

研报精选

2025年6月2日 第223期

宏观专栏

出口短期修复，但楼市走弱影响显现——5月PMI点评

5月中采制造业PMI环比上升0.5ppt至49.5%。报告认为，虽然制造业PMI环比改善，但是仍然处于收缩区间。关税缓和带动出口短期修复，但房地产走弱的影响有所加大。五一假期带动下，服务业商务活动指数环比变化基本符合季节性。

特朗普2.0 “大财政” 再进一步

美国众议院版本的“大美丽法案”（one big beautiful bill）获得通过。报告认为，该法案集减税、减支、抬高美债上限、国防和移民政策于一体，可能大幅增加未来10年美国财政赤字规模。

专题聚焦

微盘风格的强势能否持续？

近期微盘风格表现强势。报告认为，微盘风格占优背后的因素有政策利好、市场流动性宽松等。展望未来，微盘风格可能呈现优势边际弱化、仍存在一定结构性机会的格局。

并购重组新征程

报告认为，并购重组新规进一步加大了对科技创新企业的支持力度，促进并购市场“脱虚向实”，同时推动并购重组成为畅通A股退市渠道、完善市场生态的重要手段。

宏观专栏

出口短期修复，但楼市走弱影响显现——5月PMI点评

5月中采制造业PMI环比上升0.5ppt至49.5%，符合市场预期（Bloomberg预测中值为49.5%）；5月非制造业商务活动指数环比下降0.1ppt至50.3%。虽然制造业PMI环比改善，但是仍然处于收缩区间。关税缓和带动出口短期修复，但房地产走弱的影响有所加大。五一假期带动下，服务业环比变化基本符合季节性。我们认为，虽然关税缓和，但是有效需求不足问题仍待政策进一步发力。

制造业PMI环比改善，但仍然处于收缩区间。5月PMI环比上升0.5ppt至49.5%，其中新订单、生产分项分别环比上升0.6、0.9个百分点至49.8%、50.7%，供给仍然强于需求，且供需差异有所扩大。其余分项中，从业人员、原材料库存分别环比上升0.2、0.4个百分点至48.1%、47.4%，生产经营活动预期环比上升0.4个百分点至52.5%，皆呈现边际小幅改善态势，但是绝对水平整体偏弱。

关税缓和带动出口短期修复。5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》¹，关税矛盾显著缓和，这也带动了进出口的修复。统计局²也表示：“调查中部分涉美企业反映外贸订单加速重启，进出口情况有所改善。”5月PMI新出口订单、进口分项分别为47.5%、47.1%，环比上升2.8、3.7个百分点，但是仍然处于收缩区间。分行业来看，4月受关税影响较大的纺织服装服饰业出口订单环比改善8.9个百分点，但是绝对水平仍然较低，电气机械、专用设备、电子等机电产品出口订单环比修复程度较高。我们认为，当前出口订单的修复或主要反映了前期取消订单的重启，但由于关税政策仍存在较大不确定性，不排除未来2个月中或重现一定出口前置效应。

房地产走弱的影响有所加大。5月PMI新订单环比上升0.6个百分点至49.8%，环比改善幅度低于出口订单，显示内需边际上拖累总需求。我们认为内需或主要受到房地产走弱的拖累，5月房地产业商务活动指数环比下降2.1个百分点，绝对水平也低于历史均值，带动了房屋建筑业、建筑安装装饰及其他

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202505/content_7023399.htm

² https://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202505/t20250531_1959986.html

建筑业商务活动指数分别环比下降2.4、0.9个百分点。因此，虽然政策支持下，代表基建的土木工程建筑业商务活动指数环比上升1.4个百分点，整体建筑业商务活动指数环比下降0.9个百分点至51.0%，业务活动预期也环比下降1.4个百分点至52.4%，皆处于历史同期较低水平。内需偏弱背景下，PMI主要原材料购进价格、出厂价格皆环比下降0.1个百分点至46.9%、44.7%。

从制造业PMI分行业数据中也可以看出房地产走弱的拖累，5月装备制造业、消费品行业PMI分别环比上升1.6、0.8个百分点至51.2%、50.2%，而与房地产更为相关的高耗能行业PMI环比下降0.7个百分点至47.0%。细分行业来看，有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业分别环比下降9.5、5.2、4.2个百分点。

五一假期带动下，服务业环比变化基本符合季节性。5月服务业商务活动指数环比上升0.1个百分点至50.2%，基本符合五一假期带来的季节性改善特征。细分行业来看，水上运输业（+13.0ppt）、餐饮业（+5.7ppt）、电信广播电视和卫星传输服务业（+5.3ppt）、住宿业（+4.5ppt）、航空运输业（+4.2ppt）等假期消费相关的行业商务活动指数环比改善幅度排名靠前。

以上观点来自：2025年5月31日中金公司研究部已发布的《出口短期修复，但楼市走弱影响显现——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

特朗普2.0 “大财政” 再进一步

美东时间5月22日，众议院版本的“大美丽法案”（one big beautiful bill）获得通过³，参议院可能在6月进行投票，最终糅合版或有望按照特朗普的预期，在7月4日美国国庆日前完成立法⁴。这部集减税、减支、抬高美债上限、国防和移民政策于一体的法案可能大幅增加未来10年美国财政赤字规模，基本验证了我们在去年11月的报告《[特朗普+贝森特：财政难紧缩](#)》中的观点。中长期来看，面对国内贫富分化、再工业化等结构性问题和全球地缘竞争，美国大概率不具备有效削减赤字的客观条件。从短期来看，债务上限提高后，美债发行潮可能在7-9月到来，或迫使美国加快货币与金融政策调整，如开启QE、加速SLR豁免及其他金融改革，为美债市场提供流动性（参见《[美国流动性冲击、重启QE与主权财富基金](#)》）。

“大美丽法案”要做什么？

“大美丽法案”是特朗普上任以来便着力推进的立法计划，按照众议院最新版本，该法案主要包括如下四项内容：

1. 税收减免：永久延长2017年特朗普税改（TCJA）的条款。在TCJA基础上，新增的减税政策包括将州和地方税收（SALT）的扣除上限从目前的1万美元提高到4万美元，增加或扩大汽车贷款、餐饮小费收入、加班工资的税收优惠等等（多数新增减税有效期为2025-2028财年）。Penn Wharton预计，静态来看税收减免政策可能在未来十年减少财政收入约4.3万亿美元。

2. 削减开支：削减社会福利项目开支，包括对医疗补助（Medicaid）实施约1万亿美元的削减，对补充营养援助计划（SNAP，即食品券）实施约2300亿美元的削减，削减并改革学生贷借款，以及逐步取消《通胀削减法案》中的清洁能源补贴。Penn Wharton预计，静态来看各类政策共可能削减开支约1.8万亿

³ <https://thehill.com/business/budget/5308446-trump-gop-bill-medicaid-salt-taxes/>

⁴ <https://time.com/7287477/trumps-big-beautiful-bill-house-gop-scrambles/>

美元。

3. 国防和移民政策：增加对国防、边境安全和执法的支出。

4. 债务上限：将债务上限提高4万亿美元。

众议院版本“大美丽法案”将在未来10年大幅拉高美国财政赤字。Penn Wharton预计，2025-2034财年间静态基本赤字增量约2.8万亿美元，考虑到经济动态调整后基本赤字增加3.2万亿美元。联邦预算责任委员会(CRFB)的估计，基本赤字增加2.9万亿美元，考虑付息的赤字规模增加3.3万亿美元，如果将一些暂时性的豁免条款（如小费免税、加班费免税等有效期2025-2028财年）永久化，则未来10年赤字增量将达到5.2万亿美元。美国国会官方的联合税务委员会（JCT）则预计，法案将在未来10年增加赤字3.7万亿美元⁵。同时我们提示，由于在时间安排上减税政策靠前而减支政策靠后，2026-2028财年赤字增幅或将较大，我们预计这三年赤字率可能分别达到6.9%、6.9%和7.2%。

