



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《输入性通胀持续走高，外需拉动韧性仍在》 - 2024.04.12

宏观研究

二季度内外需有望协同发力，关注基建的预期修复

● 核心观点

(1) 3月进出口增速超预期回落，高基数效应是主因，短期出口韧性仍强。

3月当月出口增速超预期回落，弱于季节性表现，主因应是高基数效应影响。2023年3月外部冲击拖累的出口回补较为明显，高基数效应拖累2024年3月当月出口增速。从两年复合增速看，2024年3月当月出口两年复合增速为1.26%，基本持平2月当月出口两年复合增速水平1.29%，好于1月当月出口两年复合增速水平。此外，春节前存在抢出口效应，也会致使3月出口增速有所放缓。

分国别或地区来看，考虑高基数效应，从我国出口两年复合增速来看，3月我国对中国香港、东盟、巴西、俄罗斯出口保持正增长；对欧盟、韩国出口增速虽负增长，但边际回暖；对美国、日本、中国台湾、南非仍相对较弱，出口增速负增长，且边际回落。

分重点行业来看，考虑高基数效应，从我国出口两年复合增速来看，3月我国高新技术产品出口增速负增长，我国机电产品、服装及衣着附件出口增速正增长，且三者增速均边际回升。具体看：一是家具、家电等地产后周期产品出口增速出现分化，家电出口增速保持韧性，家具和灯具出口增速走弱；二是电子类产品出口增速有所分化，手机出口增速有所放缓，半导体出口增速维持高位；三是交通运输工具出口增速保持韧性，维持较高增速；四是劳动密集型产品出口韧性仍较高。

向后看，短期出口韧性仍在，中长期或仍会承压。从国别来看，我国对日本出口增速有望修复，我国对美国和欧盟出口增速或仍将承压，拖累作用持续；从重点行业来看，汽车、地产后周期产品、劳动

密集型产品出口增速韧性较强；从领先指标来看，运费指数和韩国出口增速回升，指向我国短期出口增速韧性仍在。

(2) 居民和企业融资需求回暖，社融增速好于预期。

3月，信贷和社融好于预期，亦好于季节性，受高基数影响，同比少增。新增信贷规模总体较高，好于预期和季节性，居民和企业信贷需求回暖，但居民短期存款弱于季节性，或指向居民消费仍偏谨慎，居民消费信心有待持续修复，居民存款高于季节性水平亦有所体现。社融亦好于预期和季节性，同比少增，新增信贷和政府债券是主要拖累，前者主要是因去年同期高基数影响，后者主要是因专项债发行节奏靠后；新增未贴现银行承兑汇票和新增企业债券同比多增，是主要贡献项，亦体现了需求弱供给强的现象有所缓解。

新增存款高于季节性，居民存款是主要贡献项。居民消费行为或偏谨慎，新增居民存款好于季节性；企业信贷需求有所增加，带动企业存款回升，但需求相对生产仍弱，企业投资扩产仍较为谨慎，存款回升弱于季节性；专项债发行节奏仍较为缓慢，短期透支财政存款，新增财政存款下降。

M1和M2同比增速双双回落，M1与M2负剪刀差有所收窄。3月房地产销售未见明显起色，叠加去年高基数影响，M1增速边际小幅回落；财政存款下降，但同比仍多增，对M2的支撑有所减弱，叠加去年同期信贷高基数影响，对M2同比增速产生一定制约。随着内外需回暖，企业谨慎扩产，企业定期存款或向企业活期存款转化，经济活力有所增强，M1与M2负剪刀差有所收窄。

向后看，年内宽信用仍有一定支撑，社融增速或温和回升。往后基数效应逐步走弱，同时政府专项债发行节奏靠后的拖累作用减弱，叠加大规模设备更新改造、科技创新和技术改造再贷款，有望支撑企业信贷融资需求回升，同时政策维稳房地产市场、降低汽车首付比例、以旧换新等促消费，支撑年内宽信用。建议短期关注：一是基建投资回升的机会；二是地缘政治风险推升的必需品采购及航运；三是出口

回升的半导体；四是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网等。

(3) 本周宏观环境：欧美错位降息预期或将兑现，国内稳健向好。

在政策环境方面，外部政策环境偏负面，美国非农就业数据超预期，降低美联储降息预期，欧洲经济边际放缓，6月降息预期更为明确，短期美元指数或走高，对非美货币汇率存在贬值扰动；国内以旧换新、设备更新改造等相关政策文件印发，稳增长政策力度增大。

在非政策环境方面，美国经济总量表现较强韧性，但指标间存在一定背离，如超预期就业与政府债务持续走高相背离，美国经济不确定性仍大，日本经济稳健修复，欧元区经济边际放缓；国内经济基本面持续向好，短期外需韧性仍在，剔除高基数效应的3月出口保持正增长。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现.....	6
2 3月进出口增速超预期回落，高基数效应是主因.....	6
2.1 出口：3月高基数效应拖累出口增速，短期出口韧性仍在.....	6
2.2 进口：3月进口增速超预期回落，弱于季节性.....	13
3 居民和企业融资需求回暖，社融增速好于预期.....	15
3.1 信贷：总体表现良好，企业和居民融资需求有所回暖.....	16
3.2 社融：新增社融好于预期，亦好于季节性.....	18
3.3 存款：居民消费行为仍偏谨慎，居民存款好于季节性.....	20
3.4 M1和M2增速双双回落，M1-M2负剪刀差有所收窄.....	21
3.5 展望：宽信用仍有支撑，社融增速或温和回升.....	22
4 国内外宏观热点.....	22
4.1 海外宏观热点.....	22
4.2 国内宏观热点.....	32
5 本周宏观环境分析：欧美错位降息预期或将兑现，国内稳健向好.....	35
风险提示.....	36

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	6
图表 2: 我国出口增速情况.....	7
图表 3: 2024 年 3 月出口增速弱于季节性水平 (%).....	7
图表 4: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区).....	8
图表 5: 美国进口增速和我国对美国贸易份额 (%).....	10
图表 6: 2024 年 3 月美国制造业景气度回升 (%).....	10
图表 7: 日本进口增速和我国对日本贸易份额 (%).....	11
图表 8: 2024 年 3 月日本制造业景气度回升 (%).....	11
图表 9: 欧盟进口增速和我国对欧盟贸易份额 (%).....	12
图表 10: 2024 年 3 月欧盟制造业景气度回落 (%).....	12
图表 11: 美国新建房销量情况 (%).....	13
图表 12: 英国房价情况.....	13
图表 13: 运费指数情况.....	13
图表 14: 韩国出口情况.....	13
图表 15: 我国进口增速情况.....	14
图表 16: 2024 年 3 月进口增速低于历史均值 (%).....	14
图表 17: 进口增速同比拉动作用拆分 (按国别/地区).....	15
图表 18: 3 月新增人民币贷款.....	17
图表 19: 新增贷款及部分分项同比增减.....	18
图表 20: 2022-2024 年住户经营性贷款情况.....	18
图表 21: 3 月社融同比增减.....	20
图表 22: 3 月新增人民币存款同比变动情况.....	21
图表 23: 3 月货币供应 (%).....	22
图表 24: 本周宏观环境变化.....	36

1 大类资产表现

4月第2周(4.5-4.12)，货币市场分化，DR007上行，同业存单利率下行；中美两国债券市场收益率出现分化，美国债券收益率较为明显上升，国内债券收益率小幅回落；中美股票市场收益率小幅回落，日经225、越南指数和伦敦富时100指数小幅回升；大宗商品价格有所分化，原油价格下跌，黄金价格走高；外汇市场方面，美元指数延续回升，人民币小幅贬值。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅				
			202401	202402	202403	年初至今	本周(4.5-4.12)
货币市场 (bp)	DR007	%	-3.73	-10.39	6.69	-7.43	1.92
	同业存单(股份制银行) 到期收益率:6M	%	-4.26	-15.25	-20.03	-39.54	-11.18
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.96	-37.01	-4.11
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-28.05	-28.05	-0.7
	美国:国债收益率:2年	%	4	37	-5	65	15
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	-5	62	11
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	0.14%	1.50%	-1.62%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	-1.10%	-3.11%	-3.32%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	0.62%	-6.79%	-4.21%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-5.57%	-13.33%	-2.42%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-0.80%	-1.91%	-0.01%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	1.79%	7.75%	-0.45%
	标普500	点	1.59%	5.17%	3.10%	7.41%	-1.56%
	日经225	点	8.43%	7.94%	3.07%	18.11%	1.36%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	2.50%	12.98%	1.71%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	-0.37%	0.19%	0.00%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	3.95%	1.00%	-1.19%
	巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	3.51%	6.20%	-0.63%
伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	4.23%	3.39%	1.07%	
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	9.35%	13.12%	0.67%
	COMEX白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	9.44%	16.34%	1.31%
	LME铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	4.05%	10.92%	2.22%
	LME铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	4.95%	4.60%	2.17%
	LME锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	0.38%	7.86%	10.07%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	4.62%	17.41%	-0.79%
	WTI原油	美元/桶	5.86%	3.18%	6.27%	19.55%	-1.44%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	5.79%	-9.31%	-1.28%
CBOT玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	6.12%	-7.65%	0.23%	
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	0.36%	4.58%	1.65%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	0.42%	2.05%	0.03%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 3月进出口增速超预期回落，高基数效应是主因

2.1 出口：3月高基数效应拖累出口增速，短期出口韧性仍在

2.1.1 高基数效应拖累，3月出口同比增速超预期回落

以美元计价，3月当月出口同比增长-7.5%，较上月回落13.1pct，较wind一致预期-2.1%低5.4pct，亦弱于季节性，较2016-2019年同期均值水平8.53%低16.03pct。1-3月累计出口同比增速1.5%，较上月回落5.6pct，亦弱于季节性水平，较2016-2019年同期均值水平2.32%低0.82pct。从环比增速来看，3月当月出口环比增长27%，较上月回升55.4pct，较春节位于2月的2022年、2021年和2019年同期平均水平30.41%低3.41pct。

以人民币计价，3月当月出口同比增长-3.8%，较上月回落14.4pct，弱于季节性表现，较2016-2019年同期均值水平11.71%低15.51pct。1-3月累计出口同比增速4.9%，较上月回落5.4pct，基本持平2016-2019年同期均值水平4.93%。

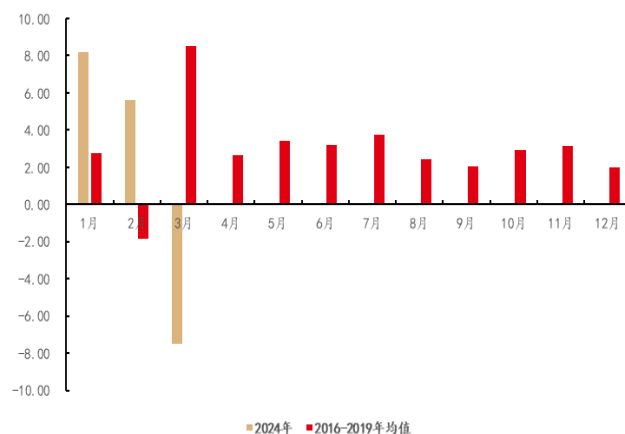
3月当月出口增速超预期回落应主要是高基数效应影响，剔除基数效应影响，我国出口增速韧性仍强。2023年3月外部冲击影响逐步消退，冲击拖累的出口回补较为明显，高基数效应拖累了2024年3月当月出口增速。从两年复合增速看，2024年3月当月出口两年复合增速为1.26%，基本持平2月当月出口两年复合增速水平1.29%，好于1月当月出口两年复合增速水平。此外，春节前存在抢出口效应，也会致使3月出口增速有所放缓。

图表2：我国出口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：2024年3月出口增速弱于季节性水平 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

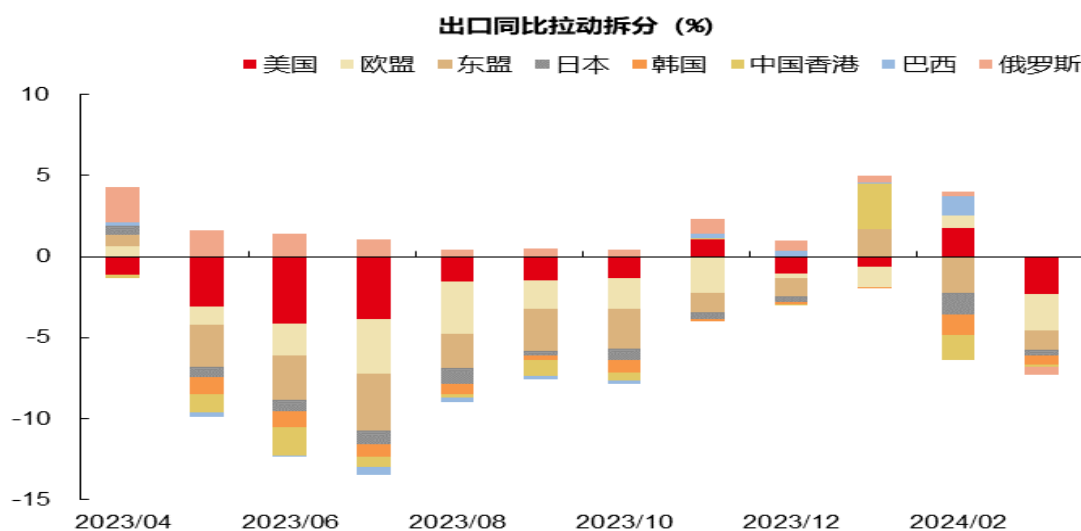
2.1.2 出口区域：对美国、日本、欧盟出口负增，对东盟、巴西、俄罗斯出口韧性仍强

考虑高基数效应，从3月出口的两年复合增速来看，我国对中国香港、东盟、巴西、俄罗斯出口保持正增长；对欧盟、韩国出口增速虽负增长，但边际回暖；

对美国、日本、中国台湾、南非仍相对较弱，出口增速负增长，且边际继续回落。从两年复合增速来看，3月我国对中国香港、东盟、巴西、俄罗斯出口保持正增长，两年复合增速分别为8.81%、12.68%、6.72%、41.20%；我国对欧盟、韩国出口两年复合增速边际回升。3月当月我国对欧盟、韩国出口两年复合增速分别为-6.23%、-1.06%，较1-2月出口两年复合增速变动分别为1.23pct、4.42pct。我国对美国、日本、中国台湾、南非出口增速仍相对较弱。3月我国对美国、日本、中国台湾、南非出口两年复合增速分别为-11.90%、-6.32%、-12.63%、-6.89%，较1-2月两年复合增速-10.44%、-6.09%、-7.62%、-1.31%变动分别为-1.45pct、-0.23pct、-5pct、-5.58pct。

从3月当月出口增速拉动率来看，日本、韩国、中国香港、中国台湾、东盟对我国出口拉动作用边际回升，美国、欧盟、巴西、俄罗斯则边际转弱。3月日本、韩国、中国香港、东盟对出口增速呈负向拉动，同比拉动分别为-0.36%、-0.59%、-0.12%、-1.17%，较上月变动分别为0.9pct、0.7pct、1.4pct、1.1pct；中国台湾对我国出口增速呈正向拉动，同比拉动为0.11%，较上月回升0.6pct。美国、欧盟、巴西、俄罗斯对我国出口增速拉动分别为-2.3%、-2.27%、-0.03%和-0.47%，较上月回落4pct、3.1pct、-1.2pct、-0.8pct。

图表4：出口同比拉动拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.1.3 出口商品：剔除高基数效应，交通工具、劳动密集型产品和半导体出口韧性仍强，地产后周期产品出口增速有所分化

考虑高基数效应，3月高新技术产品两年复合增速负增长，机电产品、服装及衣着附件出口增速正增长，且三者增速均边际回升。3月高新技术产品、机电产品、服装及衣着附件当月出口增速分别为-2.67%、-8.84%和-22.62%，两年复合增速分别为-6.61%、1.18%和1.02%，较1-2月两年复合增速变动分别为3.80pct、2.08pct、5.19pct，两年复合增速边际回升。

具体来看，一是家具、家电等地产后周期产品出口增速出现分化，家电出口增速保持韧性，家具和灯具出口增速走弱。3月家具、家电、灯具同比增速分别为-12.27%、-4.62%和-31.66%，两年复合同比增速分别为-0.14%、3.31%、-2.89%，较1-2月两年复合增速3.05%、0.98%、-0.88%变动分别为-3.19pct、2.32pct、-2.01pct。家具、家电、灯具对出口增速的拉动作用分别为-0.26%、-0.13%、-0.4%，较1-2月拉动作用分别变动-0.4pct、-0.18pct、-0.37pct，拉动作用边际收窄。

二是电子类产品出口增速有所分化，手机出口增速有所放缓，半导体出口增速维持高位。3月手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组出口同比增速1.74%、-13.21%、11.49%、2.88%，两年复合同比增速分别为-16.77%、2.91%、4.01%、-3.68%，较1-2月两年复合增速-8.69%、-0.57%、-5.21%、-9.33%分别变动为-8.08pct、3.48pct、9.22pct、5.65pct。手机、音视频设备及其零件、集成电路、液晶平板显示模组对整体出口增速的拉动率分别为0.05%、-0.14%、0.11%、0.03%。

三是交通运输工具出口增速保持韧性，仍维持较高增速。3月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为28.36%、-6.78%和33.98%，两年复合增速分别为69.49%、8.08%和56.27%，较1-2月两年复合增速28.69%、63.72%和43.10%分别变动40.8pct、-55.64pct、13.17pct。汽车、汽车零配件、船舶对整体出口增速的拉动率分别为0.69%、-0.18%、0.03%。

四是劳动密集型产品出口韧性仍在。3月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速分别为15.90%、-27.74%、-19.54%、-22.62%，两年复合增速分别为3.17%、17.21%、-6.29%、1.02%，较1-2月两年复合增速2%、8.72%、-6.32%、-4.16%分别变动1.17pct、8.49pct、0.03pct、5.19pct。

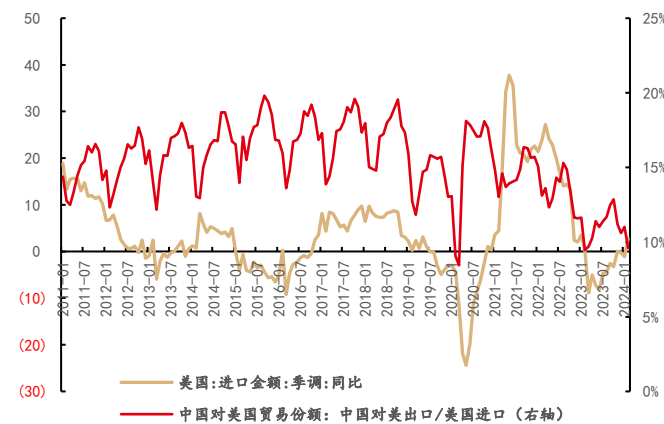
2.1.4 出口展望：短期出口韧性仍强

(1) 国别层面：短期对日出口有望修复，对美、欧盟出口或仍将承压

从国别层面分析，美国、日本、欧盟是我国主要贸易国，但3月当月我国对美国、日本、欧盟出口增速为负，相对较弱。向后看，我国对日本出口增速有望修复，对美国和欧盟出口增速或仍将承压，拖累作用持续。

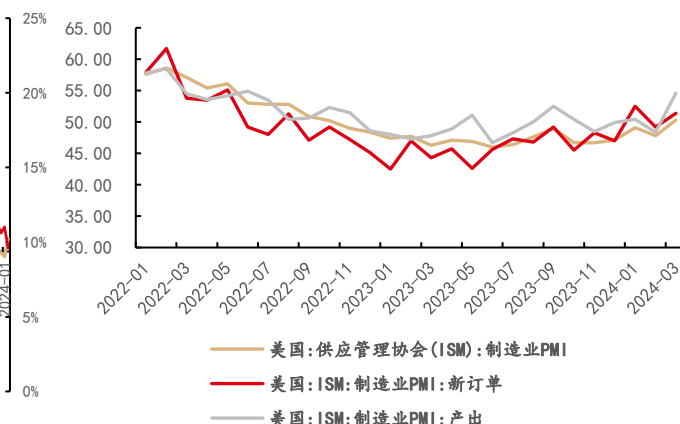
第一，短期美国进口增速或有所回暖，利好我国对美国出口增速，但我国对美国贸易份额（中国对美国出口/进口总额）仍会承压，我国对美国出口增速改善仍存不确定性。从当前情况来看，美国经济保持高韧性，就业市场仍相对强劲，美元指数走高，生产景气度短期有所走高，有利于进口增速改善，利好我国对美国出口增速。但我国对美国贸易份额（中国对美国出口/美国进口总额）持续回落，或与近期中美贸易摩擦加剧有关，如拜登政府宣称“前所未有行动”、对中国网联汽车进行调查，甚至在美国财政部长耶伦访华结束后，4月11日美国商务部工业与安全局(BIS)更新出口管制条例(EAR)，新增了中国6家企业进入实体清单。因此，短期看美国进口或有所回暖，但中国对美国贸易份额（中国对美国出口/进口总额）或仍将承压。

图表5：美国进口增速和我国对美国贸易份额 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

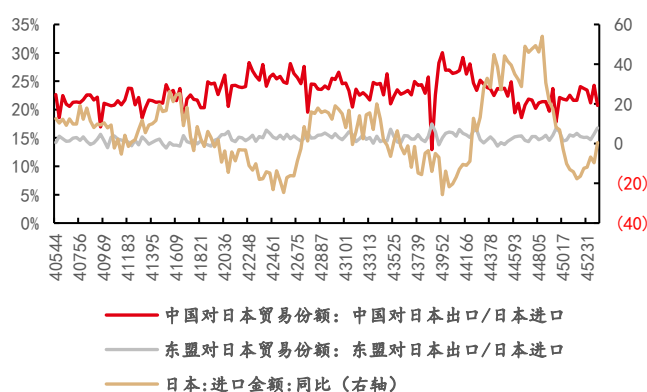
图表6：2024年3月美国制造业景气度回升 (%)



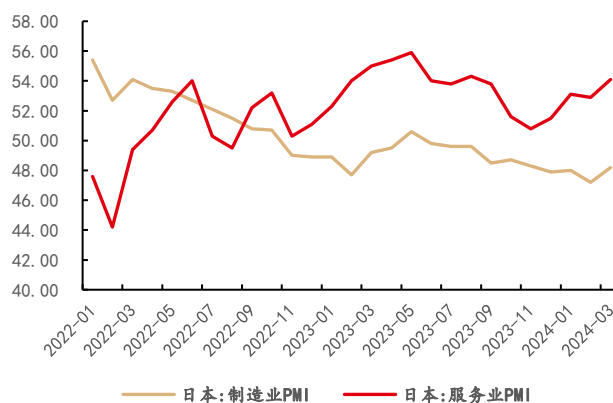
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

第二，短期日本进口增速仍有望继续修复，我国对日本出口份额不会持续大幅回落，日本进口增速修复相对我国对日本贸易份额回落或将更为明显，预计我国对日本出口增速短期有望边际修复。从当前情况来看，日本经济保持稳健修复，工资通胀螺旋正循环不断增强，已开启加息周期，进口增速自2023年8月以来持续修复，从2023年8月的-17.67%回升至2024年2月的0.51%，短期日本进口增速有望持续回升，这会利好我国对日本出口增速改

善。从我国对日本贸易份额（中国对日本出口/日本进口总额）来看，我国对日本贸易份额（中国对日本出口/日本进口总额）小幅回落，从2023年9月24.03%回落至2024年2月的20.70%，部分原因是因一些产业外迁东盟地区，东盟对日本贸易份额有所提升，东盟对日本贸易份额（东盟对日本出口/日本进口总额）小幅回升，从2023年9月15.27%上升至2024年2月的16.78%。预计短期我国对日本出口份额不会持续大幅回落，而日本进口增速修复相对更为明显，预计我国对日本出口增速短期有望边际修复。

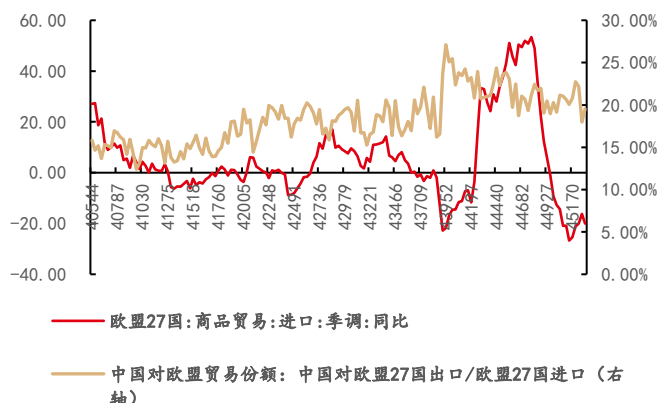
图表7：日本进口增速和我国对日本贸易份额（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：2024年3月日本制造业景气度回升（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

第三，预计4月我国对欧盟贸易份额回落，叠加欧盟经济走弱，进口增速短期难以明显改善，制约我国对欧盟出口增速改善。欧元区经济衰退迹象更为明显，制造业景气度有所回落，欧盟27国进口增速维持负增，虽有边际回升，但是仍处于较低历史水平，2024年1月欧盟27国商品贸易进口同比增长速为-20.05%，这不利于我国对欧盟出口增速改善。从我国对欧盟贸易份额（中国对欧盟出口/欧盟进口总额）来看，呈现小幅回落，但1月呈现回升迹象。从历史水平来看，3月我国对欧盟贸易份额会季节性回升，但4月可能会有所回落。

图表9：欧盟进口增速和我国对欧盟贸易份额（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表10：2024年3月欧盟制造业景气度回落（%）

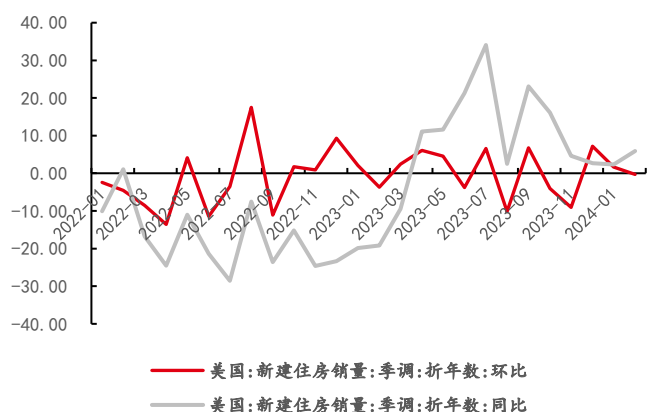

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

（2）重点行业：汽车、地产后周期、劳动密集型产品出口增速韧性仍在

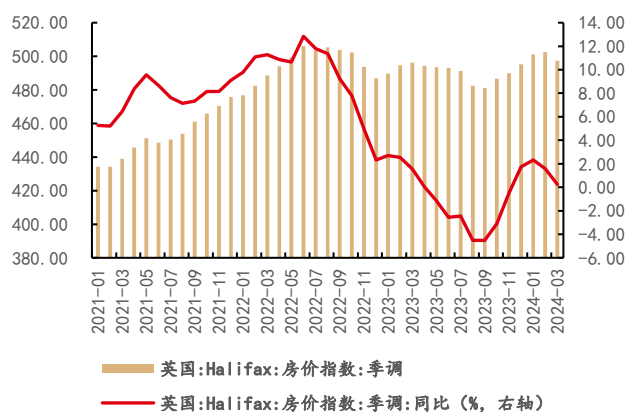
一是短期汽车行业出口增速仍将保持韧性。如前期我们一直强调的，虽然欧盟开启对我国电动汽车补贴倾销调查，但欧盟内部存在一定分歧，在2024年11月调查结束之前，欧盟区内反对补贴倾销调查的国家可能仍会加大突击进口，会对我国出口形成支撑。此外，近期我国电动汽车开启一轮价格战，也会增强我国汽车出口相对优势。

二是短期美国和英国房价走高，仍会拉动地产后周期产品出口增速。尽管美国政策利率维持高位，但并无对房地产市场产生明显拖累，美国房价指数仍走高，美国新建住房销量同比继续上涨，2月同比增速为5.92%，较1月回升3.61pct；英国房价指数继续走高，3月英国Halifax房价指数（季调）同比增速为0.26%，边际虽有效缓，但仍继续走高。因此，短期来看，美国和英国房地产韧性较强，会拉动地产后周期产品出口增速。

三是劳动密集型产品对出口增速呈正向贡献作用，为确保实现全年增长目标，低排放、低耗能劳动密集型产业亦是重要发展产业。习总书记近期强调，发展新质生产力，不是要忽视、放弃传统产业。发展低排放、低耗能劳动密集型产业不仅有助于支撑出口增速，也有利于维护产业链供应链安全，完善全产业链生产体系。出口领域亦是如此，当前出口“新三样”可能在贸易不公平条件下受挫，但在发展新质生产力要求下，会有更多的“新三样”出现。另外，在全产业链国家安全的要求下，传统劳动力密集型产业加力出口扶持力度亦不容忽视。

图表11：美国新建房销量情况（%）


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

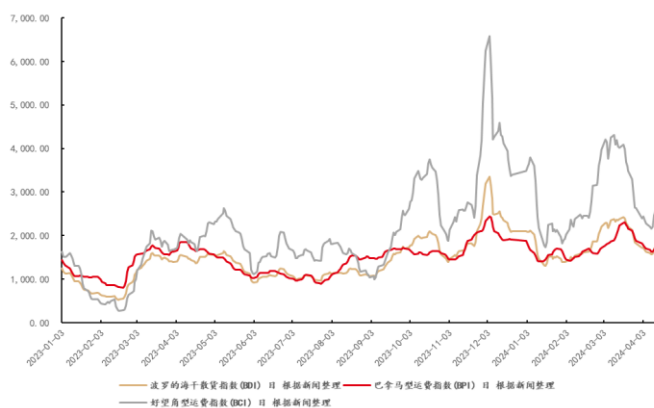
图表12：英国房价情况


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

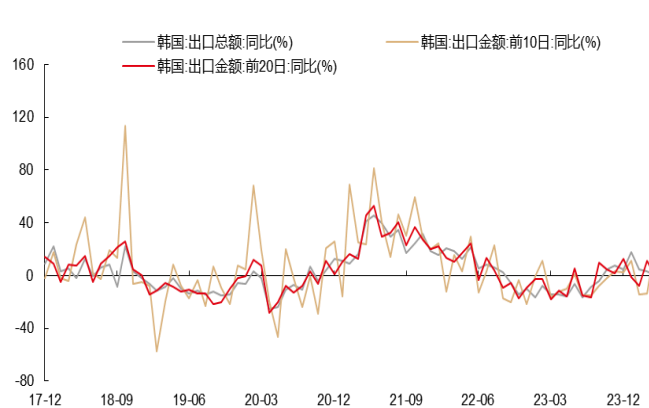
(3) 从领先指标来看，运费指数和韩国出口增速回升，指向我国短期出口韧性仍在

运费指数近期有所回升，显示全球贸易热度有所回升。4月5日以来，波罗的海干散货指数、巴拿马型运费指数、好望角型运费指数环比增速明显回升，分别从4月5日的-2.46%、-2.19%、-3.40%回升至4月12日的2.31%、2.15%和3.11%。

韩国出口增速回升指向我国出口增速短期韧性仍在。韩国出口增速领先于我国出口增速，可作为领先指标观察我国出口增速情况。4月韩国出口金额前10日同比增速21.6%，较3月同期-13.5%回升35.1pct。

图表13：运费指数情况


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表14：韩国出口情况


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

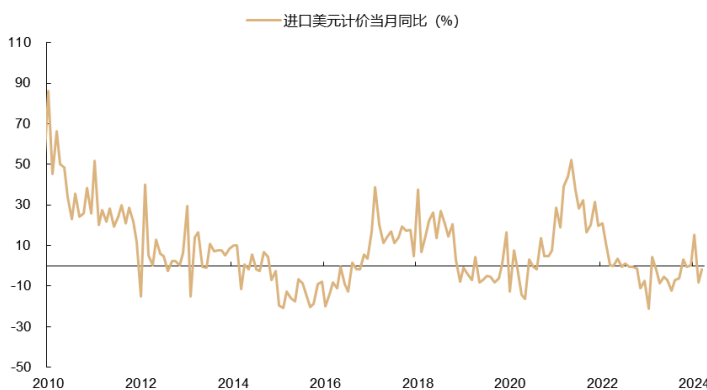
2.2 进口：3月进口增速超预期回落，弱于季节性

2.2.1 3月进口增速超预期回落，弱于季节性

以美元计价，3月当月进口同比增速-1.9%，较前值回升6.3pct，低于wind一致预期0.6%，亦弱于季节性，较2016-2019年同期均值水平4.94%低6.84pct。1-3月累计进口同比增速1.5%，较上月回落2pct，亦弱于季节性水平，较2016-2019年同期均值水平6.43%低4.93pct。

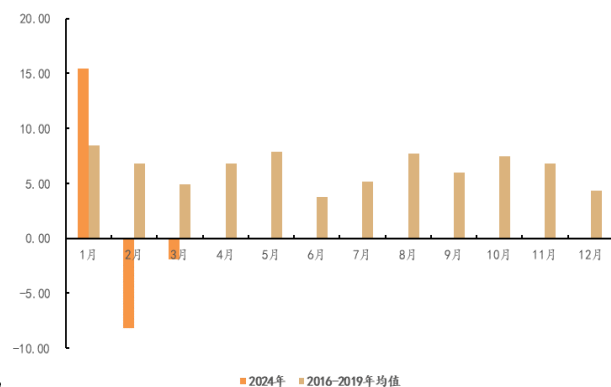
以人民币计价，3月当月进口同比增长2.0%，较上月回升5.9pct，弱于季节性表现，较2016-2019年同期均值水平7.22%低5.22pct。1-3月累计进口同比增速5%，较上月回落1.7pct，弱于季节性，较2016-2019年同期均值水平8.99%低3.89pct。

图表15：我国进口增速情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表16：2024年3月进口增速低于历史均值（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

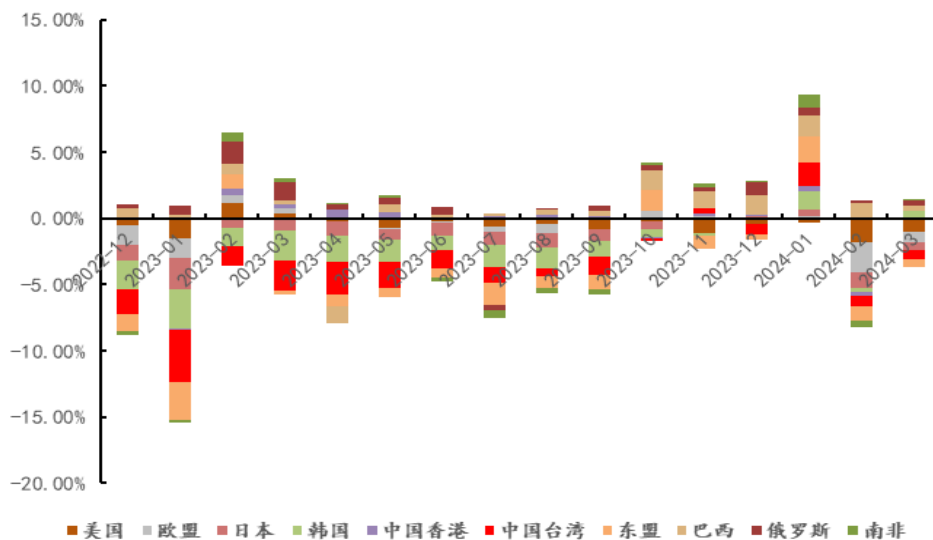
2.2.2 进口区域：对美、欧、日、东盟进口走弱，对韩国、俄罗斯、巴西进口增加

3月我国对韩国、中国香港、巴西、俄罗斯、南非进口增加，对美国、欧盟、日本、中国台湾、东盟进口走弱。以美元计价，我国对韩国、中国香港、巴西、俄罗斯、南非进口增速分别为8.38%、6.28%、11.40%、8.38%、3.09%；对美国、欧盟、日本、中国台湾、东盟进口增速分别为-14.30%、-7.31%、-8.46%、-9.12%、-3.86%。

从进口增速拉动率来看，我国对韩国、中国香港、巴西、俄罗斯、南非进口呈正向拉动作用，其中对韩国、中国香港、俄罗斯进口拉动作用边际增大；对美国、欧盟、日本、中国台湾、东盟呈负向拉动作用，其中美国、欧盟、日本、中国台湾、东盟负向拉动作用边际减弱。3月我国对韩国、中国香港、巴西、俄罗斯、南非进口增速对整体拉动作用分别为0.52%、0.04%、0.39%、0.41%、0.04%，较上月变动分别为0.85pct、0.29pct、-0.73pct、0.21pct、0.59pct；我国对美

国、欧盟、日本、中国台湾、东盟进口增速对整体拉动作用分别为-1.02%、-0.82%、-0.57%、-0.68%、-0.57%，较上月变动分别为0.76pct、1.51pct、0.57pct、0.1pct、0.54pct。

图表17：进口增速同比拉动作用拆分（按国别/地区）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2.3 进口商品：机电产品、高新技术产品进口正增长，农产品、主要大宗商品负增长，进口增速边际均有所放缓

(1) 3月农产品进口增速-17.23%，较1-2月进口增速-6.5%下降10.73pct，其中，粮食、食用油跌幅更为明显，进口增速分别为-25.16%和-40.88%，较1-2月进口增速-14.9%和-28.7%下降10.26pct和12.18pct。

(2) 机电产品进口增速1.57%，较1-2月进口增速回落6.13pct，其中，自动数据处理设备及其他零部件、集成电路、汽车（包括底盘）进口同比增速分别为24.35%、1.96%、-24.19%，较1-2月进口增速67.3%、15.3%和-14.2%变动分别为-18.4pct、-13.34pct、-9.99pct。

(3) 高新技术产品进口增速4.37%，较1-2月进口增速回落7.53pct。

(4) 从主要大宗商品来看，原油、铁矿砂及其精矿、大豆、钢材、煤及褐煤进口同比增速分别为-3.45%、7.55%、-33.71%、-11.37%、-22.19%，较1-2月进口增速变动分别为-6.25pct、-15.25pct、-11.51pct、1.53pct、-17.09pct。

3 居民和企业融资需求回暖，社融增速好于预期

3月，信贷和社融好于预期，亦好于季节性，受高基数影响，同比少增。新增信贷规模总体较高，好于预期和季节性，居民和企业信贷需求回暖，但居民短期存款弱于季节性，或指向居民消费仍偏谨慎，居民消费信心有待持续修复，居民存款高于季节性水平亦有所体现。社融亦好于预期和季节性，同比少增，新增信贷和政府债券是主要拖累，前者主要是因去年同期高基数影响，后者主要是因专项债发行节奏靠后；新增未贴现银行承兑汇票和新增企业债券同比多增，是主要贡献项，体现了需求弱供给强的现象有所缓解。

新增存款高于季节性，居民存款是主要贡献项。居民消费行为或偏谨慎，新增居民存款好于季节性；企业信贷需求有所增加，带动企业存款回升，但需求相对生产仍弱，企业投资扩产仍较为谨慎，存款回升弱于季节性；专项债发行节奏仍较为缓慢，短期透支财政存款，新增财政存款负增。

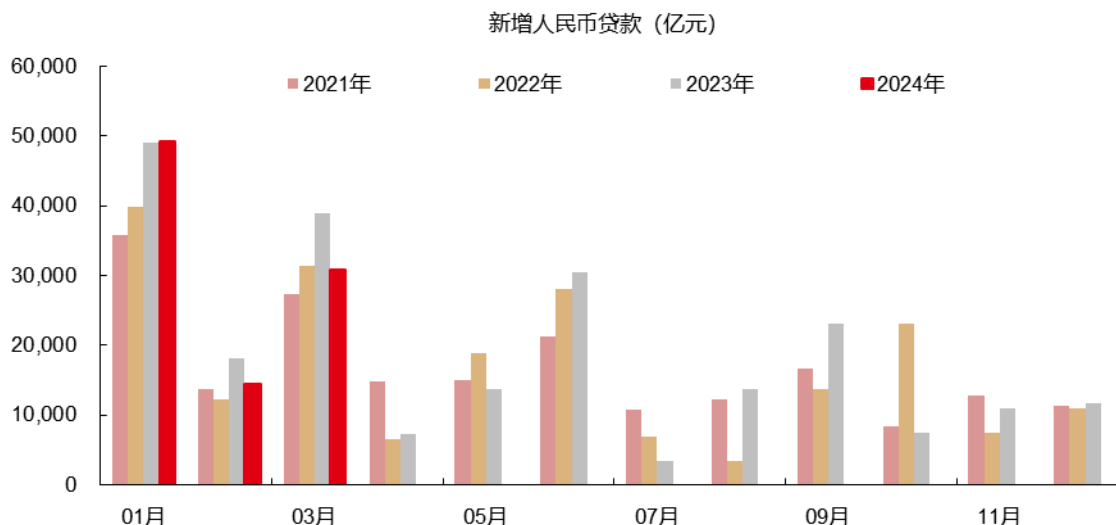
M1和M2同比增速双双回落，M1与M2负剪刀差有所收窄。3月房地产销售未见明显起色，叠加去年高基数影响，M1增速边际小幅回落；财政存款下降，但同比仍多增，对M2的支撑有所减弱，叠加去年同期信贷高基数影响，对M2同比增速产生一定制约。随着内外需回暖，企业谨慎扩产，企业定期存款或向企业活期存款转化，经济活力有所增强，M1与M2负剪刀差有所收窄。

向后看，年内宽信用仍有一定支撑，社融增速或温和回升。往后基数效应逐步走弱，同时政府专项债发行节奏靠后的拖累作用减弱，叠加大规模设备更新改造、科技创新和技术改造再贷款，有望支撑企业信贷融资需求回升，同时政策维稳房地产市场、降低汽车首付比例、以旧换新等促消费，支撑年内宽信用。

3.1 信贷：总体表现良好，企业和居民融资需求有所回暖

(1) 信贷需求好于预期和季节性

从总量角度，3月信贷数据总体表现良好，好于预期和季节性，因2023年同期高基数原因，3月新增信贷同比少增。3月新增信贷3.09万亿，略好于预期，较wind一致预期值3.03万亿高0.06万亿元，好于季节性，较近五年均值2.86万亿高0.23万亿元。新增信贷同比少增0.8万亿元，主要是2023年同期高基数效应，2023年3月新增信贷3.89万亿元，为近五年同期高点。开年以来，新增信贷延续高增特点，这与央行平滑信贷节奏、均衡信贷投放政策思路相一致。

图表18：3月新增人民币贷款


资料来源：Wind，中邮证券研究所

(2) 居民信贷需求小幅修复，居民消费需求有待持续修复

3月居民新增贷款9406亿元，较2月回升1.53万亿元，弱于季节性，较近五年均值1万亿元低641.6亿元，居民新增贷款同比少增3041亿元，整体指向居民融资需求虽有所修复，但仍有收缩，当前居民消费仍有待修复。

居民短期贷款弱于季节性，或指向居民消费偏谨慎，居民消费有待持续修复。

3月居民短期贷款新增4908亿元，较前值-2364亿元回升7288亿元，弱于季节性，较近五年均值水平4924亿元低16.40亿元，但同比少增1186亿元，结合通胀数据来看，或指向当前居民消费偏谨慎，或春节在一定程度上透支后续短期消费能力。

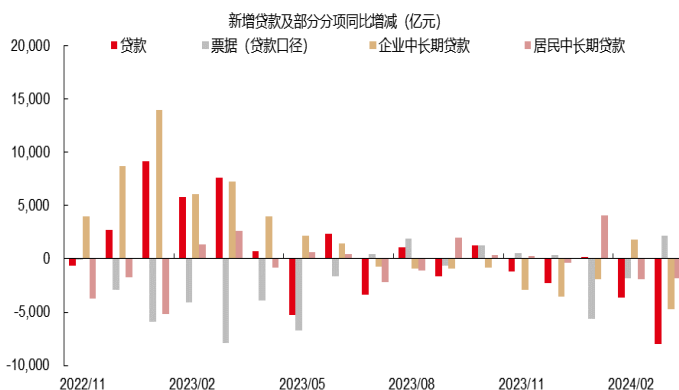
房地产市场景气未见明显转暖迹象，房地产按揭贷款需求减少，居民中长期经营贷款增加或是居民中长期贷款增加的主因。3月居民中长期贷款新增4516亿元，较上月-1038亿元回升5554亿元，略低于季节性，较近五年均值5133亿元低617亿元，新增居民中长期贷款同比少增1832亿元。根据克尔瑞发布3月百强房企销售数据，百强房企3月单月权益销售金额3796亿元，同比增长-54.51%，降幅较上月扩大14.58pct，销售表现延续低迷，指向居民按揭贷款仍较为低迷，因此3月新增居民中长期贷款环比回升或是居民经营贷款增加有关。近期消费贷款利率持续回落，居民中长期经营贷款持续走高。

(3) 企业融资需求好于季节性

3月企业新增贷款2.34万亿，较前值回升7700亿元，好于季节性，较近五年同期均值增加3608.20亿元，同比少增3600亿元，主要是高基数效应影响。

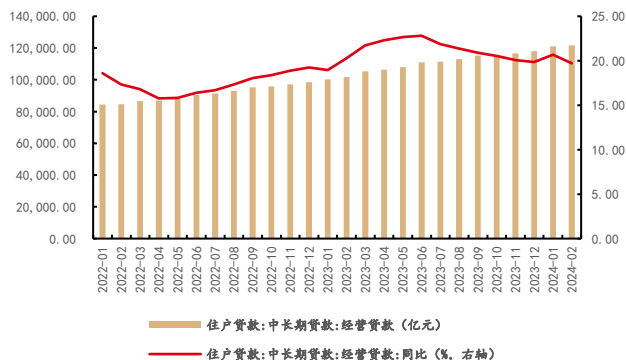
从结构看，3月企业中长期贷款1.6万亿元，好于季节性表现，较近五年均值1.27万亿高3267亿元，但同比少增4700亿元；企业短期贷款9800亿元，亦好于季节性表现，较近五年均值6901亿元高2899亿元，同比少增1015亿元。从3月PMI释放信号来看，当前需求相对生产仍不足，企业谨慎投资扩产，企业信贷需求持续回暖有待进一步观察。后续大规模设备更新改造政策落地、科技创新和技术改造再贷款等或支撑企业融资需求扩张。

图表19：新增贷款及部分分项同比增减



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表20：2022-2024年住户经营性贷款情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

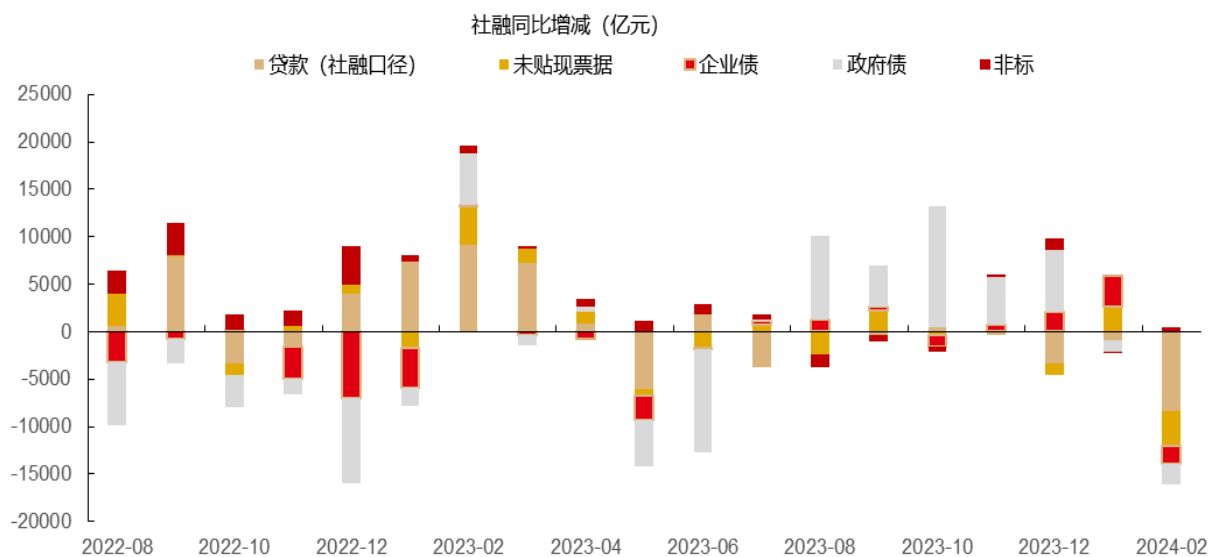
3.2 社融：新增社融好于预期，亦好于季节性

3月新增社融4.87万亿元，好于预期，较wind一致预期4.11万亿元高0.76万亿元，亦好于季节性，较近五年均值4.31万亿元高0.56万亿元，新增贷款是主要贡献项之一。新增社融同比少增5142亿元，其中，新增信贷同比少增6561亿元，新增政府债券同比少增1373亿元，成为主要拖累项；新增未贴现银行承兑汇票同比多增1760亿元，新增企业债券同比多增1251亿元，是主要贡献项。

(1) 对实体经济的新增贷款3.29万亿元，同比少增6561亿元，主要是2023年同期高基数影响，好于季节性，较近五年均值2.99万亿元高3073亿元，如前文所述，居民信贷和企业信贷需求均有所回暖，但可持续性仍有待持续观察。值得注意的是，需求弱供给强的现象有所缓解。3月票据融资新增3552亿元，同比多增1760亿元。

(2) **专项债发行仍相对缓慢，政府债券同比少增。3月新增政府债券融资4642亿元，较上月回落1369亿元，弱于季节性，较近五年均值5195.24亿元低553.24亿元。**一个理解：一季度经济需求回升相对较为明显，需求拉动生产特点有所显现，供需新的均衡点逐步形成。从结构上看，外需拉动效应相对明显，在一定程度上弥补内需相对较弱问题，缓解了稳增长政策拉动内需修复的紧迫性和必要性，为循序渐进推动经济内生动能修复提供了空间。短期通过把握外需较强韧性的时间窗口，依靠外需拉动助力经济内生增长动能修复，进而可关注国内结构性调整问题，坚定地高质量发展转型推进，如近期推动新质生产力发展等，同时可预留一定政策空间，为后续经济内生动能可持续增长保驾护航。这或许是一季度专项债发行节奏相对放缓的一个可能原因。结合提前批专项债发行历史数据来看，提前批专项债发行完成的时间大概在3-5个月左右。2024年1月下达提前批额度2.28万亿元，预计6月份前发行完毕。目前1-3月共发行6341.27亿元，按照历史发行节奏，若二季度集中发行的话，专项债额度可达1.65万亿元，或将有力支撑基建投资。考虑对专项债发行节奏放缓的考虑，即利用外需韧性，平衡稳增长与调结构关系，若二季度外需韧性仍在，专项债发行节奏或仍有可能较为平滑，或部分延后至三季度发行，如2021年情况。

(3) **严把上市准入关，仍是企业境内股票融资同比少增的主因。**3月企业境内股票融资227亿元，同比少增387亿元。应是严把上市准入关的持续影响。4月12日，国务院印发《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，再次强调严把发行上市准入关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度等。正如前期我们报告强调的，监管全面从严加强对企业发行上市活动监管，从源头提高上市公司质量，压紧压实发行监管全链条各相关方责任，维护良好的发行秩序和生态，推动资本市场健康、稳定、高质量发展，短期或对IPO产生一定负向影响。

图表21：3月社融同比增减


资料来源：Wind，中邮证券研究所

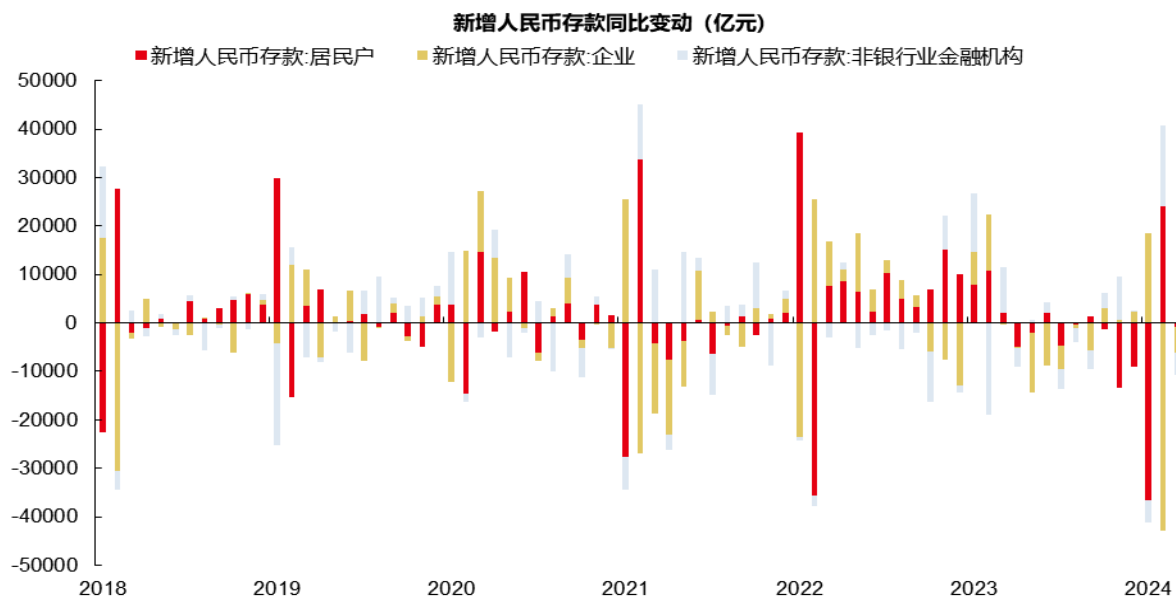
3.3 存款：居民消费行为仍偏谨慎，居民存款好于季节性

3月新增人民币存款48000亿元，同比少增9100亿元，高于季节性水平，较近五年均值3.94万亿元高8580亿元。

居民消费行为或偏谨慎，新增居民存款好于季节性。3月新增居民存款2.83万亿元，较上期回落3700亿元，同比少增774亿元，但好于季节性水平，较近五年均值2.16万亿元高6740.60亿元，整体来看，居民存款仍处于较高水平，可进一步确认居民消费相对偏谨慎，消费者信心有待持续修复，这与居民信贷数据和通胀数据释放的信号相一致。由于房地产是居民财富的重要组成部分，房地产市场尚未明显回暖，房价有所回落，在一定程度上压制了居民财富效应，可能弱化了消费者信心，并抑制消费，因此稳增长、稳就业、稳预期对于提振市场信心，修复消费者信心仍至关重要。

企业信贷需求有所增加，带动企业存款回升，但是需求相对生产仍弱，企业投资扩产较为谨慎，存款回升弱于季节性。3月新增企业存款2.07万亿元，同比少增5330亿元，弱于季节性水平，较近五年均值水平2.42万亿元低3466亿元，但亦是2023年4月以来阶段性高点。

专项债发行节奏仍较为缓慢，短期透支财政存款，新增财政存款负增。3月新增财政存款-7661亿元，同比多增751亿元，较上月减少3863亿元。

图表22：3月新增人民币存款同比变动情况


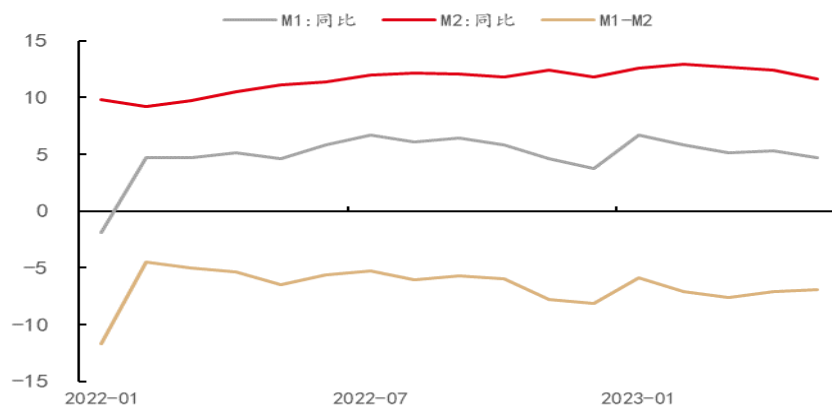
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.4 M1 和 M2 增速双双回落，M1-M2 负剪刀差有所收窄

3月M1同比增长1.1%，较上期回落0.1个百分点。可能有两方面原因：一是根据克尔瑞发布数据，3月房地产销售增速跌幅进一步扩大，销售走弱，房地产企业活期存款同比相对减少；二是去年同期高基数影响。随着内外需修复，3月企业信贷需求回升，但去年同期高基数原因影响，企业存款同比仍是少增，导致M1同比增速小幅回落。

M2同比增长8.3%，较上月小幅回落0.4个百分点。从结构上看，一是3月财政存款下降，但是同比多增，对M2的支撑有所减弱；二是企业信贷融资需求小幅回升，但受去年信贷高基数的影响，企业存款同比少增，对M2增速产生一定制约。

M1与M2同比增速均回落，但M2同比增速回落幅度大于M1同比增速回落幅度，负剪刀差有所收窄。一个可能原因是内外需回暖，企业谨慎扩产，企业定期存款或向企业活期存款转化，经济活力有所增强，这在3月PMI数据中亦有所体现。

图表23：3月货币供应（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.5 展望：宽信用仍有支撑，社融增速或温和回升

向后看，预计年内宽信用仍存在较强支撑，社融将温和回升。一是政府债券发行对社融拖累作用逐步减弱，支撑社融回暖。今年专项债发行节奏相对靠后，二季度或进入集中发行期，将对社融产生较为明显支撑。二是大规模设备更新改造政策文件已经印发，叠加科技创新和技术改造再贷款，有望支撑企业中长期融资需求，参考2018年受益设备更新改造，支持了企业融资需求扩张，制造业投资创阶段性新高。三是政策支持房地产市场稳定健康发展，对房企一视同仁提供资金支持，同时房地产融资协调机制持续推进，叠加加快保障性住房建设和供给，以及近期多城推出房屋“以旧换新”政策等，年内房地产市场有望止跌企稳，支持宽信用；四是促消费政策逐步落地，如以旧换新、降低汽车首付比例等，叠加房地产市场影响，居民消费或有望边际回升。总体来看，年内宽信用仍存在较强支撑，社融增速或温和回升。建议短期关注：一是基建投资回升的机会；二是地缘政治风险推升的必需品采购及航运；三是出口回升的半导体；四是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网等。

4 国内外宏观热点

4.1 海外宏观热点

美国3月政府预算赤字2364.6亿美元 预期赤字2230亿美元

美国 3 月政府预算赤字 2364.6 亿美元，预期赤字 2230 亿美元。据美国国会预算办公室最新发布的报告显示，2023 财年前 6 个月，美国联邦财政预算赤字较去年同期的 4300 亿美元，飙升约 3580 亿美元，至 1.1 万亿美元。而前 6 个月美国联邦财政收入从去年同期的 2.121 万亿美元下降 4%，至 2.048 万亿美元。2023 财年，随着经济衰退担忧加剧，叠加政府税收进一步疲软但支出依旧在飙升，预计政府债务问题将进一步凸显。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404113039841637.html>

目前来看，美国政府税收进一步疲软，支出依旧在飙升，预计未来美国政府债务问题将进一步凸显，这与连续超预期的就业数据指向的美国经济强劲表现相背离，仍需谨慎看待美国经济，不确定性仍较高。超预期就业数据说明需求端不存在问题，经济总量超韧性，理应推升税收收入增长，相应的财政支出会有所减少，但目前并不是。根据美银的数据来看，截至 4 月 11 日，美国政府个人所得税收同比下降了 14%，预计未来税收或仍将减少。

美国又将 6 家中国企业列入实体清单

据环球网报道，当地时间 4 月 11 日，美国商务部工业与安全局(BIS)更新出口管制条例(EAR)，新增了 11 个实体到实体清单中。其中包括 6 家中国公司、3 家俄罗斯企业和 2 家阿联酋实体。被列入实体清单的中国企业包括：北京安怀信科技股份有限公司、江西新拓实业有限公司、联众集群(北京)科技有限责任公司、深圳嘉思博科技有限公司、思腾合力(天津)科技有限公司、西安丽科创新信息技术有限公司。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1757586113092986404&wfr=spider&for=pc>

近期美国财政部部长耶伦访华释放了相对积极信号，但中美贸易摩擦仍未明显缓解。从前期拜登政府宣布将采取“前所未有行动”、对中国联网汽车调查，到现在 6 家企业列入实体清单，中美贸易摩擦仍在加剧，近期我国对美国贸易份额（我国对美国出口/美国进口总额）有所回落，我国对美出口或仍将承压。

美国 3 月 NFIB 小型企业信心指数为 88.5，差于预期。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404093037804328.html>

美国 2 月批发销售环比增长 2.3%

美国 2 月批发销售环比增长 2.3%，为 2022 年 3 月以来最大增幅，预期为 0.4%，前值-1.70%。

<https://news.10jqka.com.cn/20240410/c656758772.shtml>

美国 3 月进口物价指数环比上升 0.4%，高于预期

美国 3 月进口物价指数同比升 0.4%，预期升 0.3%，前值降 0.8%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。美国 3 月出口物价指数同比降 1.4%，预期降 1.2%，前值降 1.8%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.8%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404123043016940.html>

美国 4 月密歇根大学消费者信心指数初值 77.9，低于预期

美国 4 月密歇根大学消费者信心指数初值 77.9，预期 79，3 月终值 79.4，初值 76.5。消费者预期初值 77.0，预期 77.6，3 月终值 77.4，初值 74.6；经济现况初值 79.3，预期 82.2，3 月终值 82.5，初值 79.4。

<https://i.ifeng.com/c/8YjJqmNNmjY>

美国 4 月一年期通胀率预期初值升 3.1%，超出预期

美国 4 月一年期通胀率预期初值升 3.1%，预期 2.9%，3 月终值 2.9%，初值 3.0%；五至十年期通胀率预期初值 3.0%，预期 2.8%，3 月终值 2.8%，初值 2.9%。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-04-12/3325858.html>

美国、日本和菲律宾宣布将启动“吕宋经济走廊”，加快对半导体供应链等协调投资

据美国白宫 4 月 11 日消息，美国、日本和菲律宾三国领导人发布联合声明，宣布将启动“吕宋经济走廊”，支持菲律宾苏比克湾、克拉克、马尼拉和八打雁之间的互联互通。声明称，通过该走廊，日本、菲律宾和美国承诺加快对具有重大影响的基础设施项目的协调投资，包括铁路和港口现代化、清洁能源与半导体供应链及部署。

http://ft.10jqka.com.cn/standardgwapi/bff/news_bff/news/detail/index.html?q=656812803©right=2

美联储博斯蒂克：对于 2024 年的展望是在年底前降息一次

当地时间4月12日，美联储博斯蒂克表示，对于2024年的展望是在年底前降息一次，并不急于降息。随时注意并根据需要调整前景。通胀将继续放缓，但速度会比期望的要慢。

<https://m.163.com/dy/article/IVKRQ81805566WVY.html>

美联储古尔斯比：就业数据证实经济依然强劲

4月8日，美联储古尔斯比表示，2023年经济走在“黄金之路”上；就业数据证实经济依然强劲；美联储必须确定货币政策限制性要保持多长时间；不可否认，许多人对经济感到不满。

<https://finance.eastmoney.com/news/1351,202404093036576359.html>

纽约联储行长威廉姆斯：美联储在降通胀方面仍有工作要做

4月11日，纽约联储行长威廉姆斯表示，央行在实现通胀与就业目标的更好平衡上取得了“巨大进展”，但政策制定者尚未完成使命。威廉姆斯重申，通胀率预计将继续朝着2%目标回落，但这个过程不会“一路平顺”。他指出，迹象显示劳动力市场正迈向“正常”，预计失业率将在今年达到4%的峰值然后逐步下降。美联储3月份会议后发布的经济展望预示，如果经济如预期发展，货币政策的限制性会从今年开始逐步减弱。在资产负债表方面，威廉姆斯表示委员会决定放慢缩表步伐并不表明美联储将很快停止缩表，而是让官员监控市场状况，让银行系统准备金平稳过渡到充足水平。指标显示目前的准备金规模仍然远高于符合充裕定义的水平。

<https://www.gold678.com/live/202404112100321057>

美联储柯林斯：今年需要推迟降息或减少降息次数

美国波士顿联储主席柯林斯表示，相比之前的预期，美联储可能需要更长时间才能有足够信心放松货币政策，今年的降息次数可能有所减少。近期的数据使她对短期内必须调整利率的担忧缓解，但她仍然预计降息将在今年晚些时候开始。

http://ft.10jqka.com.cn/standardgwapi/bff/news_bff/news/detail/index.html?seq=656808892©right=2

美联储官员巴尔金：抗通胀方面还有工作要做，可以等一段时间再降息

美联储官员巴尔金表示，美联储在遏制物价压力方面仍有工作要做，可以等一段时间再下调利率；还没有达到想要的通胀水平，但正朝着正确的方向前进；

慢慢来是明智之举；通胀不是很高，但超过目标值水平；美联储官员的经济预测“并不完全正确”；一直支持减少对美联储经济预测摘要的重视。

<https://www.cls.cn/detail/1644333>

美联储戴利：在考虑降息之前，需要对通胀降至 2% 完全有信心

当地时间 4 月 12 日，美联储戴利表示，在考虑降息之前，需要对通胀降至 2% 完全有信心。正朝着尽可能温和地将通胀降至 2% 的目标迈进。降息不具紧迫性。

<http://news.10jqka.com.cn/20240413/c656851020.shtml>

贝莱德集团 CEO：美联储今年或降息 2 次

4 月 12 日，贝莱德集团 CEO Larry Fink 表示，美国通胀很难回落至 2%，今年或降息 2 次。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796150306513558124&wfr=spider&for=pc>

美国就业市场相对强劲问题仍较为突出，通胀水平连续超预期，美联储降息预期有所延后，降息幅度亦或有所下降，美联储官员表态亦偏鹰。但美国经济总量超韧性与进一步凸显的美国政府债务问题相背离，且近期大类资产走势亦与基本投资逻辑相背离，或指向美国经济总量韧性与结构性风险并存，仍需谨慎对待。

英国 3 月 BRC 同店零售销售同比增 3.2%，预期增 1.8%

英国 3 月 BRC 同店零售销售同比增 3.2%，预期增 1.8%，前值增 1%；BRC 总体零售销售同比增 3.5%，前值增 1.1%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404093036835355.html>

英国 2 月三个月滚动 GDP 环比升 0.2%，超出预期

英国 2 月三个月滚动 GDP 环比升 0.2%，预期升 0.1%，前值降 0.1%。英国 2 月 GDP 同比降 0.2%，预期降 0.4%，前值降 0.3%；环比升 0.1%，预期升 0.1%，前值升 0.2%。

英国暂停对 100 多种商品征收进口税

当地时间 4 月 11 日，英国政府宣布在 2026 年 6 月前对 100 多种商品暂停征收进口关税。英国政府消息称，将对在英国生产数量不足的商品实施 126 项新的关税暂停政策，并将延长 11 项商品的关税暂停政策。英国贸易与投资国务大臣

格雷格·汉兹表示,从汽车零部件到食品饮料,我们正在帮助企业降低进口成本,保持竞争力。英国政府在评估中考虑了现有的自由贸易协定以及消费者的利益,其他取消进口关税的产品包括化学品、金属、花卉和皮革等。

http://ft.10jqka.com.cn/standardgwapi/bff/news_bff/news/detail/index.html?q=656804735©right=2

英国央行官员 Greene 对过早降息的风险发出警告

英国央行决策官员 Megan Greene 对过早降息和货币政策“启启停停”的风险发出警告。Greene 周四暗示她距离支持降低借贷成本还很远,这表明她在英国央行九人货币政策委员会中偏向于鹰派。Greene 周四在希腊举行的德尔菲经济论坛的一个小组会议上表示,唯一比加息导致经济衰退更糟糕的是,先加息然后降息最终不得不以更大的力度加息以使通胀达到目标,因此货币政策启启停停是一种风险。最大的风险是过早放松政策,然后“不得不以更大幅度收紧,导致更严重的衰退。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796051570833678357&wfr=spider&for=pc>

英国 2 月季调后对欧盟贸易帐-113.17 亿英镑

英国 2 月季调后对欧盟贸易帐-113.17 亿英镑,前值-110.94 亿英镑。英国 2 月季调后贸易逆差为 22.91 亿英镑,预期逆差为 29.5 亿英镑,前值逆差为 31.29 亿英镑。

<https://www.caitongnews.com/live/2338257.html>

法国 2 月贸易帐-52.44 亿欧元

法国 2 月贸易帐-52.44 亿欧元,前值-73.88 亿欧元。

<https://www.163.com/dy/article/IVBEN7S50519QIKK.html>

德国 2 月工业产出同比下降 4.9%

据德国联邦统计局当地时间 4 月 8 日公布的数据,德国今年 2 月工业产出比上月增长 2.1%,超出此前预期。与去年同期相比下降 4.9%。

http://ft.10jqka.com.cn/standardgwapi/bff/news_bff/news/detail/index.html?q=656686441©right=2

德国 3 月调和 CPI 年率终值 2.3%

德国 3 月调和 CPI 年率终值 2.3%,预期 2.30%,前值 2.30%。

<https://stock.10jqka.com.cn/20240412/c656819069.shtml>

西班牙 3 月 CPI 同比终值升 3.2%，符合预期

西班牙 3 月 CPI 同比终值升 3.2%，预期升 3.2%，初值升 3.2%，2 月终值升 2.8%；环比终值升 0.8%，预期升 0.8%，初值升 0.8%，2 月终值升 0.4%。西班牙 3 月调和 CPI 同比终值升 3.3%，预期升 3.2%，初值升 3.2%，2 月终值升 2.9%；环比终值升 1.4%，预期升 1.3%，初值升 1.3%，2 月终值升 0.4%。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-03-27/doc-inaptzhm9515300.shtml>

欧央行发出降息的最明确信号 首次提到放松货币政策

欧洲央行 (ECB) 连续五次会议维持欧元区三大基准利率不变，并且发出更加明确的“降息”信号，表示如果欧元区通胀持续下滑，可能随时准备降息。在欧洲央行公布利率决议之后，市场对欧洲央行 6 月降息的预期不断强化，欧元汇率则应声走弱。欧洲央行在一份声明中表示：如果央行管理委员会对通胀前景的最新评估、潜在通胀的动态以及货币政策传导的力度，能够进一步增强其对通胀正以持续的方式向目标靠拢的信心，那么降低当前货币政策限制水平将是合适的。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796047503748129105&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行管委穆勒：通胀放缓增加了 6 月降息的可能性

4 月 12 日，欧洲央行管委穆勒：通胀放缓增加了 6 月降息的可能性，更多迹象表明经济正在增强。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/04/12152540215013.shtml>

欧洲央行管委斯图纳斯重申 2024 年四次降息的呼吁

4 月 12 日，欧洲央行管委斯图纳斯表示，欧洲央行货币政策现在“过于谨慎”，现在是与美联储分道扬镳的时候；重申 2024 年四次降息的呼吁；通胀率有低于 2% 的风险。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404123042113250.html>

欧洲央行管委卡扎克斯：如果没有意外发生，将在六月份进行降息

欧洲央行管委卡扎克斯表示，如果没有意外发生，将在六月份进行降息，工资增长仍然强劲，数据将在六月更加清晰；降息时机已经临近。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404123042063880.html>

欧洲央行调查：2024 年 GDP 增长预期下调至 0.5%，此前为 0.6%

4月12日，欧洲央行公布的调查显示，2024年GDP增长预期下调至0.5%，此前为0.6%，2025年上调至1.4%，此前为1.3%。预计2024年核心通胀率为2.6%，2025年为2.1%，2026年为2.0%。预计2024年通胀率为2.4%，2025年、2026年和2028年均均为2.0%。所有通胀预测与3个月前相比保持不变。

<https://www.gold678.com/C/202404121602401051>

花旗现预计欧洲央行将在年底前进行四次25个基点的降息，之前预计为五次。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-04-09/doc-inarffmy2343643.shtml>

高盛预计欧洲央行今年四次降息

高盛预计欧洲央行将在今年6月、7月、9月和12月四次降息。

<https://www.99qh.com/express/fastnews/560005>

随着欧洲经济逐步走弱，欧洲央行降息预期更加明确，市场提高了欧洲央行6月降息的预期，意味着前期我们提出的欧美央行错位降息预期或兑现（详见报告《鲍威尔最新表态带动美欧日央行的异步走位》），短期美元指数或仍走高，非美货币汇率存在贬值扰动压力。

日本央行行长植田和男：如果基础通胀上升，将减少宽松程度

4月10日，日本央行行长植田和男表示，如果基础通胀上升，将减少宽松程度；不会仅仅为了应对外汇波动而改变货币政策；如果外汇波动不仅导致进口价格上涨，而且可能推高预期以上的趋势通胀，可能需要改变货币政策；希望日本国债市场最终能够回归到由市场决定收益率的状态；正在观察市场对3月政策转变的反应，之后希望开始减少购买日本国债。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795867825079128117&wfr=spider&for=pc>

日本2月工业产出年率终值-3.9%

日本2月工业产出年率终值同比下降3.9%，环比下降0.6%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796101925628829304&wfr=spider&for=pc>

日本3月国内企业商品物价指数同比增0.8%，预期增0.8%

4月10日，日本3月国内企业商品物价指数同比增0.8%，预期增0.8%，前值增0.6%；环比增0.2%，预期增0.3%，前值增0.2%。

<https://i.ifeng.com/c/8Yf1lj3cfWY>

日元对美元汇率跌破“152 关口”，创 1990 年 7 月以来新低

由于美国服务价格和居住成本等“核心通胀”顽固，市场大幅下调了对美联储今年的降息预期，同时预期累计降息幅度缩减至约 40 个基点。相应地，债市与汇市出现较大波动。关键的十年期美债收益率周三大涨约 18 个基点，涨破 4.5% 关口，达到近五个月新高。美元指数周三大涨超 1%，升至 105 上方。随着美元走强，日元对美元汇率周三显著下跌，跌破 1 美元兑换 152 日元关口，创 1990 年 7 月以来新低，市场密切关注日本政府是否会从口头干预转向实际行动。

https://news.sohu.com/a/770792610_120914498

日本 3 月生产者价格同比增长 0.8%，环比增长 0.2%

日本 3 月生产者价格同比增长 0.8%，预估为 0.8%；3 月生产者价格环比增长 0.2%，预估为 0.3%。

<https://new.qq.com/rain/a/20240410A0144000>

日本 3 月季调后银行贷款年率 3.2%，前值 3.00%

日本 3 月季调后银行贷款年率 3.2%，前值 3.00%。日本 3 月季调后除信托外银行贷款年率 3.6%，前值 3.40%。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-04-10/detail-inarhxuw3372088.d.html>

日本 3 月家庭消费者信心指数 39.5

日本 3 月家庭消费者信心指数 39.5，预期 39.5，前值 39.1。

<https://news.10jqka.com.cn/20240409/c656685221.shtml>

高盛策略师：全球经济增长和美联储降息前景利好风险货币

高盛宏观策略师 Isabella Rosenberg 表示，从澳元到瑞典克朗等通常在高速增长环境下表现出色的顺周期货币今年可能受益于积极的经济趋势和货币政策宽松。美联储在非衰退环境下降息以及世界其他地区经济增长的积极变化表明，现在可能是做多风险货币的更好时机。高盛预测未来六个月澳元兑美元将涨至 0.70 (现汇报 0.66)；同期美元兑瑞典克朗将跌至 10 (现汇报 10.57)。

<https://www.jiemian.com/article/11022029.html>

韩国失业人口连增 5 个月

据韩联社 12 日报道，韩国 3 月失业人口同比增加 5.2 万人至 89.2 万人，自去年 11 月以来连续 5 个月增加。韩国 3 月就业人口 2839.6 万人，同比增加 17.3 万人。失业率为 3%。按行业看，制造业就业人口增加 4.9 万人，连续 4 个月保持增势；住宿餐饮业增加 7000 人，时隔 3 个月由减转增；农林渔业则减少 5 万人。

http://ft.10jqka.com.cn/standardgwapi/bff/news_bff/news/detail/index.html?q=656815786©right=2

韩国 2023 年国家债务 6 万亿元创历史新高，债务占 GDP 比例首次超 50%

2023 年，韩国国家债务首次突破了 1126.7 万亿韩元的大关（约合人民币 6 万亿元），刷新历史记录，同时债务占 GDP 比重首次超过 50%。根据报告，2023 年韩国中央政府债务为 1092.5 万亿韩元，增加 59.1 万亿韩元。地方政府的债务同比增加 3000 亿韩元，达到 34.2 万亿韩元。韩国企划财政部指出，财政赤字的持续累积是导致政府债务不断增加的主要原因。在 GDP 中所占的比重方面，韩国的国家债务从 2011 年至 2019 年一直控制在 40% 以下，2020 年首次突破 40%，到了 2022 年已经上升至 49.4%，而去年更是达到了 50.4%，这是自 1982 年开始进行相关统计以来，债务占 GDP 比例首次超过 50%。

<https://m.jrj.com.cn/rss/yidianzixun/2024/4/11/40197163.shtml>

韩国 4 月 1 日至 10 日出口同比增长 21.6%，进口同比增长 5.8%

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795994628772311748&wfr=spider&for=pc>

韩国 3 月末家庭贷款环比减少 1.6 万亿韩元

韩国央行 4 月 11 日发布的数据显示，截至 3 月末，韩国银行的家庭贷款环比减少 1.6 万亿韩元，至 1098.6 万亿韩元。抵押贷款环比增加 0.5 万亿韩元，至 3 月底的 860.5 万亿韩元。截至 3 月底，公司贷款环比增加 10.4 万亿韩元，达到 1272.8 万亿韩元。

http://ft.10jqka.com.cn/standardgwapi/bff/news_bff/news/detail/index.html?q=656772435©right=2

波罗的海干散货运费指数跌至 2024 年 2 月 9 日以来低点，海运股或受到影响

2024年4月9日，波罗的海干散货运费指数（BDI）跌-1.51%，报1570点，为2024年2月9日以来的最低水平，海运相关股票或受到影响，波罗的海干散货运费指数近一周跌-8.40%，年初至今跌-24.99%。

<https://news.10jqka.com.cn/20240410/c656729478.shtml>

4.2 国内宏观热点

国务院总理李强4月12日主持召开国务院常务会议

会议强调，要深入贯彻习近平总书记主持召开新时代推动中部地区崛起座谈会时的重要讲话精神，抓好重大工作任务、重大改革事项的落实落地，推动科技创新和产业创新深度融合，加强区域协调联动，着力深化改革扩大开放，以更加务实有效的举措，支持中部地区把区位优势、资源优势转化为发展优势，不断提升整体实力和竞争力。会议指出，解决企业账款拖欠问题，关系营商环境改善，关系经济回升向好大局，关系政府形象和公信力。既要高质量推进清欠专项行动、解决当前的清欠存量，又要下功夫健全长效机制，坚决遏制“边清边欠”“清了又欠”。要聚焦政府拖欠企业账款问题和大型企业拖欠中小企业账款问题，进一步提高拖欠主体违规成本，降低被拖欠企业维权成本，抓紧完善相关法律法规和工程价款结算、商业汇票管理等制度规定，让长效机制尽快畅通运转起来。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796159303128915181&wfr=spider&for=pc>

七部门联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》

工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、中国人民银行、税务总局、市场监管总局、金融监管总局等七部门近日联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》，包括实施先进设备更新行动、实施数字化转型行动、实施绿色装备推广行动、实施本质安全水平提升行动四个方面12项重点任务，如鼓励航空、光伏、动力电池领域相关企业更新高端先进设备、引导上下游企业协同打造智慧供应链、设立科技创新和技术改造专项再贷款。《方案》提出，到2027年，工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上，规模以上工业企业数字化研发设计工具普及率、关键工序数控化率分别超过90%、75%，工业大省大市和重点园区规上工业企业数字化改造全覆盖，重点行业能效基准水平以下产能基本退出、主要用能设备能效基本达到节能水平，本质安全水平明显提升，创新产品加快推广应用，先

进产能比重持续提高。据介绍，我国设备更新是一个年规模 5 万亿元以上的巨大市场。工业设备投资约占全社会设备投资 70% 以上，据此估算，我国工业领域设备更新年规模在 4 万亿元左右。

<https://finance.eastmoney.com/a/202404093037968220.html>

国家税务总局召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新行业协会及企业座谈会

4 月 9 日，国家税务总局召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新行业协会及企业座谈会。今年进一步加大了政策支持力度，特别是在税收方面明确要求推广资源回收企业向自然人报废产品出售者“反向开票”的措施。税务部门紧锣密鼓抓好落实，积极开展相关业务制度完善改进和信息系统升级改造等工作，4 月底前实现资源回收企业“反向开票”，并通过实施“反向开票”进一步畅通增值税抵扣链条，赋予资源回收企业规范合法的企业所得税税前扣除凭证，同时让持续开展出售报废产品业务的自然人也能按现行税法规定享受增值税免征或减征政策。

http://www.ce.cn/macro/more/202404/10/t20240410_38964218.shtml

商务部部长王文涛与法国外交部外贸部长级代表李斯特举行会谈

4 月 8 日，商务部部长王文涛在法国巴黎与法国外交部外贸部长级代表李斯特会谈。双方就中法经贸关系有关议题深入交换意见。王文涛表示，今年是中法建交 60 周年，在两国元首外交的战略引领下，双边经贸合作规模和质量不断提升。当前，中国正在推进高质量发展，加快发展新质生产力，积极为内外资企业创造公平竞争环境，这将为包括法国在内的欧洲企业提供更大的市场机遇。中方愿与法方一道，充分发挥已有经贸机制作用，通过对话和合作管控分歧，推动解决彼此重大合理关切。李斯特表示，法方支持自由贸易，愿倾听在法中资企业的诉求，致力于为企业创造公平的竞争环境。法方赞赏中方有关优化营商环境、扩大自法进口的举措。希望双方共同努力，妥善解决经贸领域相关分歧。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795840995502105292&wfr=spider&for=pc>

时隔近 15 年，全国范围内消费品以旧换新工作拉开帷幕

4 月 12 日，商务部等 14 部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》（以下简称《行动方案》），组织在全国范围内开展汽车、家电以旧换新和家装厨卫

“焕新”。《行动方案》主要有五方面内容，包括总体要求、开展汽车以旧换新、推动家电以旧换新及推动家装厨卫“焕新”等。《行动方案》提出，通过加大政策引导支持力度，力争到 2025 年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，高效节能家电市场占有率进一步提升；报废汽车回收量较 2023 年增长 50%，废旧家电回收量较 2023 年增长 15%；到 2027 年，报废汽车回收量较 2023 年增加一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%。官方预测，2023 年底，我国民用汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等家电保有量超过 30 亿台，汽车、家电更新换代能创造万亿规模的市场空间。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796185570638842706&wfr=spider&for=pc>

一季度中国中小企业发展指数回升

4 月 9 日，中国中小企业协会 9 日发布数据显示，一季度中小企业发展指数为 89.3，比上季度上升 0.2 点，高于 2022 年同期水平，与 2023 年同期持平。

https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6944150.htm

一季度车市零售实现“开门红”，3 月乘用车出口量创历史新高

4 月 9 日，乘联会发布数据显示，3 月乘用车市场零售 168.7 万辆，同比增长 6%，环比增长 52.8%；1-3 月累计零售 482.9 万辆，同比增长 13.1%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1795897767413589000&wfr=spider&for=pc>

首批 8000 亿元内外贸一体化企业专项融资额度落地

商务部、中国人民银行等部门持续推动金融机构加大对内外贸一体化企业的支持力度。4 月 9 日，首个内外贸一体化企业专项融资额度落地，工商银行将提供 8000 亿元人民币为满足条件的企业提供贸易融资、信用贷款等融资支持。

http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/202404/10/t20240410_38964623.shtml

国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》

《意见》强调，必须坚持和加强党的领导，确保资本市场始终保持正确的发展方向；必须始终践行金融为民的理念，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益；必须全面加强监管、有效防范化解风险，确保监管“长牙带刺”、有棱有角；必须始终坚持市场化法治化原则，进一步全面深化资本市场改革，统筹好开放和安全；必须牢牢把握高质量发展的主题，更加有力服务国民经济重点领域和现代化产业体系建设。《意见》要求，严把发行上市准入关；严格上市公司

持续监管；加大退市监管力度；加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强；加强交易监管，增强资本市场内在稳定性；大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量；进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展；推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

https://m.gmw.cn/2024-04/13/content_1303711329.htm

证监会：加快推动资本市场“1+N”政策体系落地实施

会议指出，新“国九条”是继2004年、2014年两个“国九条”之后，又时隔10年，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件，充分体现了党中央、国务院对资本市场的高度重视和殷切期望。新“国九条”坚持远近结合、标本兼治、综合施策，系统提出了强监管、防风险、促高质量发展的一揽子政策措施。会议强调，加快推动资本市场“1+N”政策体系落地实施。会议要求，要把落实新“国九条”与贯彻中央金融工作会议精神结合起来，与资本市场建制度、堵漏洞、补短板结合起来，完善资本市场基础制度体系，着力增强资本市场内在稳定性。要坚持刀刃向内，加强自身建设，深入推进全面从严治党和反腐败斗争，从严从紧完善离职人员管理，深化政商“旋转门”、“逃逸式辞职”等专项整治，打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796198130494580548&wfr=spider&for=pc>

5 本周宏观环境分析：欧美错位降息预期或将兑现，国内稳健向好

在政策环境方面，外部政策环境偏负面，美国非农就业数据超预期，降低美联储降息预期，欧洲经济边际放缓，6月降息预期更为明确，短期美元指数或走高，对非美货币汇率存在贬值扰动；国内以旧换新、设备更新改造等相关政策文件印发，稳增长政策力度增大。

在非政策环境方面，美国经济总量表现较强韧性，但指标间存在一定背离，如超预期就业与政府债务持续走高相背离，美国经济不确定性仍大，日本经济稳健修复，欧元区经济边际放缓；国内经济基本面持续向好，短期外需韧性仍在，剔除高基数效应的3月出口保持正增长。

图表24：本周宏观环境变化

		环境分项	环比上周	分析
非政策环境	外部	贸易摩擦	负面	1. 美国又将6家中国企业列入实体清单；
		全球经济环境	正面	1. 美国3月ISM制造业PMI超预期回升、非农就业超预期大增，美国经济总量表现较强韧性； 2. 欧洲生产景气度仍边际回落，经济边际回落； 3. 日本经济稳健修复。
	内部	宏观数据韧性	正面	1. 剔除高基数效应影响，3月出口增速保持韧性；
		人民币汇率	负面	1. 美元指数小幅上涨，人民币小幅贬值；
政策环境	外部	全球货币环境	负面	1. 美国非农就业数据超预期，降低美联储降息预期； 2. 欧元区央行6月降息预期概率进一步走高；
	内部	中国政策方向	正面	1. 设备更新改造、以旧换新政策进一步推进落地；
		流动性	持平	1. 货币市场收益率分化，DR007走高，同业存单利率下行，债券市场收益率回落；

资料来源：中邮证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048