

图说经济金融

民生银行研究院

第66期

2024年6月2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

- 5·24国常会为何关注跨境电商出口
- 工业企业利润增速因何回正
- 从银行代客结售汇与收付款看对外经济
- 内外需同步走弱，5月经济遇逆风
- 国内经济高频观察（2024.5.25-5.31）

金融市场·热点图解

- 美债长端利率难趋势性上行
- 如何看待近期债市的多空力量
- 我国企业债务融资结构及其演变
- “存款搬家”推动理财规模超季节性增长
- 一周金融市场盘点（2024.5.27-6.2）

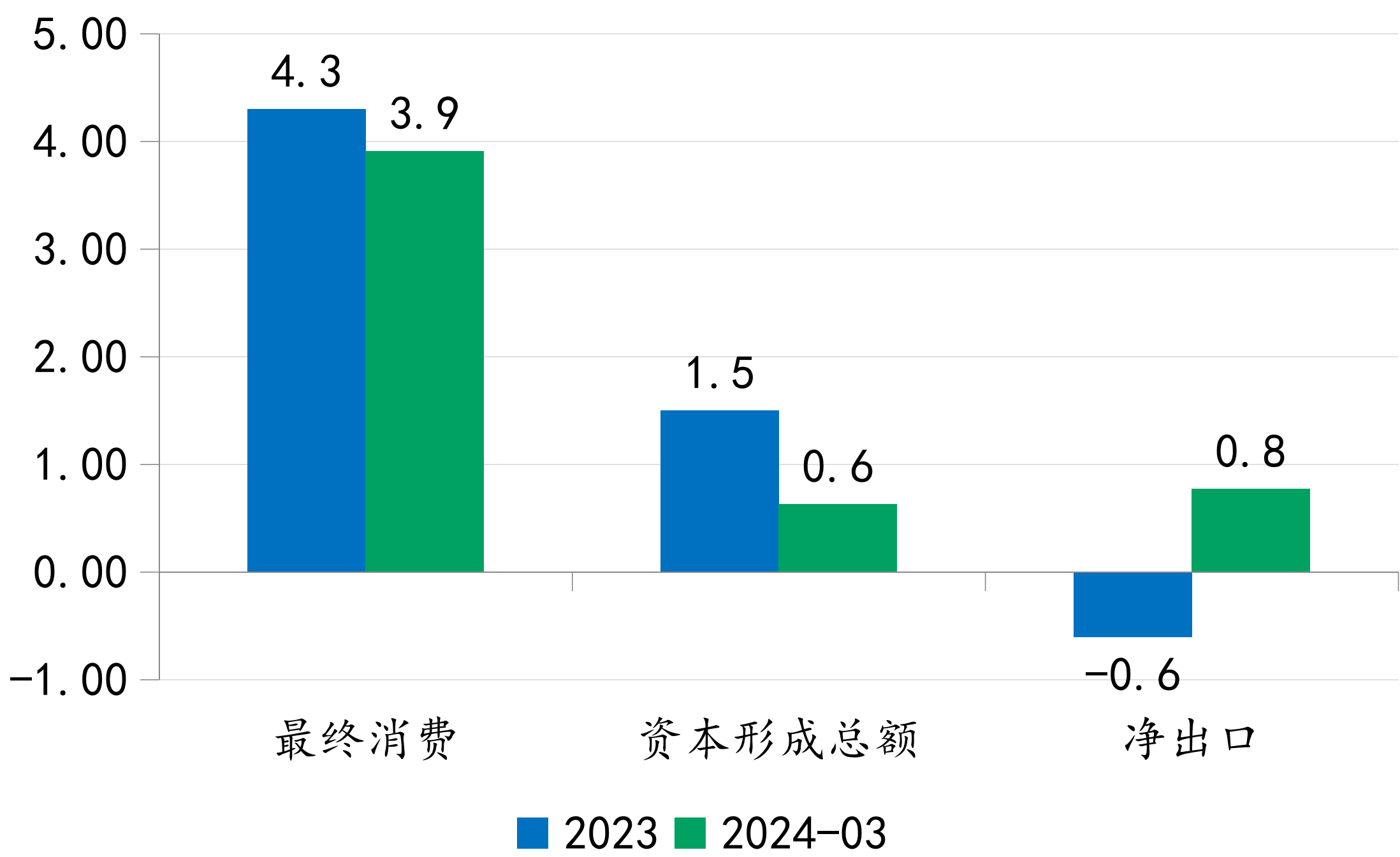
行业动态·图说趋势

- 各地密集响应5.17房地产新政
- 一季度香港中小企业盈利回升
- 五部门联合推动2024年新能源汽车下乡
- 数字乡村建设有望取得实质性进展
- 价格下跌加速硅料产能出清



5 · 24国常会为何关注跨境电商出口

一季度出口成为拉动经济增长的关键

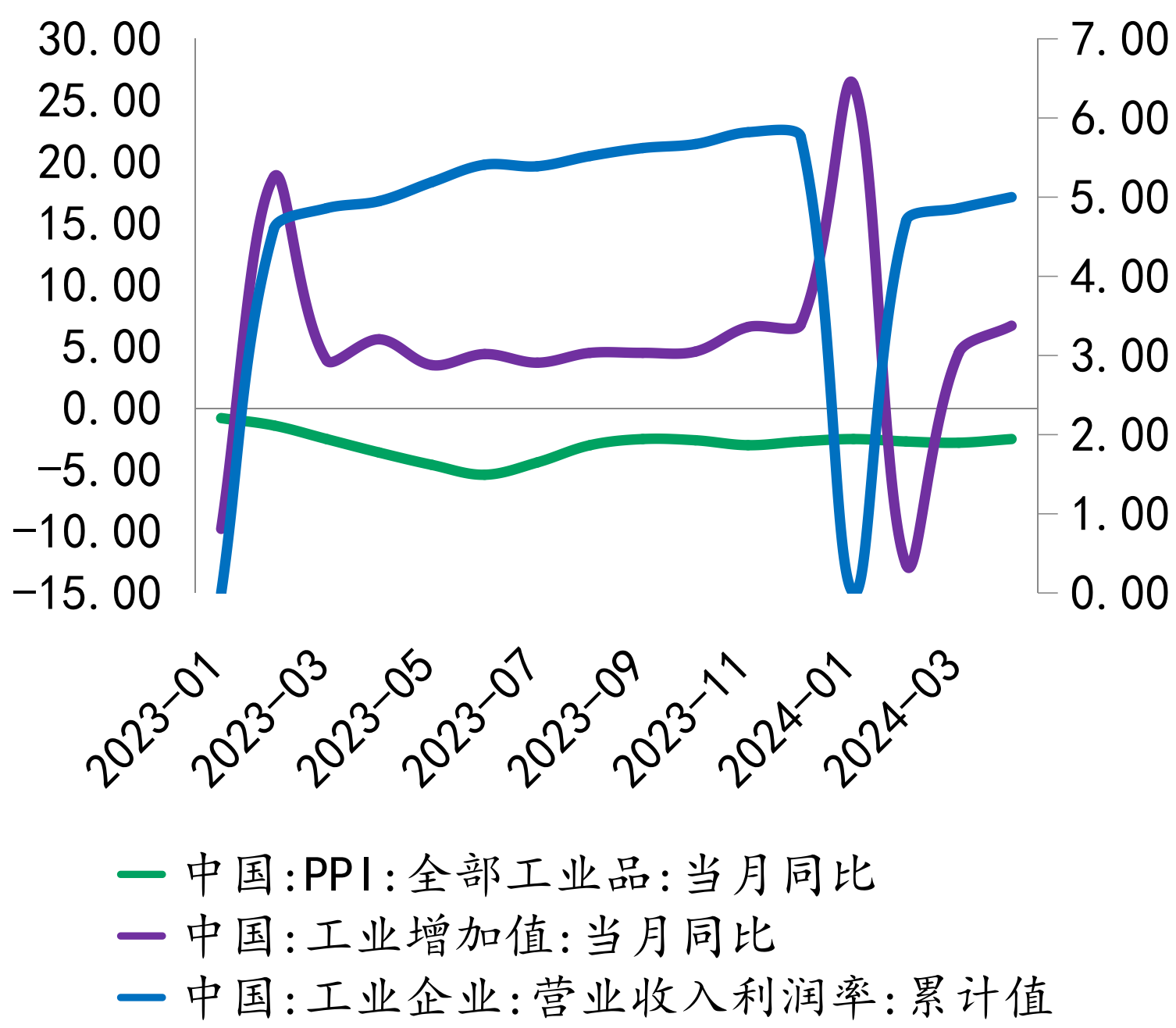


近年来中央关于跨境电商的相关指示

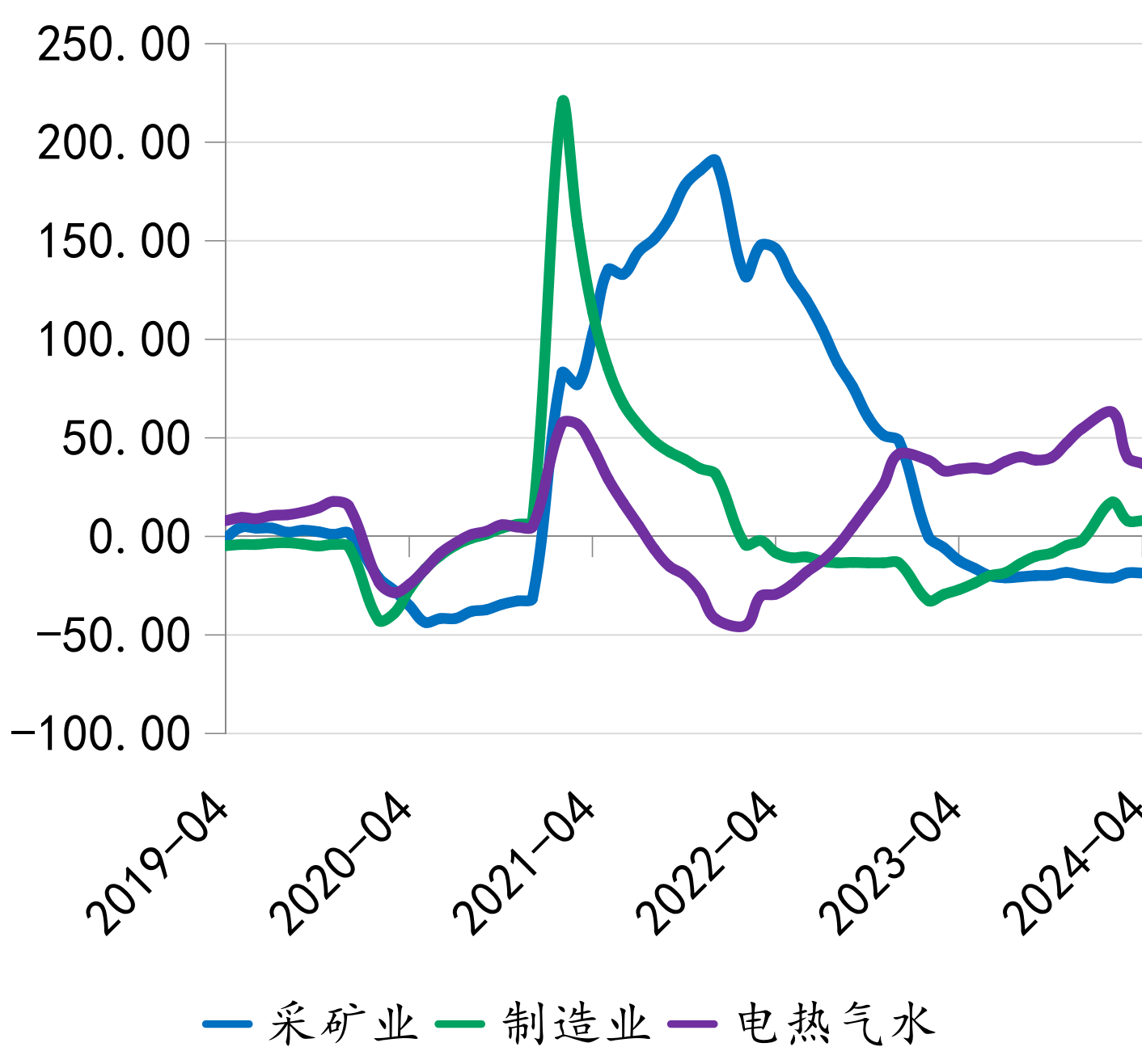
日期	出处	表述
2021年6月22日	国务院常务会议	要求“积极推动海外仓发展，鼓励传统外贸企业、跨境电商和物流企业等参与海外仓建设”
2023年4月11日	国办《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动跨境电商健康持续创新发展”“积极发展‘跨境电商+产业带’模式，带动跨境电商企业对企业出口
2023年12月	中央经济工作会议	要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口
2024年5月24日	国务院常务会议	审议通过《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，要求积极发展跨境电商、海外仓等外贸新业态，以促进外贸结构优化、规模稳定

- 5月24日国务院常务会议审议通过了《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，要求积极发展跨境电商、海外仓等外贸新业态，以促进外贸结构优化、规模稳定。这是在外部冲击逐渐加大的背景下官方稳外贸的积极举措。
- 今年以来，我国出口总体表现较为出色，成为拉动经济增长的主要动力。一季度按人民币计出口同比增长4.9%，净出口拉动GDP增长0.8个百分点，较去年全年的-0.6个百分点大幅改善，有效抵补了消费和出口回落。
- 但从5月份起，出口面临的逆风愈发明显。5月14日，美国白宫宣布对约180亿美元的中国出口产品加征关税。与此同时，美国还在加大对于借道其他国家辗转出口美国的中国产品的围堵。如美国贸易代表戴琪14日表示，警惕任何可能利用墨西哥新工厂来进入美国汽车市场的迹象。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。预计将会对下一阶段我国的出口和经济复苏进程造成不小冲击。
- 从近些年的发展情况来看，跨境电商凭借线上交易、非接触式交货、交易链条短等优势，已经成为发展速度最快、潜力最大、带动作用最强的外贸新业态，呈现出巨大的市场活力和增长韧性。今年一季度，跨境电商进出口同比增长9.6%，远高于整体增速，继续担当外贸高质量发展的新引擎。
- 跨境电商的飞速发展，与政策的支持作用密不可分。2023年，国务院办公厅印发《关于推动外贸稳规模优结构的意见》提出，“推动跨境电商健康持续创新发展”“积极发展‘跨境电商+产业带’模式，带动跨境电商企业对企业出口”。去年中央经济工作会议也要求“要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口”。
- 可以预计，在政策加持下，跨境电商有望由外贸新业态转变为外贸新常态，在“买全球、卖全球”方面的优势将持续巩固，在冲破外部压力、稳定外贸发展方面的作用将继续发挥。

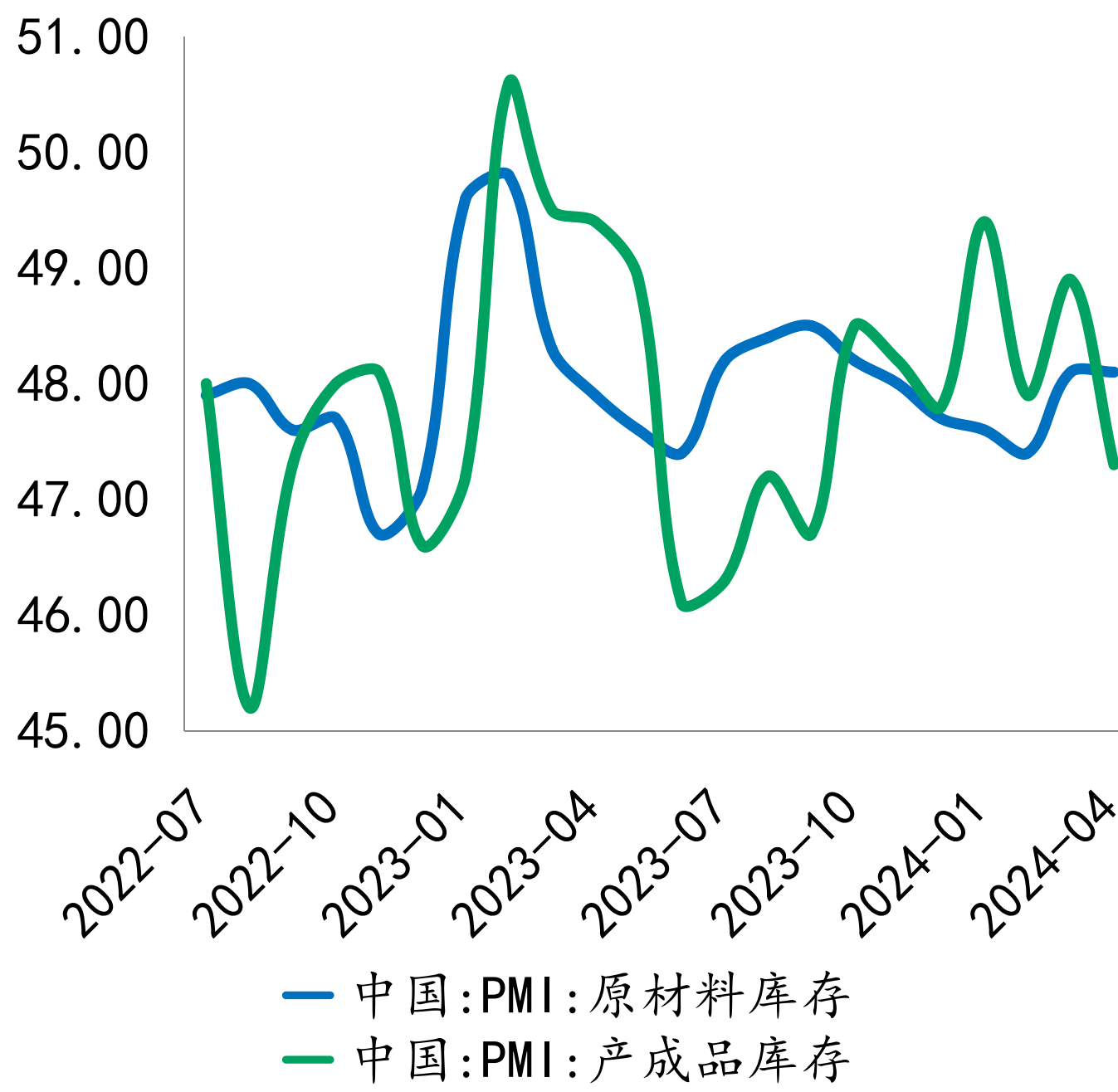
量、价、利润率均回升



三大门类利润增速

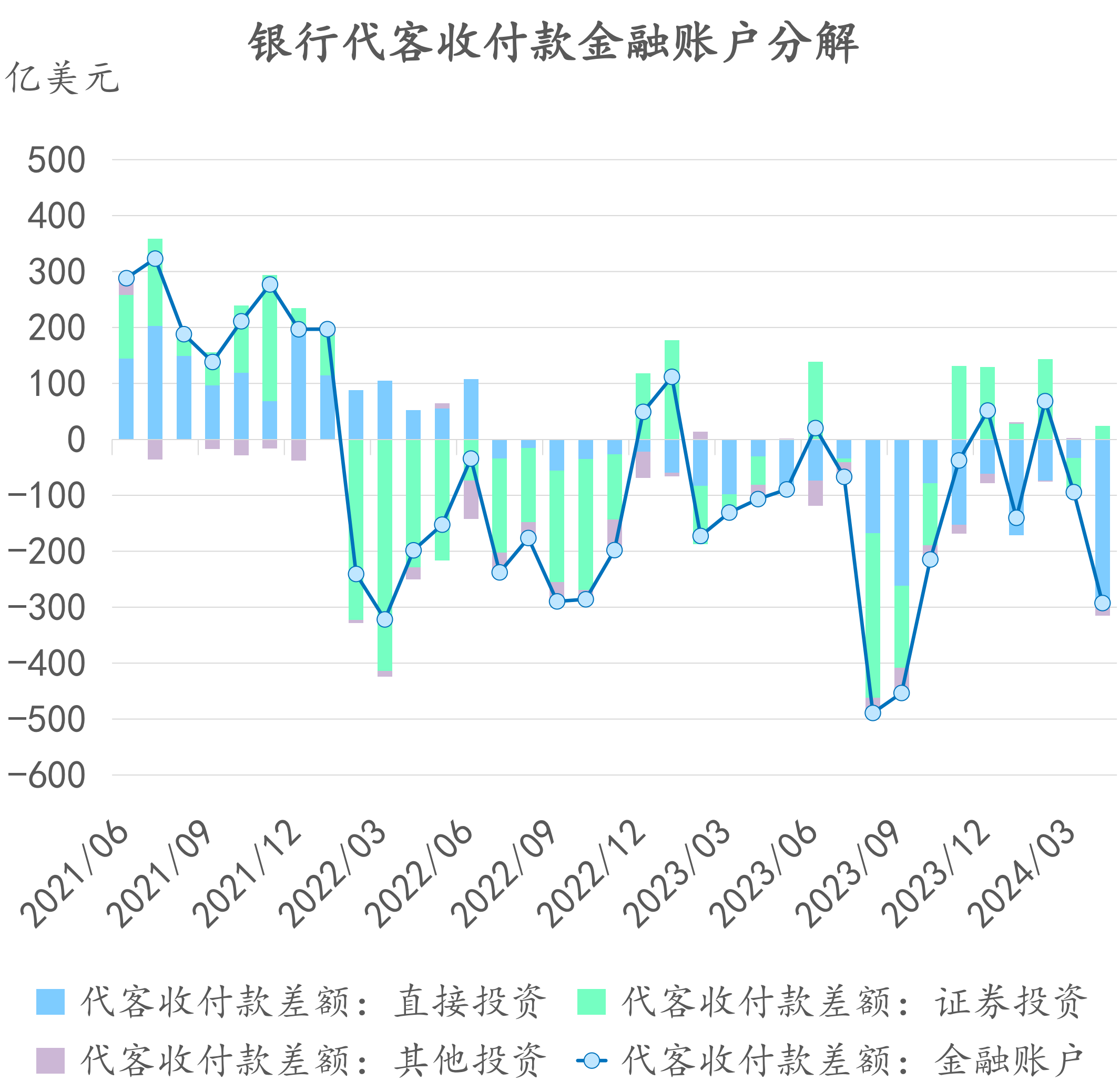
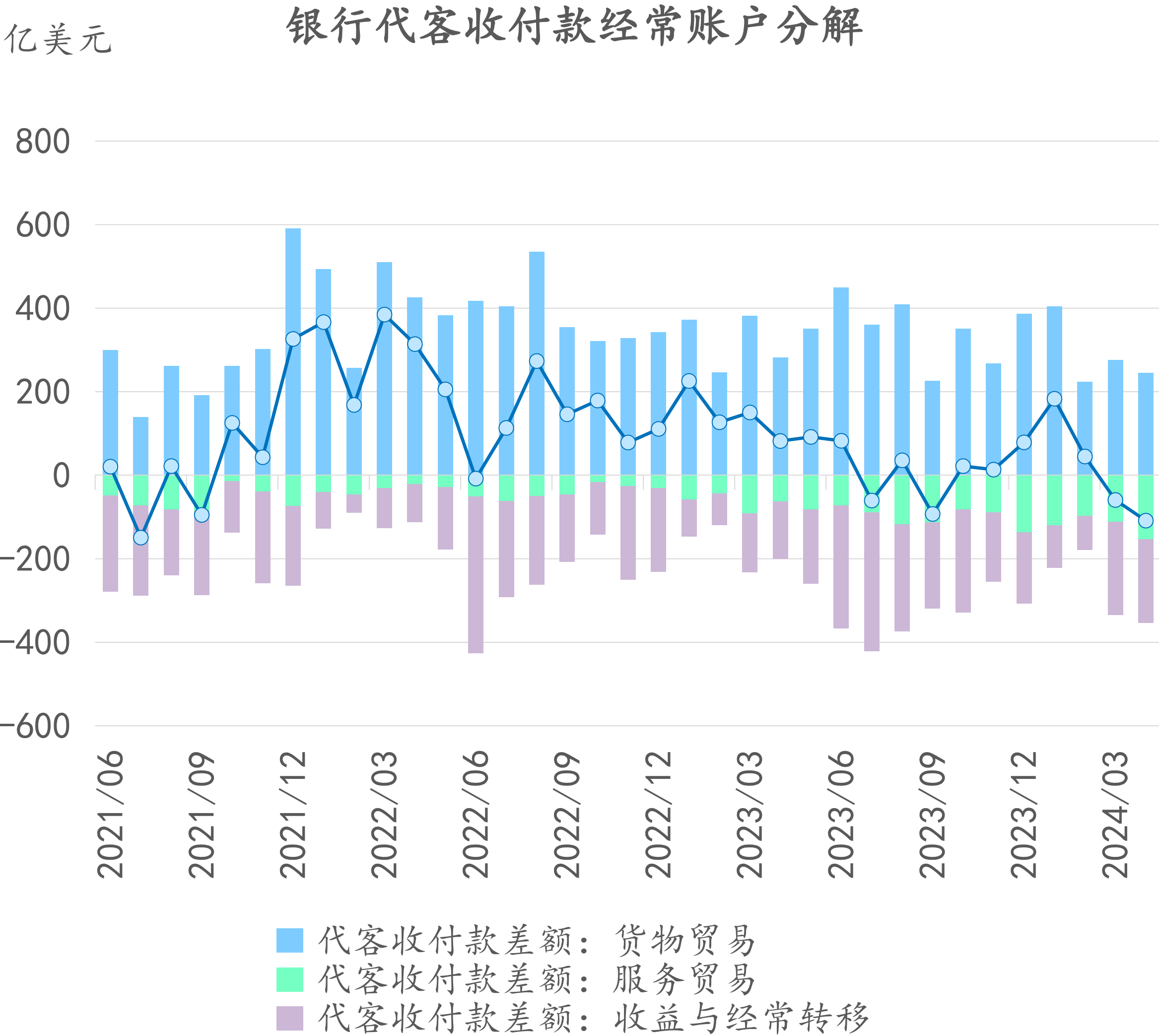


PMI原材料持平，产成品库存走弱

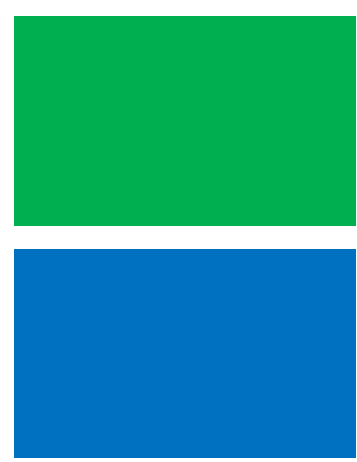


- 根据统计局数据，1-4月，全国规上工业企业实现利润总额20946.9亿元，同比增长4.3%，持平一季度。4月份，规上工业企业利润5891.6亿元，同比增长4.0%，由3月的-3.5%转为正增长，工业企业效益有所好转。
- 工业企业利润增速回正受量价利润率三要素改善的推动。一是量增，4月工业增加值同比增长6.7%，较3月上升2.2个百分点，工业企业规模扩张。二是价升，4月PPI同比为-2.5%，降幅较3月的-2.8%缩窄0.3个百分点，工业品价格有所好转。二者推动本月营收成功转正。三是利润率微升，1-4月规上工业企业营业收入利润率为5.00%，较1-3月上升0.14个百分点。随着市场需求持续恢复，工业生产增长加快，产品出厂价格降幅收窄，产销衔接水平提升，共同推动企业利润改善。
- 三大门类表现分化。采矿业降幅扩大，制造业利润增速微升，电热气水业增速回落。受营收利润率下滑与煤炭价格下跌的拖累，1-4月采矿业利润总额同比下降18.6%，降幅较1-3月扩大0.1个百分点。电热气水业延续快速增长，1-4月利润同比增长36.9%，但增速不及1-3月的40.0%，为生产回落所致。在生产规模扩大与利润率回升带动下，制造业利润同比增速微升，1-4月数值为8.0%，较1-3月上升0.1个百分点。制造业主要板块中，装备制造业仍然贡献最大，伴随先进制造业发展、新质生产力培育壮大、大规模设备更新政策显效，1-4月利润同比增长16.3%，增速较1-3月回落1.7个百分点。受益于市场需求改善、工业品出口大幅加快，消费品制造业利润增长12.0%，增速加快1.1个百分点，助力工业利润回稳。
- 企业出现主动补库存迹象，但持续性待考。4月工业企业利润增速与产成品存货增速双双回升，反映出口增长提升企业补库存信心。但4月PMI产成品库存指标较3月下降1.6个百分点，补库存基础不稳固，内外需求仍存变数，需看后期表现。
- 展望下一阶段，在宏观组合政策发力、需求逐步恢复等因素支撑下，预计工业企业利润或将延续向好。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，可能会限制后续工业企业利润回升空间。

从银行代客结售汇与收付款看对外经济

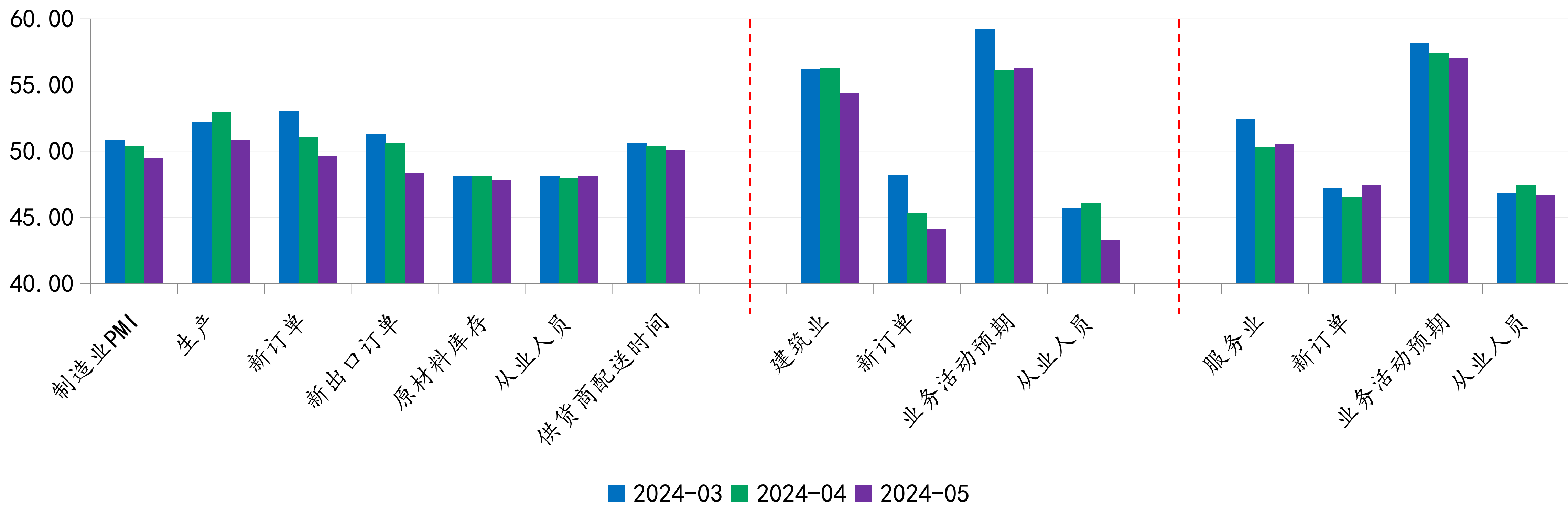


- 外管局数据显示，4月银行代客结售汇逆差366.5亿美元，环比扩大162.1亿美元；代客涉外收付款逆差381.8亿美元，环比扩大237.3亿美元。
- 结售汇逆差扩大反映出人民币汇率阶段性压力犹存。从结售汇差额来看，调整后的银行代客结售汇（剔除远期履约+远期新签约+期权净头寸变化）录得逆差654.7亿美元，环比扩大298.7亿美元，达到10个月来最高点。从结售汇率来看，市场主体购汇与结汇意愿一升一降，付汇购汇率70.4%，环比上升4.0%，收汇报汇率58.4%，环比下降1.7%。在通胀、PMI等经济数据走势偏强背景下，市场对美联储降息时点的预期已推迟至11月份，非美货币普遍承压。4月份，美元兑人民币汇率由7.20回落至7.24，贬值预期下市场主体倾向于增持美元减持人民币。
- 从代客涉外收付款结构看，一是经常账户逆差扩大，4月经常账户逆差由59.3亿美元扩大至108.7亿美元。货物贸易继续发挥压舱石作用，录得顺差245.1亿美元，较3月回落30.8亿美元。服务贸易逆差由111.9亿美元小幅上升至153.3亿美元；收益与经常转移逆差由223.1亿美元收窄至200.5亿美元。
- 二是金融账户逆差扩大。4月金融账户逆差由94.3亿美元扩大至293亿美元。主要的逆差贡献项是直接投资，其逆差规模由33.8亿美元扩大至295亿美元，受支出涨、收入跌共同影响。其中支出由707.7亿美元扩大至809.4亿美元，收入则由673.9亿美元收窄至514.4亿美元。证券投资由逆差62.5亿美元转为顺差23.9亿美元，反映出人民币资产对境外投资者的吸引力不断增强。
- 从涉外收付款币种结构看，人民币占比续创新高。4月，人民币在银行代客收付款中占比53.1%，其中，收款和付款分别占比52.0%、54.3%。使用人民币结算既可以规避汇率波动影响，又能利用人民币的低融资成本优势。



内外需同步走弱，5月经济遇逆风

每日
一图



- 从5月份官方PMI来看，5月份经济运行表现为服务业小幅回升，但建筑业和制造业有所回落。
- 服务业方面**，5月商务活动指数为50.5%，环比回升0.2个百分点，符合季节性。新订单指数有所回升，但业务活动预期和从业人员指标回落。五一假期期间，全国国内旅游出游人次较2019年同期增长28.2%，5月票房也环比回升，显示生活性服务业走势更好。
- 建筑业方面**，5月商务活动指数为54.4%，环比回落1.9个百分点，弱于季节性。业务活动预期小幅好转，但新订单和从业人员指标明显回落。从专项债、城投债、超长期特别国债来看，5月基建资金来源有所改善，但尚未转化为实物工作量。5·17房地产新政之后，新房、二手房成交量均未明显好转，导致企业拿地、新开工意愿仍然偏弱。
- 制造业方面**，5月制造业PMI为49.5%，回落0.9个百分点，弱于季节性。五大指标表现为四降一升，只有就业人数环比回升。从需求端看，5月新订单指数下降1.5个百分点至49.6%，新出口订单指数下降2.3个百分点至48.3%，均弱于季节性。从生产端看，5月生产指数下降2.1个百分点至50.8%，扩张速度有所放缓。内外需同步下降且外需下降更明显，导致生产放缓、中小企业景气指数大幅回落。比较而言，大企业景气度在上游物价反弹的带动下反而回升。
- 需要指出的是，今年以来出口增速回升是经济好于预期的关键因素。但从最新情况来看，外需有放缓迹象，显示全球制造业补库存强度不及预期，叠加基建投资、房地产市场以及居民消费仍然较弱，5月经济表现为内外需同步走弱，经济复苏遭遇逆风。
- 近期，IMF上调中国经济增速预期，主要源于中国一季度GDP的强劲增长，以及近期推出的有关政策举措。但从5月份情况来看，外需存在回落风险，内需仍然相对偏弱，如果要确保实现年度增长目标，政策力度或需进一步加大。

国内经济高频观察（2024. 5. 25-5. 31）

名称		周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
工业生产	高炉开工率	0.0	4.7	- 工业生产喜忧参半。本周螺纹钢、甲醇、PTA开工率延续上行，PX企稳回升，高炉开工率持平，但炼油厂、纯碱开工率下行。汽车生产放缓，半钢胎开工率微降，全钢胎开工率持续下行。整体而言，纺织行业表现较好，钢铁、焦化、汽车行业偏弱，化工行业基础有待筑牢。 - 建筑施工回暖斜率放缓。本周石油沥青装置开工率、磨机运转率均延续上行，但水泥发运率止涨转跌，且三者均不及往年同期。随着超长期特别国债和专项债加快发行，终端施工需求有所改善，但仍然偏弱。
	炼油厂开工率：山东地炼	-0.5	7.5	
	螺纹钢开工率	0.6	4.6	
	甲醇开工率	1.7	7.0	
	纯碱开工率	-0.8	6.6	
	PTA开工率	2.7	2.6	
	PX开工率	4.7	0.8	
	汽车轮胎半钢胎开工率	-0.2	9.8	
	汽车轮胎全钢胎开工率	-5.2	2.9	
建筑	石油沥青装置开工率	2.9	5.7	- 楼市成交小幅回升、土地成交持续回落。本周30大中城市商品房成交环比延续小幅上行，一、三线跌、二线涨，政策提振作用有所体现。百城成交土地面积环比延续下行，二、三线跌，但一线在上周极低基数下有大幅回升。从同比数据看，商品与土地成交明显低于去年同期，土地溢价率环比下行，房地产市场依然疲弱。5.17房地产新政后，各省市陆续跟进，或将提振房市后期表现。 - 消费表现疲弱。本周货运流量指数下行，快递吞吐量指数持平、公共物流园吞吐量指数延续上行，国内商品消费回暖基础不牢。国内、国际、港澳台执行航班量均降，反映出行意愿回落。北上广深地铁客运量下行。汽车销售略有下降，电影消费微升。 - 出口运价走高。本周BDI指数微升，SCFI、CCFI指数持续攀升，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。
	水泥发运率	-0.7	7.2	
	磨机运转率	0.3	0.1	
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	2.2	-33.8	- 楼市成交小幅回升、土地成交持续回落。本周30大中城市商品房成交环比延续小幅上行，一、三线跌、二线涨，政策提振作用有所体现。百城成交土地面积环比延续下行，二、三线跌，但一线在上周极低基数下有大幅回升。从同比数据看，商品与土地成交明显低于去年同期，土地溢价率环比下行，房地产市场依然疲弱。5.17房地产新政后，各省市陆续跟进，或将提振房市后期表现。 - 消费表现疲弱。本周货运流量指数下行，快递吞吐量指数持平、公共物流园吞吐量指数延续上行，国内商品消费回暖基础不牢。国内、国际、港澳台执行航班量均降，反映出行意愿回落。北上广深地铁客运量下行。汽车销售略有下降，电影消费微升。 - 出口运价走高。本周BDI指数微升，SCFI、CCFI指数持续攀升，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。
	30大中城市商品房成交面积：一线	-7.4	-30.2	
	30大中城市商品房成交面积：二线	8.5	-37.0	
	30大中城市商品房成交面积：三线	-1.5	-28.6	
	百城成交土地面积	-3.3	-48.5	
	百城成交土地面积：一线	201.7	177.1	
	百城成交土地面积：二线	-7.0	-25.1	
	百城成交土地面积：三线	-5.2	-56.9	
	百城成交土地溢价率	-2.7	-6.7	
消费	整车货运流量指数	-2.6	-0.9	- 消费表现疲弱。本周货运流量指数下行，快递吞吐量指数持平、公共物流园吞吐量指数延续上行，国内商品消费回暖基础不牢。国内、国际、港澳台执行航班量均降，反映出行意愿回落。北上广深地铁客运量下行。汽车销售略有下降，电影消费微升。 - 出口运价走高。本周BDI指数微升，SCFI、CCFI指数持续攀升，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	0.0	-	
	公共物流园吞吐量指数	0.8	-	
	中国执行航班：国内航班	-4.4	-3.4	
	中国执行航班：港澳台航班	-15.1	28.2	
	中国执行航班：国际航班	-4.7	80.5	
	北上广深日均地铁客运量	-5.2	2.8	
	乘用车日均销量	-0.7	-3.4	
	电影票房收入	0.3	-16.4	
出口	波罗的海干散货指数 (BDI)	0.2	84.3	出口运价走高。本周BDI指数微升，SCFI、CCFI指数持续攀升，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。
	上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	7.2	174.9	
	中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	5.9	48.0	
价格	名称	周环比 (%)	周同比 (%)	核心观点
资源品	南华综合指数	0.0	28.5	资源品与工业品价格分化。本周南华综合指数与南华工业品指数均持平上周，但各商品价格表现分化。资源品中，焦煤、铁矿石价格止涨转跌，跌幅较大，铜价连续攀升后回落。原油价格微降，为前期中东地缘政治溢价缓解以及美联储高利率带来对美国及全球经济担忧所致，未来OPEC+减产等或将提升油价。工业品中，螺纹钢价格环比下行，水泥价格上行，与钢铁行业表现一般、建筑施工回暖有关。
	布伦特原油：期货结算价（连续）	-0.3	12.7	
	焦煤：期货收盘价（活跃合约）	-7.4	36.8	
	铁矿石：期货收盘价（活跃合约）	-4.7	21.7	
	LME铜：现货结算价	-2.3	24.9	
	LME铝：现货结算价	2.6	18.2	
工业品	南华工业品指数	0.0	26.9	资源品与工业品价格分化。本周南华综合指数与南华工业品指数均持平上周，但各商品价格表现分化。资源品中，焦煤、铁矿石价格止涨转跌，跌幅较大，铜价连续攀升后回落。原油价格微降，为前期中东地缘政治溢价缓解以及美联储高利率带来对美国及全球经济担忧所致，未来OPEC+减产等或将提升油价。工业品中，螺纹钢价格环比下行，水泥价格上行，与钢铁行业表现一般、建筑施工回暖有关。
	生产资料价格指数	0.9	3.9	
	螺纹钢：期货收盘价（活跃合约）	-1.3	7.9	
	水泥价格指数	2.0	-10.5	
农产品	农产品批发价格200指数	-1.3	-5.4	各农产品价格表现分化。本周农产品批发价格指数延续小幅下行。各农产品价格表现分化，其中，鸡蛋、猪肉价格受供给收缩影响持续上涨，水果价格小幅上行，蔬菜价格季节性下行。
	28种重点监测蔬菜平均批发价	-2.4	-9.3	
	7种重点监测水果平均批发价	0.7	-10.0	
	猪肉平均批发价	4.8	15.3	
	鸡蛋平均批发价	2.2	-9.0	

