



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

《美国通胀有望波浪式回落，“硬着陆”
风险犹存》 - 2024.06.02

宏观研究

假期旅游热度有所降温，短期出口韧性犹在

● 核心观点

(1) 端午假期旅游热度保持一定韧性，但较五一假期和清明假期有所降温，假期观影和置业热度亦较为明显回落。考虑端午假期恰逢高考，会对居民出行旅游、观影等产生短期影响。端午假期首日（6月8日），预计全社会跨区域人员流动量 20867.1 万人次，环比增长 10.8%，较 2019 年同期增长 9%。从日均出行人次来看，端午假期首日出行人次低于五一假期和清明假期日均出行人次水平，分别是五一假期和清明假期日均出行人次的 72.32% 和 83.27%，且出行人次同比增速亦有所回落。其中自驾游仍是主要出行方式，与春节、清明、五一假期特点较为一致。在旅游方面，各类深度体验中国历史文化的“新中式”旅行受到年轻用户关注。在观影方面，端午假期观影热度有所降温，总票房、观影人次不及 2023 年和 2019 年端午档。假期置业亦较为明显下降，30 大中城市商品房销售面积不及 2023 年端午假期同期水平，亦较节前销售水平较为明显下降。

(2) 5 月我国出口同比增速 7.6%，超预期回升，好于预期和季节性，主因或是低基数效应。从两年复合增速来看，5 月出口两年复合增速为 -0.27%，出口同比增速明显回落，较 4 月两年复合增速 4.27% 回落 4.54pct，呈现边际回落态势。从环比增速来看，5 月出口环比增长 3.38%，较 4 月环比增速 4.58% 回落 1.2pct，亦呈现边际回落态势。

从主要贸易伙伴来看，在低基数效应下，5 月我国对主要贸易伙伴出口对整体出口增速的拉动作用均有边际改善。其中，我国对美国、韩国、东盟、巴西出口增大对整体出口增速的拉动作用为正，而我国对东盟出口的拉动作用最为显著；我国对欧盟、日本、俄罗斯和南非的出口增速对整体出口增速的拉动作用仍为负值。

从出口商品来看，剔除基数效应，主要商品出口增速边际放缓，机电产品出口仍保持正增长，高新产品和劳动密集型产品出口增速转负，地产后周期产品出口增速有所分化。

向后看，短期出口韧性犹在，但中长期面临挑战。短期我国对美国、欧盟、日本、韩国出口增速有望维持韧性，存在边际改善空间，对俄罗斯出口或存在下行风险。由于东盟并未有月度或季度统计数据，但马来西亚、泰国、越南、老挝等国家经济景气度较高，出口保持了较高韧性，会对我国产生支撑。整体来看，短期我国出口韧性犹在，中长期面临一定挑战。

(3) 本周宏观环境分析：美国经济“硬着陆”风险增大，国内出口支撑经济稳健修复

在政策环境方面，美联储维持利率不变，市场对美联储降息预期再次延后；欧洲央行、加拿大央行如期降息；市场定价英国央行8月降息；日本经济保持稳健修复，日本央行货币政策或边际收紧，缩减购债规模，7月加息预期仍在。国常会定调继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施，对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进；两部门再次发文：优化完善城市协调机制，精准支持房地产项目合理融资。

在非政策环境方面，美国经济不确定性仍高，美国5月非制造业景气度延续回升，但制造业景气度连续两个月回落，4月扣除国防的工厂订单不及前值，虽然非农就业人数和申领失业救济人数的指标表明就业市场仍然强劲，但失业率上升和职位空缺下降反映出裂缝正在形成，并且民调显示三分之二的美国中产阶级面临财务困境。美国通胀粘性仍强，非农就业超预期表现，再次制约美联储降息，市场机构对美联储降息预期再次延后。此外，考虑短期海运运费涨价、欧佩克一减产计划延长，短期美国通胀仍存在反复可能。在此背景下，高利率、高通胀以及美国结构性矛盾凸显，美国经济“硬着陆”风险有所增大。在通胀回落和降息预期下，欧元区经济逐步回暖；日本经济稳

健修复，服务业景气度维持高位，名义工资增速创 1994 年 10 月以来新高，但实际工资走弱，家庭支出环比回落。国内出口超预期回升，仍是经济增长的重要拉动力。

● **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 端午假期旅游热度有所降温，假期置业热度较为明显下降	6
2.1 居民出行需求保持较高热度，较五一假期和清明假期有所降温	6
2.2 周边游、“新中式”民俗游成主力军	7
2.3 端午假期观影热度有所降温	8
2.4 端午假期居民置业热度较为明显下降	9
3 低基数下出口超预期回升，短期出口韧性犹在	10
3.1 剔除基数效应，5月出口边际放缓	10
3.2 5月进口增速超预期回落	14
3.3 出口展望：短期出口韧性犹在，中长期面临挑战	15
4 国内外宏观热点	20
4.1 海外宏观热点	20
4.2 国内宏观热点	31
5 本周宏观环境分析：美国经济“硬着陆”风险增大，国内出口支撑经济稳健修复	34
风险提示	35

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览	6
图表 2: 清明、五一和端午全社会跨区域人员流动情况	7
图表 3: 端午假期首日出行方式	7
图表 4: 30 大中城市商品房成交面积	9
图表 5: 30 大中城市商品房成交面积: 一线城市	9
图表 6: 30 大中城市商品房成交面积: 二线城市	10
图表 7: 30 大中城市商品房成交面积: 三线城市	10
图表 8: 我国出口增速情况	11
图表 9: 2024 年 5 月出口增速好于季节性水平 (%)	11
图表 10: 出口同比拉动拆分 (按国别/地区)	12
图表 11: 我国进口增速情况	14
图表 12: 2024 年 5 月进口增速弱于历史均值 (%)	14
图表 13: 美国进口增速和我国对美国贸易份额 (%)	16
图表 14: 2024 年美国制造业景气度回升 (%)	16
图表 15: 我国对欧盟贸易份额	17
图表 16: 2024 年欧盟进口增速仍较为低迷 (%)	17
图表 17: 日本进口增速和我国对日本贸易份额 (%)	18
图表 18: 美元兑日元仍处于较高水平	18
图表 19: 韩国进口增速和我国对韩国贸易份额 (%)	18
图表 20: 韩国制造业景气度 (%)	18
图表 21: 俄罗斯进口增速和我国对俄罗斯贸易份额 (%)	20
图表 22: 俄罗斯制造业景气度 (%)	20
图表 23: 本周宏观环境变化	35

1 大类资产表现

6月第1周(6.1-6.7)，货币市场收益率小幅回落，DR007和同业存单利率均小幅回落；全球主要经济体股市表现分化，国内权益市场小幅下行，美国、日本、越南、韩国等主要经济体股市小幅上行；大宗商品市场价格回落；美元指数小幅走高，人民币汇率小幅升值。

图表 1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅					年初至今	本周(6.1-6.7)
			202401	202402	202403	202404	202405		
货币市场 (bp)	DR007	%	-3.73	-10.39	24.57	9.74	-24.23	-13.61	-9.57
	同业存单(股份制银行)到期收益率:6M	%	-4.26	-15.25	0.18	-13.86	-10.11	-44.71	-1.41
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.96	188	-8.13	-45.34	-3.57
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-4.6	230.77	-0.99	-27.51	-1.54
	美国:国债收益率:2年	%	4	37	-5	17	-15	64	-2
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	-5	11	-18	55	-8
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	0.86%	2.09%	-0.58%	2.57%	-1.15%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	0.75%	1.98%	-2.32%	-2.82%	-1.16%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	0.62%	2.21%	-2.87%	-5.83%	-1.33%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-5.57%	0.62%	-3.16%	-13.39%	-0.71%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-0.80%	7.39%	1.78%	7.74%	1.59%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	1.79%	-4.41%	6.88%	14.13%	2.38%
	标普500	点	1.59%	5.17%	3.10%	-4.16%	4.80%	12.10%	1.32%
	日经225	点	8.43%	7.94%	3.07%	-4.86%	0.21%	15.60%	0.51%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	2.50%	-5.81%	4.32%	13.95%	2.05%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	-0.37%	-0.75%	-3.64%	-5.15%	-1.04%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	3.95%	-1.99%	-2.06%	2.54%	3.27%
	巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	3.51%	-2.69%	0.10%	6.08%	0.11%
伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	4.23%	2.41%	1.61%	6.62%	-0.36%	
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	9.35%	2.72%	1.36%	10.60%	-1.49%
	COMEX白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	9.44%	6.03%	15.00%	21.80%	-4.25%
	LME铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	4.05%	14.26%	0.12%	16.09%	-1.45%
	LME铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	4.95%	12.11%	5.19%	10.40%	-3.68%
	LME锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	0.38%	22.31%	2.39%	7.33%	-5.36%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	4.62%	0.43%	-7.10%	3.35%	-2.45%
	WTI原油	美元/桶	5.86%	3.18%	6.27%	-1.49%	-6.03%	5.42%	-1.90%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	5.79%	-3.90%	5.19%	-8.88%	-2.28%
CBOT玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	6.12%	-0.34%	1.13%	-4.62%	0.73%	
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	0.36%	1.75%	-1.60%	3.51%	0.29%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	0.42%	0.25%	0.03%	2.12%	-0.02%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 端午假期旅游热度有所降温，假期置业热度较为明显下降

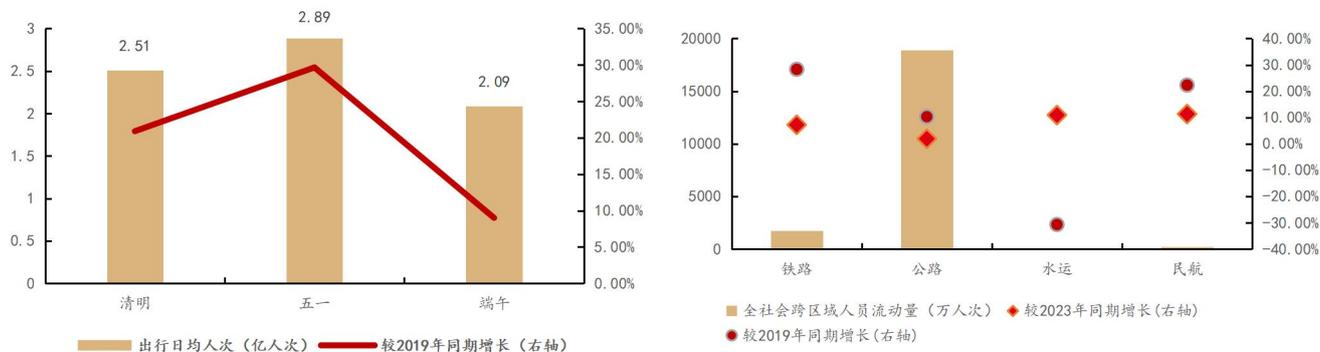
2.1 居民出行需求保持较高热度，较五一假期和清明假期有所降温

端午假期居民出行需求依然旺盛，但较五一假期和清明假期有所放缓。交通运输部消息，今年端午假期首日(6月8日)，预计全社会跨区域人员流动量

20867.1 万人次，环比增长 10.8%，较 2019 年同期增长 9%。从日均出行人次来看，端午假期首日出行人次低于五一假期和清明假期日均出行人次水平，分别是五一假期和清明假期日均出行人次的 72.32%和 83.27%，且出行人次同比增速亦有所回落，指向在经历了清明假期、五一假期出行大幅增长后，端午出行热度边际有所回落。端午假期出行较五一有所降温或与假期天数有关，五一假期时间相对较长，此外，考虑今年端午假期恰逢高考，势必对居民出行产生短暂影响。

分结构看，公路出行是最主要出行方式，其中自驾游热度持续上升。端午假期选择公路出行的人次 18872 万人次，占比达到 90.44%，比 2023 年同期增长 1.9%，比 2019 年同期增长 8.4%，其中，高速公路及普通国道非营业性小客车人员出行量 15171 万人次，在公路出行的人次中占比高达 80.39%。其次，选择铁路出行的人次 1724.6 万人次，比 2023 年同期增长 7.2%，比 2019 年同期增长 21.10%。再次，选择民航出行的人次 191.4 万人次，比 2023 年同期增长 11.3%，比 2019 年同期增长 11%。最后，选择水运出行的人次 79.1 万人次，比 2023 年同期增长 10.9%，较 2019 年同期增长-41.6%。

图表 2：清明、五一和端午全社会跨区域人员流动情况 图表 3：端午假期首日出行方式



资料来源：新华每日电讯，交通运输部，中邮证券研究所 资料来源：交通运输部，中邮证券研究所

2.2 周边游、“新中式”民俗游成主力军

(1) 湖北、湖南、泰安等省市端午假期旅游稳定有序

湖北省：湖北省文旅厅消息，端午假期第一天湖北全省 15 家 5A 级旅游景区接待游客 23.21 万人次，同比增长 21.86%。端午假期第一天，湖南全省当日全域客流 657.56 万人次，其中省外游客 40.45 万人次，占比为 6.15%。

湖南省：据湖南省文旅厅官方微信，端午假期第一天，湖南全省当日全域客流 657.56 万人次，其中省外游客 40.45 万人次，占比为 6.15%。全省游客人均花费为 679.8 元。端午假期第二天，全省当日全域客流 858.88 万人次，其中省外游客 53.50 万人次，占比为 6.23%。全省游客人均花费为 638.02 元。

泰安市：据监测，6 月 8 日 0 时至 14 时，全市纳入统计的 A 级旅游景区、新业态旅游景区、乡村旅游区点、红色旅游景区等 21 家旅游景区（点）共接待游客 8.96 万人次，实现营业收入 382.58 万元。6 月 8 日 14 时至 6 月 9 日 14 时，全市纳入统计的 A 级旅游景区、新业态旅游景区、乡村旅游区点、红色旅游景区等 21 家旅游景区（点）共接待游客 19.32 万人次，较 2023 年减少 12.66%，实现营业收入 952.68 万元，较 2023 年增长 7.15%，实现门票收入 648.84 万元，较 2023 年增长 10.83%。

（2）周边游、“新中式”民俗游成主力军

今年端午旅游市场整体呈现出以本地游和周边游为主、民俗游相结合的特点。美团数据显示，截至 6 月 1 日，端午假期文旅预订单量同比增长接近 70%；携程数据显示，端午假期国内周边游预订量同比增长 20%；同程数据显示，上海、北京、广州等中心城市开往周边小城市的车票预订热度较平日增长 2 倍以上；抖音数据显示，多个赛龙舟地区酒旅和餐饮订单量攀升明显；马蜂窝数据显示，近一周，“端午去哪玩”热度环比大涨 166%。端午假期，历史博物馆参观、龙舟观赛体验、非遗体验、历史文化景区打卡、汉服妆造体验等各类深度体验中国历史文化的“新中式”旅行受到年轻用户关注。

2.3 端午假期观影热度有所降温

端午假期总票房较为明显下降，较 2023 年和 2019 年大幅下降。根据灯塔专业版统计，截至 6 月 10 日 11 时 30 分，端午假期票房 2.96 亿元，较 2023 年同期 9.11 亿元下降了 67.50%，较 2019 年同期 7.85 亿元下降了 62.29%。

观影人次不及 2023 年和 2019 年同期。据灯塔专业版，截至 6 月 10 日 11 时，今年端午档观影人次 310.7 万人次，较 2023 年同期增长-86.22%，较 2019 年同期增长-86.07%。

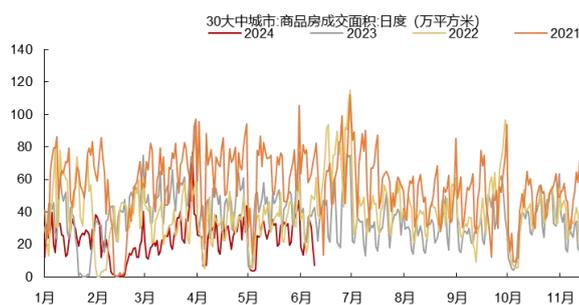
平均票房低于 2023 年同期，略好于 2019 年同期水平。今年端午档平均票价为 39.93 元/场，较 2023 年同期平均票价 40.43 元/场下降 1.24%，较 2019 年同期平均票价 35.18 元/场上涨了 13.5%。

2024 年端午假期观影热度有所降温可能是多方面的原因，一方面是电影风格或并未受到大家欢迎；另一方面，今年端午与高考相撞，会对娱乐消费产生短暂影响，而 2023 年端午在高考之后，经历紧张高考的众多暑假考生消费热情高涨，一定程度上亦提高了观影热度。同样的，今年端午后的暑期消费亦值得期待。

2.4 端午假期居民置业热度较为明显下降

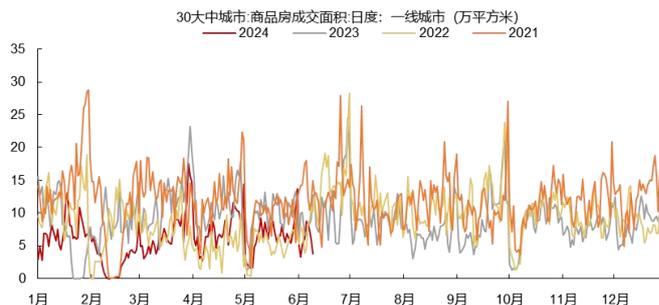
端午假期居民置业热度较为明显下降。端午假期前两天（6 月 8 日和 6 月 9 日），30 大中城市商品房成交面积分别为 17.44 万平方米和 7.39 万平方米，较 2023 年端午同期（6 月 22 日和 6 月 23 日）变动分别为-19.54%和-62.45%。鉴于当前我国房地产市场供求关系发生重大变化，关注商品房销售较节前环比变化。端午假期前两天（6 月 8 日和 6 月 9 日），30 大中城市商品房成交面积较 6 月 7 日 30.65 万平方米明显放缓，分别下降 43.08%和 75.89%。其中，一线城市商品房销售面积两天合计 9.65 万平方米，较 2023 年端午同期下降 9.87%；二线城市商品房销售面积两天合计 7.52 万平方米，较 2023 年端午同期下降 66.43%；三线城市商品房销售面积两天合计 7.67 万平方米，较 2023 年端午同期下降 7.21%。

图表 4：30 大中城市商品房成交面积

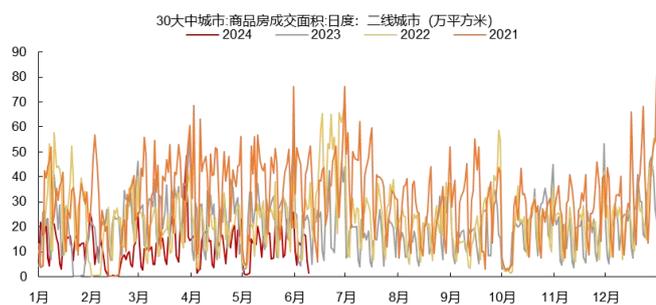


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

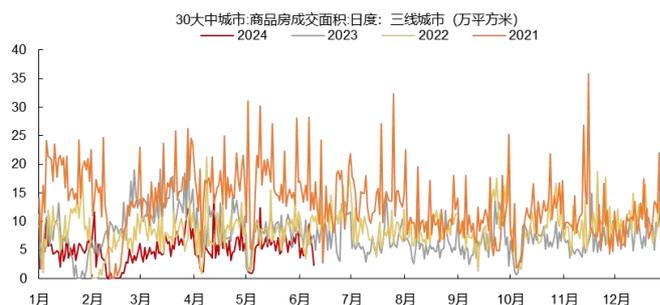
图表 5：30 大中城市商品房成交面积：一线城市



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 6: 30 大中城市商品房成交面积: 二线城市


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 7: 30 大中城市商品房成交面积: 三线城市


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

3 低基数下出口超预期回升, 短期出口韧性犹在

3.1 剔除基数效应, 5 月出口边际放缓

(1) 5 月出口好于预期和季节性, 主因是低基数效应

以美元计价, 5 月当月出口同比增长 7.6%, 较上月回升 5.1pct, 较 wind 一致预期 6.42% 高 1.18pct, 好于季节性, 较 2017-2023 年 (不包括 2020 年和 2021 年两个异常年份, 下同) 同期均值水平 5.7% 高 1.9pct。5 月当月出口同比增速超预期走高的重要原因是存在低基数效应。剔除基数效应, 5 月当月出口同比增速边际回落。从两年复合增速来看, 5 月出口两年复合增速为 -0.27%, 出口同比增速明显回落, 较 4 月两年复合增速 4.27% 回落 4.54pct。从环比增速来看, 5 月出口环比增长 3.38%, 较 4 月环比增速 4.58% 回落 1.2pct, 亦呈现边际回落态势。1-5 月出口累计同比增速 2.7%, 较 1-4 月出口累计同比增速 1.5% 回升 1.2pct; 考虑基数效应, 从两年复合增速来看, 1-5 月出口累计两年复合增速 0.63%, 较 1-4 月出口累计两年复合增速 0.92% 回落 0.29pct, 亦呈现边际回落态势。

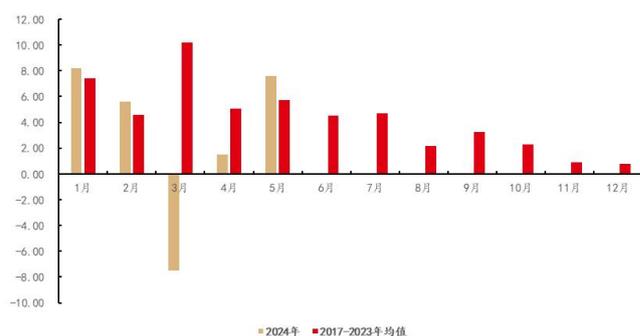
以人民币计价, 5 月当月出口同比增长 11.2%, 较上月回升 6.1pct, 好于季节性表现, 较 2017-2023 年同期均值水平 7.5% 高 3.7pct。1-5 月累计出口同比增速 6.1%, 较上期回升 1.2pct, 弱于季节性水平, 较 2017-2023 年同期均值水平 8.27% 低 2.17pct。

图表 8：我国出口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 9：2024 年 5 月出口增速好于季节性水平 (%)



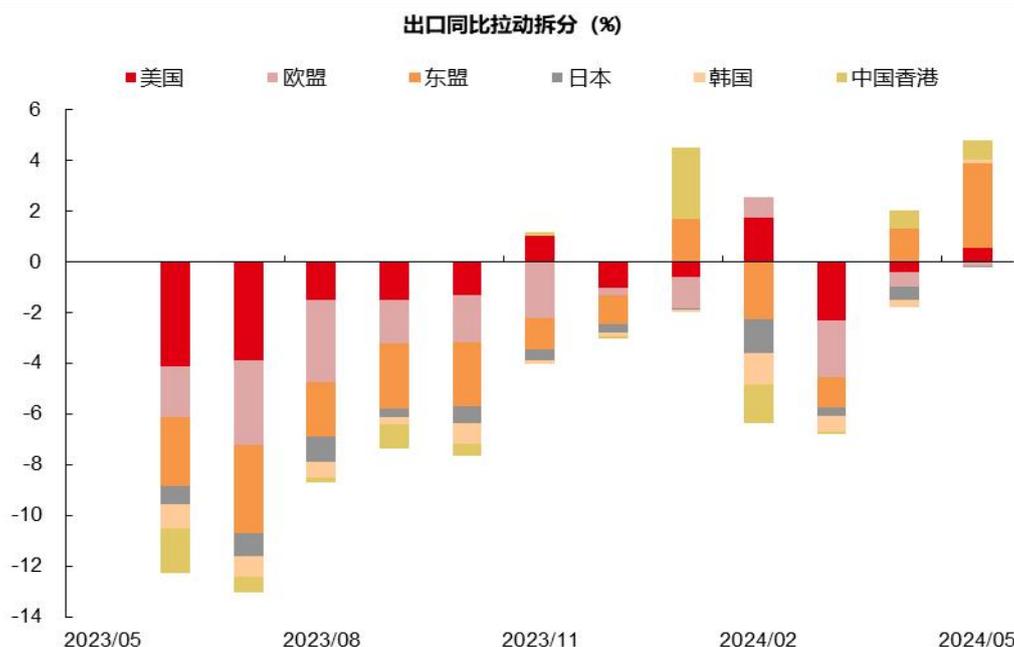
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 我国对主要贸易伙伴出口均环比改善，对美国、韩国、东盟、巴西出口产生正向拉动作用，对东盟出口的拉动作用最为显著

在低基数效应下，5 月我国对主要贸易伙伴出口对整体出口增速的拉动作用均有边际改善。其中，我国对美国、韩国、东盟、巴西出口增大对整体出口增速的拉动作用为正，而我国对东盟出口的拉动作用最为显著；我国对欧盟、日本、俄罗斯和南非的出口增速对整体出口增速的拉动作用仍为负值。

5 月，我国对美国、韩国、中国香港、中国台湾、东盟、巴西出口增速对整体出口增速的拉动作用分别为 0.55%、0.16%、0.74%、0.47%、3.32%、0.81%，较上月变动分别为 1pct、0.4pct、0.1pct、0.4pct、2pct、0.5pct。值得注意的是，我国对美国和韩国出口增速对我国整体出口增速拉动作用由负转正，开始产生正向拉动作用，其中，我国出口美国的贸易额在我国出口总额中的占比连续两个月回升，5 月对美国出口贸易占比为 14.56%，较上期回升 0.26pct；我国对韩国出口的贸易额在我国出口总额中的占比小幅回落，5 月对韩国出口贸易占比为 4.23%，较上月回落 0.13pct。

5 月，我国对欧盟、日本、俄罗斯、南非出口增速对整体出口增速的拉动作用为负，分别为-0.16%、-0.07%、-0.06%和-0.14%，较上月变动分别为 0.4pct、0.5pct、0.4pct、0.2pct。

图表 10：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

(3) 剔除基数效应，主要商品出口增速边际放缓，机电产品出口仍保持正增长，高新产品和劳动密集型产品出口增速转负

5月，低基数效应下，高新产品、机电产品和服装及衣着附件出口增速环比改善，其中高新产品和机电产品出口正增长，服装及衣着附件出口为负增长。5月，高新技术产品和机电产品出口对整体出口同比增速的拉动作用分别为1.89%和4.39%，较上期回升1.15pct和3.53pct。服装及衣着附件对整体出口增速拉动作用为-0.02%，较上期回升0.39pct。

若剔除基数效应，高新产品、机电产品和服装及衣着附件出口增速均环比回落，仅机电产品出口正增长。从出口两年复合增速来看，5月机电产品出口两年复合增速为2.59%，较上月出口两年复合增速回落3.25pct；高新技术产品和服装及衣着附件出口两年复合增速分别为-3.54%和-6.64%，较上月出口两年复合增速分别回落2.05pct和8.44pct。

具体来看，一是在低基数效应下，家具、家电、灯具等地产后周期产品出口增速均边际改善，其中家具和家电出口增速高增长，灯具出口负增长。若剔除基数效应，从两年复合增速来看，家具出口负增长，且边际走弱；家电出口仍保持正增长，边际改善；灯具出口负增长，但边际改善。

5月家具、家电、灯具同比增速分别为16.04%、18.32%和-0.11%，较上月同比增速变动分别为12.50pct、7.46pct和11.55pct，呈现边际改善。

从两年复合增速来看，家具、家电、灯具两年复合增速分别为-0.57%、9.16%和-1.79%，较上月变动分别为-2.32pct、2.7pct、0.89pct，出口增速边际变化有所分化，家具出口边际走弱，家电和灯具出口增速边际改善。

二是手机和集成电路出口增速边际回落，音视频设备和液晶平板显示模组出口保持韧性。

5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8.13%、11.32%、28.47%、15.12%，较4月分别变动0.87pct、13.12pct、10.67pct、3.21pct，出口增速边际改善。

从复合增速来看，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两年复合增速分别为0.87%、13.12%、10.67%和8.42%，较上月变动分别为-6.7pct、1.24pct、-6.85pct和7.55pct。

三是交通运输工具出口增速保持韧性，船舶出口增速边际放缓。

5月汽车、汽车零配件、船舶出口同比增速分别为16.63%、1.14%和57.13%，较4月分别变动12.14pct、3.66pct和-34.20pct。从两年复合增速来看，5月汽车、汽车零配件、船舶出口两年复合增速分别为61.44%、7.1%和39.28%，指向汽车和汽车零配件或存在高基数效应，船舶存在一定低基数效应，较4月分别变动为-33.71pct、-5.46pct、-45.86pct。结合当月同比和两年复合增速来看，汽车、船舶出口保持了较高韧性，但船舶出口增速边际放缓，这在通胀数据亦有所体现。

四是低基数下，劳动密集型产品出口增速边际明显改善，但从两年复合增速来看，劳动密集型产品出口基本负增长，且出口增速边际仍是放缓态势，或与近期运费涨价有关，侵蚀了劳动密集型利润，制约了出口改善。

5月塑料制品、箱包、纺织、服装出口同比增速8.56%、-0.01%、7.2%、-0.39%，较4月变动分别为10.91pct、13.47pct、11.52pct、8.69pct，均呈现环比改善迹象。从两年复合增速来看，塑料制品、箱包、纺织、服装出口两年复合增速分别为-1.75%、0.58%、-4.15%和-6.64%，较上月变动分别为-0.57pct、7.57pct、-1.97pct和-2pct，整体呈现为出口增速边际放缓态势。

3.2 5月进口增速超预期回落

(1) 5月进口增速弱于预期和季节性

以美元计价，5月当月进口同比增速1.8%，较前值回落6.6pct，弱于预期，较wind一致预期4.5%低2.7pct，亦弱于季节性，较2017-2023年同期均值水平6.01%低4.21pct。1-4月累计进口同比增速2.9%，较上月回落0.3pct，弱于季节性水平，较2017-2023年同期均值水平7.39%低4.49pct。

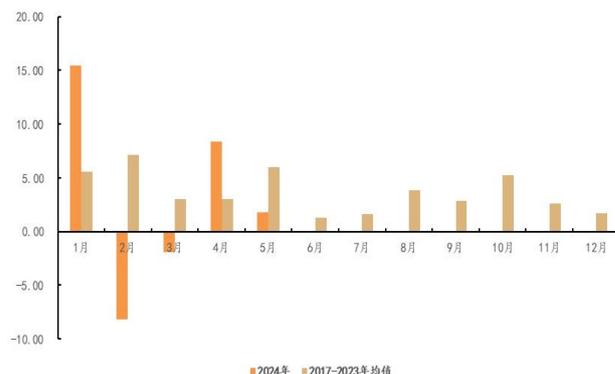
以人民币计价，5月当月进口同比增速5.2%，较上月回落7pct，弱于季节性表现，较2017-2023年同期均值水平7.65%低2.45pct。1-5月累计进口同比增速6.4%，较上月回落0.4pct，弱于季节性，较2016-2023年同期均值水平9.25%低2.85pct。

图表 11：我国进口增速情况



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 12：2024年5月进口增速弱于历史均值 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

(2) 对日、韩、东盟、南非进口走强，对美、欧盟、巴西、俄罗斯进口走弱

我国对日本、韩国、中国香港、中国台湾、东盟、南非进口增速对我国整体进口增速呈现正向拉动作用，其中，我国对日本进口增速边际放缓。我国对日本、韩国、中国香港、中国台湾、东盟、南非进口增速对整体进口增速的拉动作用分别为0.09%、1.12%、0.16%、1.22%、0.88%、0.25%，较上期变动分别为-0.16pct、0.01pct、0.12pct、0.14pct、0.08pct和-0.04pct。

我国对美国、欧盟、巴西和俄罗斯进口增速对我国整体进口增速呈现负向拉动作用。我国对美国、欧盟、巴西和俄罗斯进口增速对整体进口增速的拉动作用分别为-0.52%、-0.78%、-1.03%和-0.27%，较上期变动分别为-1.13pct、-1.06pct、-1.82pct、-1.17pct，均呈现边际放缓态势。

(3) 农产品、机电、高新技术产品进口增速均转负

第一，5月农产品进口同比增速-13.55%，较4月进口增速回落7.71pct，其中，肉类（包括杂碎）、粮食、大豆进口增速均边际放缓，进口同比增速分别为-13.48%、-28.69%和-32.84%，较4月分别回落0.59pct、24.43pct和26.91pct。

第二，5月机电产品进口同比9.09%，较4月进口增速回落2.37pct，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64.51%、17.34%、-0.78%，较4月进口同比增速分别变动17.39pct、1.56pct、21.87pct。

第三，高新技术产品进口增速12.56%，较4月进口增速回落2.49pct。

第四，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-1.91%、-4.04%、-32.84%、-4.03%、-8.45%，较4月进口同比增速变动分别为-16.03pct、-9.69pct、-26.91pct、-12.63pct、-0.07pct。

3.3 出口展望：短期出口韧性犹在，中长期面临挑战

从主要贸易伙伴来看，短期我国对美国、欧盟、日本、韩国出口增速有望维持韧性，且存在边际改善空间，对俄罗斯出口或存在下行风险。由于东盟并未有月度或季度统计数据，但马来西亚、泰国、越南、老挝等国家经济景气度较高，出口保持了较高韧性，会对我国产生有利支撑。整体来看，短期我国出口韧性犹在，中长期面临一定挑战。

第一，短期美国进口增速或小幅回落，但我国对美国出口贸易份额或存在回升空间，整体判断短期我国对美国出口增速或仍保持韧性，对我国出口增速仍有望产生正向拉动作用。

美国进口增速有边际放缓迹象。美国经济增长呈现边际放缓态势，一季度修正后的实际GDP增速较前值进一步回落，消费亦有所走弱，一季度消费对经济增长拉动作用转负，且4月和5月美国制造业景气度连续两个月处于收缩区间，会拖累美国补库周期发展，进而制约美国进口增速。美国与欧洲、加拿大等经济体货币政策周期错位，美国通胀粘性仍较高，降息时间延后，而欧洲央行、加拿大央行已降息，支撑美元维持高位，在一定程度利好进口增速，但该信息已被市场消化，并未超预期。整体来看，美国进口增速存在边际放缓的风险。1-4月美国货物累计进口增速为3.02%。

我国对美国贸易份额或仍存改善空间。尽管美国发布对我国加征 301 关税四年期复审结果，宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品的加征关税，但由于整体体量（180 亿美元）相对有限，且部分商品存在豁免期，对我国出口贸易份额变动影响相对较小。结合 2018 年中美贸易摩擦加剧时期经验，2019 年我国对美国贸易份额（中国对美国出口/美国进口总额）因中美贸易摩擦有所下降，下降幅度为 1.92pct，但目前中美贸易摩擦并未升级到 2019 年水平，降幅或相对有限，根据近五年我国对美国贸易份额变动均值 -0.45%，2023 年我国对美国贸易份额变动为 13.12%，预计 2024 年全年我国对美国贸易份额在 12.7% 左右。而 1-4 月我国对美国贸易份额为 11.42%，预计仍存在回升空间。4 月我国对美国贸易份额（中国对美国出口/美国进口总额，下同）为 12.36%，较上月回升 1.24pct，连续三个月呈现边际改善趋势。

图表 13：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 14：2024 年美国制造业景气度回升（%）

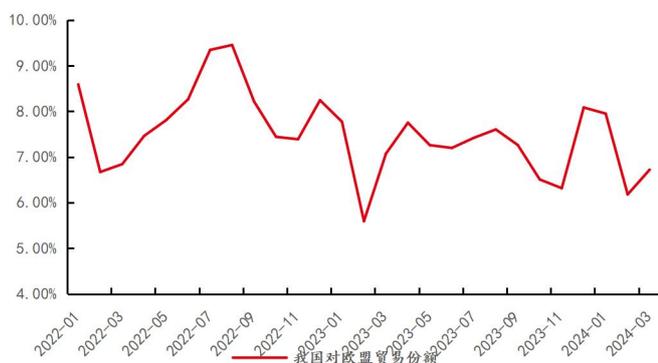

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

第二，短期欧盟进口增速有望温和回升，我国对欧盟出口贸易份额或保持韧性，我国对欧盟出口预计温和回升。

欧盟进口增速有望边际改善。在通胀回落、降息预期下，欧元区经济景气度逐步回暖，利好欧盟进口增速。按照 WTO 预测，2024 年欧洲地区进口增速有望转正，预期为 0.1%，但 1-3 月欧盟进口增速不及预期，累计进口增速为 -13.35%。随着欧元区经济回暖，预计进口增速有望温和回升。

我国对欧盟贸易份额（中国对欧盟出口/欧盟进口总额）或保持韧性，短期不会显著变动。1-3 月我国对欧盟贸易份额为 6.94%，低于 2023 年我国对欧盟贸

易份额 7.16%，但好于我们基于近五年变化均值的预测 6.83%。考虑欧盟对我国电动汽车、光伏等产品启动补贴调查，但欧盟内部国家存在一定分歧，或存在突击进口的可能，或增大了我国对欧盟贸易份额。随着时间推进，突击进口可能会自然回落，但短期预计变动不大。此外，由于地缘政治风险影响，海运运费走高，但部分地区对中国相对友好，如红海地区，或增加中国出口价格相对优势，亦可能会维持中国对欧盟贸易份额。整体判断，短期我国对欧盟贸易份额或保持韧性，即使存在回落风险，但幅度亦不会太大。

图表 15：我国对欧盟贸易份额


资料来源：Wind, WTO, 中邮证券研究所

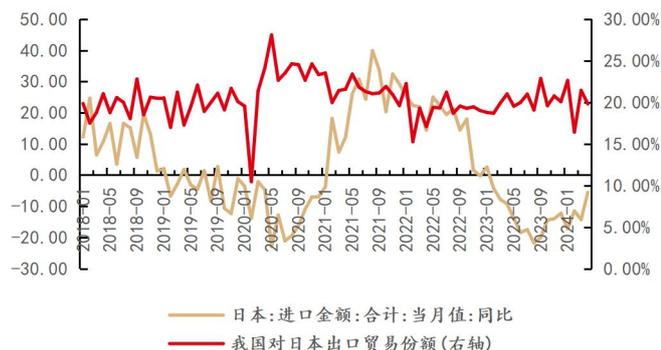
图表 16：2024 年欧盟进口增速仍较为低迷 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

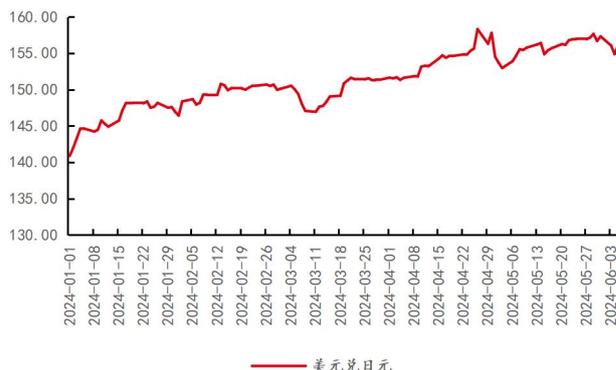
第三，短期我国对日本出口份额大幅回落相对较小，而日本进口增速修复相对或更为明显，预计我国对日本出口增速短期有望边际修复。

短期日本进口增速有望温和改善。尽管今年来日本经济保持稳健修复，如期开启加息周期，但日元疲软仍未改善，成为日本进口的重要制约因素，但制约作用逐步减弱，日本进口增速逐步回升。1-4 月日本出口累计同比为-12.36%，呈现逐月边际改善态势，4 月进口增速为-5.53%。但考虑 4 月日本实际工资增速转负，拖累日本进口修复，预计日本进口增速持续改善幅度或较为有限。

短期我国对日本贸易份额（中国对日本出口/日本进口总额）或相对稳定。1-4 月我国对日本贸易份额为 20.13%，较 1-3 月我国对日本贸易份额 20.25%小幅回落 0.12pct，呈现边际回落态势。根据近五年我国对日本贸易份额变动情况，线性外推计算，预计 2024 年全年我国对日本出口贸易份额在 20.15%，基本与 1-4 月我国对日本贸易份额保持一致。考虑短期并未发生重大条件变化，我国对日本贸易份额或相对稳定。

图表 17: 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 18: 美元兑日元仍处于较高水平


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

第四, 短期韩国进口增速有望温和回升, 同时我国对韩国出口贸易份额仍存在回升空间, 预计短期我国对韩国出口仍有望边际修复。

短期韩国进口增速有望温和回升。韩国第一季度 GDP 增长 (季率) 为 1.3%, 符合预期, 持平前值, 保持稳健增长, 且 5 月韩国制造业 PMI 为 51.60%, 再次步入扩张区间, 显示韩国制造业保持高景气度, 对韩国进口增速形成有力支撑。1-5 月韩国进口累计增速为 -6.28%, 较 1-4 月回升 1.04pct。

我国对韩国出口贸易份额仍存在回升空间。1-5 月我国对韩国贸易份额为 22.74%, 较 1-4 月回升 0.27pct, 呈现边际回升态势。根据近五年我国对韩国贸易份额变动情况, 线性外推计算, 预计 2024 年全年我国对韩国出口贸易份额在 23.93%。考虑当前我国与韩国并未发生重大变动, 预计我国对韩国出口贸易份额不会大幅偏离 23.93%。考虑 1-5 月我国对韩国贸易份额低于该预期, 预计仍存在回升空间。

图表 19: 韩国进口增速和我国对韩国贸易份额 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表 20: 韩国制造业景气度 (%)


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

第五，短期俄罗斯出口增速或随着基数效应走弱而温和回升，但考虑俄罗斯地缘政治风险，俄罗斯进口或难言实质改善，同时我国对俄罗斯贸易份额边际改善空间较为有限，甚至存在小幅回落风险，预计短期我国对俄罗斯出口存在小幅回落风险。

短期俄罗斯进口增速或随着基数效应走弱而逐步回升，而考虑当前俄罗斯地缘政治风险，在一定程度上或对俄罗斯实际国际贸易产生制约，短期俄罗斯进口或难言实质改善。俄罗斯经济保持了高景气度，俄罗斯制造业 PMI 维持在扩张区间，5 月俄罗斯 PMI 54.40%，较 4 月 54.30% 上升 0.1pct，较为强劲的经济基本面，支撑俄罗斯进口增速，随着基数效应边际走弱，未来俄罗斯进口增速或维持小幅回升。但考虑俄乌战争尚未结束，俄罗斯国际关系仍较为紧张，并且仍有走向恶化的态势，这在一定程度上对俄罗斯实际国际贸易产生制约，短期难言俄罗斯进口实质改善。1-3 月俄罗斯进口累计同比增速-10.54%，远低于 2023 年 9.69% 增速水平。

我国对俄罗斯出口贸易份额边际改善空间或较为有限，不排除小幅回落风险。2023 年我国对俄罗斯出口贸易份额维持高位，达到 36.74%，环比上升了 9.16pct，成为近年来新高。结合近年来我国对俄罗斯贸易份额环比变动情况线性外推，2024 年我国对俄罗斯出口贸易份额或升至 40.23%，但 1-3 月我国对俄罗斯出口贸易份额并未明显增长，为 36.58%，基本持平 2023 年水平，且从月度来看，有小幅回落趋势。综合考虑，2023 年我国对俄罗斯出口贸易份额大幅增长，较为明显偏离近年来均值水平，或透支今年贸易份额增长空间，预计我国对俄罗斯出口贸易份额改善空间或较为有限，甚至不排除 2023 年大幅走高之后自然回落的风险。

图表 21：俄罗斯进口增速和我国对俄罗斯贸易份额 (%)
图表 22：俄罗斯制造业景气度 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 国内外宏观热点

4.1 海外宏观热点

美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 53.8，预期 50.8，前值 49.4

美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 53.8，预期 50.8，前值 49.4。美国 5 月 ISM 非制造业新订单指数 54.1，预期 53.2，前值 52.2。美国 5 月 ISM 非制造业就业指数 47.1，预期 47.2，前值 45.9。美国 5 月 ISM 非制造业物价指数 58.1，预期 59，前值 59.2。美国 5 月 ISM 非制造业供应商交付指数 52.7，前值 48.5。美国 5 月 ISM 非制造业库存指数 52.1，前值 53.7。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406053096586918.html>

美国 5 月工厂活动连续第二个月下滑

美国 5 月 ISM 制造业 PMI 48.7，预期 49.6，前值 49.2。美国 5 月 ISM 新订单指数 45.4，前值 49.1。美国 5 月 ISM 就业指数 51.1，前值 48.6。美国 5 月 ISM 库存指数 47.9，前值 48.2。美国 5 月 ISM 产出指数 50.2，前值 51.3。一年多来，工厂部门一直面临压力，ISM 产出指数在过去 19 个月中有 18 个月处于收缩状态。由于借贷成本处于大约 20 年来的最高水平，制造商新订单指数出现 2022 年 6 月以来的最大跌幅，下跌 3.7 点至 45.4，为一年来最低。工厂投入成本在经历了 2023 年大部分时间的下降之后今年已再次加速，但 5 月数据显示，ISM 物价支付指数从 2022 年 6 月以来最高水平 60.9 降至 57。就业自去年 9 月以来首次出现增长，摆脱了两年来大部分时间都处于低迷的状态。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800852040248901792&wfr=spider&for=pc>

美国 4 月工厂订单月率好于预期

美国 4 月工厂订单月率 0.7%，预期 0.60%，前值 1.60%。美国 4 月扣除运输的工厂订单月率 0.7%，预期 0.5%，前值 0.50%。美国 4 月耐用品订单月率修正值 0.6%，预期 0.70%，前值 0.70%。美国 4 月扣除国防的工厂订单月率 0.4%，前值 1.4%。

<http://news.10jqka.com.cn/20240604/c658537718.shtml>

美国 4 月营建支出月率 -0.1%，预期 0.20%，前值-0.20%。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-06-03/doc-inaxnpvv4306650.shtml>

美国抵押贷款购房申请指数创 4 月初以来最大降幅

由于抵押贷款利率保持在 7% 以上，上周美国购房抵押贷款申请出现 4 月初以来最大降幅。据抵押贷款银行家协会周三公布的数据，截至 5 月 31 日包括阵亡将士纪念日假期的当周，购房抵押贷款申请指数下降 4.4%。30 年期固定利率抵押贷款的合约利率上涨 2 个基点至 7.07%，为连续第九周高于 7%。但锁定前 5 年利率的可调利率抵押贷款下跌 27 个基点，至 6.37% 的两个半月低点。

<https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2024-06-05/doc-inaxsvtz6826699.shtml>

美国 4 月 JOLTs 职位空缺 805.9 万人，预期 835.5 万人，前值 848.8 万人。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406043095479342.html>

美国非农数据高于预期 失业率两年多来首次升至 4%

美国 5 月非农就业人口变动 27.2 万人，预期 18 万人，前值 17.5 万人。美国 5 月失业率 4%，预期 3.90%，前值 3.90%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406073099493180.html>

美国 5 月私营企业就业人数增幅低于预期

ADP 就业报告显示，美国上月私营企业就业岗位增加了 15.2 万，低于市场预期的增加 17.5 万，4 月增幅被向下修正为 18.8 万。这份报告是最新的迹象，表明就业并没有在美联储加息的重压下倒退，尽管其他数据显示就业市场正在变得更加平衡。美国劳工部周二报告称，4 月职位空缺下降至三年多来最低，职位空缺与失业人数之比已恢复到 2020 年初疫情前的水平。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-06-05/doc-inaxsvtz6843643.shtml>

官方数据也有统计漏洞，美国实际就业增长可能不像公布的那么强

美国的就业市场可能远没有美联储主席鲍威尔及其同僚所认为的那么有活力。劳工统计局周三发布的数据预示，去年每月新增就业人数平均比该机构公布的约 25 万人少了 6 万左右。这份来自季度就业和工资普查(QCEW)的数据覆盖了美国逾 95% 就业岗位，最终用于对月度数据的年度修正。在美联储讨论降息时机之际，QCEW 报告令人对劳动力市场的真实表现感到不确定，虽然诸如非农就业人数和申领失业救济人数的指标表明就业市场仍然强劲，但失业率上升和职位空缺下降反映出裂缝正在形成。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801157048169443583&wfr=spider&for=pc>

民调显示三分之二的美国中产阶级面临财务困境

美国全国真实生活成本联盟委托进行的一项民意调查显示，近三分之二被视为中产阶级的美国人表示，他们正面临着经济困境，而且认为余生不会改变。该组织称，显示美国经济表现强劲的传统指标并没有反映出数以百万计家庭的财务不安全感。智库 Urban Institute 对 2,500 名成年人进行的大型民意调查发现，收入超过联邦贫困线 200% 的人中，有 65% 表示处于财务困境。达到联邦贫困线 200% 意味着一个四口之家至少收入 6 万美元，通常被视为中产阶级。相当一部分较高收入的美国人也缺乏经济安全感。调查显示，收入达到联邦贫困线五倍以上的人中，有四分之一的人担心支付账单。

<https://finance.sina.cn/2024-06-04/detail-inaxqsuz7771368.d.html>

拜登发布行政命令 进一步限制美墨边境非法移民

当地时间 4 日，美国总统拜登宣布采取一项行政措施，规定一旦美墨边境入境口岸七天的日均过境人数达到 2500 人，将关闭美墨边境非法移民的庇护申请，并快速驱逐在入境口岸越境的外国公民。根据该命令被驱逐的非法移民将在至少五年内不得再入境美国，并有可能受到刑事起诉。报道称，现在目前美墨边境每天入境的非法移民数均高于 2500 人，意味着该行政命令立即生效。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800948958400326318&wfr=spider&for=pc>

美联储官员 Kashkari：美联储在较长时间会按兵不动

美国明尼阿波利斯联储主席 Neel Kashkari 表示，美联储可能会在“较长一段时间内”维持利率不变，直到新的经济数据让政策制定者相信通胀正在下降。

美国经济和劳动力市场强劲，但许多人对经济状况深感不满，这可能是由于近期的高通胀所致。经济力道意味着美联储有“充足的时间来获取更多有关通胀进程的证据”。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-06-03/detail-inaxmwy7877919.d.html>

摩根士丹利警告：日渐临近的美国大选可能威胁一些热门交易

据摩根士丹利，随着围绕美国大选的不确定性上升，投资者匆忙减少敞口，这可能会危及今年一些最受欢迎的宏观交易。策略师 Matthew Hornbach 和 James Lord 在报告中写道，随着投资者在 11 月大选之前离场，许多人头攒动的交易策略——从做多美元兑收益率较低货币，到低配较长期美国国债，都可能会受到挤压。该行认为，以下宏观市场头寸看起来存在风险：久期中性的美国国债收益率曲线趋陡交易，相对于欧洲和加拿大低配美国久期，低配日本久期，做多美元兑收益率较低 G10 货币和新兴市场货币。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800885008230483734&wfr=spider&for=pc>

美银：预计美联储今年将降息两次

美国银行经济学家在报告中说，美联储下周可能维持利率不变，同时预计今年将从 9 月开始两次降息。该行表示：“即将公布的数据应该会让美联储相信，经济正在降温，但它需要更多的通胀放缓证据才能降息。”这一预测与基于 CME 数据的市场定价不谋而合。与此同时，欧洲央行今天如期降息，但一些分析师在央行的沟通中感觉到一种强硬的语气，表明未来可能不会进一步降息。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801156231458437443&wfr=spider&for=pc>

摩根大通将美联储首次降息预期从 7 月推迟至 11 月

由于美国 5 月份就业数据强于预期，摩根大通经济学家将美联储首次降息预测从 7 月份推迟至 11 月份。此前，摩根大通是为数不多仍预测美联储 7 月份降息的机构之一。该行美国首席经济学家 Michael Feroli 目前预计，美联储将在 11 月首次降息，明年还将连续季度降息。在 5 月非农数据出炉后，Feroli 表示，“7 月份降息可能性现在看来微乎其微。从现在到 9 月份三份就业报告中，家庭调查指标预计将更为疲软，但考虑到最近就业增长的势头，我们认为可能需要从现在到 11 月份的五份报告都显示出疲软才能通过降息考验。”

<https://finance.eastmoney.com/a/202406083099553353.html>

富国银行：美国劳动力市场热度消退，但降息需要通胀放缓

富国银行的 Sarah House 和 Michael Pugliese 中表示，美国劳动力市场的热度“已基本消退”。他们指出，尽管5月新增就业岗位超过预期，但失业率却与预期相反，从3.9%小幅上升至4%。他们表示：“总的来说，我们怀疑真相介于强劲的机构调查和疲弱的家庭调查之间。”总体而言，最近的数据“表明劳动力市场正趋于更好的平衡”。House 和 Pugliese 表示，政策制定者需要在夏季看到几份通胀放缓的报告，以便在秋季之前开始降息。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/06/07230040956674.shtml>

花旗弃守华尔街最后的堡垒之一 将美联储启动降息的预测推迟至9月

作为前一天还认为美联储下个月会降息的少数华尔街大行之一，花旗集团在美国公布强于预期的5月非农就业数据后改变了看法，将预期时间推迟到了9月。花旗以 Andrew Hollenhorst 为首的经济学家最新的预测是今年降息三次：分别在9月、11月和12月 在一份报告中说。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801252207341495485&wfr=spider&for=pc>

从本周美国公布数据来看，美国经济不确定性仍较高。美国非制造业景气度延续回升，但制造业景气度连续两个月回落，4月美国工业订单超预期，从结构分析，国防订单是主要贡献，剔除国防订单的美国4月工业订单不及预期。虽然诸如非农就业人数和申领失业救济人数的指标表明就业市场仍然强劲，但失业率上升和职位空缺下降反映出裂缝正在形成，并且民调显示三分之二的美国中产阶级面临财务困境。因此，尽管美国经济总体显示较为强劲，但结构性矛盾愈发凸显。美国通胀粘性仍强，非农就业超预期表现，再次制约美联储降息，市场机构对美联储降息预期再次延后。此外，考虑短期海运运费涨价、欧佩克一减产计划延长，短期美国通胀仍存在反复可能。在此背景下，高利率、高通胀以及美国结构性矛盾凸显，美国经济“硬着陆”风险有所增大。

英国5月BRC 同店零售销售年率0.4%，预期1.20%，前值-4.40%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406043094342629.html>

英国5月制造业PMI 51.2，预期51.3，前值51.3。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-03/3413497.html>

英国 5 月服务业 PMI 52.9，预期 52.9，前值 52.9。英国 5 月综合 PMI 53，预期 52.8，前值 52.8。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-05/3416416.html>

从本周数据来看，英国 BRC 同店零售销售边际有所修复，但仍弱于预期，制造业景气度仍处于扩张区间，但弱于预期和前值，服务业景气度持平前值和预期，整体看，英国经济并未超预期回暖。市场定价英国央行 8 月降息或并未受数据影响。

德国 5 月制造业 PMI 终值 45.4，预期 45.4，前值 45.4。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-03/3413317.html>

德国 5 月服务业 PMI 终值 54.2，预期 53.9，前值 53.9。德国 5 月综合 PMI 终值 52.4，预期 52.2，前值 52.2。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-05/3416349.html>

德国 5 月季调后失业率 5.9%，预期 5.90%，前值 5.90%

德国 5 月季调后失业率 5.9%，预期 5.90%，前值 5.90%。德国 5 月季调后失业人数 2.5 万人，预期 1 万人，前值 1 万人。德国 5 月末季调失业总人数 272.3 万人，前值 275 万人。德国 5 月季调后失业总人数 276.2 万人，前值 273.2 万人。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406043095223876.html>

法国 4 月工业产出月率 0.5%，预期 0.2%，前值-0.30%

法国 4 月工业产出月率 0.5%，预期 0.2%，前值-0.30%。法国 4 月工业产出年率 0.9%，预期 0.70%，前值 0.70%。法国 4 月制造业产出月率 0.4%，预期 0.30%，前值-0.50%。法国 4 月工业产出年率 0.9%，预期 0.70%，前值 0.70%。

<https://www.tmtpost.com/nictation/7117290.html>

法国 5 月制造业 PMI 终值 46.4，预期 46.7，前值 46.7。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-03/3413331.html>

法国 5 月服务业 PMI 终值 49.3，预期 49.4，前值 49.4。法国 5 月综合 PMI 终值 48.9，预期 49.1，前值 49.1。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-05/3416351.html>

意大利 5 月制造业 PMI 45.6，预期 48，前值 47.3。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/06/03154640872730.shtml>

意大利 5 月服务业 PMI 54.2，预期 54.5，前值 54.3。意大利 5 月综合 PMI 52.3，预期 53.2，前值 52.6。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801006810589071892&wfr=spider&for=pc>

西班牙 5 月制造业 PMI 54，预期 52.6，前值 52.2。

<https://finance.sina.cn/7x24/2024-06-03/detail-inaxmwxz7845508.d.html>

西班牙 5 月服务业 PMI 56.9，预期 56.4，前值 56.2。西班牙 5 月综合 PMI 56.6，预期 56.2，前值 55.7。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801004794981645725&wfr=spider&for=pc>

欧元区 5 月制造业 PMI 终值 47.3，预期 47.4，前值 47.4。

<https://finance.eastmoney.com/news/1350,202406033093950678.html>

欧元区 4 月 PPI 月率 -1%，预期-0.4%，前值-0.40%。欧元区 4 月 PPI 年率 -5.7%，预期-5.30%，前值-7.80%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406053096391060.html>

欧元区 5 月服务业 PMI 终值 53.2，预期 53.3，前值 53.3。欧元区 5 月服务业 PMI 终值 53.2，预期 53.3，前值 53.3。

<http://www.nbd.com.cn/articles/2024-06-05/3416352.html>

欧元区 4 月零售销售月率 -0.5%，预期-0.30%，前值 0.80%。欧元区 4 月零售销售年率 0%，预期 0.1%，前值 0.70%。

<http://news.10jqka.com.cn/20240606/c658604231.shtml>

欧元区第一季度 GDP 年率终值 0.4%，预期 0.40%，前值 0.40%。欧元区第一季度 GDP 季率终值 0.3%，预期 0.30%，前值 0.30%。欧元区第一季度季调后就业人数年率 1%，预期 1%，前值 1.00%。欧元区第一季度季调后就业人数季率 0.3%，预期 0.3%，前值 0.30%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406073099332036.html>

欧洲央行利率决议及拉加德新闻发布会重点一览

欧洲央行五年来首次降息，将保持足够限制性，拒绝承诺未来利率路径。利率如期降息 25 个基点，为 2019 年以来首次降息，是 G7 成员国中第二个降息

的央行。只要有需要，将保持足够有限制性的利率；没有预先承诺任何特定的利率路径。上调经济前景预期：预计 2024 年 GDP 增长率为 0.9%，2025 年为 1.4%，2026 年为 1.6%（3 月预期分别为 0.6%、1.5%、1.6%）。下调通胀前景：预计 2024 年通胀率为 2.5%，2025 年为 2.2%，2026 年为 1.9%（3 月预期分别为 2.3%、2.0%、1.9%）。预计 2024 年和 2025 年的核心通胀率分别为 2.8%和 2.2%（3 月预期分别为 2.6%和 2.1%），维持 2026 年核心通胀率预测在 2.0%不变。量化紧缩：重申计划在 2024 年下半年削减紧急抗疫购债计划（PEPP）投资组合，确认将在下半年每月减持 75 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）资产。拉加德新闻发布会：不能说正在进入降息阶段，通胀将在明年下半年降至目标水平。欧洲央行不会预先承诺特定的利率路径。不能说正在进入降息阶段，降息速度和时间有不确定性。目前离中性利率还很远。国内通胀仍然居高不下。通胀在今年余下时间将在当前水平上波动，然后将在 2025 年下半年逐渐降至目标水平。经济增长将保持低迷，中期内经济增长风险向下倾斜。工资仍以较高速度上涨，劳动力成本在短期内可能会波动，前瞻性指标显示薪资增长趋势减缓。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-06-06/doc-inaxvmhs4668030.shtml>

多位欧洲央行鹰派对过早做出降息承诺表示遗憾，称否则或会支持利率不变

据路透社报道，几位保守的欧洲央行决策者对此前过于明确地发出即将降息的信号表示遗憾，其中一些决策者甚至表示，如果不是这样，他们可能会投票支持按兵不动。另外，在近期一些强于预期的经济数据公布后，欧洲央行管委们认为 7 月进一步降息的可能性不大，目前的关注重点是 9 月会议。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801160003866661255&wfr=spider&for=pc>

欧洲央行行长拉加德：利率将在必要长的时间里维持限制性

欧洲央行行长拉加德表示，利率将在必要长的时间里维持限制性；取得了重大进展，但抗通胀斗争尚未结束；欧元区在抗击高通胀问题上仍然有很长的路要走；通往 2%通胀目标的道路将不会是一帆风顺；欧洲央行仍需要在一段时间内“踩刹车”。

<http://stock.10jqka.com.cn/20240608/c658676239.shtml>

欧洲央行如期降息 25bp，并未引起市场较为明显波动。考虑欧元区经济已经有所回暖，但通胀仍未回到预期目标，未来欧洲央行降息节奏或会放缓，亦会采

用依赖数据的逐次会议决策的形式。从目前数据看，7月降息预期降低，需要密切关注二季度欧元区经济持续修复情况。若欧元区二季度经济持续改善，欧元区降息节奏或进一步放缓。但欧元区经济修复，利好进口增速，或对我国对欧盟出口形成有力支撑。

韩国5月CPI年率2.7%，预期2.80%，前值2.90%。韩国5月CPI月率0.1%，预期0.20%，前值0.00%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800882834067823551&wfr=spider&for=pc>

韩国第一季度GDP年率初值3.3%，预期3.40%，前值3.40%。季率初值1.3%，预期1.30%，前值1.30%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406053095553650.html>

日本5月服务业PMI终值为53.8，初值53.6；综合PMI终值为52.6，初值52.4。

<https://qzs.stcn.com/article/detail/375719.html>

日本4月正常工资同比增长2.3%，为1994年10月以来最快增幅。日本4月通胀调整后实际工资同比下降0.7%，连续25个月下降。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406053095732346.html>

日本4月家庭支出环比下降1.2%，预估为增长0.2%，前月为增长1.2%。日本4月家庭支出同比增长0.5%，预估为增长0.5%，前月为下降1.2%。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/06/07073740937517.shtml>

日本央行据悉考虑最早在下周会议上削减债券购买规模

日本央行可能最早在下周的政策会议上讨论减少债券购买的问题。日本央行官员可能会考虑，当前每月约6万亿日元（合384亿美元）的购债规模放缓的时机是否合适，以及是否需要提供更多有关前景的细节以提高可预测性。鉴于央行无意给债券市场参与者带来惊喜，任何转变都将是渐进的，而且将分阶段进行。日本央行官员没有指出具体数额，但消息人士的评论表明，下一个目标可能是5万亿日元（322亿美元）。这些人士表示，日本央行只有在对市场状况进行最后一分钟的评估后，才会做出最终决定。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800977395916419602&wfr=spider&for=pc>

三菱日联：预计日本央行在 6 月份暗示削减国债购买规模

三菱日联金融集团 (MUFG) 分析师 Derek Halpenny、Lee Hardman 和 Lin Li 等在《6 月外汇展望》报告中写道，日本央行很可能会根据市场情况保持削减国债购买计划的灵活性，并避免提供一个确切的数字。“我们预计日本央行将在 7 月份加息 15 个基点，但在 6 月份，现在看来日本央行有可能发出信号，开始逐步减少每月购买日本国债的规模，”他们写道，“日本央行可能会保持计划的灵活性，因此可能不会就削减购买量提供数字指导，这将由市场条件决定。”

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800870661043764035&wfr=spider&for=pc>

从本周数据来看，日本服务业保持较高景气度，好于初值，正常工资同比增长创 1994 年 10 月以来最快增幅，但剔除通胀影响，实际工资负增长，进而导致日本家庭支出环比下降，这或在一定程度上延缓日本经济修复。考虑日本央行施政态度，若日元走弱对通胀产生影响，则会考虑进一步收紧货币政策。近期日元疲软，日本央行已经干预外汇市场，但成效并不显著，市场预期下周日本央行消减购买国债规模，体现了日本央行边际收紧货币政策的意图，但并不排除 7 月日本央行加息的可能。

欧佩克+如期延长现行减产措施但透露出供应放松的迹象

6 月 2 日，欧佩克+就减产协议正式达成一致。其中主要的内容包括：同意将 2022 年 10 月宣布的欧佩克+全员减产 200 万桶/日措施，和 2023 年 4 月宣布的 166 万桶“额外自愿减产”措施延长至 2025 年底；同意将 2023 年 11 月宣布的 220 万桶“自愿减产”措施延长一个季度至 2024 年 9 月底，2024 年 10 月至 2025 年 9 月底视情况逐步取消这部分减产措施。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406033094269054.html>

巴克莱：欧佩克+会议的结果相对于我们的基准平衡观点来说略显负面

根据最近的（欧佩克）减产合规数据，在其他条件相同的情况下，我们的石油供应平衡将在今年下半年收紧约 50 万桶/日，到明年将放宽 55 万桶/日。

<https://www.gold678.com/C/202406031449391057>

瑞银预计布伦特原油今年年底将在 87 美元/桶左右

对欧佩克公告的预测是，由于供应方面的担忧，近期油价会出现一些波动，但对原油价格的前景仍持温和乐观态度。预计布伦特原油年底时将在 87 美元/桶左右交易。不认为欧佩克+取消减产计划将使市场陷入供应过剩。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800916683709530027&wfr=spider&for=pc>

高盛：欧佩克+会议显示看跌油价倾向

包括 Daan Struyven 在内的高盛分析师在报告中表示，“我们认为这次欧佩克+会议对于油价是看跌的”，因为尽管库存意外增加，但进行额外减产的 8 个国家已经概述了它们将如何恢复停止的供应。由于看跌的会议结果，以及近期库存意外上升，他们现在认为对布伦特原油 75-90 美元价格区间预期的风险倾向于下行。

<https://finance.sina.cn/2024-06-03/detail-inaxkzup5045033.d.html>

高盛看跌报告引沙特油长怒批

沙特能源大臣周四表示，如果市场疲软，欧佩克+可以暂停或逆转石油增产，并补充说他不认同高盛对欧佩克+上周日达成的协议的看跌观点。布油连涨两天后在本周仍累跌 1.7%。许多分析师表示，此次会议呼吁增加供应，因此对油价是利空的。高盛 6 月 2 日率先发布一份两页的简短报告，题为“看跌的逐步取消额外自愿减产”。沙特能源大臣阿卜杜勒阿齐兹在俄罗斯经济论坛上表示，高盛在得出结论时使用了不正确的数据。他指出：“我数了数，在两页纸中，他们七次提到看跌、看跌、看跌。更糟糕的是，在技术上和专业上，他们提出的数字都是错误的。”他没有具体说明哪些数字是不正确的。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801159314447904870&wfr=spider&for=pc>

美国银行：OPEC+政策决定的实际执行情况将取决于需求

美国银行大宗商品主管 Francisco Blanch 表示，OPEC+旨在恢复供应的协议“有点看跌的意味，但与 OPEC+的一贯做法一样，魔鬼藏身细节之中”。拟议的供应增加将取决于需求能否承受，如果 OPEC 对消费的预估是准确的，那么就可能推进。随着库存减少，今年夏季原油市场将得到支撑。明年市场供应过剩的可能性导致了最初的抛售。美国银行维持对明年布伦特原油价格为 80 美元/桶的预估不变。

<https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/06/07072540937448.shtml>

巴西第一季度 GDP 环比增长 0.8%，预估为增长 0.7%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800937480034418479&wfr=spider&for=pc>

加拿大央行打响降息第一枪，并称有理由期待进一步降息

加拿大央行自 2020 年以来首次降息 25 个基点，符合市场预期，成为七国集团中首家启动宽松周期的央行。官员表示，他们对通胀率向 2% 的目标迈进更有信心，并称如果进展继续，“有理由期待进一步降息”。行长麦克勒姆说：“随着更多和更持续的证据表明潜在通胀正在缓解，货币政策不再需要像以前那样具有限制性。”自今年年初以来，加拿大通胀放缓速度快于预期。4 月 CPI 放缓至 2.7%，而央行预测第二季度为 2.9%。潜在的价格压力也连续四个月有所缓解，4 月两项核心指标的平均值达到 2.75%。

<http://finance.sina.com.cn/7x24/2024-06-05/doc-inaxszx6747764.shtml>

荷兰国际集团：加拿大下半年料进一步降息 75 个基点

荷兰国际集团 James Knightley 和 Francesco Pesole 写道，加拿大央行周三降息之后，下半年可能还会降息 75 个基点。降息之后，加元“仍然缺乏吸引力”，降息后加元温和下跌，因为市场基本已经消化了降息举措，加拿大央行“声明对于未来降息路径没有真正提供任何明显暗示”。“从市场角度来看，这看起来像是一次‘谨慎’降息，比‘鹰派’降息温和，如果是‘鹰派’降息，对 6 月之后暂停的措辞可能显得更强”。

<https://finance.sina.com.cn/world/2024-06-06/doc-inaxtnrq5378175.shtml>

俄罗斯经济部：俄罗斯 4 月份 GDP 同比增长 4.4%。1 月至 4 月 GDP 同比增长 5.1%。俄罗斯实际工资 3 月同比增长 12.9%，较上月同比增长 10.8%。

<https://finance.eastmoney.com/a/202406063096632750.html>

4.2 国内宏观热点

国务院总理李强 6 月 7 日主持召开国务院常务会议

国务院总理李强 6 月 7 日主持召开国务院常务会议。会议指出，发展创业投资是促进科技、产业、金融良性循环的重要举措。要围绕“募投管退”全链条优化支持政策，鼓励保险资金、社保基金等开展长期投资，积极吸引外资创投基金，拓宽退出渠道，完善并购重组、份额转让等政策，营造支持创业投资发展的良好生态。房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局。

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。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801242547742497800&wfr=spider&for=pc>

两部门再次发文：优化完善城市协调机制 精准支持房地产项目合理融资

金融监管总局和住房城乡建设部联合印发《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用 满足房地产项目合理融资需求的通知》。《通知》明确，各省（自治区、直辖市）人民政府要指导地级及以上城市完善协调机制，由城市政府主要负责同志任组长，分管住房城乡建设、金融工作的负责同志任副组长，相关部门及金融机构为成员单位。《通知》要求金融机构按照市场化、法治化原则，评估“白名单”项目融资需求，独立评审、自主决策。明确一个项目确定一家主办银行负责项目后续融资，主办银行要建立绿色通道，可单列授信额度。金融机构要根据《通知》制定尽职免责具体实施细则。两部门已联合成立工作专班，各省、城市也将成立相应工作专班，下一步将持续推动城市协调机制落地见效，全力支持房地产在建项目融资和建设交付，有力保障购房人合法权益，推进房地产高质量发展。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801190391816710604&wfr=spider&for=pc>

湖北家电家居“以旧换新”实施细则出炉，将发放3.5亿元补贴资金

6月3日，湖北省商务厅等4部门关于印发《湖北省绿色智能家电家居以旧换新实施细则》的通知，湖北发放3.5亿元补贴资金，实施绿色智能家电家居以旧换新。实施时间为2024年6月8日至12月31日。根据细则，个人消费者在线上、线下购买若干符合条件的补贴产品，按照剔除所有折扣优惠后成交价格的10%享受一次性立减补贴，单件商品补贴不超过1000元，单个消费者享受补贴不超过3000元。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800843124518398678&wfr=spider&for=pc>

中央+地方共计近120亿元以旧换新补贴

财政部网站发布的《财政部关于下达 2024 年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算的通知》显示，财政部日前下达 2024 年财政贴息和奖补资金 64.4 亿元，用于 2024 年汽车以旧换新中央财政补贴资金预拨。据《通知》，其中东部地区共安排 26.7 亿元，中部地区共安排 19.7 亿元，西部地区共安排 17.9 亿元。此外，《通知》还显示，在本轮汽车以旧换新补贴中，地方为以旧换新配套的资金规模为 47.58 亿元，中央和地方合计将提供近 111.98 亿元的补贴。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800841058810377572&wfr=spider&for=pc>

商务部：汽车报废更新补贴申请量已突破 4 万份

在 6 月 6 日举行的商务部例行新闻发布会上，商务部新闻发言人表示，自以旧换新政策发布以来，各项工作进展顺利、开局良好，政策效果逐步显现。商务部新闻发言人何亚东介绍，截至今天（6 月 6 日），汽车报废更新补贴申请量已突破 4 万份，呈现出加快增长态势。从汽车、家电等产品的销售来看，5 月份，全国乘用车零售量约 168.5 万辆，环比增长约 10%，其中新能源汽车零售量约 79 万辆，占乘用车总体零售量的比重达 47%；报废机动车回收量 57.7 万辆，同比增长 48.9%，环比增长 16.2%。1—5 月份，主要电商平台家电以旧换新销售额同比增长 81.8%。

https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_27646832

5 月各类挖掘机销售同比增长 6.04%，各类装载机同比增长 8.36%

据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2024 年 5 月销售各类挖掘机 17824 台，同比增长 6.04%，其中国内 8518 台，同比增长 29.2%；出口 9306 台，同比下降 8.92%。2024 年 5 月销售各类装载机 9824 台，同比增长 8.36%。其中国内市场销量 5172 台，同比增长 14.3%；出口销量 4652 台，同比增长 2.4%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801157301924956757&wfr=spider&for=pc>

上海航交所：本周出口集装箱运输市场行情向好，综合指数继续上行

上海航运交易所 6 月 8 日发布出口集装箱运输市场周度报告。本周，中国出口集装箱运输市场继续保持总体向好的行情，运输需求持续向好，供需基本面稳固，远洋航线市场运价走高，带动综合指数继续处于上行轨道。6 月 7 日，上海航运交易所发布的上海出口集装箱综合运价指数为 3184.87 点，较上期上涨 4.6%。

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1801265261233838691&wfr=spider&for=pc>

5 本周宏观环境分析：美国经济“硬着陆”风险增大，国内出口支撑经济稳健修复

在政策环境方面，美联储维持利率不变，市场对美联储降息预期再次延后；欧洲央行、加拿大央行如期降息；市场定价英国央行8月降息；日本经济保持稳健修复，日本央行货币政策或边际收紧，缩减购债规模，7月加息预期仍在。国常会定调继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施，对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进；两部门再次发文：优化完善城市协调机制 精准支持房地产项目合理融资。

在非政策环境方面，美国经济不确定性仍高，美国5月非制造业景气度延续回升，但制造业景气度连续两个月回落，4月扣除国防的工厂订单不及前值，虽然非农就业人数和申领失业救济人数的指标表明就业市场仍然强劲，但失业率上升和职位空缺下降反映出裂缝正在形成，并且民调显示三分之二的美国中产阶级面临财务困境。美国通胀粘性仍强，非农就业超预期表现，再次制约美联储降息，市场机构对美联储降息预期再次延后。此外，考虑短期海运运费涨价、欧佩克一减产计划延长，短期美国通胀仍存在反复可能。在此背景下，高利率、高通胀以及美国结构性矛盾凸显，美国经济“硬着陆”风险有所增大。在通胀回落和降息预期下，欧元区经济逐步回暖；日本经济稳健修复，服务业景气度维持高位，名义工资增速创1994年10月以来新高，但实际工资走弱，家庭支出环比回落。国内出口超预期回升，仍是经济增长的重要拉动力。

图表 23：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	美国作出玻璃酒瓶反补贴初裁；
		全球经济环境	负面	1. 美国经济不确定性仍高：美国 5 月非制造业景气度延续回升，但制造业景气度连续两个月回落，4 月扣除国防的工厂订单不及前值，虽然非农就业人数和申领失业救济人数的指标表明就业市场仍然强劲，但失业率上升和职位空缺下降反映出裂缝正在形成，并且民调显示三分之二的美国中产阶级面临财务困境。 2. 欧元区经济逐步回暖，一季度经济增速和失业率符合预期； 3. 日本经济稳健修复基本面并未改变，日本服务业保持较高景气度，名义工资增速创 1994 年 10 月以来新高，但实际工资增速转负，日本家庭支出环比下降。
	内部	宏观数据韧性	正面	1. 我国出口超预期回升，短期韧性仍在；
		人民币汇率	持平	1. 人民币小幅升值。
政策环境	外部	全球货币环境	正面	1. 短期美联储将维持利率不变； 2. 加拿大和欧洲央行 6 月如期降息，市场定价英国 8 月降息； 3. 日本央行货币政策或边际收紧，释放缩减购债规模信号；
	内部	中国政策方向	正面	1. 国常会定调继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施，对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进； 2. 两部门再次发文：优化完善城市协调机制 精准支持房地产项目合理融资；
		流动性	正面	1. DR007 和同业存单利率均小幅下行。

资料来源：中邮证券研究所自行整理

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