

研报精选

2024年6月2日 第173期

宏观专栏

外需可能好于出口订单指数显示的情况——5月PMI点评

5月中采制造业PMI环比下降0.9ppt至49.5%。报告认为，生产分项和新订单分项均出现环比下降，制造业整体落入收缩区间。新出口订单环比下降可能是受到临时扰动的影响，其他高频指标显示5月出口应该在改善，外需或仍处于边际改善趋势中。

反推中国资产的宏观主线

报告认为，疫情后由于全球供需错配和大宗商品价格波动上升，通胀成为市场交易的主导因素；而今年年初以来，市场交易主线重回增长。未来中国资产上修的空间可能被打开。

专题聚焦

中国天然气市场价格体系：两个双轨制还能走多远

报告认为，进一步推进我国气价市场化改革、优化价格双轨制的良好时机或是国内外气价趋同之时，此时既能防止气价上涨又可避免供需缺口，最终发挥市场在资源配置中的作用。

重回科技还是继续周期？

今年年初以来美股内部风格出现轮动。报告认为，美国科技股有业绩支撑，并非只靠估值，而周期板块的实际盈利改善有限，更多是建立在未来宏观周期方向的预期上。

宏观专栏

外需可能好于出口订单指数显示的情况——5月PMI点评

5月中采制造业PMI环比下降0.9ppt至49.5%，低于Bloomberg预测中值(50.5%)；4月非制造业商务活动指数环比下降0.1ppt至51.1%。供需环比皆转弱，制造业整体落入收缩区间，部分有假期带来的工作日天数差异因素。新出口订单环比下降可能有临时扰动，其他高频指标显示5月出口应该在改善。新需求偏弱背景下，短期补库速度或有所放缓，出厂价格环比上升幅度低于原材料购进价格。房地产低位边际改善，基建待资金和项目进一步落地。五一假期消费推动服务业环比改善。

供需环比皆转弱，制造业整体落入收缩区间。5月PMI落入收缩区间，结束了此前两个月的扩张。对比2023年4月PMI环比回落幅度（2.7ppt），2024年5月PMI环比回落幅度相对较少，我们预计2024年制造业整体运行状况或仍将好于2023年。供需环比皆转弱，生产、新订单环比下降2.1ppt、1.5ppt至50.8%、49.6%。生产在4月高基数下回落，但仍然保持在扩张区间。作为环比调查指标，PMI生产分项波动性较大，而部分由于五一假期完全位于5月导致的4、5月工作日天数差异，更是进一步加大了环比的波动。

新出口订单环比下降可能有临时扰动，其他高频指标显示5月出口应该在改善。新订单再度落入收缩区间，其中新出口订单回落2.3ppt至48.3%，回落幅度高于整体新订单，但是由于PMI新出口订单是环比调查指标，本身波动性较大，如果从趋势来看，PMI新出口订单的3个月移动平均值仍然处于上升趋势中。而新订单与新出口订单之间的差异虽然有所上升，但是也仍然处于历史较低水平，显示外需仍然相对强于内需。而从5月其他外需相关数据来看，美国、欧元区、日本的Markit制造业PMI初值分别为50.9%、47.4%、50.5%（4月分别为50.0%、45.7%、49.6%），皆边际改善；5月越南出口同比+15.8%（4月为+10.2%）；5月前20天韩国日均出口同比+17%（4月为+11%），从中国日均进口同比+6%（4月为+3%）。因此，我们认为应理性看待单月PMI新出口订单的环比下降，外需或仍处于边际改善趋势中。

需求偏弱背景下，短期补库速度或有所放缓。5月产成品、原材料库存分别环比下降0.8ppt、0.3ppt至46.5%、47.8%。需求偏弱也使得出厂价格环比上升幅度低于原材料购进价格，前者环比上升1.3ppt至50.4%，而后者环比上升2.9ppt至56.9%。部分原材料更多由全球因素定价，因此其价格上涨更多也侧面印证了外需仍处在改善趋势中。

大中小企业分化。5月大中小型企业PMI分别为50.7%、49.4%、46.7%，分别较4月环比+0.4ppt、-1.3ppt、-3.6ppt。大型企业与中小企业的分化有月度环比波动的影响，也显示了大型企业对整个制造业的支撑作用。而从行业来看，环比下降较多的行业包括纺织服装服饰业（-14.3ppt）、电气机械及器材制造业（-9.3ppt）、计算机通信电子设备及仪器仪表制造业（-8.1ppt），环比上升较多的行业包括通用设备制造业（+6.0ppt）、非金属矿物制品业（+4.8ppt）、有色金属冶炼及压延加工业（+3.8ppt），环比改善的行业更多集中于中上游，或也印证了企业规模的分化。

房地产低位边际改善，基建待资金和项目进一步落地。建筑业商务活动指数环比下降1.9ppt至54.4%，呈现季节性回落特征。在房地产政策进一步调整优化后，房地产相关的房屋建筑业和房地产业环比上升0.4ppt、0.9ppt，呈现一定边际改善迹象，但是绝对水平均处于历史较低水平。基建相关的土木工程建筑业环比下降5.5ppt，基建仍待专项债、特别国债等资金以及项目层面的进一步落地。

五一假期消费推动服务业环比改善。5月服务业商务活动指数环比上升0.2ppt至50.5%，环比变化幅度与2013-2019年均值一致。假期消费相关的航空运输业、餐饮业、电信广播电视和卫星传输服务业分别环比上升8.6ppt、5.7ppt、4.3ppt，带动了整体服务业商务活动指数的环比改善。

以上观点来自：2024年5月31日中金公司研究部已发布的《外需可能好于出口订单指数显示的情况——5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

反推中国资产的宏观主线

年初以来，中国经济有企稳迹象，我们在《[从金融周期看经济韧性](#)》的专题报告中详细讨论了金融周期下行阶段某些领域的韧性及其来源。与此相应，市场情绪也有所好转，其中港股反弹最为明显，国内市场反应相对温和。我们该如何从宏观视角理解市场表现？未来境内市场上行与下行空间哪个相对更多一些？金融周期下行阶段，经济结构面临较大转型，传统的框架难以回答这个问题。不同于传统的从宏观到资产的思维方式，我们从市场表现反推其隐含的宏观预期，并将其与我们对相应宏观指标的预测对比，得到的预期差有助于我们判断未来市场走势。我们发现，疫情后由于全球供需错配和大宗商品价格波动上升，通胀成为市场交易的主导因素；而今年年初以来，市场交易主线重回增长。目前境内资产定价隐含的未来经济增长仍偏谨慎，可能计入了较多的尾部风险，而未充分反映金融周期下半场结构改善以及大市场带来的韧性。这意味着，如果未来市场意识到经济增速将企稳亦或改善，资产定价将相应调整，上修的空间可能被打开。

传统思路使用宏观变量解释资产表现，但面临宏观变量数据频率低、对资产收益解释度不高、资产收益反映未来而非历史宏观数据等三大挑战。我们反其道行之，采用因子模拟组合方法（**Factor Mimicking Portfolio, FMP**），使用资产收益拟合宏观因子，并根据资产表现反映出的预期宏观因子走势判定市场宏观交易主线。宏观因子FMP方法充分利用了资产数据频率高、对宏观因子解释度高、能够反映市场预期的优势，有效地回应了传统思路的三大挑战。

我们分别针对增长、通胀以及流动性因子，使用权益、债券和大宗商品及其细分资产，通过最大化资产收益和宏观因子时间序列相关性的方法构建宏观因子FMP。当前宏观因子FMP显示市场对未来增长和通胀呈现震荡修复，对未来流动性预期先紧后松。进一步的，基于增长、通胀和流动性FMP未来预期的波动性，有助于判断市场宏观交易主线。其逻辑在于，如果市场对某一宏观因子的反应加剧，那么市场定价结果无论是单边上涨、下跌、亦或是震荡，相

较其他宏观因子都将呈现更大幅度的波动。而如果市场对某一宏观因子的交易钝化，相应的资产波动也会较小。2024年以来，以权益和大宗商品为代表的反映经济增长的资产价格波动上升，增长成为市场关注的主要交易逻辑。

基于宏观因子FMP的择时策略可以分为主动择时和被动择时两类，前者通过利用市场定价与宏观因子的预期差获取主动超额收益，而后者则依靠市场信号进行系统化的跟随交易。主动择时策略方面，我们认为，宏观因子FMP反映的市场定价可能计入了较多尾部风险，而忽视了金融周期下半场结构改善以及大市场带来的韧性。近期随着更多支持性政策颁布和落地，特别是一系列房地产优化政策的推出，我们认为将有望改善市场预期。被动择时策略方面，通过市场交易信号进行相应的跟随交易，可以取得14%的平均年化收益率和3.2的夏普比，显著高于60-40、股权风险溢价择时、均值方差和风险平价等经典策略，显示出宏观因子FMP在把握市场交易主线和宏观择时信号方面的实践价值。

以上观点来自：2024年5月30日中金公司研究部已发布的《反推中国资产的宏观主线》

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

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

专题聚焦

中国天然气市场价格体系：两个双轨制还能走多远

在按照“管住中间、放开两头”的思路推进天然气市场化改革过程中，目前气价体系依然存在气源和用户两个价格双轨制，即管制气价低于非管制气、居民气价低于非居民。双轨制有利于控制供气成本、促进天然气消费和保障居民用气，但存在低价气量供需不平衡的量价矛盾风险，俄乌冲突后的高气价一度激化了这种量价矛盾。因此，我们认为进一步推进气价市场化改革、优化价格双轨制的良好时机或是国内外气价趋同之时，此时既能防止气价上涨又可避免供需缺口，最终发挥市场在资源配置中的作用。从这个角度讲，若国外气价较高，保持两个双轨制不变有其合理性，但需注重缓解量价矛盾。若国外气价下降，则为在气源竞争相对充分的沿海地区优化气源双轨制提供较为有利的宏观环境，而考虑到天然气的民生属性和居民气价承受能力，用户双轨制的合理性或仍长期存在。

► 在“管住中间、放开两头”的中国天然气市场化改革进程中，气价体系的阶段性特征是存在气源和用户的两个价格双轨制，即管制气价低于非管制气、居民气价低于非居民。

► 气源价格双轨制主要是对国产陆上常规气和2014年前进口管道气等气源的价格管制，设定具体门站价上限为基准门站价上浮20%，这有利于降低综合供气成本并促进天然气消费。然而，气源双轨制可能导致低价管制气供给不足，一方面是勘探开发成本上升导致上游天然气勘探开发效益下降，另一方面是非管制气范围交叉导致监管难度上升。此外，与下游城燃相比，上游勘探开发市场主体竞争仍不充分。

► 用户价格双轨制主要通过气源上优先给居民分配低价管制气源、在配气环节压低居民配气价格、在价格联动机制上给居民气价设限这三个渠道压低居民气价，实质上相当于工商业用户对居民用户的横向交叉补贴，以及气价

上升和顺价不畅时城燃企业对居民用户的纵向补贴。用户价格双轨制可保障低价居民用气，但不利影响是，无论在门站销售环节还是终端销售环节都可能存在居民气量供应不足的风险。横纵向补贴还会降低气电等高耗气产业竞争力、加剧城燃企业盈利周期性波动等。

► 总的来说，价格双轨制天然存在保价但难保量和低价气量供需不平衡的量价矛盾，高气价则会激化这种量价矛盾，进而导致供给短缺风险。我们认为，未来进一步推进天然气市场化改革的良好时机或是国内外气价趋同之时，此时既能避免气价大幅抬升又不会导致供需缺口，最终通过天然气市场化改革充分发挥市场在资源配置中的作用。由于进口气运输成本、液化天然气(LNG)液化和再气化成本较高，国内外气价是否趋同往往意味着国外气价是否足够低。

► 若国外气价相对国内气价较高，保持两个双轨制不变有助于避免用气成本上升，但需要注重缓解双轨制下的量价矛盾。一方面，优化天然气顺价机制、加大财政补贴力度，避免由于气源成本过度淤积在城燃企业内部导致的供需缺口。另一方面，通过财政补贴和税收优惠等来增加国内天然气勘探开发效益，提高居民气量核定准确性，加强城燃企业间转售气费用监管等。概括来讲，在补贴用户的同时考虑注重保障供给。

► 若国外气价降至与国内气价趋同并尝试进一步推进市场化改革，可优先在气源供应多元化、气源竞争相对充分的沿海地区形成天然气交易枢纽和市场基准价格，逐步优化气源双轨制。但考虑到天然气的民生属性和居民气价承受能力，用户双轨制的合理性或仍长期存在，此时可通过落实保供责任、加强监管等方式实现居民用气保供稳价。未来若要打破用户气价双轨制、实现居民气价完全市场化，前提条件或是居民拥有足够的气价承受能力，并建立完善针对低收入群体以及气价过高时期的配套补贴措施。

► 目前来看，沿海地区进口LNG现货价格已经较低且接近国内供气成本，在全球LNG出口产能逐渐投产和欧洲等地用气需求仍然疲软的供需宽松背景

下，我们认为未来几年中国进口LNG价格或将维持相对低位。考虑到沿海地区气源主体竞争相对内陆地区更充分，且LNG接收站等基础设施相对完善，低气价给沿海地区尝试推进气价改革、优化价格双轨制提供了较为有利的宏观环境。但不可忽视的一点是，在全球地缘风险和出口国出口政策不确定性等供给约束之下，未来全球油气价格波动性或有所提高，进而带来潜在供给扰动。



以上观点来自：2024年5月30日中金研究院已发布的《中国天然气市场价格体系：两个双轨制还能走多远》

王帅 联系人 SAC 执证编号：S0080122070042

陈济 联系人 SAC 执证编号：S0080122080381

王琳 联系人 SAC 执证编号：S0080122080313

严蓓娜 分析员 SAC 执证编号：S0080522110002 SFC CE Ref: BBQ744

专题聚焦

重回科技还是继续周期？

年初以来美股内部风格也出现轮动，从成长跑赢到周期成长同涨，再到成长重拾涨势，那么当前应该重回科技还是继续周期？

科技股有业绩支撑并非只靠估值，但更多集中在少数龙头，而周期板块的实际盈利改善有限，更多是建立在未来宏观周期方向的预期上。科技股的支撑来自AI产业需求对盈利和投资的提振，充裕的现金流增加回购规模。反观周期股涨的是预期而非盈利本身，在通胀尚未解决的背景下，金融条件的反身性仍会压制周期的修复空间。因此，判断增长和周期的抓手在于金融条件能否宽松。

美股在当前位置空间有限；短期龙头科技，周期尚未开启趋势性修复。利率和资产会来回摇摆，只不过幅度越来越窄，直到弱平衡被打破。仅靠市场交易出来的金融条件宽松并不能开启趋势性的增长修复，周期板块的盈利修复仍需时间。

以上观点来自：2024年5月26日中金公司研究部已发布的《重回科技还是继续周期？》

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

杨萱庭 联系人 SAC 执证编号：S0080122080405

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.5.27 中国图说中国宏观周报：新加关税清单发布
- 2024.5.27 中国宏观热点速评：外需和公用事业提升利润增速—2024年1-4月工业企业利润点评
- 2024.5.30 中国宏观专题报告：反推中国资产的宏观主线
- 2024.5.31 中国宏观热点速评：外需可能好于出口订单指数显示的情况——5月PMI点评

策略及大宗商品

- 2024.5.27 中国策略简评：“1+N”政策体系（3）：减持制度正式落地
- 2024.5.27 大宗商品：图说大宗：投机情绪回落，金铜高位震荡

固定收益

- 2024.5.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.5.27 专题研究：指数基金视角看REITs投资
- 2024.5.28 招投标备忘录：国开债24年第3、10期增发——利率债招标分析
- 2024.5.29 招投标备忘录：24年农发债第10、11期增发、23年第9期增发——利率债招标分析
- 2024.5.29 中国利率衍生品双周报：国债期货热度持续升温，做多空间依然可期——利率衍生品双周报
- 2024.5.29 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.5.30 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.5.31 简评：PMI明显回落，货币政策仍有放松空间，债牛未尽——5月PMI数据分析
- 2024.6.1 信用债收益率跟踪周报：理财增长动能或趋弱，债市低位波动
- 2024.6.1 专题研究：从贸易和产业链格局变迁看中国经济和债市走向

行业

- 2024.5.27 科技硬件：推动影院放映系统更新，LED全产业链受益
- 2024.5.27 传媒互联网：跨境电商：新模式下的高质量发展新征程
- 2024.5.27 机械：预计5月挖机内需持续双位数增长，关注新技术发展

- 2024.5.27 机械：中金通用自动化周报：关注订单确定性，纺织设备、矿山设备先行
- 2024.5.27 传媒互联网：OTA和网约车月报：酒店价格回落
- 2024.5.27 化工：化纤行业的寡头竞争和合作博弈
- 2024.5.27 煤炭：煤炭周度观察（5.17~5.24）：“迎峰度夏”旺季将至，看好动力煤价稳步修复
- 2024.5.27 汽车及零部件：重卡跟踪月报：4月燃气车与新能源车推动内需同比增长，海关出口创同期新高
- 2024.5.27 日常消费：零研月报：1-4月品类销售额增速分化，部分饮品类延续较好表现
- 2024.5.27 银行：数字银行观察：稳健发展，敬畏风险
- 2024.5.27 主题研究：1Q24光伏持仓及业绩回顾：减仓幅度收窄，主产业绩承压，辅材龙头稳健
- 2024.5.28 不动产与空间服务：周评#392：楼市温度平稳略增，上海跟进新政
- 2024.5.28 博彩及奢侈品：1Q24美高梅中国市场份额升幅仍为最高
- 2024.5.28 软件及服务：全球观察-云数据仓库：云数仓需求具有韧性，AI布局为行业重点
- 2024.5.28 银行：银行投资半导体基金的影响
- 2024.5.28 科技硬件：智算未来系列八：大模型持续迭代，算力需求不升反降？
- 2024.5.28 汽车及零部件：全球车企业绩回顾系列：1Q24全球乘用车销量平缓增长，部分市场新能源渗透率有所承压
- 2024.5.29 交通运输物流：双周报#390：跨境景气与快递改善，航空假期表现或可期
- 2024.5.29 半导体：“芯机遇”系列：见微知著，半导体真空零部件砥砺前行
- 2024.5.30 主题研究：《节能降碳行动方案》助力建筑建材新周期
- 2024.5.30 公用事业：国务院下发《2024-2025年节能降碳行动方案》，大力促进绿电消费回归政策主线
- 2024.5.30 化工：节能降碳行动方案助力行业新周期
- 2024.5.30 电力电气设备：节能降碳方案发布，储能建设有望提速
- 2024.5.31 REITs：高速REITs 4月数据点评及近期调研反馈：短期需求承压，中期需关注路网变化
- 2024.5.31 钢铁：节能降碳方案发布，推动行业走向高质量发展新周期
- 2024.5.31 机械：纺织机械：补库重启，云散月明
- 2024.5.31 汽车及零部件：智能汽车前沿月报：智能化竞争聚焦底盘件；L2+智驾功能普及化渗透

- 2024.5.31 传媒互联网：游戏板块：新游活跃，关注流水与利润转化
- 2024.5.31 石油天然气：全球LNG供需重归平衡：重塑燃气公用事业属性的窗口期
- 2024.6.1 机械：玻璃基板新材料，孕育TGV设备需求
- 2024.6.1 博彩及奢侈品：2024年4月瑞士表全球出口额同比增长4.5%
- 2024.6.1 科技硬件：全球观察-Marvell：数据中心利基市场业务逐步兑现，传统业务有望复苏
- 2024.6.1 科技硬件：智算未来系列九：先进封装材料迭代，玻璃基板初露锋芒
- 2024.6.1 银行：从“超额储蓄”到金融脱媒——货币流动性新形势（1）
- 2024.6.1 机械：挖机内需持续正增长，关注新技术
- 2024.6.1 航空航天科技：卫星行业月报（2024-05）：新运营商入场提振行业景气，下游应用环节加速演进



CICCC
中金公司

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