



宏观周报

节能降碳行动方案落地

—宏观周报（20240527-20240602）

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005

邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

陈梦洁

资格编号：S0120524030002

邮箱：chenmj3@tebon.com.cn

联系人

戴琨

资格编号：S0120123070006

邮箱：daikun@tebon.com.cn

相关研究

- 核心观点：节能降碳行动方案落地，提出定量要求。**国务院关于印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，行动方案对单位 GDP 能耗、单位 GDP 二氧化碳排放、规上工业单位增加值能耗、非化石能源消费占比、重点领域和行业节能降碳改造节能量、二氧化碳减排量等指标做了定量要求。4 月工业企业数据显示，量、价的初步上行对工业企业营收与利润形成了支撑，但利润率的钝化制约了利润增速的上行空间。从利润格局上看，利润占比进一步向中下游行业集中。库存周期角度看，目前工业企业库销比仍处高位，补库斜率不宜高估。展望后市，当前宏观数据传递的信号仍待进一步观察，需求不足仍是当前经济增长的主要掣肘，不过上游价格修复、运价指数仍然上涨叠加海外 PMI 韧性仍在，外需韧性有待进一步观察。
- 节能降碳行动方案落地，四领域提出重点要求。**国务院关于印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，行动方案对单位 GDP 能耗、单位 GDP 二氧化碳排放、规上工业单位增加值能耗、非化石能源消费占比、重点领域和行业节能降碳改造节能量、二氧化碳减排量等指标做了定量要求。整体来看，1) 要求 2024 年，单位国内生产总值能源消耗降低 2.5% 左右，与今年两会报告中的要求一致。2025 年如果要完成“十四五”期间单位国内生产总值能源消耗要降低 13.5% 的要求，我们认为控能耗目标完成有一定的难度。2) 新增对重点领域和行业节能降碳改造形成节能量、减排二氧化碳指标进行了定量要求。2024-2025 年的重点领域和行业节能降碳改造形成节能量 1 亿吨标准煤、减排二氧化碳约 2.6 亿吨。从《行动方案》的梳理情况来看，主要集中在石化化工、钢铁、建材和有色金属四个领域。3) 新增 2024 年规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5% 左右的要求。我们认为对工业领域的能耗约束进一步强化，工业领域结构调整将持续，同时关注重点领域和行业的供给侧改革。4) 2024 年非化石能源消费占比达到 18.9% 左右，2025 年非化石能源消费占比达到 20% 左右，主要途径为“化石能源消费减量替代”+“非化石能源消费提升”。
- 工业企业：利润占比向中下游行业集中。**1) 从规上工业企业整体利润看，1-4 月份，规上工业企业利润同比增长 4.3%，增速与 1-3 月份持平。2) 按照“量-价-利润率”的框架拆分来看：4 月工业增加值同比 6.7%，好于 3 月的 4.5% 和 1-3 月的 6.1%；4 月 PPI 同比 -2.5%，亦好于 3 月的 -2.8% 和 1-3 月的 -2.7%；但利润率的总体提升仍然较弱，1-4 月营收利润率累计值为 5%，4 月单月营收利润率为 5.38%，可比口径下去年同期为 5.34%。综合来看，量、价的初步上行对工业企业营收与利润形成了支撑，但利润率的钝化制约了利润增速的上行空间。3) 从利润格局上看，4 月采矿业、消费品制造业、公用事业的利润份额边际回落，而原材料工业、中间品制造业、装备制造业的利润份额边际抬升。利润占比进一步向中下游行业集中，其中公用事业的利润份额相比全年显著提升，而大规模设备更新政策措施的加快推进带动装备制造业利润份额进一步抬升。4) 库存周期角度看，广义库销比季节性回升至 0.58，但幅度并不大，但目前工业企业库销比仍处高位，补库斜率不宜高估。
- 宏观数据跟踪。**1) 5 月以来运价指数持续走高。SCFI 综合指数报 3044.77 点，环比前一周上涨 12.63%，近四周累计涨幅 57%。SCFI 指数所有 13 条细分航线中，仅日本关东线运价环比小幅下跌，其余 12 条航线全部上涨。2) 电改政策密集落地，中国电价处于全球低位。电力体制改革是长期主线，在“双碳”目标指引下，顶层文件密集落地。据 Global Petrol Prices 统计，截至 2023 年 9 月，全球企业平均用电价格 0.152 美元/千瓦时，全球家庭平均用电价格 0.156 美元/千瓦时。中国大陆企业用电价格为 0.09 美元/千瓦时，中国大陆家庭用电价格为 0.077 美元/千瓦时，与 OECD 国家相比处于低价区间。3) 大基金三期成立，国有六大行首次参与。国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司已于 5 月 24 日注册成立，注册资本达到 3440 亿元人民币。大基金三期除了制造、设备和材料等细分领域，随

着人工智能和数字经济领域的加速发展，AI 相关芯片、算力芯片等或成为大基金三期投资的新重点。4) 中东主权基金加大布局新能源、医药、石化等领域。中东资本布局中国市场的步伐加大。截至 2024 年一季度，ADIA 和 KIA 在 A 股重仓流通股的持仓市值分别达到 112.9 和 45.2 亿元。二者的配置偏好有所不同，ADIA 的重仓行业分别为有色金属、基础化工、医药生物和电子，持仓相对较为集中；而 KIA 的重仓行业分别为汽车、煤炭、机械设备、轻工制造、医药生物、电力设备和基础化工等，持仓相对较为分散。

- **投资建议：股市：**5 月制造业 PMI 数据回落，除了生产进入淡季的影响外，新订单以及新订单出口压力显现，内外需均有所回落，情绪面驱动的行情暂告段落。当前宏观数据传递的信号仍待进一步观察，需求不足仍是当前经济增长的主要掣肘，不过上游价格修复、运价指数仍然上涨叠加海外 PMI 韧性仍在，外需韧性有待进一步观察。中期来看，“存款搬家”现象下，部分资金或存在外溢向非债资产寻求高收益的可能性，从而对权益资产形成支撑。**债市：**当前长端面临的一个重要问题是 10Y、30Y 分别在 2.3%、2.5% 附近还有多少向下的空间，长端利率临近前期低位后，周四央行再度发声，从点位来看，央行第一次表态长债收益率是 4 月 3 日发布的货币政策委员会例会通稿中的“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，其时 10Y 小幅低于 2.3%、30Y 小幅低于 2.5% 运行，本次表态前 10Y 和 30Y 收益率也在 2.3% 和 2.5% 附近运行，央行对 10Y 和 30Y 收益率下行的容忍度或就在于 2.3% 和 2.5%，市场本身也存在学习效应，止盈压力可能集中于这两个点位涌现。关键点位上的潜在压力可能需要市场在缓慢、持续的试探中逐步解开，若短期内有增量货币宽松落地，则也可能成为长债收益率突破关键点位的契机。**商品：**油价方面，欧佩克+尚未就 2024 年下半年延长减产达成决议，预计短期将以震荡为主，后续上行仍需等待基本面催化剂，如减产协议落地等。金价方面，长期来看央行购金仍是核心支撑，预计金价将在高位继续震荡。黑色系方面，最新 PMI 数据显示内外需均疲软，基本面改善行情或仍需等待。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期；政策落地不及预期；经济复苏进程不及预期

内容目录

1. 热点聚焦	6
1.1. 节能降碳行动方案落地，四领域提出重点要求	6
1.2. 工业企业利润回升态势仍需巩固	8
2. 宏观数据观察	12
2.1. 5月以来运价指数持续走高	12
2.2. 电改政策密集落地，中国电价处于全球低位	13
2.3. 大基金三期成立，国有六大行首次参与	14
2.4. 中东主权基金加大布局新能源、医药、石化等领域	16
2.5. 拼多多增速及盈利情况已与电商其他两大龙头拉开差距	18
3. 大类资产表现	19
3.1. 股市	19
3.2. 债市	21
3.3. 大宗商品	21
4. 投资建议及下周关注	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 单位国内生产总值能源消耗及预期目标情况	6
图 2: 甘肃、四川、广东过去规模以上工业单位增加值能源消耗下降情况	7
图 3: 工业利润当月增速及三因素拆解	8
图 4: 量、价、利润率三因素走势	8
图 5: 工业企业单月利润率	8
图 6: 大类行业单月利润增速	9
图 7: 利润份额占比	10
图 8: 名义及实际库存周期	10
图 9: 单月广义库销比走势	11
图 10: 大类行业实际库存增速	11
图 11: 企业加杠杆意愿仍弱但出现边际企稳迹象	11
图 12: 5 月以来运价指数普遍持续走高	12
图 13: 中国企业和家庭用电价格与 OECD 国家对比	13
图 14: 大基金一期投资构成	14
图 15: 大基金二期投资构成	14
图 16: 大基金成立与 R&D 研发支出走势	15
图 17: 大基金成立与半导体出口价格走势	15
图 18: 三家电商龙头收入情况	18
图 19: 三家电商龙头利润情况	18
图 20: 拼多多销售净利率水平及增速已与电商其他两大龙头拉开差距	18
图 21: 本周全球资本市场表现 (涨跌幅)	19
图 22: 日均成交金额情况	19
图 23: 陆股通资金流入流出情况	19
图 24: 风格行业近期涨跌幅表现 (%)	19
图 25: 换手率 TOP5 行业变化	19
图 26: 本周行业板块资金流入流出情况	20
图 27: 利率走势情况	21
图 28: 资金价格走势情况	21
表 1: 《行动方案》中总量的定量要求	6
表 2: 《行动方案》中重点领域和行业节能降碳改造形成节能量、减排二氧化碳情况	7

表 3: 全球 TOP10 主权财富基金	16
表 4: ADIA 和 KIA 主权财富基金在 A 股的持仓情况	17
表 5: 大宗商品价格情况	21
表 6: 下周重点关注的宏观数据和财经事件	22

1. 热点聚焦

1.1. 节能降碳行动方案落地，四领域提出重点要求

国务院关于印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，行动方案对单位 GDP 能耗、单位 GDP 二氧化碳排放、规上工业单位增加值能耗、非化石能源消费占比、重点领域和行业节能降碳改造节能量、二氧化碳减排量等指标做了定量要求。

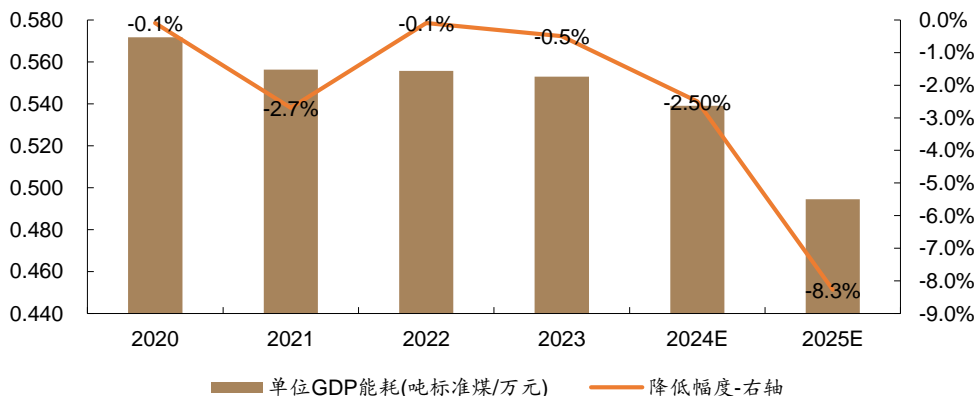
表 1:《行动方案》中总量的定量要求

	2024 年	2025 年
单位国内生产总值能耗	降低 2.5%	——
二氧化碳排放	降低 3.9%	——
规模以上工业单位增加值能耗 (新增)	降低 3.5%	——
非化石能源消费占比	18.9%	20%
重点领域和行业节能降碳	节约 5000 万吨标煤	节约 5000 万吨标煤
减排二氧化碳	约 1.3 亿吨	约 1.3 亿吨

资料来源：中国政府网，德邦研究所

第一，《2024-2025 年节能降碳行动方案》要求 2024 年，单位国内生产总值能源消耗降低 2.5% 左右，这一要求与今年两会报告中的要求一致。2025 年单位 GDP 能耗尚未列出具体要求，但提到要“尽最大努力完成‘十四五’节能降碳约束性指标”，按照 2024 年单位 GDP 能耗目标为 0.539 吨标准煤/万元来算，2025 年如果要完成“十四五”期间单位国内生产总值能源消耗要降低 13.5% 的要求，那么 2025 年单位 GDP 能耗目标要达到 0.495 吨标准煤/万元，相较 2024 年下降 -8.3%，我们认为控能耗目标完成有一定的难度。

图 1: 单位国内生产总值能源消耗及预期目标情况



资料来源：Wind，中国政府网，德邦研究所测算

第二，《2024-2025 年节能降碳行动方案》中新增对重点领域和行业节能降碳改造形成节能量、减排二氧化碳指标进行了定量要求。具体来看，要求 2024 年重

重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨，2025 年的强度要求与 2024 年相同，合计 2024-2025 年的重点领域和行业节能降碳改造形成节能量 1 亿吨标准煤、减排二氧化碳约 2.6 亿吨。从《行动方案》的梳理情况来看，主要集中在石化化工、钢铁、建材和有色金属四个领域。

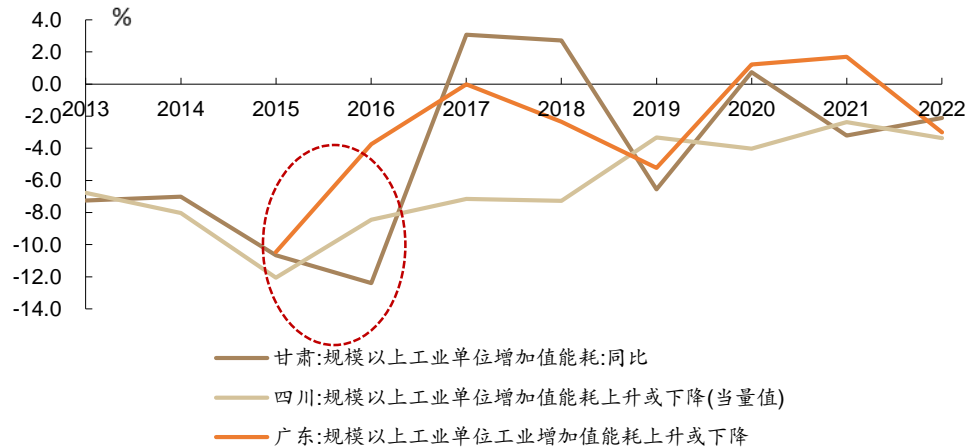
表 2:《行动方案》中重点领域和行业节能降碳改造形成节能量、减排二氧化碳情况

行业	节能降碳改造形成节能量 (万吨标准煤)	目标占比	减排二氧化碳 (万吨)	目标占比
钢铁	2000	20%	5300	20%
石化化工	4000	40%	11000	42%
有色金属	500	5%	1300	5%
建材	1000	10%	2600	10%
合计	7500		20200	
总量目标	10000		26000	

资料来源：中国政府网，德邦研究所

第三，《2024-2025 年节能降碳行动方案》中新增 2024 年规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5% 左右的要求。我们认为对工业领域的能耗约束进一步强化，结合非化石能源消费占比以及节能降碳改造形成节能量、减排二氧化碳的指标要求来看，工业领域结构调整或将持续，同时建议关注重点领域和行业的供给侧改革。

图 2: 甘肃、四川、广东过去规模以上工业单位增加值能源消耗下降情况



资料来源：Wind，德邦研究所

第四，《2024-2025 年节能降碳行动方案》提出，2024 年非化石能源消费占比达到 18.9% 左右，2025 年非化石能源消费占比达到 20% 左右。一是“化石能源消费减量替代”：严格合理控制煤炭消费、优化油气消费结构。二是“非化石能源消费提升”：加大非化石能源开发力度（2025 年底全国非化石能源发电量占比达到 39% 左右）、提升可再生能源消纳能力（2025 年底全国抽水蓄能、新型储能装机分别超过 6200 万千瓦、4000 万千瓦）、大力促进非化石能源消费（“十四五”后两年新上高耗能项目的非化石能源消费比例不得低于 20%）。

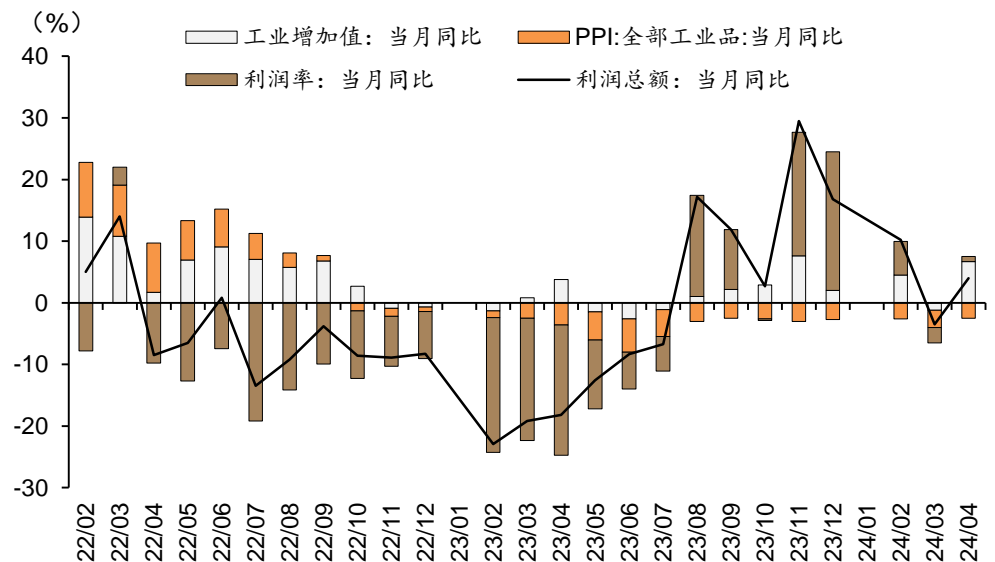
1.2. 工业企业利润回升态势仍需巩固

国家统计局发布4月份工业企业利润数据：

1) 从规上工企整体利润看，1-4月份，规上工业企业利润同比增长4.3%，增速与1-3月份持平；4月份，全国规模以上工业企业利润由3月份同比下降3.5%转为增长4.0%，增速回升7.5个百分点，工业企业当月利润由降转增，但4月单月增速仍略低于一季度，回升态势仍需巩固。

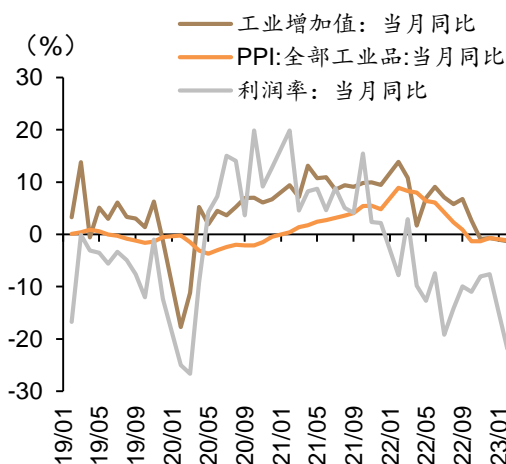
2) 按照“量-价-利润率”的框架拆分来看：4月工业增加值同比6.7%，好于3月的4.5%和1-3月的6.1%；4月PPI同比-2.5%，亦好于3月的-2.8%和1-3月的-2.7%；但利润率的总体提升仍然较弱，1-4月营收利润率累计值为5%，4月单月营收利润率为5.38%，可比口径下去年同期为5.34%。综合来看，量、价的初步上行对工业企业营收与利润形成了支撑，但利润率的钝化制约了利润增速的上行空间。

图3：工业利润当月增速及三因素拆解



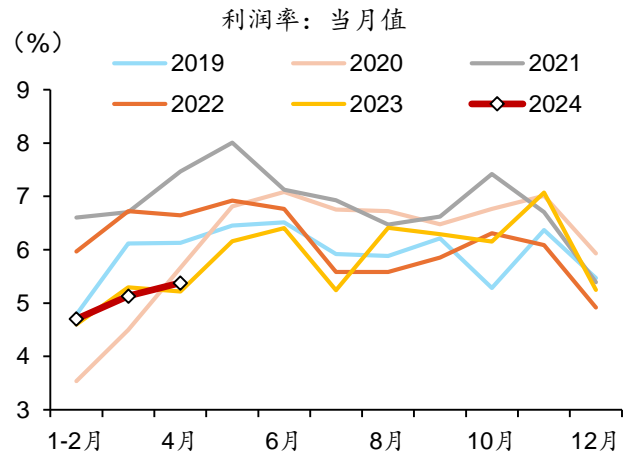
资料来源：Wind，德邦研究所；2月为1-2月累计，2021为两年复合增速，利润率增速按可比口径倒算。

图4：量、价、利润率三因素走势



资料来源：Wind，德邦研究所

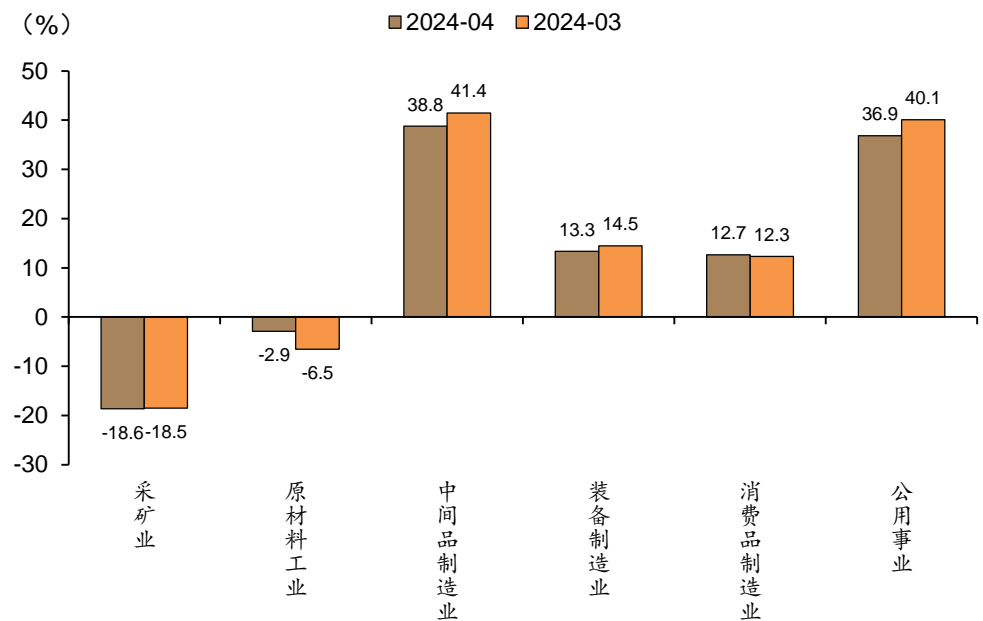
图5：工业企业单月利润率



资料来源：Wind，德邦研究所

3) 从结构上看, 4月采矿业¹、原材料工业²、中间品制造业³、装备制造业⁴、消费品制造业⁵、公用事业⁶同比分别-18.6%、-2.9%、38.8%、13.3%、12.7%、36.9%。其中, 采矿业受煤价下降、产量减少影响较大; 制造业对工业企业利润的支撑延续; 公用事业利润延续快速增长, 电力行业尤其受益于电煤成本降低、发电量增长。从细分行业上看, 1-4月累计来看, 边际改善幅度较大的行业集中在石油煤炭加工(较1-3月+26.0pct, 下同)、造纸(+17.1pct)、有色采选(+16.5pct)、化学原料及制品(+11.9pct)、农副食品(+7.0pct)、医药(+5.0pct)、皮革制鞋(+4.8pct)等行业。

图 6: 大类行业单月利润增速



资料来源: Wind, 德邦研究所; 当月值根据累计值与累计同比倒算, 若因累计同比未公布, 则基于历史数据计算。

4) 从利润格局上看, 4月采矿业、消费品制造业、公用事业的利润份额边际回落, 而原材料工业、中间品制造业、装备制造业的利润份额边际抬升。1-4月累计来看, 相比去年, 利润占比进一步向中下游行业集中, 采矿业和原材料工业的利润占比继续下降。4月单月, 采矿业、消费品制造业、公用事业的利润份额边际回落, 而原材料工业、中间品制造业、装备制造业的利润份额边际抬升, 并且公用事业的利润份额相比全年显著提升, 而大规模设备更新政策措施的加快推进带动装备制造业利润份额进一步抬升, 根据国家统计局对4月工业生产数据的解读, 城市轨道交通设备制造、通信设备制造等行业, 以及数控锻压设备、包装专用设备、医疗仪器设备及器械、工商用制冷空调设备等产品的生产明显加快, 政策逐步显现。

¹ 煤炭开采、油气开采、黑色采选、有色采选、非金属矿采选、开采辅助

² 黑色冶炼、有色冶炼、非金属矿制品、石油煤炭加工、化学原料及制品

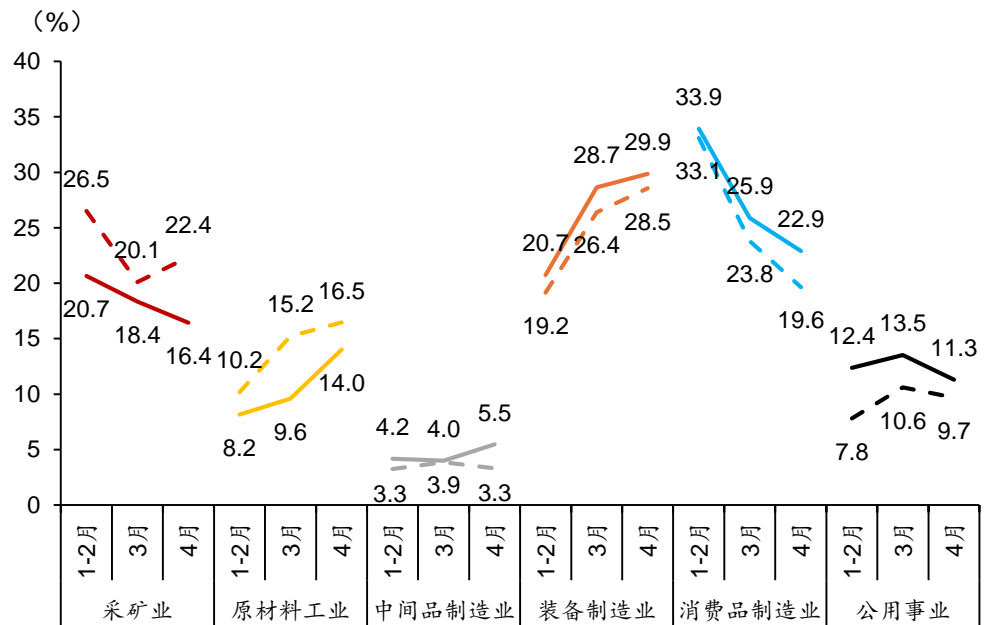
³ 化纤、纺织、造纸、木材加工、橡胶塑料

⁴ 通用设备、专用设备、交运设备、电气机械、电子设备、仪器仪表、金属制品

⁵ 汽车、医药、农副食品、食品、饮料茶酒、烟草、纺织服装、皮革制鞋、家具、印刷、文教体娱

⁶ 电热供应、燃气供应、水供应

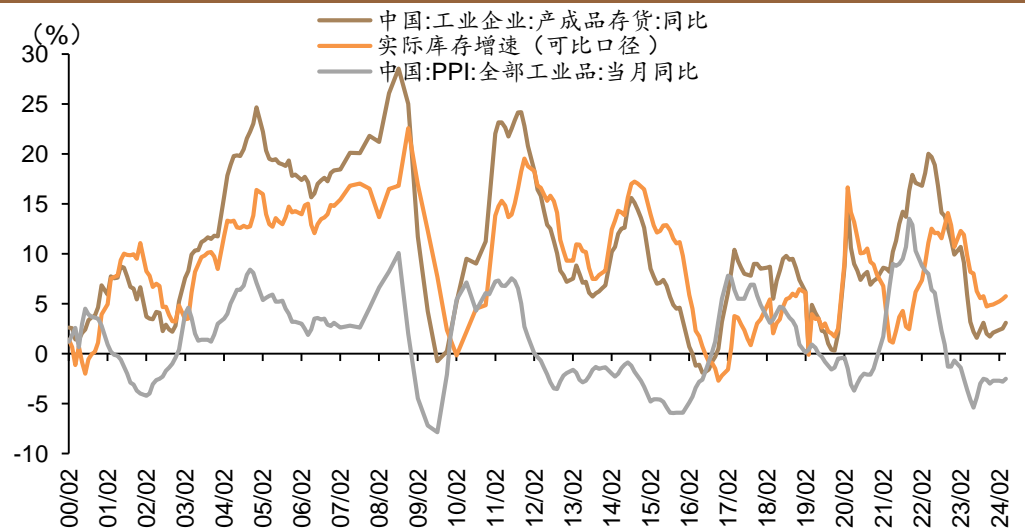
图 7：利润份额占比



资料来源：Wind，德邦研究所；实线为 2024 年数据，虚线为 2023 年数据。

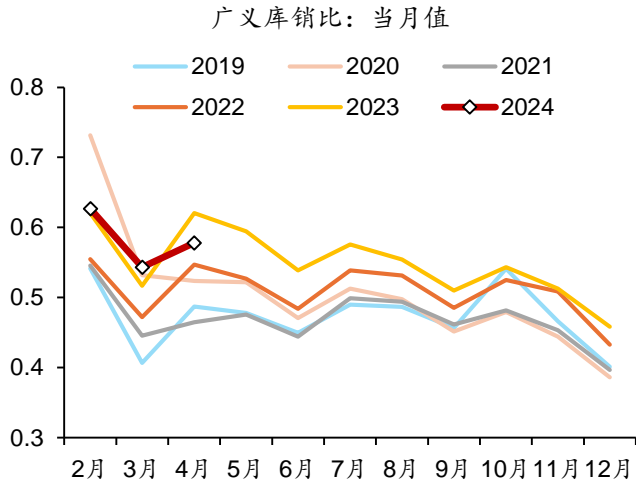
5) 库存周期角度看，名义和实际库存均延续回补态势，价格因素支撑的名义库存增速更快。4 月，工业企业名义库存同比增长 3.1%，相比 3 月增长 0.6 个百分点，自去年 11 月以来连续 5 个月环比上行，4 月上行幅度为过去 5 个月最大。根据经 PPI 调整的名义库存计算实际库存增速，4 月工业企业实际库存同比增长 5.7%，相比 3 月增长 0.2 个百分点，较名义库存的回升幅度相对更小，价格因素对名义库存增速形成支撑。广义库销比季节性回升至 0.58，但幅度并不大，这可能指向销售的回升速度相比名义库存更快，但目前工业企业库销比仍处高位，补库斜率不宜高估。

图 8：名义及实际库存周期



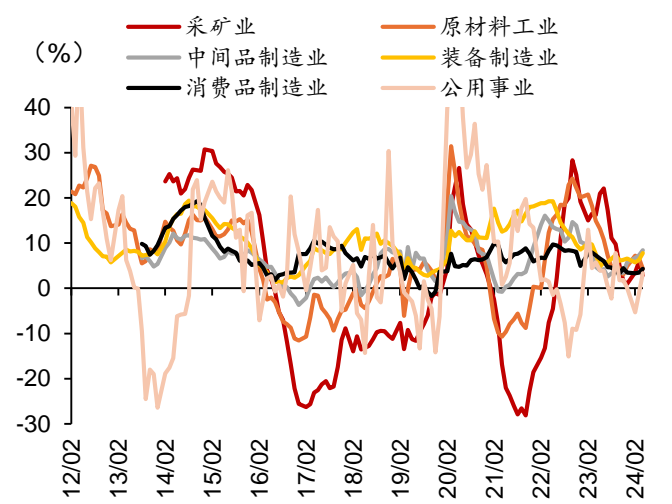
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：单月广义库销比走势



资料来源：Wind，德邦研究所；广义库销比=名义库存/单月营业收入

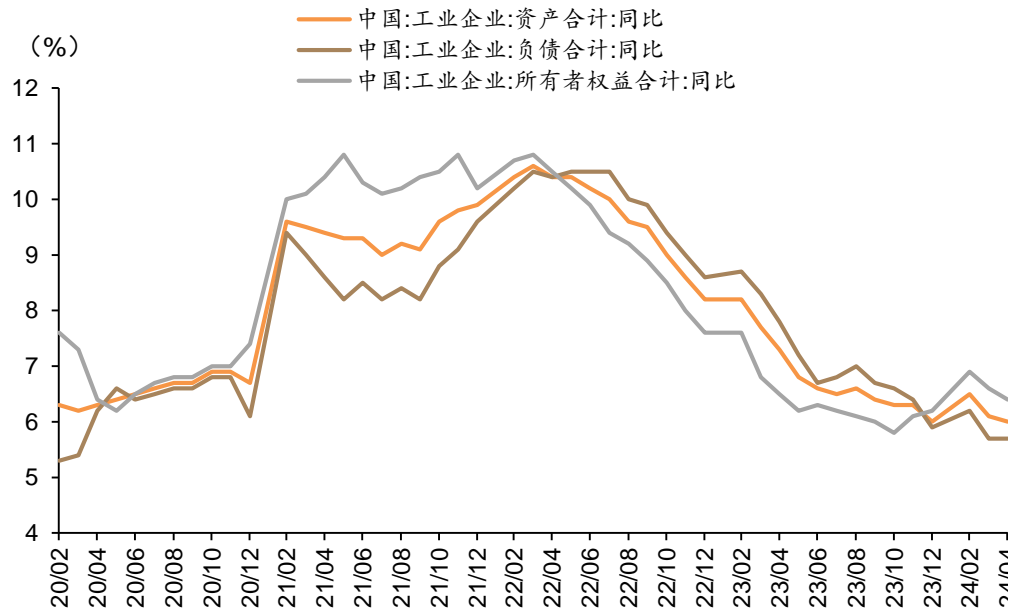
图 10：大类行业实际库存增速



资料来源：Wind，德邦研究所

5) 企业微观杠杆率角度看，当前企业加杠杆意愿仍弱，但在边际上出现了一定的企稳迹象。4 月资产负债率录得 57.34%，可比口径下去年同期为 57.50%，显示当前工业企业的加杠杆意愿仍弱。4 月，工业企业资产、负债、所有者权益同比分别增长 6.0%、5.7%、6.4%，负债增速仍低于资产和所有者权益增速，不过三者相比 3 月分别-0.1pct、持平、-0.2pct，负债增速的下行出现了边际企稳迹象，这一点值得后续重点跟踪。

图 11：企业加杠杆意愿仍弱但出现边际企稳迹象



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 宏观数据观察

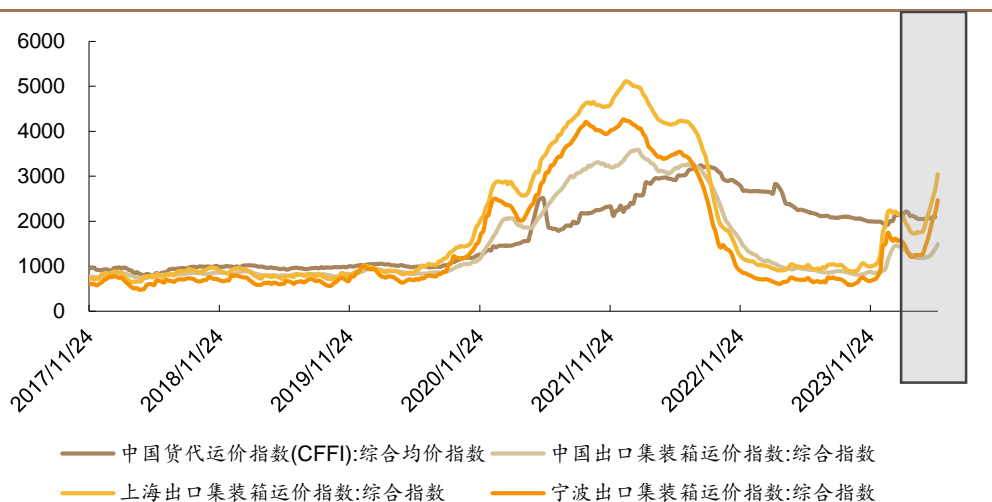
2.1. 5月以来运价指数持续走高

与今年1月红海停航导致欧线运价上涨，从而推升SCFI综合指数的情形有所不同。5月以来，全球各细分航线价格普遍大幅上涨主要是受到全球PMI持续回暖的驱动。

截至5月31日，SCFI综合指数报3044.77点，环比前一周上涨12.63%，近四周累计涨幅32.05%。据上证报，SCFI指数所有13条细分航线中，仅日本关东线运价环比小幅下跌，其余12条航线全部上涨。权重占比最高的欧洲、美西航线运价分别报3740美元/TEU和6168美元/TEU，环比前一周上涨9.71%和18.87%。南非（德班）航线运价环比大涨24.07%，地中海、西非（拉各斯）航线运价环比涨超10%。

航运咨询公司linerlytica最新报告显示，全球第二大集装箱港口新加坡港正在面临严重的拥堵问题。新加坡港口的停泊延误时间已延长至7天，积压的集装箱数量达到惊人的450000标准箱，远超新冠疫情暴发时期的数轮高点。

图 12：5月以来运价指数普遍持续走高



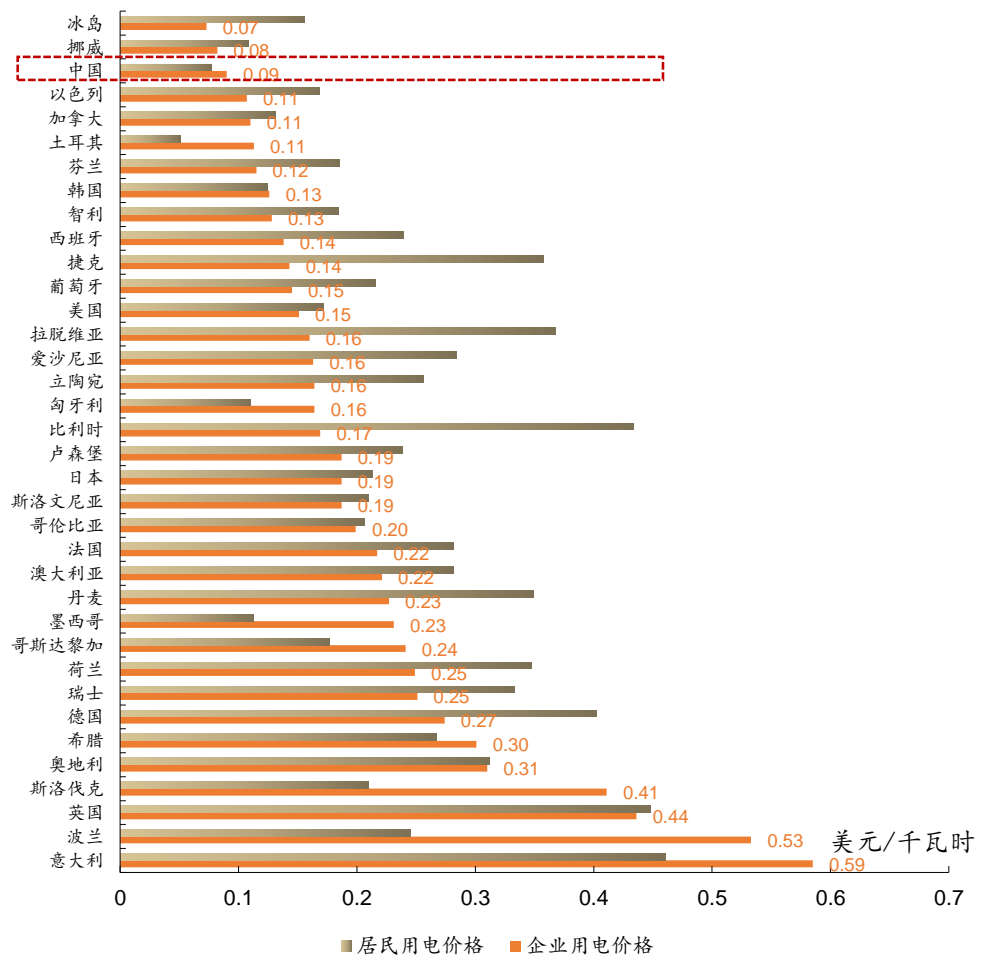
资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 电改政策密集落地，中国电价处于全球低位

电力体制改革是长期主线，在“双碳”目标指引下，顶层文件密集落地：2022年，国家发展和改革委员会、国家能源局发布《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》，提出要构建适应新型电力系统的市场机制。此外，国家能源局印发的《2024年能源工作指导意见》也明确要深化电力体制改革，助力构建新型电力系统。2023年11月，国家发展和改革委员会、国家能源局发布的《关于建立煤电容量电价机制的通知》提出煤电单一制电价调整为两部制电价。

据 Global Petrol Prices 统计，截至 2023 年 9 月，全球企业平均用电价格 0.152 美元/千瓦时，全球家庭平均用电价格 0.156 美元/千瓦时。中国大陆企业用电价格为 0.09 美元/千瓦时，中国大陆家庭用电价格为 0.077 美元/千瓦时，与 OECD 国家相比处于低价区间。此外，中国大陆还是少数居民用电价格低于企业用电价格的国家之一。而从 OECD 国家的情况来看，意大利、波兰、英国等欧洲国家用电价格最高，意大利的企业用电价格已经达到 0.585 美元/千瓦时，家庭用电价格也达到 0.461 美元/千瓦时，分别相当于中国大陆的 6.5 倍和 6.0 倍。

图 13：中国企业和家庭用电价格与 OECD 国家对比



资料来源：Global Petrol Prices，德邦研究所，截至 2023 年 9 月

注：家庭价格使用每年平均家庭用电量计算，企业价格使用每年 1,000,000 千瓦时的用电量统计计算

注：中国的统计口径为中国大陆，不包含港澳台地区

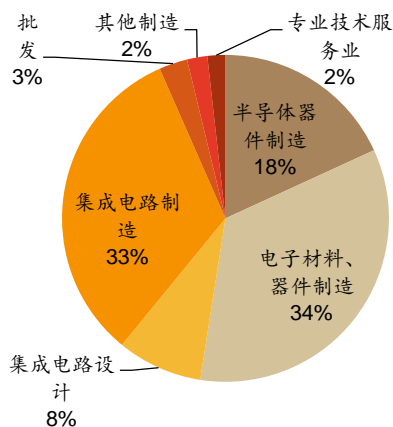
2.3. 大基金三期成立，国有六大行首次参与

据国家企业信用信息公示系统，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司已于 5 月 24 日注册成立，注册资本达到 3440 亿元人民币。从股东信息来看，财政部为最大出资人，国开金融有限责任公司与上海国盛集团有限公司紧随其后，持股比例分别为 17.44%、10.46%、8.72%。值得注意的是，2023 年 11 月国家金融监督管理总局公布《商业银行资本管理办法》，资本新规全面修订风险加权资产计量规则，将“因政策性原因并经国务院特别批准的股权”的风险权重由 400% 下调至 250%，此次，大基金三期国有六大行首次参与，持股比例在 2.3%-6.3% 不等。

根据企查查，大基金一期注册资本达到 987.2 亿人民币，已经披露的投资数额达到 1115.61 亿人民币，主要资金投向半导体器件制造、集成电路制造以及相关电子材料、器件制造，分别占比达到 18.15%、32.5%、34.33%；大基金二期注册资本达到 2041.5 亿人民币，已经披露的投资金额达到 1691 亿人民币，主要资金投向为集成电路制造、半导体器件制造以及其他电子材料、器件制造，占比分别达到 28.51%、6%、7.22%。从投资方向来看，国家大基金的前两期主要投资方向集中在设备和材料领域。大基金三期除了制造、设备和材料等细分领域，随着人工智能和数字经济领域的加速发展，AI 相关芯片、算力芯片等或成为大基金三期投资的新重点。

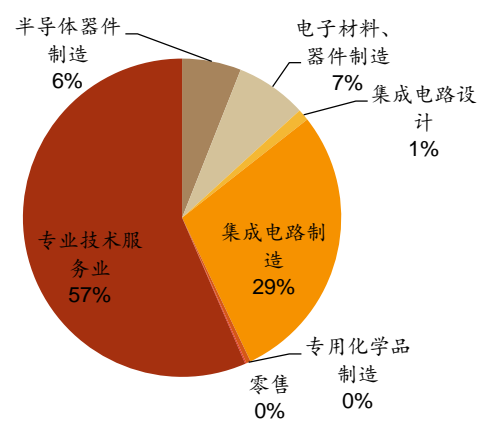
大基金成立以来，对中国半导体产业链的发展起到了关键性的推动作用，如大基金“强链补链”，加大对核心技术和关键零部件的投资力度，有助于行业在关键技术上取得突破，提升产能和竞争力。

图 14：大基金一期投资构成



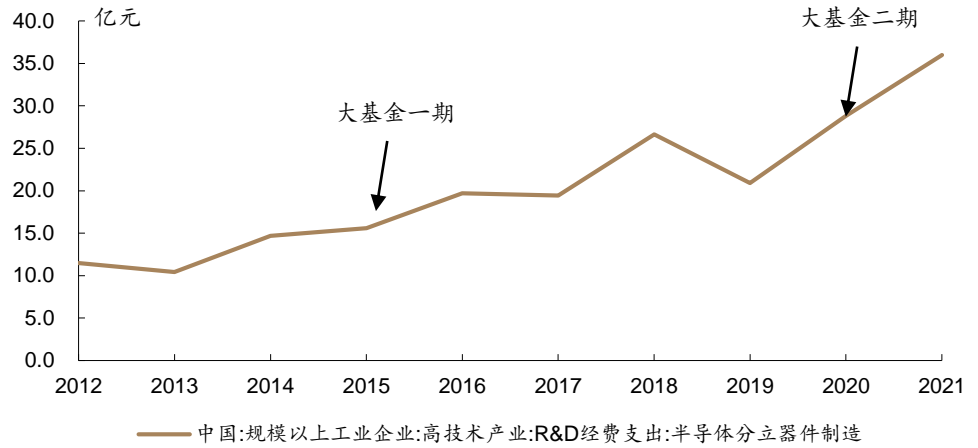
资料来源：企查查，德邦研究所
注：数据为人工统计，或存在误差

图 15：大基金二期投资构成



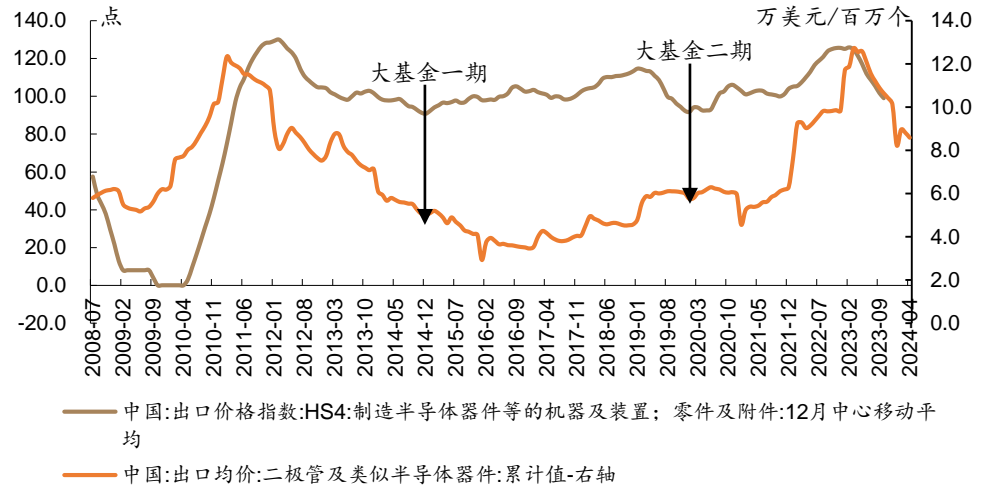
资料来源：企查查，德邦研究所
注：数据为人工统计，或存在误差

图 16：大基金成立与半导体分立器件制造的 R&D 研发支出走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：大基金成立与半导体出口价格走势



资料来源：Wind，德邦研究所

2.4. 中东主权基金加大布局新能源、医药、石化等领域

在 2024 年全球主权基金研究所 (SWFI) 最新公布的主权基金榜单中, 全球前十的主权财富基金中, 来自亚洲和中东的主权财富基金占据大部分, 其中亚洲占据 5 席、中东占据 4 席。中东地区各国历来是“财大气粗”, 四大主权财富基金总资产合计约 33675 亿美元, 中东四大“土豪”分别是全球第四中东首位的 9930 亿美元的阿布扎比投资局、全球第五中东第二的 9250 亿美元的沙特主权基金公共投资基金 (PIF)、其后两位分别是 9235 亿美元的科威特投资局和 5261 亿美元的卡塔尔投资局。

表 3: 全球 TOP10 主权财富基金

排名	公司	总资产(十亿美元)	类型	区域
1	挪威政府全球养老基金	1,631.4	主权财富基金	欧洲
2	中国投资有限责任公司	1,350.0	主权财富基金	亚洲
3	中国华安投资有限公司	1,090.0	主权财富基金	亚洲
4	阿布扎比投资局	993.0	主权财富基金	中东
5	公共投资基金	925.0	主权财富基金	中东
6	科威特投资局	923.5	主权财富基金	中东
7	GIC 私人有限公司	770.0	主权财富基金	亚洲
8	卡塔尔投资局	526.1	主权财富基金	中东
9	香港金融管理局投资组合	514.2	主权财富基金	亚洲
10	淡马锡控股公司	492.2	主权财富基金	亚洲

资料来源: SWFI, 德邦研究所

中东资本布局中国市场的步伐加大。在新能源领域, 蔚来两次获得阿布扎比投资机构 CYVN Holdings 的投资, 总计约 33 亿美元; 沙特新未来城及旗下投资基金 NIF 向电动车企业小马智行投资 1 亿美元, 小马智行将为新未来城提供自动驾驶技术解决方案等。在科技领域, 联想集团与沙特主权财富基金 PIF 的全资子公司 Alat 订立了战略合作框架协议; 金蝶国际获得卡塔尔投资局的子公司 Al-Rayyan Holding LLC 的战略性入股, 投资额达 15.62 亿港元等。在石化领域, 沙特阿美公司与中国企业共同投资 837 亿元的华锦阿美精细化工及原料工程项目在辽宁盘锦火热施工; 沙特阿美收购荣盛石化 10% 股权, 并拟相互收购对方下属实体公司股权; 沙特基础工业公司 (SABIC) 参与投资的年产 26 万吨聚碳酸酯工厂在天津投入商业运营。

截至 2024 年一季度, 阿布扎比投资局 (Abu Dhabi Investment Authority, ADIA) 和科威特投资局 (Kuwait Investment Authority, KIA) 在 A 股重仓流通股的持仓市值分别达到 112.9 和 45.2 亿元。二者的配置偏好有所不同, ADIA 的重仓行业分别为有色金属、基础化工、医药生物和电子, 持仓相对较为集中; 而 KIA 的重仓行业分别为汽车、煤炭、机械设备、轻工制造、医药生物、电力设备和基础化工等, 持仓相对较为分散。

表 4: ADIA 和 KIA 主权财富基金在 A 股的持仓情况

行业	ADIA 持仓市值 (万元)	持仓占比	KIA 持仓市值 (万元)	持仓占比
汽车	90603.9	8.0%	49070.9	10.9%
煤炭			43961.2	9.7%
机械设备	69236.6	6.1%	42262.7	9.4%
轻工制造			38482.6	8.5%
医药生物	163879.6	14.5%	33689.5	7.5%
电力设备	53139.3	4.7%	33146.4	7.3%
基础化工	197533.8	17.5%	32780.4	7.3%
美容护理			31696.8	7.0%
交通运输			31605.5	7.0%
电子	162347.6	14.4%	28076.3	6.2%
食品饮料			25710.0	5.7%
家用电器			15628.2	3.5%
公用事业			13173.4	2.9%
通信			9051.3	2.0%
社会服务	652.8	0.1%	8887.9	2.0%
国防军工			7460.3	1.7%
纺织服饰			6982.0	1.5%
有色金属	283482.7	25.1%		
农林牧渔	73981.3	6.6%		
建筑材料	30079.9	2.7%		
商贸零售	3918.0	0.3%		
合计	1128855.6		451665.6	

资料来源: Wind, 德邦研究所

2.5. 拼多多增速及盈利情况已与电商其他两大龙头拉开差距

今年一季度，拼多多实现总营收 868.12 亿元。分业务来看，来自在线营销服务及其他服务的营收为 424.56 亿元，同比增长 56%；更多的增长来自交易服务收入，该项营收为 443.56 亿元，同比增长高达 327%。随着财报的发布，拼多多市值再度超越阿里巴巴。截至 5 月 31 日，拼多多市值为 14787 亿人民币，京东市值为 3297 亿人民币，阿里巴巴市值为 13175 亿人民币，从市值来看，拼多多约等于 1.1 个阿里巴巴，等于 4.5 个京东。

电商的竞争格局尚未固化。从营收来看，拼多多、京东、阿里巴巴电商三大龙头的一季度营收分别为 868.12 亿元、2,600.49 亿元和 2,341.56 亿元，京东仍然在规模上占据一定优势，而拼多多受益“出海”+“低价”于净利率上不断突破是其在总估值上远远超过京东的重要原因。

图 18：三家电商龙头收入情况

图 19：三家电商龙头利润情况

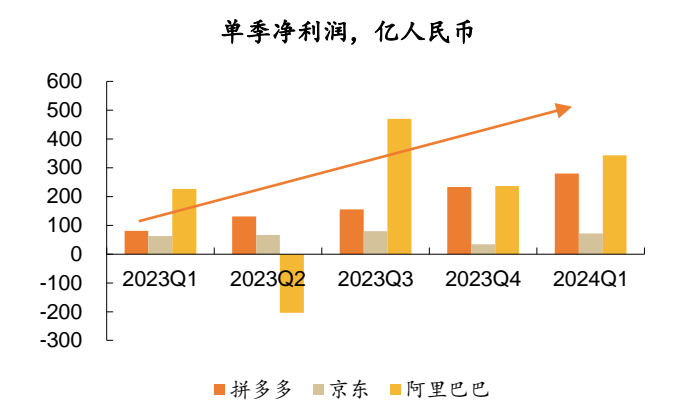
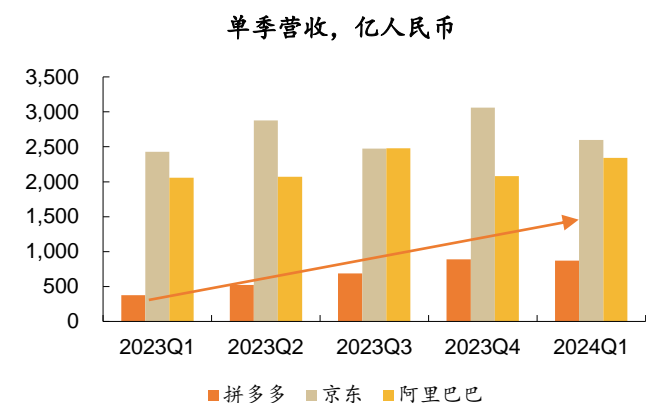
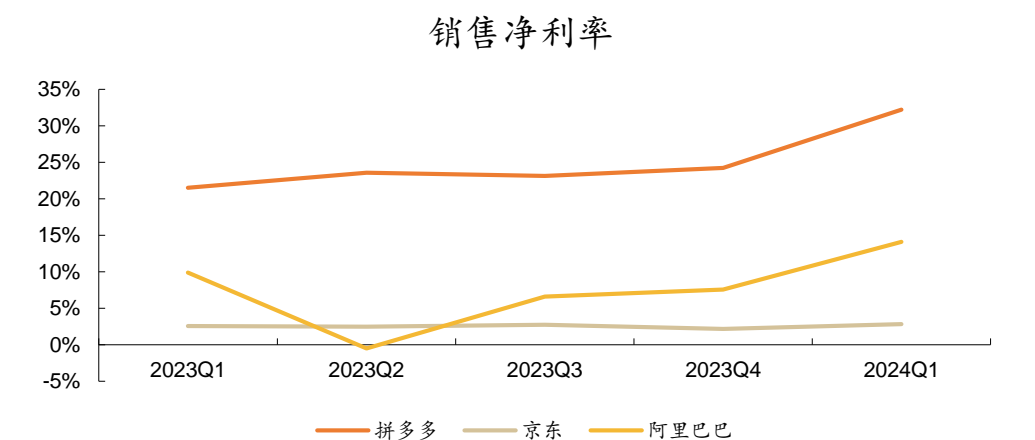


图 20：拼多多销售净利率水平及增速已与电商其他两大龙头拉开差距

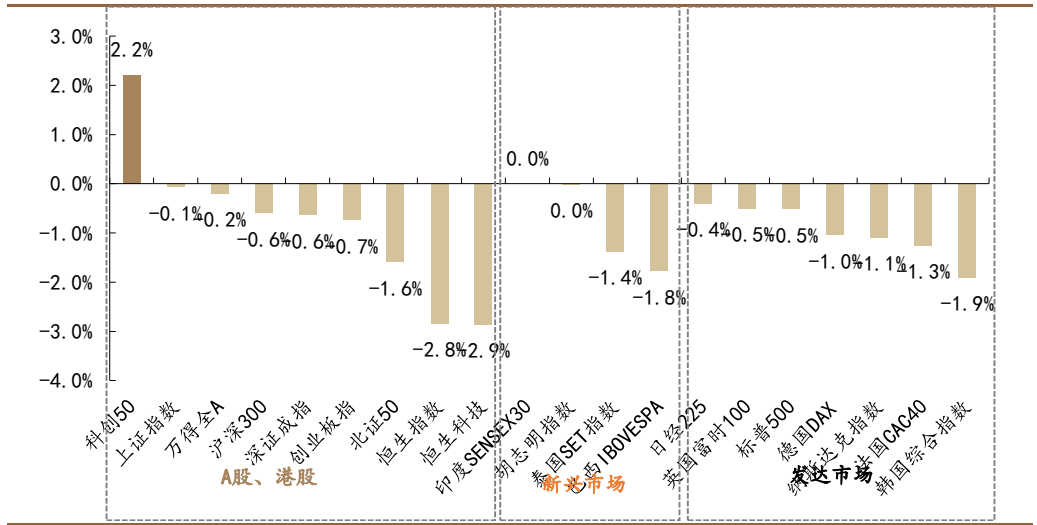


3. 大类资产表现

3.1. 股市

5月27日-5月31日当周，全球市场普遍调整，港股调整幅度较大。发达市场中，纳斯达克周跌1.1%，韩国综合指数周跌1.9%，日经周跌0.4%，英国、德国和法国宽基指数分别周跌0.5%、1.0%和1.3%。国内方面，A股震荡整固，上证指数微跌0.1%，但成长股有所表现，科创50周涨2.2%表现全球亮眼，值得注意的是，港股本周继续单边下跌周跌2.8%，恒生科技周跌幅为2.9%。

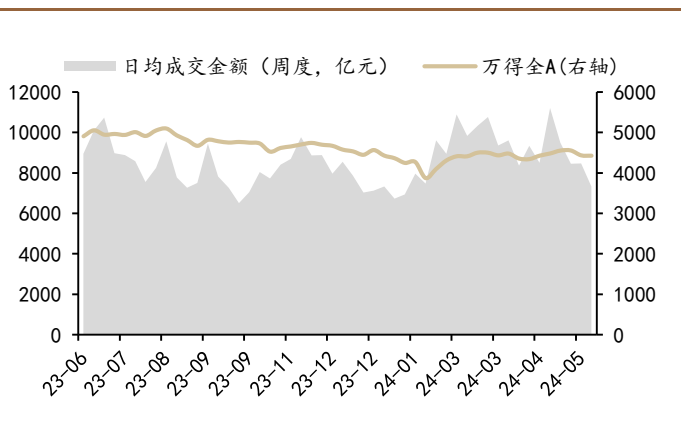
图 21：本周全球资本市场表现（涨跌幅）



资料来源：Wind，德邦研究所

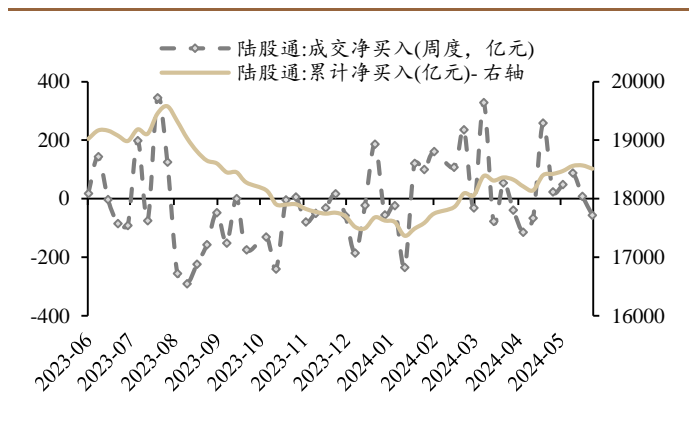
本周两市日均成交额再次缩量至7326.34亿元的低位，观望氛围浓厚。资金层面，主力资金出逃收窄，周净流出641亿元，上一周为净流出1124亿元，北上资金转为净流出。风格上成长、周期表现较好，换手活跃前五的板块为有色金属、电力设备、房地产、社会服务、电子板块。上交所与中证指数公司决定对上证50、上证180、科创50、科创100等指数的样本进行调整，6月14日收市后生效。

图 22：日均成交金额情况



资料来源：Wind，德邦研究所

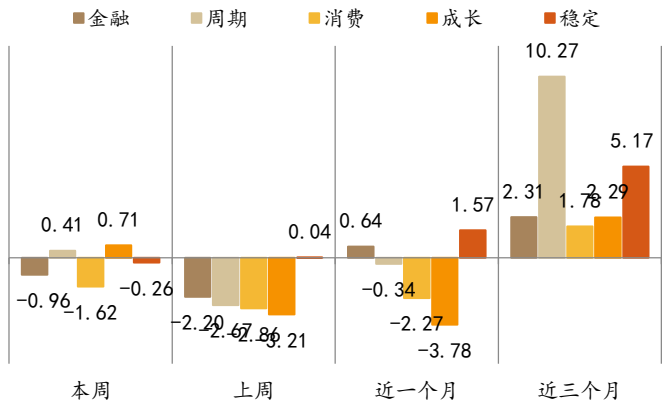
图 23：陆股通资金流入流出情况



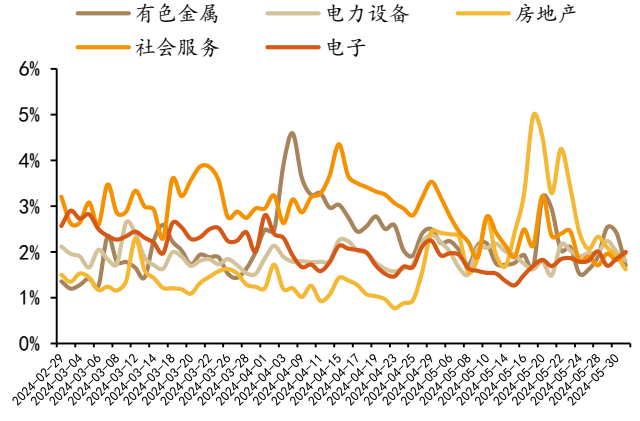
资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：风格行业近期涨跌幅表现 (%)

图 25：换手率 TOP5 行业变化



资料来源：Wind，德邦研究所



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：本周行业板块资金流入流出情况

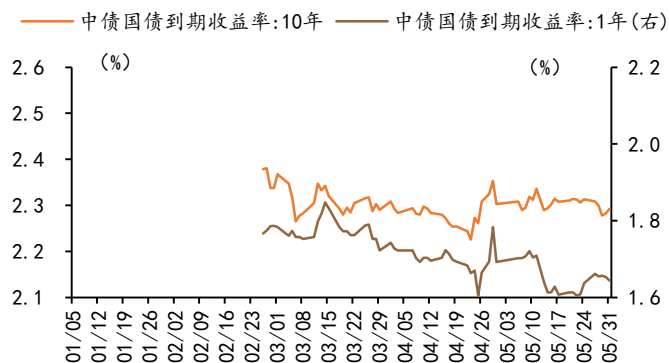
申万一级行业	主力资金净流入(亿)	北向资金净流入(亿)	南向资金净流入(亿)
电力设备	-4.9	-11.8	5.0
电子	-2.8	25.3	12.0
传媒	-3.0	-4.6	6.4
国防军工	-1.5	6.4	0.0
医药生物	-3.2	-16.5	14.1
美容护理	-1.2	-0.1	-2.0
石油石化	4.9	1.4	33.3
有色金属	-4.2	11.5	11.6
机械设备	-3.4	1.1	2.4
基础化工	-4.8	6.9	3.2
轻工制造	-3.8	-1.3	0.4
公用事业	-2.7	12.2	9.5
综合	-0.8	0.2	0.3
环保	5.3	-0.6	3.4
农林牧渔	-1.1	-0.1	0.0
计算机	-4.3	-1.1	-0.4
商贸零售	-1.7	-6.9	3.3
建筑材料	-1.5	1.9	2.6
纺织服装	1.0	-0.2	-1.3
社会服务	5.3	-0.9	4.5
通信	-4.0	1.3	17.7
煤炭	0.5	-0.8	10.4
银行	-2.2	-8.2	68.2
交通运输	-1.2	-0.6	13.0
家用电器	-1.2	-8.0	0.7
建筑装饰	-2.4	-3.4	1.2
汽车	-5.7	-3.8	16.4
钢铁	5.4	-0.5	0.0
房地产	-4.6	0.6	-5.4
食品饮料	-1.9	-44.2	2.4
非银金融	-1.2	-14.1	-5.3

资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 债市

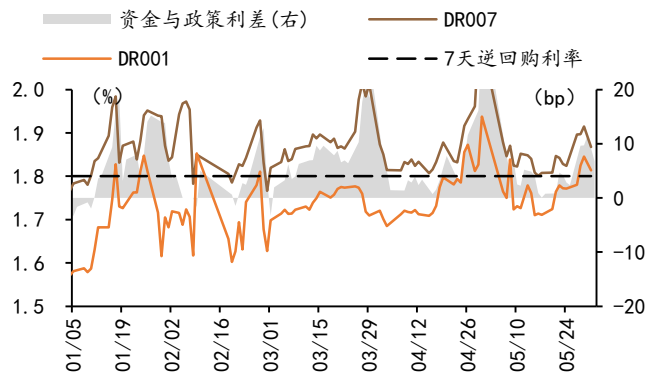
本周行情主线较为清晰，长端收益率先下后上，短端收益率下行为主，市场预期也较为一致。上周后半段至本周四上午，国债现券长端表现优于短端，或可以理解成期限利差走阔后的收敛；本周四尾盘至周五，金融时报发文打断了长端利率本阶段的恢复式下行，但调整幅度并不大；而5月底央行逆回购提前放量，跨月资金利率上行幅度明显低于4月底，本周短端收益率仍以下行为主。

图 27：利率走势情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 28：资金价格走势情况



资料来源：Wind，德邦研究所

3.3. 大宗商品

能化方面，本周油价继续调整周跌 0.6%报 81.62 美元/桶，随着下半年临近，欧佩克+尚未就 2024 年下半年延长减产达成协议，预计短期将以震荡为主，后续继续上行仍需等待基本面催化剂，如减产协议落地等。金价方面，COMEX 黄金期货当周小幅上涨 0.5%至 2347.7 美金/盎司，长期来看央行购金仍是核心支撑，预计仍将在高位震荡。黑色系方面，动力煤价格小幅回落周跌 1.1%，焦煤大幅下跌 7.9%，螺纹钢、铁矿石期货价格也明显下跌，最新 PMI 数据显示内外需均疲软，情绪驱动的行市暂告段落，基本面改善行情或仍需等待。

表 5：大宗商品价格情况

商品	最新日期	最新值	近 1 周	近 1 月	近 1 季	年初以来	近 1 年
CRB 大宗商品综合指数	5 月 30 日	547.2	-0.3%	0.2%	4.3%	7.2%	1.3%
上游 布伦特原油期货 (美元/桶)	5 月 31 日	81.62	-0.6%	-7.1%	-2.4%	4.3%	12.3%
天然气期货 (美元/百万英热单位)	5 月 31 日	2.581	3.1%	31.9%	39.7%	-3.9%	18.6%
COMEX 黄金期货 (美元/盎司)	5 月 31 日	2347.7	0.5%	2.2%	14.4%	14.5%	18.5%
秦皇岛港动力末煤 (元/吨)	5 月 30 日	874	-1.1%	5.4%	-5.2%	-5.6%	8.6%
焦煤期货价格 (元/吨)	5 月 31 日	1670.5	-7.9%	-7.5%	-6.8%	-15.3%	36.1%
螺纹钢现货 (元/吨)	5 月 31 日	3830	-1.6%	0.4%	-3.9%	-6.6%	4.1%
螺纹钢期货 (元/吨)	5 月 31 日	3715	-1.9%	1.2%	-2.1%	-8.4%	7.7%
铁矿石期货 (元/吨)	5 月 31 日	866.5	-4.7%	-0.7%	-2.3%	-14.5%	23.3%
水泥价格指数 (全国)	5 月 31 日	113.82	2.5%	5.3%	6.1%	0.5%	-10.1%
LME 铜期货	5 月 31 日	10069	-2.6%	0.9%	18.8%	18.3%	24.2%
LME 铝期货	5 月 31 日	2655	-0.1%	2.8%	19.3%	15.1%	18.2%
碳酸锂 99.5%电 (元/吨)	5 月 31 日	105880	-0.5%	-5.3%	6.4%	9.3%	-64.7%
钴 (元/吨)	5 月 31 日	226000	0.2%	6.1%	3.8%	2.2%	-10.7%

	商品名称	日期	价格	周变	月变	季变	半年变	年变
重要化工品	锗钨氧化物 (元/吨)	5月31日	372500	-2.6%	-7.5%	2.1%	-13.4%	-25.5%
	乙烯价格 (美元/吨)	5月31日	825	0.0%	-6.3%	-10.8%	-2.4%	0.6%
	PVC (元/吨)	5月31日	6092	-1.0%	9.5%	8.8%	7.8%	9.9%
	PTA (元/吨)	5月30日	6010	2.0%	1.7%	1.5%	2.6%	7.1%
	甲醇 (元/吨)	5月30日	2800	0.0%	4.5%	0.9%	13.1%	24.2%
	尿素 (元/吨)	5月31日	2360	-0.4%	5.8%	4.0%	1.3%	11.1%

资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 投资建议及下周关注

股市: 5月制造业 PMI 数据回落, 除了生产进入淡季的影响外, 新订单以及新订单出口压力显现, 内外需均有所回落, 情绪面驱动的行市暂告段落。当前宏观数据传递的信号仍待进一步观察, 需求不足仍是当前经济增长的主要掣肘, 不过上游价格修复、运价指数仍然上涨叠加海外 PMI 韧性仍在, 外需韧性有待进一步观察。中期来看, “存款搬家”现象下, 部分资金或存在外溢向非债资产寻求高收益的可能性, 从而对权益资产形成支撑。

债市: 当前长端面临的一个重要问题是 10Y、30Y 分别在 2.3%、2.5%附近还有多少向下的空间, 长端利率临近前期低位后, 周四央行再度发声, 从点位来看, 央行第一次表态长债收益率是 4月3日发布的货币政策委员会例会通稿中的“在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化”, 其时 10Y 小幅低于 2.3%、30Y 小幅低于 2.5%运行, 本次表态前 10Y 和 30Y 收益率也在 2.3%和 2.5%附近运行, 央行对 10Y 和 30Y 收益率下行的容忍度或就在于 2.3%和 2.5%, 市场本身也存在学习效应, 止盈压力可能集中于这两个点位涌现。关键点位上的潜在压力可能需要市场在缓慢、持续的试探中逐步解开, 若短期内有增量货币宽松落地, 则也可能成为长债收益率突破关键点位的契机。

商品: 油价方面, 欧佩克+尚未就 2024 年下半年延长减产达成协议, 预计短期将以震荡为主, 后续上行仍需等待基本面催化剂, 如减产协议落地等。金价方面, 长期来看央行购金仍是核心支撑, 预计金价将在高位继续震荡。黑色系方面, 最新 PMI 数据显示内外需均疲软, 基本面改善行情或仍需等待。

表 6: 下周重点关注的宏观数据和财经事件

国家	周一	周二	周三	周四	周五
中国					★5月进出口数据
美国	★5月 ISM 制造业 PMI				★5月非农就业数据 6月美联储理事丽莎·库克发表讲话

资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 风险提示

- 1) 政策支持力度不及预期;
- 2) 政策落地执行不及预期;
- 3) 经济复苏进程不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

陈梦洁，硕士，德邦证券研究所资深宏观研究员。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。