近期来看，“大美丽法案”或导致2025财年的赤字较CBO最新预期微降400-600亿美元。但事实上，本财年至4月，在收入提高支撑个税收入累计增加1096亿美元的情况下，赤字仍较上年同期增加了1936亿美元。考虑到“大美丽法案”的影响，我们预计2025财年整体赤字规模在1.9万亿美元左右，赤字率6.4%与去年持平。

特朗普关税有可能对冲部分赤字，但难以完全对冲。Tax Foundation估计，考虑到经济的动态调整，特朗普关税可能在未来10年增加1.3万亿美元收入，但前提是贸易对手方不会反击⁶。从4月以来对等关税的执行情况来看，我们认为这种可能性似乎较低，即使前提可行，1.3万亿美元的收入也难有效对冲“大美丽法案”带来的约3.2-3.7万亿美元的赤字。

财政为何难紧缩？

自2021年以来，我们坚持判断美国已重启大财政时代，未来几年两党将共

⁵ JCT结果为考虑经济动态调整后的赤字增量，参见<https://thehill.com/business/budget/5297588-republicans-tax-bill-jct/>

⁶ <https://taxfoundation.org/research/all/federal/trump-tariffs-trade-war/>

识性趋势性地做大财政，尤其是顺周期大财政（参见《[“大财政”重启，低通胀一去不回](#)》、《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》）。去年底，贝森特和马斯克高调倡导财政紧缩，市场遂形成特朗普2.0下将紧财政的一致预期，而我们则在去年11月报告《[特朗普+贝森特：财政难紧缩](#)》中旗帜鲜明地指出特朗普政府将延续顺周期大财政，美国大财政既有必要性也有必然性。

根本上来说，美国民意要求财政发力解决贫富分化问题。里根政府开始，美国进入“重效率，轻分配”的小财政时期，金融去监管、工会组织削弱等因素，致使贫富分化加剧⁷。中低端制造业外流，制造业岗位大幅削减，收入分配向资本和高技能劳动者倾斜。自奥巴马政府起，“再工业化”逐渐成为两党共识，奥巴马政府通过《美国复苏与再投资法案》，改善交通、网络宽带等基础设施，并要求建设所需钢铁须产自美国⁸，随后特朗普的MAGA主张与拜登政府的供给侧经济学，基本延续这一思路。再工业化的两个前提是：1）美国国内需求不能弱，这要求财政持续做大福利，刺激需求；2）完善工业基础设施，美国工业与基建长期欠投资，能源、交通建筑持续老化，生产所需的工业设备（特别是电力设备）较为陈旧，补贴工业基础设施投资需要财政的持续发力。

从外部竞争来看，美国财政也不具备收紧的条件。过去两年，AI信仰是支撑美国资产的重要因素（《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》），背后反映的是高新科技领域如火如荼的国际竞争。拜登政府时期通过的《基础设施投资和就业法案》与《芯片法案》，10年分别增加2561亿和793亿美元赤字，补贴工业基础设施和半导体行业建设。特朗普就职以来，美股AI信仰出现裂痕，我们预计重塑AI信仰的压力或将呼唤更多的刺激政策。

潜在流动性风险和政策应对

从中短期来看，美债上限问题的解决可能带来流动性冲击。考虑到补充TGA以及偿还“非常措施”挪用的资金，从7月起至9月间，美债的净融资量可

⁷ [https://eprints.lse.ac.uk/59386/1/blogs.lse.ac.uk-](https://eprints.lse.ac.uk/59386/1/blogs.lse.ac.uk-Rising_income_inequality_in_the_US_was_fuelled_by_Ronald_Reagans_attacks_on_union_strength_and_contin.pdf)

[Rising_income_inequality_in_the_US_was_fuelled_by_Ronald_Reagans_attacks_on_union_strength_and_contin.pdf](https://eprints.lse.ac.uk/59386/1/blogs.lse.ac.uk-Rising_income_inequality_in_the_US_was_fuelled_by_Ronald_Reagans_attacks_on_union_strength_and_contin.pdf)

⁸ <https://2009-2017.state.gov/recovery/index.htm>

能达到1.25万亿美元⁹，恐将大幅收紧美元流动性。这种供给增加的预期可能在7月前便推动利率持续上行，在美联储短期内不介入的情况下，10年期美债利率可能在未来一两个月逐步升至4.8%。7月后，随着美债供给大幅增加，利率恐冲破5%。

我们重申在《[美债、日债，与全球流动性趋紧](#)》中的观点，在全球流动性不足的背景下，新发债潮带来的流动性需求可能加剧市场波动，刺激海外资金流出美元资产和美国本土资金去杠杆。这可能导致美国股债汇“三杀”系统性、间歇性上演（参见《[特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、美元贬值](#)》）。流动性压力可能加速美国金融体系改革，这包括：1）美联储可能被迫重启QE稳定市场；2）豁免银行业SLR对购买美债限制的政策可能在今夏加速通过；3）刺激其他金融机构购买美债，例如参议院最近通过的“GENIUS法案”要求稳定币必须由高质量、流动资产（如现金或短期国债）1:1全额支持¹⁰，可能向美债市场引入流动性¹¹。最后我们提示，SLR豁免等政策依赖金融机构的购债意愿，如果市场出现大幅波动，金融机构持币观望，稳定市场的责任或仍然要落在美联储头上，即通过QE快速稳定市场。

以上观点来自：2025年5月26日中金公司研究部已发布的《特朗普2.0“大财政”再进一步》

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

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

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

⁹ 包括补充TGA的3500亿美元，偿还非常措施的约3000亿美元，和7-9月本身的融资需求约6000亿美元

¹⁰ <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/394/text>

¹¹ 按5月25日coin market数据显示，前十大稳定币总市值超过2313亿美元。参见
<https://coinmarketcap.com/view/stablecoin/>

专题聚焦

微盘风格的强势能否持续？

近期微盘风格表现强势，截至2025/5/27，万得微盘股指数领跑市场，2025年5月单月涨幅9.31%，月均成交额277亿元，YTD收益率24.37%。本文对于微盘风格强势的原因进行拆解，从宏观政策、市场环境、事件效应等多维度分析微盘风格占优背后因素。

近期微盘风格优势背后——六大因素分析

1. 政策利好：政策端释放科创小微企业活力。5月16日中国证监会发布的《关于优化上市公司并购重组监管的指导意见》¹²鼓励企业优化整合，为部分微盘股提供额外资金来源、降低流动性压力，同时激励市场发掘优质小微企业的成长性，推动风格行情。相较于“并购六条”¹³，作为配套政策的《重组办法》对微盘股提振效应边际弱化，但仍通过完善制度框架为市场提供长期支撑。

2. 市场环境：流动性宽松有利高弹性风格。中国金融市场目前呈现流动性较为宽松的格局，主要体现为社会融资规模与M2同比增速的同步扩张，叠加央行全面降准的政策支持。这一环境也为微盘股风格等高弹性风格的表现提供了系统性支撑。

3. 预测指标：机构持仓较分散、大盘风格热度偏低利好微盘风格。通过系统性的中长期宏观与市场指标测试，我们发现机构持仓集中度与大小盘PB比值分位数对于微盘风格表现有一定预测能力，均为负向相关。当前机构持仓集中度处于历史偏低位置，说明市场关注度较为分散，对潜在微盘风格投资机会的相对关注度提高。大小盘PB比值分位数从2024年下半年以来持续下降，说明资金逐渐流向小盘风格，微盘风格的资金支持与热度都有所提升。

4. 资金类型：高风险偏好资金参与度较高。截至2025/5/27，400只万得微盘指数中109只成分股融资参与度（即融资余额占流通市值之比） $\geq 3\%$ ，39只

¹² <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101953/c7558586/content.shtml>

¹³ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7508366/content.shtml>

个股融资参与度 $\geq 5\%$ ，融资参与度较高。微盘风格近年的亮眼表现获得机构投资者的一定关注，配置比例有所提升，寻找布局机会，但相对来说出于风险端考虑仍是谨慎择机布局。

5. 日历效应：历年5月微盘风格上涨概率较高。我们统计了万得微盘股指数月度涨跌幅均值和月度上行概率，其中每年4月（下跌）、5月（上涨）、11月（上涨）和1月（下跌）存在一定日历效应。微盘股由于本身公司规模较小、成长初期、稳定性较弱，因此风格受业绩公告披露时点的影响较大。

6. 拥挤风险：微盘风格当前未触发拥挤信号。从风险端来看，我们通过量化风格拥挤度来判断其是否有短期回撤风险。微盘风格当前拥挤度偏低，因过度拥挤而高位回落的风险较小。

展望未来：优势边际弱化、结构性机会或延续

展望未来，我们认为微盘风格可能呈现优势边际弱化、仍存在一定结构性机会的格局。政策端对科创小微企业的支持仍将托底流动性预期，但并购重组红利的扩散效应可能逐步减弱；流动性宽松环境虽有利高弹性风格，但资金或逐步转向盈利分化，投资者将更着重于高成长性的优质小微企业。日历效应显示每年5月后行情强度大概率收敛，叠加中报业绩验证压力，普涨行情或难现。虽然当前微盘拥挤信号并未触发，但仍需警惕杠杆资金及情绪波动带来的阶段性回撤。综合来看，微盘风格未来可能仍有结构性机会，但优势强度与持续性或有所衰减。风格高弹性带来较高波动，需要警惕日历效应衰减以及风格波动，建议聚焦专精特新等高确定性的优质主线。

以上观点来自：2025年5月29日中金公司研究部已发布的《风格轮动系列（3）：微盘风格的强势能否持续？》

陈宜筠 分析员 SAC 执证编号：S0080524080004 SFC CE Ref: BTZ190

曹钰婕 分析员 SAC 执证编号：S0080524020013 SFC CE Ref: BUA485

周萧潇 分析员 SAC 执证编号：S0080521010006 SFC CE Ref: BRA090

刘均伟 分析员 SAC 执证编号：S0080520120002 SFC CE Ref: BQR365

专题聚焦

并购重组新征程

并购重组新规正式落地

去年4月以来并购重组制度持续优化，市场关注度逐步提升。新“国九条”¹⁴提出“多措并举活跃并购重组市场”，“科技十六条”、“科创板八条”等均体现对科创企业并购重组的支持。去年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），并就修改《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见。今年5月16日，本轮修订正式落地¹⁵，同日沪¹⁶深¹⁷交易所也正式修订《重大资产重组审核规则》，修改内容主要包括：

► **建立重组股份对价分期支付机制**，将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至48个月。我们认为分期支付机制有助于减轻收购方的资金压力，同时也降低了一次性估值带来的风险，尤其有助于成长性较强但业绩不确定性较高的科创企业参与并购重组交易。

► **提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度**。我们认为这一改动一方面更加适应新兴行业特点，包容进行大量研发投入但尚未形成稳定盈利的早期科创企业，有助于推动科创企业参与并购重组；另一方面也有助于企业实施同行业、上下游的并购重组，从而达到扩大规模效应、提升产业链优势、实现产业转型等目的。

► **新设重组简易审核程序**，适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，证监会在5个工作日内作出予以注册与否的决定。根据沪深交易所修订的《重大资产重组审核规则》，符合要求的两类交易包括：1）上市公司之间换股吸收合并；2）本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前连续20个交易日收盘总市值均超过100亿元，最近两年信息披露质量评价为A，同时本次交易不构成重大资产重组。我们认为简易审核程序对这两类并购重组

¹⁴ https://www.gov.cn/zhengce/content/202404/content_6944877.htm

¹⁵ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101953/c7558586/content.shtml>

¹⁶

https://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/stocks/review/recombination/c/c_20250516_10779201.shtml

¹⁷ https://www.szse.cn/lawrules/rule/stock/audit/t20250516_613585.html

交易进行了直接鼓励，一方面，鼓励吸收合并有望为上市公司提供更加多元的主动退市渠道，促进A股市场形成有进有出的良性循环；另一方面，对信息披露优秀、与市场沟通良好、为提升市场整体质量做贡献的公司予以奖励，鼓励上市公司提升信息披露质量。

► **明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。**对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置6个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。我们认为这一规定配合当前鼓励上市公司之间吸收合并的导向，有助于吸收合并有序发展。一方面，通过设置锁定期防止核心大股东短期套现，从而弱化并购重组的投机性，鼓励以优化企业发展为目的的产业并购；另一方面，对其他股东不设锁定期，保持一定的交易灵活性和活跃度。

► **对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。**私募基金投资期限满48个月的，第三方交易中的锁定期由12个月缩短为6个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期由24个月缩短为12个月。我们认为引入“反向挂钩”机制有助于促进私募更多参与并购重组。从公司角度看，“反向挂钩”有助于鼓励长期资金参与并购重组，长期资金更加注重长期发展，对于初创企业，尤其是进行大量研发投入但尚未形成稳定盈利的早期科创企业，长期资金的稳定支持尤为重要。从私募投资者角度看，缩短锁定期有助于资金循环，降低流动性风险，有效缓解“退出难”问题，畅通“募投管退”良性循环。

综合来看，本轮新规进一步加大对科技创新企业的支持力度，促进并购市场“脱虚向实”、鼓励企业进行符合企业发展需求的产业并购，同时推动并购重组成为畅通A股退市渠道、完善市场生态的重要手段。

“并购六条”以来并购重组市场有哪些进展？

去年我们在《[并购重组手册](#)》中系统梳理了并购重组的基本要素、制度演变历程、政策新取向、市场特征、市场表现，并对发展趋势、未来投资方向等问题予以探讨。当前“并购六条”出台已约8个月，相关政策逐步落地，从并购重组市场进展来看：**规模方面**，根据Wind数据，自2024年9月24日到2025年

5月23日，A股市场新公告并购重组交易1076例，同比增长9.6%，其中：科创板和创业板并购重组359例，同比增长12.9%；重大资产重组135例，同比增长114.3%。**并购类型方面**，A股之间吸收合并45例，同比增长125%；可得数据范围内，竞买方和标的一级行业不同的跨界并购378例，二级行业不同的465例，同比基本持平。**行业方面**，对于全部并购重组和重大资产重组，电子板块均为新案例最多的行业，此外汽车、计算机、机械设备、医药生物、基础化工、电力设备也均排在前列。

如何把握并购重组的投资机遇？

依据本轮政策的重点和近期并购重组趋势，我们更新了四个方面的投资方向供投资者参考¹⁸（需要注意的是，以下投资方向整理全部基于客观量化指标筛选）：**1）科创龙头做优做强**。本轮并购重组政策对科技创新企业进一步加大支持力度，我们根据研发投入、现金比率、市值等指标筛选出一些有一定资金实力、研发投入意愿强的科创类公司。**2）传统板块的产业整合趋势**。结合历史数据，行业集中度偏低的领域，企业并购重组意愿相对较强。按照这个思路我们也整理了一些流动性强、具有一定规模的板块龙头公司。**3）新形势下国央企市值管理意愿有望提升**。并购重组作为市值管理的重要方向之一，从国央企的角度边际意愿有望增加，我们按现金比率、市值、估值等指标梳理了一些估值偏低、现金流较好的国央企公司。**4）未上市企业的多元选择**。近年在IPO环境变化背景下，不少未上市公司也选择并购重组作为公司方向性考量，我们简单整理了一些按公司预披露文件显示的ROE、收入、盈利增速较高的公司供参考（详见报告原文）。