美债长端利率难趋势性上行

图1：美国ISM、PMI走势（%）

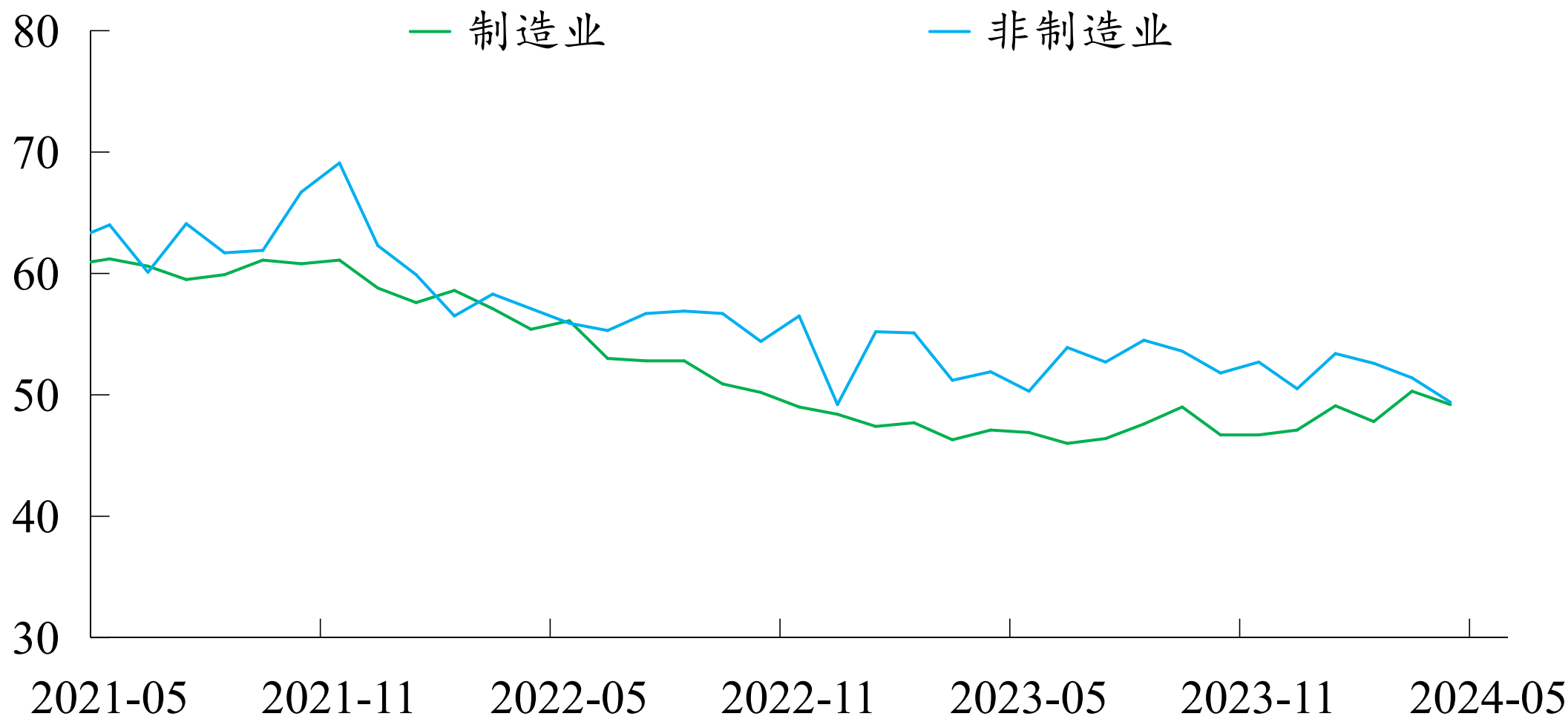


图2：美国库存走势（百万美元）

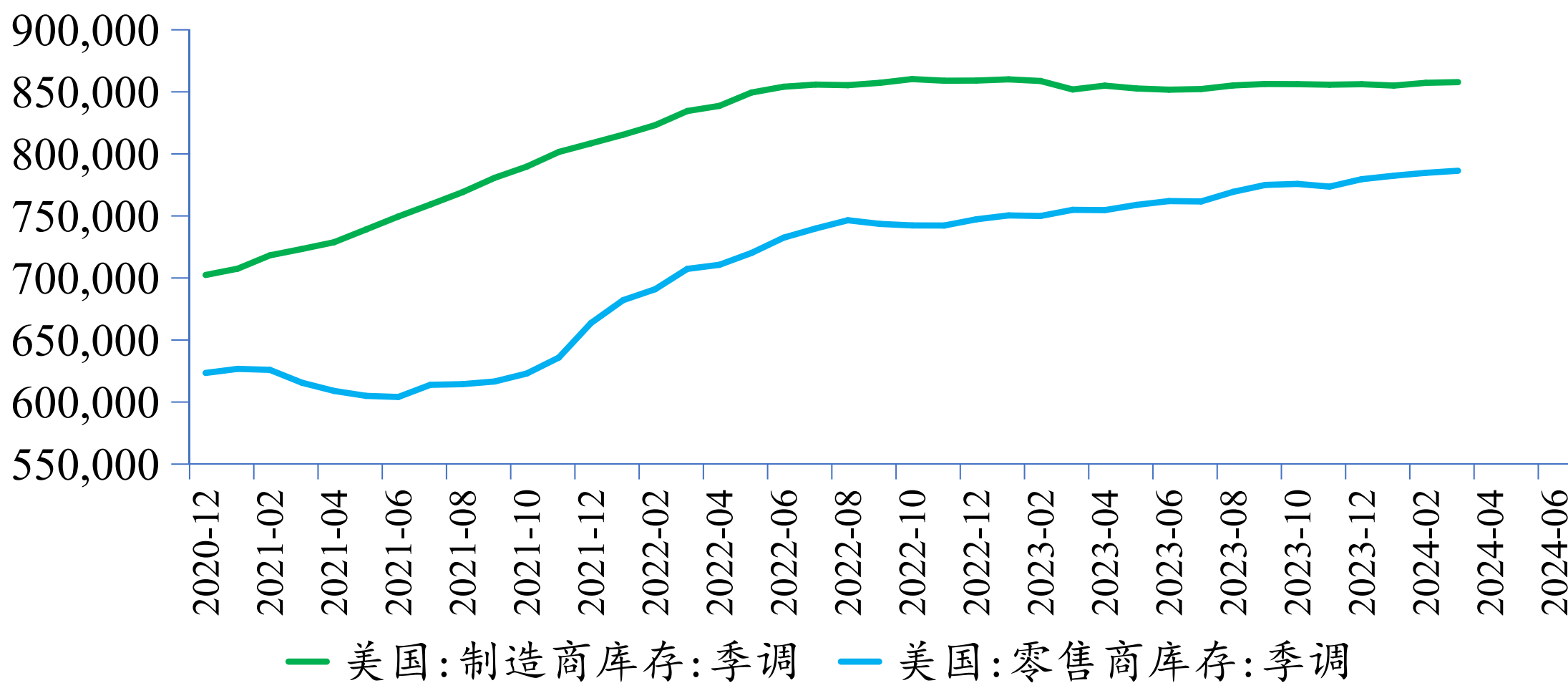


图3：美元通胀掉期利率

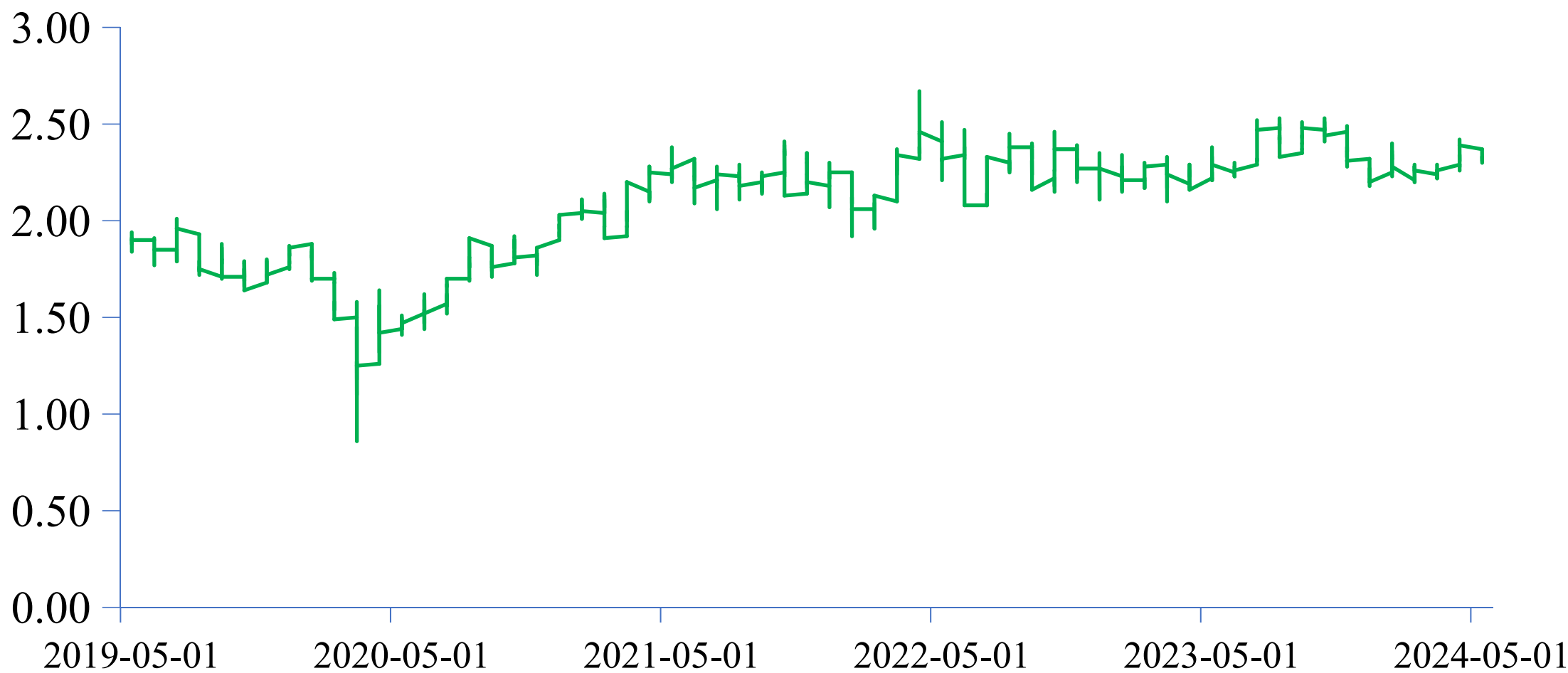


图4：FedWatch预测2024年12月利率（5月28日）

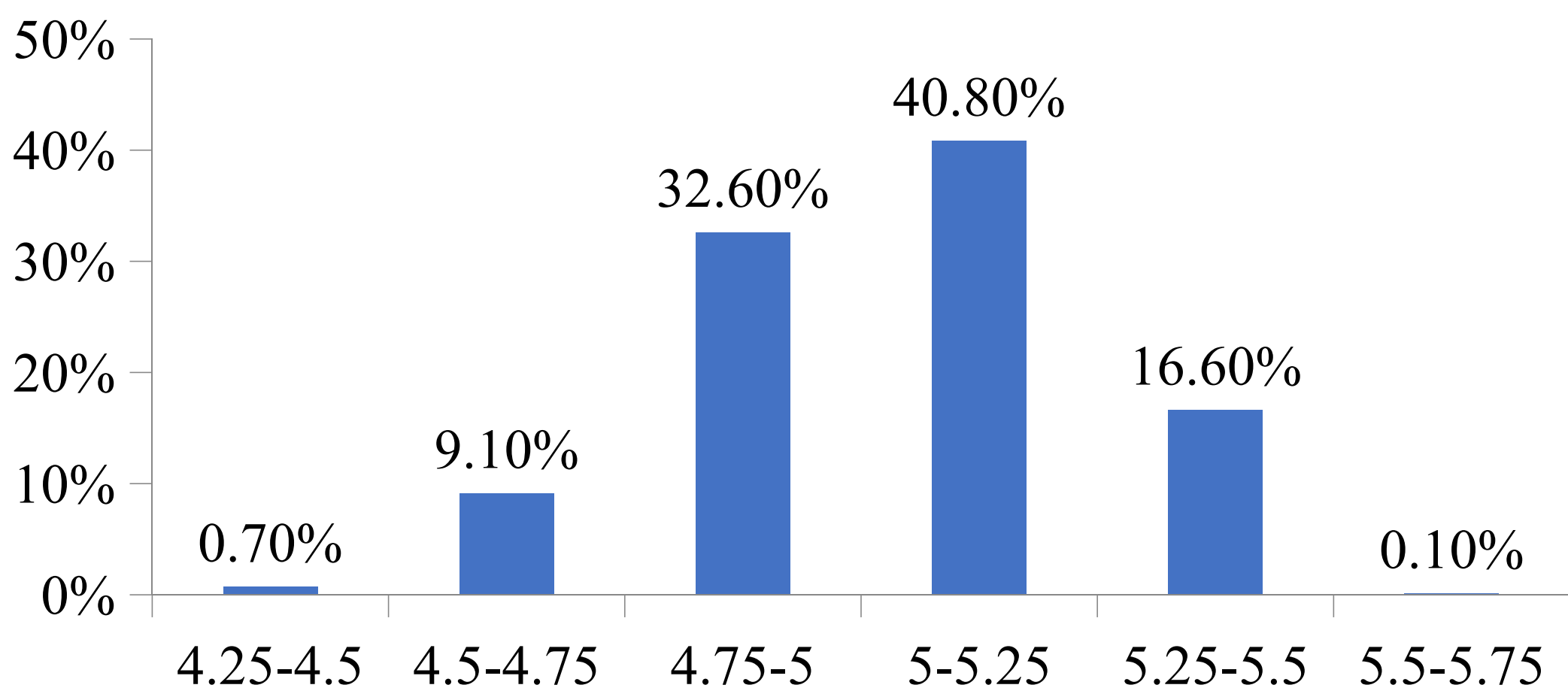


图5：欧英美通胀率走势比较（%）

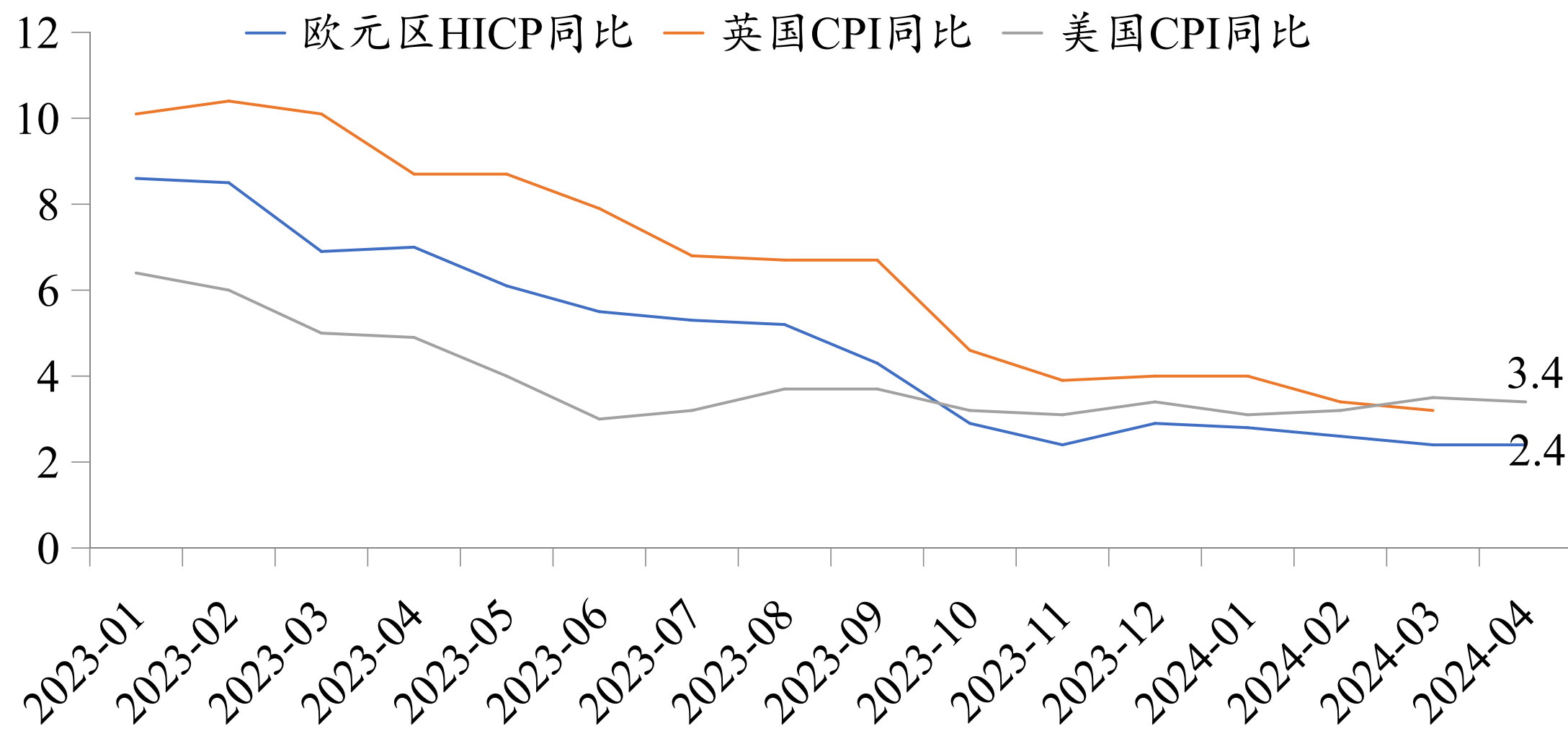


图6：2021-2024年新增非农就业（千人）

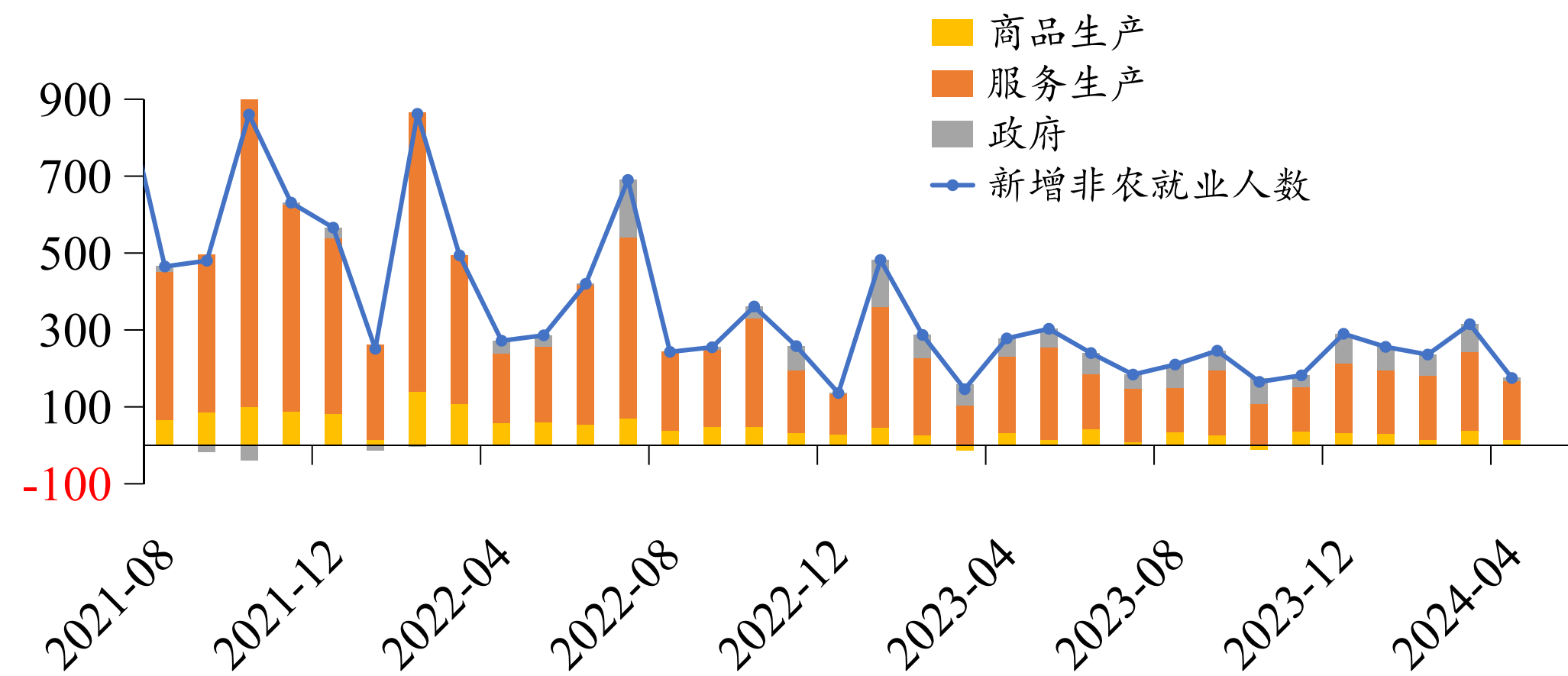
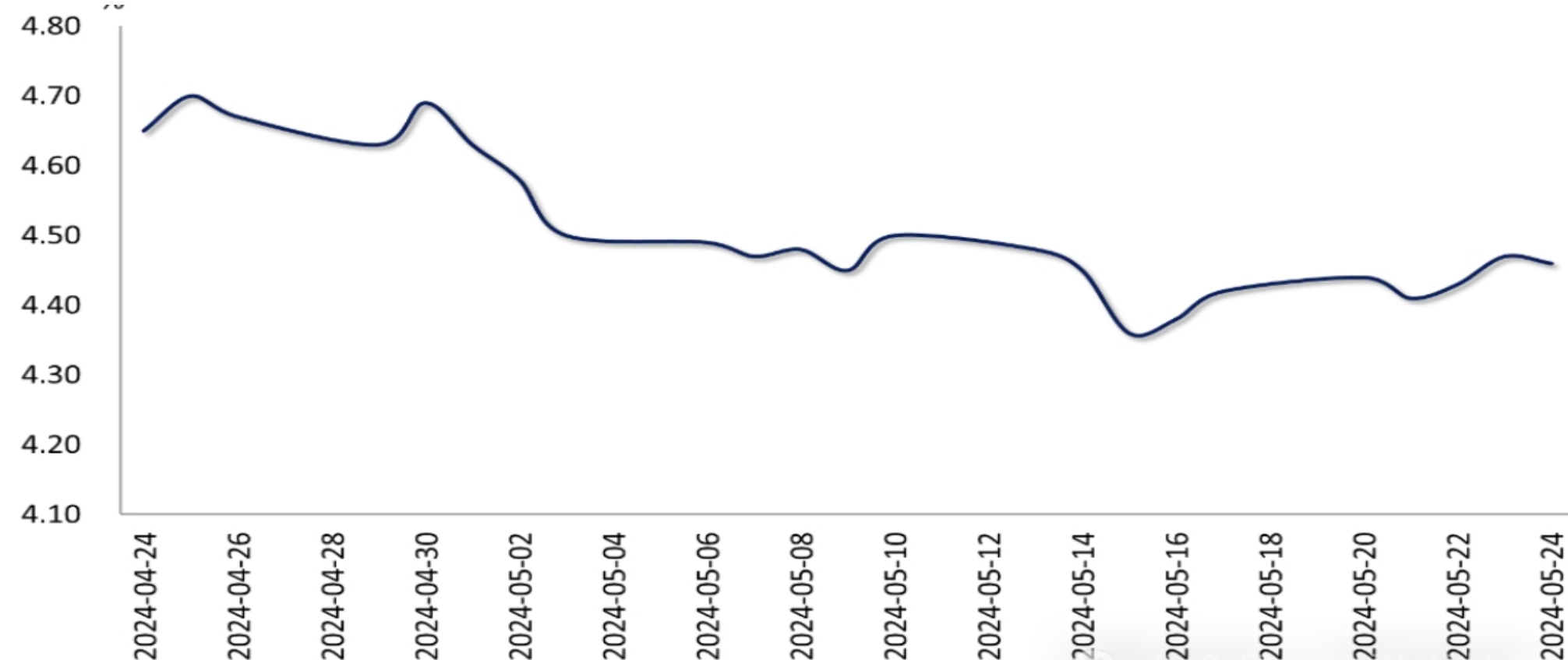


表1：2021-2024年新增非农就业（十亿美元）

	2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年	FRN
2023-11	54	48	55	39	40	16	24	26
2023-12	57	50	58	40	37	13	21	26
2024-01	60	52	61	41	37	13	21	26
2024-02	63	54	64	42	42	16	25	28
2024-03	66	56	67	43	39	13	22	28
2024-04	69	58	70	44	39	13	22	30

图7：10年期美债收益率近期走势（%）



解读分析

➤ 当前美债仍处于配置机会区间，长端利率难趋势性上行：

- 第一，通胀方面，4月CPI数据温和下行，通胀宽度亦有所回落。后续看，由于居民超额储蓄已经耗尽、房屋租金价格仍在温和回落、库存供应逐步上来，美国去通胀进展（尤其是核心通胀）总体倾向于下行，年内来看，预计2-4季度，核心CPI同比大约依次为3.5%、3.3%、3.2%。
- 第二，美联储方面，5月议息决定维持利率不变，但放缓了此前的缩表政策，鲍威尔立场偏鸽，非农数据意外降温，美债利率上行空间基本被堵。年内来看，伴随着基本面已经降温，FedWatch预测美联储将于最早9月开启降息，2024年全年大概率降息1-2次。
- 第三，财政部方面，发债计划基本符合预期。美国财政部5月季度再融资会议公布了最新发行预估，第二季度净发行量为2430亿美元，较上次1月会议预估的2020亿美元有所增加。尽管二季度美债净发行规模被上调410亿美元，但相对供给压力仍将小于一季度和三季度，且中长期美债发行规模不变。

➤ 当前美债仍处于配置机会区间，年内10年期美债利率大概率在4.45~4.65%区间震荡。

如何看待近期债市的多空力量

➤ 5月16日以来，10Y国债利率已连续9个交易日维持在2.31%水平，每日波动不足1bp，至5月28日才在利空出尽预期中下至2.30%，多空力量较长时间维持平衡状态，原因何在，后续怎么看？

图1：中国CPI同比、环比增速（%）

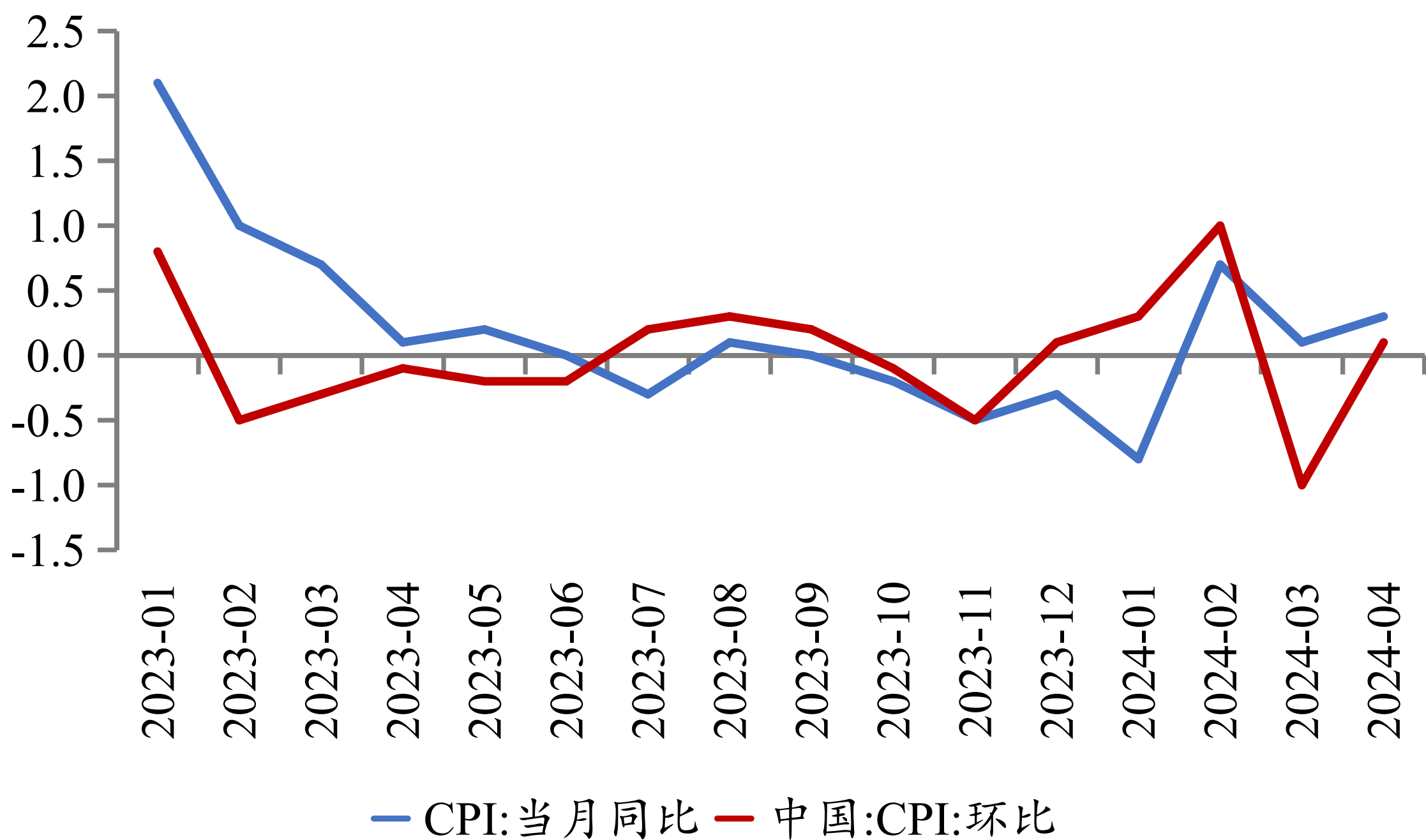


图2：美元兑人民币汇率

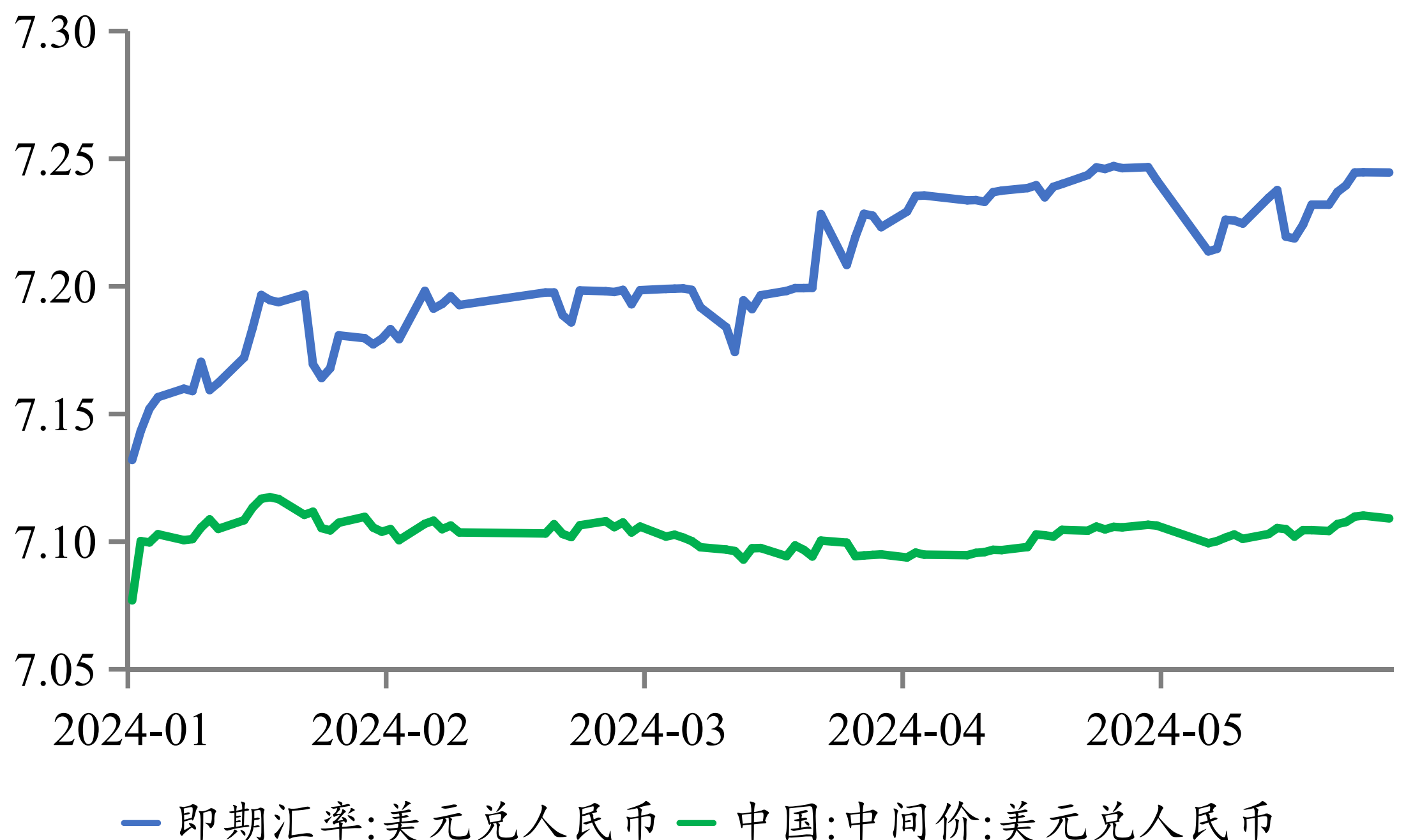


图3：DR007/R007与银行间质押式回购成交量

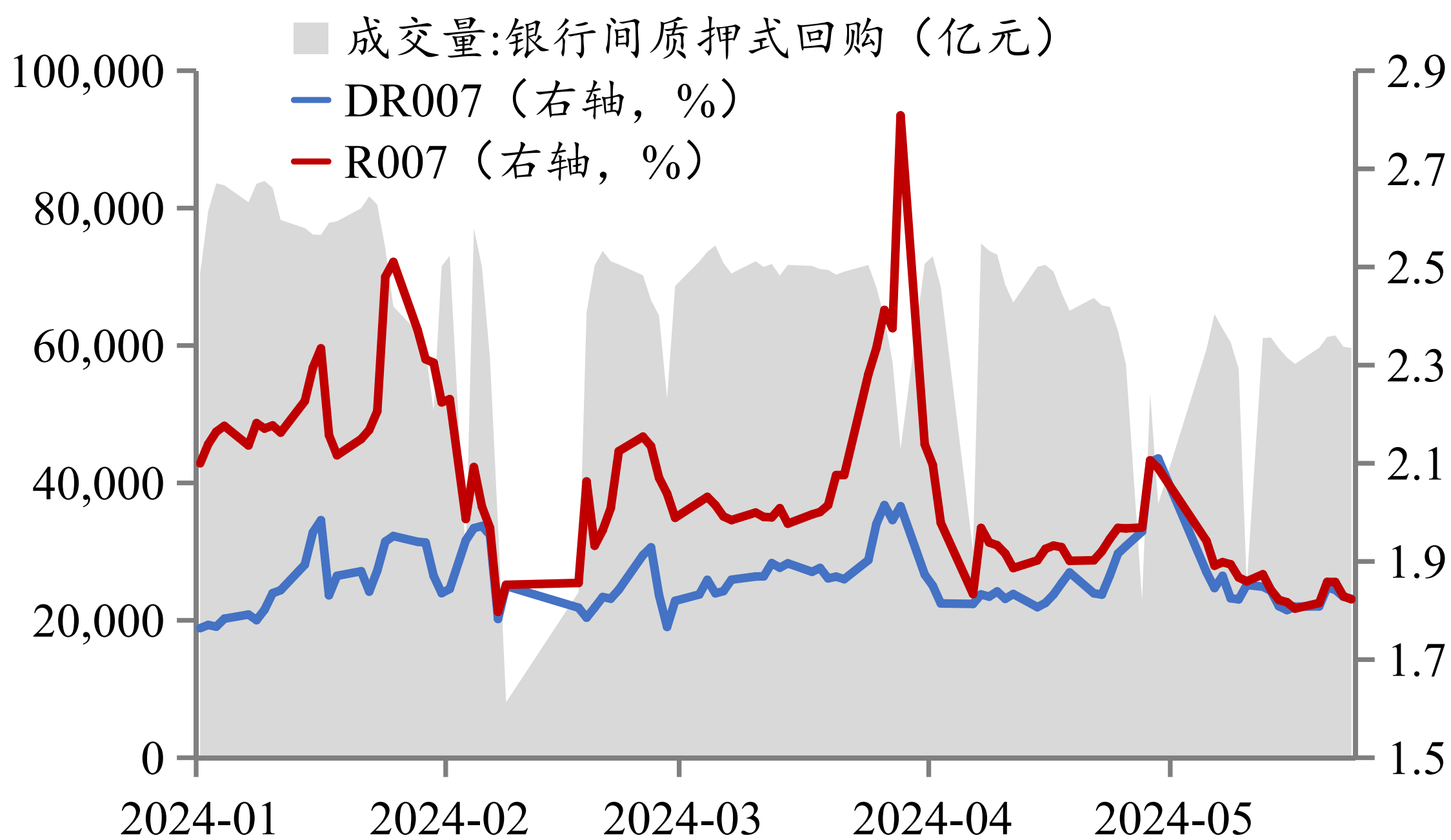
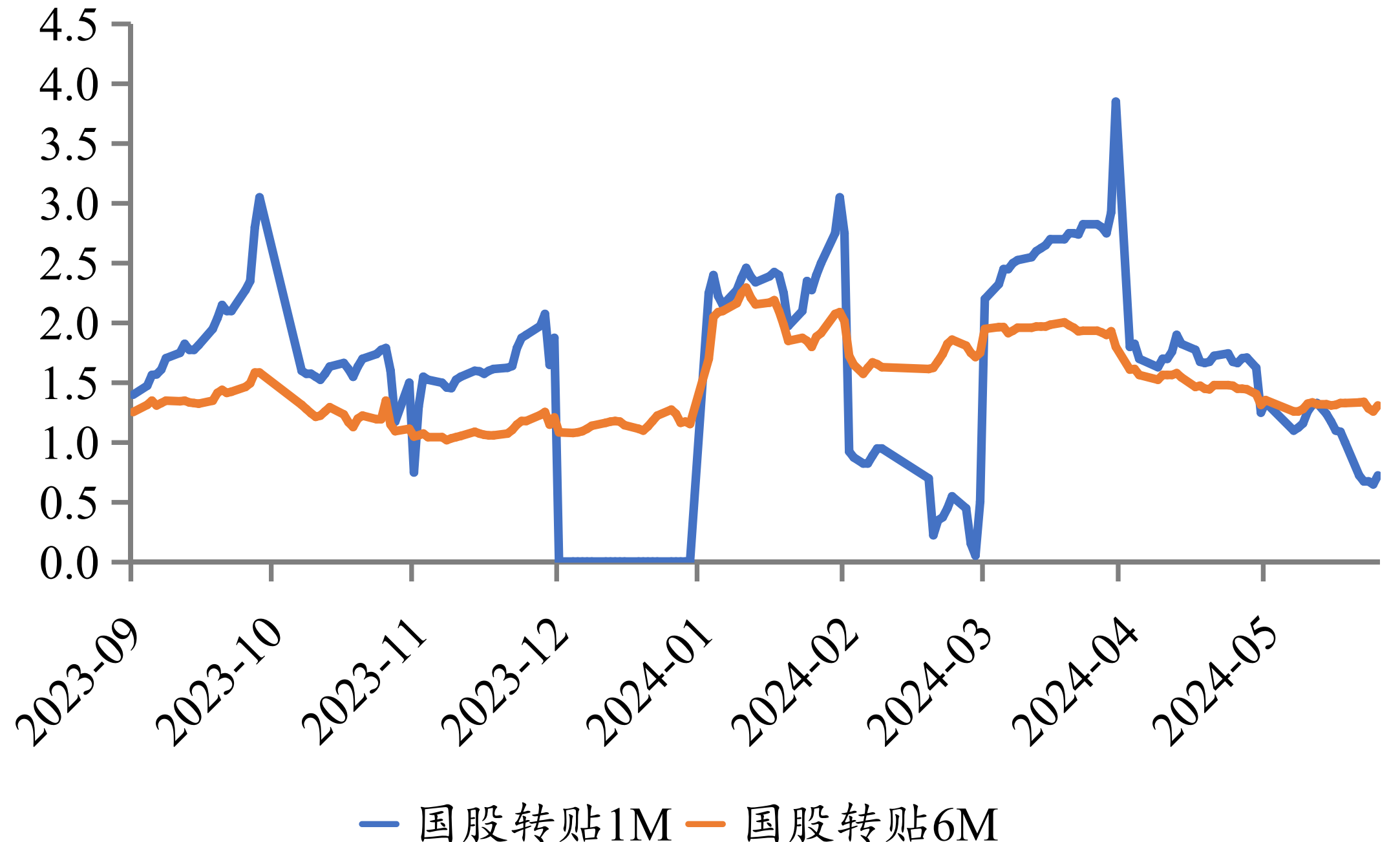


图4：国股转贴利率（%）



解读分析

➤ 近期债市利率维持较平衡的状态，尤其是中长端利率波动幅度较小，反映出当前政策面、基本面、流动性、机构配置等方面的多空力量“势均力敌”。

- **政策利率预期：**支持降息的条件包括存款成本的有效管控、4月社融和M2增速放缓以及新的房贷政策落地等，但仍受到人民币贬值的较大掣肘，考虑到欧央行先于美联储降息或推高美元指数，预计短期内掣肘难以缓解，降息时点相应推后。
- **经济修复趋势：**基本面的空方力量来自于我国经济数据有所企稳，包括一季度GDP增长超预期、3-4月制造业PMI位于荣枯线上方，以及4月CPI增速出现回暖等，但房地产修复仍未现明显迹象，居民和企业有效融资需求仍未恢复，以及进出口未来存在不确定性等构成了基本面的多方力量，多空力量交织，市场在等待下一步的方向。
- **流动性扰动：**资金面的扰动因素主要是政府债的提速发行和央行偏低的OMO投放，但从流动性分层大幅减弱、R007与DR007利差大幅压缩来看，非银的流动性较充裕，且在严禁手工补息下，银行并未提高利率发行同业存单，国股转贴利率也较快下行，反映出银行的负债压力整体不大，近期流动性有望维持自发性的平衡状态。
- **资产荒缓解：**随着超长期特别国债开启发行和地方债发行提速，机构的欠配将有所缓解，叠加央行对长期国债利率的关注，有利于债市利率上行，但由于严令禁止“手工补息”，部分资金向理财、基金等机构产品聚集，且机构配置高息存款受限，加剧了机构的欠配，对债市形成下行压力，机构的债券配置达到微妙平衡。

➤ 后续来看，短期内多空力量“难分胜负”，债市利率仍以平衡震荡为主。

- **资金面延续平衡：**从6月开始，特别国债30年期品种将每月发行两次，且增加50年期品种发行，叠加地方债下半年剩余约57%的全年限额，或增加流动性扰动。但随着禁止手工补息继续显效，预计非银流动性充裕不改，且不排除央行的适时支持，资金面或仍延续平衡。
- **政策落地与降息预期平衡：**政府债和各项稳增长政策落地见效，有助于改善居民消费和企业投资，尤其是上海、广州、深圳已陆续落地房贷政策，有望带动房地产业筑底企稳。但存款成本管控和房贷政策支持也增加了市场关于降息的预期，与基本面改善预期相平衡。

我国企业债务融资结构及其演变

热点
图解

图1：实体经济部门杠杆率变化趋势（%）

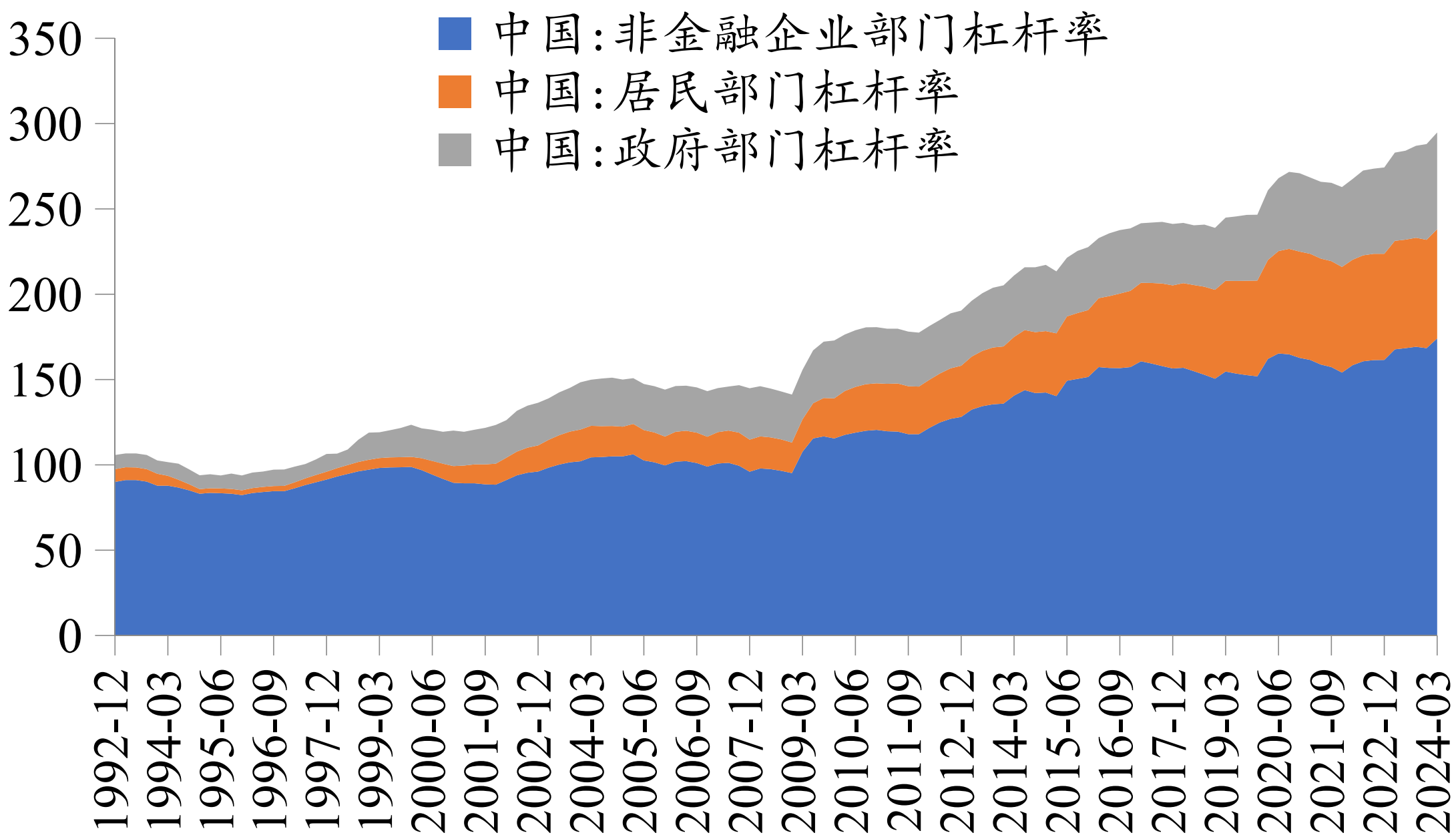


图2：企业各类债务融资规模长期增速（%）

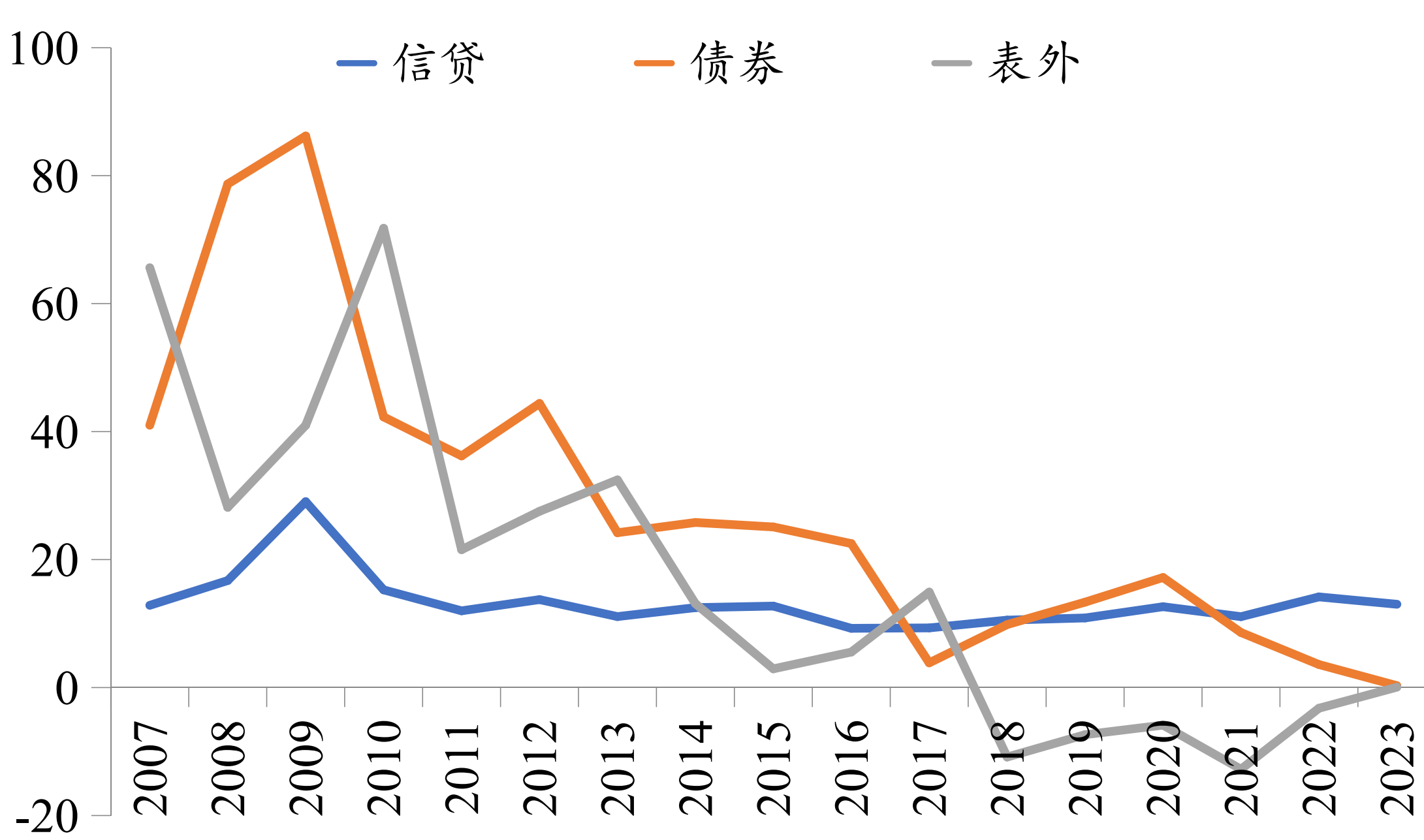


图3：金融机构企（事）业单位贷款规模

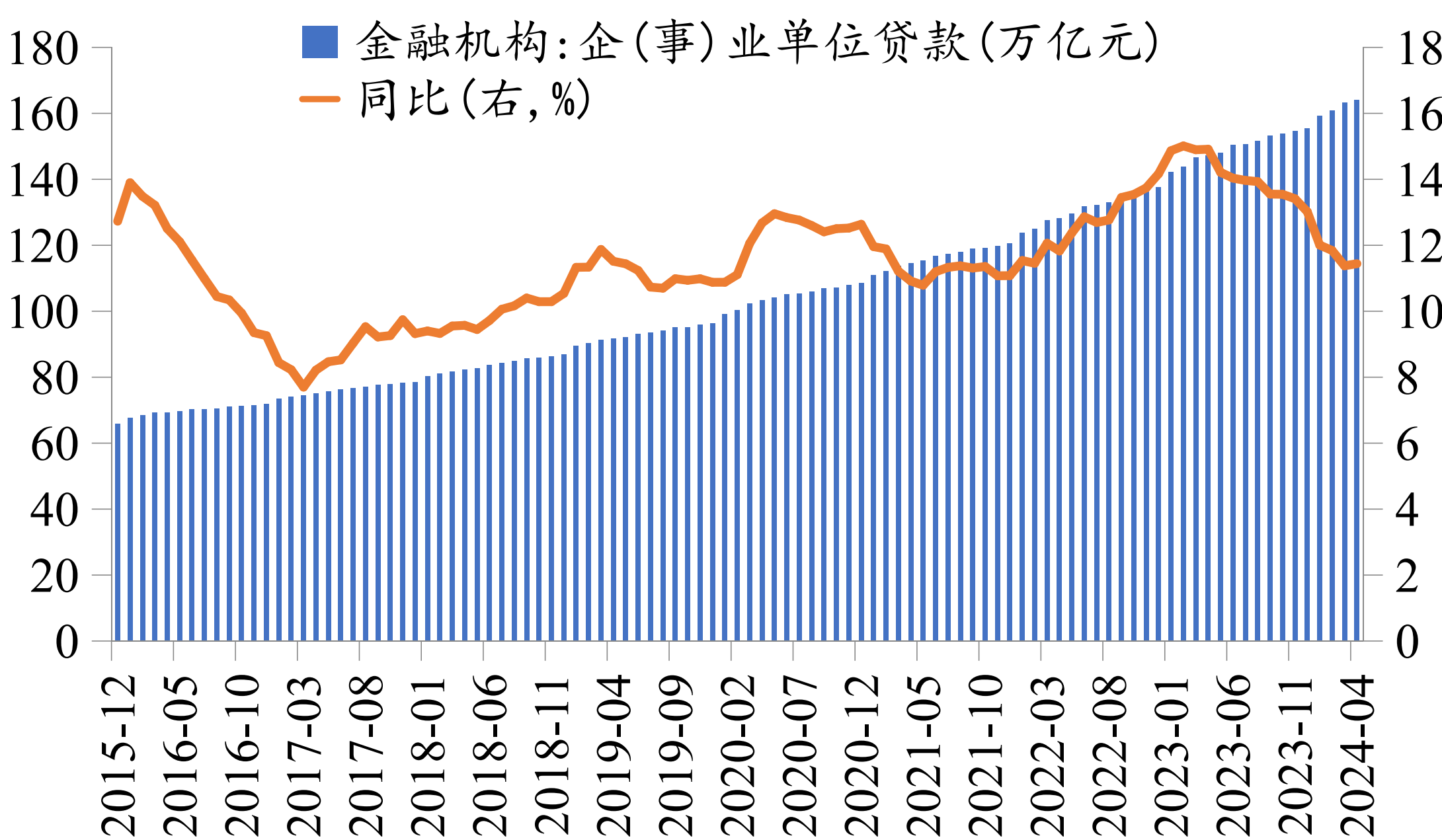


图4：企业债券融资规模存量

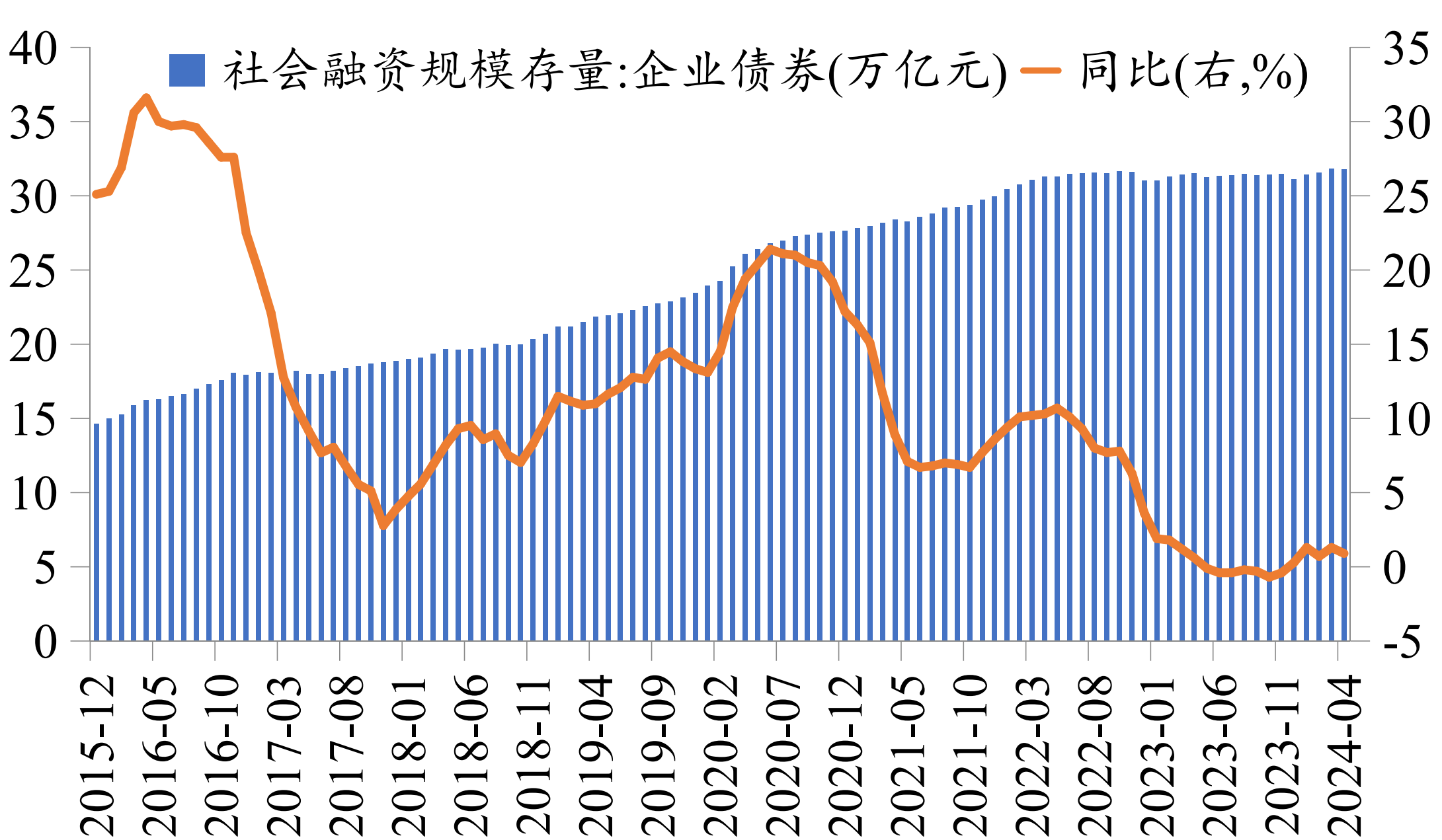


图5：表外融资规模存量

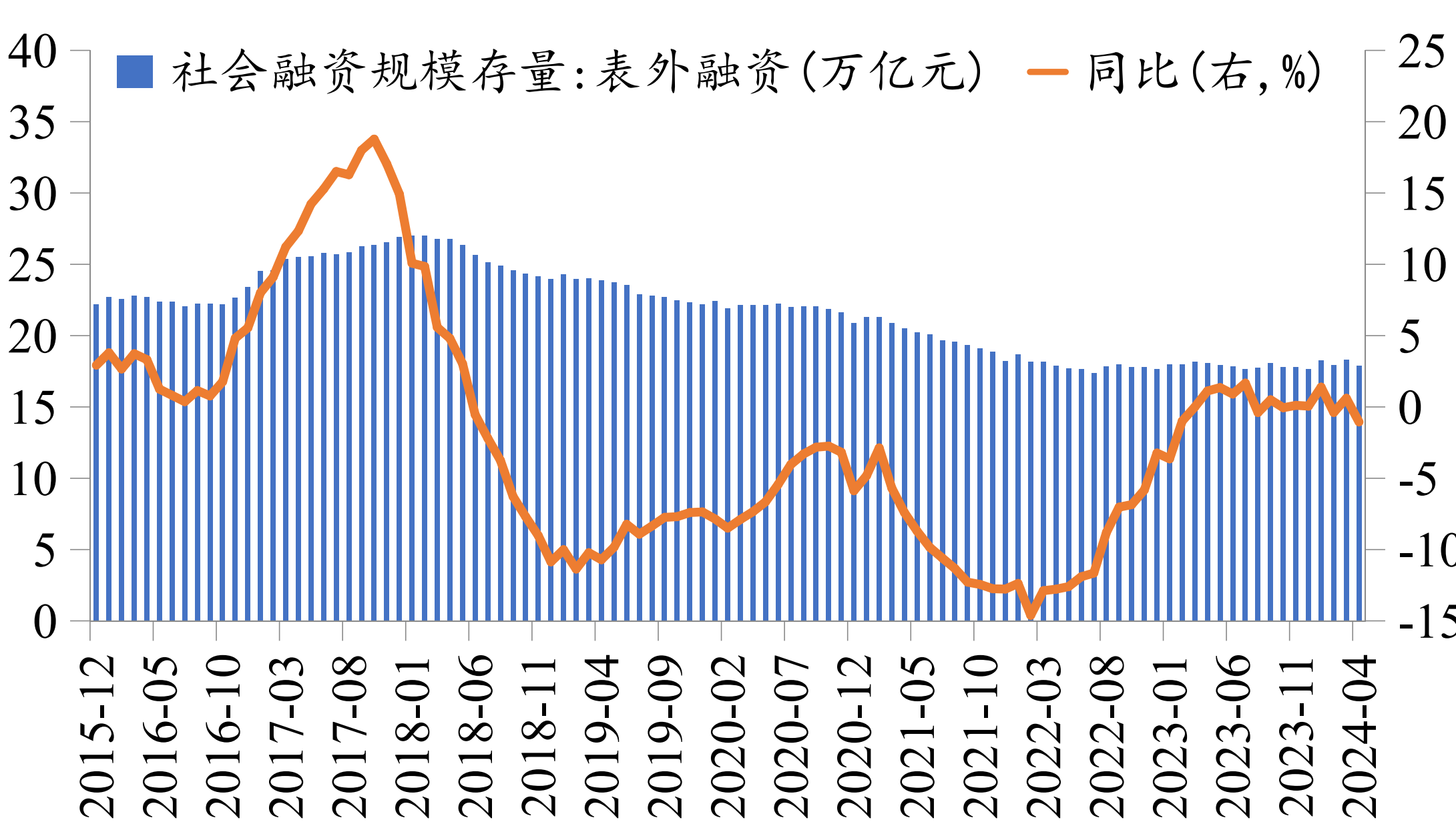
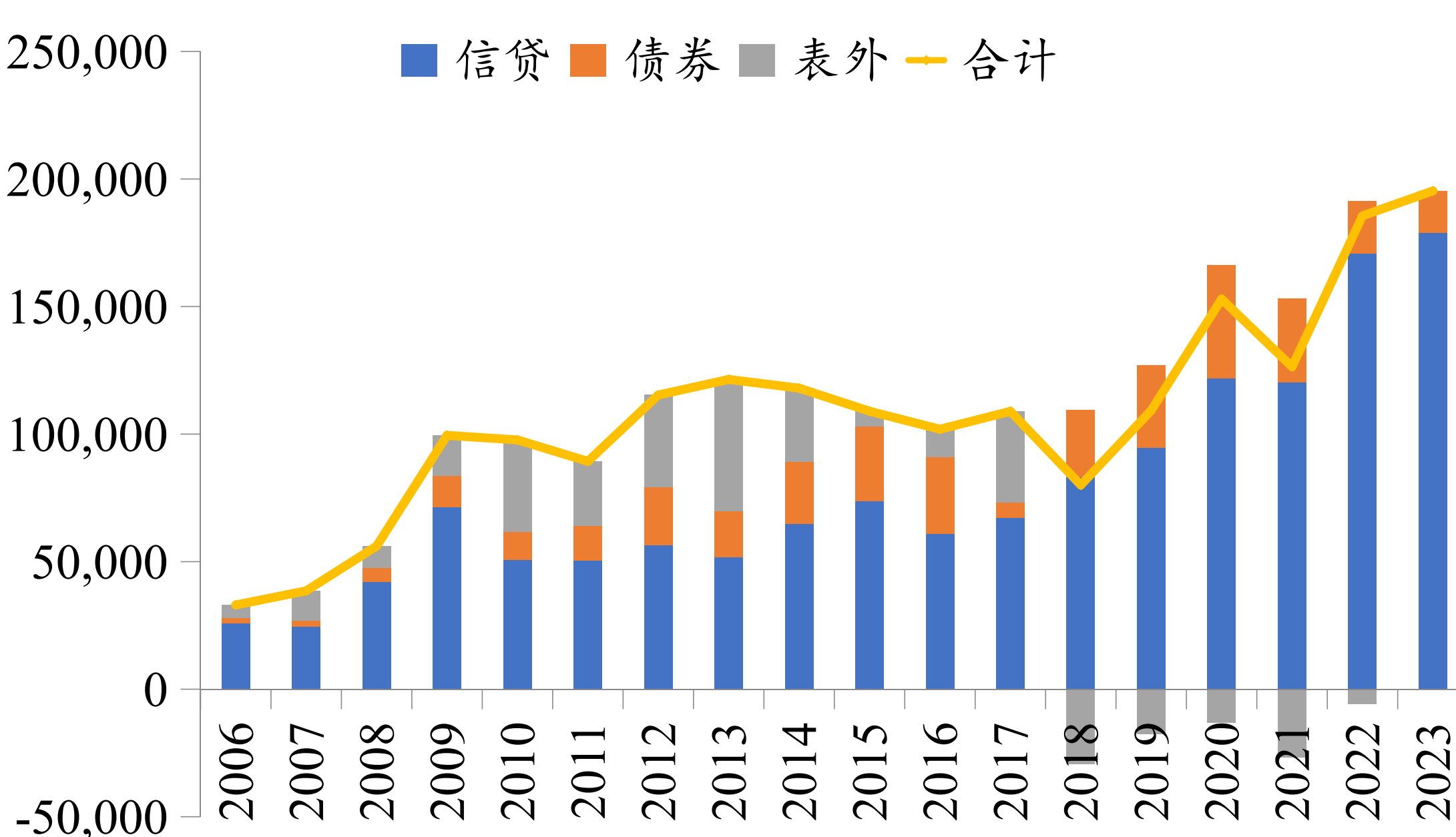


图6：企业新增债务融资历年结构演进（亿元）



解读分析

- ▶截至2024年一季度，我国实体经济部门杠杆率已高达294.8%，其中近六成债务集中在非金融企业部门。非金融企业债务融资方式主要包含三类：表内信贷、债券融资、表外融资。
- ▶表内信贷是企业债务融资主渠道。表内信贷不仅在企业债务融资中占比最大，且信贷增速也较稳定。2017年以来，企业信贷增速总体震荡走升，不过2023年以来，受企业信贷需求疲弱的影响，增速有所回落。从结构上看，中长期贷款在企业贷款中的占比持续上升。
- ▶企业债券融资规模增速长期呈波动下降态势。2017年末开始企业债券融资规模增速一度持续回升，但在新冠疫情爆发后，企业债券融资规模增速再度转为下降，目前同比增速仅为1%左右。与之相对应，企业债券在社融规模存量中占比也已降至8.15%的低位水平。
- ▶表外融资规模存量已趋于稳定。在监管套利驱动下，表外融资在2017年前一度十分活跃，随着金融整顿逐步落实，进入2018年后表外融资规模（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）持续多年负增长。不过2022年下半年以来表外融资规模存量已经逐渐稳定。
- ▶从历年企业新增债务融资的结构来看，新增表内信贷占比自2014年以来持续走升，目前已占90%以上；新增债券融资占比在2018年达到峰值后持续大幅下降，2023年仅为8.32%；新增表外融资在连续五年负增长后，2023年新增规模已接近于0。随着中央金融工作会议对“优化融资结构”“促进债券市场高质量发展”做出部署，未来债券融资占比有望回升。

“存款搬家”推动理财规模超季节性增长

➤按普益标准口径估算，2024年5月末，银行理财市场存续规模约29.6万亿元，同比增速延续上升至12%。结构上，近期银行理财市场有何新变化？

图1：理财存续规模及其同比（万亿元，%）

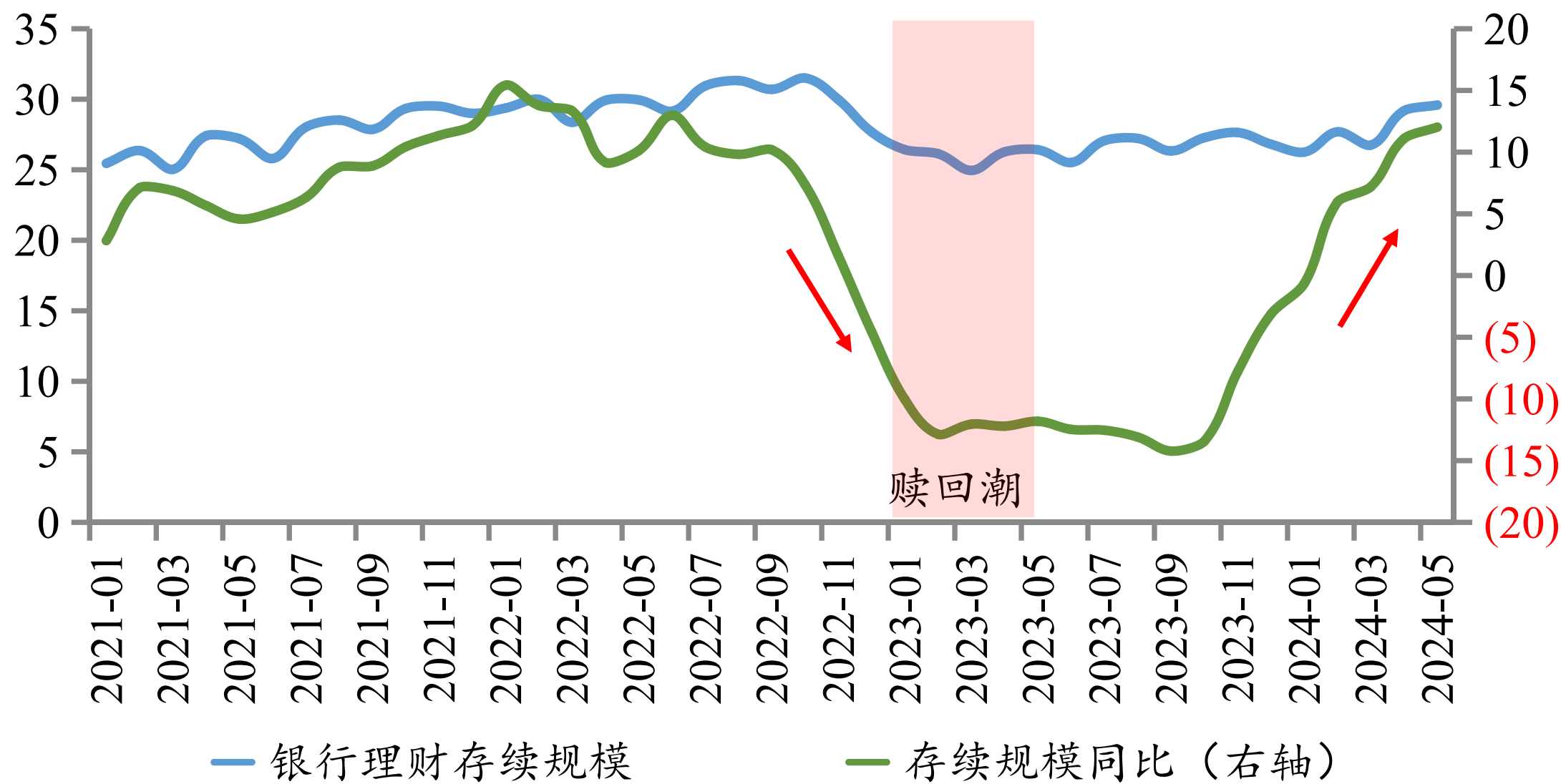


图2：理财存续规模季节性变化幅度（%）

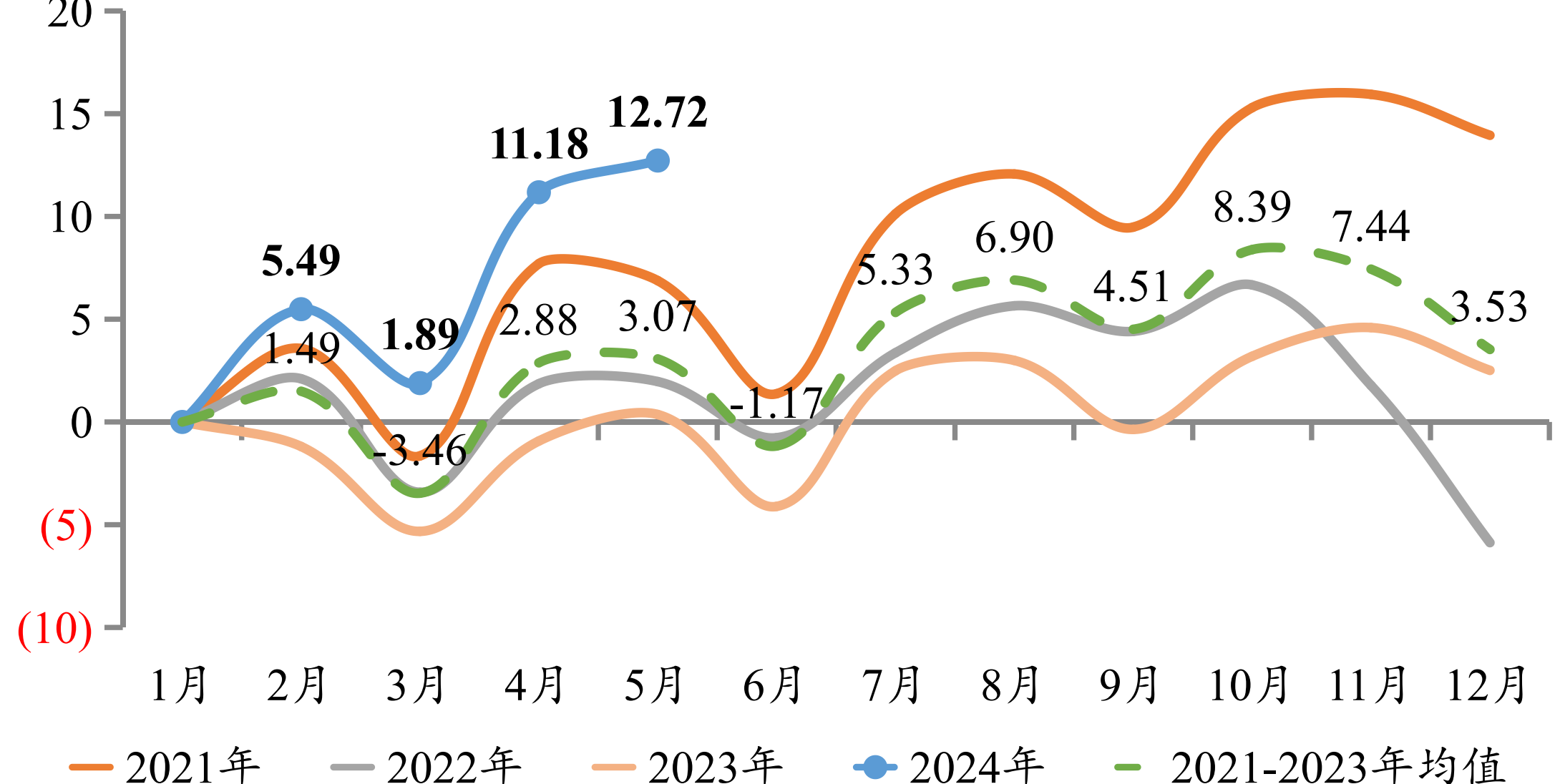


图3：新增存款、理财和公募基金同比变化（万亿元）

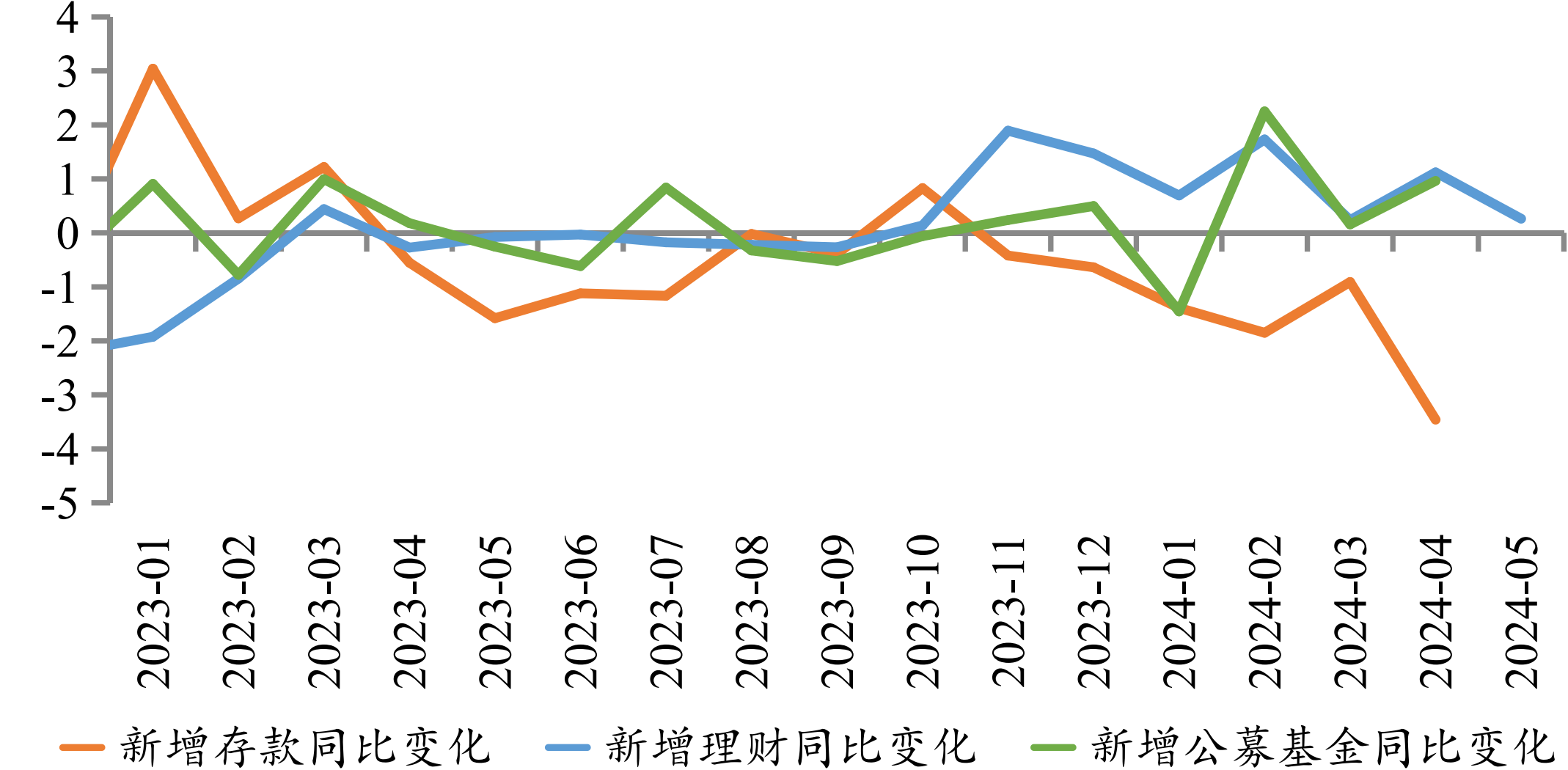


图4：开放式固收类近3月年化收益率（%）

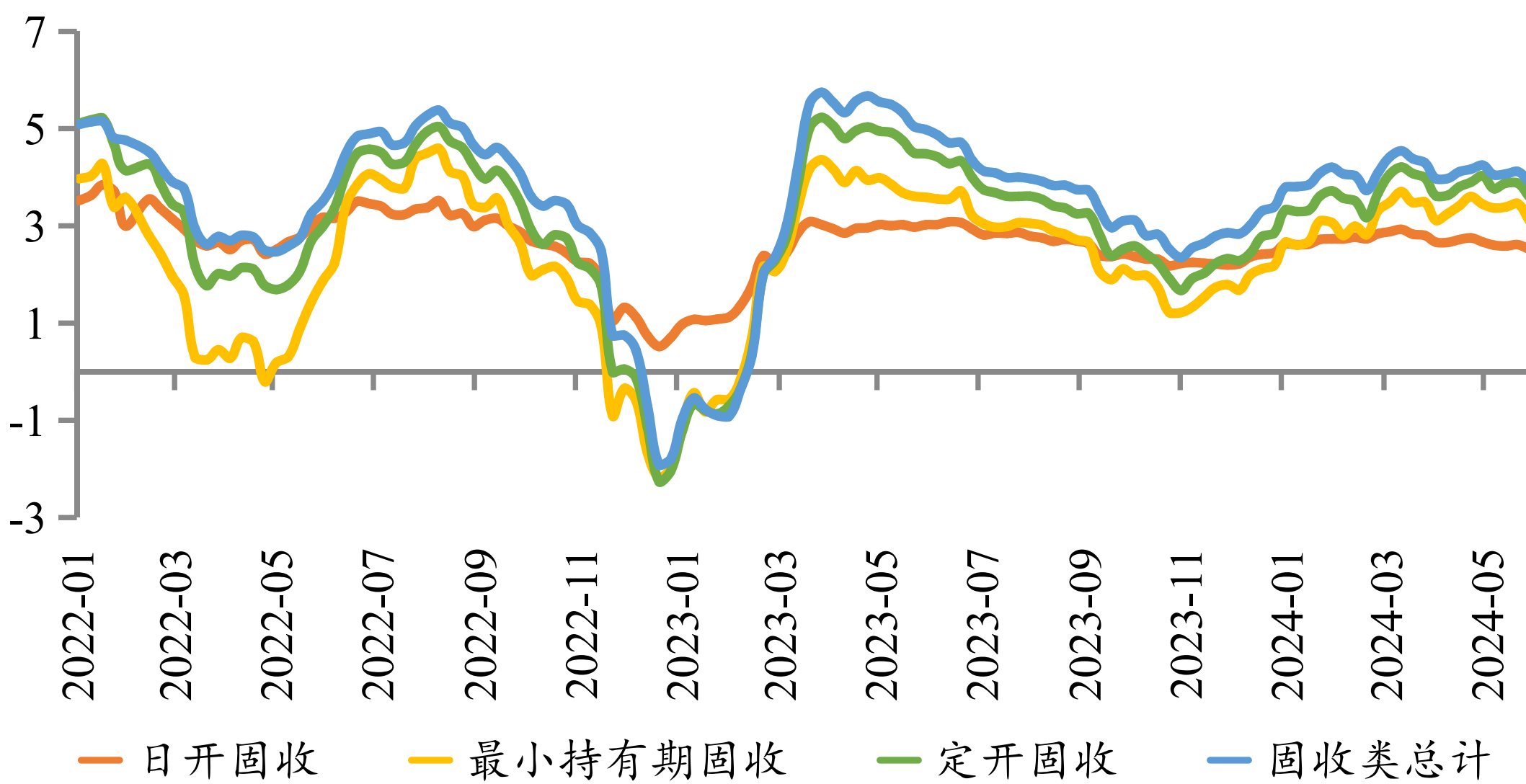


图5：理财存续规模按机构分类（万亿元，%）

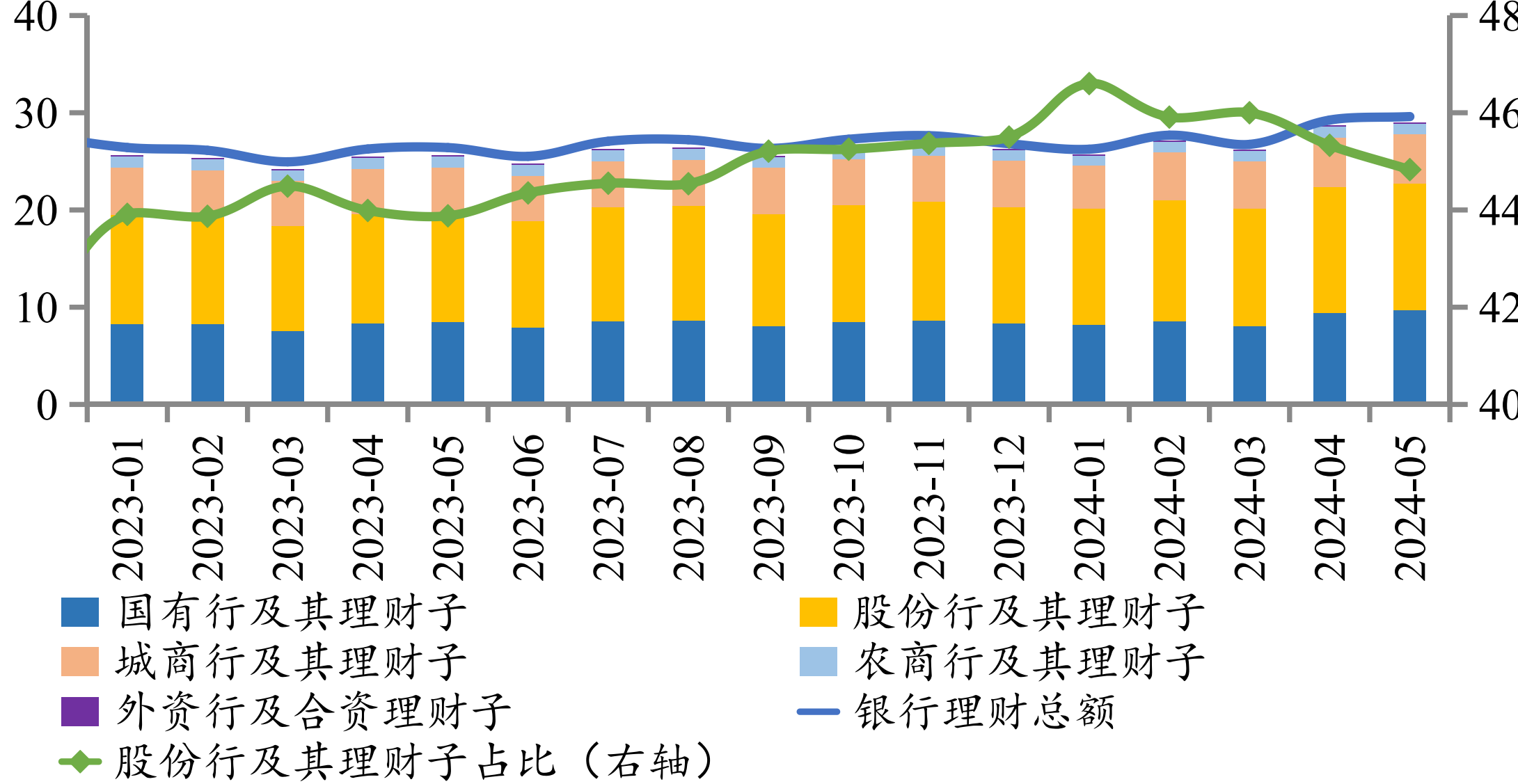
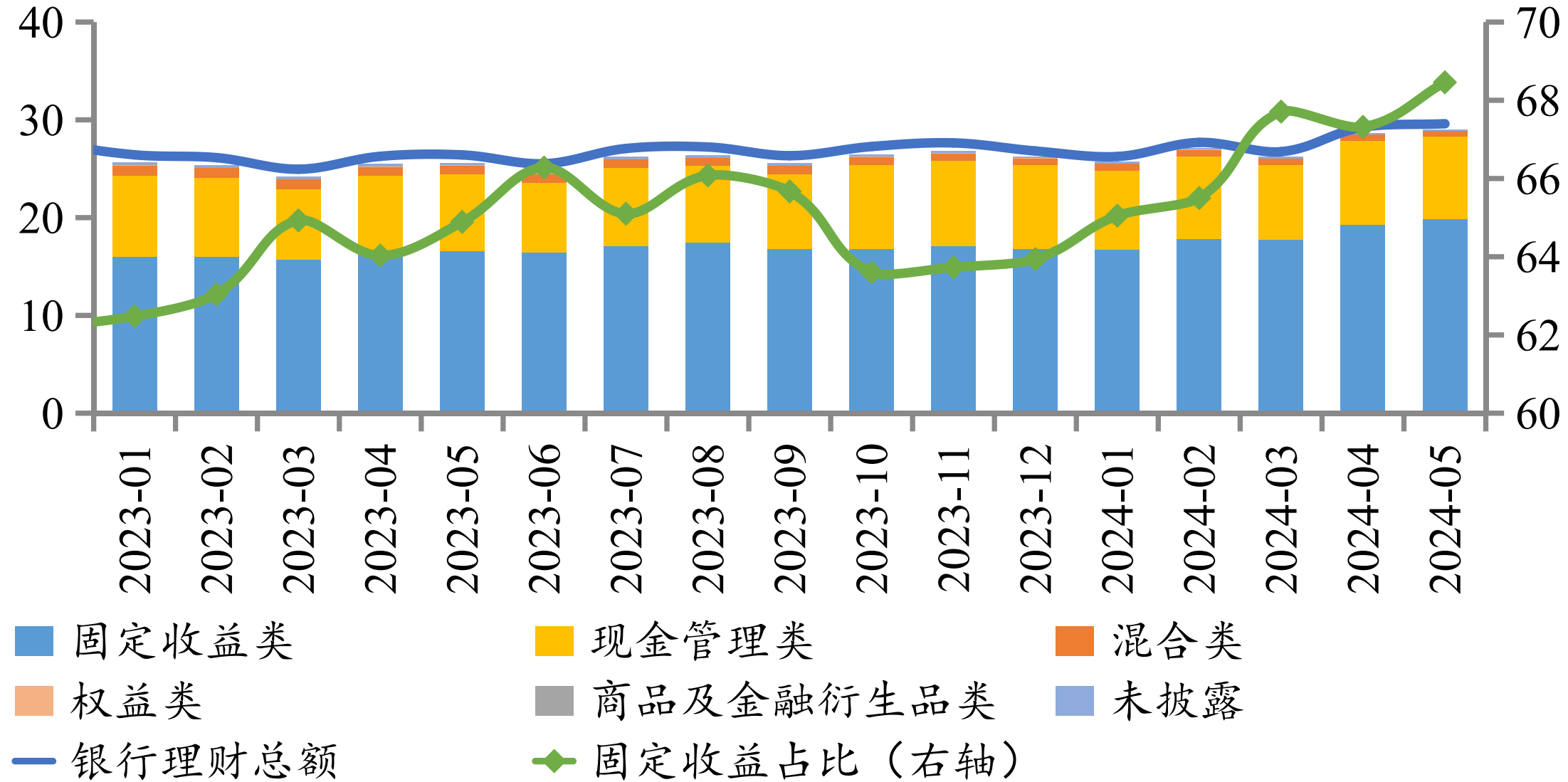


图6：理财存续规模按投资性质分类（万亿元，%）



解读分析

➤**存续规模：**2024年5月，银行理财规模延续增长，增幅远超往年同期，应主要源于“手工补息”叫停背景下“存款搬家”提速，短期这一趋势预计延续。按普益标准口径估算，5月末银行理财市场存续规模约29.6万亿元，同比增速升至12%。理财规模整体延续4月跨季以来的增势，5月存续规模较年初实现增长12.7%，远高于往年同期的3.1%。

➤**收益率：**固收类和现金管理类产品收益率均有所下行。从固收类产品来看，截至5月26日，固收类近3月年化收益率中枢约3.91%，较4月末下降34bp。其中，日开、最小持有期、定开固收类收益率约2.52%、3.12%、3.6%，分别较4月末下行15bp、33bp和43bp。从现金管理类产品来看，现金管理类理财近7日年化收益率中枢约1.85%，较4月末下降12bp；同期货基收益率约1.68%，较4月末下降14bp；现管类和货基平均利差约17bp，利差小幅走阔2bp。后续来看，随着“手工补息”叫停陆续落地，产品净值或将明显承压，收益率预计延续走低。

➤**机构份额：**股份行及其理财子规模同比增速持平上月，占比延续下行。股份行、国有行子、城商行、农商行、外资行的存续规模分别为13万亿元、9.7万亿元、5.1万亿元、1.1万亿元和0.1万亿元，分别同比变化+15.7%、+14.5%、+8.9%、-2.6%和+13%。股份行理财市场份额延续下行，当月下降0.5个百分点至44.8%，同期国有行市场份额上升0.7个百分点至33.5%。

➤**产品结构：**固收和现金管理类产品存续规模同比增速维持高位。5月末固收类存续规模约19.9万亿元，同比增速升至19.5%；现金管理类存续规模约8.4万亿元，同比增速7.9%，二者规模占比合计约97.5%，环比上升0.3个百分点。混合类和权益类产品存续规模延续收缩，同比增速分别为-36.1%和-25.7%。

大类资产	名称	2024.5.31 (%)	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	1.55	83	22
	国股转贴现票据利率3M	1.38	27	2
	国股转贴现票据利率6M	1.40	9	4
大类资产	名称	2024.5.31 (%)	一周变动 (BP)	较4月末变动 (BP)
固收	DR001	1.81	4	-12
	DR007	1.87	4	-24
	NCD到期收益率（AAA）1Y	2.07	-2	-3
	NCD发行利率（股份行）1Y	2.08	-3	-8
	国债2Y	1.80	-3	-10
	国债10Y	2.29	-2	-1
	企业债（AAA）3Y	2.24	-3	-16
	企业债（AA+）3Y	2.34	-3	-18
	企业债（AA）3Y	2.40	-3	-20
	美国国债2Y	4.89	-4	-15
	美国国债10Y	4.51	5	-18
	日本国债2Y	0.40	5	12
	日本国债10Y	1.07	5	19
	英国国债2Y	4.46	-8	-9
	英国国债10Y	4.40	13	3
	法国国债2Y	3.19	2	5
	法国国债10Y	3.15	7	7
	德国国债2Y	3.12	5	14
	德国国债10Y	2.70	12	15
大类资产	名称	2024.5.31 (%)	一周变动 (%)	较4月末变动 (%)
外汇	美元指数	104.63	-0.1	-1.6
	欧元兑美元	1.08	0.0	1.7
	美元兑日元	157.33	0.2	-0.3
	英镑兑美元	1.27	0.0	2.0
	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	0.0
	离岸人民币：即期汇率	7.26	0.0	0.1
大类资产	名称	2024.5.31 (%)	一周变动 (%)	较4月末变动 (%)
大宗商品	CRB指数	547.20	-0.2	0.2
	BDI指数	1,815.00	1.0	7.7
	NYMEX轻质原油	76.99	-0.9	-6.0
	IPE布油	81.11	-0.9	-6.0
	COMEX黄金	2,345.80	0.5	1.9
	LME铜：3个月	10,109.00	-2.5	0.4
	CBOT玉米	446.25	-4.0	-0.1
大类资产	名称	2024.5.31 (%)	一周变动 (%)	较4月末变动 (%)
权益	MSCI全球	951.79	-0.8	3.5
	上证综合指数	3,086.81	-0.1	-0.6
	沪深300指数	3,579.92	-0.6	-0.7
	中证500	5,308.54	-0.1	-2.4
	中证1000	5,355.21	0.1	-2.6
	深证成份指数	9,364.38	-0.6	-2.3
	创业板指数	1,805.11	-0.7	-2.9
	恒生指数	18,079.61	-2.8	1.8
	标普500指数	5,277.51	-0.5	4.8
	道琼斯工业平均指数	38,686.32	-1.0	2.3
	纳斯达克综合指数	16,735.02	-1.1	6.9
	德国DAX全收益指数	18,497.94	-1.0	3.2
	英国富时100指数	8,275.38	-0.5	1.6
	法国CAC40指数	7,992.87	-1.3	0.1
	东京日经225指数	38,487.90	-0.4	0.2
	韩国综合指数	2,636.52	-1.9	-2.1
	澳洲标普200指数	7,701.70	-0.3	0.5

重要政策数据

➤ 习近平总书记在《求是》杂志发表文章指出，发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。

➤ 央行主管媒体称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。

➤ 上海、深圳、广州优化调整房地产政策，包括下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限，支持以旧换新等。

➤ IMF上调今年中国经济增长预期至5%。

➤ 一季度，商业银行净息差降至1.54%，其中国有行、股份行、城商行净息差分别为1.47%、1.62%和1.45%。

➤ 5月，制造业PMI录得49.5%。

➤ 5月，全国共发行地方债9036亿元。

➤ 4月，美国核心PCE同比+2.8%，持平上月；环比+0.2%，回落0.1个百分点。

➤ 5月，欧元区调和CPI同比+2.6%，较上月回升0.2个百分点。

市场走势分析

➤ **流动性：**跨月扰动叠加地方债发行边际加速，央行逆回购结束地量投放，全周公开市场净投放资金6040亿元，创下两个月来单周新高，呵护资金面平稳跨月。月末资金面整体维持平稳均衡，资金利率小幅上行，流动性分层基本消失。

➤ **NCD：**本周同业存单发行规模和净融资额减少，1年期AAA存单收益率下行至2.07%。禁止手工补息下存款出表，银行负债端压力加大，或通过增加存单发行补充负债，当前存单收益率与MLF利率仍形成明显倒挂，下行空间有限。

➤ **债市：**国内债市利率在上海、广州、深圳地产政策出台后演绎利空出尽行情，叠加央行意外提前释放流动性、5月PMI偏弱，全周小幅下行。美债利率先在美债标售疲弱和美联储官员偏鹰的发言影响下较大幅上行，周五因核心PCE价格指数创三年来新低有所回调。

➤ **汇市：**近期美联储官员发表言论多数偏鹰，但美国一季度GDP和PCE增速双双大幅下修，经济放缓、通胀降温，美元指数全周震荡略有下行。在美元指数较大幅波动情况下，人民币汇率呈现双向波动态势，全周看总体保持平稳。

➤ **商品：**欧洲原油需求较弱，在OPEC+结果落地前原油市场成交也较疲弱，国际油价先升后降，总体震荡走弱。美国经济数据表现欠佳，国际金价在上周大幅下挫后，本周有所回升，黄金ETF持仓数量保持稳定。

➤ **股市：**本周A股大幅震荡，上证指数在周一收复3100点后再度失守，PMI显示经济压力、地缘政治未现缓和、美联储政策摇摆等因素降低了市场风险偏好。美股科技板块表现不佳，市场缺乏新的看涨催化剂，叠加受到美债利率上行的比价压力，三大指数均有下跌。

各地密集响应5·17房地产新政

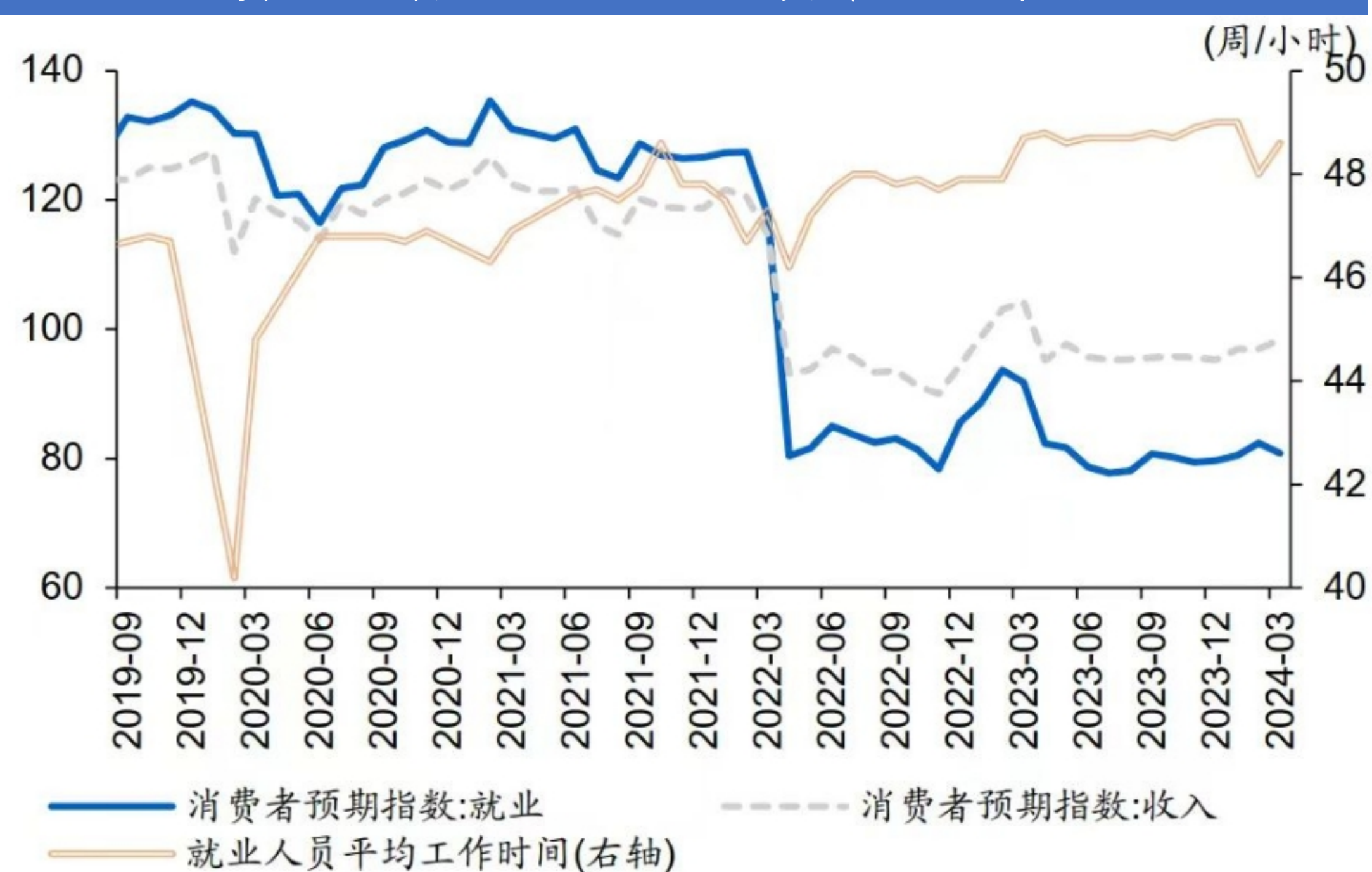
➤ 5·17房地产新政发布，各地密集进行推进落地。

➤ 5月21日，住建部办公厅要求做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作。通知要求，要指导城市住房公积金管理中心及时调整住房公积金个人住房贷款利率。

➤ 5月22日，湖北省住建厅联合多部门印发《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》。新政后，武汉成为全国首个下调房贷利率下限的城市，也是首个落实下调首套房和二套房首付比例的城市。截止目前，湖北、云南、山西、甘肃、河北、陕西、宁夏、广西、重庆等省（区、市）宣布取消当地首套房和二套房贷款利率下限。省会城市中，合肥、福州和长沙已跟进。非省会城市中，泉州市、南平市、芜湖市已宣布跟进。

➤ 5月24日，广东省19个城市就差别化住房信贷政策做出调整，取消利率下限。珠海取消全域限购。

消费者预期指数及就业人员平均工作时间

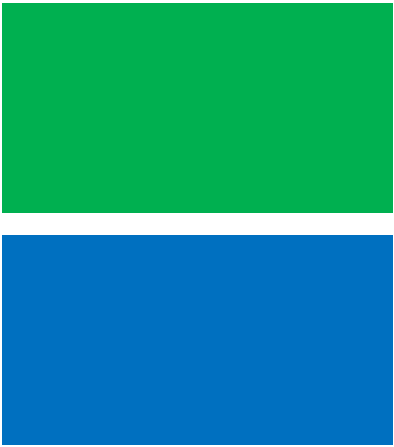


居民杠杆率和人均可支配收入累计同比情况



解读分析

- 本次大力度调整住房信贷政策，将对房地产市场健康平稳发展形成有力支撑。公积金贷款利率下降，结合取消首套、二套房商贷利率下限，有助于降低购房门槛和购房成本，多重政策叠加推出，传递出稳定房地产市场的明确信号。此次住房信贷政策调整力度较大，超出预期，有助于稳定修复居民住房消费信心，提高居民住房消费的意愿和能力。
- 多措并举化解存量压力，消化存量也是当前政策发力重点。4月30日中央政治局会议首次提出，要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。本次央行及时设立专门的再贷款工具，支持地方国企收购存量房产用作保障性住房，体现了对党中央决策的落实和对地方政府消化存量住房的支持。副总理何立峰谈到，相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。目前，“白名单”项目贷款审批通过9350亿元，各地“以旧换新”也在持续实践中。

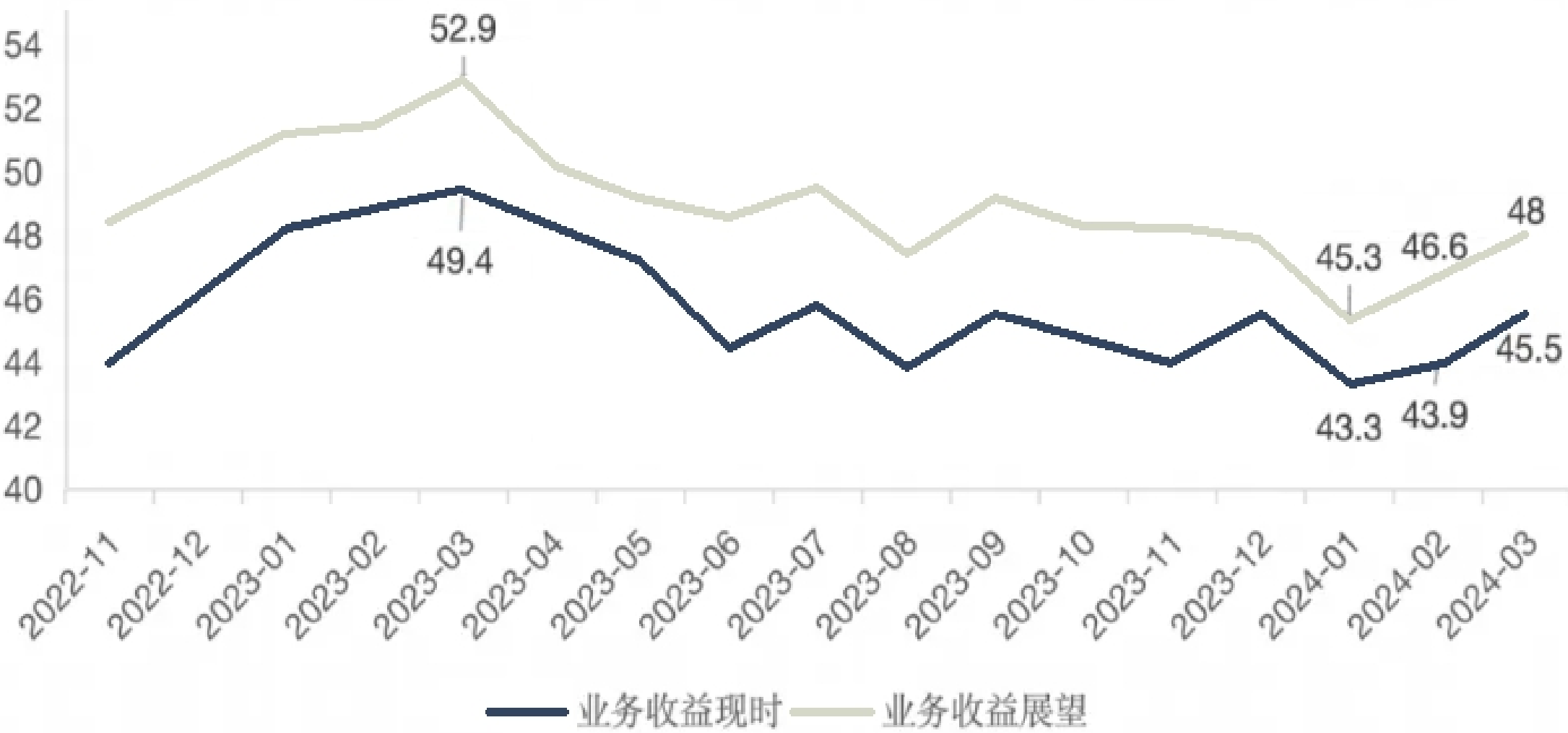


- 2019年10月，香港金融管理局作为召集人成立了“银行业中小企贷款协调机制”，参与代表为11家活跃于中小企贷款的银行，并推出了多轮措施支援中小企业。
- 2024年3月28日，金管局联同“银行业中小企业贷款协调机制”在听取工商界意见后，推出9项措施协助中小企业驾驭复杂多变的经营环境，提高面向银行的议价能力，支持中小企业获取银行融资。

图1:2019-2024 渣打中小企业综合营商指数



图2:2022年11月-2024年3月香港中小企业收益动向指数



数据来源：香港生产力促进局，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

表1：2024Q1香港公司数量情况统计

时间	新成立本地公司	已解散公司	非本地公司累计	破产呈请	发出接管/破产令数目	强制清盘呈请
2024年1月	11,122	6,516	14,849	753	782	67
2024年2月	6,997	11,626	14,898	648	554	53
2024年3月	12,429	11,390	14,932	783	641	69
2024年4月	12,000	7,400	15,000	742	859	66

表2：3月香港金管局推出9项措施支援中小企业融资

措施	类型	具体细则
1	支持中小企业融资需求	不要求按时还款按揭客户提前还款
2		调整信贷额度给予客户最少6个月过渡期
3		加快处理八成和九成信贷担保产品申请
4		按“还息不还本”原则支援有困难的客户
5		提供切合中小企业需求的信贷产品及支援服务
6		积极考虑减免利息和收费
7	提升中小企业议价能力	设立一站式平台提供中小企业咨询服务
8		便利客户转化贷款银行
9	加强沟通	银行业定期与商业界组织会面了解中小企业需求

数据来源：香港公司注册处，香港破产管理署，中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

资料来源：香港金融管理局

解读分析

- 一季度，香港中小企业破产申请数量小幅增长，盈利表现逐步回升。统计数据显示，一季度以来，香港新设企业数量持续增长，连续两月新设公司数量较解散数量为高，维持净增长，经济整体呈现回升向好态势，表现出较强的吸引力与活力。从整体收益指数来看，一季度香港中小企业业务收益的现实动向持续走高，整体盈利情况逐步回暖。
- 一季度，香港中小企业营商信心仍然承压，行业分化显著。统计数据显示，一季度中小企业整体营商信心呈下跌趋势。其中，零售业营商信心偏审慎但投资意向略有回暖，进出口贸易及批发业的景气状况仍待进一步提振。

- 近期，工信部联合国家发改委、农业农村部、商务部、国家能源局共同发布了关于开展2024年新能源汽车下乡活动的通知，此次活动精选99款车型，旨在推动新能源车在农村地区的普及与发展。
- 我国汽车下乡政策源起于2009年，经历了从传统燃油车到新能源车的转变。自2020年起，工信部等多部门已连续4年举办新能源车下乡活动，持续推动消费下沉，促进了下乡车型销量的显著增长。随着更多车型的加入（去年69款），预计县级和乡镇新能源汽车的渗透率及市场价值均将实现同步提升。

2024年新能源汽车下乡车型目录（部分）

序号	车型	生产企业	序号	车型	生产企业
1	红旗E-QM5	中国第一汽车集团有限公司	15	领克08EM-P	浙江吉利汽车有限公司
2	奔腾NAT	一汽奔腾汽车股份有限公司	16	极氪001	浙江吉利汽车有限公司
3	小鹏G6	广州小鹏汽车科技有限公司	17	极氮	浙江吉利汽车有限公司
4	埃安A ION YPlus	广汽埃安新能源汽车股份有限公司	18	五菱EV50	广西汽车集团有限公司
5	小康EC36II	赛力斯汽车(湖北)有限公司	19	E5	上汽通用汽车有限公司
6	荣威D7DMH	上海汽车集团股份有限公司	20	宝骏KiWi EV	上汽通用五菱汽车股份有限公司
7	秦PLUS DM-i	比亚迪汽车工业有限公司	21	ID.3	上汽大众汽车有限公司
8	海鸥荣耀版	比亚迪汽车有限公司	22	广汽传祺EE8	广汽乘用车有限公司
9	风神E70	东风乘用车公司	23	欧拉闪电猫	长城汽车股份有限公司
10	奇瑞小蚂蚁青春版	奇瑞新能源汽车股份有限公司	24	哈弗二代大狗PHEV	长城汽车股份有限公司
11	奇瑞QQ冰淇淋	奇瑞新能源汽车股份有限公司	25	lumin	重庆长安汽车股份有限公司
12	Z03	合创汽车科技有限公司	26	祥菱	北汽福田汽车股份有限公司
13	T03	浙江零距科技股份有限公司	27	精灵智蓝	北汽福田汽车股份有限公司
14	吉利几何E	浙江吉利汽车有限公司	28	哪吒S	合众新能源汽车股份有限公司

资料来源：工信部

城市新能源乘用车零售销量及增减量情况

新能源2024年销量TOP10		2023年同期TOP10		新能源2024年增减量前五	
成都	55398	上海	62481	苏州	21856
广州	53611	杭州	46162	成都	17471
深圳	53332	深圳	44402	北京	14508
杭州	52398	广州	39328	广州	14283
苏州	50128	成都	37927	天津	12365
上海	45005	郑州	32818	扬州	(456)
北京	44129	重庆	30434	西双版纳	(1266)
重庆	41841	北京	29621	湖州	(1402)
郑州	38171	苏州	28272	金华	(1896)
武汉	37410	武汉	26792	上海	(17476)

数据来源：乘联会秘书长崔东树；

解读分析

- 农村地区新能源车渗透率存在巨大提升空间。根据汽车工业协会充换电分会数据，目前国内新能源车零售渗透率已达到43.7%，而农村地区仅为17%。由于特大城市限购以及销售高基数效应影响，2024年大城市纯电动车渗透率同比下降了4个百分点；相比而言，中型城市和县乡市场公共交通发展相对缓慢，近年市场需求持续增长，显示出强劲的增长活力。
- 新能源汽车下乡车型销量增长潜力有待挖掘。本次汽车下乡涉及比亚迪、吉利等自主车企，还涵盖小鹏、赛力斯等新势力和一汽大众等合资品牌。车型种类繁多，包括轿车、SUV、MPV以及皮卡等。从参与名单可以看出，小鹏G6已取代G3i，同时极氪001和极氪X等高价值车型也入选其中。回顾过去发展，2021年、2022年新能源车下乡车型销量分别同增了169%、87%，充分证明了农村市场的巨大潜力。

➤ 2024年5月15日，中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部联合印发《2024年数字乡村发展工作要点》，要求深入实施《数字乡村发展战略纲要》《数字乡村发展行动计划（2022—2025年）》，以信息化驱动引领农业农村现代化，促进农业高质高效、乡村宜居宜业、农民富裕富足，为加快建设网络强国、农业强国提供坚实支撑。《工作要点》部署了9个方面28项重点任务。

表1：中央颁布的数字乡村有关政策梳理

序号	时间	文件名称	发布单位	重点内容
1	2018年	《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》、《乡村振兴战略规划（2018-2022年）》	国务院	实施数字乡村战略,做好整体规划设计,加快农村地区宽带网络和第四代移动通信网络覆盖步伐,开发适应"三农"特点的信息技术、产品、应用和服务,推动远程医疗、远程教育等应用普及,弥合城乡数字鸿沟。
2	2019年	《2019年农业农村市场与信息化工作要点》	农业农村部	加快数字农业农村建设。实施数字乡村战略,推动出台数字农业农村发展规划。
3	2020年	《关于抓好"三农"领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	国务院	加强现代农业设施建设。依托现有资源建设农业农村大数据中心,加快物联网、大数据等现代信息技术在农业领域的应用。
4	2021年	《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	国务院	加强乡村公共基础设施建设。实施数字乡村建设发展工程。推动农村千兆光网、第五代移动通信(5G)、移动物联网与城市同步规划建设。
5	2022年	《2022年数字乡村发展工作要点》	中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部、国家乡村振兴局	到2022年底,数字乡村建设取得新的更大进展。乡村数字基础设施建设持续推进,5G网络实现重点乡镇和部分重点行政村覆盖,农村地区互联网普及率超过60%。
6	2023年	《中共中央国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	国务院	持续加强乡村基础设施建设。深入实施数字乡村发展行动,推动数字化应用场景研发推广。
7	2024年	《数字乡村建设指南2.0》	中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部、市场监管总局、国家数据局	按照“建什么、怎么建、谁来建”的思路，从建设内容、建设方法和保障机制等方面构建了数字乡村建设框架。
8	2024年	《2024年数字乡村发展工作要点》	中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部	要求深入实施《数字乡村发展战略纲要》《数字乡村发展行动计划（2022—2025年）》，以信息化驱动引领农业农村现代化，促进农业高质高效、乡村宜居宜业、农民富裕富足，为加快建设网络强国、农业强国提供坚实支撑。《工作要点》部署了9个方面28项重点任务。

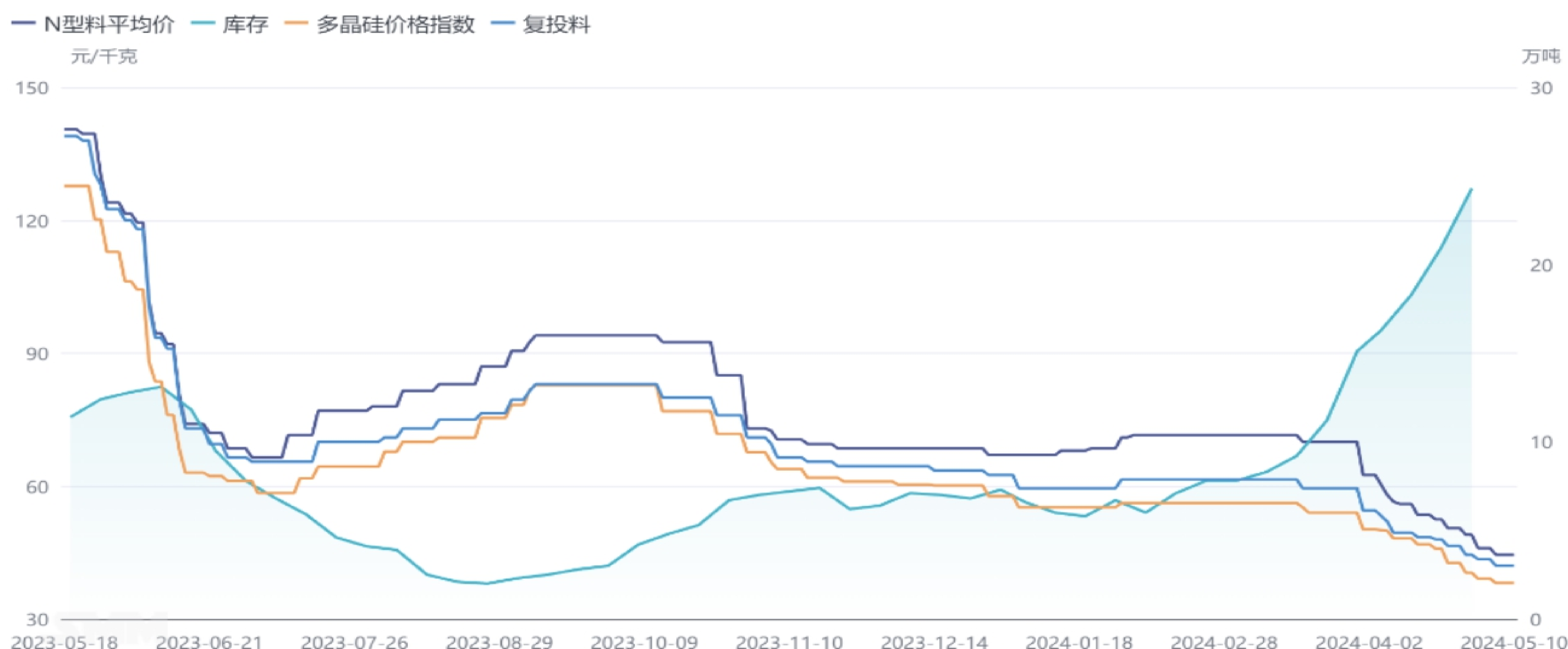
解读分析

- 数字乡村是乡村振兴的战略方向，也是建设农业强国的必由之路。党的二十大报告指出，加快建设网络强国、数字中国。“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合”。数字乡村建设是数字中国建设的一种积极探索，伴随网络化、信息化和数字化在农业农村经济社会发展中的应用，数字乡村将为乡村振兴提供重要技术支撑，有助于铲平城乡数字鸿沟，迈向共同富裕。
- 数字乡村建设将带来5G、人工智能等相关行业发展机遇。以新一代信息技术应用为中心的数字乡村建设注重5G、人工智能、虚拟现实（VR）、增强现实（AR）等数字技术的在智慧农业、乡村电商等场景应用：一方面，加快乡村信息基础设施建设，大幅提升乡村网络设施水平，如加强农村宽带通信网、移动互联网、数字电视网和下一代互联网发展。另一方面，发展农村数字经济，推进北斗卫星导航系统、高分辨率对地观测系统在农业生产中的应用，并促进云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术，与种植业、畜牧业、渔业、农产品加工业深度融合。

价格下跌加速硅料产能出清

- 硅料价格连续数周下跌，未见止跌迹象。5月30日，InfoLink发布最新数据显示，上周四至本周三区间硅料价格延续下跌趋势，国产块料主流价格范围维持在每公斤 37-42 元，本期均价降至每公斤 40.5 元左右，周环比降幅 1.2%；国产颗粒硅主流价格范围维持在每公斤 36.5-37 元范围，均价维持每公斤 37 元左右，环比持平；海外产块料价格范围整体稳定在每公斤21.5美元。截止五月底，硅料供应端库存水平预计升至 28-30 万吨范围。

硅料价格走势及库存情况



资料来源：SMM, InfoLink

解读分析

- **40.5元/公斤的平均价格已跌破行业成本线。**因上游原材料价格、物料消耗水平等多方面因素影响而出现波动，通威股份今年5月的平均生产成本升至42元/公斤以内。由于通威股份的成本控制能力代表了全行业领先水平，40.5元/公斤的价格已跌破行业龙头通威股份的成本线，则说明硅料全行业亏损。
- **37-42 元/公斤的主流价格下，部分企业已跌穿40元/公斤现金成本红线。**下游硅片价格下跌、库存高企、需求不足，硅料自身产能过剩情况下仍有通威（5月1日通威股份在云南二期20万吨高纯晶硅项目成功开车）、大全（今年第二季度预计将投产的大全能源的内蒙古包头二期10万吨多晶硅项目）、合盛硅业（东部合盛20万吨多晶硅项目）等新增产能投入。以上供需两端因素对硅料价格压制作用仍将持续，预计全线跌穿40元/公斤现金成本红线只是时间问题，届时产能出清将加速。