

宏观周报

2023年07月10日

提前布局出口产业链

——热点与高频 20230710

核心内容:

1.站在七月初这个时点，我们提示大家关注和布局出口产业链。主要有以下原因，一是美国和欧元区经济预计能实现软着陆。二是人民币汇率已到达 7.25 的相对低位。三是金砖国家和一带一路经济体具有结构性支撑。四是中国在汽车（尤其新能源车）、电气（尤其新能源设备）等“新出口”领域的优势正在凸显；同时，尽管电子产业面临逆全球化的外生冲击最为严重，但其自身的周期正逐渐到达底部。

2.国内资产继续验证我们 6 月 12 日报告《市场平行、风格随机游走》提出的观点，亦即市场已经在去年低点之前充分定价，但又并未超跌。从 5 月下旬到 7 月 7 日，10 年期国债收益率运行在 2.6%至 2.7%，并没有向下突破，商业银行 1 年同业存单收益率运行在 2.25%至 2.35%，也没有向下突破。上证综指维持在 3200 左右；沪深 300 指数维持在 3800 左右。人民币汇率也开始高位平行，USDCNY 自 6 月下旬也开始在 7.20 至 7.26 的区间震荡，没有进一步突破。

3.高频数据方面，最值得关注的是美元指数与美国国债收益率分化。7 月 7 日美国 10 年期国债收益率升至 4.06%，但美元指数降至 102.5。美国利率快速上行的主要原因是债务上限问题解决之后发行量上行；以及 6 月非农时薪增速保持高位，这导致美国通胀下半年将进入粘性区间且存在反弹可能，三季度美联储甚至有再加息 2 次的预期。但在利率上行的同时，美元指数却从 6 月初的 104 降至 7 月 7 日的 102.2。原因是美元指数反映的是美国和欧元区等经济体的经济景气度对比，对比去年俄乌冲突之后的欧元区经济，今年美欧差距确实有所缓解，所以美元指数即便会有反弹，但也很难再回到去年接近 115 的高位。

4.进入 7 月，全球权益资产由于美联储加息预期升温而有所震荡，但 A 股与商品价格却有所反弹。美股道指、纳指首先在 6 月 30 日升至 34407.6 和 13787.9，之后回调至 7 月 7 日的 33922.3、13660.7，中国香港、欧洲、日韩与新加坡的股市则跌幅更大。大宗商品方面，7 月 7 日金价收于 1922.3 美元/盎司、LEM 铜收于 8299 美元/吨、布伦特原油价格收于 78.2 美元/桶，7 月以来涨幅分别为 0.9%、2.3%、5.2%；CRB 工业品指数 7 月以来涨幅 2.1%，但国内螺纹钢 7 月涨幅-1.8%。

5.重要事件：7 月 6 日国务院召开经济形势专家座谈会，财政政策与地方政府债务是主题之一；近期国家发展改革委、工业和信息化部、商务部等征集民营企业、制造业企业、外资企业相关建议。7 月 3 日商务部与海关总署宣布从 8 月 1 日起对镓和锗实施出口管制；7 月 6 日至 9 日美国财政部长耶伦访华。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

