

研报精选

2024年7月7日 第178期

宏观专栏

外需支撑，基建偏弱——6月PMI点评

6月中采制造业PMI环比持平，为49.5%。报告认为，新订单分项和生产分项环比小幅走弱，外需仍是支撑制造业的主要因素。产成品和原材料库存环比出现分化，价格边际皆有所回落。南方降雨和资金项目投放偏慢压制基建，五一假期后服务业扩张速度放缓。

美国新格局下的资产表现

报告认为，财政扩张、科技创新以及逆全球化是美国经济新格局的三个要素。在这一新格局下，股票、债券、商品以及现金等资产有着不同的价格表现，也面临着不一样的风险。

专题聚焦

从收储政策出发谈住房结构调节

报告认为，收购商品住房并将其转为保障房，使去库存与保障房两大战略产生交集，理论上可以起到兼顾总量与结构调节的效果，但在实际操作层面，需要处理好商品房与保障房定价体系差异的问题。

大类资产7月报：欧美大选与资产变数

报告认为，全球政治局势不确定性或上升，但资产价格对市场波动可能定价不足。未来海外政局变化或扰动全球贸易，对出口造成不确定性，进而影响资产表现。

宏观专栏

外需支撑，基建偏弱——6月PMI点评

6月中采制造业PMI环比持平，为49.5%，符合市场预期，与Bloomberg预测中值(49.5%)一致；6月非制造业商务活动指数环比下降0.6ppt至50.5%。供给和需求环比小幅走弱，而供应商配送时间延长。外需仍是支撑制造业的主要因素。产成品和原材料库存变化分化，价格边际皆有所回落。南方降雨和资金项目投放偏慢压制基建，五一假期后服务业扩张速度放缓。

供给和需求环比小幅走弱，而供应商配送时间延长。整体制造业PMI环比持平，季节性类似于2019年6月。代表需求的新订单和代表供给的生产环比分别下降0.1ppt和0.2ppt至49.5%和50.6%，绝对变化水平上需求仍然弱于供给，但边际上两者差异略有收窄。供应商配送时间分项下降0.6ppt至49.5%，显示供应商配送时间有所延长，由于供应商配送时间是逆向指标，其单项拉动6月整体PMI0.09ppt，较2024年5月的0.045ppt有所上升。分行业来看，非金属矿物制品业的供应商配送时间分项环比下降35.2ppt，显示供应商配送时间延长幅度相对较大。我们认为，6月供应商配送时间的延长或与6月南方持续降雨有关。

外需仍是支撑制造业的主要因素。虽然6月PMI新出口订单环比持平，为48.3%，处于收缩区间。但是一方面，考虑到整体PMI新订单环比下降，因此新出口订单边际上是新订单的支撑项；另一方面，2024年6月对比2019年6月，新订单分项分别为49.5%、49.6%，两者相差不大，而新出口订单分别为48.3%、46.3%，显示外需状况好于2019年同期。而从分行业PMI来看，或也能印证外需的支撑作用。6月与出口更为相关的高技术制造业、装备制造业PMI分别为52.3%、51.0%，要好于高耗能行业、消费品行业的47.4%、49.5%。展望未来，我们预计年内外需的支撑作用或仍将延续，6月PMI生产经营活动预期环比上升0.1ppt至54.4%。

企业规模差异边际收敛。6月大中小型企业PMI分别为50.1%、49.8%、47.4%，分别较5月环比-0.6ppt、+0.4ppt、+0.7ppt。大型企业与中小企业的分化边际上

有所收敛。而从行业来看，环比下降较多的行业包括专用设备制造业(-11.6ppt)、医药制造业(-8.3ppt)、化学原料及化学制品制造业(-8.0ppt)，环比上升较多的行业包括计算机通信电子设备及仪器仪表制造业(+6.7ppt)、非金属矿物制品业(+2.5ppt)、汽车制造业(+0.8ppt)，或也进一步印证了外需的支撑作用。

产成品和原材料库存变化分化，价格边际皆有所回落。整体需求偏弱背景下，6月PMI库存呈现分化状态，原材料库存环比下降0.2ppt至47.6%，而产成品库存环比上升1.8ppt至48.3%。主要原材料购进价格和出厂价格分别环比下降5.2ppt和2.5ppt至51.7%和47.9%。

南方降雨和资金项目投放偏慢压制基建。6月建筑业商务活动指数环比下降2.1ppt至52.3%，环比变化和绝对水平均弱于季节性。分行业来看，虽然房地产支持政策进一步落地，但是房地产相关行业整体仍然偏弱，呈现低位波动的态势。房地产业、房屋建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业分别环比-0.8ppt、+0.4ppt、-10.4ppt。而基建相关的土木工程建筑业环比下降2.0ppt，我们认为这一方面或与6月南方持续降雨直接影响施工有关，另一方面或也与财政资金和项目投放进度偏慢有关。展望未来，我们预计随着降雨等临时性因素的消退以及财政资金项目投放加快，基建或企稳。6月土木工程建筑业新订单环比上升3.0ppt，而经营活动预期则环比下降2.1ppt。

五一假期后服务业扩张速度放缓。6月服务业商务活动指数环比下降0.3ppt至50.2%，呈现五一假期后季节性回落的特征。假期消费相关的水上运输业(-7.5ppt)、邮政业(-7.0ppt)、住宿业(-6.8ppt)边际回落幅度较大，而航空运输业(+4.5ppt)、电信广播电视和卫星传输服务业(+1.0ppt)、道路运输业(+0.8ppt)环比上升幅度较大。

以上观点来自：2024年6月30日中金公司研究部已发布的《外需支撑，基建偏弱——6月PMI点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美国新格局下的资产表现

我们在中期报告提出了美国经济新格局的三个要素，分别是财政扩张、科技创新、以及逆全球化。本篇报告探讨新格局下的资产价格表现。一个推断是，股票受益于财政扩张和科技创新，应当占优。债券受制于大财政与逆全球化，应当承压。商品的有利因素是逆全球化抑制供给，不利因素是高利率阻碍周期复苏，趋势性机会或要等降息之后。美元汇率拐点尚未到来，美元现金在降息之前仍有吸引力。2024年上半年，美股、商品、现金、美债基准指数的回报率分别是15.0%、8.8%、2.6%、-1.4%，这一排序与我们框架推导的结果基本一致。

我们在报告《[美国新格局：从大财政到新科技](#)》中提出，财政扩张、科技创新、以及逆全球化是影响美国中长期的三个关键变量。财政刺激有利增长，但也带来通胀压力。科技创新是长期推进经济增长、抑制通胀的可持续动力，但能否成功需要时间检验。逆全球化遏制经济增长，增加通胀风险，具有“滞胀”效应。三股力量相互交织，或使美国经济潜在增速、通胀中枢、中性利率水平都上升。本篇报告中，我们进一步探讨资产价格在这种新格局下会有怎样的表现，并分析其背后的驱动力及风险因素。

股票：大财政与新科技“双击”

2023年市场对美股谨慎的一个重要原因是担心衰退，但自2023年下半年以来，美国经济展现出较强韧性，衰退担忧明显下降。在此期间美股表现强劲，即使美联储没有降息，三大股指仍创下历史新高。

美国经济为何没有衰退？我们认为这与财政扩张有紧密关系。财政扩张促进总需求，但与信贷不同，它不增加私人部门负债，而是为其提供（安全）资产，这使美国居民和企业的资产负债表在本轮加息周期中受到了保护。事实上，这次美国疫后复苏主要是政府加杠杆，风险主要由政府承担，私人部门信用风险较低。如果将美国企业债券收益率拆分成无风险利率加上信用利差，可以发

现当前无风险利率较高，信用利差较低。一个解释是市场对私人信用定价乐观，对主权信用定价则更为谨慎。

科技创新提高未来的投资回报预期，推高风险偏好，也有利股票。 股票价格本质上是对企业盈利的定价，而长期盈利的一个重要来源是生产力的提升。疫情之后美国非农部门劳动生产率出现了上升迹象，最近一年人工智能（AI）迅速发展也让市场看到了未来生产率持续提升的可能性。文献研究显示AI可能带来更高的劳动生产率增长。IMF（2024）使用英国作为发达国家的样本，测算出AI或每年推高生产率0.9~1.5%¹。尽管AI的实际影响还有待观察，但市场已经开始为其定价，映射在股票上则是与AI相关的芯片硬件、云计算、以及电力公司股票取得了亮眼的超额表现。

美股的风险在哪里？ 一是宏观经济向滞胀或衰退演变，二是AI发展不及预期，三是大选带来的政策不确定性。宏观方面，尽管近期数据时好时坏，但美国就业市场仍然稳健，制造业与服务业PMI仍保持扩张。与此同时通胀放缓，美联储仍保留了年内降息一次的可能性。根据亚特兰大联储GDPNow模型预测，第二季度实际GDP环比折年率仍可能达到2.7%，短期内发生滞胀或衰退的可能性较低。科技方面，AI对硬件的需求推动英伟达等科技股大幅上涨，但由于这些公司盈利强劲，现金流充足，估值处于过去十年的均值附近，泡沫化程度尚未发展到极致。不过，AI热潮也导致交易赛道较为拥挤，股票涨幅过于集中在少数几只股票上，如果AI发展不及预期，也可能引发回调。另外随着大选临近，未来政策的不确定性也可能加剧股市波动。

债券：大财政与逆全球化“双杀”

2023年以来，市场对于美国国债一直有很高的期待，原因是投资者认为美联储降息将利好债券。但事实却是美联储降息预期一再落空，债券的表现差强人意。

但真正的问题并不在于降息，而是财政扩张导致政府融资需求上升，美债

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2024/04/16/world-economic-outlook-april-2024#:~:text=Chapter%203%20delves%20into%20the,labor%20between%20firms%20within%20sectors.>

供给大幅增加。2020-2021年，美国政府为应对疫情冲击而实施大规模财政刺激，这本无可厚非，但2022年以来疫情影响消退，经济回到充分就业，财政政策却未转向收缩，而是继续保持扩张态势。根据美国国会预算办公室（CBO）最新报告²，2024财年赤字率由2月估计的5.3%大幅上调至6.7%，较2023财年的6.3%进一步扩大。赤字扩大的原因是拜登政府继续减免学生贷款，FDIC为解决此前银行破产问题回款减慢，Medicaid支出超出预期，以及拜登政府加大对乌克兰、以色列等地区的援助和相关国防开支等³。根据CBO此前的测算，如果未来的利率居高不下，美国政府利息支出占GDP比例将持续上升，到2034年可能超过4%。利息支出上升也意味着美债发行量上升，由于美联储仍在缩表，这意味着私人部门需要吸收更多的美债供给。

另一个不利债券的因素是逆全球化下海外投资者对美债的需求降低。过去四十年里，有五大因素增加了全球投资者对美债的需求，引发美债收益率趋势性下降，它们分别是：1）金融自由化和全球化让更多海外投资人可以购买美债；2）1998年亚洲金融危机后新兴市场央行大幅积累外汇储备；3）全球主权基金、特别是资源国增加对美债的配置；4）美国及全球的人口老龄化带来对安全资产的需求；5）2008年全球金融危机后严格的金融监管和美联储量化宽松带来美债需求。逆全球化趋势下，这些因素中的一些正在逆转，如海外央行基于安全性考虑降低对美债的配置，全球主权基金为分散风险也可能减持美债。

美债波动率上升也会降低其作为安全资产的吸引力。2008年全球金融危机后，美债波动率呈现下降趋势，原因是低通胀、低利率的宏观环境压低了债券的期限溢价。2010年欧洲债务危机、2015年新兴市场股汇风波凸显美债的避险属性，波动性进一步下降。但2020年美国财政扩张以来，美国通胀的稳定性下降，美联储货币政策不确定性上升，这使得美债波动率回升，时常出现大涨大跌的情况。更高的波动率也意味着更大的投资风险，安全资产也有了不安全的一面。此前硅谷银行事件就暴露出在较低利率时期大量持有美债的投资人如今

² <https://www.cbo.gov/publication/60039>

³ https://www.cbo.gov/publication/60419#_idTextAnchor069

也会面临较高的未实现亏损 (unrealized loss)，最近日本Norinchukin银行因对美债持有的严重依赖也收到了监管机构发出的明确警告⁴。

商品：趋势性机会或在降息之后

大宗商品在2024年上半年也有不错的表现，但5月份以来原油、铜及黄金价格回调，使其整体涨幅不及股票。拉长来看，彭博大宗商品指数仍低于2022年俄乌冲突后的高点，这显示商品趋势性上涨仍需等待催化剂。

商品的有利因素是逆全球化抑制供给。逆全球化本质上是负向供给冲击，它会降低生产效率，提高成本，这对大宗商品是有利的。今年以来，中东地缘风险升温，红海航运危机发酵，一度将布伦特油价推高至90美元/桶。部分国家铜矿减产，叠加绿色转型和AI拉动铜需求，也曾让铜价向上突破1万美元。比较特殊的是黄金，尽管美国利率居高不下而且美元汇率偏强，但黄金价格仍获得上涨。一个原因是逆全球化下地缘局势愈发复杂，对黄金的配置需求上升，而一些居民为防范货币贬值、应对“资产荒”也选择买入黄金，支撑了金价。不过随着金价上涨，购买黄金的成本也在上升，未来购金的节奏和持续性存在不确定性。

商品的不利因素是高利率阻碍周期复苏。今年一季度市场曾有过美联储降息、中美制造业共振复苏的交易，但目前来看这一预期并未很好兑现。美联储上半年没有降息，美国ISM制造业PMI在3月份突破50后，于4月份又重回50下方。历史表明，美国ISM制造业PMI一般在美联储降息之后才会趋势性回升，如果PMI在降息之前回升，那么大概率说明货币政策还不够紧。我们认为降息和周期复苏推迟是最近商品价格回调的主要原因，而这也意味着配置商品的最佳时机可能要等到降息之后。什么时候降息？我们预计最早第四季度，而如果通胀粘性强于预期，今年也可能不降息。

现金：降息之前仍具有吸引力

2020年以来，美元货币基金的规模从不及4万亿美元升至6.4万亿美元，这

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-23/norinchukin-s-second-investing-debacle-followed-clear-warning>

起初反映了投资者在疫情期间对流动性的偏好上升，之后则与美元利率不断抬升、货币基金能够提供更高的利息收入有关。美元现金在美联储降息之前仍有几个优势：首先，如果没有降息，那么持有美元现金将能够获得年化约5%的稳定的利息收入。其次，美国经济表现稳健，相对于其他发达经济体更有韧性，这使美元汇率受到支撑，汇兑损失风险降低。第三，美国在AI的发展上具有一定优势，全球资本为追逐更高的回报流向美国，进一步支撑美元。上世纪90年代后期，信息互联网革命在美国爆发，当时美元也呈现升值趋势，这与当下有一定相似性。

综上所述，我们认为新格局下美国股票的表现或强于债券，前者受益于财政扩张与科技创新的双重利好，后者受美债供给增加和海外美债需求下降的双重压制。商品趋势性上涨尚未开启，最佳配置窗口或在美联储降息之后。美元汇率拐点尚未到来，降息之前美元现金仍具有吸引力。

以上观点来自：2024年6月30日中金公司研究部已发布的《美国新格局下的资产表现》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

从收储政策出发谈住房结构调节

近期收储政策的启动引发市场关于实操可行性的一些讨论。伴随近期房地产市场去库存导向的明确，收储政策成为市场关注的重点。将商品住房收购后转性为保障房重新投入供给，使去库存与保障房两大战略产生交集，理论上可以起到兼顾总量与结构调节的效果。从战略层面，我们认为当前的政策路径毫无疑问是合理通顺的，但实操层面，由于商品与保障的房屋定价体系存在差异，可能会带来收益率方面的挑战，因此对于这个挑战的含义，以及是否有政策优化的空间，我们希望做一系统讨论。

是否存在价差弥合的市场路径？中国城镇住房的平均租售比正向历史区间顶部运行（参考《[如何看待中国住房租售比？](#)》），我们认为上行至2.8-2.9%附近（目前约2.7%）或许会得到一定的支撑。考虑按配租方式进行市场化退出所需要的租售比或许更高（我们认为3.5-4%是必要的），隐含中间仍存在一定的价差。由于在资产交易层面要求通过定价折让来弥补这一价差或许也会限制收储策略的实施面积，因此市场租售比是否会自然调节到更高水平是关键问题。对此，我们认为或许也不宜做这种期待，一方面我们在此前报告中阐释了中国租售比看似偏低的区间是理性结果，另一方面，由于政策本身的目的是防范房价进一步明显下行的风险，因此期许收益率弥合其实在政策目标上本末倒置。最后，如果收储政策得以顺利实施，中国租售比短期内或许也不会进一步突破历史区间，而更可能呈现企稳。因此，对于上述价差问题，应该说从政策设计角度也较难去假设其存在自然弥合的路径。

若难以自然弥合，收储后的退出方案可能有哪些优化空间？我们认为有三方面可以考虑，第一是“先租后售”，原则上可将持有与退出环节做一定的分置考虑，同时可以给予消费者更多权益选项；第二是收储范围可向存量房做一定延展，存量住房中有部分资产正在重建有吸引力的租售比，因此可能成为更有性价比的收购对象；第三是配套资金的成本和久期或也有边际优化的空间，以使收购主体有条件做更长时间的持有和渐进的退出。更多讨论可参考正文。

即便短期操作方案得以优化，长期是否有必要以及如何调节租售比？我

们认为租售比的问题不仅是一个短期收储操作中的潜在痛点，也是一个宏观问题。中国住房租售比对长端利率的利差于今年一季度前后正式步入正向区间，代表着过去长达二十年几乎整体处于负向区间的范式终结，我们认为未来大部分时间内呈现正向利差或成为新常态。这种利差的扩张意味着租售比的向上运行压力，但从管理角度显然不宜以资产价格单边调整的方式进行疏解，因此如何做好调节就成为关键问题。我们此前对租售比的分析或许已经揭示了其潜在的三种调节方式，分别是：1) 调分子。通过引导租赁市场规模比例做大，吸纳更多具有更高支付力的人群，来调节租售比。这种方式毋须以房价（分母）的调整为代价，主要是在住房供给结构上令租购比例更趋均衡，以及我们认为这一调节本身也是顺应消费趋势的；2) 调分母。这本质上涉及调节国民在消费与投资两端的支出结构，房地产政策可以是这一调结构进程中的一部分，但或许不是决定性的因素；3) 调税收。即房地产税的引入和实施，对此我们无明确预期，也不认为已经具备合适的时空条件。综上，对住房供给结构，尤其是租购结构的主动调节，可能是房地产政策自身较为直接和可靠的抓手。

若调节租购结构是重点，目前的租赁市场建设还有哪些可着眼点？展望市场格局，在租售比渐进调节的过程中，公共主体重投资、私人主体重服务的轻重两级格局或继续深化。我们认为2020年左右以来逐步完善成形的以公共主体做实物供给（产品重点是保障性租赁住房）为侧重的行业战略将继续主导未来若干年的市场发展，这也是目前较为务实的方案。但同时，我们建议对私人市场的发展促进也不宜偏废。事实上，长期来看中国租赁市场的主要构成仍可能是私人主体，如何促进私人企业提高运营服务水平，我们认为相关的法规体系和制度建设，或许也值得提上日程。在公共主体更多起带头示范的效应下，推动整体租赁市场加快专业化发展和机构化渗透，可能是支持租购结构调节战略的重要基石。总体上，我们积极看好未来十年中国租赁市场的发展前景。

以上观点来自：2024年6月28日中金公司研究部已发布的《从收储政策出发谈住房结构调节》

孙元祺 分析员 SAC 执证编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951

宋志达 联系人 SAC 执证编号：S0080122070113

张宇 分析员 SAC 执证编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

专题聚焦

大类资产7月报：欧美大选与资产变数

全球政治局势不确定性或上升，但资产价格对市场波动可能定价不足。2024年下半年，欧美等重要经济体的选举活动已经开启，全球资产可能波动增大，但市场可能定价并不充分。VIX恐慌指数，也就是美股隐含波动率，是衡量市场风险情绪的核心指标。美债收益率曲线领先VIX指标2年左右，目前VIX指标处于周期低位，远低于与美债利率曲线匹配水平，VIX指数与PMI走势的分歧也显示市场计入的波动风险与基本面不匹配。6月27日第一次美国总统辩论后，短期政治焦点或转向欧洲。法国国民议会选举的第一轮投票已经于6月30日进行，法国极右翼政党国民联盟得票率为34%，马克龙领导的复兴党得票率仅为20.5%，第二轮投票将于7月7日举行⁵。国民联盟属于极右翼政党，具有不信任欧盟、拒绝移民流入和贸易保护主义倾向，如果获得更多权力，可能压制风险情绪，加大市场波动。英国也于7月4日举行大选，民调结果显示工党支持率高于保守党约20%，自2015年开始执政的保守党存在落选可能，政策延续性或有变数。观察1990年以来VIX指数表现，我们发现美股在下半年的波动通常高于上半年，因此，我们提示海外股票短期波动风险，建议合理控制仓位，静待短期风险释放。过去两年地缘政治不确定性上升时，商品往往从中受益，甚至被看作一种“新型安全资产”，是因为不确定性主要来自商品的产出国，减少了商品供给。进入下半年，政治不确定性的来源发生变化，很多来自美欧等商品需求国，可能更影响商品需求。因此，我们认为商品未必可以继续受益于不确定性，对商品资产相对谨慎。

美国大选交易总体利好美元黄金，利空美债，但未来2个月或进入平缓期。相对欧洲和海外其他地区，美国大选对全球政治经济的影响更为显著。我们首先回顾1990年以来美国总统大选年的核心海外大类资产变动：相对其他年份，大选年的股票表现更弱，美债利率更低，美元更强，可能反映政策不确定性的影响。美债利率在选举日之前的几个月里趋于上行，选举日结束后明显回落，

⁵ <http://www.news.cn/world/20240610/b737928667554bfaac6d98e295917a3a/c.html>

可能反映债券市场提前计入新政府的财政刺激措施。在本轮选举中，我们认为对市场影响最关键的**政策焦点是财政政策、贸易政策与移民政策**（《[大类资产2024H2展望：守正待时](#)》）。1）特朗普主张减税，拜登主张增加支出，两位候选人都倾向于扩张财政。但财政扩张并非仅取决于总统，还需要国会支持，对于财政前景来讲，可能大选的“赢面”更重要。如果胜选候选人赢面较大，成功控制两院，或导致财政扩张幅度较大，增加美国通胀上行压力，利空美债利多美元黄金。如果胜选候选人只是小胜，或导致“分裂国会”，两党各控制一个议会，两党观点分歧严重，则可能限制财政扩张幅度，对美债的压力减小。2）若特朗普当选，可能加大全球贸易摩擦，一方面压制美国贸易伙伴的出口，推动风险情绪上升，导致其他国家的汇率与股市调整。另一方面，加剧美国通胀压力，推高美债利率与美元。3）美国非法移民数量增加或提升劳动力供给。CBO预测结果显示，2023-2024年美国非法移民数量增长至200万人以上，远高于特朗普当政时期的约20万人。特朗普胜选可能限制移民，增大通胀压力。站在当前时点看，**大选总体上利空美债利多美元黄金，但仍然有高度不确定性**。6月27日拜登与特朗普展开了第一场总统竞选辩论，特朗普相对拜登优势扩大，竞选胜率明显提升，或推升市场对于贸易摩擦升温、通胀走高的担忧。我们已经观察到美国大选交易开启的迹象：6月28日美国5月核心PCE物价指数同比降至2.6%，为三年以来新低，但美债利率却大幅上行超10bp，美元指数保持在105上方高位，而黄金并没有明显受到高利率和强美元压制。今年美国总统第一次辩论时点较早，第二次辩论要在9月10日举行，因此大选交易可能在3季度进入一段平缓期，**市场或重新聚焦美国通胀和经济增长下行，降息交易或迎来关键窗口**。当7月上旬欧美政治不确定性的风险充分释放后，全球股债商品黄金等主要大类资产可能受益于降息交易，存在阶段性表现机会。

海外政局变化或扰动全球贸易，关注出口链变数。我们整理了6月27日美国总统辩论中两位候选人的表态，以及法国两党之间的政策差异，发现两国选举中目前占优的候选人或党派均与现任党派的执政主张存在较大分歧。特朗普在对外关税方面表态更加强硬，国民联盟也在贸易保护方面存在更加激进的观点，欧美作为我国主要的出口需求国，2023年在我国对外出口中占比较高，若

欧美提高对我国的关税限制，可能导致我国出口放缓，影响资产表现。我们梳理了近20年大类资产走势，发现出口增长与股债商汇表现显著正相关，或反映出口对国内经济的拉动。2018年中美贸易摩擦开始后，我国出口增速回落，压制大类资产表现，直到2020年后我国经济率先复苏，出口才逐步回暖。当前我国经济结构中消费和投资增速回落，出口对增长的拉动提升，若出口受阻，我国资产承受压力可能增加。



以上观点来自：2024年7月4日中金公司研究部已发布的《大类资产7月报：欧美大选与资产变数》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.7.2 中国宏观专题报告：外需继续改善，高息压力仍在——香港经济金融季报
- 2024.7.4 海外宏观热点速评：美国劳动力市场拐点的政策和资产含义

策略及大宗商品

- 2024.7.1 主题策略：中长期改革关注度提升
- 2024.7.1 A股和港股行业首选：2024年7月
- 2024.7.1 海外策略：“Trump 2.0”的政策主张与资产含义——2024年美国大选追踪（二）
- 2024.7.4 大类资产观察：大类资产7月报：欧美大选与资产变数
- 2024.7.6 全球资金流向监测：南北向分化进一步扩大
- 2024.7.6 大宗商品：图说大宗：商品价格反弹的逻辑与变数

固定收益

- 2024.7.1 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.7.3 专题研究：美国长期信用债研究
- 2024.7.3 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.7.4 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.7.4 简评：地产局部销量回升，工业品库存仍偏高——中金固收高频数据跟踪
- 2024.7.5 中国城投债券月报：审计工作报告出炉，专项债资金用途引关注——6月城投债券月报
- 2024.7.5 简评：产业AA及城投AA-为利差收窄主力——2024年6月行业利差跟踪
- 2024.7.6 信用债收益率跟踪周报：债市波动加大，信用债表现相对较好

行业

- 2024.7.1 AI联合课题：第九章 数据或为瓶颈，确权并非关键
- 2024.7.1 AI联合课题：第十章 积极应对AI伦理、安全新挑战
- 2024.7.1 AI联合课题：第十一章 AI经贸治理：规则与技术并重
- 2024.7.1 AI联合课题：第十二章 AI风投从领先到落后的创新金融启示

- 2024.7.1 机械：流程自动化6月专题：行业景气度承压，寻找具有新产品拓展能力的龙头公司
- 2024.7.1 机械：复合集流体月报：进入量产倒计时
- 2024.7.1 博彩及奢侈品：6月总博彩收入同比增长16.4%，符合一致预期
- 2024.7.1 旅游酒店及餐饮：暑期民航预估量稳价降；出入境热度攀升
- 2024.7.2 不动产与空间服务：周评#396：6月新房销售环比增逾两成
- 2024.7.2 房地产：如何看待地产股当前位置？
- 2024.7.2 公用事业：风光公用环保周报：光伏产业链价格平稳；绿电环境价值再进一步
- 2024.7.2 REITs：公募REITs月报（2024-6）：板块走势分化，“安全资产”受青睐
- 2024.7.2 医疗健康：医保个账线上购药落地北京，关注头部公司竞争力兑现
- 2024.7.3 公用事业：2023-2024年碳配额收紧，推动绿色价值兑现更进一步
- 2024.7.3 传媒互联网：2Q24业绩前瞻：表现或相对平淡，关注暑期内容提振
- 2024.7.4 科技硬件：苹果AI时代，如何把握果链投资机遇？
- 2024.7.4 电力电气设备：高端电源观察（一）：如何看待AI浪潮下的服务器电源？
- 2024.7.4 传媒互联网：娱乐新体验系列（二）：互动视频新阶段，商业价值待释放
- 2024.7.5 建材：华东水泥计划提涨，关注竞争态势重要变化
- 2024.7.5 银行：6月金融数据前瞻：脱媒继续
- 2024.7.5 传媒互联网：长视频2Q24：剧集播放量同降，持续关注暑期表现
- 2024.7.5 汽车及零部件：智能汽车前沿月报：NOA渗透率再创新高，智驾/智舱或迎新一轮软硬件迭代
- 2024.7.5 家电及相关：短期回调，长期比较优势助板块估值提升

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn