

研报精选

2024年8月25日 第185期

宏观专栏

从地方预算调整案看财政进展

近期多数省份发布年中财政预算调整案。报告认为，多省财政预算调整案反映出，当前地方政府债政策兼顾稳增长与防风险，其中防风险既体现为对存量债务化解的一定支持，也体现为在新增债券分配上更加关注地方政府的财政承受能力。

哈里斯的政策及其经济影响

报告认为，哈里斯的政策或将增加美国财政支出上行风险，可能导致利率在高位停留较久。但哈里斯在关税政策上较为温和，有助于降低全球贸易摩擦的可能性。

专题聚焦

当前各类资产计入多少降息预期？

报告认为，美联储大概率在9月开启降息，但整体幅度或有限。在降息兑现前，宽松交易利好的美债和黄金可能相对受益。降息兑现后，受益于盈利修复的资产可能表现更好。

全球电网投资具备韧性，重申出海长期机遇

报告认为，全球发电装机与用电量双增长明确，运营商规划持续加码推动电网投资提速。中国电力设备出口稳增，有望凭借技术实力、性价比优势进一步打开欧洲市场。

宏观专栏

从地方预算调整案看财政进展

今年6月财政部下达了各省全年新增地方债券限额，截至8月18日已有近半数省份发布2024年年中财政预算调整案，该预算调整案通常会披露本省全年的新增政府债券限额分配情况，以及新增债券的拟用去向。对此我们做出如下总结：

► 从区域分布看，根据不完全统计，今年广东新增专项债限额维持较高水平，新疆和北京新增地方专项债限额较去年有明显提升，而部分债务率较高的省份，其新增专项债限额则自2021年以来持续回落。

► 从债券发行去向看，一般债主要用于乡村振兴、污染防治等偏公益领域，专项债多用于各类有一定收益的项目，同时部分用于调整存量债务结构。如新疆¹指出“重点支持全区融资平台隐性债务全部清零，支持乌鲁木齐市等高风险地区缓解偿债压力，支持自治区本级和大多数地县隐性债务提前清零……用好新增专项债券用于补充政府性基金财力额度，支持符合条件的存量政府投资项目债务偿还”；吉林²指出本批次新增专项债务限额344亿元，其中用于项目建设236亿元，用于补充政府性基金财力108亿元；山东青岛市下属的莱西市³指出，今年新增专项债35.52亿元中有12亿元用于补充政府性基金财力，支持用于符合条件的存量政府投资项目，有效化解存量隐性债务风险，另23.52亿元拟安排用于相关项目建设。

► 债券分配和使用方面，既与政府债务率挂钩，也强调资金支出效率。如多省对专项债的要求主要包括：尽快下达新增债券额度，结合债务风险情况

1

<https://czt.xinjiang.gov.cn/xjcztc115172/202408/e84fda27a48b442994f9a99494702001/files/1.%E6%88%AA%E8%87%B32024%E5%B9%B47%E6%9C%88%E8%87%AA%E6%B2%BB%E5%8C%BA%E6%94%BF%E5%BA%9C%E5%80%BA%E5%8A%A1%E9%A2%84%E7%AE%97%E8%B0%83%E6%95%B4%E6%83%85%E5%86%B5%E8%AF%B4%E6%98%8E.pdf>

2 https://www.jlrd.gov.cn/zwgk/ysjd/202408/t20240806_8942994.html

3

http://www.laixi.gov.cn/xxgk_16/szfxgk_16/xxgkml_16/czxx_16/czyjs_16/szfyjs_16/yztz_16_104476_1/202408/t20240801_8158203.shtml

科学合理分配，严控地方债务风险；坚持资金跟着项目走，在尽快组织债券发行的同时，加快项目建设和债券资金支出进度；规范债券资金使用，加强专项债券项目投后管理，根据前期专项债使用绩效、审计发现问题等进行债券额度分配，体现激励和约束相结合等。

► 虽然各地在8月陆续发布预算调整案，但此次预算调整未必是年内的最后一次，部分省份并未在此次预算案中将今年新增债券限额分配完毕。如天津⁴在8月16日的二次预算调整案中指出，新下达的债券限额中待分配一般债务和专项债务限额分别为119.8亿元和473.1亿元；浙江⁵指出预留省本级28亿元一般债务，预留市县级60亿元专项债务。

多省财政预算调整案反映出，当前地方政府债政策兼顾稳增长与防风险，其中防风险既体现为对存量债务化解的一定支持，也体现为在新增债券分配上更加关注地方政府的财政承受能力。考虑到8月的预算调整未必是本年最后一次调整案，根据地方政府披露的3季度债券发行计划，8、9月份地方债券发行有加速，但我们认为仍存在发行不完的可能性，部分债券或在4季度发行。不过当前基建实物量偏弱，特殊天气、项目前期准备等因素也有诸多制约，克服这些因素，并加快已发行专项债的使用进度，才能切实提升基建项目实物量。

以上观点来自：2024年8月19日中金公司研究部已发布的《从地方预算调整案看财政进展》

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

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

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

⁴ https://cz.tj.gov.cn/zwgk_53713/ysgk_59783/ysjs/202408/t20240816_6700905.html

⁵ https://www.zj.gov.cn/art/2024/8/7/art_1552361_60224432.html

宏观专栏

哈里斯的政策及其经济影响

2024年美国总统大选形势仍不明朗，原本预期的特朗普与拜登之争演变成特朗普与哈里斯的角逐。最新民调显示，哈里斯接棒后势头迅速上升，其表现较拜登明显改善。博彩市场甚至认为哈里斯获胜的可能性更大。

我们认为哈里斯的优势来自三方面：首先，哈里斯较特朗普和拜登更年轻，使其得到了许多“双重不满者”（double haters）关注。其次，哈里斯的背景激发了有色人种、女性、年轻人以及进步派选民的热情。最后，哈里斯展现了突出的筹款能力，赢得了民主党内各方力量的支持。

展望未来，哈里斯与特朗普将在摇摆州展开激烈竞争。在目前的六个摇摆州中，哈里斯在密歇根州和威斯康星州的民调支持率已经反超特朗普，在其它州与特朗普的差距也有所缩窄。然而，历史表明民调数据并非总是准确，各个摇摆州的情况也多有不同，选情仍具有高度不确定性。

政策方面，市场共识预计哈里斯将大体延续拜登的路线，但其主张可能更为进步，特别是在对企业征税、扩大财政补贴、加快绿色转型方面⁶。哈里斯最近也提出了一系列具体措施，如为首次购房者提供补贴、恢复儿童税收抵免、打击哄抬物价。这些措施都指向“大政府、强监管”的政策取向。

对经济影响方面，我们预计哈里斯的政策或将增加美国财政支出上行风险，可能导致利率在高位停留较久。但哈里斯在关税政策上较为温和，有助于降低全球贸易摩擦的可能性。相比之下，特朗普的政策不仅会扩大财政赤字，也会加大贸易保护主义威胁，这将增加全球经济下行压力，并给美国带来更大的通胀风险。

以上观点来自：2024年8月19日中金公司研究部已发布的《哈里斯的政策及其经济影响》

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

⁶ <https://www.nytimes.com/2024/07/21/us/politics/kamala-harris-economy.html>以及
<https://www.washingtonpost.com/business/2024/08/16/kamala-harris-2024-policy-child-tax-credit/>

专题聚焦

当前各类资产计入多少降息预期？

7月以来，各类资产呈现“过山车式”行情，背后隐含的是对美联储降息预期的摇摆。从纠结美联储9月是否能够开启降息、担心略微降息和特朗普交易可能带来的再通胀压力，使得美债维持4.3%-4.5%区间震荡；到6月通胀数据明显降温后转向降息交易，黄金上涨接近2500美元/盎司；再到7月制造业PMI和非农走弱引发衰退担忧，甚至预期美联储可能紧急开启大幅降息，美债、美元迅速下探至3.7%和102，美股大幅回调。

近期，服务业PMI和零售等数据走强，市场重回“软着陆”下美联储小幅降息的预期。在市场预期的“折返跑”之后，政策路径究竟如何判断？各类资产计入了多少预期，是否已经过度还是仍有空间？我们将在本文中通过量化的方式做出分析。

► 美联储的政策路径？9月大概率开启，但“软着陆”基准情形下整体降息幅度有限

基于衰退担忧的大幅且紧急降息预期并不现实。9月FOMC前，8月通胀、非农数据和本周Jackson Hole会议或进一步确认政策路径。

► 各类资产计入了多少降息预期？“抢跑”程度排序，利率期货>黄金>铜>美债>美股

利率期货隐含未来1年降息最多（7次），黄金次之（2.6次），铜（2.4次）和短债（2.3次）接近，美股（0.8次）计入降息预期最少。换言之，如果降息路径低于预期的话，美股也不会单纯因此压力很大，盈利前景更为重要。

► 后续资产走势如何？降息前美债和黄金“做波段”，降息后逐渐转向顺周期资产

降息前，分母资产如美债和黄金可以继续持有，但因为预期抢跑且降息整体空间有限，因此更多是“做波段”。降息后，随着基本面逐步企稳修复，可以切换至顺周期资产和板块。



以上观点来自：2024年8月18日中金公司研究部已发布的《当前各类资产计入多少降息预期？》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

专题聚焦

全球电网投资具备韧性，重申出海长期机遇

我们结合近期宏观（能源政策、运营商投资规划）、中观（海关数据）、微观（海外电力设备厂商业绩）动态，解析海外电力设备行业趋势。我们认为全球电网投资具备韧性，出海仍是优质企业实现增长的重要动能，我们重申推荐电力设备出海。

宏观：发电装机与用电量双增长明确，运营商规划持续加码推动电网投资提速。英国新政府制定了更加积极的清洁能源装机目标，并大力支持新能源车普及和电解槽制氢，BNEF预测2030年英国电力需求有望相较2023年增加25%；法国议会选举中左党获得优势席位，BNEF认为这预示着法国将在未来5年内继续积极推动能源转型；美国大选能源政策虽存在不确定性，但存量改造基本盘稳定，叠加电源装机增长明确、再工业化与AI推动美国用电量恢复增长，我们认为电网配套投资仍需提速。此外，从NGG、Elia、ENEL、Exelon、Duke等多家欧美电网运营商的Capex计划来看，电网规划持续加码，提高投资落地确定性。

中观：中国电力设备出口稳增，看好欧洲市场的需求机遇。2024年1-7月中国主要电力设备出口金额同比+15.9%，保持稳健增长，其中出口欧洲市场的增速较为亮眼，同比+23.6%。我们认为在能源转型、跨国互联、老旧改造的大背景下，欧洲是近年来电力设备需求较旺盛的区域之一。中国作为欧盟变压器第一大进口国，中资有一定业绩和品牌基础，有望凭借技术实力、性价比优势进一步打开欧洲市场。

微观：2Q24业绩验证景气度延续，看好订单外溢之下中资的成长潜力。表前环节需求景气度较高，2Q24营收增速、BB Ratio指标持续亮眼表现，日立、GEV上调全年电力设备业绩指引彰显发展信心，与此同时头部厂商在手订单交期维持高位，订单外溢效应进一步凸显，现代电气等二线品牌加速成长，我们

同样看好后续优秀中资厂商的拿单潜力；表后环节业绩分化明显，主要系下游结构不同，数据中心、公用事业相关需求增速领先，传统建筑市场仍疲软；电表环节，欧美厂商在新兴市场竞争力持续下降，中资跑马圈地进行时；线缆环节，欧洲电网互联及海风配套需求高增。



以上观点来自：2024年8月22日中金公司研究部已发布的《全球电网投资具备韧性，重申出海长期机遇》

刘倩文 分析员 SAC 执证编号：S0080523070014 SFC CE Ref: BUS531

曲昊源 分析员 SAC 执证编号：S0080523060004 SFC CE Ref: BSW232

曾韬 分析员 SAC 执证编号：S0080518040001 SFC CE Ref: BRQ196

王琳 分析员 SAC 执证编号：S0080524070024

汐语 联系人 SAC 执证编号：S0080123100060 SFC CE Ref: BUS229

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.8.19 中国图说中国宏观周报：从地方预算调整案看财政进展
- 2024.8.19 海外宏观专题报告：哈里斯的政策及其经济影响
- 2024.8.24 海外宏观简评：鲍威尔提前宣告9月降息

策略及大宗商品

- 2024.8.24 全球资金流向监测：南向资金转为流出
- 2024.8.24 农产品：聚焦：生猪：短多长空，4Q24或逐级而下

固定收益

- 2024.8.19 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.8.19 简评：远信转债上市定价分析
- 2024.8.19 简评：航宇转债上市定价分析
- 2024.8.20 简评：恒辉安防转债投资价值分析
- 2024.8.20 招投标备忘录：24年特别国债第4期续发，24年农发债第21、20期增发——利率债招标分析
- 2024.8.21 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.8.21 招投标备忘录：24年国开债第14、15期增发——利率债招标分析
- 2024.8.22 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.8.22 简评：广义基金、保险及境外机构更积极增持债券——2024年7月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2024.8.23 资产证券化分析周报：ABS定价分析—以随机森林为例
- 2024.8.24 信用债收益率跟踪周报：信用表现弱于利率，信用利差走扩
- 2024.8.24 中国利率策略周报：美元降息周期将开启，有利于中国货币市场利率下行

行业

- 2024.8.19 机械：动车组高级修年内再招标，五级修增量明显
- 2024.8.19 机械：通用&自动化周主题：2024世界机器人大会开幕在即，产业界动态频频
- 2024.8.19 电力电气设备：电新周报：美国加州公布系列光储项目，7月社融不及预期导致下游资本开支意愿清淡
- 2024.8.19 传媒互联网：7月电商数据：线上零售表现持续优于线下

- 2024.8.19 REITs: 公募REITs周报(8.12-8.16): 经营权跑赢产权, 关注新发项目参与机会
- 2024.8.19 交通运输物流: 航空7月点评: 需求较2019年增加16%, 客座率超2019年同期, 国际线恢复提速
- 2024.8.19 公用事业: 一次性核准11台核电, 重申赛道确定性
- 2024.8.20 不动产与空间服务: 周评#403: 新房销售面积同比跌幅走扩, 二手房保持平稳
- 2024.8.20 交通运输物流: 双周报#395: 原油运价回升、航空高峰已过
- 2024.8.20 银行: 银行高股息投资指南(2): 银行上涨的逻辑
- 2024.8.20 传媒互联网: 《黑神话》亮眼, 国产3A再上台阶
- 2024.8.20 商业运营管理: 中金看海外 比较 | 洞察商管VII: 如何看待奥特莱斯行业?
- 2024.8.21 主题研究: 7月出口金额环降, 欧洲假期因素扰动
- 2024.8.21 农业: 宠物经济专题#1: 国货宠食龙头崛起的黄金时代
- 2024.8.22 汽车及零部件: 重卡跟踪月报: 7月如期进入淡季, 以旧换新政策有望拉动内需增长
- 2024.8.22 传媒互联网: 海外互联网平台2Q24回顾及展望: AI投入加速
- 2024.8.22 电力电气设备: 全球电网投资具备韧性, 重申出海长期机遇
- 2024.8.23 电力电气设备: 2024 WRC工控见闻: 工控公司加速布局人形机器人, 禾川科技推出YOLO-01人形本体
- 2024.8.23 家电及相关: 家电出口持续高景气, 海外需求靓点多
- 2024.8.23 科技硬件: 智算未来系列十一: 高速连接的桥梁, AI服务器连接器及线缆迎升级
- 2024.8.24 传媒互联网: 互联网周思考: 市场确立“困难”模式

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