1. 持续通缩的风险
2. 政策时滞的风险
3. 海外衰退的风险

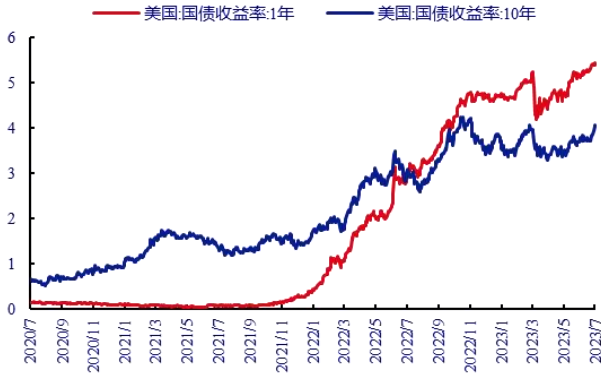
宏观日历

日期	事件或数据
7月9日(周日)	1. 美国财长耶伦于7月6日至9日访华
7月10日(周一)	1. 中国6月CPI、PPI 2. 中国6月货币供应量与社会融资
7月11日(周二)	-
7月12日(周三)	1. 美国6月CPI
7月13日(周四)	1. 中国6月进出口
7月14日(周五)	-
7月15日(周六)	-
7月16日(周日)	-
7月17日(周一)	1. 中国7月MLF利率 2. 中国6月就业、消费、工业、固定资产投资、房地产等
7月18日(周二)	1. 美国6月零售
7月19日(周三)	1. 欧元区6月CPI
7月20日(周四)	1. 中国7月LPR报价 2. 美国6月成屋销售
7月21日(周五)	1. 日本6月CPI
7月22日(周六)	-
7月23日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

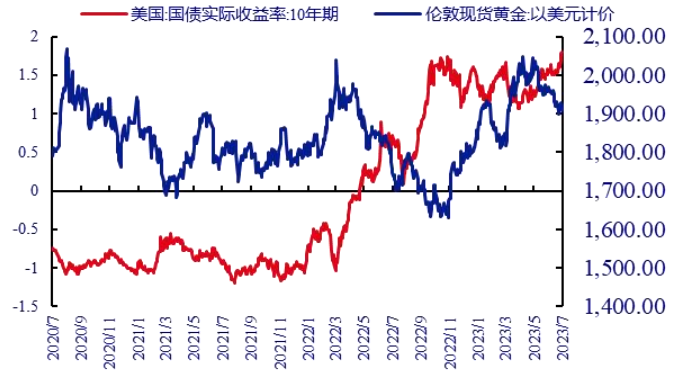
一、高频数据

图 1：美国 10 年期、1 年期国债收益率



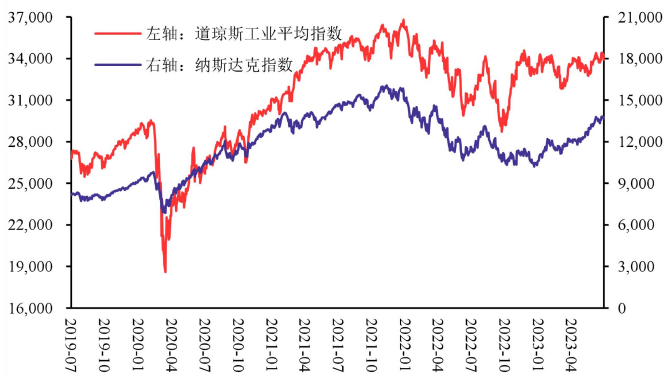
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格



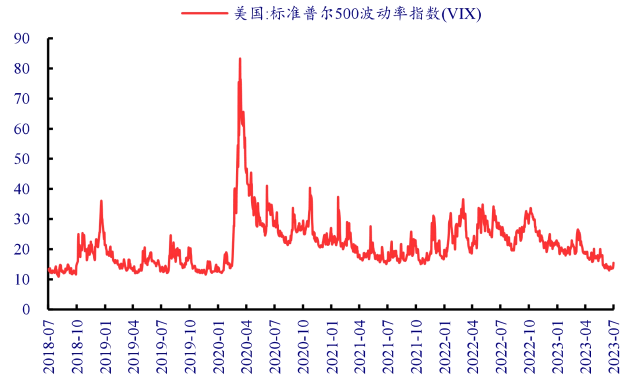
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：美股道指、纳指



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美股标普指数的波动率指数 (VIX)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率

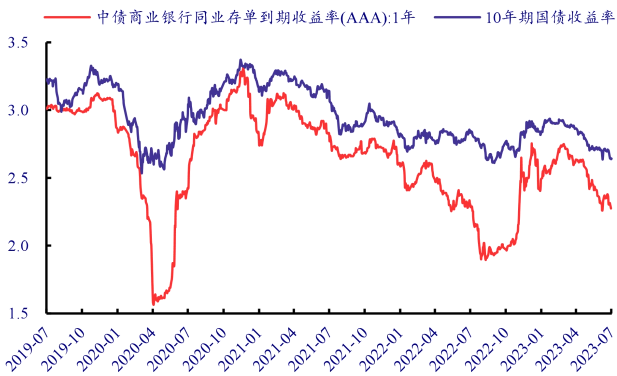


图 6：美元指数与 USDCNY

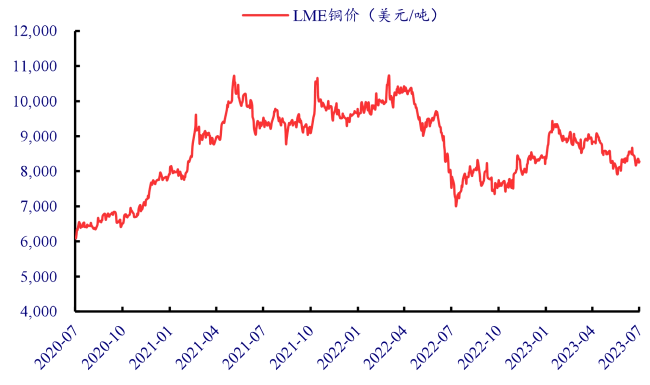


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数

图 8: LME 铜价 (美元/吨)

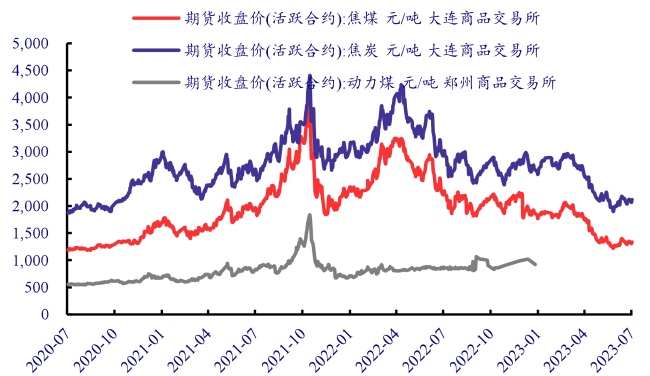
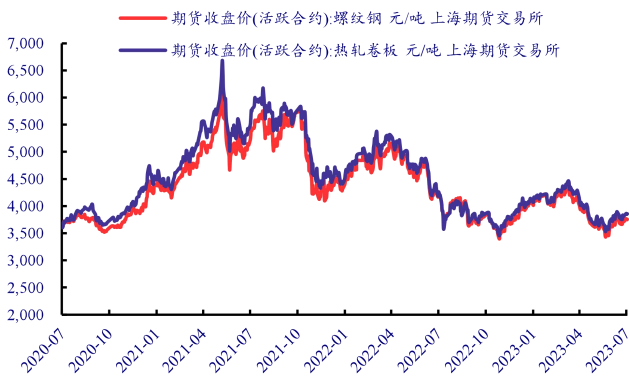


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 10: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)

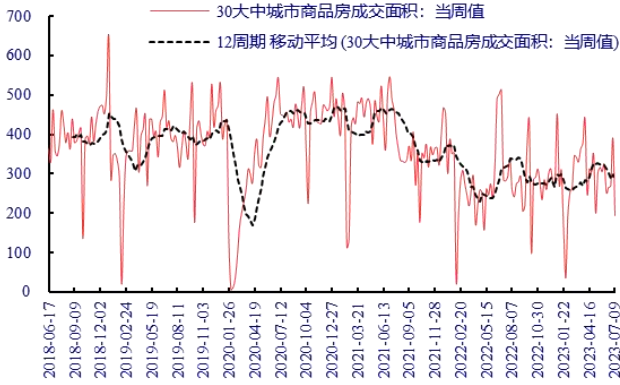
图 12: 全国水泥价格指数 (点)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

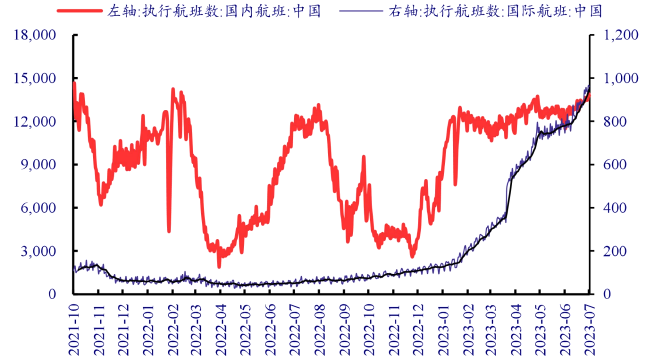
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



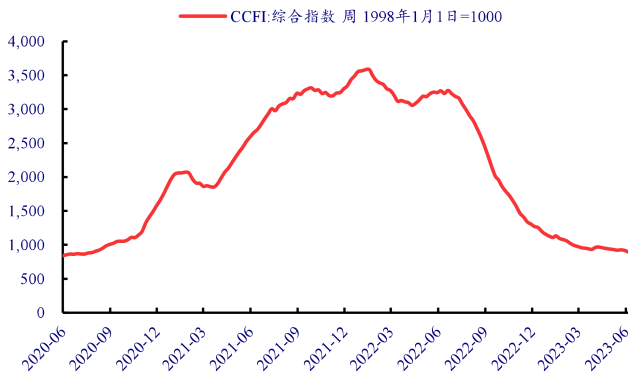
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 执行国内航班数与国际航班数



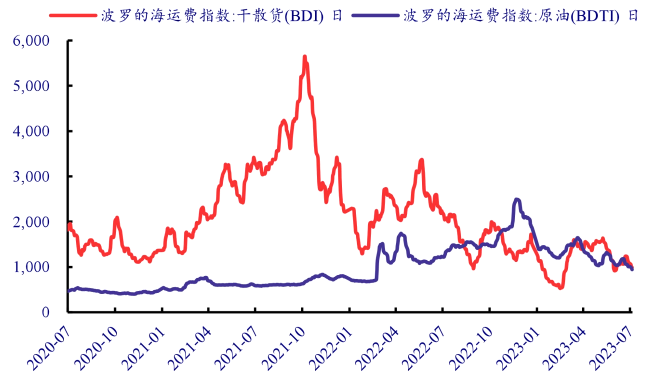
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



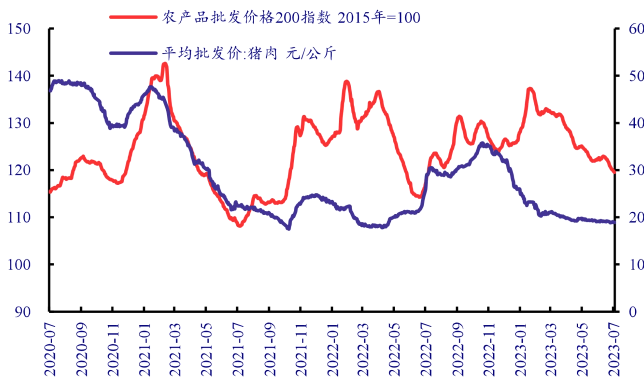
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



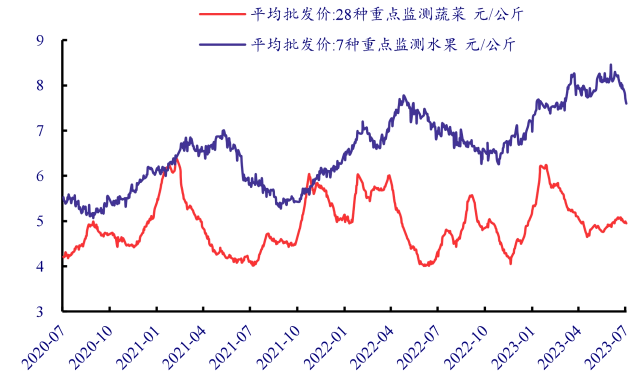
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



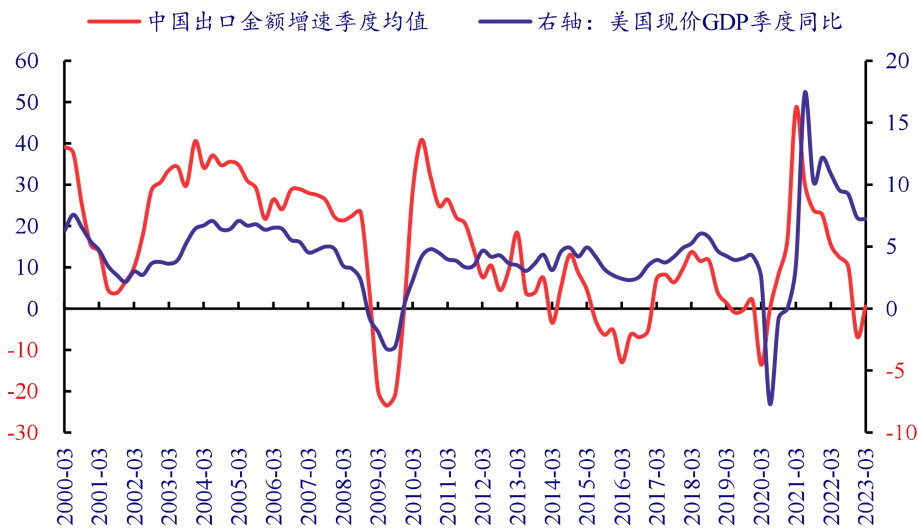
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、市场热点

站在七月初这个时点，我们提示大家关注和布局出口产业链。主要有五个方面逻辑，一是美国和欧元区经济预计实现软着陆。二是人民币汇率已到达 7.25 的相对低位。三是金砖国家和一带一路的结构性支撑。

首先，美国与欧元区仍然是中国出口的主要目的地，中国对东盟、日韩、印度等地的出口可能有一部分属于是美国与欧元区的“引致需求”。图 19 显示，中国出口增速与美国现价 GDP 增速高度正相关，可能就是一种证明。当前美国就业向好，薪资保持较高增速（6 月非农时薪同比增长 4.35%，环比 0.36%；且 5 月时薪环比增速从 0.33% 上修至 0.36%，最近 3 个月的平均环比增速达到 0.38%），这支撑了占美国 GDP 绝大比例的消费的韧性，也是美国经济软着陆的主要力量。尽管三季度美联储和欧央行仍有进一步加息的概率，但总体加息周期基本接近尾声，预计金融条件变化到经济基本面的变化时滞为一至两个季度，由此推测全球经济周期的底部将在今年底明年初到来。

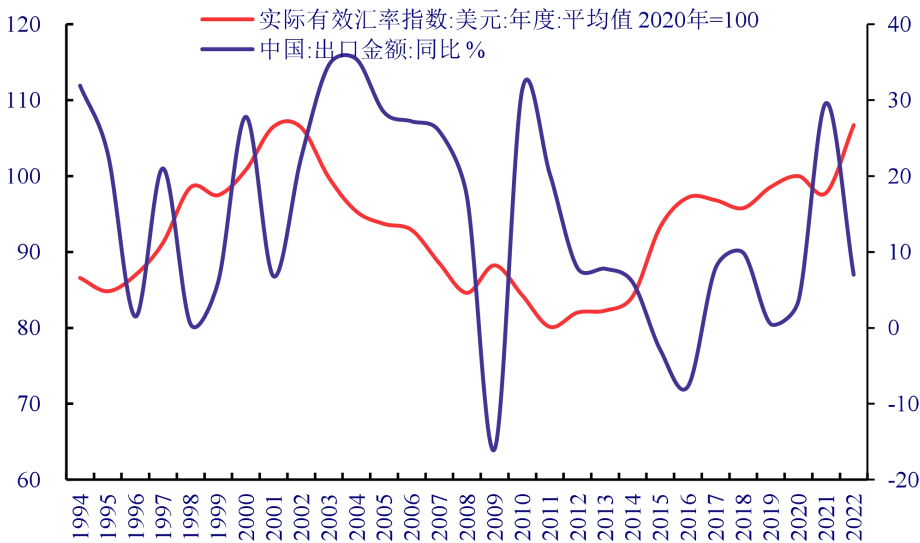
图 19：美国名义 GDP 增速与中国出口增速之间的正相关性（季度同比：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其次是人民币汇率目前处于低位，且有可能保持一定时期，这对于中国的出口可能存在一定促进作用。尽管近期美联储加息预期再度升温（美国非农薪资保持较高增速——核心通胀率进入粘性区间且存在反弹可能——美联储可能三季度进一步加息两次），美国 10 年期国债收益率再次升至 4.06% 的水平，但美元指数却没有进一步跟随上升，反而是从 6 月初的 104 回落至 7 月 10 日的 102.5 左右，原因在于美元指数反映的是美国和欧元区等经济体的基本面对比，而美国国债收益率更多反映美联储加息预期变化。对比去年乌克兰危机之后的欧元区经济，今年确实美欧差距有所缓解。对于人民币汇率而言，尽管三季度美联储加息预期仍然存在，但美元指数回落的压力开始趋于缓解，据此推测人民币汇率将在接近去年低点的水平上产生较大的阻力，很难进一步突破，但能否反弹又需要观察国内经济的变化。如果是在低位企稳，这对于中国出口的促进是最有利的。

图 20：在美元实际有效汇率上行期，人民币汇率承压，出口总体趋于上行；反之反是。



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三是从出口主要地区来看，东盟和金砖国家是今年以来中国出口的主要支撑，且重要性已经接近美国与欧元区。当然，其中一部分是企业面临中美脱钩进行“备份”的结果。中国对东盟出口占中国出口额的比重从2020年的14.8%升至2022年的15.8%，2023年前5个月进一步升至16.2%。中国对欧盟出口占中国出口额的比重自2020年以来一直稳定在15.5%左右。中国对美出口占中国出口额的比重从2020年的17.4%降至2022年的16.2%，2023年前5个月进一步降至14.3%。2023年前5个月，中国大陆对中国香港、日本、韩国的出口占总出口额的比重分别为7.5%、4.8%、4.6%，总体规模与美国、欧盟、东盟接近。从趋势看，中国香港、日本的重要性都有明显下降，韩国相对稳定。中国对印度出口占中国出口额比重从2020年的2.6%升至2022年的3.3%，2023年前5个月进一步升至3.4%。中国对俄罗斯出口占中国出口比重在2022年之前稳定在2.0%左右，而2023年前5个月快速升至3.1%。

图 21：中国大陆对前十大出口目的地的比重与增速

——出口目的地 指标	年度	美国	欧盟	东盟	中国香港	日本	韩国	印度	俄罗斯	其他占比与 总体增速
占总体比重 (人民币计价：%)	2023-05	14.3%	15.4%	16.2%	7.5%	4.8%	4.6%	3.4%	3.0%	30.8%
	2022-12	16.2%	15.6%	15.8%	8.3%	4.8%	4.5%	3.3%	2.1%	29.3%
	2021-12	17.1%	15.4%	14.4%	10.4%	4.9%	4.4%	2.9%	2.0%	28.4%
	2020-12	17.4%	15.1%	14.8%	10.5%	5.5%	4.3%	2.6%	2.0%	27.8%
累计同比 (人民币计价：%)	2023-05	-8.5%	2.4%	16.4%	-1.5%	5.4%	7.1%	10.8%	81.0%	10.6%
	2022-12	4.2%	11.9%	21.7%	-12.0%	7.7%	13.0%	25.5%	17.5%	10.5%
	2021-12	19.0%	23.7%	17.7%	20.3%	8.5%	23.5%	36.6%	24.7%	21.2%
	2020-12	8.4%	7.2%	7.0%	-2.2%	0.1%	1.8%	-10.5%	2.1%	4.0%

资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国 10 年期、1 年期国债收益率	3
图 2: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格	3
图 3: 美股道指、纳指	3
图 4: 美股标普指数的波动率指数 (VIX)	3
图 5: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率	3
图 6: 美元指数与 USDCNY	3
图 7: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数	4
图 8: LME 铜价 (美元/吨)	4
图 9: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)	4
图 10: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	4
图 11: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)	4
图 12: 全国水泥价格指数 (点)	4
图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	5
图 14: 执行国内航班数与国际航班数	5
图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	5
图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)	5
图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价	5
图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)	5
图 19: 美国名义 GDP 增速与中国出口增速之间的正相关性 (季度同比: %)	6
图 20: 在美元实际有效汇率上行期, 人民币汇率承压, 出口总体趋于上行; 反之反是。	7
图 21: 中国大陆对前十大出口目的地的比重与增速	7

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn