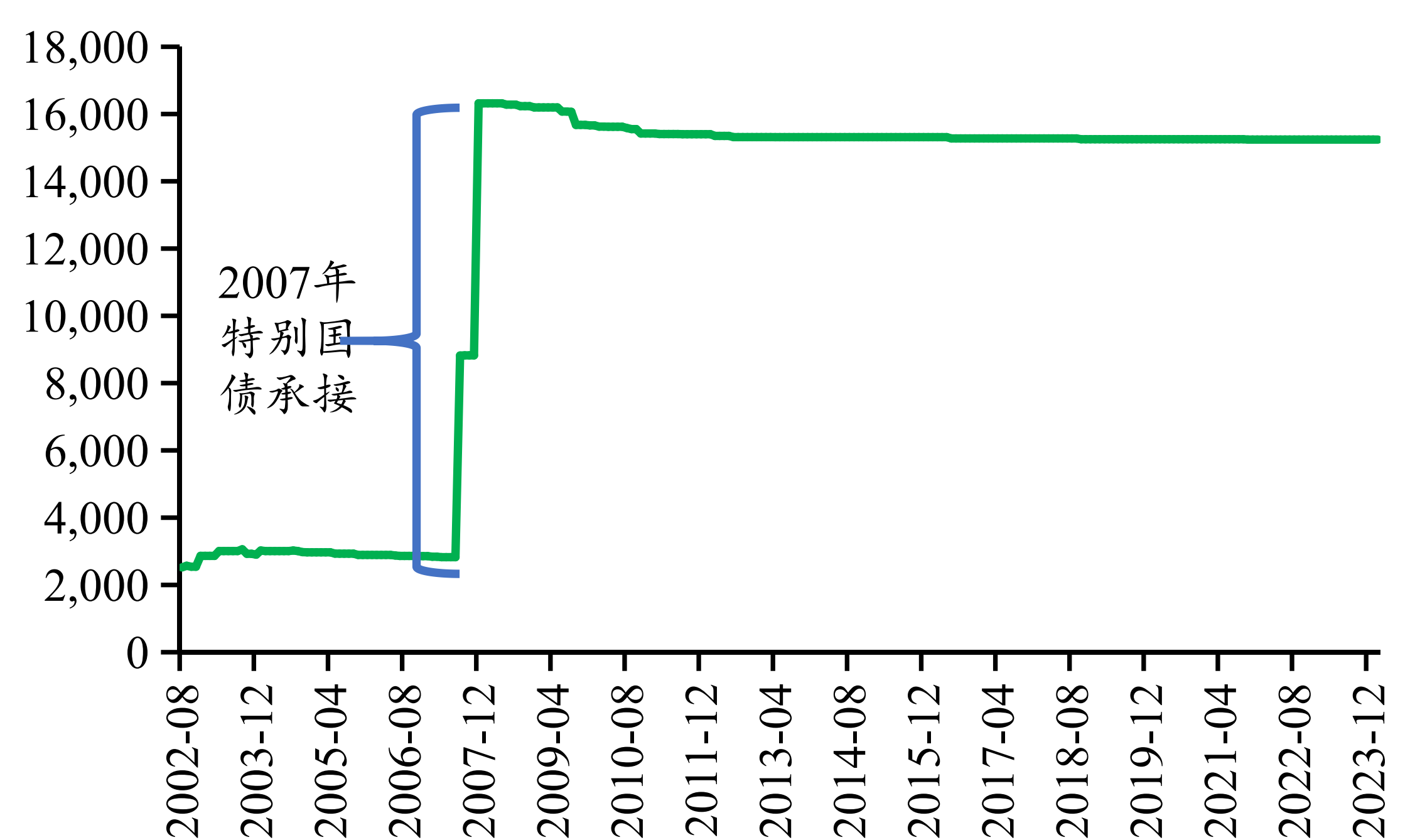


图4：央行对中央政府债权，以特别国债为主（亿元）



解读分析

我国央行增加国债买卖具有增强短端利率调控、增加货币政策灵活性、投放长期稳定资金等积极作用。首先，目前我国央行主要使用逆回购+MLF投放的方式调控政策利率，虽然具有一定指导意义，但由于操作仅是一次性资金借出，对短端利率的控制力不强，DR007常在政策利率上下大幅波动。而如果央行可以在公开市场买卖国债，就为调控短期利率提供了便利，有利于提高短端利率的稳定性，增强短端利率的传导和基准定价功能。其次，2014年以后我国难以继续通过外汇占款投放基础货币，转而主要依靠逆回购、MLF和PSL等工具，但这些工具均需以国债等优质资产作为抵押物，央行无法对被抵押的国债进行灵活操作。而如果央行以买入国债的方式投放基础货币，则这部分国债可以用于公开市场操作，增加货币政策的灵活性，同时也增加了国债自身的流动性（目前近1/3存量被抵押）。再次，逆回购和MLF具有较强的流动性管理属性，目前长期稳定资金的投放主要依靠降准，随着降准空间越来越小，需要以新的方式投放长期稳定的资金，央行购买国债是较好的选择。

将买卖国债作为常规货币政策工具，需做好国债市场建设和货币政策框架搭建。国债市场方面，一是加大国债发行量（我国债券市场中国债规模占比19%，美国超40%），以强化国债的基准功能，更好传导货币政策意图；二是增加短期国债发行比例，以支持央行通过买卖流动性较好的国债调控短端利率；三是增强国债发行的规律性，以稳定央行增加国债买卖后的市场预期。货币政策框架方面，一是央行需持有多期限的国债组合，以匹配国债的供给节奏，避免持有单个券种过多，对市场定价产生过度影响；二是央行需以持有流动性较好的国债为主，方便灵活开展操作；三是建立央行持有国债到期的转接机制，以免为稳定持有量频繁购买，造成价格波动或预期混乱，美联储以非竞争性参与者参与国债招标的模式或可借鉴。

从我国央行增加国债买卖的意义和当前经济形势来看，央行买入国债的需求更大。一是央行买卖国债要成为投放基础货币和调控短期利率的工具，以买入国债替代部分MLF或PSL投放或是第一步；二是我国央行持有国债的总量和结构需通过买入国债优化；三是我国当前经济复苏需要适当宽松的流动性。但央行持有国债的结构调整也需卖出操作，不排除在考虑长端利率过低、安全资产匮乏或人民币贬值压力下提前进行卖出。

图1：全球央行历月净购金规模（吨）



图2：我国央行历月净购金规模（万盎司）

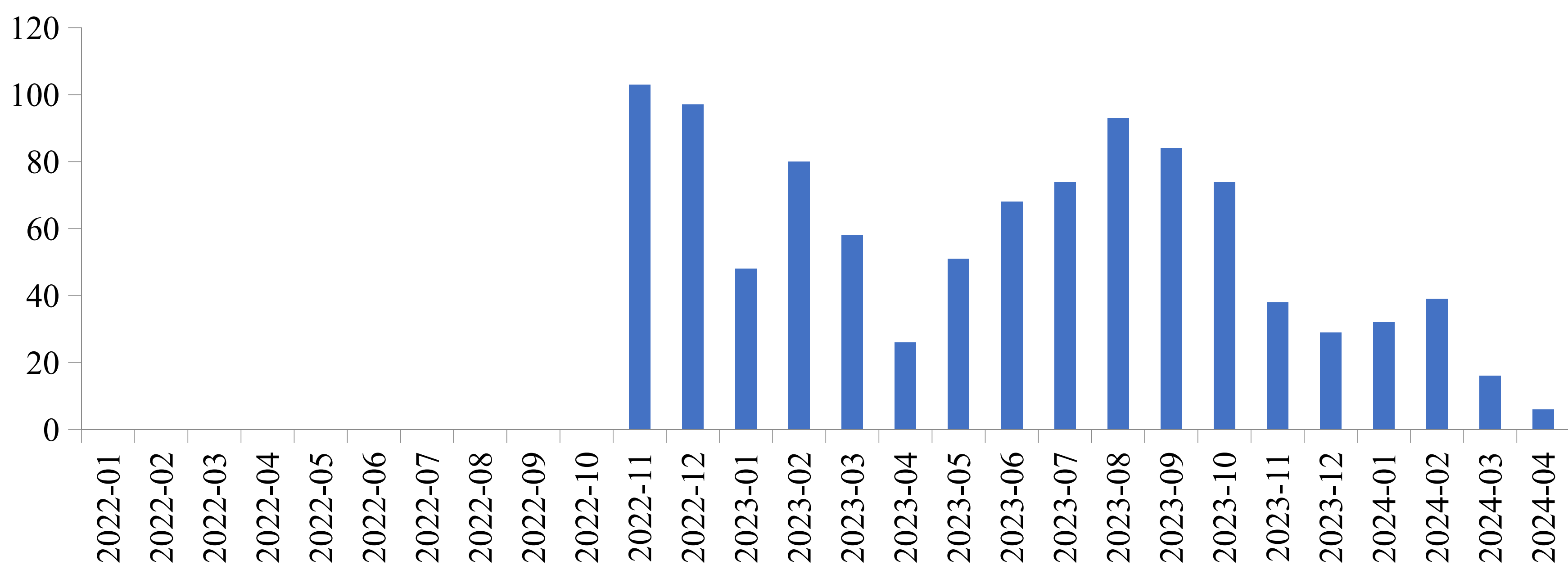


图3：全球央行年度购金量与金价涨幅关系

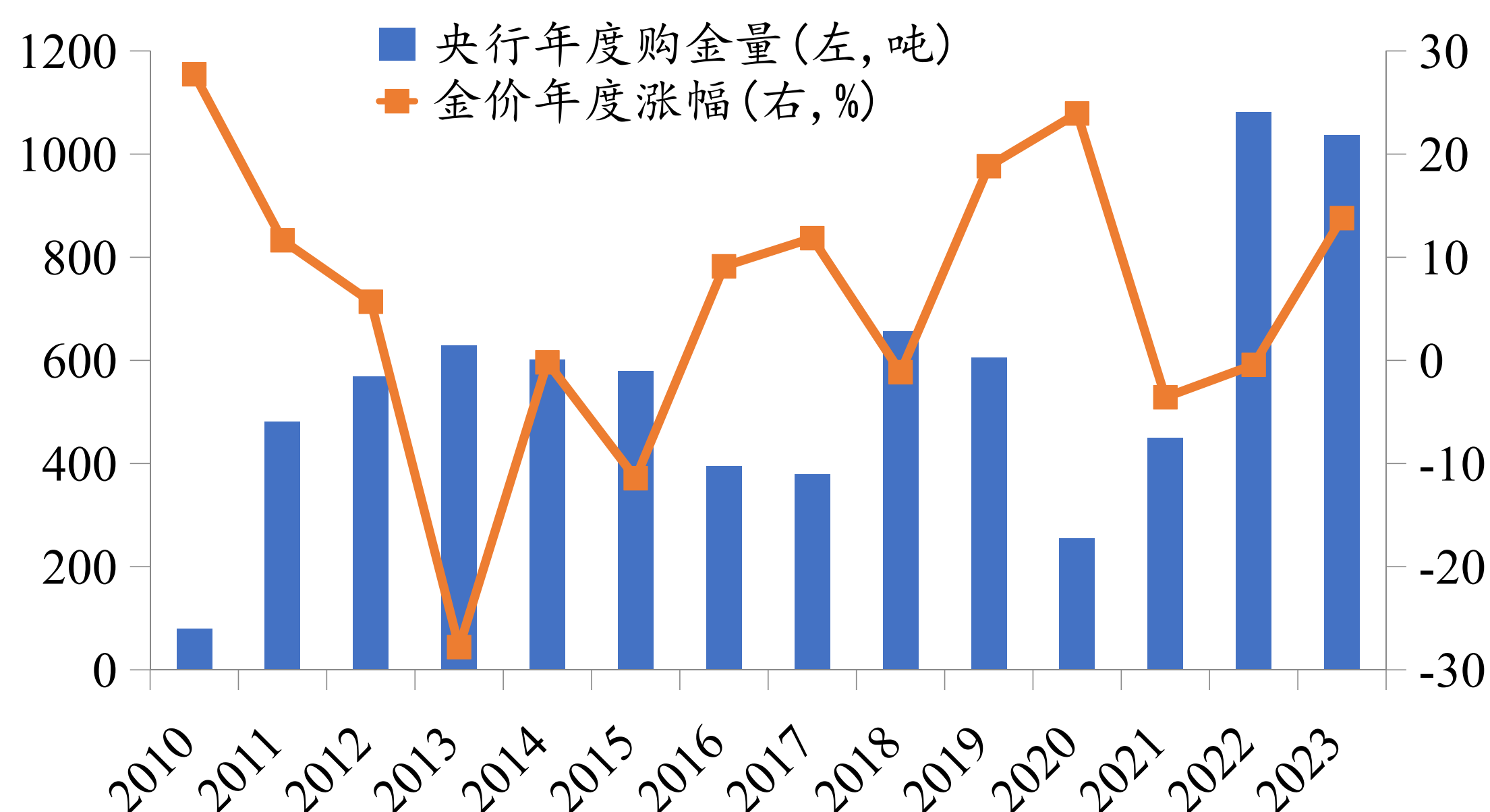
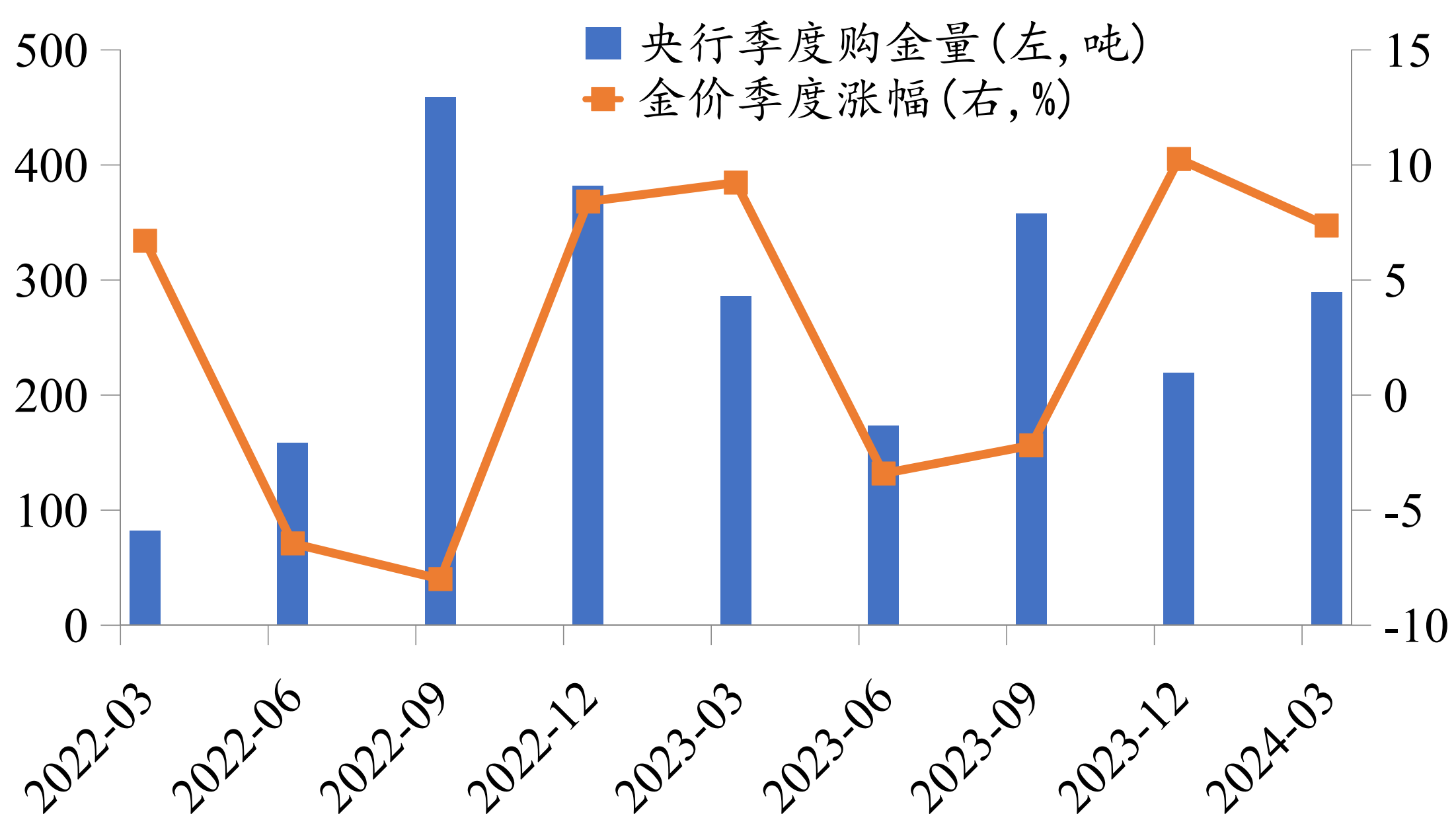
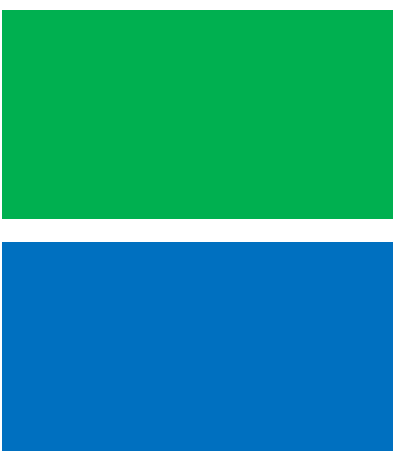


图4：2022年来全球央行季度购金与金价涨幅



解读分析

- 近日，世界黄金协会发布最新报告指出，4月各国央行的黄金总购买量为36吨，较3月份的39吨环比下降3吨。但是，相比一季度全球央行购买290吨黄金（月均96.7吨），4月全球央行黄金购买量仍有明显下滑。从我国央行来看，购金力度同样也在减小。业内人士认为，这或与黄金价格迭创新高从而导致黄金采购成本增加有关。
- 历史上看，从1966年起，黄金在各国储备中的规模持续下降，直到2008年国际金融危机后，伴随着发达国家普遍采取极宽松的货币政策，全球黄金储备规模开始明显回升，目前已基本升回到20世纪80年代的水平。尽管如此，在此前的十多年间，与投资需求相比，央行每年对黄金的需求仍相对较小。
- 2022年以来，受全球通胀、地缘冲突、美债危机等因素影响，全球央行购金力度明显加大，2023年央行购金量已超过投资需求量。受其影响，国际金价也大幅攀升，并且与传统上一些指标（如美债实际收益率、黄金ETF持仓量等）之间的关联性也逐渐淡化。
- 不过观察年度和季度的央行购金量与金价涨幅，可以发现二者之间其实也没有直接的相关性，但不论年度数据还是季度数据，金价涨幅却与滞后一期的央行购金量存在相关性。这意味着央行在市场中实际购金并未对金价产生多大影响，但市场知道央行在购买黄金便会对金价产生影响。由此可见，市场热议的央行购金或许更多的作为金融投机炒作的噱头。



一周金融市场盘点（2024.6.3-6.9）

热点
图解

大类资产	名称	2024.6.7 (%)	一周变动 (BP)	较4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	1.28	-27	-5
	国股转贴现票据利率3M	1.24	-14	-12
	国股转贴现票据利率6M	1.37	-3	2
大类资产	名称	2024.6.7 (%)	一周变动 (BP)	较4月末变动 (BP)
固收	DR001	1.73	-9	-21
	DR007	1.77	-10	-34
	NCD到期收益率（AAA）1Y	2.04	-3	-6
	NCD发行利率（股份行）1Y	2.05	-3	-11
	国债2Y	1.76	-4	-14
	国债10Y	2.28	-1	-2
	企业债（AAA）3Y	2.18	-6	-21
	企业债（AA+）3Y	2.28	-6	-24
	企业债（AA）3Y	2.34	-6	-26
	美国国债2Y	4.87	-2	-17
	美国国债10Y	4.43	-8	-26
	日本国债2Y	0.34	-6	6
	日本国债10Y	0.97	-11	9
	英国国债2Y	4.38	-4	-18
	英国国债10Y	4.20	-12	-17
	法国国债2Y	3.19	0	6
	法国国债10Y	3.11	-3	4
	德国国债2Y	3.04	-8	6
	德国国债10Y	2.57	-13	2
大类资产	名称	2024.6.7 (%)	一周变动 (%)	较4月末变动 (%)
外汇	美元指数	104.94	0.3	-1.3
	欧元兑美元	1.08	-0.4	1.3
	美元兑日元	156.75	-0.4	-0.7
	英镑兑美元	1.27	-0.2	1.8
	美元兑人民币：即期汇率	7.24	0.0	0.0
	美元兑人民币：中间价	7.11	0.0	0.1
	离岸人民币：即期汇率	7.26	0.0	0.1
大类资产	名称	2024.6.7 (%)	一周变动 (%)	较4月末变动 (%)
大宗商品	CRB指数	547.31	0.2	0.2
	BDI指数	1,881.00	3.6	11.6
	NYMEX轻质原油	75.53	-1.9	-7.8
	IPE布油	79.62	-1.8	-7.8
	COMEX黄金	2,325.00	-0.9	1.0
	LME铜：3个月	9,950.00	-1.6	-1.2
	CBOT玉米	448.75	0.6	0.4
大类资产	名称	2024.6.7 (%)	一周变动 (%)	较4月末变动 (%)
权益	MSCI全球	962.73	1.1	4.6
	上证综合指数	3,051.28	-1.2	-1.7
	沪深300指数	3,574.11	-0.2	-0.8
	中证500	5,208.98	-1.9	-4.3
	中证1000	5,153.59	-3.8	-6.3
	深证成份指数	9,255.68	-1.2	-3.5
	创业板指数	1,781.07	-1.3	-4.2
	恒生指数	18,366.95	1.6	3.4
	标普500指数	5,346.99	1.3	6.2
	道琼斯工业平均指数	38,798.99	0.3	2.6
	纳斯达克综合指数	17,133.13	2.4	9.4
	德国DAX全收益指数	18,557.27	0.3	3.5
	英国富时100指数	8,245.37	-0.4	1.2
	法国CAC40指数	8,001.80	0.1	0.2
	东京日经225指数	38,683.93	0.5	0.7
	韩国综合指数	2,722.67	3.3	1.1
	澳洲标普200指数	7,860.00	2.1	2.6

重要政策数据

- 国常会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。
- 监管总局和住房城乡建设部联合印发通知，明确完善城市协调机制，实施“白名单”项目推送反馈管理，积极满足“白名单”项目合理融资需求。
- 广东、广西等地多家中小银行补降存款挂牌利率，降幅在5bp-40bp区间。
- 沪深北三大证券交易所发布《程序化交易管理实施细则（征求意见稿）》。
- 5月，中国进出口总值5220.8亿美元，其中，出口3023.5亿美元，同比增7.6%；进口2201亿美元，同比增1.8%。
- 5月，美国ISM制造业PMI降至48.7%，ISM非制造业PMI升至53.8%；失业率升至4%，新增非农就业人数升至27.2万人。
- 加拿大央行、欧央行宣布降息25bp。

市场走势分析

- 流动性：月初资金面转松，央行每日逆回购投放重回“地量”操作，资金利率整体走低，DR007降至政策利率1.8%之下。考虑到6月政府债净发行规模环比可能略有减少，季末也有财政支出助力，跨季流动性预计延续稳中偏松格局。
- NCD：资金面转松提振下，存单利率延续下行，叠加近期多家中小银行补降存款利率，点燃市场对于新一轮存款降息的预期，1年期AAA同业存单收益率降至2.04%。鉴于打击手工补息的影响未尽，当前存单收益率与MLF利率仍形成明显倒挂，下行空间或有限。
- 债市：国内债市利率在资金面宽松和A股偏弱下小幅下行，政策预期、基本面和央行态度等因素多空交织，暂无明确方向。美债利率先在5月制造业PMI继续放缓和ADP就业数据低于预期下大幅下行，后因非农数据超预期有所回升。
- 汇市：美国5月制造业PMI连续第二个月放缓，失业率升至4%，但非农就业数据超预期，美元指数先降后升。人民币中间价维持稳定略有调贬，在岸汇率双向波动，随着美债收益率下行，人民币贬值压力有所缓解。
- 商品：OPEC+会议符合预期，但市场一度对2024年四季度供应收缩幅度略低给予负面解读，叠加美国制造业PMI走弱，周初油价大跌，随后有所回升。美国经济数据喜忧参半，欧央行、加拿大央行、荷兰央行降息，黄金先涨后降。
- 股市：A股整体走跌，一方面交易所批量发问询函，几十家公司被ST，微盘和中小盘股暴跌；另一方面大小盘股分化较大，避险情绪严重。美股在科技巨头集体上涨支撑下走强，周五超预期的非农数据因反映经济良好信号影响有限。

- 2024 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会摘要于美国时间 5 月 23 日公布。来自国内约 185 家药企的约290款创新药产品入选展示，并有超过50项成果入选口头报告。包括康方生物的AK112、科伦博泰的SKB264、迈威生物的9MW2821、乐普生物的MRG003和MRG004A 等国产创新药均将在今年的 ASCO 年会上披露临床数据。
- 一年一度的ASCO年会是世界上规模最大、学术水平最高、最具权威的临床肿瘤学会议。在 ASCO 年会上发布重要的临床结果对于创新药公司是重要的催化剂和里程碑事件。

2024年ASCO摘要主要国内药企核心数据梳理

公司	药物	靶点及药物技术	适应症	分期	入选形式	公司	药物	靶点及药物技术	适应症	分期	入选形式	公司	药物	靶点及药物技术	适应症	分期	入选形式		
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	PD-1单抗+多靶TKI	2L肾上腺皮质癌	II期	Rapid Oral Abstract Session	中国生物制药	安罗替尼+PD-L1抑制剂	PD-L1单抗+多靶TKI	腺泡状软组织肉瘤	II期	Rapid Oral Abstract Session	百奥泰	BAT8006	FRa ADC	实体瘤	I 期	Poster Session		
	卡瑞利珠单抗	PD-1单抗	NK/T细胞淋巴瘤	II期	Rapid Oral Abstract Session		FS222	PD-L1/CD137双抗	实体瘤	I期	Oral Abstract Session	复宏汉霖	斯鲁利单抗+化疗	PD-1+化疗	1L拓展期SCLC	III期	Poster Session		
	阿得贝利单抗	PD-L1单抗	1L ES-SCLC	II期	Rapid Oral Abstract Session	SKB264	TROP2 ADC	TNBC	III期	Clinical Science Symposium	斯鲁利单抗+HLX04+ XELOX		PD-1+VEGF+化疗	1L转移性结直肠癌	II/III期	Poster Session			
	SHR-A1811	HER2 ADC	HER+BC伴脑转移	II期	Publication Only	SKB264+KL-A167	TROP2 ADC+PD-1单抗	NSCLC	II期	Oral Abstract Session			西达本胺+R-CHOP	HDAC抑制剂+化疗	弥漫大B细胞淋巴瘤	III 期	Oral Abstract Session		
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β双抗	NSCLC新辅助治疗	II期	Poster Session	康方生物	依沃西	PD-1/VEGF双抗	TKI经治EGFRm NSCLC	III期	Oral Abstract Session	微芯生物	西达本胺+ Serplulimab	HDAC抑制剂+PD-1	≥3L 结直肠癌	II 期	Poster Session		
	SHR-2554	EHZ2抑制剂	上皮样肉瘤	II期	Poster Session		卡度尼利+普络西单抗	PD-1/CTLA-4双抗+VEGFR2单抗	PD-1 经治G/GEJ腺癌	I/II期	Rapid Oral Abstract Session		西达本胺+ MGR004A	TF ADC	实体瘤 PC TNBC 宫颈癌	I/II期	Oral Abstract Session		
	SHR-A1912	CD79b ADC	B-NHL	I期	Poster Session	君实生物	Tifcenalimab+特瑞普利单抗	BTLA-单抗+PD-1单抗	一线ES-SCLC	Ib/II期	Poster Session	MRG003+普特利单抗	EGFR ADC+PD-L1	EGFR阳性实体瘤 1L PD-1联合铂类化疗治疗后进展EGFR阳性鼻咽癌 初治头颈部鳞状细胞癌	I/II期			Oral Abstract Session	
百济神州	泽布替尼+利妥昔	BTk抑制剂+CD20单抗	1L MCL	II期	Poster Session	和黄医药	呋喹替尼+信迪利单抗	VEGFR抑制剂+PD-1	子宫内肌瘤	II期	Poster Session	乐普生物	MGR004A	TF ADC	实体瘤 PC TNBC 宫颈癌	I/II期	Oral Abstract Session		
	替雷利珠单抗+CD47单抗	PD-1单抗	PD-1治疗失败cHL	II期	Rapid Oral Abstract Session		呋喹替尼+化疗	VEGFR抑制剂+化疗	2L转移性结直肠癌	II期	Poster Session		SY-5007	RET抑制剂	RETm NSCLC			II期	Poster Session
	替雷利珠单抗	PD-1单抗	鼻咽癌	III期	Oral Abstract Session		呋喹替尼+mFOLF0X6/FOLFIRI一线治疗 随后 呋喹替尼+	VEGFR抑制剂	1L转移性结直肠癌+维持治疗	II期	Poster Session		IMM0306	CD47单抗	非霍奇金淋巴瘤			I 期	Poster Session
	替雷利珠单抗+sitravatinib	PD-1单抗+多靶TKI	2L 胆道癌	II期	Rapid Oral Abstract Session		RC88	MSLN ADC	卵巢癌 NSCLC CC	I / II 期	Poster Session		IMM01/Timdarpacept	SIRPa-Fc融合蛋白	霍奇金淋巴瘤 1L MDS			II 期	Rapid Oral Abstract Session
	BGB-15025	HPK1抑制剂	实体瘤	Ia期	Poster Session		RC48	HER2 ADC	HER2高表达的HR-NMIBC	II 期	Poster Session		Lisafoclox	BCL2抑制剂	AML WM			未披露 Ib/II期	Oral Abstract Session Poster Session
翰森制药	阿美替尼	EGFR-TKI	1L EGFR阳性 NSCLC伴随CNS转移	II期	Oral Abstract Session	荣昌生物	RC88	MSLN ADC	卵巢癌 NSCLC CC	I / II 期	Poster Session	首药控股	SY-5007	RET抑制剂	RETm NSCLC	II期	Poster Session		
	HS-20093	B7-H3 ADC	R/R骨肉瘤 复发性小细胞肺癌(SCLC)	II期 Ia/b期	Oral Abstract Session Poster Session		RC48	HER2 ADC	HER2高表达的HR-NMIBC	II 期	Poster Session		IMM0306	CD47单抗	非霍奇金淋巴瘤	I 期	Poster Session		
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2 双抗	晚期结直肠癌	I期	Poster Session	荣昌生物	RC48	HER2 ADC	HER2高表达的HR-NMIBC	II 期	Poster Session	宜明昂科	IMM01/Timdarpacept	SIRPa-Fc融合蛋白	霍奇金淋巴瘤	II 期	Rapid Oral Abstract Session		
			晚期黑色素瘤	I期	Poster Session	迪哲医药	舒沃替尼	EGFR-TKI	经治EGFR20irs NSCLC	Ib/II期	Rapid Oral Abstract Session	亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR-ABL抑制剂	GIST	未披露	Oral Abstract Session		
			实体瘤	I期	Publication Only	贝达药业	埃克替尼	EGFR-TKI	II-IIIa EGFRm NSCLC	III期	Oral Abstract Session		Lisafoclox	BCL2抑制剂	AML	未披露	Poster Session		
			MCLA-129	EGFR/c-MET双抗	NSCLC		I/II期	Poster Session	WM	Ib/II期	Poster Session								
	IBI389	CLDN18.2/CD3 双抗	实体瘤/胃食管肿瘤	I期	Rapid Oral Abstract Session	泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT双抗	实体瘤	I/II期	Poster Session	益方生物/应世生物	D-1553+ifebentinib	KRAS G12C抑制剂+FAK抑制剂	1L KRAS G12Cm NSCLC	Ib/II期	Poster Session		
			ZGGS18	VEGF/TGF-β双抗	实体瘤		I/II期	Poster Session	科济药业	CT041	Claudin18.2 CAR-T	胃肠道癌	I期	Oral Abstract Session					
	FCN-159	MEK1/2抑制剂	儿童1型神经纤维瘤 黑色素瘤	II 期 Ib 期	Poster Session Poster Session	迈威生物-U	9MW2821	Nectin-4 ADC	实体瘤/UC/EC/CC/TNBC	I / II a期	Rapid Oral Abstract Session	加科思	JAB-21822+JAB-3312	KRAS G12C抑制剂+SHP2抑制剂	KRAS G12C突变实体瘤	I/IIa期	Oral Abstract Session		
											创胜集团	TST001	CLDN 18.2 单抗	1L G/GEJ	I/IIa 期	Poster Session			

数据来源：ASCO，国泰君安证券

解读分析

- 创新度不断提升，行业高景气稳健发展。当前创新药已成为国家创新发展战略的重要组成部分，2024年“创新药”一词首次进入政府工作报告，政策东风进一步加速医药行业创新转型。在面临竞争白热化、销售上量、IPO及出海受阻等多重挑战背景下，Biotech企业研发布局和商业计划趋于理性，通过强化合作、积极出海等以实现长期稳健发展，创新药行业长期基本面持续向好。
- 创新药国际化扬帆起航，进入出海加速阶段。伴随出海战略深化，优质国产创新药在大适应症中直面全球竞争，出色临床数据与领先开发进度将为走向国际提供保障，出海模式由单一产品授权逐步丰富为包括兼并收购、产品授权、合作开发、独立开展国际化运营在内的多种形式，有望帮助具备全球竞争力的差异化创新药品最大化其价值，解锁长期增长空间。

6月峰谷价差呈现下降趋势

- 近期，全国各区域6月代理购电价格陆续公布，有23个省市的峰谷价差超过0.6元/千瓦时，广东、深圳、安徽、河北、吉林、内蒙古、山东、安徽、浙江和海南优化执行尖峰电价，山东当月取消深谷时段设定。
- 相比5月峰谷价差，只有7个省市的峰谷价差增长幅度超过0.1元/千瓦时，12个省市的峰谷价差出现下降，叠加尖峰低谷/深谷价差的走低，6月峰谷价差呈现出下降趋势。

图1:部分省市峰谷价差（元/千瓦时，2024年5-6月）

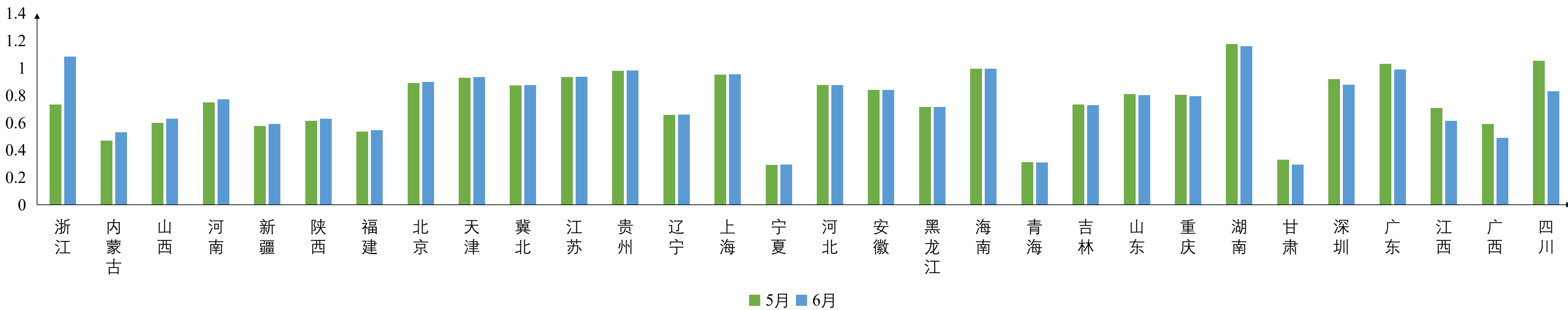


图2:新型储能项目概况（吉瓦时，2024年3-5月）

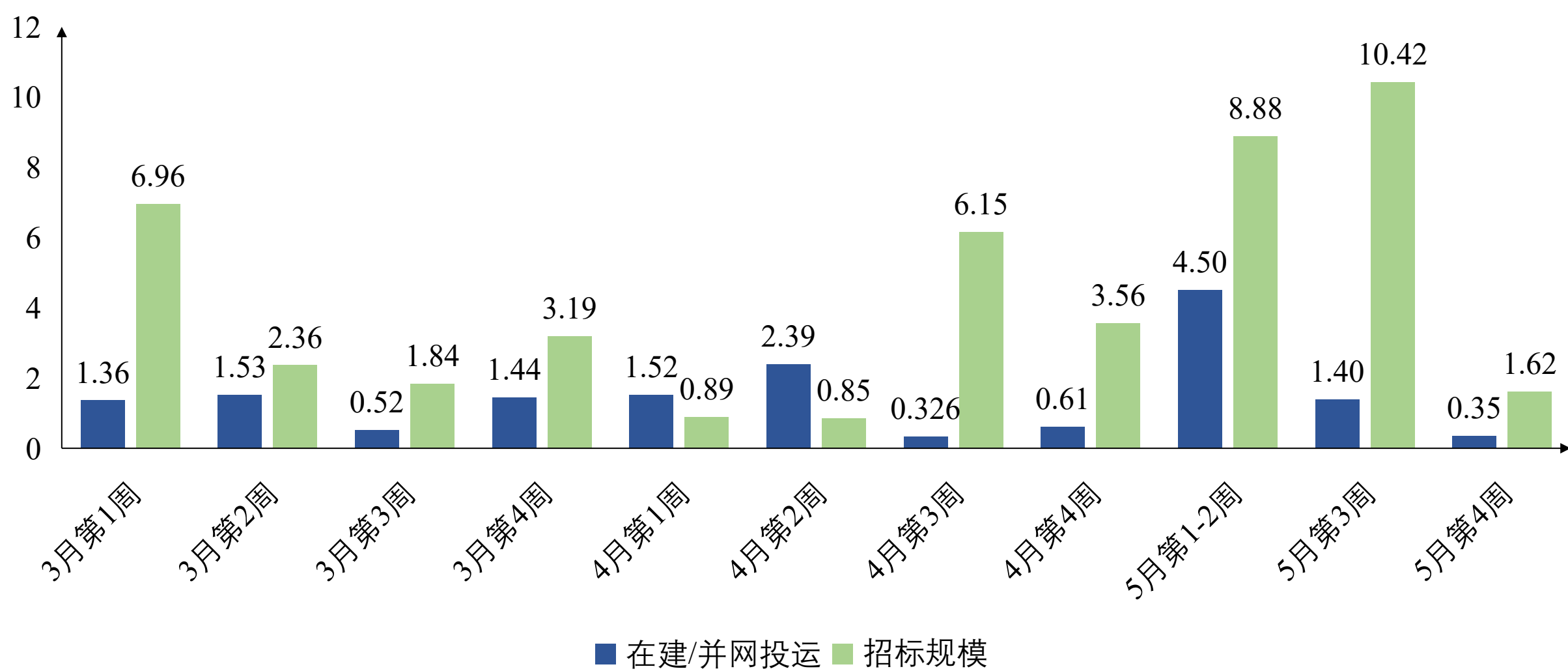
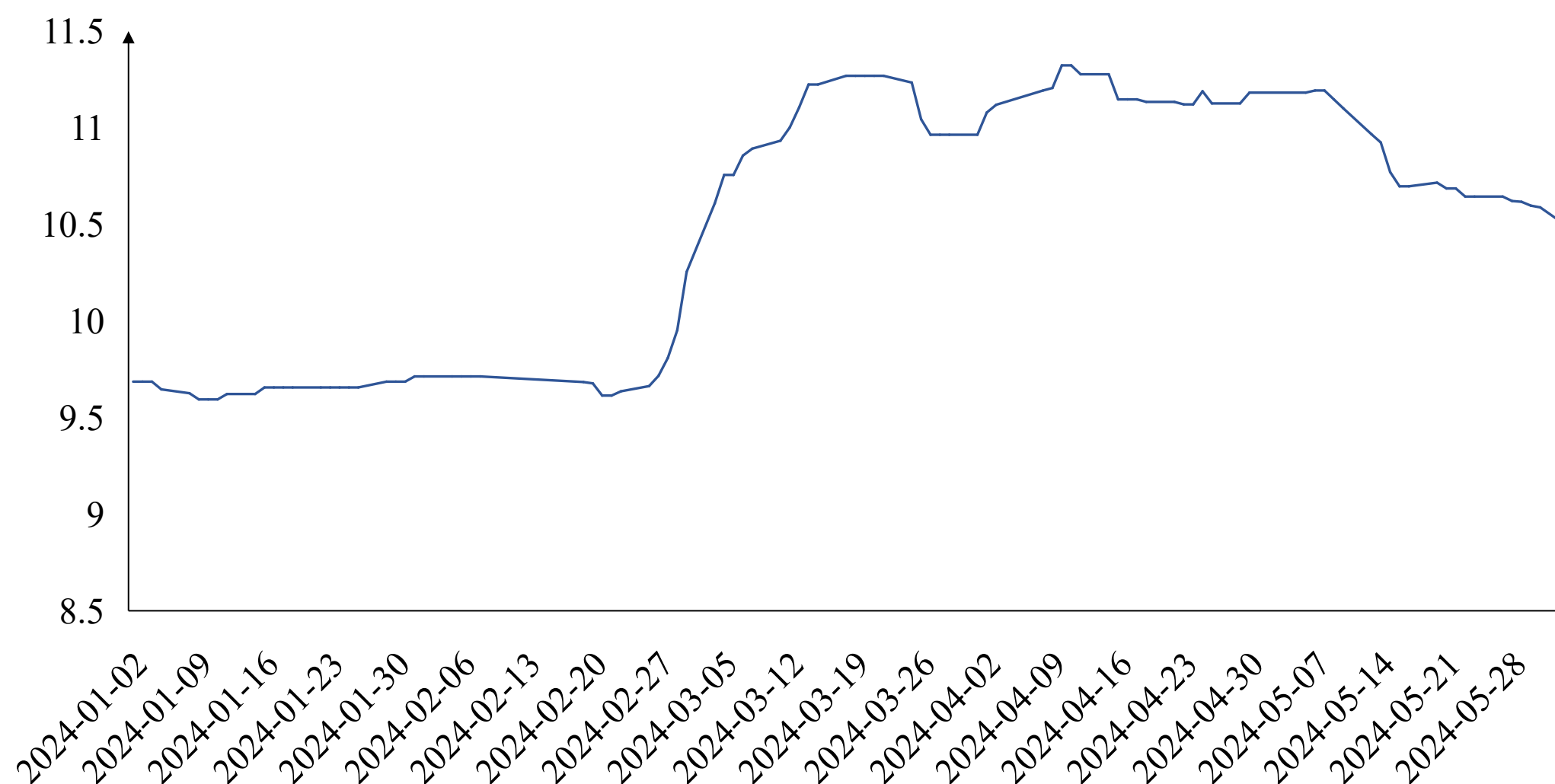
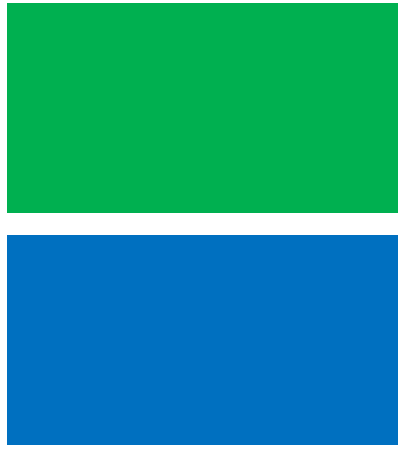


图3:电池级碳酸锂价格（万元/吨，2024年1-6月）



解读分析

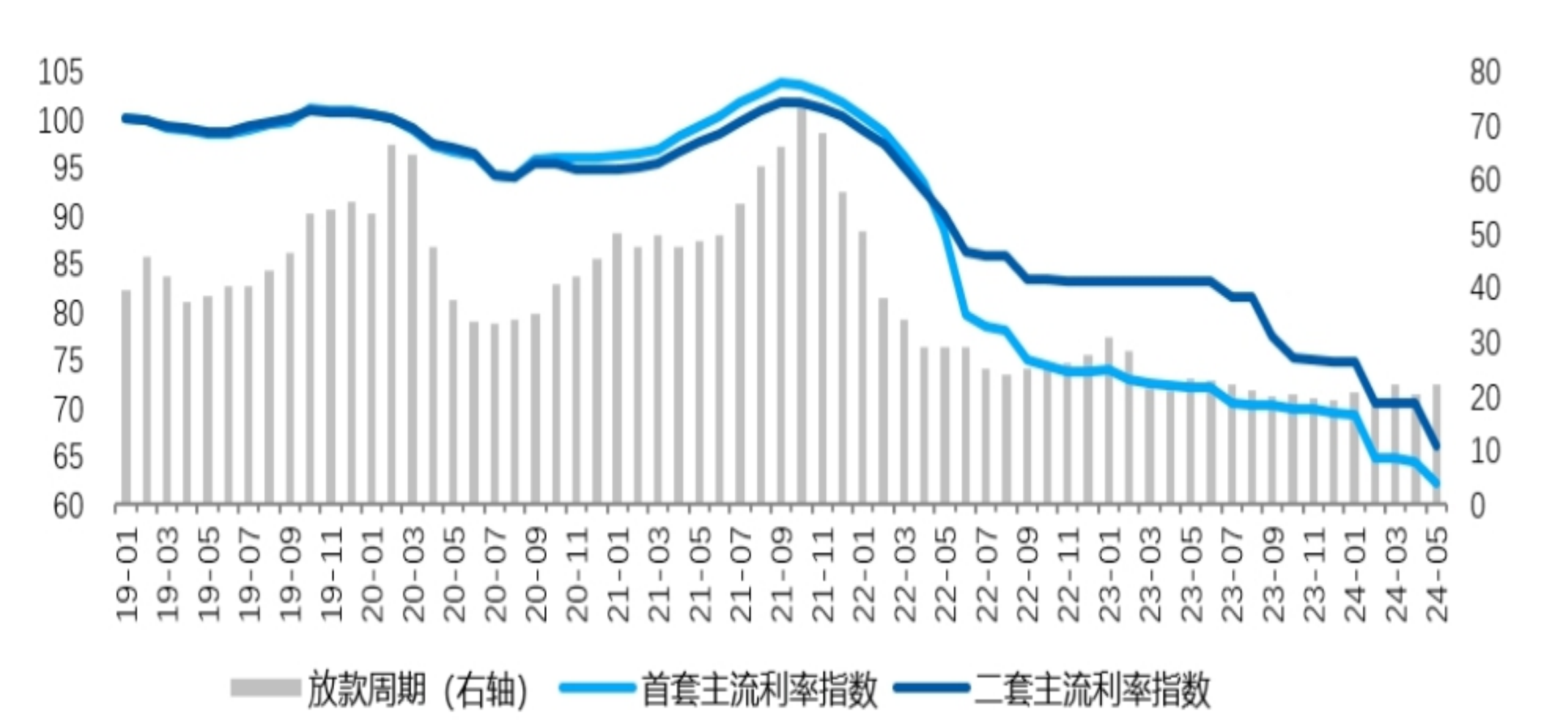
- 多地峰谷价差环比下降，部分区域虽有所上涨但尖峰低谷/深谷价差收窄。6月，共有11个省市的峰谷价差涨幅低于0.1元/千瓦时，12个省市的峰谷价差较5月有所下降。其中，四川省峰谷价差环比降幅最大，6月单一制1.5倍电价的峰谷价差降为0.8297元/千瓦时，环比下降21.06%，较去年同期下降14.63%。在7个峰谷价差上涨幅度较高的省市中，浙江省涨幅最高，其单一制1.5倍电价的峰谷价差从5月的0.7325元/千瓦时，上涨至6月的1.0827元/千瓦时，涨幅高达47.8%。但是，浙江省单一制1.5倍电价的尖峰低谷价差从1.3164元/千瓦时，下降至1.2548元/千瓦时，并取消了两部制电价尖峰时段。内蒙古东部执行深谷电价，单一制1.5倍电价的峰谷价差从5月的0.4694元/千瓦时，上涨至6月的0.5285元/千瓦时，但最大尖峰深谷价差为0.6655元/千瓦时，较去年同期下降20.8%。
- 河南、江苏分时电价政策调整，利好长时储能项目建设。借鉴“午时谷电”的调整思路，5月29日，河南省发改委发布关于调整工商业分时电价有关事项的通知，将白天6:00-16:00设置成平段或谷段，取消了午间的高峰/尖峰时段设定；对于江苏省，新发布的分时电价政策调整通知指出，自2024年7月1日起优化尖峰试点设置缩短尖峰时长，并将重大节日期间的11:00-15:00设置为谷段电价。此外，5月以来碳酸锂价格持续下降，从5月初的11.18万元/吨下降至6月初的10.49万元/吨，累计下降6.17%，带动降低储能项目的建设成本，有助于缩短投资回收期，利好长时储能项目建设需求。



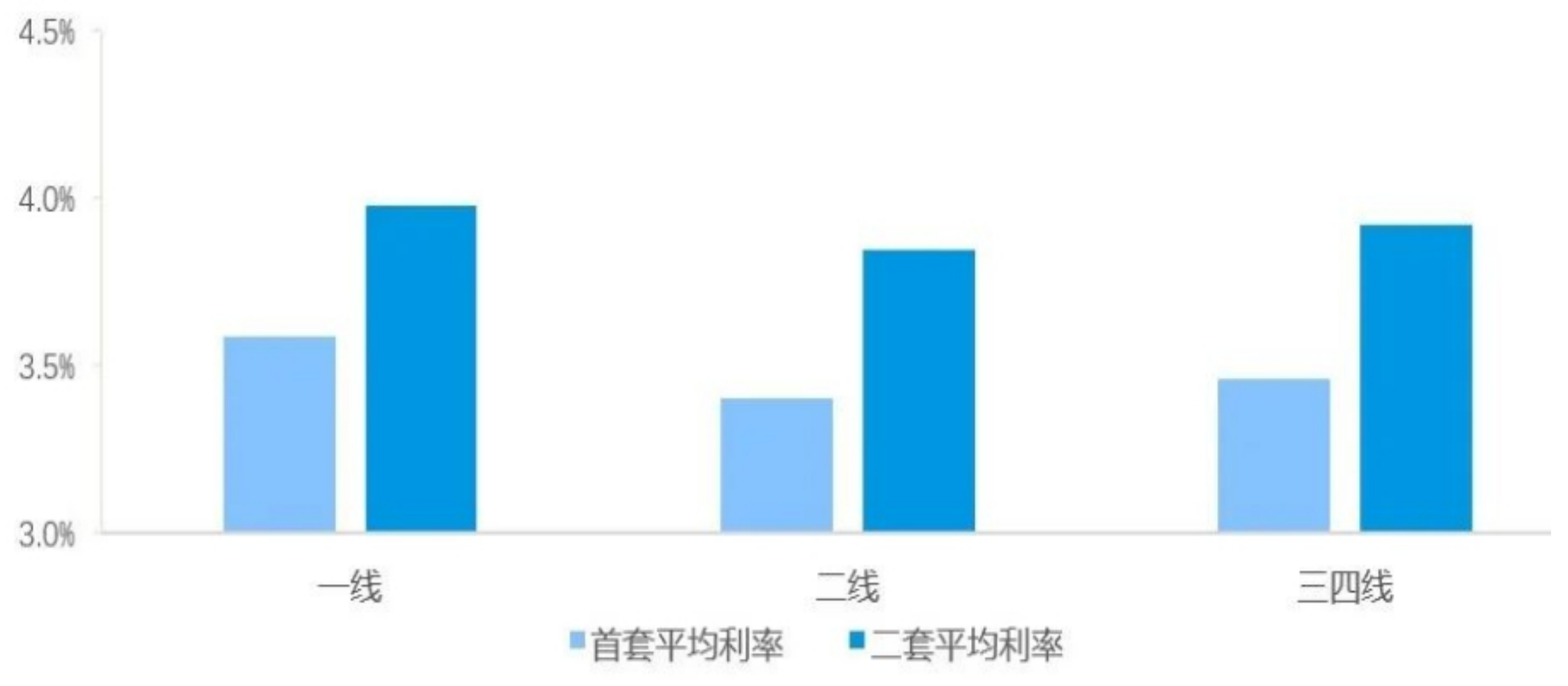
百城二套房贷利率进入“3”字头

- “517”楼市新政落地后，多城积极响应，及时调整首付比例及商贷利率。2024年5月，百城首套房平均商贷利率降至 3.45%，二套平均利率降至 3.90%，分别较上月下降 12BP、26BP。百城二套平均利率自 2019 年以来首次进入“3 字头”。
- 贝壳研究院监测显示，2024年5月百城首套主流房贷利率平均为3.45%，较上月下降12BP；二套主流房贷利率平均为3.90%，较上月下降26BP。5月首二套主流房贷利率较2023年同期分别回落55BP和101BP。本月银行平均放款周期为22天，维持较快放款速度。

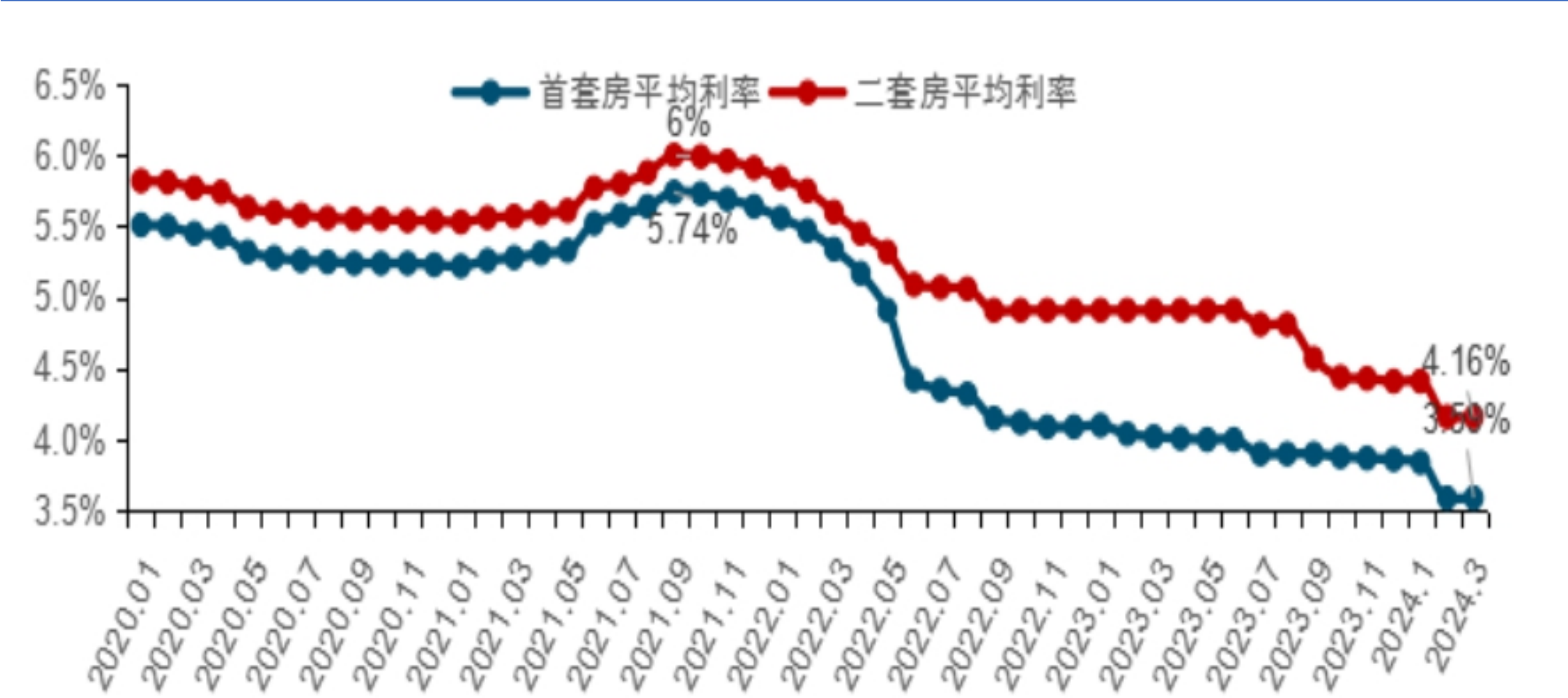
百城主流房贷利率指数及平均放款周期（天）



2024年5月重点城市分量级房贷利率



主要城市首套及二套主流房贷利率变动情况



直辖市及重点省（自治区）商贷最低首二套利率（%）

省/市	首套利率	二套利率	城市	首套利率	二套利率
北京	城六区内：4.05	城六区内：4.55	湖北	3.25	3.35
	城六区外：3.95	城六区外：4.50			
上海	3.50	中心城区：3.90 外围区域：3.70	湖南	3.00	3.95
天津	3.35	3.90	吉林	3.40	4.10
重庆	3.55	3.90	江苏	3.25	3.75
安徽	3.45	3.45	江西	3.50	4.05
福建	3.30	3.75	山东	3.45	3.95
广东	3.15	3.15	山西	3.35	3.75
广西	3.25	4.15	陕西	3.55	3.90
贵州	3.55	4.15	四川	3.55	4.05
河北	3.35	4.10	云南	3.60	3.95
河南	3.35	3.45	浙江	3.15	3.25

资料来源：贝壳研究院、中指院

解读分析

- 政策调整后，首付比例、房贷利率均处于历史低点，进一步降低居民购房门槛和购房成本，有助于增强居民购房意愿、提振市场信心。一是新政实施力度大，执行迅速。截止6月初，百城中超八成城市已明确执行新政。二是因城施策，执行科学。一线城市中，上广深已完成信贷政策调整。北京市场韧性较高，5月二手房交易同环比均有提升，信贷政策尚未调整。首付比方面，首套维持30%，城六区内二套50%、城六区外二套40%。利率方面，城六区首二套利率分别为4.05%、4.55%，城六区以外分别为3.95%、4.50%，均是目前百城内最高水平。上海和深圳首套利率均下降35BP至3.50%，二套最低利率降至3.70%、3.90%，均已明确执首套首付最低20%、二套首付最低30%。广州首二套利率均下调45BP至3.40%、3.80%，首付比最低首套15%、二套25%，是一线城市中信贷最宽松的城市。三是多城首二套执行同一利率，执行彻底。如合肥、珠海、佛山等城市首二套执行同一利率。杭州、郑州、武汉等城市首二套利率价差收窄至10BP。百城中，首套利率最低为株洲的3.0%，二套利率最低为佛山的3.15%。

射频前端芯片市场发展空间广阔

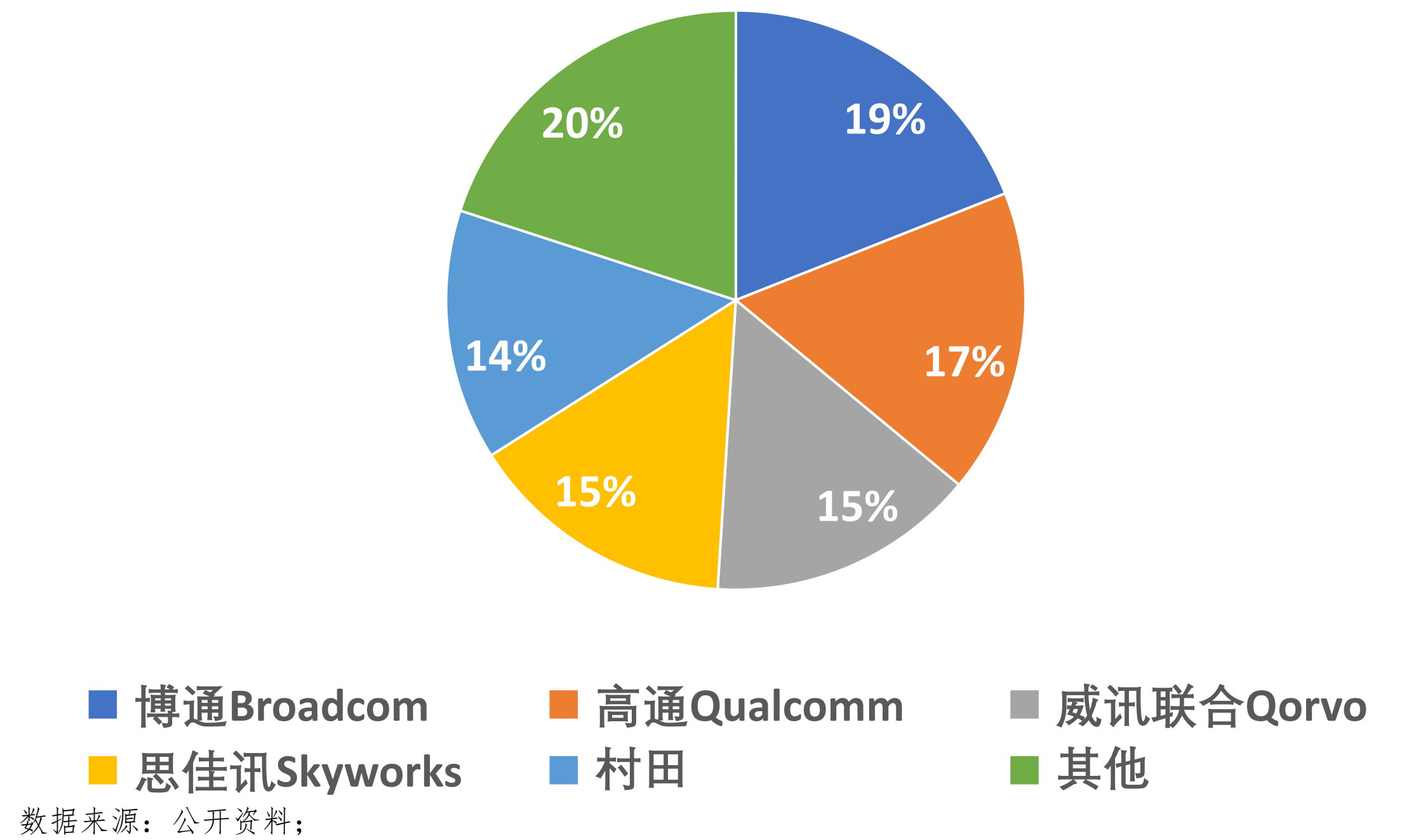
- 射频芯片被誉为“模拟芯片皇冠上的明珠”，主要分为射频前端芯片和射频后端芯片两大类。其中，射频前端芯片负责射频收发、功率放大等功能，而射频后端则主要指基带芯片，其功能在于信号处理和协议处理。
- 从市场规模看，随着5G、物联网等技术的不断发展，射频前端芯片市场规模正在快速扩大。根据XYZ-Research数据，目前我国射频前端芯片市场规模已达到约125亿美元，同比增速为13%。

国内射频芯片领域上市企业基本情况

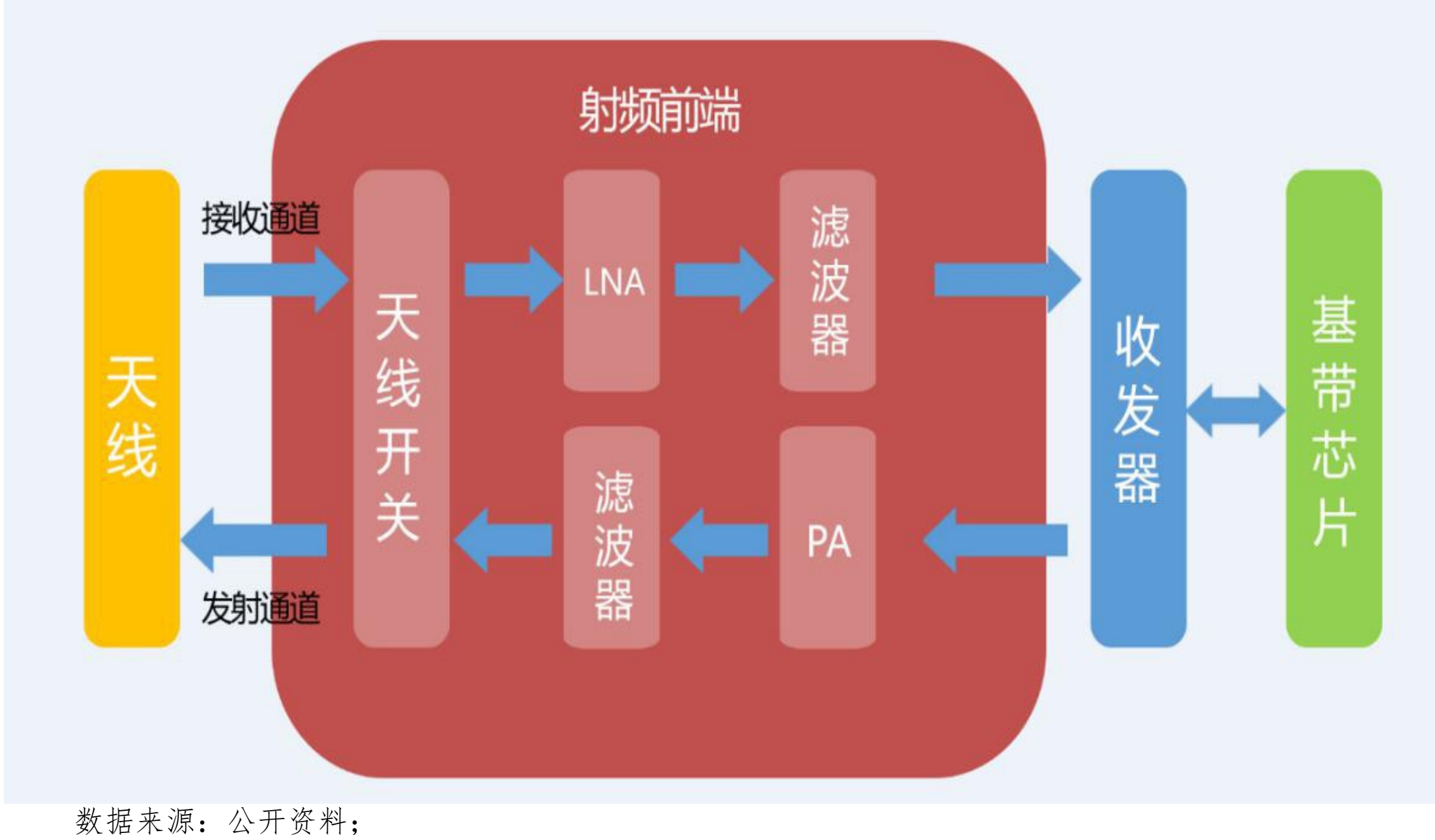
公司	模式	设计	制造	封测	产品类别	射频前端产品全球市场比例
卓胜微	Fablite	卓胜微	关华电子、Towerjazz、台积电、台联电、华虹宏力、和舰、卓胜微	苏州日月新、嘉盛、通富微电、长电科技、华天科技、卓胜微	射频开关、LNA、滤波器等	2.50%
唯捷创芯	Fabliss	唯捷创芯	稳懋、格罗方德、台积电	长电科技、苏州日月新、甬矽电子	PA、LNA、开关等	1.60%
艾为电子	Fabliss	艾为电子	华润上华、华虹宏力、台积电	通富微电、长电科技、华天科技	低噪放、开关等	0.10%
飞驒科技	Fabliss	飞驒科技	格罗方德、台积电、三安集成	甬矽电子、华天科技、讯芯电子、通富微电	PA、LNA、开关、滤波器等	0.65%
慧智微	Fabliss	慧智微	格罗方德、稳懋、意法半导体	华天科技 长电科技	PA、LNA、开关等	0.26%
麦捷科技	IDM	麦捷科技	麦捷科技	麦捷科技	SAW滤波器、BAW滤波器、开关、LNA等	2.24%

资料来源：芯师页

全球射频芯片市场格局



射频通信终端构成



解读分析

- 我国射频前端芯片尚处于发展起步阶段。在全球范围内，射频前端芯片市场主要被美日大厂所垄断，博通、高通、威讯联合、思佳讯和村田五大厂商市占率高达约80%。得益于我国政策扶持和移动终端市场的庞大需求，国内涌现出一批企业推动国产替代。未来，随着5G通信技术普及和Wi-Fi领域发展，加之智能手机、平板电脑等移动终端对射频芯片的需求增长，预计该领域市场将持续扩大。
- 滤波器和功率放大器是射频芯片的核心。从细分赛道看，滤波器和功率放大器（PA）在射频前端芯片中占据重要地位。PA作为射频前端之首，不仅引领了射频产品的发展方向，而且在技术迭代速度和研发门槛方面均处于领先。滤波器则在射频前端销售额中占据最大比例，其应用范围广泛，且研发过程复杂较高。