



宏观周报

总书记西部调研、汽车以旧换新落地 与美国滞胀再现

——宏观周报（20240422-20240428）

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

相关研究

- **核心观点：**首先，本周重点关注的是总书记西部调研以及汽车以旧换新落地。总书记的步伐从经济大省到中部地区再到西部，逐步形成全国“一盘棋”。在政策层面，大规模设备更新和消费品以旧换新行动逐步实施，汽车以旧换新方案落地，我们预计将有望带来 2510-4645 亿元的汽车消费规模提升，预计占 2024 年限额以上消费品零售总额的 1.3%-2.5%。其次，本周国内外经济数据陆续公布。国内方面，受到需求疲软、价格走低的影响，工业企业盈利读数大幅回落，企业补库意愿不强，宏观“温差”仍待进一步弥合。同时，3月财政收入整体偏弱，虽文旅消费存结构性亮点，但整体收入端承压也对支出形成制约，往后看，预计二季度特别国债、专项债有望加速。海外方面，美国经济增长低于预期，滞胀格局再现，世界经济整体复苏步伐放缓。最后，本周五北上资金大幅净流入创单日历史记录，根据我们对资金的拆解，外资交易型机构的增幅最为明显，其次为配置型机构加仓。背后的逻辑或出于未来经济复苏前景、估值洼地、资金高低切换的交易角度考量，此外，近期日元大幅贬值，部分资金或也受此影响流出日本增加人民币资产配置。
- **总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会。**去年以来总书记调研足迹从经济大省到中部六省再到西部，逐步形成全国一盘棋。总书记在此次调研中有三点关切：一是关注西部地区参与共建“一带一路”。一带一路是总书记的重点关切，一带一路自 2013 年至今取得了较多成就，主要体现在贸易合作量增质升、双向投资成果丰硕以及项目建设稳步推进等方面。二是关注加快建设新型能源体系。提出“加快建设新型能源体系，做大做强一批国家重要能源基地。”三是产业有序转移推进新型工业化。在产业基础方面，中西部和东北地区在能源、化工、装备制造等行业拥有显著优势，这为它们吸引相关产业转移和完善产业链提供了坚实的基础。贸易数据也从侧面印证了我国中西部承接产业转移的潜力。
- **汽车以旧换新方案落地。**本轮符合条件的老旧汽车保有量约 1454.5 万辆。根据中汽研测算，预计此轮报废换新可为国内市场带来 100 万-200 万辆左右增量规模。预计新车和二手车市场将合计带来 2510-4645 亿元的汽车消费规模提升。按照 2024 年较 2023 年增长 5% 的情况测算，预计本次汽车以旧换新有望带动全年限额以上消费品零售总额的 1.3%-2.5%。
- **美国经济增长低于预期，滞胀或再现。**美国公布一季度 GDP 数据，一季度美国季环比年率 1.6%，低于美联储 GDPNow 模型和分析师预期中值。从分项来看，一季度美国私人部门商品消费增长放缓，服务消费增长仍较强，私人部门固定资产投资和非住宅投资增长较稳定，住宅投资增长仍较缓，呈现商品弱、服务强、投资稳的态势。数据公布后，利率期货交易以定价增长和通胀均有韧性为主。
- **宏观数据跟踪。**
- **1) 工业企业利润传递的信号。**规模以上工业企业利润同比增长 4.3%，读数大幅回落。1-3 月，企业盈利读数大幅回落，价格仍是利润走低的主要拖累。后续继续观察几点：一是关注价格变化带来利润分配结构的变化，目前上游利润贡献持续回落，主要受到煤炭、钢铁等行业价格下跌的拖累；中游设备利润占比明显回升；受益于水电煤气等提价，公用事业行业利润占比仍在提升。二是关注全球经济复苏进程，目前或已开启补库周期，但受到国内需求疲软等扰动，内需相关制造业回落显著，出口相关行业体现相对韧性，不过当前工业企业补库意愿仍显不足、库存周期处于底部位置，关注后续宏观与微观、外需与内需“温差”的弥合。
- **2) 财政数据传递哪些信号？**当前公共财政收入整体表现偏弱，主要受名义 GDP 偏低、前期减税政策等影响承压，但文旅消费活力释放、出口退税巩固稳外贸大局为收入增长提供动能。而收入端承压进一步制约支出端发力，赤字被动增加。3 月广

义财政支出明显回落，专项债发行进度偏慢、无增发国债支撑、落实过紧日子要求等拖累支出进度，如新增专项债发行进度仅达 17% 明显落后过去几年。预计二季度特别国债、专项债有望加快落地、加快发行节奏，届时支出端将形成支撑。

- **3) 风险偏好较低，货基、纯债、被动权益类规模扩张势头突出。** 资金风险偏好较低，货基、纯债、被动权益类基金的规模扩张势头突出，其余各类型均出现不同程度缩水，货币市场型基金单季度规模扩张超过万亿。
- **4) 今年预计会成为史上最忙“五一”。** “五一”假期境内机场日均起降 3 万架次，预计会成为史上最忙“五一”。长途游订单占比超过一半，出境游、入境游订单增长更为明显。
- **5) 本周北上资金大幅净流入 258 亿元，外资交易型机构增配较多。** 按照托管机构划分资金的性质拆分，近期外资交易型机构的增幅最为明显，或是出于估值洼地、资金高低切换的交易角度。此外，近期日元大幅贬值，部分资金或受此影响流出日本增加人民币资产的配置。另外，配置型机构也小幅加仓，长线资金或是出于看好未来国内经济增长、行业政策的影响增配。
- **投资建议：股市：** 随着年报、季报披露披露期的临近，市场或回归基本面、回归公司内在价值，优先关注全球定价的资源品与景气反转板块，方向上：1) 优质红利资产作为底仓的配置价值逐渐显现；2) 与新质生产力、AI 题材等相关的成长方向仍有活跃基础，但近期调整压力较大，其中有业绩支撑的标的或更具韧性；3) 业绩披露期，适当加大对蓝筹白马的配置可以稀释一定的业绩风险影响；4) 出口订单好转指向的出口链机会以及全球制造业复苏下的顺周期机会。
- **债市：** 后续债市或继续围绕供给博弈：临近跨月资金利率上行，央行逆回购保持散量，或体现出央行有意压降债市杠杆。但长期配置资金依然充足，跨月只会是短期的暂时性扰动。开年以来地方债发行偏慢或是由于去年四季度增发一万亿国债对项目计划产生扰动，部分储备项目通过增发国债解决了资金需求，进而导致今年开年以来地方财政可能面临项目有限无法快速发债的情况。近期发改委表示 2024 年专项债初筛工作已经完成，后续专项债发行有望提速。
- **商品：** 原油短期在地缘政治的扰动之下，预计仍将对供应端形成制约，供给收紧、需求偏强之下，后续油价总体或仍以高位震荡为主。金价受到中东局势暂缓的影响，避险情绪趋缓带动金价回调。在黑色系方面，预计随着全球经济复苏深入以及国内项目加速落地有望带动需求回暖改善当前走势。此外，全球降息周期渐行渐近或也将为大宗商品市场带来一定的流动性。
- **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. 总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会	6
1.2. 汽车以旧换新方案落地	9
1.3. 美国经济增长低于预期，滞胀或再现	10
2. 宏观数据观察	13
2.1. 工业企业利润传递哪些信号？	13
2.2. 财政数据传递哪些信号？	15
2.3. 资金风险偏好较低，货基、纯债、被动权益类规模扩张势头突出	18
2.4. 五一消费前瞻：长线游占比过半，演唱会、音乐节等成为旅游风向标	19
2.5. 北上：北上单日流入创纪录，外资交易型机构增配较多	20
3. 大类资产表现	23
3.1. 股市	23
3.2. 债市	25
3.3. 大宗商品	25
4. 投资建议及下周关注	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 2023 年西部地区风电年产量占全国比重为 42.5%	8
图 2: 2023 年西部地区水电年产量占全国比重为 75.8%	8
图 3: 2022 年西部地区有色金属冶炼及压延加工业资产总计占全国总资产的 33%	8
图 4: 企业盈利读数大幅回落, 价格仍是利润走低的主要拖累	13
图 5: 上、中、下游营业收入变化趋势	13
图 6: 上、中、下游利润总额变化趋势	13
图 7: 内需相关制造业明显回落	14
图 8: 出口相关行业体现相对韧性	14
图 9: 库存小幅上行但仍在低位	15
图 10: 税收收入与非税收入分化	16
图 11: 受减税政策影响, 增值税、印花税增长承压	16
图 12: 支出强度回落	17
图 13: 基建类仍保持较高支出强度	17
图 14: 专项债发行进度偏慢, 对支出形成约束	18
图 15: 地产小阳春缺席, 收入疲软制约地方政府性基金预算支出	18
图 16: 数据公布前美联储 GDPNow 模型为 2.7%	11
图 17: 数据公布前分析师预期中值为 2.5%	11
图 18: 美国私人消费数量与趋势	12
图 19: 美国私人投资数量与趋势	12
图 20: 当前 FEDWATCH 工具显示 9 月累计降息概率为 72%	12
图 21: 五一假期飞机起降架次情况预测	20
图 22: 北上持股量变化 (4 月 26 日当周相较 4 月 19 日当周)	21
图 23: 北上持仓市值变化 (4 月 26 日当周相较 4 月 19 日当周)	21
图 24: 配置型机构持股量变化情况	21
图 25: 配置型机构持仓市值变化情况	21
图 26: 外资交易型机构持股量变化情况	21
图 27: 外资交易型机构持仓市值变化情况	21
图 28: 内资交易型机构持股量变化情况	22
图 29: 内资交易型机构持仓市值变化情况	22
图 30: 本周全球资本市场表现 (涨跌幅)	23
图 31: 日均成交金额情况	23

图 32: 陆股通资金流入流出情况	23
图 33: 风格行业近期涨跌幅表现 (%)	24
图 34: 换手率 TOP5 行业变化	24
图 35: 本周行业板块资金流入流出情况	24
图 36: 利率走势情况	25
图 37: 资金价格走势情况	25
表 1: 2023 年以来总书记调研足迹	6
表 2: 一带一路在贸易、投资和基建方面的成就	7
表 3: 全国承接产业转移示范区的 4 个典型案例	9
表 4: 上、中、下游利润占比变化趋势	14
表 5: 各标准下的车辆保有量情况	9
表 6: 本次汽车以旧换新活动提升规模测算	10
表 7: 各类基金市场规模情况	19
表 8: 大宗商品价格情况	25
表 9: 下周重点关注的宏观数据和财经事件	26

1. 热点聚焦

1.1. 总书记主持召开新时代推动西部大开发座谈会

两会后总书记再度开启调研，足迹涉及重庆市、湖南长沙市和湖南常德市。2024年3月6日，习近平总书记看望参加全国政协会议的民革、科技界、环境资源界委员，并参加联组会，听取意见和建议。在会上，总书记再提“调查研究”：“人民政协各党派、各团体、各族各界各方面人士要围绕中共二十大提出的重大战略任务和中央经济工作会议部署，深入调查研究，积极建言资政，广泛凝聚共识，助力中国式现代化建设。”2024年3月18日至今，习近平总书记分别到湖南长沙、湖南常德和重庆市考察调研。2024年4月23日，习近平在重庆主持召开新时代推动西部大开发座谈会强调：“进一步形成大保护大开放高质量发展新格局，奋力谱写西部大开发新篇章。”

2023年3月中共中央办公厅印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》，党的十八大以来，习近平总书记高度重视调查研究工作，在不同场合反复强调调查研究的重要性，一系列重要讲话和重要指示，为全党大兴调查研究、做好各项工作提供了根本遵循。我们梳理了2023年以来总书记的调研足迹，整体来看，去年以来总书记调研足迹从经济大省到中部六省再到西部，逐步形成全国一盘棋。

表 1：2023 年以来总书记调研足迹

时间	调研地点	内容
2023 年 12 月 14 日	广西来宾市	到来宾市国家现代农业产业园黄安优质“双高”糖料蔗基地和东糖凤凰有限公司，了解甘蔗良种繁育、种植收成、糖产业发展等情况
2023 年 12 月 14 日	广西南宁市	到中国—东盟信息港股份有限公司和良庆区蟠龙社区，围绕中国—东盟经贸合作和信息化建设应用，健全城市社区治理体系、加强民族团结工作等进行实地调研
2023 年 11 月 28 日至 12 月 2 日	上海	考察上海期货交易所、上海科技创新成果展、闵行区新时代城市建设者管理者之家，了解上海增强国际金融中心竞争力、推进国际科技创新中心建设、保障性租赁住房建设情况
2023 年 10 月 11 日	江西九江市	先后考察了长江国家文化公园九江城区段、中国石化九江分公司，了解当地长江国家文化公园建设、长江岸线生态修复、石化企业转型升级绿色发展等情况。
2023 年 10 月 10 日	江西景德镇市、上饶市	到景德镇陶阳里历史文化街区、昌河飞机工业（集团）有限公司和上饶市婺源县秋口镇王村石门自然村，了解陶瓷文化保护传承、企业技术创新及湿地公园生态保护、推进乡村振兴等情况
2023 年 9 月 20 日	浙江绍兴市	到枫桥经验陈列馆，重温“枫桥经验”诞生演进历程，了解新时代“枫桥经验”创新发展情况，并前往浙东运河文化园，了解古运河发展演变历史和大运河保护及大运河国家文化公园建设等情况
2023 年 9 月 20 日	浙江金华市	考察了义乌市后宅街道李祖村、义乌国际商贸城，了解当地因地制宜发展特色产业、推进乡村振兴和发展对外贸易、推动高质量发展等情况
2023 年 7 月 25 日至 7 月 26 日	四川省广元市、德阳市	考察了翠云廊古蜀道、三星堆博物馆，了解当地推进历史文化遗产、加强生态文明建设和历史文化遗址发掘研究、文物保护修复等情况
2023 年 7 月 7 日	江苏南京市	考察了紫金山实验室、南瑞集团有限公司，了解推进重大科技任务攻关、先进制造业集群发展、推动高质量发展等情况
2023 年 7 月 5 日至 7 月 6 日	江苏苏州市	来到苏州工业园区展示中心、苏州华兴源创科技股份有限公司、平江历史文化街区，了解高科技园区建设和发展、企业科技创新和历史文化名城保护等情况
2023 年 6 月 7 日	内蒙古	调研边境管控和边防部队建设情况时强调：加强部队全面建设 提高边境防卫管控能力 努力锻造卫国戍边钢铁长城
2023 年 5 月 12 日	河北省石家庄市	考察了中国电科产业基础研究院、石家庄市国际生物医药园规划展馆，了解企业研发生产和当地推动生物医药产业发展等情况
2023 年 5 月 11 日	河北省沧州市	考察了黄骅市旧城镇仙庄片区旱碱地麦田、黄骅港煤炭港区，了解当地旱碱麦种植推广及产业化、港区生产经营及发展规划等情况
2023 年 4 月 12 日	广东省广州市	考察了乐金显示广州制造基地、广汽埃安新能源汽车股份有限公司，了解当地推进高水平对外开放、推动制造业高质量发展，以及企业推进科技创新、打造自主品牌等情况，并同企业代表、科研人员、一线职工等交流

2023年4月11日	广东省茂名市	考察荔枝种植园、龙眼荔枝专业合作社，了解当地发展荔枝等特色种植业、推进乡村振兴等情况
2023年4月10日	广东省湛江市	考察了国家863计划项目海水养殖种子工程南方基地、麻章区湖光镇金牛岛红树林片区、徐闻港、环北部湾广东水资源配置工程

资料来源：中国政府网，新华社等，德邦研究所

总书记在此次调研中有三点关切：

一是关注西部地区参与共建“一带一路”。在两会后的调研中，总书记在湖南长沙强调“加快发展新质生产力、扩大高水平对外开放”。在重庆强调“要坚持以大开放促进大开发，提高西部地区对内对外开放水平。大力推进西部陆海新通道建设，推动沿线地区开发开放，深度融入共建‘一带一路’”。一带一路是总书记的重点关切，一带一路自2013年至今取得了较多成就，主要体现在贸易合作量增质升、双向投资成果丰硕以及项目建设稳步推进等方面。

表 2：一带一路在贸易、投资和基建方面的成就

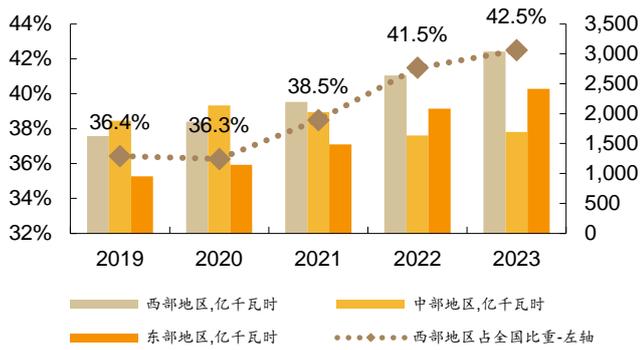
方向	成就
贸易	2013年到2022年，我国与共建国家的货物贸易累计规模达到19.1万亿美元，实现年均6.4%的增速，这个增速既高于同期我国外贸整体增速，也高于同期全球贸易增速。中国是110多个共建国家的主要贸易伙伴，已经与20个共建国家签署了14个自贸协定，贸易自由化便利化水平在不断提升
投资	2013年到2022年，我国与共建国家的累计双向投资超过3800亿美元，其中对共建国家的直接投资超过2400亿美元，涵盖经济社会发展的多个领域。我国还与共建国家合作建设了一系列的经贸合作区，截至2022年底累计投资已经超过600亿美元。同时，共建国家也积极投资中国，共享中国的发展机遇，十年来累计对华投资超过1400亿美元，在华新设的企业接近6.7万家
基建	2013年到2022年，我国在共建国家的承包工程年均完成营业额大约1300亿美元，建设了中老铁路、雅万高铁、蒙内铁路等一系列标志性项目，有效改善了东道国的基础设施条件，大幅提升了互联互通水平。同时，我国实施了菌草等一系列惠民生的“小而美”项目。大力推进绿色化、数字化发展合作，去年前8个月，我国与共建国家新签的节能环保类项目合同额同比增长22%

资料来源：经济参考报，德邦研究所

二是关注加快建设新型能源体系。2024年4月23日，习近平总书记在重庆主持召开新时代推动西部大开发座谈会时强调“优化国土空间开发保护格局，加强生态环境分区管控，加快推进重要生态系统保护和修复重大工程，打好“三北”工程三大标志性战役。大力推动传统产业节能降碳改造，有序推进煤炭清洁高效利用。完善生态产品价值实现机制和横向生态保护补偿机制”“加快建设新型能源体系，做大做强一批国家重要能源基地。”近年来，我国新能源发展成效显著，装机规模稳居全球首位，发电量占比稳步提升，成本快速下降。其中，流域水风光一体化正在成为一个新的发展方向。流域水风光一体化是指依托流域梯级水电、水电扩机和抽水蓄能开发，通过充分挖掘水电调节能力，实现水电、风电、光伏发电互补开发。加快实施流域水风光一体化开发，具有十分重要的意义。

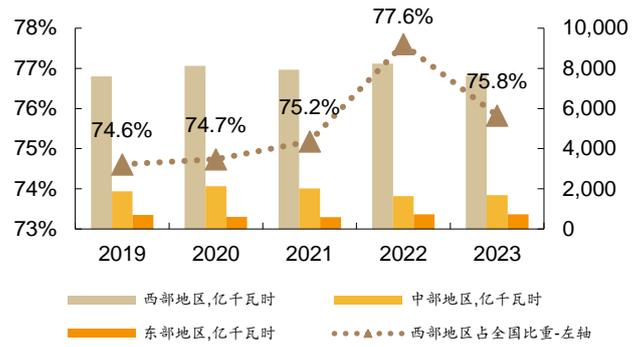
2019年-2023年，西部地区风电产量从1624.1亿千瓦时上升到3036.3亿千瓦时，占全国的比重上升6.1%；水电产量从7589.8亿千瓦时上升到7626亿千瓦时，占全国的比重从74.6%上升到77.6%，随后滑落至75.8%。总体来看，西部地区清洁电力产业发展迅速，是我国新能源发电的主要承载区。特别是在国家“双碳”战略指引下，“到西部去”已成为新能源产业的优先选择，“自然+政策”优势叠加，西部新能源产业大有可为。

图 1：2023 年西部地区风电年产量占全国比重为 42.5%



资料来源：Wind，德邦研究所

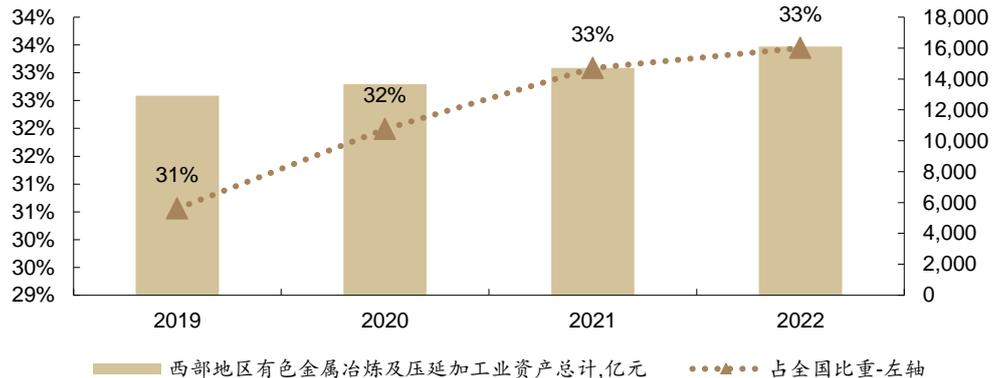
图 2：2023 年西部地区水电年产量占全国比重为 75.8%



资料来源：Wind，德邦研究所

2019 年-2022 年，西部地区有色金属冶炼及压延加工业稳步提升，2022 年总资产达 16109.7 亿元，占全国比重达 33.45%。西部大开发十三五规划中强调“加强有色金属、战略性新兴产业、盐湖等资源的勘探开发、冶炼分离、精深加工和综合利用。”立足资源禀赋和产业基础，西部地区大力推进传统产业转型升级，资源深加工特色优势产业不断壮大。

图 3：2022 年西部地区有色金属冶炼及压延加工业资产总计占全国总资产的 33%



资料来源：Wind，德邦研究所

注：西部地区有色金属冶炼及压延加工业资产总计数据中不包含青海省和西藏地区

三是产业有序转移推进新型工业化。2024 年 4 月 23 日，习近平总书记在重庆主持召开新时代推动西部大开发座谈会时强调“加强管网互联互通，提升‘西电东送’能力。”一方面，中西部和东北地区具有承接产业转移的区位和禀赋优势。随着“一带一路”倡议的深入实施，中西部地区的对外开放优势愈发明显，为该地区带来了前所未有的发展机遇。东北地区作为我国面向东北亚开放的关键门户，在推动区域合作和促进国内外经济循环中扮演着举足轻重的角色。在产业基础方面，中西部和东北地区在能源、化工、装备制造等行业拥有显著优势，这为它们吸引相关产业转移和完善产业链提供了坚实的基础。以甘肃为例，甘肃省作为我国重要的能源和原材料工业基地，拥有丰富的矿产资源，尤其在金属新材料、核工业和航空航天等产业领域具有竞争优势。东北三省则作为国家重要的装备制造基地，以其完备的产业门类和高集中度而著称。成本优势也是中西部和东北地区吸引产业转移的重要因素。这些地区的土地和劳动力成本相对较低，为产业转移提供了有力的竞争优势。另一方面，贸易数据也从侧面印证了我国中西部承接产业转移的潜力。根据中国电子信息产业发展研究院测算，选取中部六省和西部十

二省的出口数据进行分析，与墨西哥、越南、印度、印度尼西亚和泰国等国家相比较，可以发现在 2018 至 2022 年间，中西部地区的产业转移速度甚至超过了这些国家。具体数据显示，2018 年中西部地区的出口总额为 4130.0 亿美元，分别是墨西哥的 0.9 倍、越南的 1.7 倍和印度的 1.3 倍；而到了 2022 年，这一数字增长至 7354.6 亿美元，变为墨西哥的 1.3 倍、越南的 1.6 倍和印度的 1.6 倍。整体来看，贸易数据也从侧面印证了我国中西部承接产业转移的潜力。

表 3：全国承接产业转移示范区的 4 个典型案例

案例	优势
皖江城市带承接产业转移示范区	示范区把承接产业转移与引导资源优化配置结合起来，引进京东方、长鑫电子、维信诺、联宝、蔚来、大众等一批国内外领军企业，布局建设一批百亿级重大项目，带动上下游企业快速集聚，形成“龙头企业—重大项目—产业链—产业集群”的产业发展路径，培育形成一批具有重要影响力的产业集群
重庆沿江承接产业转移示范区	充分发挥龙头企业“卫星效应”。充分发挥龙头企业在产业集群公共平台建设、知识创造与扩散、创新激励与带动、品牌扩展与声誉建立维护等方面的优势，发挥产业集聚效应，吸引一批行业相关企业及上下游配套企业跟进转移
湘南湘西承接产业转移示范区	明确示范区 6 市州产业承接重点，制定园区重点承接产业指导目录，引导示范区产业科学布局、错位发展，衡阳市重点承接装备制造和新能源产业，郴州市重点承接资源精深加工产业，永州市重点承接智能制造产业，邵阳市重点承接新型显示器件产业，怀化市重点承接汽车零部件产业，湘西州重点承接养殖业和新材料产业
晋陕豫黄河金三角承接产业转移示范区	培育主导产业集群示范区立足本地产业基础和资源禀赋特色，明确产业承接和发展方向，绘制主导产业招商图谱，重点围绕新材料、现代黄金、精细化工等主导产业，实施工业产业链提质工程，承接了一批产业关联度大、市场竞争能力强、辐射带动面广、产品附加值高的项目

资料来源：国家发展改革委微信公众号，德邦研究所

1.2. 汽车以旧换新方案落地

4 月 26 日，商务部、财政部等 7 部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》。对报废燃油乘用车并购买燃油乘用车的，补贴 7000 元，对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 1 万元。

汽车以旧换新补贴资金由中央财政和地方财政总体按 6:4 比例共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按 5:5 比例分担，对中部省份按 6:4 比例分担，对西部省份按 7:3 比例分担。前期央行出台《关于调整汽车贷款有关政策的通知》，支持自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例理论上可达到 100%，即实现“0 首付”，发挥金融对汽车以旧换新的促进作用。

对于国三及以下排放的乘用车，都有超过 13 年的车龄时间，车辆状况差、排放污染严重；对于国四排放的车辆，也有平均 10 年左右的车龄；对于新能源车来说，2018 年产的新能源车也是有 6 年的时间，新能源车技术已较为落后。

表 4：各标准下的车辆保有量情况

排放标准	保有量 (万辆)	保有量占比
国三及以下	1583	6.0%
国四	6897	26.3%
国五	8710	33.2%
国六	7692	29.3%
纯电动车	1340	5.1%
总计	26223	100.0%

资料来源：智通财经，德邦研究所

据智通财经，国三及以下排放标准燃油乘用车保有量约 1583 万辆。据机动车上险数据统计，截至 2023 年底，国三及以下排放标准燃油乘用车保有量约 1370.8 万辆，车龄超 6 年以上的新能源乘用车保有量约 83.7 万辆，符合条件的老旧汽车保有量约 1454.5 万辆。根据中汽政研测算，预计此轮报废换新可为国内市场带来 100 万-200 万辆左右增量规模。

1) 新车方面，随着纯电、混合动力和增程式新能源汽车市占率的提升，近几年的车市价格呈现持续上升的态势。根据乘联会数据，2018 年新车平均售价为 13.4 万元，2020 年 15.3 万。按照 2024 年 17.6 万元/辆的均价测算，老旧车辆报废更新有望带来 1760 亿-3520 亿元左右消费规模提升。

2) 二手车方面，假设老旧汽车中的 20%-30% 流入二手车市场，按照每辆二手车平均价格 2.5 万元计算，为二手车市场有望带来约 750-1125 亿元的消费规模提升。

因此，新车和二手车市场将合计带来 2510-4645 亿元的汽车消费规模提升。按照 2024 年较 2023 年增长 5% 的情况测算，预计本次汽车以旧换新有望带动全年限额以上消费品零售总额的 1.3%-2.5%。

表 5：本次汽车以旧换新活动提升规模测算

	条件	规模测算
报废换新	符合条件的老旧汽车保有量，万辆	1500
	此轮报废换新增量，万辆	100-200
	新车均价，万元	17.6
	潜在消费规模，亿元	1760-3520
二手车市场	老旧汽车流入二手车市场比例	20%-30%
	此轮二手车增量，万辆	300-450
	二手车均价，万元	2.5
	潜在消费规模，亿元	750-1125
换新+二手	消费规模提升，亿元	2510-4645
2023 年	实际限额以上消费品总额，亿元	178563
	预计增速	5%
2024 年	预测限额以上消费品总额，亿元	187491
消费规模增量/限额以上消费品总额		1.3%-2.5%

资料来源：智通财经，重庆市汽车商业协会等，德邦研究所测算

1.3. 美国经济增长低于预期，滞胀或再现

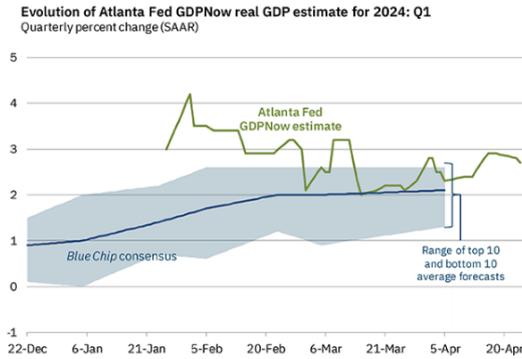
北京时间 4 月 25 日晚，美国公布一季度 GDP 数据，一季度美国季环比年率 1.6%，低于美联储 GDPNow 模型预测 2.7%，也低于分析师预期中值的 2.5%，前值 3.4%。

图 4：数据公布前美联储 GDPNow 模型为 2.7%

Latest estimate: 2.7 percent -- April 24, 2024

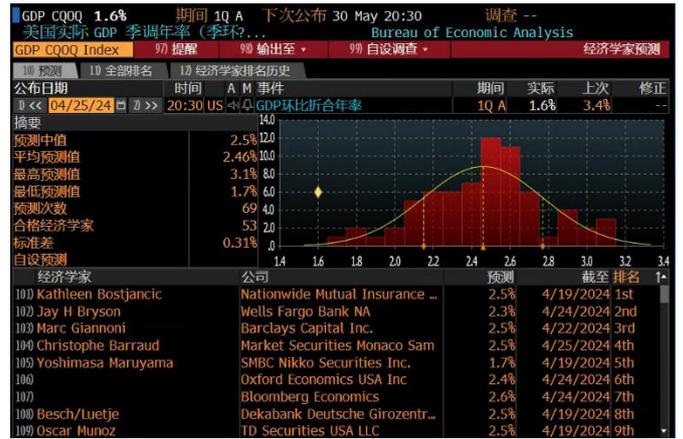
The GDPNow model estimate for real GDP growth (seasonally adjusted annual rate) in the first quarter of 2024 is 2.7 percent on April 24, down from 2.9 percent on April 16. After recent releases from the US Census Bureau and the National Association of Realtors, the nowcasts of first-quarter real personal consumption expenditures growth and first-quarter real gross private domestic investment growth decreased from 3.5 percent and 3.7 percent, respectively, to 3.3 percent and 3.5 percent.

This is the last GDPNow forecast for the first quarter. The first GDPNow forecast for the second quarter will be on Friday, April 26.



资料来源：亚特兰大联储 GDPNow，德邦研究所

图 5：数据公布前分析师预期中值为 2.5%



资料来源：Wind，德邦研究所

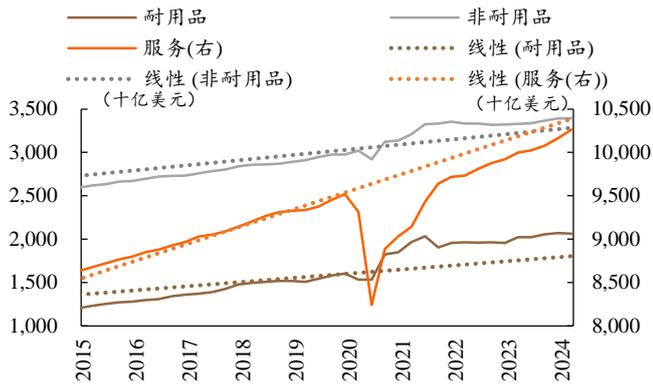
从分项来看，一季度美国私人部门商品消费增长放缓，服务消费增长仍较强，私人部门固定资产投资和非住宅投资增长较稳定，住宅投资增长仍较缓。从环比拉动来看，商品消费动能减弱，对 GDP 环比拉动从 23Q4 的 0.67% 下降至 -0.09%，这也体现在进口方面，商品进口对 GDP 环比拉动从 23Q4 的 -0.14% 下降至 -0.74%，商品消费动能衰减是 24Q1 美国 GDP 环比不及预期的主要原因。

另一方面，伴随着商品消费动能减弱，投资项下的私人存货对 GDP 环比也构成拖累，24Q1 为 -0.35%。表现最为强劲的是服务消费，24Q1 私人部门服务消费对 GDP 环比拉动为 1.78%，较 23Q4 的 1.54% 进一步上升，连续四个季度拉动提升，且 24Q1 私人部门服务消费对 GDP 环比拉动超过了整体 GDP 环比 (1.7%)，从趋势上看，服务消费较疫情前趋势仍有一定缺口，后续或仍有增长动能。

投资方面，私人部门投资对增长的贡献有所提升，24Q1 私人部门固定资产投资对 GDP 环比拉动为 0.91%，高于 23Q4 的 0.61%，设备、知识产权、住宅投资对 GDP 环比拉动率都较 23Q4 有所抬升，仅私人存货对 GDP 环比拉动在食品消费动能减弱的情况下继续为负，但拖累幅度有所减弱。

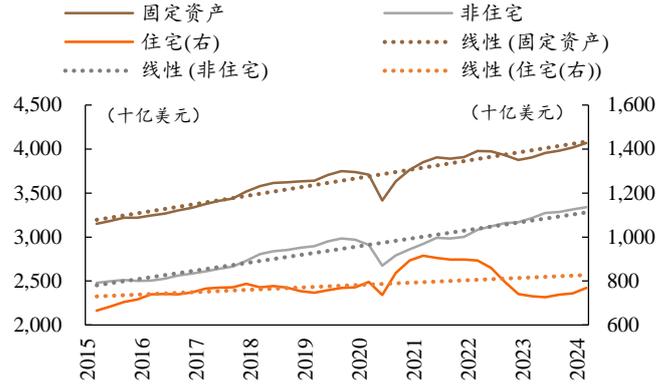
整体来看，美国一季度经济表现出商品弱、服务强、投资稳的态势。对 GDP 环比拖累最大的商品进口和私人存货投资两项都是高波动项，合计拖累 24Q1 GDP 环比达 1.09 个百分点，基本解释了实际 GDP 与市场预期和模型预测的差距，扣除高波动项后美国经济增长仍较稳定。

图 6：美国私人消费数量与趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：美国私人投资数量与趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

数据公布后，利率期货交易以定价增长和通胀均有韧性为主。市场交易层面，对美国一季度 GDP 数据低于预期并没有做出衰退交易，反而主要以定价通胀韧性为主，数据公布后年内降息预期进一步延后，当前，FEDWATCH 工具显示的利率期货交易隐含交易员预期对 9 月降息的预期（累计概率）从一周前的 94% 下降至当前的 72%，对 11 月降息的预期（累计概率）从一周前的 83.1% 上升至 94.5%。

图 8：当前 FEDWATCH 工具显示 9 月累计降息概率为 72%

CME FEDWATCH TOOL - CUMULATIVE MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1	0.00%	0.00%	2.36%	97.64%
2024/6/12	0.00%	0.00%	11.27%	88.73%
2024/7/31	0.00%	0.00%	34.00%	66.00%
2024/9/18	0.00%	0.00%	72.00%	28.00%
2024/11/7	0.00%	0.00%	94.53%	5.47%
2024/12/18	0.00%	33.21%	66.79%	0.00%
2025/1/29	0.00%	62.00%	38.00%	0.00%
2025/3/19	0.00%	99.10%	0.90%	0.00%
2025/4/30	26.00%	74.00%	0.00%	0.00%

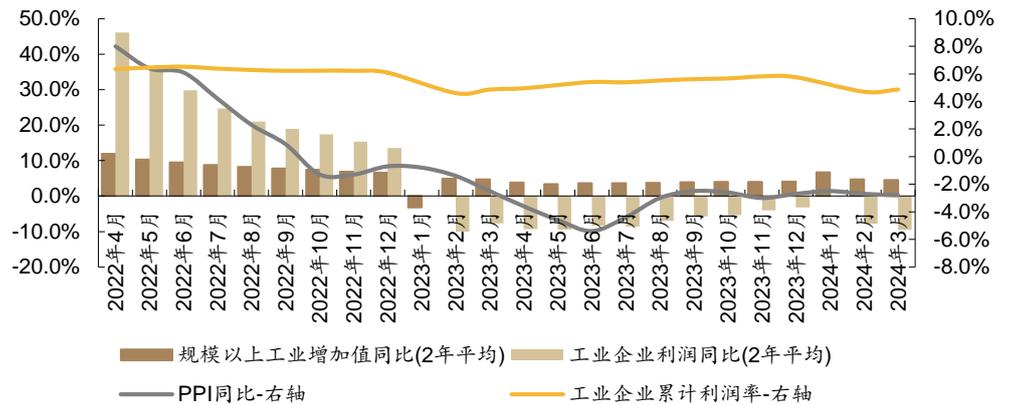
资料来源：CME，德邦研究所

2. 宏观数据观察

2.1. 工业企业利润传递哪些信号？

企业盈利读数大幅回落，价格仍是利润走低的主要拖累。1-3月，规模以上工业企业利润同比增长4.3%，读数大幅回落。为了剔除基数效应的影响，我们辅以两年平均增速来观察量、价、利。量方面，1-3月，规模以上工业增加值累计增长6.1%，2年平均增速为4.5%，超季节性回落。价方面，3月，PPI当月同比增长为-2.8%，工业品价格跌幅扩大指向需求仍旧不足。利方面，1-3月，工业企业利润总额累计增长4.3%，2年平均增速为-9.5%，跌幅进一步扩大，工业企业利润率累计增长4.9%，主要还是受到了价格端的拖累扩大。

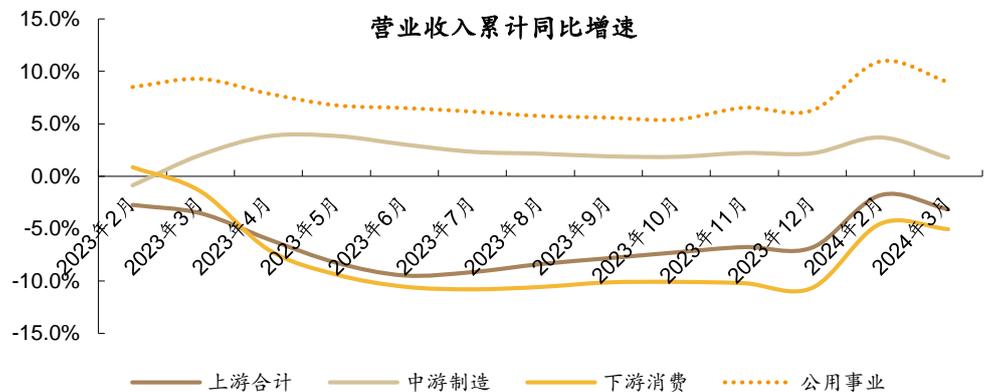
图9：企业盈利读数大幅回落，价格仍是利润走低的主要拖累



资料来源：Wind，德邦研究所

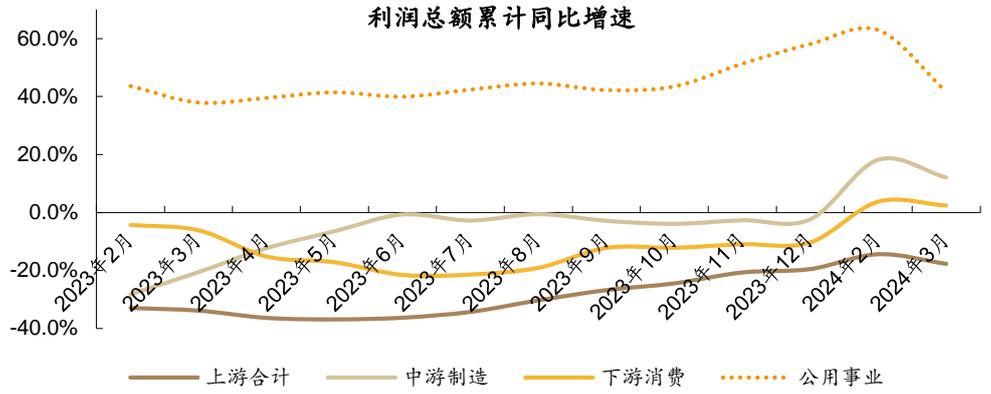
一是上游利润贡献持续回落，公用事业修复显著。营收来看，上游合计、中游制造、下游消费、公用事业累计营业收入分别同比增长-3.1%、1.8%、-5.1%、9.0%；利润来看，上游、中游、下游、公用事业累计利润总额分别同比增长-17.7%、12.1%、2.4%、41.7%；利润占比来看，上游、中游、下游、公用事业利润占比分别为37.8%、29.3%、20.1%、12.8%，上游利润贡献持续回落，主要受到煤炭、钢铁等行业价格下跌的拖累；中游设备利润占比明显回升；受益于水电煤气等提价，公用事业行业利润占比仍在提升。

图10：上、中、下游营业收入变化趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

图11：上、中、下游利润总额变化趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

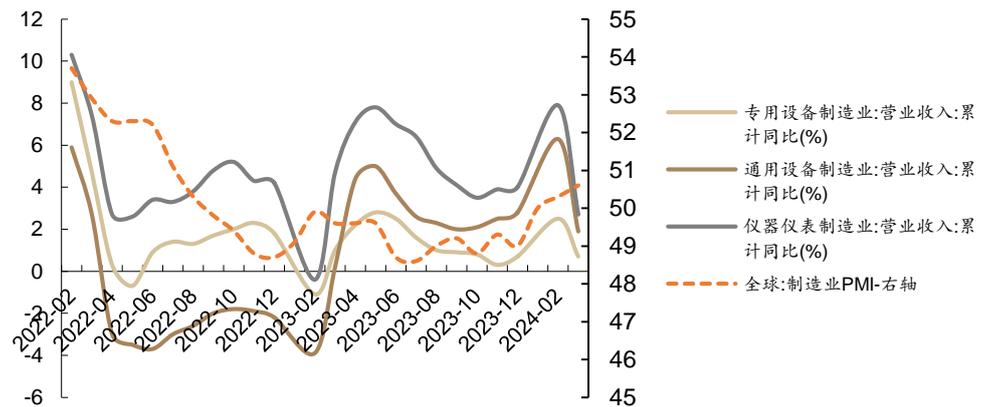
表 6：上、中、下游利润占比变化趋势

大类	同比变化, pct	环比变化, pct	2024 年 3 月	2024 年 2 月	2023 年 12 月	2023 年 11 月
上游合计	7.8	-1.2	37.8%	39.0%	41.1%	41.9%
中游制造	-3.4	3.9	29.3%	25.4%	34.6%	33.7%
下游消费	-0.6	-3.2	20.1%	23.3%	15.5%	15.0%
公用事业	-3.8	0.5	12.8%	12.3%	8.9%	9.4%

资料来源：Wind，德邦研究所

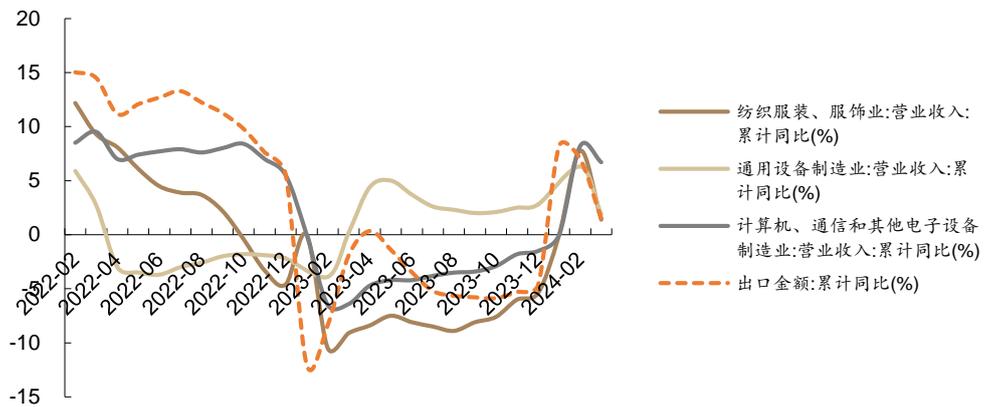
二是全球经济复苏,但受到国内需求疲软等扰动,内需相关制造业回落显著,出口相关行业体现相对韧性。3月,专用设备制造业、通用设备制造业、仪器仪表制造业累计营业收入分别同比增长 0.7%、1.9%、2.7%,较上期降低 1.8 个百分点、4.4 个百分点、5.2 个百分点。出口相关行业体现相对韧性,纺织服装、计算机通信和其他电子行业营业收入增速分别为 1.4%和 6.7%,较上期降低 6.4 个百分点、1.5 个百分点。

图 12：内需相关制造业明显回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：出口相关行业体现相对韧性



资料来源：Wind，德邦研究所

三是工业企业补库意愿不足，中美库存周期仍处于底部位置。3月，工业企业产成品存货同比增速回升0.1个百分点至2.5%，目前或已开启补库周期，但受到需求疲软、地缘扰动等因素影响，工业企业补库意愿不足，中美库存周期仍处于底部位置。

图 14：库存小幅上行但仍在低位



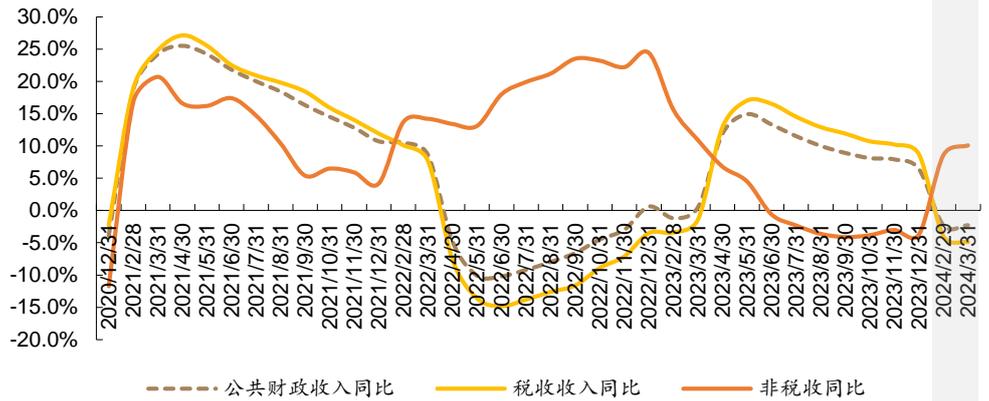
资料来源：Wind，德邦研究所

当前企业盈利读数大幅回落，价格仍是利润走低的主要拖累。后续继续观察几点：一是关注价格变化带来利润分配结构的变化，目前上游利润贡献持续回落，主要受到煤炭、钢铁等行业价格下跌的拖累；中游设备利润占比明显回升；受益于水电煤气等提价，公用事业行业利润占比仍在提升。二是关注全球经济复苏进程，目前或已开启补库周期，但受到国内需求疲软等扰动，内需相关制造业回落显著，出口相关行业体现相对韧性，不过当前工业企业补库意愿仍显不足、库存周期处于底部位置，关注后续宏观与微观、外需与内需“温差”的弥合。

2.2. 财政数据传递哪些信号？

公共财政收入整体表现偏弱。一季度，全国一般公共预算收入 60877 亿元，同比下降 2.3%，主要受到去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的部分减税政策翘尾减收等因素影响。分中央和地方看，2024 年第一季度，中央一般公共预算收入 25805 亿元，同比下降 6.5%；地方一般公共预算本级收入 35072 亿元，同比增长 1%。分税收和非税收入看，一季度，全国税收收入 49172 亿元，同比下降 4.9%；非税收入 11705 亿元，同比增长 10.1%。

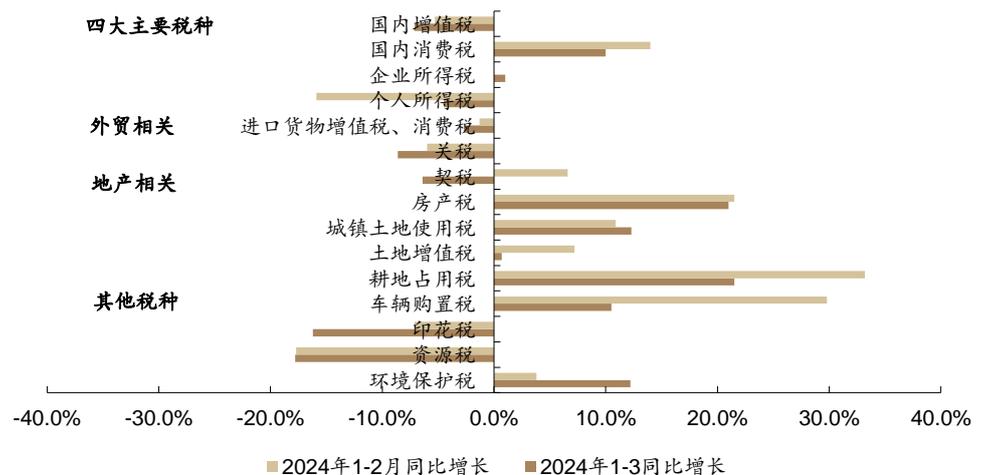
图 15：税收收入与非税收入分化



资料来源：Wind，德邦研究所

从主要税种来看，国内增值税 20049 亿元，同比下降 7.1%；国内消费税 5111 亿元，同比增长 10%；企业所得税 11780 亿元，同比增长 1%；个人所得税 4240 亿元，同比下降 4.5%。增值税、印花税主要受到前期实施的减半征收证券交易印花税、对先进制造业企业增值税收加计抵减以及提高部分行业企业研发费用税前加计扣除比例等减税政策的影响承压。

图 16：受减税政策影响，增值税、印花税增长承压

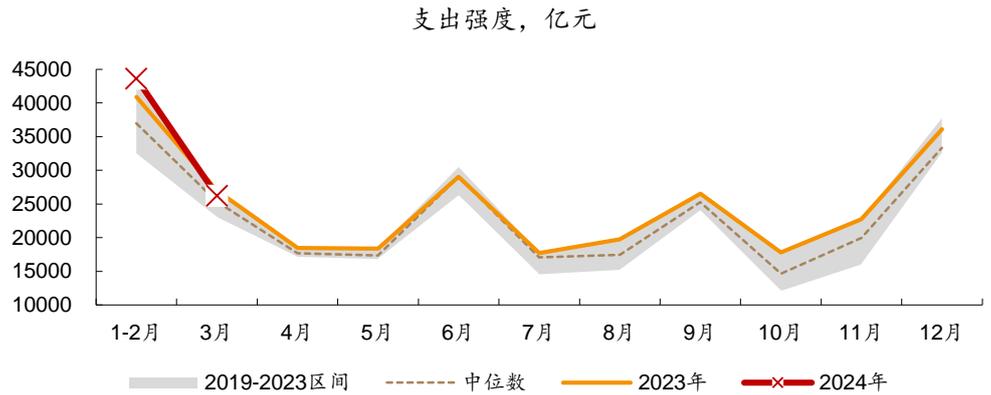


资料来源：Wind，德邦研究所

文旅消费活力不断释放为收入增长提供动能。与居民消费关联性较高的住宿和餐饮业税收增长 44.7%，文化、体育和娱乐业税收收入增长 26.7%，交通运输、仓储和邮政业税收收入增长 6.8%，零售业税收收入增长 5.7%。出口退税巩固稳外贸大局，一季度出口金额同比增长 1.5%，出口退税金额同比上涨 19.8%。地产方面，契税 1511 亿元，同比下降 6.4%；房产税 1051 亿元，同比增长 21%；城镇土地使用税 619 亿元，同比增长 12.3%；土地增值税 1815 亿元，同比增长 0.7%。

收入端承压制约支出端发力，赤字被动增加。一季度支出增长速度较前几年有所放缓，一是收入承压制约支出发力，二是 3 月支出并无增发国债支撑，三是体现各部门严格落实过紧日子要求。2024 年第一季度，全国一般公共预算支出 69856 亿元，同比增长 2.9%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出 8004 亿元，同比增长 10.5%；地方一般公共预算支出 61852 亿元，同比增长 1.9%。

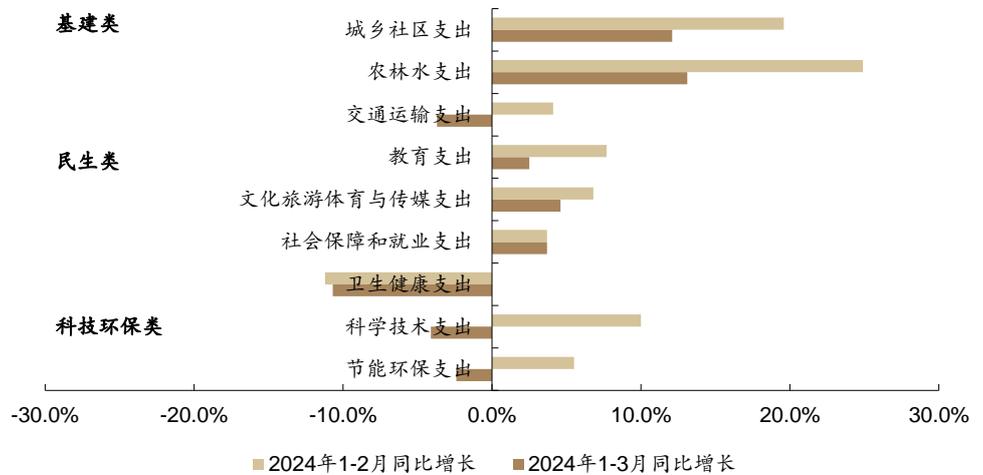
图 17：支出强度回落



资料来源：Wind，德邦研究所

从支出结构来看，财政支出在城乡建设与社会保障、就业等民生类持续发力。主要支出领域中，社会保障和就业支出 12708 亿元，增长 3.7%；教育支出 10436 亿元，增长 2.5%；城乡社区支出 5614 亿元，增长 12.1%；农林水支出 5185 亿元，增长 13.1%。债务付息支出持续走高，一季度债务付息支出 2420 亿元，同比增长 4.8%，2024 年长期国债发行将继续投向科技、粮食与能源、城乡建设等重点领域。

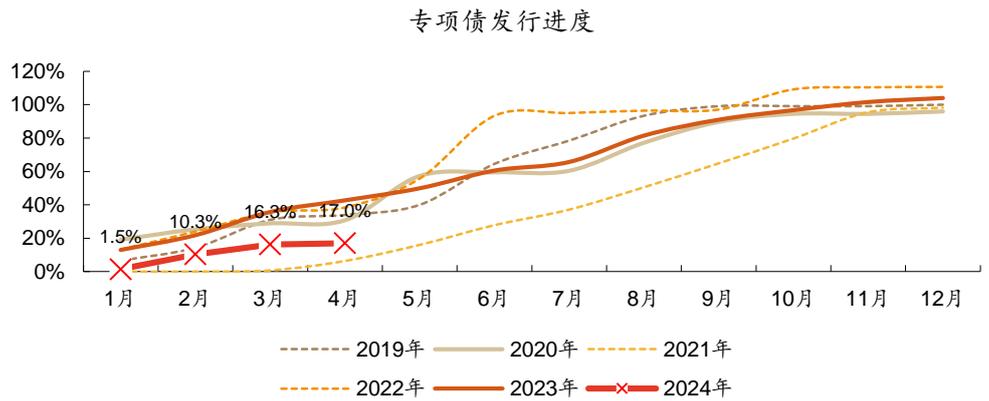
图 18：基建类仍保持较高支出强度



资料来源：Wind，德邦研究所

3 月广义财政支出明显回落。整体来看，专项债发行进度偏慢造成拖累，今年开年以来专项债进度持续弱于过去几年水平，新增专项债发行进度仅有 17.0%。4 月 22 日，财政部表示“一季度发行规模小于往年，一方面是以往年度为应对疫情冲击等特殊因素影响，加大年初发行规模，另一方面也与地方项目建设资金需求、冬春季节施工条件、债券市场利率等因素相关，同时我们也在提高专项债项目质量、加强项目前期准备等方面做了大量工作”。4 月 18 日，发改委表示“发改委对地方报来项目的投向领域、前期工作等进行把关，完成了今年专项债券项目的初步筛选工作，目前已推送给财政部并反馈给各地方，财政部正在对项目融资收益平衡等进行审核，各地也在提前做好项目准备工作。”此外，发改委表示“推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设”，预计特别国债有望在二季度集中发行，支出端形成支撑。

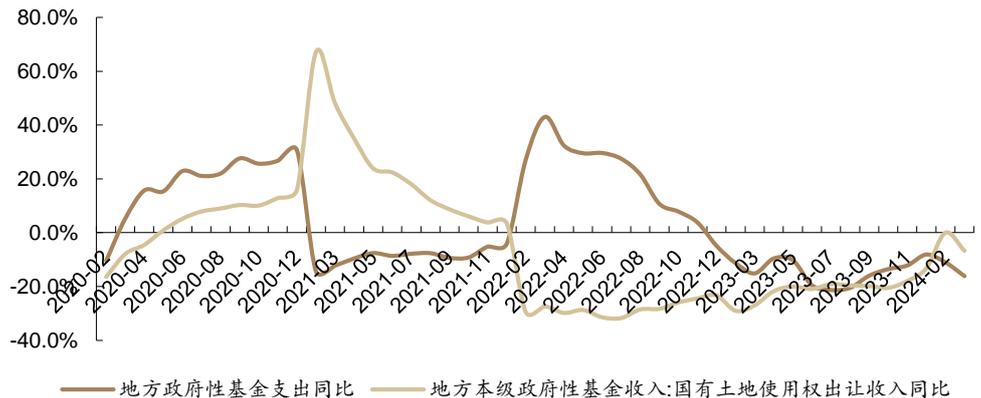
图 19：专项债发行进度偏慢，对支出形成约束



资料来源：Wind，德邦研究所，截至 2024 年 4 月 27 日

地产小阳春缺席，国有土地使用权出让收入再次滑入负增长区间，3 月为-6.7%，收入端疲软之下进一步制约地方政府性基金预算支出强度和意愿。近年来，土地出让收入占政府性基金收入的比例在九成左右，地产周期偏弱之下，地方政府性基金收入仍待改善。

图 20：地产小阳春缺席，收入疲软制约地方政府性基金预算支出



资料来源：Wind，德邦研究所

整体来看，当前公共财政收入整体表现偏弱，主要受名义 GDP 偏低、前期减税政策等影响承压，但文旅消费活力释放、出口退税巩固稳外贸大局为收入增长提供动能。而收入端承压进一步制约支出端发力，赤字被动增加。3 月广义财政支出明显回落，专项债发行进度偏慢、无增发国债支撑、落实过紧日子要求等拖累支出进度，如新增专项债发行进度仅达 17% 明显落后过去几年。预计二季度特别国债、专项债有望加快落地、加快发行节奏，届时支出端将形成支撑。

2.3. 资金风险偏好较低，货基、纯债、被动权益类规模扩张势头突出

资金风险偏好较低，货基、纯债、被动权益类基金的规模扩张势头突出，其余各类型均出现不同程度缩水。剔除 ETF 联结基金市值，当前全市场存续的公募基金产品共 11752 支，总规模为 28.85 万亿元。从数量来看，偏股混合型基金数量最多，其次是中长期纯债型基金，基金数量分别为 2419 支、1934 支。

今年一季度，受到市场风险偏好的影响，货币市场型基金单季度规模扩张超过万亿，合计规模约 12.5 万亿，规模占比为 43.3%，规模占比提升 1.94%；中长期纯债、短债型基金规模增长靠前，分别增加 2510.5 和 1946.3 亿元，规模分别达到 5.9 万亿和 1.2 万亿；权益类仅有被动指数型基金规模正增长，相较于去年四季度增长 3092.1 亿元至 2.1 万亿，规模占比为 7.3%，规模占比提升 0.71%。

表 7：各类基金市场规模情况

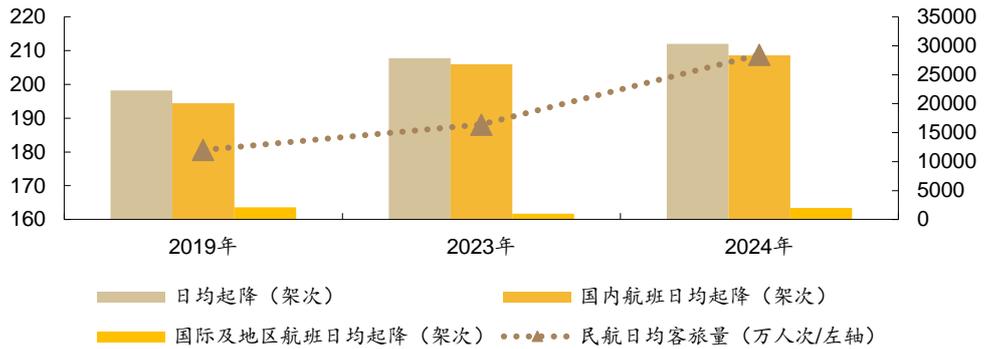
投资类型	一级	二级	数量, 只	基金规模, 亿元			规模占比		
				24Q1	23Q4	Δ 变化	24Q1	23Q4	Δ 变化
股票型		普通股票型基金	555	5341.5	5813.2	-471.7	1.85%	2.13%	-0.28%
		被动指数型基金	1542	21037.6	17945.4	3092.1	7.29%	6.58%	0.71%
		增强指数型基金	267	1918.2	1947.5	-29.3	0.66%	0.71%	-0.05%
混合型		偏股混合型基金	2419	21149.7	22541.2	-1391.5	7.33%	8.27%	-0.94%
		平衡混合型基金	26	345.4	350.8	-5.4	0.12%	0.13%	-0.01%
		偏债混合型基金	745	3275.3	3629.0	-353.7	1.14%	1.33%	-0.19%
		灵活配置型基金	1396	9929.0	10626.1	-697.1	3.44%	3.90%	-0.46%
债券型		中长期纯债型基金	1934	59123.8	56613.3	2510.5	20.49%	20.76%	-0.27%
		短期纯债型基金	338	12013.6	10067.3	1946.3	4.16%	3.69%	0.47%
		混合债券型一级基金	414	7219.7	6868.6	351.1	2.50%	2.52%	-0.02%
		混合债券型二级基金	561	7173.5	8636.4	-1462.9	2.49%	3.17%	-0.68%
		可转换债券型基金	38	387.0	462.2	-75.2	0.13%	0.17%	-0.04%
		被动指数型债券基金	267	7385.6	7749.1	-363.5	2.56%	2.84%	-0.28%
		增强指数型债券基金	1	29.3	19.6	9.7	0.01%	0.01%	0.00%
货币		货币市场型基金	370	124905.8	112780.4	12125.4	43.30%	41.36%	1.94%
另类		股票多空	23	86.4	82.6	3.8	0.03%	0.03%	0.00%
		商品型基金	35	412.0	334.5	77.5	0.14%	0.12%	0.02%
QDII		国际(QDII)股票型基金	189	3418.7	3061.8	357.0	1.19%	1.12%	0.07%
		国际(QDII)混合型基金	54	433.1	416.8	16.3	0.15%	0.15%	0.00%
		国际(QDII)债券型基金	25	295.1	184.7	110.3	0.10%	0.07%	0.03%
		国际(QDII)另类投资	18	32.9	30.4	2.4	0.01%	0.01%	0.00%
FOF		股票型 FOF 基金	7	9.0	9.8	-0.7	0.00%	0.00%	0.00%
		混合型 FOF 基金	475	1421.8	1497.8	-76.0	0.49%	0.55%	-0.06%
		债券型 FOF 基金	17	38.3	47.2	-8.8	0.01%	0.02%	-0.01%
REITs		REITs	35	1077.9	957.5	120.4	0.37%	0.35%	0.02%

资料来源：Wind，德邦研究所

2.4. 五一消费前瞻：长线游占比过半，演唱会、音乐节等成为旅游风向标

根据《2024 年“五一”假期民航航班预测》报告，今年“五一”假期境内机场日均起降 3 万架次，预计会成为史上最忙“五一”。根据民航大蓝洞分析，今年“五一”假期，境内机场预计总起降 151612 架次，日均起降 30322 架次，同比 2023 年“五一”假期增长 8.99%，相比 2019 年同期增长 36.2%。其中，预计国内航班日均起降 28332 架次，同比增长 5.76%，相比 2019 年增长 41.08%。国际及地区航班预计日均起降 1990 架次，同比增长 93.24%，相比 2019 年下降 6.19%。

图 21：五一假期飞机起降架次情况预测



资料来源：《2024年“五一”假期民航航班预测》，德邦研究所

长途游订单占比超过一半，出境游、入境游订单增长更为明显。根据携程发布的《2024“五一”旅游趋势洞察报告》，今年“五一”旅游热度在去年高位基础上稳中有增。中长线旅游和出境游市场快速增长，游客出游距离和出游天数都有显著增长，国内长途游订单占比达到56%。曼谷、吉隆坡、东京、普吉、新加坡、大阪、首尔、迪拜、胡志明市和清迈是五一假期最热门的出境游目的地；更多中小城市的游客开始计划出境游，东亚、东南亚目的地仍是多数游客出国的第一站。

下沉市场表现突出，县域旅游增速超全国大盘。四线及以下城市，尤其是县域（县城及县级市）旅游市场增长明显，带来新增量。五一假期县域市场酒店预订订单同比增长68%、景区门票订单同比增长151%，增速高于全国大盘。拥有支线机场的新疆图木舒克、云南保山、湖南怀化、内蒙古赤峰、新疆和田、山东菏泽等城市，机票预订量同比增长明显，大多超过五成。

亲子游方面，携程租车数据显示，家庭出游占比达到45%，预订车型主要以SUV和商务车为主，其中房车预订量同比激增近7倍。乌鲁木齐、伊宁、成都、三亚、喀什、上海、西宁、兰州、昆明、海口等城市成为自驾游的热门目的地；烟台、大同、太原、宁波等城市则是租车订单同比增长较快的新兴热门城市。

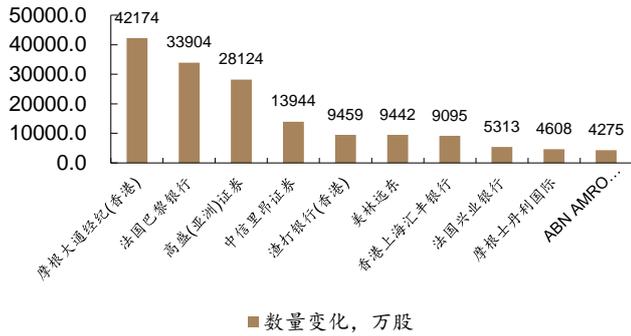
“跟着演出去旅行”“为一场演出奔赴一座城”成为了年轻人的新兴旅游方式，演唱会、音乐节以及影视剧取景地成为“五一”旅游消费的风向标。山西太原在任贤齐、薛之谦演唱会等的带动下，“五一”假期酒店订单量同比增长105%，外地游客占比达90%。同程旅行数据显示，“五一”假期期间，烟台在华晨宇演唱会的带动下，位居国内旅游热度涨幅榜首位。此外，作为热播剧《与凤行》的取景地，浙江丽水旅游热度也迎来大幅上涨，进入“五一”旅游热度涨幅榜前十。

2.5. 北上：北上单日流入创纪录，外资交易型机构增配较多

本周北上资金大幅净流入258亿元，仅周五单日净流入额达到224亿元创陆股通开通以来历史记录。从交易机构来看，摩根大通经纪(香港)、香港上海汇丰银行、高盛(亚洲)证券、摩根大通银行的持仓市值上升最多，本周分别上升89.4亿元、84.3亿元、58.3亿元、39.0亿元。此外，摩根大通经纪(香港)、法国巴黎银

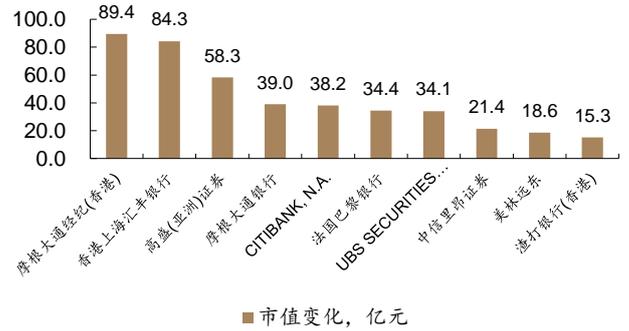
行、高盛(亚洲)证券、中信里昂证券的持股量上升最多。

图 22: 北上持股量变化 (4月26日当周相较4月19日当周)



资料来源: Wind, 德邦研究所

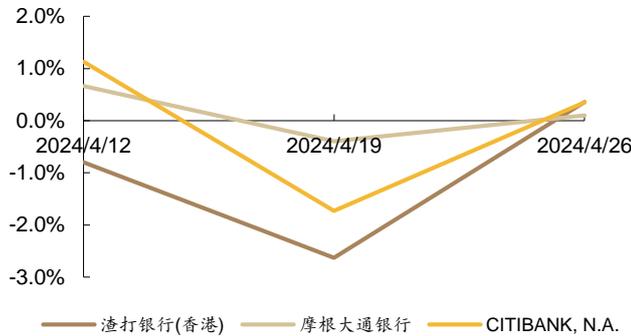
图 23: 北上持仓市值变化 (4月26日当周相较4月19日当周)



资料来源: Wind, 德邦研究所

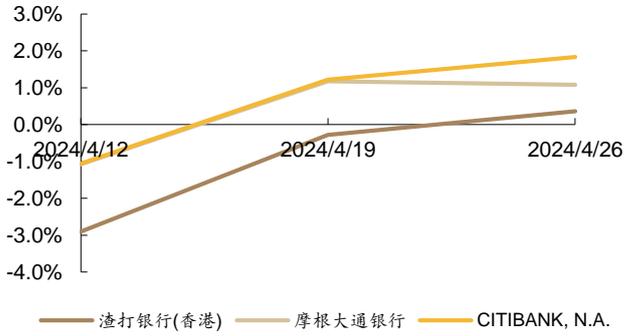
按照托管机构划分资金的性质, 我们初步拆解为配置型机构、外资交易型机构、内资交易型机构三类机构。从机构的配置情况来看, 近期外资交易型机构的增幅最为明显, 或是出于估值洼地、资金高低切换的交易角度。此外, 近期日元大幅贬值, 部分资金或受此影响流出日本增加人民币资产的配置。另外, 配置型机构也小幅加仓, 长线资金或是出于看好未来国内经济增长、行业政策的影响增配。

图 24: 配置型机构持股量变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 25: 配置型机构持仓市值变化情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 26: 外资交易型机构持股量变化情况

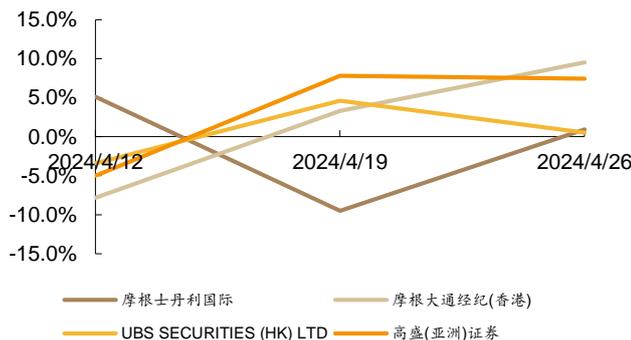
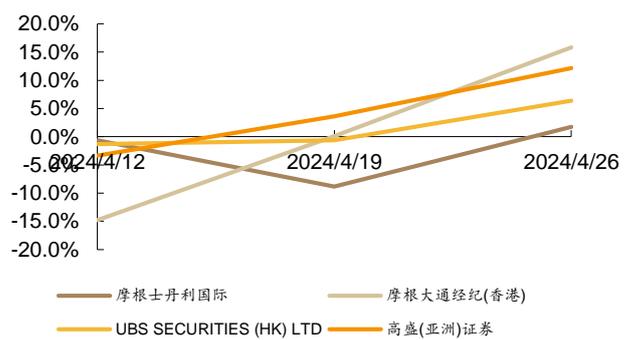
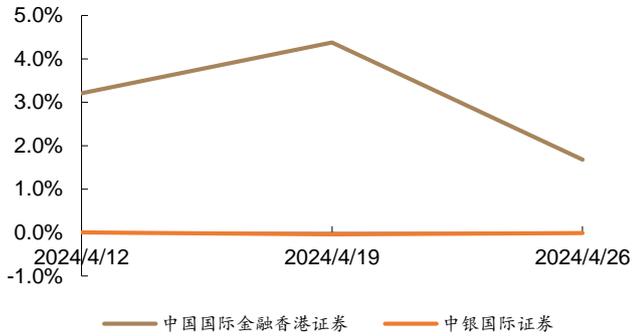


图 27: 外资交易型机构持仓市值变化情况



资料来源：Wind，德邦研究所

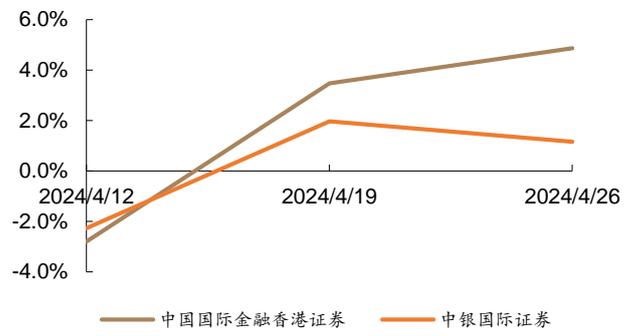
图 28：内资交易型机构持股量变化情况



资料来源：Wind，德邦研究所

资料来源：Wind，德邦研究所

图 29：内资交易型机构持仓市值变化情况



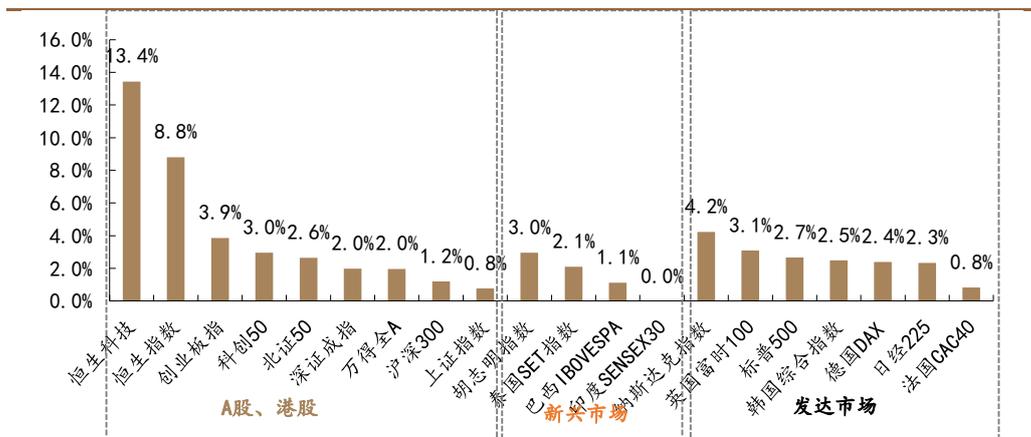
资料来源：Wind，德邦研究所

3. 大类资产表现

3.1. 股市

4月22日-4月26日当周，全球触底反弹，人民币资产涨幅冠绝全球。A股港股方面，上证指数、沪深300、创业板指、恒生指数的周涨跌幅分别为0.8%、1.2%、3.9%、8.8%，值得一提的是在腾讯、阿里等平台经济股的带领下，恒生科技指数周大幅上涨13.4%。新兴市场与发达市场分化并不显著，周涨幅靠前的市场为纳斯达克指数、英国富时100、胡志明指数、标普500、韩国综合指数等，涨幅分别为4.2%、3.1%、3.0%、2.7%、2.5%。

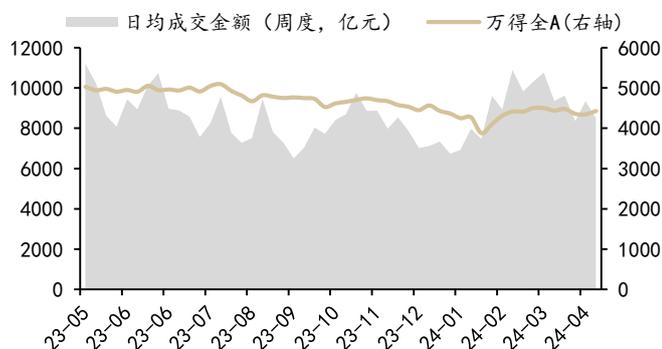
图 30：本周全球资本市场表现（涨跌幅）



资料来源：Wind，德邦研究所

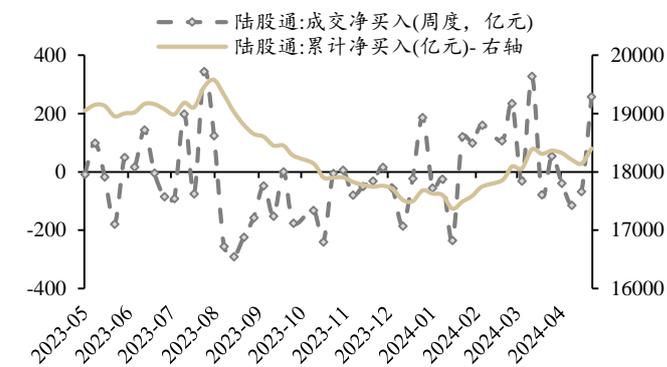
节前市场成交再次缩量，两市日均成交额下降至8507亿元。资金层面，主力资金周净流出403亿元，上一周为净流出724亿元，流出金额持续收窄。值得一提的是，本周北上资金大幅净流入258亿元，仅周五一天净流入额达到224亿元创陆股通开通以来历史记录，外资在估值、行业政策等因素影响下重回A股。

图 31：日均成交金额情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 32：陆股通资金流入流出情况

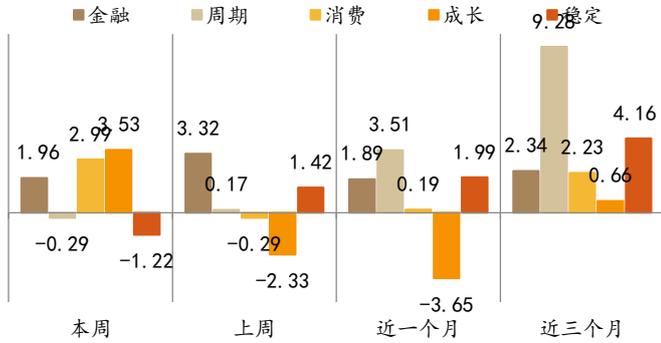


资料来源：Wind，德邦研究所

市场风格上成长、消费与金融共舞，换手活跃的板块依旧主要集中在社会服

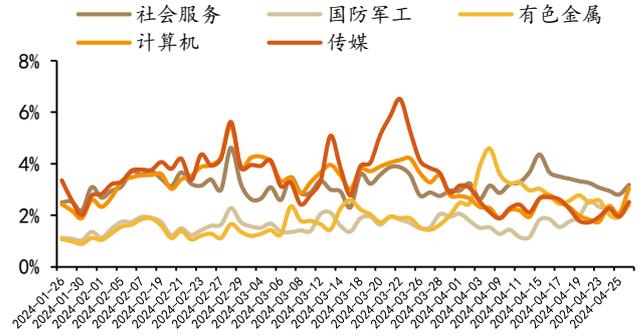
务、国防军工、有色金属、计算机、传媒板块，五一假期即将到来，出行相关板块提前活跃。随着年报、季报披露披露期的临近，市场或回归基本面、回归公司内在价值，优先关注全球定价的资源品与景气反转板块。

图 33：风格行业近期涨跌幅表现 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 34：换手率 TOP5 行业变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：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	-4.7	21.1	-1.7
电子	6.4	13.5	6.4
传媒	-5	-7.7	47.4
国防军工	-23.5	2.3	0.1
医药生物	-39.0	33.5	9.0
美容护理	-1.7	4.5	0.8
石油石化	-23.1	2.5	11.6
有色金属	-59.3	46.4	-12.3
机械设备	-26.4	5.5	0.7
基础化工	-26.2	-0.6	0.3
轻工制造	1.8	1.8	1.1
公用事业	-17.4	2.7	14.4
综合	-1.3	0.4	0.9
环保	-1.8	-0.8	2.8
农林牧渔	1.8	8.3	0.0
计算机	9.5	3.5	2.5
商贸零售	-1.7	-0.9	2.0
建筑材料	-1.7	1.2	1.3
纺织服装	-1.5	-1.2	2.6
社会服务	-13.5	0.0	-15.8
通信	-1.1	5.9	21.9
煤炭	-23.9	5.1	7.0
银行	-36.9	28.5	52.9
交通运输	-9.6	6.1	18.0
家用电器	-13.4	-6.9	1.2
建筑装饰	-31.4	-5.7	0.2
汽车	-25.6	13.9	-1.4
钢铁	-1.9	-5.7	-0.1
房地产	2.1	11.2	4.3
食品饮料	8.9	38.7	5.5
非银金融	35.1	21.0	27.7

资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 债市

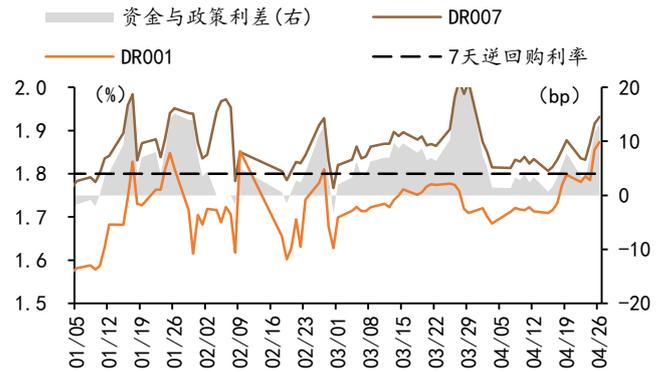
周五在北上资金、地产消息面等多重因素的影响扰动下，A股港股大幅上涨，股债跷跷板效应之下债市大幅回调。在地产进入周期下行以来居民预期走弱，今年地产销售持续较弱，后续销售形势仍需观察，周五债市大幅调整也可能受到央行表态后市场情绪仍较紧张的影响，本周两次调整至此，调整幅度或已充分，尤其是30Y回升到MLF利率以上，或意味着长期国债收益率已经回到政策合意水平，后续市场情绪稳定后或将再次震荡走强。

图 36: 利率走势情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 37: 资金价格走势情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

3.3. 大宗商品

原油方面，油价周涨2.5%报89.5美元/桶，短期在地缘政治的扰动之下，预计仍将对供应端形成制约，供给收紧、需求偏强之下，后续油价总体或仍以高位震荡为主。金价方面，在上周再破历史记录后本周进入调整，周跌2.4%报2349.6美金/盎司，消息面上，主要受到中东局势暂缓的影响，避险情绪趋缓带动金价回调。在黑色系方面，预计随着全球经济复苏深入以及国内项目加速落地有望带动需求回暖改善当前走势。此外，全球降息周期渐行渐近或也将为大宗商品市场带来一定的流动性。

表 8: 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	4月25日	548.88	0.0%	2.2%	5.5%	7.5%	0.3%
上游 布伦特原油期货 (美元/桶)	4月26日	89.5	2.5%	3.8%	7.1%	14.4%	15.2%
天然气期货 (美元/百万英热单位)	4月26日	1.619	-8.0%	5.7%	-40.5%	-39.7%	-23.5%
COMEX 黄金期货 (美元/盎司)	4月26日	2349.6	-2.4%	7.8%	16.4%	14.6%	17.6%
秦皇岛港动力末煤 (元/吨)	4月25日	821	-0.6%	-1.7%	-9.8%	-11.3%	-16.7%
焦煤期货价格 (元/吨)	4月26日	1817.5	0.8%	12.8%	2.2%	-7.9%	26.0%
螺纹钢现货 (元/吨)	4月26日	3815	0.1%	3.5%	-5.8%	-6.9%	-1.8%
螺纹钢期货 (元/吨)	4月26日	3670	-0.2%	3.4%	-7.6%	-9.5%	-0.9%
铁矿石期货 (元/吨)	4月26日	879	1.4%	5.3%	-11.0%	-13.2%	23.9%
水泥价格指数 (全国)	4月26日	107.83	0.0%	2.1%	-1.0%	-4.7%	-20.6%
LME 铜期货	4月26日	9960	0.9%	12.4%	16.8%	17.0%	16.8%
LME 铝期货	4月26日	2560.5	-3.8%	11.3%	13.4%	11.0%	9.8%
碳酸锂 99.5%电 (元/吨)	4月26日	111260	-0.1%	0.7%	15.2%	14.9%	-37.9%

	钴 (元/吨)	4月26日	217100	-1.6%	-3.3%	-0.5%	-1.8%	-18.7%
	锆钨氧化物 (元/吨)	4月26日	402500	3.9%	12.6%	0.6%	-6.4%	-11.0%
重要化工品	乙烯价格 (美元/吨)	4月26日	880	-1.1%	-2.2%	0.0%	4.1%	-2.2%
	PVC (元/吨)	4月26日	5533	0.7%	-0.7%	-1.2%	-2.1%	-7.5%
	PTA (元/吨)	4月25日	5940	0.0%	1.7%	-1.2%	1.4%	-4.7%
	甲醇 (元/吨)	4月25日	2650	-2.6%	-1.9%	3.9%	7.1%	3.1%
	尿素 (元/吨)	4月26日	2220	1.8%	3.7%	1.4%	-4.7%	-9.6%

资料来源: Wind, 德邦研究所

4. 投资建议及下周关注

股市: 随着年报、季报披露披露期的临近, 市场或回归基本面、回归公司内在价值, 优先关注全球定价的资源品与景气反转板块, 方向上, ①优质红利资产作为底仓的配置价值逐渐显现; ②与新质生产力、AI 题材等相关的成长方向仍有活跃基础, 但近期调整压力较大, 其中有业绩支撑的标的或更具韧性; ③业绩披露期, 适当加大对蓝筹白马的配置可以稀释一定的业绩风险影响; ④关注出口订单好转指向的出口链机会以及全球制造业复苏下的顺周期机会。

债市: 后续债市或继续围绕供给博弈: 临近跨月资金利率上行, 央行逆回购保持散量, 或体现出央行有意压降债市杠杆。但长期配置资金依然充足, 跨月只会是短期的暂时性扰动。开年以来地方债发行偏慢或是由于去年四季度增发一万亿国债对项目计划产生扰动, 部分储备项目通过增发国债解决了资金需求, 进而导致今年开年以来地方财政可能面临项目有限无法快速发债的情况。近期发改委表示 2024 年专项债初筛工作已经完成, 后续专项债发行有望提速。

商品: 原油短期在地缘政治的扰动之下, 预计仍将对供应端形成制约, 供给收紧、需求偏强之下, 后续油价总体或仍以高位震荡为主。金价受到中东局势暂缓的影响, 避险情绪趋缓带动金价回调。在黑色系方面, 预计随着全球经济复苏深入以及国内项目加速落地有望带动需求回暖改善当前走势。此外, 全球降息周期渐行渐近或也将为大宗商品市场带来一定的流动性。

表 9: 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		★4 月官方制造业 PMI			
美国			4 月 ADP 就业人数 4 月 ISM 制造业 PMI	★5 月美联储议息会议, 公布联邦基金目标利率, 召开货币政策新闻发布会 4 月 27 日初请失业金人数 3 月制造业新增订单	4 月非农就业人口变动

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。