以上观点来自：2025年5月25日中金公司研究部已发布的《并购重组新征程》

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

张歆瑜 联系人 SAC 执证编号：S0080124070034

黄凯松 分析员 SAC 执证编号：S0080521070010 SFC CE Ref: BRQ876

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

魏冬 分析员 SAC 执证编号：S0080523070023 SFC CE Ref: BSV154

刘欣懿 联系人 SAC 执证编号：S0080123070090

¹⁸ 具体筛选方法说明请参考《并购重组手册》，本报告采取的筛选方法与其相同。

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2025.5.26 宏观探市：特朗普2.0“大财政”再进一步
2025.5.31 中国宏观热点速评：出口短期修复，但楼市走弱影响显现——5月PMI点评

固定收益

- 2025.5.26 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
2025.5.26 信用债收益率跟踪周报：理财规模突破前高后继续增长，信用表现好于利率
2025.5.26 专题研究：国企地产债：收益挖掘与分化演绎
2025.5.28 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
2025.5.29 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
2025.5.30 中国利率策略周报：信用强于利率背后是存款流向非银，未来仍需补充货币市场利率
2025.5.30 中国可转债策略周报：零与一之间——Agent眼中的市场

行业

- 2025.5.26 化工：新材料企业估值仍在低位，关注国产化加速的投资机会
2025.5.26 REITs：公募REITs周报（5.19-5.23）：高速公路领涨，指数阶段性新高
2025.5.26 主题研究：光伏周谈 | 产业链价格仍有下行空间，美国众议院通过减税法案（25年第21周）
2025.5.26 交通运输物流：关税和产能压制，2025-2028年航空供给年均增速3.1%
2025.5.26 主题研究：4月逆变器出口金额同环比均增，符合预期
2025.5.27 石油天然气：中国LNG：从全球需求增长中心到全球贸易平衡中心
2025.5.27 汽车及零部件：重卡发展方向求索之五：大缸径发动机乘AIDC基建东风，全产业链国产替代可期
2025.5.27 不动产与空间服务：周评#440：新房、二手房销售量同比延续上周表现
2025.5.27 银行：关税冲击与信贷分化——5月货币流动性跟踪
2025.5.27 电力电气设备：龙头二线融资能力分化，淡季来临或加速出清——光伏主产业链可持续经营梳理
2025.5.27 香港金融：关注HIBOR下行的持续时长和多面影响

- 2025.5.27 主题研究：财务报表底部初现，头部二线经营分化——光伏FY24&1Q25财报总结
- 2025.5.27 轻工日化：中国产业链优势仍存，企业积极应对关税影响
- 2025.5.27 公用事业：电力环保周报：特朗普核电行政令提振市场情绪；江苏6月电价降幅超预期
- 2025.5.28 科技硬件：车载显示：HUD跨越鸿沟加速渗透，虚拟全景显示驱动交互革新
- 2025.5.28 科技：人工智能十年展望（二十三）：AI+陪伴：技术降本×场景升维，提供深度情绪价值
- 2025.5.28 化工：一帆风正劲，关键材料国产化正当时
- 2025.5.29 传媒互联网：在线音乐路演思考：格局稳定，盈利扩增
- 2025.5.29 传媒互联网：海外互联网平台1Q25回顾及展望：大模型VS搜索的预期差
- 2025.5.30 传媒互联网：线上消费品牌指数发布，品牌发展有韧性
- 2025.5.30 医疗健康：心脏瓣膜：关注TAVR放量和二三尖瓣出海机会
- 2025.5.31 传媒互联网：OTA和网约车月报：旅游出行需求坚韧，国内客运量增速有所加快
- 2025.5.31 化工：5月月报：化工价格指数环比回落
- 2025.6.1 日常消费：休闲食品行业系列四：魔芋品类空间广阔

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 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn