

研报精选

2024年7月14日 第179期

宏观专栏

内外需差异扩大——2024年6月进出口数据点评

2024年6月以美元计价的出口同比增长8.6%、进口同比下降2.3%。报告认为，出口整体稳步增长。虽然美欧对中国部分产品加征关税，但是由于占比不高，出口前置效应在宏观层面整体有限。进口增速连续两个月回落，与内需走弱态势一致。

美国通胀放缓支持联储年内降息

美国6月CPI同比增长3.0%，较上月放缓。报告认为，通胀数据或增强美联储年内降息的动机。美国劳动力市场仍然稳健、下半年财政有望加速扩张等因素有可能再次压制降息预期。

专题聚焦

三中全会前瞻

报告认为，三中全会的主要关注点或包括以全面深化改革推进中国式现代化和发展新质生产力等方面。下半年稳增长政策有望加码，资本市场基础制度也有望不断完善。

财税体制可能如何变化？

党的十八大以来，我国财税体制改革不断取得新进展。向前展望，报告认为财税体制改革可能继续深化，以适应土地财政转型、经济高质量发展要求。

宏观专栏

内外需差异扩大——2024年6月进出口数据点评

2024年6月以美元计价的出口同比+8.6%（2024年5月为+7.6%）、进口同比-2.3%（2024年5月为+1.8%），出口高于市场预期、进口低于市场预期（Bloomberg出口、进口市场预期分别为+8.0%、+2.3%）。出口整体稳步增长，而出口前置效应总体有限。进口增速连续两个月回落，与内需走弱态势一致，内外需差异扩大。展望未来，我们预计年内出口或继续稳步增长，不确定性更多会体现在明年。

出口稳步增长。虽然近期外需相关数据有所走弱，6月PMI发达经济体制制造业PMI由5月的50.0%小幅回落至49.7%，中采PMI新出口订单指数环比持平，为48.3%，但两者趋势来看仍然稳健。此外，由于从订单到生产再到出口的传导链条有一定时滞，当月PMI数据的边际走弱并不一定能完全反映到当月出口数据上。周边经济体出口也维持稳健增长态势，6月越南、韩国日均、中国台湾地区出口同比分别为10.5%、12.3%、23.5%（5月分别为13.9%、9.1%、3.5%），其中中国台湾地区改善较多主要由于去年同期基数大幅下降。从复合增速来看，6月出口的三年复合增速为3.2%（5月为4.7%），五年复合增速为7.7%（5月为7.2%）。

出口前置效应总体有限。6月对欧盟、美国、东盟出口同比分别为4.1%、6.6%、15%（5月为-1%、3.6%、22.5%），而三者的三年复合增速分别为2%、-1%、7.3%（5月为3.4%、-0.7%、9.1%），皆有所放缓。虽然美欧对中国部分产品加征关税，但是由于占比不高，出口前置效应在宏观层面整体有限。从出口产品来看，农产品和部分原材料出口同比较5月改善，例如农产品出口同比10.2%（5月为5.4%），而机电产品、高新技术产品、劳动密集型产品出口同比较5月有所回落。铝材、集成电路出口数量的三年复合增速分别为10.3%、0.4%（5月为8.7%、-0.5%），可能有一定出口前置效应支撑，而钢材、汽车出口数量的三年复合增速分别为10.6%、37.8%（5月为22.3%、50.1%），出口前置效应并不明显。

进口增速连续两个月回落，与内需走弱态势一致。6月进口同比进一步走弱至负增长区间，三年复合增速为-3.3%（5月为-0.1%），五年复合增速为5.1%（5月为4.9%）。进口走弱的趋势大致与近两月内需走弱的趋势一致。价格层面有小幅贡献，数量才是使得进口同比下行的主要因素。6月CRB指数同比11.4%（5月为11.9%），而我们计算的进口金额/进口货运量的同比为-1.9%（5月为-0.8%），皆为边际小幅回落。主要产品进口数量同比皆有所回落，铁矿石、原油、天然气、塑料、铜材、集成电路、汽车进口数量同比分别为2.2%、-10.8%、0.4%、-5.8%、-3%、9.4%、-2.4%（5月为6.1%、-8.7%、6.5%、1.3%、15.7%、15.2%、7.3%）。而铜矿砂、煤进口数量同比8.7%、11.9%（5月为-11.5%、10.7%），有所改善。内外需差异也使得贸易顺差进一步上升，6月贸易差额为991亿美元，为历史同期新高。

年内出口或继续稳步增长，不确定性更多会体现在明年。展望未来，我们预计美国经济韧性下，出口或仍将稳健增长，弹性更多取决于金融条件。而由于规模相对较小，年内贸易摩擦的影响或相对有限。不确定性更多在于美国大选后的贸易政策，或更多体现在明年。

以上观点来自：2024年7月12日中金公司研究部已发布的《内外需差异扩大——2024年6月进出口数据点评》

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

美国通胀放缓支持联储年内降息

美国6月CPI同比增长3.0%（前值3.3%），核心CPI同比增长3.3%（前值3.4%），两者均较上月放缓，且均低于市场预期。这次的数据是受欢迎的，它表明美国通胀在进一步降温。这组数据也会增强美联储年内降息的动机，只是降息时间点仍待确认。考虑到美国劳动力市场仍然稳健，下半年财政根据CBO预估有望加速扩张，且市场对降息的“反应函数”有过度的嫌疑（overreact），我们对于降息时间点的看法比市场更为谨慎。如果没有更多更好的数据，我们仍维持基准情况下在第四季度降息的判断。

首先，6月份通胀的放缓是广泛的，无论是整体还是核心CPI都显示出放缓迹象。从分项来看，新车、二手车、家具家电、电脑等商品价格持续下跌，这一方面受益于供应链改善，另一方面也或受到消费需求在疫情后结构性从商品转移回服务的影响。房租通胀终于迎来了“姗姗来迟”的环比增速放缓。主要居所租金和业主等价租金季调环比增速从0.4%放缓至0.3%，但由于酒店价格环比下跌了2.5%，整体房租分项增速被压降至了0.2%。美联储最关注的非房租核心服务通胀（supercore）连续第二个月放缓，环比增速从5月的零增长下降至6月的-0.1%。机票价格在上月下降3.6%后进一步大跌5.0%。医院服务、娱乐服务、快递等分项增速也纷纷转负。去年以来流入美国的移民人数增加，这导致了劳动力市场冷却，对降低服务通胀也起了作用。

其次，这组通胀数据会增强美联储年内降息的动机，但降息的时间点还有待确认。鲍威尔在本周国会作证时表示，美国劳动力市场已在降温，通胀也取得了进展，但降息还需要看到“更多好的数据”¹。7月11日所公布的最新通胀数据就是好的数据，因此它会增强美联储降息的信心。不过，从现在到9月FOMC会议还有两个月，期间还有两组通胀和就业数据。我们认为美联储会观察更多的数据再做决定，而不是像去年底那样过早地给出宽松指引，最后反而适得其反。

¹ <https://www.reuters.com/markets/us/view-feds-powell-more-good-data-will-strengthen-case-rate-cut-2024-07-09/>

第三，美国劳动力市场仍然稳健，叠加下半年财政根据CBO预估有望加速扩张，有可能再次压制降息预期。劳动力市场方面，6月失业率的上升让市场担心就业恶化，从而迫使美联储越早降息越好，但我们认为失业率上升的主要因为更多人进入了劳动力市场，而非企业裁员。换句话说，失业率上升是因为供给增加，而非需求大幅恶化，因此我们认为大概率不会出现失业率“非线性上升”的情形。另外今天公布的上周初次申请失业金人数超预期下降至22.2万人，较前一周大幅下降1.7万人，表明劳动力市场仍然是健康的。

财政方面，近期美国国会预算办公室（CBO）上调了对2024财年赤字率的预测，从最初预测的5.3%上调至6.7%，增幅达1.4个百分点²。按照CBO的预测，2024财年总赤字规模约为1.9万亿美元，折合月均赤字约1590亿美元。其中，前8个月（即2023年10月至2024年5月）月均约为1500亿美元，同比增长3.2%，后4个月（即2024年6月至9月）约为1780亿美元，同比增长34.5%。这意味着今年第三季度财政支出有望加速，对经济增长带来额外的支撑，降息预期也可能因此而受到打压。

根据CME数据，目前市场对9月降息概率的定价超过80%³，但从现在到9月FOMC会议还有7、8月两组就业与通胀数据要看，因此仍存在不确定性。事实上，市场对降息的“反应函数”一直有过度的嫌疑（overreact），人们总是希望在降息交易上“抢跑”。今年1月初，市场对于美联储3月降息的定价一度高达75%，对今年全年降息次数的定价甚至高达6、7次，但最终都没有兑现。鉴于此，我们认为需要再多观察一些数据，如果只是基于现有的数据，我们仍维持基准情况下一次降息，时间在第四季度的判断。

以上观点来自：2024年7月12日中金公司研究部已发布的《美国通胀放缓支持联储年内降息》

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

² https://www.cbo.gov/publication/60419#_idTextAnchor069

³ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html?redirect=/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>

专题聚焦

三中全会前瞻

6月27日中共中央政治局会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议于7月15日至18日在北京召开，研究关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定。自改革开放以来，三中全会通常围绕经济和改革议题部署中长期改革方向，结合当前的宏观环境，我们认为主要关注点或有以下几个方面：

（1）以全面深化改革推进中国式现代化。二十大报告深刻阐述了中国式现代化的内涵，即人口规模巨大的现代化、全体人民共同富裕的现代化、物质文明和精神文明相协调的现代化、人与自然和谐共生的现代化、走和平发展道路的现代化。二十大报告提出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，我们认为三中全会有望继续围绕中国式现代化做中长期部署，在发展过程中更加注重创新、协调、绿色、开放、共享。

（2）推进新质生产力发展可能是全面深化改革的重点任务。当前发展环境下，推动科技创新，尤其是原创性、颠覆性技术创新的重要性明显提升。近年关于新质生产力的表述出现在较多重要会议与政策文件中，2023年底中央经济工作会议将“发展新质生产力”纳入经济工作计划。今年政治局第十一次集体学习以新质生产力为主题，《政府工作报告》明确“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”是今年政府工作任务之一。6月初《求是》杂志发表《发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点》⁴，提出新质生产力是创新起主导作用，摆脱传统经济增长方式、生产力发展路径，具有高科技、高效能、高质量特征，符合新发展理念的先进生产力质态。

（3）财税体制改革关注度提升。2023年中央经济工作会议指出要谋划新一轮财税体制改革。2024年6月财政部部长蓝佛安在全国人大常委会上作报告表示，推进新一轮财税体制改革，突出问题导向，健全现代预算制度，优化税制结构，完善地方税体系，强化转移支付激励约束，建立健全与中国式现代化

⁴ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202405/content_6954761.htm

相适应的现代财政制度⁵。新一轮财税体制改革有望对高质量发展和中国式现代化建设带来重要影响。

（4）加快建设全国统一大市场。2022年4月，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布，今年政府工作报告中提出要加快全国统一大市场建设。统筹发展和安全，加快建立全国统一的市场制度规则，打通制约经济循环的关键堵点，促进商品要素资源在更大范围内畅通流动，加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场，对中国式现代化建设也有着重要意义。

与此同时，近期关于推动城乡融合发展，促进城乡产业发展、基础设施、公共服务一体化，推动高水平对外开放，支持国民企业发展，电力体制改革等方面市场关注度较高，我们认为相关领域有望受益于改革预期提振。

资本市场中长期建设方向上，今年4月新“国九条”发布、“1+N”政策体系陆续推出，资本市场基础制度仍在持续完善的过程中。要助力新质生产力发展，需要改善资本市场资源配置的功能，优化一级市场与二级市场联动。近期证监会出台科创板8条改革新规，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，国务院办公厅印发《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》促进创投发展。

资本市场投资方面，改革相关领域关注度有望提升。历史经验显示历届三中全会前后，改革预期相关的板块往往受到较高关注，近期A股市场科创、电力、消费等相关板块也陆续有阶段性表现。展望后市，我们在不久前发布的下半年A股市场展望《[击楫中流](#)》中认为，虽然2月份以来的修复行情当下面临波折，但今年预期最为悲观的时期可能已经过去，下半年稳增长政策加码结合当前资本市场政策红利下制度不断完善，以及即将召开的三中全会有望推进中长期改革，市场当前位置中期机会仍大于风险。

以上观点来自：2024年7月9日中金公司研究部已发布的《三中全会前瞻》

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

⁵ https://www.mof.gov.cn/gkml/caizhengshuju/202407/t20240701_3938460.htm

专题聚焦

财税体制可能如何变化？

党的十八大以来，我国财税体制改革不断取得新进展。向前展望，我们认为财税体制改革可能继续深化，以适应土地财政转型、经济高质量发展要求。

未来收入端改革或更聚焦在宏观税负基本稳定下的税制结构优化，同时在五级纵向预算分配上或更趋完善。具体来看，我国税制结构更偏间接税，由于税负可转嫁且中低收入群体的边际消费倾向较高，有累退性质，存在降低间接税的必要性；直接税尤其是个人所得税针对资本利得、财产转让所得的部分征收强度较低，也尚未广泛开征房产税、遗产税以及赠与税。合理调整 and 平衡劳动收入与非劳动收入的税率、推进研究扩大直接税税基，降低间接税比重，或是财税体制收入端改革的潜在重点之一，而如何培养地方税源、推动财政收入纵向分配再平衡或是另一条主线。

未来支出端改革或聚焦于推动基本公共服务均等化，强化财政支出绩效管理，或在短期见效更快，全面规范地方税费优惠政策以推动全国统一大市场建设等。具体来看，财政资金的纵向分配和支出领域的横向分配上都存在提升空间。这其中提高财政收支预算和决算的透明度或是重要前提。纵向分配上，近年来省以下财政体制改革步伐加快；横向分配上，未来财政在基本公共服务均等化和培育人力资本等方面或持续有所倾斜。清理规范不合理的税费减免和补贴政策，也有助于推动资源配置效率提升，减少低效和重复投资。此外，为推动产业资源跨行政区域分工与协同，统一税种征管模式，推动财税收入横向分享和分配，也有助于更好促进全国统一大市场建设。

对于地方隐性债务化解，近年来多地贯彻实施政府投资项目全生命周期管理，加强政府资金的投用管还全链条管理，起到了一定效果。但针对存量地方政府债务，仍需通过各种措施予以化解，如以增长化解债务风险，大力统筹盘

活各类国有资产，推动地方政府从土地财政向股权财政转型等。当前公用事业价格机制改革已在进行中，从中长期来看，公用事业领域非居民与居民部门之间的交叉补贴问题，道路等基础设施融资机制改革等问题，或需值得关注。



以上观点来自：2024年7月8日中金公司研究部已发布的《财税体制可能如何变化？》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

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

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.7.8 中国宏观专题报告：财税体制可能如何变化？
- 2024.7.11 中国宏观热点速评：供应端提振，需求端拖累——2024年6月物价数据点评
- 2024.7.12 海外宏观简评：美国通胀放缓支持联储年内降息
- 2024.7.12 中国宏观热点速评：内外需差异扩大——2024年6月进出口数据点评
- 2024.7.13 中国宏观热点速评：财政提速的必要性进一步上升 | 6月金融数据点评
- 2024.7.13 海外宏观专题报告：2024下半年：中美经济再平衡下的资产含义

策略及大宗商品

- 2024.7.8 海外策略：美国大选的一般性规律与影响——2024年美国大选追踪（三）
- 2024.7.9 主题策略：三中全会前瞻
- 2024.7.10 大类资产观察：降息交易或迎关键窗口期
- 2024.7.11 中报预览：哪些公司业绩有望超预期
- 2024.7.12 海外策略专题：通胀降温强化9月降息概率
- 2024.7.13 全球资金流向监测：北向创4月以来最大单日流入

固定收益

- 2024.7.8 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.7.8 招投标备忘录：24年国开债第3、10、14期增发——利率债招标分析
- 2024.7.9 招投标备忘录：23年农发债第9期增发，24年农发债第11、20期增发，24年付息国债第11、12期续发——利率债招标分析
- 2024.7.10 中国房地产债券月报：6月房地产债券月报：新政助力销售环比改善
- 2024.7.10 简评：CPI偏弱，实际利率仍有压缩空间——6月通胀数据分析
- 2024.7.10 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.7.11 招投标备忘录：24年国开债第10、16期增发
- 2024.7.11 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.7.11 简评：理财规模增长动能或下降
- 2024.7.12 中国可转债策略周报：当下反弹的“预算”，暨7月十大转债
- 2024.7.12 简评：外需偏强及内需偏弱推动顺差扩大，有利于汇率稳定和利率下行——6月贸易数据分析

- 2024.7.12 简评：存款利率走低推动存款向现金和理财转移，M0和非银存款增速提高——6月金融数据点评
- 2024.7.13 信用债收益率跟踪周报：季初理财规模回升，收益率先上后下
- 2024.7.13 中国利率策略周报：美国经济、通胀、美债利率震荡寻顶

行业

- 2024.7.8 化工：农业+工业需求向好，看好尿素下半年行情
- 2024.7.8 机械：中金通用自动化周报：制造业周期二季度承压，2024世界人工智能大会成功开幕
- 2024.7.8 航空航天科技：航空航天科技2024下半年展望：景气复苏，稳中有进
- 2024.7.8 REITs：公募REITs周报（7.1-7.5）：关注基本面增量信息
- 2024.7.8 传媒互联网：出版1H24：零售市场承压，挖掘细分赛道、新技术应用潜力
- 2024.7.8 保险：日本保险系列（2）：日本财险的演变和启示
- 2024.7.9 交通运输物流：机场：上海及白云发布2Q24业绩预告，净利润同比改善
- 2024.7.9 汽车及零部件：6月环比趋势向好；2季度业绩展望分化
- 2024.7.9 不动产与空间服务：周评#397：上周新房销售面积较6月周均跌约两成
- 2024.7.9 旅游酒店及餐饮：餐饮：拨云见日尚需时；创新尝试不减
- 2024.7.9 科技硬件：WAIC 2024：强调人工智能治理，彰显具身智能发展
- 2024.7.9 公用事业：电碳5月月报：三新经济驱动用电需求旺盛，来水与光照资源改善；碳配额收紧落地
- 2024.7.9 主题研究：光伏制造规范2024年征求意见稿发布，供给侧门槛提升
- 2024.7.9 电力电气设备：风机基础出海五问五答：迎接新一轮海外订单景气周期
- 2024.7.10 电力电气设备：电新周报：全球储能并网容量环比上升，国网变电设备第3批次中标保持景气
- 2024.7.10 交通运输物流：双周报#393：航空暑运量价回升，把握出海及航运投资机遇
- 2024.7.10 科技硬件：苹果AI时代，港股手机链能否守正出奇？
- 2024.7.11 房地产：6月二手房成交量边际改善，价格跌势趋缓
- 2024.7.11 农业：农林牧渔2024下半年展望：生猪养殖新范式，宠食龙头领风潮
- 2024.7.11 煤炭：短期利空释放，配置价值显现

- 2024.7.12 传媒互联网：数据月报：6月游戏双版本号下发，期待暑期档重点内容催化
- 2024.7.12 交通运输物流：在不确定性中拥抱确定(6)—交运高股息资产A/H溢价率走阔，H股性价比突显
- 2024.7.13 银行：“淡化规模”下的货币政策思路——6月金融数据点评
- 2024.7.13 传媒互联网：互联网周思考：美股科技股交易较为拥挤、中概互联网交易较为平淡的现象有所改观



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