

研报精选

2024年5月4日 第169期

宏观专栏

需求复苏弱于供给——4月PMI点评

4月中采制造业PMI环比下降0.4ppt至50.4%。报告认为，制造业仍处于扩张区间，但内需偏弱，导致需求再度弱于供给。具体来看，中小型企业和装备制造业韧性较强。非制造业方面，基建加速支撑建筑业，房地产仍然偏弱，服务业景气水平季节性回落。

美联储降息门槛已明显提高

美联储5月会议维持利率不变。报告认为，美联储货币政策声明承认通胀粘性，鲍威尔表示对降息信心不足，表明美联储降息门槛已显著提高。往前看，美联储今年或只会降息一次，时间点可能在四季度。

专题聚焦

乘势而上，提振信心——4月30日政治局会议简评

报告认为，本次政治局会议强调宏观政策靠前发力，避免前紧后松。报告预计，财政政策将加快落实，专项债发行进度或提速。货币政策方面，利率和准备金率都有进一步下调的空间。

上次黄金利率与美元同涨发生了什么？

报告认为，近期黄金、美债利率与美元同涨，黄金上涨更多来自美国以外的局部避险和“去美元化”需求，美债利率和美元走强则表明美国经济增长强劲，相对全球经济更有韧性。

宏观专栏

需求复苏弱于供给——4月PMI点评

4月中采制造业PMI环比下降0.4ppt至50.4%，基本持平Bloomberg预测中值(50.3%)；4月非制造业商务活动指数环比下降1.8ppt至51.2%。制造业稳步扩张，但需求再度弱于供给，更多是因为内需偏弱。中小型企业和装备制造业韧性较强。非制造业方面，基建加速支撑建筑业，房地产仍然偏弱，服务业景气水平季节性回落。

制造业稳步扩张，但需求再度弱于供给。4月PMI连续第二个月处于扩张区间，0.4个百分点的环比回落幅度介于季节性相似的2021年4月(0.8ppt)和2013年4月(0.3ppt)之间，呈现季节性回落特征。从供需两个方面来看，生产分项环比上升0.7ppt至52.9%，为2023年4月以来新高，且环比高于季节性相似的2021年4月(-1.7ppt)和2013年4月(-0.1ppt)；但是新订单分项环比下降1.9ppt至51.1%，环比弱于季节性相似的2021年4月(-1.6ppt)和2013年4月(-0.6ppt)。需求再度弱于供给更多是因为内需偏弱，新出口订单环比下降0.7ppt，环比高于季节性相似的2021年4月(-0.8ppt)和2013年4月(-2.3ppt)。

需求再度弱于供给也体现在其他分项中。4月在手订单环比回落2.0ppt至45.6%，产成品库存环比下降1.6ppt至47.3%，而原材料库存则环比持平，为48.1%。价格方面，出厂价格弱于原材料购进价格。4月出厂价格环比上升1.7ppt至49.1%，但是无论是绝对水平还是环比都低于原材料购进价格，4月原材料购进价格环比上升3.5ppt至54.0%。

中小型企业和装备制造业韧性较强。从企业规模来看，中、小型企业环比分别上升0.1ppt、持平至50.7%、50.3%，维持韧性，而大型企业环比下降0.8ppt至50.3%，连续12个月处于扩张区间。从大类行业来看，装备制造业韧性较强4月装备制造业环比下降0.3ppt至51.3%，连续2个月处于扩张区间；而高技术制造业、消费品行业分别环比下降0.9ppt、1.3ppt至53.0%、50.5%。从细分行业来看，电气机械及器材制造业(+9.4ppt)、化学纤维及橡胶塑料制品业(+6.6ppt)、纺织服装服饰业(+6.3ppt)边际改善幅度较大，汽车制造业(-8.8ppt)、农副食

品加工业(-7.5ppt)、有色金属冶炼及压延加工业(-4.9ppt)边际下降幅度较大。

基建加速支撑建筑业。4月建筑业商务活动指数环比上升0.1ppt至56.3%，环比高于季节性相似的2021年4月(-4.9ppt)和2013年4月(-0.1ppt)，主要受到基建加速的支撑，4月土木工程建筑业环比上升3.9ppt。房地产则仍然偏弱，4月房屋建筑业环比下降3.2ppt，房地产业环比下降0.5ppt。

服务业景气水平季节性回落。4月服务业商务活动指数环比下降2.1ppt至50.3%，季节性回落，环比弱于季节性相似的2021年4月(-0.8ppt)，但高于2013年4月(-1.4ppt)。4月商务活动指数环比下降较多的行业为：电信广播电视和卫星传输服务业(-8.9ppt)、邮政业(-5.7ppt)、互联网及软件信息技术服务业(-5.3ppt)；上升较多的行业包括：生态环境保护治理及公共设施管理业(+22.9ppt)、住宿业(+8.1ppt)、餐饮业(+7.2ppt)。



以上观点来自：2024年4月30日中金公司研究部已发布的《需求复苏弱于供给——4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

美联储降息门槛已明显提高

美联储5月会议维持利率不变，符合预期。货币政策声明承认通胀粘性，鲍威尔表示对降息信心不足，表明美联储降息门槛已显著提高。鲍威尔也否定了加息选项，同时宣布缩表即将减速，这让市场松了一口气。总体来看，我们认为这次鲍威尔的指引是比较合理的，他没有再像之前那样引导降息，这是正确的做法，对市场来说也是好事。我们维持此前的判断，美联储今年或只会降息一次，时间点在第四季度（参考报告《[下调美联储降息预测](#)》）。

这次FOMC会议没有提供新的点阵图和预测表，市场的关注点集中在鲍威尔的发言上。去年12月份鲍威尔转向降息指引，市场现在想知道美联储是继续持有降息的观点，还是正在放弃这种想法。此外，由于年初以来的通胀数据持续超预期，市场也想了解是否存在重启加息的可能性。

从鲍威尔的表述来看，我们认为美联储对于降息的门槛已明显提高。首先，美联储在货币政策声明中承认，近几个月来，在实现2%的通胀目标方面缺乏进一步进展（In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective）¹。这表明官员们已经清楚认识到了通胀的韧性。其次，鲍威尔表示这些通胀数据没有让美联储获得足够信心来降息，官员们需要更多时间来观察通胀走势²。

鲍威尔的表态符合我们的预期。我们在此前报告《[下调美联储降息预测](#)》中指出，基于当前的经济和通胀形势，美联储已难以遵循年内降息三次的指引，我们的基准情形是今年只会降息一次，时间点在第四季度。

我们认为美联储在年内降息存在两种可能情形：第一种是美联储最关注的核心PCE通胀进一步放缓，特别是与劳动力市场关系紧密的剔除房租的服务通胀（supercore）有所降温。这种情形下，降息的时点将取决于通胀放缓的程度。

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20240501a.htm>

² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20240501.htm>

第二种是劳动力市场明显恶化，比如失业率上升至4.3%以上（即在当前水平上增加0.5个百分点），美联储为了兼顾货币政策“双目标”中的就业最大化，在通胀未达标时进行降息。这种情形也意味着经济衰退风险上升，降息也将被市场视为负面信号。

对于重启加息，我们认为可能性较低。一个原因是美联储认为当前的货币政策是具有限制性的，并且在冷却经济活动方面已经起到了一定效果，比如今年以来的空缺职位数下降，信用卡贷款违约率上升，这些都有助于遏制通胀。另一个原因是今年是大选年，加息需要很大的勇气。从去年底以来的表现来看，这届联储有明显的鸽派偏好（dovish bias），因此除非通胀大幅上行（比如发生“二次通胀”），否则不会进一步加息。

排除加息对市场尤为重要，因为当前的市场可以接受美联储今年不降息，但却无法承受“加息之重”。加息意味着通胀持续超预期，经济“滞胀”风险上升，“股债双杀”卷土重来，这是多数人都不想看到的结果。这也解释了为何今天鲍威尔否定加息选项，股票和债券市场都松了一口气。

这次会议的另一个变化是缩表即将减速。美联储宣布将从6月开始，将每月缩减美国国债的上限规模从此前的600亿美元下调至250亿美元，每月缩减MBS的上限规模保持在350亿美元不变。这意味着总的缩表规模将从950亿美元下降至600亿美元。美联储放缓缩表符合我们的预期，但对于美国国债缩减规模的下调比我们预想的要更高。由此也能看出，美联储不希望发生类似2019年10月份那样的因缩表而导致的流动性风险，这对于下半年的储备金以及银行间流动性而言是一个利好因素。

总体来看，我们认为这次鲍威尔的指引是比较合理的，他没有再像之前那样引导降息，这是正确的做法，对市场来说也是好事。我们在此前一系列报告中指出，美国通胀不确定性大，美联储过早酝酿降息具有很高的风险，如今来看确实如此。去年12月份美联储给出的降息指引导致金融条件宽松，经济和通胀弹性得以增强，现在回头看，这可能是不合时宜的（请参考[《美联储会提前](#)

[降息吗?》](#)、[《美联储降息的逻辑、变数与风险》](#)以及[《美联储鸽派偏好增加不着陆风险》](#)等报告)。好消息是，现在美联储已经调整了态度，不再急于降息，这对于抗通胀和金融市场稳定其实是更有利的。往前看，我们认为在通胀风险可控的前提下，美联储现有的货币政策不会对经济带来过于负面的影响，美国企业和居民将逐步适应利率停留在高位更久（high for longer），年内经济增长有望保持在2%的趋势增速以上。



以上观点来自：2024年5月2日中金公司研究部已发布的《美联储降息门槛已明显提高》

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

乘势而上，提振信心——4月30日政治局会议简评

政治局会议决定7月召开三中全会，全面深化改革、推进中国式现代化。对于当前形势，会议肯定“积极因素”，也直面“诸多挑战”，强调宏观政策靠前发力有效落实，避免前紧后松。会议特别强调要加快发行特别国债和专项债，灵活运用降准降息，统筹化存量和优增量的住房政策。会议还指出要确保高风险省市既压降债务、又稳定发展，因地制宜发展新质生产力，壮大耐心资本³。总之，会议对市场关注的重点问题都有明确回应，这有利于继续改善市场信心。

本次政治局会议确定，二十届三中全会将于2024年7月召开，进一步全面深化改革、推进中国式现代化。十九届三中全会通过了《中共中央关于深化党和国家机构改革的决定》。二十大报告指出“新一轮党和国家机构改革全面完成，中国特色社会主义制度更加成熟更加定型”，但同时也指出“重点领域改革还有不少硬骨头要啃”，并明确涉及到改革的包括国资国企、公共服务、科技体制、金融、财政、农村土地制度等。去年底的中央经济工作会议明确提出的改革方向包括民营企业发展、国企改革、中小专精特新企业、破除地方保护和市场分割、财税体制改革、金融体制改革等。本次三中全会将进一步全面深化改革，推进中国式现代化，我们认为这有助于提升增长潜力。

对于当前经济形势，会议肯定经济运行中的“积极因素”，但也指出“诸多挑战”。年初以来经济动能边际改善，但需求整体不足的现象仍然比较明显，一季度GDP平减指数同比-1.1%，已经连续四个季度为负。从结构来看，外需改善态势比较明确，净出口贡献由负转正；假期消费表现比较好，制造业、基建支撑整体投资，而房地产持续偏弱。因此，会议一方面肯定了“经济实现良好开局”，认为“经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征”，另一方面也指出“经济持续回升向好仍面临诸多挑战”，包括“有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境

³ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202404/content_6948449.htm

复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。

财政政策方面，财政政策将加快落实。会议指出要“实施好积极的财政政策，要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层‘三保’按时足额支出”。今年3月财政支出节奏小幅放缓，专项债发行进度也低于去年同期，我们预计随着近期地方专项债项目完成审核，专项债发行进度或提速。去年结转至今年的增发国债项目于今年6月底前开工建设⁴，而超长期特别国债作为今年中央加杠杆的重要体现，其发行和使用将逐步提上议程。但考虑到地方上报项目审核需要时间，3季度或是观察特别国债效果的窗口期。

货币政策方面，未来降准降息都有空间。本次会议指出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，我们认为这说明利率和准备金率都有进一步调整的空间。其中准备金率调整的确定性更强，降准将为超长期国债的发行提供流动性。利率调整方面，我们认为短期内存款利率和LPR利率同步调降的可能性要大于调整公开市场操作利率的可能性。

房地产政策方面，强调“保交楼”、统筹化存量和优增量。今年以来，我们编制的房地产高频指数持续走弱，与非地产高频差距继续拉大。政治局会议一方面强调要压实地方政府、房企和金融机构责任，切实做好保交房。今年保交楼进入攻坚期，要把最后的“硬骨头”解决好⁵。另一方面，会议将由此前的“加快”转为“抓紧”构建房地产发展新模式，彰显其紧迫性。在方法上，强调要“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。近期，郑州、福州、长沙、深圳、南京等多城市相继推出商品房“以旧换新”以释放改善性需求，据中指研究院监测，目前全国已有超过30个城市表态支持商品房“以旧换新”，主要有三种方式——中介帮卖旧房，三方收购旧房用作保租房，发放换新补贴等⁶。同时，今年来，苏州、长沙、成都等热点二线城市加入全面取消限

⁴ https://news.sohu.com/a/772366215_436021

⁵ https://www.mohurd.gov.cn/xinwen/dfxx/202401/20240125_776375.html

⁶ <http://www.news.cn/20240427/9dd869a991ae445e9ac53e4f3e68218d/c.html>

购的行列⁷，一线城市也部分放松限购，“五限”放松或继续向纵深推进。

以设备更新和以旧换新为抓手扩大内需，并推动需求潜力释放。会议要求“落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案”，近期中央和地方陆续出台以旧换新相关的政策，例如4月26日商务部等7部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确了汽车以旧换新的补贴由央地财政总体按6:4比例共担。3月下旬以来，部分地方也推出购物节、消费展等活动，通过财政补贴推动消费品以旧换新。此外，会议还提出要“创造更多消费场景”、“推进以人为本的新型城镇化”，这将有助于释放需求潜力。

产业政策方面，强调因地制宜发展新质生产力，壮大耐心资本。在发展新质生产力的方向上，本次会议提出了发展新兴产业、未来产业、传统产业三个方向。2024年3月，习近平总书记在两会期间参加江苏代表团审议时强调，“发展新质生产力不是忽视、放弃传统产业，要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一种模式”⁸。我们认为，因地制宜发展新质生产力，对于促进创新更加务实，有利于提升创新活动的可持续性。在发展新质生产力的手段上，本次会议提出要“壮大耐心资本”，我们理解这可能更有利于在投资端对企业的长期支持。推进绿色转型是新发展理念的内容之一，本次会议强调了对可再生能源的消纳利用。我们认为，这将有助于“让新能源发得出供得上用得好”，在不同区域和不同时间实现供需实时平衡⁹。

以上观点来自：2024年4月30日中金公司研究部已发布的《乘势而上，提振信心——4月30日政治局会议简评》

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

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

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

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

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

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄亚东 分析员 SAC 执证编号：S0080523070016 SFC CE Ref: BTY091

⁷ <https://finance.ifeng.com/c/8Z9Ds8f7AJJ>

⁸ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202403/content_6936752.htm

⁹ https://www.gov.cn/xinwen/2022-10/07/content_5715956.htm

专题聚焦

上次黄金利率与美元同涨发生了什么？

传统定价框架下，黄金兼具货币、商品和金融三重属性，对应货币、抗通胀和避险价值，因此通常与美元、美债利率反向变动。但近期这一定价规律“失灵”了，黄金、利率和美元同涨。这种看似充满“矛盾”的背离究竟是有了新的且更重要的定价因素，还仅仅是短期情绪亢奋造成的假象？

黄金与美元利率同涨历史上并不常见，1971年以来，黄金强，并伴随实际利率和美元在月、季度和半年时间范围都走高的频率分别为17.5%、16.0%和11.8%，两次石油危机、拉美债务危机等为一些个例。黄金与美元利率同涨往往对应美国经济相对全球更有韧性，使美元和美债利率都偏强，避险和保值的需求更多来自美国以外。但这种情形并不能理解为美元在全球内信用下降，否则美元也应大幅走弱。即便有，更多是局部地区的“去美元化”需求影响了持有美元的动力。

三者同涨后，一个月后续转为下跌的频率超过一半，且两个月内往往回吐前期涨幅。往前看，我们认为黄金短期透支，但降息交易未结束，中枢在2400~2500美元/盎司；长逻辑可作为机会成本低时加配依据，包括局部“去美元化”需求等。是否正在经历第三次全球货币体系寻锚将对包括黄金在内的资产定价产生重大影响。

以上观点来自：2024年4月28日中金公司研究部已发布的《上次黄金利率与美元同涨发生了什么？》

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

李雨婕 分析员 SAC 执证编号：S0080523030005 SFC CE Ref: BRG962

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.4.29 中国宏观专题报告：图说中国：2024年二季度
- 2024.4.30 中国宏观热点速评：需求复苏弱于供给——4月PMI点评
- 2024.4.30 中国宏观热点速评：乘势而上，提振信心——4月30日政治局会议简评
- 2024.4.30 联合解读：政治局会议联合解读
- 2024.5.2 海外央行观察：美联储降息门槛已明显提高
- 2024.5.4 海外宏观简评：非农降温缓解加息担忧，有利风险偏好

策略及大宗商品

- 2024.4.30 主题策略：年报&一季报快览：盈利增速有望逐步企稳，下游先行改善
- 2024.5.2 海外策略：美联储短期紧一些不是坏事
- 2024.5.2 A股和港股行业首选：2024年5月

固定收益

- 2024.4.29 招投标备忘录：国开债24年3期增发、第10期新发——利率债招标分析
- 2024.4.30 资产证券化分析周报：1Q24公募持仓ABS——加码无增信应收和小微资产

行业

- 2024.4.29 机械：中金通用自动化周报：制造业进入加工旺季，建议关注估值具有性价比板块
- 2024.4.29 电力电气设备：电新周报：国内大储招投标维持高位，工控关注净现金流较高公司
- 2024.4.29 香港金融：汇丰渣打1Q24业绩预览：高ROTE与高资本充足率持续支撑高股东回报
- 2024.4.30 REITs：当下是抄底香港REITs的好时机吗？
- 2024.4.30 不动产与空间服务：周评#388：4月新房销售环比降约两成
- 2024.4.30 旅游酒店及餐饮：旅游景区Q1业绩分化；关注五一假期量价

- 2024.4.30 主题研究：1Q24公募基金持仓/陆港通：电新板块持股环比回升
- 2024.4.30 日常消费：零研月报：1-3月品类销售额增速分化，部分饮品类延续较好表现
- 2024.4.30 不动产与空间服务：评中央政治局会议：消化存量与优化增量
- 2024.5.1 传媒互联网：A股年报及一季报回顾：回归常态化增长，加强股东回报
- 2024.5.1 化工：基金1Q24重仓分析：油价走强、化工品羸弱，1Q24继续增持石化板块
- 2024.5.1 证券及其他：压力最大季度或已过去;关注后续改善趋势
- 2024.5.2 交通运输物流：双周报#389：跨境空运景气、集运运价上涨
- 2024.5.3 博彩及奢侈品：4月总博彩收入同比增长26.0%，符合一致预期
- 2024.5.4 家电及相关：地产后周期复盘，家电“去地产化”的成长



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