

2024年05月19日  
地产大涨背后：反转了么？

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

### 报告摘要：

本周沪指收于3154点，值得关注的是全A成交额较上周有所萎缩，周平均成交额为8490亿元。期间，围绕地产领域的重磅政策频出，在地产金融两大板块的合力带动下本周五引发大盘明显回升，北向资金出现单边大幅流入银行。430政治局会议后，市场偏向积极的意愿似乎愈发明显，生怕犹犹豫豫而错过一波技术性牛市的来临，而这个问题对于港股参与者则显得更加迫切。事实上，我们反复强调：当前大盘明显下跌风险不大，但要深知目前更多是受到政策推动的情绪交易。地产利好定价使得大盘没有太大回撤风险，能向上持续多久则取决于短期后续政策会不会持续加码，落实到基本面还是要政策效果能否解决通胀低迷的困境。根据上世纪90年代到2017年日股与房价的定价经验，可以观察到这样的规律：房价暴跌股市不行；房价缓跌得看通胀；房价企稳回升股市回升。需要明确的是，五一节后市场定价的核心依然是国内地产问题。基于定价的角度，对于房地产的战略判断核心依据是：到底涨价去库存还是降价去库存。如果是涨价去库存，那相信二级市场的短期积极反应是立竿见影的，核心是通胀化债背景下蛋糕做大的过程，参与各方至少短期均是获益的；如果是降价去库存，那么在试点到推广的过程中，央地博弈和政府、居民和地产商之间的博弈过程都比较复杂，这恐怕不是闪电战，而是持久战，需要耐心冷静地去观察落地效果。事实上，我们认为近期房地产诸多动作两大本质核心作用：1、防止地产流动性危机进一步蔓延到核心地产央企；2、给新房纾困，防止预售制信心崩塌，进而形成对财政金融体系的冲击。结合目前政策举措来看，我们目前倾向于并不是涨价去库存，但当前措施对地产乃至金融板块是明确利好，建议市场定价关注度可以聚焦在银行，其ROE的环比向上将更为明确持续。

对于结构层面，政策催化下基于地产与内需VS出海与高股息的情绪对立愈发明显，显然从定价角度这是眼下一场关于信仰的博弈。站在当前，我倾向于这是短期政策牵引下基于情绪进行阶段性高切低定价，对于大盘成长出海+大盘价值高股息出现一定调整，但中期方向上依然坚定。事实上，在结构层面，在过去几年以绝对收益价值派资金为代表的耐心资本不断成长壮大，逐渐成为A股主动性定价力量，当前结构定价我们近期明确提出关于绝对收益价值派资金崛起的全新视角进行解释。回顾近年来A股风格的演绎规律，市场风格的切换背后是不同审美偏好的主导资金发生切换：在2019-2021年，A股市场主导资金是以前向资金和价值成长派的公募基金，催生出茅指数；在2021-2023年新的主导资金是以私募量化为代表的量化资金，催生的新抱团指数“WIND微盘股指数”。年初至今，高层提出“壮大耐心资本”。截至2023年末，保险公司投资股票的余额达到3.33万亿元，相比2022年末增长1444亿元。同时，在公募机构群体中价值派资金在不断成长壮大，在绝对收益价值派的配置偏好下：估值不贵（PE低于30倍，PB低于1.5倍）且基本面持续向上（ROE中枢能够实现稳定上移，与中长期增速更相关）的领域将是核心方向，当我们对照A股市值主体中证800进行分析，基本上标的围绕以大盘价值高股息和大盘成长出海为主。

短期超配行业：产业全球竞争力（商用车、船舶、家电、轮胎、光模块、轨交、玻璃、智能物流）、高股息（高分红消费、水务、燃气、能源、煤炭和电力）、科技股美股映射（TMT+智能驾驶+人形机器人）。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期。

林荣雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

黄玮宗 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123070007

huangwz1@essence.com.cn

### 相关报告

透视 A 股：高股息定价两大扩散方向	2024-05-15
依然结构为王：方向别选错了	2024-05-12
价值派眼中的基本面——基于 A 股财报的五大重要观察	2024-05-08
时代的召唤：重返大盘股——中国股市记忆第四期	2024-05-08
春雷一声震天响——4 月政治局会议解读	2024-05-01

## 目 录

1. 近期权益市场重要交易特征梳理.....	6
2. 内部因素：4 月经济数据维持弱复苏，政策效果待评估 .....	20
3. 外部因素：市场预期美联储 9 月降息依然是大概率事件.....	24
3.1. 美国 4 月 CPI 全面降温，联储年内降息可能重燃但仍需更多信心.....	24
3.2. 美国 4 月 PPI 基本符合市场预期，前值下修暗示通胀整体下行走势不变.....	25
3.3. 美国 4 月零售环比增速大幅低于预期，债务压力促使消费者开始保持谨慎.....	26

## 目 录

图 1. 本周全球权益市场涨跌不一，MSCI 中国领涨.....	6
图 2. 本周低市净率指数占优 .....	7
图 3. 本周主要指数涨跌幅一览 .....	7
图 4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块 .....	7
图 5. 各行业北向资金周度净买入 .....	8
图 6. 各行业北向资金月度净买入 .....	8
图 7. 本周北向资金流入 .....	8
图 8. 从历史复盘来看，FDI 大幅流入的时候 A 股容易形成大 beta .....	8
图 9. 当前全球资金对中国资产配置比例处于 2012 年以来最低水平 .....	9
<b>图 10. 当前高景气细分占比在 25.66%，预示着大盘成长出海+大盘价值高股息仍然占优..</b>	<b>9</b>
图 11. 2024 年 4 月，地方出台房地产调控政策 66 条，为今年单月新高 .....	10
图 12. 宽松政策数量环比的拐点对应房地产超额行情的起点 .....	11
图 13. 2022 年至今地产四轮上涨行情以及本轮行情重要政策回顾.....	11
图 14. 2022 年至今地产四轮上涨行情以及本轮行情的交易特征回顾.....	12
图 15. 2022 年至今地产四轮上涨行情见顶后向消费领域和顺周期板块扩散的规律是清晰的 .....	12
图 16. 日本股市与房市的关系：房价暴跌股价不行；房价缓跌看通胀；房子企稳市场转好 .....	13
图 17. 全球经济周期向上的阶段有助于大盘风格的估值抬升 .....	13
图 18. 当前大小盘分化相较去年已经有明显收敛趋势 .....	14
图 19. 2016-2017 年中小盘在严监管下明显跑输市场.....	14
图 20. 2019 年-2021 年北向资金和公募资金的集中抱团催生了茅指数的行情 .....	15
图 21. 2021 年-2023 年量化和私募资金的集中抱团催生了微盘股的行情 .....	15
图 22. 2023 年至今，以保险资金为代表的绝对收益价值派资金持续入场 .....	16
图 23. 保险资金在 Q1 增持的方向基本围绕大盘价值高股息 .....	16
图 24. 2024Q1 公募基金进一步增持出海领域.....	17
图 25. 2024Q1 公募基金对车船电领域均有所增持.....	17
图 26. 高股息两大扩散定价方向：高分红消费和公共服务提价央企 .....	17
图 27. 年初至今深证红利和港股高股息逐步跑赢中证红利和上证红利 .....	18
图 28. 高股息定价向高分红消费扩散的细分方向 .....	18
图 29. 本周金价走势震荡上行 .....	19
图 30. 2024 年 4 月社零增速环比回落 (%) .....	21
图 31. 2024 年 4 月社零分项中，多数行业增速持续回落 (%) .....	21
图 32. 2024 年 4 月制造业投资累计同比持续维持高位 (%) .....	21
图 33. 2024 年 4 月制造业三大门类均同比回升 (%) .....	22
图 34. 2024 年 4 月制造业分项均同比回升 (%) .....	22



图 35. 70 个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数环比回落(%) .....	22
图 36. 近期各地及全国地产政策汇总 .....	23
图 37. 美国 4 月 CPI 全面降温 .....	24
图 38. 4 月美国服务端、商品端核心 CPI 均明显下滑 .....	25
图 39. 最新 CME 降息预测 (5 月 18 日更新) .....	25
图 40. 美国 PPI 前值显著下修 .....	26
图 41. 美国 4 月零售数据暴跌 .....	27

本周沪指收于 3154 点，值得关注的是全 A 成交额较上周有所萎缩，周平均成交额为 8490 亿元。期间，围绕地产领域的重磅政策频出，在地产金融两大板块的合力带动下本周五引发大盘明显回升，北向资金出现单边大幅流入银行。430 政治局会议后，市场偏向积极的意愿似乎愈发明显，生怕犹犹豫豫而错过一波技术性牛市的来临，而这个问题对于港股参与者则显得更加迫切。事实上，我们反复强调：当前大盘明显下跌风险不大，但要深知目前更多是受到政策推动的情绪交易。地产利好定价使得大盘没有太大回撤风险，能向上持续多久则取决于短期后续政策会不会持续加码，落实到基本面还是要政策效果能否解决通胀低迷的困境。根据上世纪 90 年代到 2017 年日股与房价的定价经验，大致可以观察到这样的规律：地价暴跌股市不行；地价缓跌得看通胀；房价企稳回升股市回升。（与日本定价的详细对比，参考此前外发报告《今生是前世的日本？——基于日本经济与产业变迁深度思考和股市定价借鉴》）

需要明确的是，五一节后市场无论是 A 股还是港股，定价的核心依然是国内地产问题。本轮政策组合拳从需求端和供给端同时发力，一方面在各地放宽限购的基础上进一步降低居民首付比例和公积金贷款利率，并持续推进保交楼，保护居民权益；另一方面从闲置土地和未出售商品房两个层面，缓解房企的固定资产减值、高库存和现金流的压力。基于定价的角度，对于房地产的战略判断核心依据是：到底涨价去库存还是降价去库存。结合目前政策举措来看，我们目前倾向于并不是涨价去库存，但当前措施对地产乃至金融板块是明确利好，建议市场定价关注度可以聚焦在银行，其 ROE 的环比向上将更为明确持续。

1、如果是涨价去库存，那相信二级市场的短期积极反应是立竿见影的，核心是通胀化债背景下蛋糕做大的过程，参与各方至少短期均是获益的；如果是降价去库存，那么在试点到推广的过程中，央地博弈和政府、居民和地产商之间的博弈过程都比较复杂，这恐怕不是闪电战，而是持久战，需要耐心冷静地去观察落地效果。事实上，我们认为近期房地产诸多动作两大本质核心作用：1、防止地产流动性危机进一步蔓延到核心地产央企；2、给新房纾困，防止预售制信心崩塌，进而形成对财政金融体系的冲击。

2、对照 2022 年至今四轮地产行情，本轮地产板块定价过热的趋势逐渐显现，后续定价重心可以向银行倾斜。从平均涨跌幅和超额收益来看，wind 房地产指数从 4 月 26 日至今累计上涨 27.9%，与 2022 年 11 月由地产三支箭叠加疫情转向共振推动的地产行情涨幅接近。需要指出的是 2022 年 11 月是出现楼市销售数据和房价数据双双改善的。同时，房地产板块周五的换手率已经超过了前四轮行情顶部的换手率，成交额占全 A 的比例也超过了前四轮行情顶部的平均水平。尽管换手率的顶部并不一定对应着行情的顶部，并且本轮持续时间（本轮 13 个交易日，平均 16 个交易日）偏短，但很有可能单纯依靠情绪和预期驱动上涨的行情已经走向过热。

总计而言：在大盘指数层面，当前进入到“强预期、弱现实”阶段，市场会在强预期的牵引下出现“小激动”，也会在弱现实面前在此回归冷静。在 430 政治局会议之后，二季度内部核心是要看到政策实质性效果，任何政策的效果最终要落脚到当前通胀数据要改善，要求 PPI 环比持平 and PPI 同比回升，这是 EPS 端的问题；外部核心是美联储降息预期下外资流入中国资产是否具备可持续性，不仅仅是北向资金，尤其是以 FDI 为代表的全球资本是否会重返中国，这是估值端的问题。在此，我们维持认为：1、眼下基于技术性反弹的“小激动”可以有，大盘指数“红五月”的信仰也可以有，但依然维持大基调：“亢奋大可不必”；2、市场底色依然是震荡市，反转的迹象至少截止目前并不明确，结构依然是最重要的，重返大盘股：大盘价值高股息+大盘成长出海；3、在政策层面，更重要的信号可能需要留待 7 月三中全会作验证。

对于结构层面，政策催化下基于地产与内需 VS 出海与高股息的情绪对立愈发明显，显然从定价角度这是眼下一场关于信仰的博弈。站在当前，我倾向于这是短期政策牵引下基于情绪进行阶段性高切低定价，对于出海+高股息出现一定调整，但中期方向上依然坚定。对于大盘成长出海定价，类比于基于内需的 2016-2021 茅指数定价周期，具备可比性的出海 50 指数当前机构仓位 15%左右，占全 A 总市值不到 10%，接近于 2017 年茅指数雏形阶段，伴随着本轮基于产业全球竞争力的出海定价大潮，ROE 中枢上移的过程将开启，后续空间明显。对于大盘价值高股息，中证红利指数股息率在 5%以上，在绝对收益资金持续流入下依然是中期有效投资策略。

事实上，在结构层面，在过去几年以绝对收益价值派资金为代表的耐心资本不断成长壮大，逐渐成为 A 股主动性定价力量，当前结构定价我们近期明确提出关于绝对收益价值派资金崛起的全新视角进行解释。

1、回顾近年来 A 股风格的演绎规律，市场风格的切变背后是不同审美偏好的主导资金发生切换：在 2019-2021 年，A 股市场主导资金是北向资金和价值成长派的公募基金，审美偏好集中在具备高成长性和高 ROE 白马龙头股，典型如医药、白酒、新能源车、光伏等等，最总催生以茅指数为代表的一轮大盘成长核心资产风格；在 2021-2023 年，随着核心资产抱团的瓦解，北向资金转向震荡和阶段性流入，公募基金发行量持续走低，新的主导资金是以私募量化为代表的从 2020 年开始蓬勃发展的量化资金，量化资金和程序化高频交易所催生的新抱团指数“WIND 微盘股指数”。随着 2023 年末雪球产品和融资盘风险的爆发，对量化资金的监管政策快速收紧，导致量化资金踩踏式卖出和微盘股指数的连续暴跌，宣告以量化私募推动“微盘股”时代结束。

2、年初至今，高层提出“壮大耐心资本”，4 月新国九条更是强调大力推动中长期资金入市。证监会、财政部、国家金融监管总局均发文明确支持中长期资金入市，包括推动调整保险资金投资股票风险因子、推动落实保险资金长周期考核、推动保险资金开展长期股票投资、优化养老金参与资本市场机制等。截至 2023 年末，保险公司投资股票的余额达到 3.33 万亿元，相比 2022 年末增长 1444 亿元。同时，在公募机构群体中价值派资金在不断成长壮大，在绝对收益价值派的配置偏好下：估值不贵（PE 低于 30 倍，PB 低于 1.5 倍）且基本面持续向上（ROE 中枢能够实现稳定上移，与中长期增速更相关）的领域将是核心方向，当我们对照 A 股市值主体中证 800 进行分析，基本上标的围绕以大盘价值高股息和大盘成长出海为主。在此，我们再次强调：在具备价值偏好的监管行为+不断崛起绝对收益价值派资金和耐心资本推动下，站在中期维度上重返大盘股将是大概率事件，以高股息为代表大盘价值+以出海为代表的大盘成长定价格局正在逐渐形成。对应中小盘更多体现基于新质生产力的产业配置价值和并购重组的事件驱动价值，主要集中在科创指数+AI 产业领域。

总结而言，面向 2024 年，我们倾向于四种有效投资策略：科技股美股映射、制造业全球竞争力，消费平替与高股息策略。

1、大盘价值的核心是高股息策略，重点在能源、电力、运营商和家电领域：需要意识到的是高股息策略短期波动性明显增强，不建议通过择时手段解决，更好的方法是通过深度价值解决，通过估值的提升对冲高股息投资的波动性。换句话说：深度价值投资=持续高股息+估值持续提升。

2、大盘成长的胜负手是制造业产业全球竞争力：在此，我们提出产业全球竞争力五要素：第一是全球竞争力要高，第二是能够顺利走出去，第三产品是全社会的普遍需求，第四结束价格战走出去的企业是几经淘汰留下来的企业，第五出海时候不是第一产品出海而是全矩阵产品出海。

3、小盘成长的核心是在于科技股美股映射：从历史经验看，创新的爆款产品的上市发布往往能够有效带动相关板块行情。下游以 C 侧为主的爆款产品整体定价体现将更为明显。在此，我们对 2024 年或发布/上市的创新品进行梳理，其中发现：TMT+医药领域存在较多 2024 年值得期待的 C 端创新优质产品。围绕科技股美股映射投资投资方法建议参考此前专题《为梦想而战！——科技成长产业主题投资总论》。

4、消费平替：消费波段行情时选择高价消费品，低价消费品或者消费的“平替”持续性更强。事实上，在债务收入比迅速攀升阶段，消费呈现“买买买”的特征，大致呈现消费升级的定价；在消费增速正增长时期且债务收入比进入到缓慢爬升阶段，消费定价呈现 K 型定价；在消费增速进入零增长且债务收入比进一步攀升，消费定价只有消费平替。

另外，对于泛新能源，投资命题主要是集中关注以下三个方面：1、汽车智能化定价大 beta 的开启明确需要汽车产业的盈利重心向智能化环节转移；2、电动化趋势看好还能够引领技术创新和产品迭代的大盘成长，对应“如何找到 2016 之后的立讯精密”。3、满足制造业全球竞争力定价五大要素的出海环节。

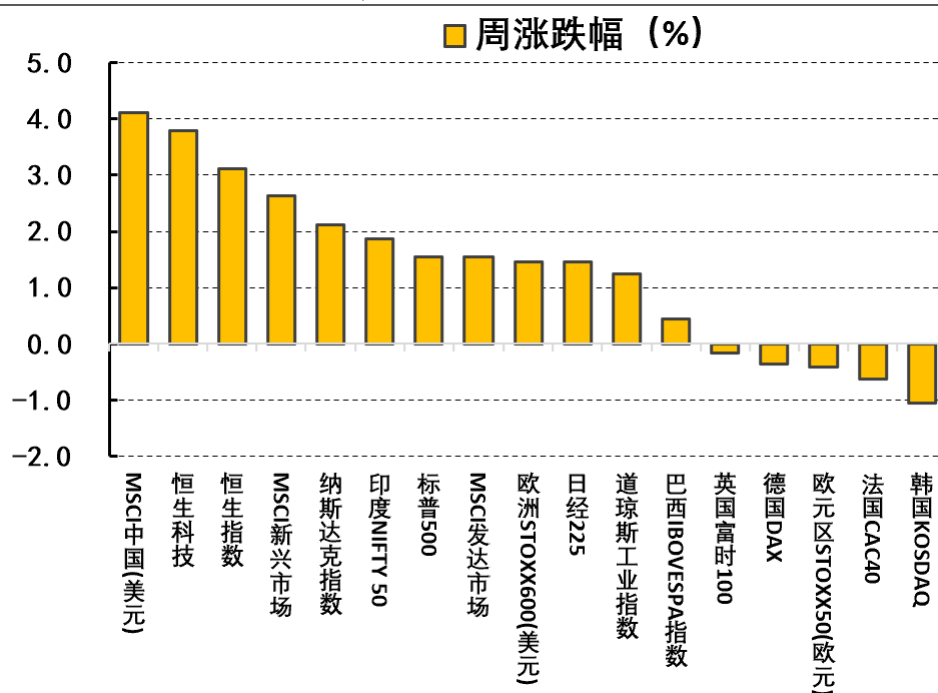
短期超配行业：产业全球竞争力（商用车、船舶、家电、轮胎、光模块、轨交、玻璃、智能物流）、高股息（高分红消费、水务、燃气、能源、煤炭和电力）、科技股美股映射（TMT+智能驾驶+人形机器人）。

## 1. 近期权益市场重要交易特征梳理

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周主要美股普涨。其中标普收涨 1.54%，道指收涨 1.24%，纳指收涨 2.11%。盘面上，除非必须消费和工业微跌外，标普 500 各大板块均累涨。IT 涨近 3% 领涨，房地产涨 2.5%，医疗、通讯、金融和公用事业均涨超 1%，必须消费、能源和材料微涨。消息面上，美国 4 月 CPI 数据降温使降息预期重燃，美股三大指数齐涨，虽然后两日有波动回落，但全周累涨；鲍威尔等美联储官员的发言保持鹰派，投资者加码 9 月降息，但美联储没有表态，美股承压；美国经济数据良莠不齐但并未显著遇冷，美国 PPI 数据稳健超预期，使降息预期受到打压；而 4 月工业产出环比零增长，3 月增速下修至 0.1%；上周首次申请失业救济人数环比减少 1 万至 22.2 万，仍高于经济学家预期的 22 万，申请人数四周均值创去年 11 月以来新高；4 月新屋开工年化户数环比增长 5.7% 至 136 万，仍低于预期的 142 万，3 月户数下修至 129 万，开工建房先行指标营建许可户数 4 月环比下降 3% 至 144 万，创 2022 年末以来新低，低于预期的 148 万，3 月户数上修至近 149 万。

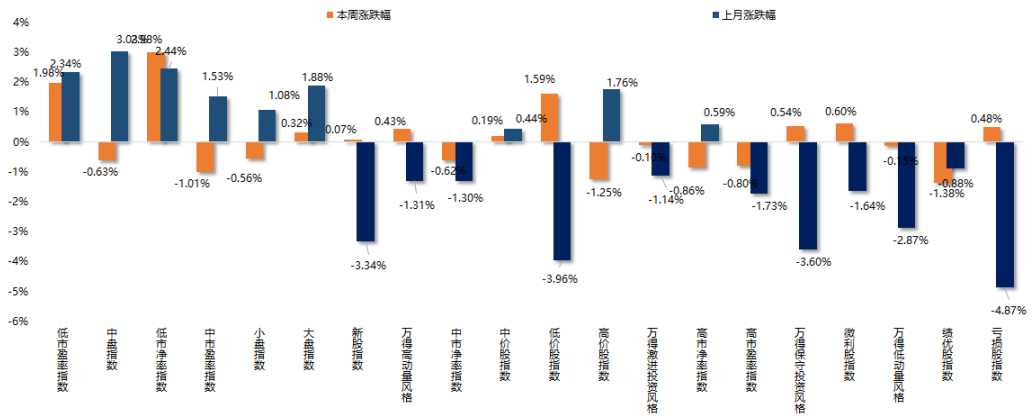
图1. 本周全球权益市场涨跌不一，MSCI 中国领涨



资料来源：Wind，国投证券研究中心

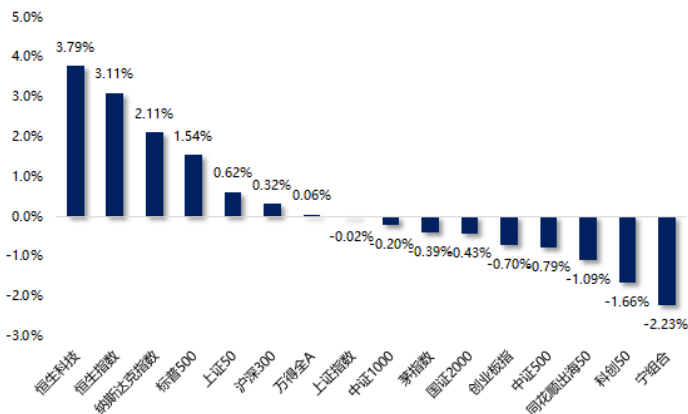
第一，本周主要指数中，上证指数微跌-0.02%，沪深 300 涨 0.36%，整体风格偏向大盘价值，中证红利指数涨 1.08%，富时 A50 指数涨 0.76%，此外恒生科技、恒生指数、纳斯达克指数、标普 500、上证 50 表现较强；国证 2000、创业板指、中证 500、同花顺出海 50、科创 50 相对弱势。全 A 成交额较上周有所萎缩，本周平均成交额为 8490 亿元。

图2. 本周低市净率指数占优



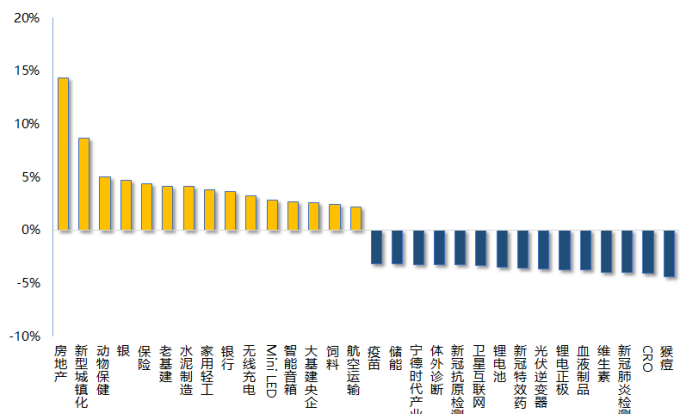
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图3. 本周主要指数涨跌幅一览



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块

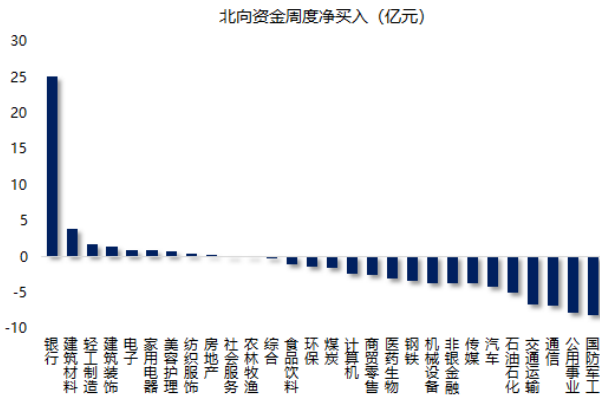


资料来源: Wind、国投证券研究中心

第二，北向资金单边大幅流入银行，外资持续增配A股。整体来看，本周北向资金累计净买入87.62亿元，环比上周增加39.2亿元。本月累计净流入达136.05亿元。月度视角来看，近一月北向资金增配居前的行业有银行、医药生物、食品饮料、非银金融、有色金属；北向资金卖出居前的行业有国防军工、通信、商贸零售、电力设备、钢铁。周度视角来看，近一周北向资金增配居前的行业有银行、建筑材料、轻工制造、建筑装饰、电子；北向资金卖出居前的行业有电力设备、有色金属、基础化工、国防军工、公用事业。

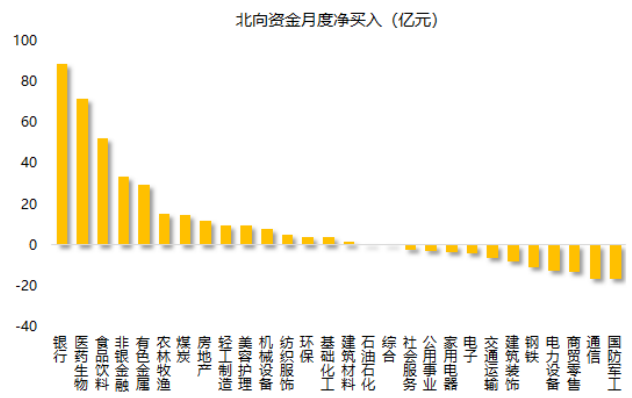
值得注意的是，年初至今，北向资金流入已经达到878.48亿元，同时根据外汇管理局的数据，4月境外投资者净买入境内债券、股票分别为1247亿和451亿元人民币。对于海外资金流入的解释是：避险资产回落（如日本股市、中国30年国债、高股息板块）、美国一季度经济低于预期、当前A股和港股相较于其他资本市场明显的估值优势、国内地产宽松政策频出使得外资重回A股。要承认北向资金大幅流入短期会给A股带来积极提振作用，尤其是利好大盘成长。值得注意的是相比北向资金，FDI（外商直接投资）是更为合理的对于A股行情的中期预判指标。从近期仍在回落的FDI同比增速可以看出（3月进一步下滑至-36.16%），目前北向资金的仓位回补并不具备形成反转定价的迹象。

图5. 各行业北向资金周度净买入



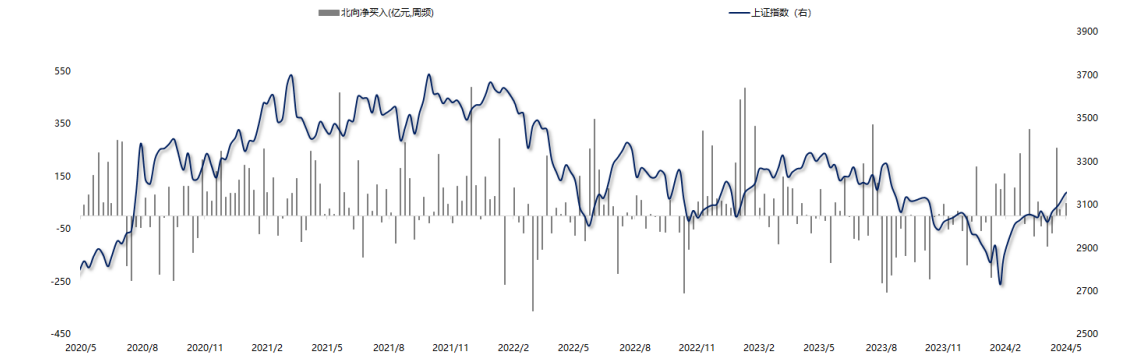
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图6. 各行业北向资金月度净买入



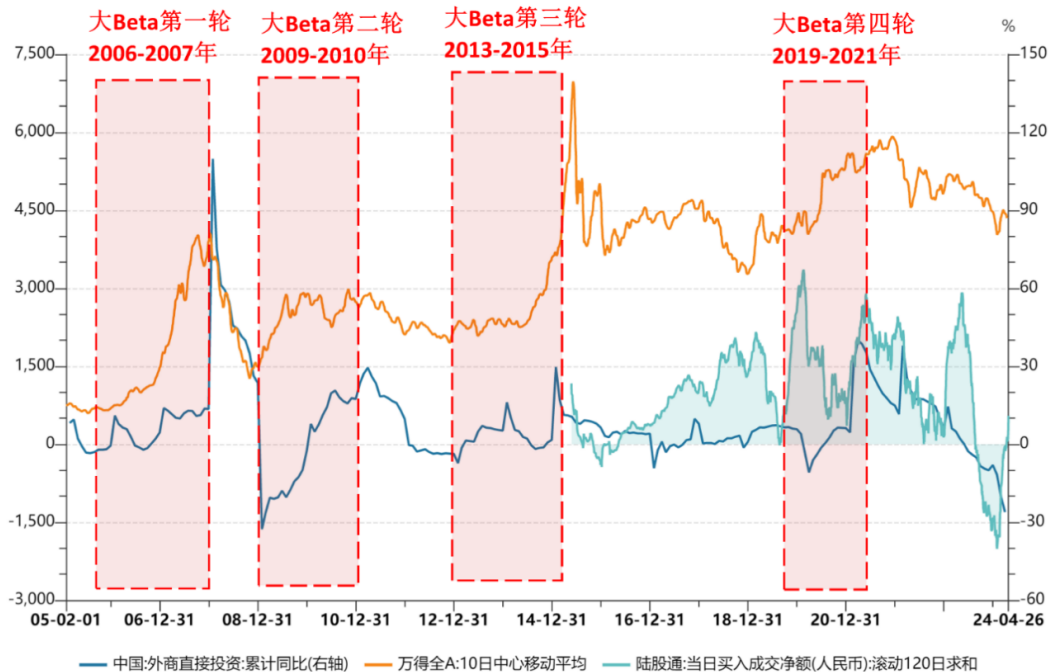
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图7. 本周北向资金流入



资料来源: Wind、国投证券研究中心

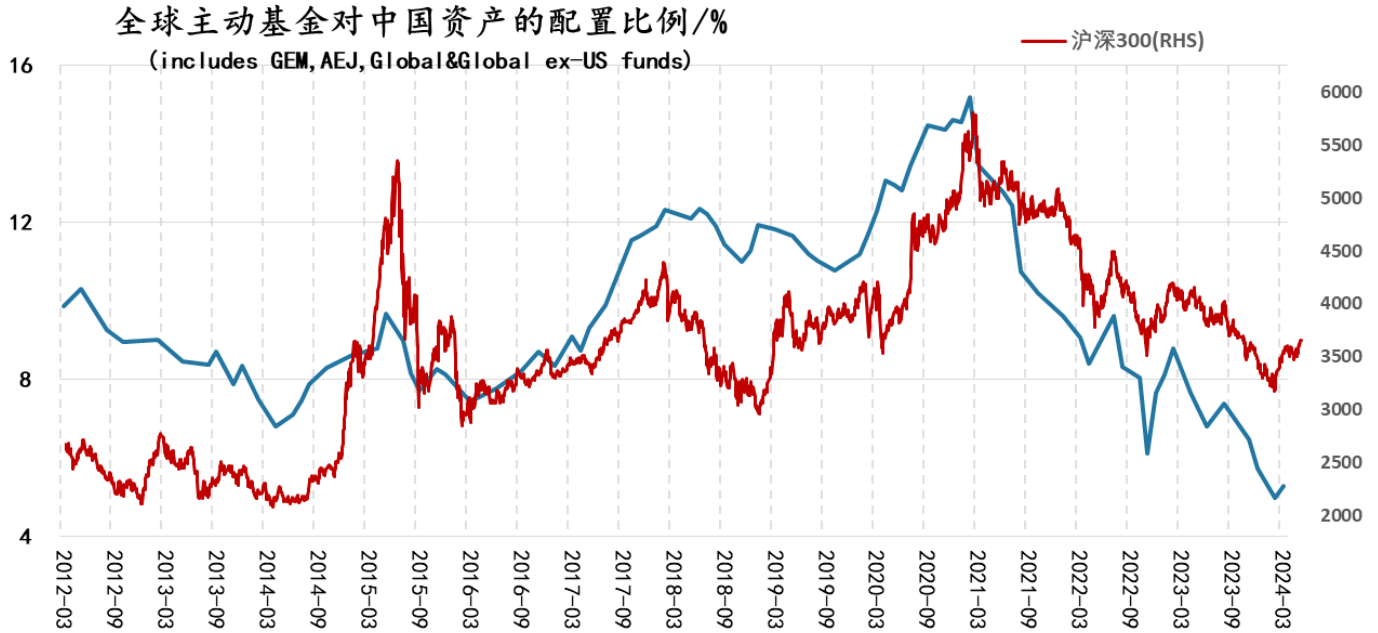
图8. 从历史复盘来看, FDI 大幅流入的时候 A 股容易形成大 beta



资料来源: wind, 国投证券研究中心



图9. 当前全球资金对中国资产配置比例处于 2012 年以来最低水平



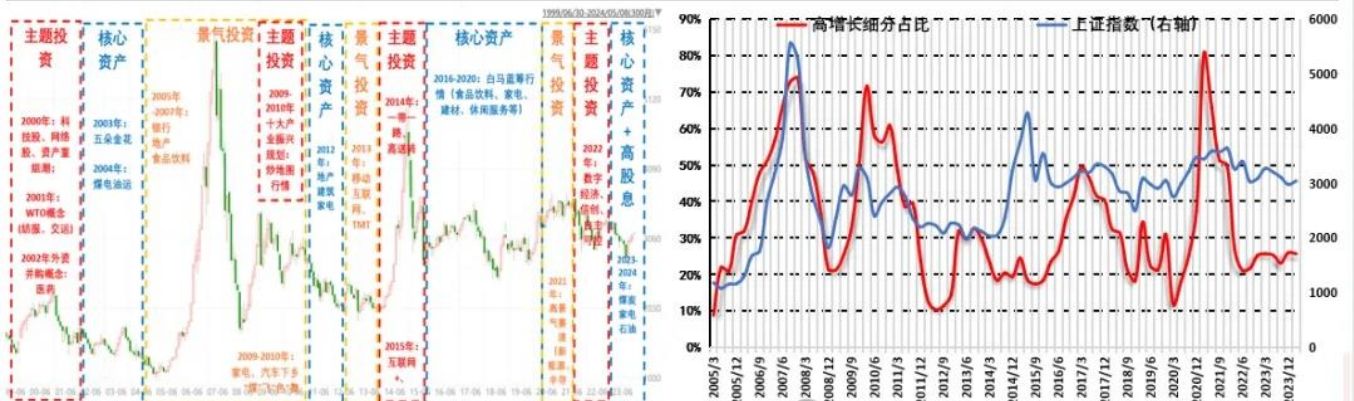
资料来源: EPFR, Goldman Sachs, 国投证券研究中心

第三, 基于权益定价的角度, 在 2023 年年报和一季报披露之后第一观察视角是高增长细分占比, 这对投资策略有着巨大的影响。

- 1、当高增长细分(净利润增速在 30%以上)占比达到 50%以上时, 景气投资有效性>产业主题投资有效性>核心资产投资有效性;
- 2、当高增长细分(净利润增速在 30%以上)占比达到 25-50%时, 核心资产投资有效性>景气投资有效性>产业主题投资有效性;
- 3、当高增长细分(净利润增速在 30%以上)占比在 25%以下时, 产业主题投资有效性>核心资产投资有效性>景气投资有效性。

在本次财报分析当中, 当前高增长细分方向(净利润增速在 30%以上的三级行业占所有三级行业的比例)占比进一步出现下滑, 2024Q1 进一步下行至 25.66%, 基于国投证券策略团队此前提出的配置框架来看, 核心资产投资有效性>景气投资有效性>产业主题投资有效性, 也就意味着大盘价值高股息+大盘成长出海定价将好于单纯的产业主题投资。

图10. 当前高景气细分占比在 25.66%, 预示着大盘成长出海+大盘价值高股息仍然占优



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

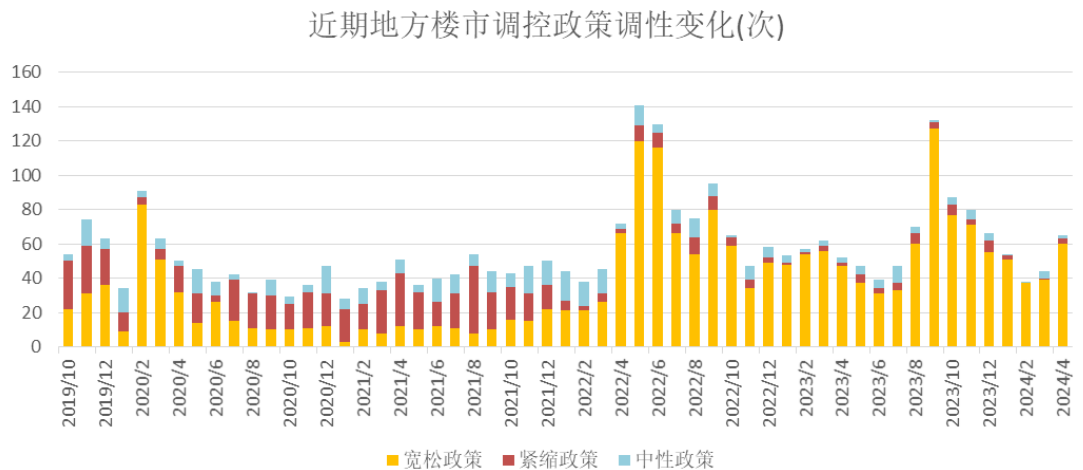
第四，近期地产政策调整较为频繁，4月中央政治局会议强调要**统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施**，此后各大城市纷纷推出放开限购等宽松政策。从市场的表现上看，wind 房地产指数从4月26日至今累计上涨27.9%，全国层面在上周更是出台了地产需求侧的“五支箭”：

- 1、降低全国层面个人住房贷款最低首付比例，将首套房最低首付比例从不低于20%调整为不低于15%，二套房最低首付比例从不低于30%调整为不低于25%。需要注意的是15%的首付比例是商品房制度出现以来的历史最低水平。
- 2、取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷款利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。同时，下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点。
- 3、对于已建成未出售的商品房，设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。
- 4、对于已出售未交付的商品房，打好商品房项目保交楼攻坚战，防范处置烂尾风险，推动项目按时保质交付，让老百姓按合同约定如期拿到验收合格的房子。
- 5、对于闲置存量土地，支持地方以合理价格收回土地。主要是支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。

可以看到，本轮政策组合拳从居民端和企业端同时发力，一方面在各地放宽限购的基础上进一步降低居民购房负担，并持续推进保交楼，保护居民权益；另一方面从闲置土地和未出售商品房两个层面，缓解房企的固定资产减值、高库存和现金流的压力。为了更好地评估本轮房地产行情的持续性，我们深度复盘了2022年以来的四轮房地产行情，具体而言：

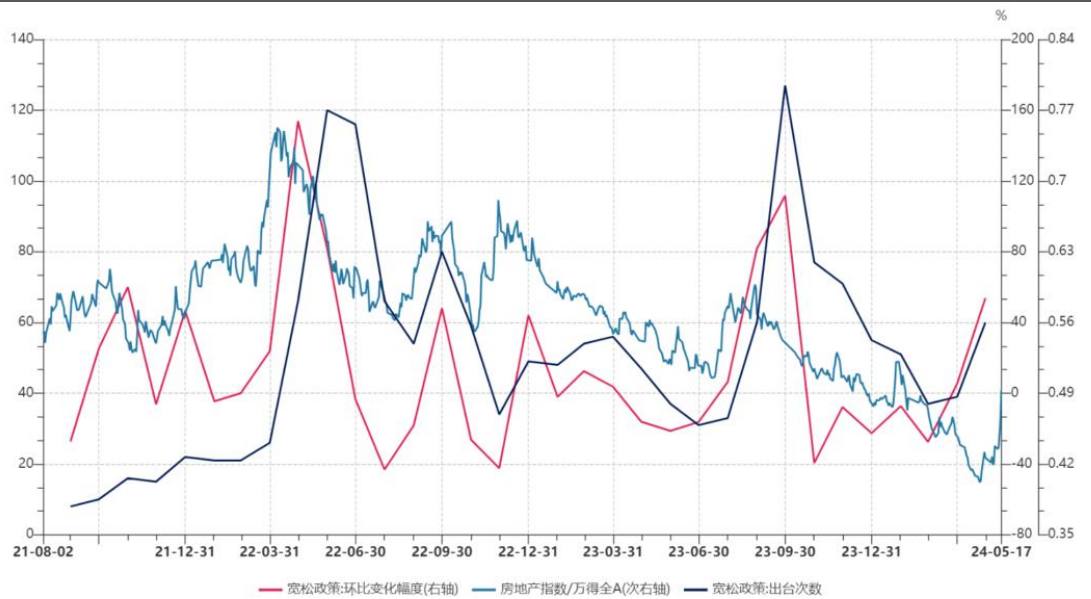
**第一，房地产的超额收益对于宽松政策的边际变化而非绝对数量更敏感。**我们根据中房研协测评研究中心的监测数据整理了2019年10月以来全国各地楼市调控政策的调性变化，结合房地产指数相对wind全A的超额收益走势，我们可以发现，宽松政策数量的环比变化和房地产超额收益的走势有较高的同步性，而宽松政策数量绝对水平的顶部往往滞后于超额收益的顶部。从这一点上我们判断，至少在2022年至今的几轮地产行情中，市场博弈的核心还是政策预期而非基本面改善，并且对政策的边际变化更为敏感。

图11. 2024年4月，地方出台房地产调控政策66条，为今年单月新高



资料来源：中房研协测评研究中心、国投证券研究中心

图12. 宽松政策数量环比的拐点对应房地产超额行情的起点



资料来源：中房研协测评研究中心、Wind、国投证券研究中心

第二，对照 2022 年至今的其他四轮地产行情，本轮行情的各项交易特征均已接近历史行情的顶部。从平均涨跌幅和超额收益来看，本轮行情目前为止房地产指数的涨幅，与 2022 年 11 月由地产三支箭叠加疫情转向共振推动的地产行情涨幅接近，与涨幅最高的 2022 年 3 月-4 月还有一定距离。但需要指出的是，2022 年 3 月-4 月是地产下行周期的初期，居民预期和市场信心还没有明显下滑，而 2022 年 11 月是出现了楼市销售数据和房价数据双双改善的。本轮行情在基本面上没有上述优势条件，更多是依靠短时间政策组合拳高频发力，积累了较大的向上动能，尤其是本周五在全国层面的需求侧政策推出后，地产板块出现了明显的加速，房地产板块周五的换手率已经超过了前四轮行情顶部的换手率，成交额占全 A 的比例也超过了前四轮行情顶部的平均水平。尽管换手率的顶部并不一定对应着行情的顶部，并且从持续时间（本轮 13 个交易日，平均 16 个交易日）来看本轮持续时间还偏短，但很有可能单纯依靠情绪和预期驱动上涨的行情已经走向过热。

图13. 2022 年至今地产四轮上涨行情以及本轮行情重要政策回顾



资料来源：wind，国投证券研究中心

图14. 2022年至今地产四轮上涨行情以及本轮行情的交易特征回顾

行情起点	行情终点	房地产指数涨幅(%)	超额收益(%)	持续时间(交易日)	顶部换手率(%)	顶部成交额占比	区间涨幅前五的申万一级行业				
2022/3/16	2022/4/6	32.16	25.80	14	4.78	7.26%	房地产	煤炭	建筑材料	银行	农林牧渔
2022/8/11	2022/9/9	14.47	15.74	22	2.09	3.84%	煤炭	房地产	综合	交通运输	非银金融
2022/11/4	2022/11/29	27.29	23.70	18	3.96	5.27%	房地产	建筑材料	银行	非银金融	建筑装饰
2023/7/17	2023/8/3	18.51	17.13	14	4.12	5.29%	房地产	非银金融	建筑材料	钢铁	商贸零售
2024/4/26	2024/5/17	<b>27.90</b>	<b>23.27</b>	<b>13</b>	<b>4.90</b>	<b>5.99%</b>	<b>房地产</b>	<b>建筑材料</b>	<b>轻工制造</b>	<b>农林牧渔</b>	<b>基础化工</b>
前四轮平均值		<b>24.07</b>	<b>21.13</b>	<b>16</b>	<b>3.97</b>	<b>5.53%</b>	<b>房地产</b>	<b>建筑材料</b>	<b>非银金融</b>	<b>银行</b>	<b>建筑装饰</b>

资料来源: wind, 国投证券研究中心

图15. 2022年至今地产四轮上涨行情见顶后向消费领域和顺周期板块扩散的规律是清晰的

行情起点	行情终点	地产见顶后一个月涨幅前五的申万一级行业					地产见顶后两个月区间涨幅前五的申万一级行业				
2022/3/16	2022/4/6	食品饮料	家用电器	石油石化	建筑装饰	煤炭	汽车	煤炭	石油石化	食品饮料	美容护理
2022/8/11	2022/9/9	食品饮料	银行	商贸零售	美容护理	医药生物	计算机	医药生物	社会服务	综合	机械设备
2022/11/4	2022/11/29	食品饮料	美容护理	社会服务	商贸零售	银行	食品饮料	非银金融	美容护理	家用电器	计算机
2023/7/17	2023/8/3	煤炭	传媒	石油石化	美容护理	家用电器	煤炭	医药生物	石油石化	银行	纺织服饰
前四轮平均值		食品饮料	美容护理	家用电器	银行	商贸零售	汽车	食品饮料	美容护理	医药生物	社会服务

资料来源: wind, 国投证券研究中心

另外,对于房价和股价的关系,根据上世纪90年代-2017年日经225与房价变化,我们大致可以总结出:房价暴跌股价不行;房价缓跌看通胀;房子企稳市场转好。面对当前,核心视角应该看到通胀信号PPI是否回升。具体而言:上世纪90年代股市与楼市主要有以下四阶段:1)1993年初-1996年6月:房价下行速率趋缓,日经225出现止跌并在后续年份有所复苏回暖;2)1998年9月-2000年3月:该阶段房价延续下行,但日经225在科网浪潮下出现显著回暖;3)2003年4月-2007年6月:该阶段日本房价低位企稳,东京地区在2005年之后出现小幅回暖,日经225再现回暖;4)2012年10月-2018年9月:安倍经济学登台,日本楼市价格低位震荡,制造业成为推动日本经济的新支柱,日经225显著复苏。

图16. 日本股市与房市的关系：房价暴跌股价不行；房价缓跌看通胀；房子企稳市场转好

**日经225与房价变化：房价暴跌股价不行；房价缓跌看通胀；房子企稳市场转好**

■ 90年代股市与楼市双主要有以下四阶段：1) 1993年初-1996年6月：房价下行速率趋缓，日经225出现止跌并在后续年份有所复苏回暖；2) 1998年9月-2000年3月：该阶段房价延续下行，但日经225在科网浪潮下出现显著回暖；3) 2003年4月-2007年6月：该阶段日本房价低位企稳，东京地区在2005年之后出现小幅回暖，日经225再现回暖；4) 2012年10月-2018年9月：安倍经济学登台，日本楼市价格低位震荡，制造业成为推动日本经济的新支柱，日经225显著复苏。

图：90年代日本房价与股价变化

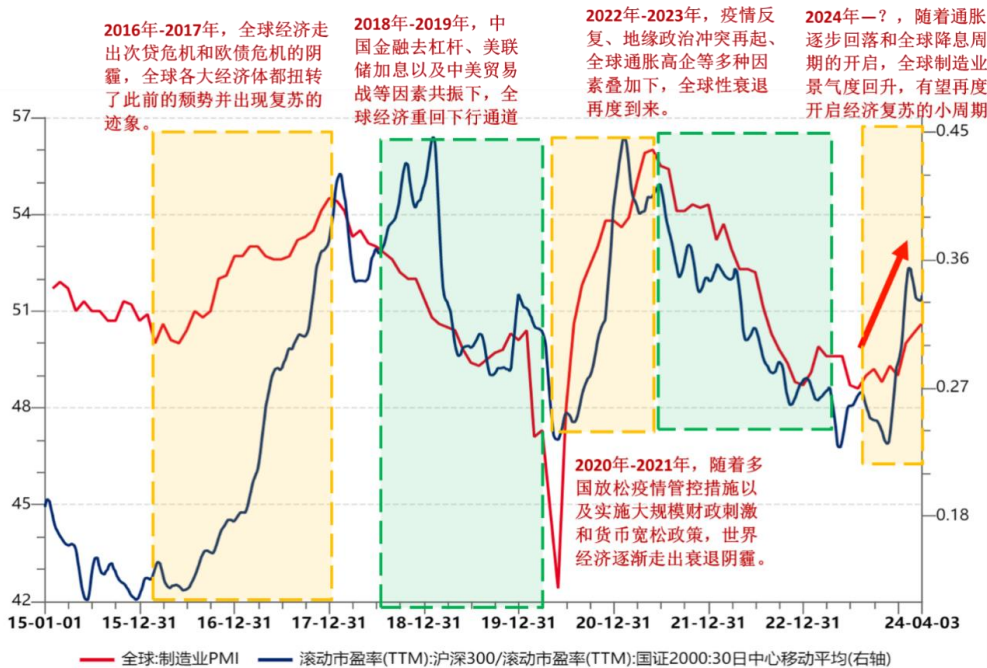


资料来源：Wind、国投证券研究中心

第五，在结构层面，基于中期维度我们鲜明提出：具备价值偏好的监管行为将推动市场重返大盘股，以高股息为代表大盘价值+以出海为代表的大盘成长定价格局正在逐渐形成，对应中小盘更多体现基于新质生产力的产业配置价值和并购重组的事件驱动价值，主要集中在科创指数+AI 产业领域。具体而言：

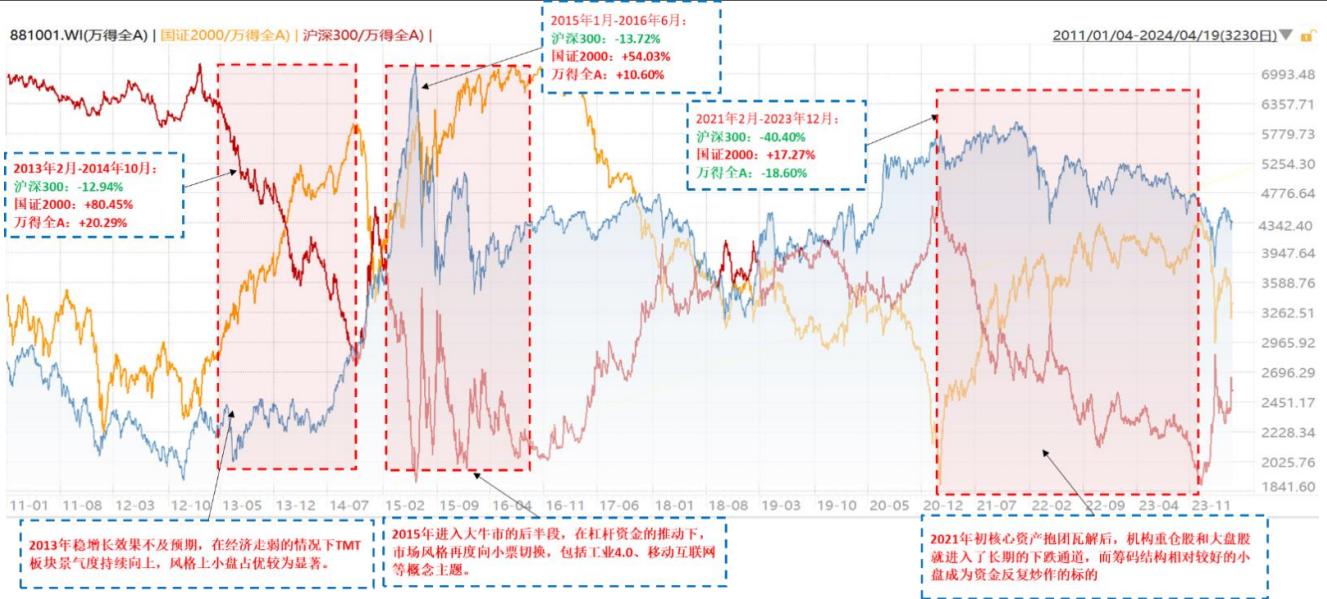
➤ **具备价值偏好的监管行为可能对于大盘股更为有利。**参考 2016 年下旬到 2017 年开启的严监管周期中演绎的规律：在 2016 年上半年市场走出熊市阴影迎来了风险偏好的迅速修复，中小盘展现出较高的弹性，但随后不断趋严的监管政策，尤其是针对次新股炒作、股东违规减持、打击忽悠式重组、打破“不死鸟”题材等等行动，使得不少中小市值公司受到影响，资金为了避免暴雷风险而涌入高确定性的大盘蓝筹股，造就了 2016-2017 年为期两年的慢牛和结构牛。在这两年时间中，中证 1000 和国证 2000 先涨后跌，全区间跌幅分别达到 13.75%和 6.92%，而上证 50 和沪深 300 则分别大涨 53.61%和 40.03%。

图17. 全球经济周期向上的阶段有助于大盘风格的估值抬升



资料来源：wind，国投证券研究中心

图18. 当前大小盘分化相较去年已经有明显收敛趋势



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图19. 2016-2017 年中小盘在严监管下明显跑输市场



资料来源: wind, 国投证券研究中心

第六，面对近期不断加快的行业轮动，我们认为恰恰说明主导资产配置逻辑的资金正在发生切换，在新旧交替的过程中，市场的风格演绎较为混乱和复杂。回顾近年来 A 股风格的演绎规律，市场整体风格的切换其背后是不同审美偏好的主导资金发生了切换：

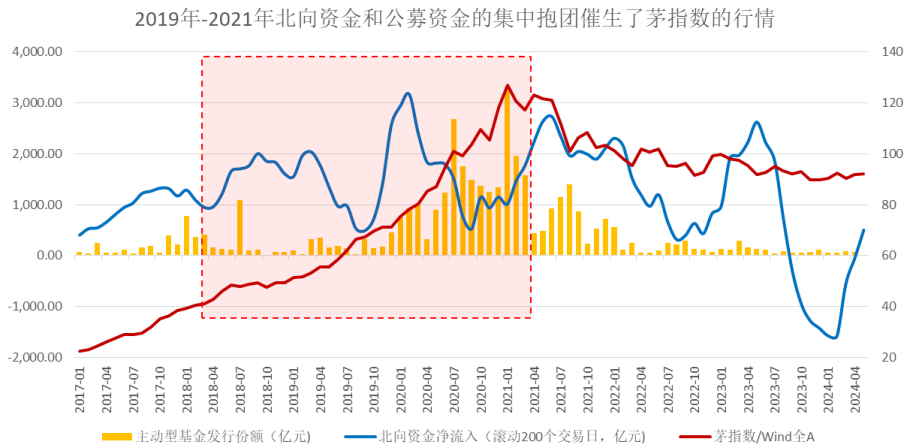
在 2019-2021 年，市场主导资金是向北向资金和价值成长派的公募基金，审美偏好集中在具备一定成长性和高 ROE 的白马龙头股，典型如医药、白酒、新能源车、光伏等等，在北向资金的持续流入和公募基金火爆发行的加持下，催生了以茅指数为代表的一轮大盘成长核心资产风格；

在 2021-2023 年，随着核心资产抱团的瓦解，北向资金的流入态势从单边净流入转向震荡和阶段性流入，公募基金的发行量持续走低，新的主导资金开始出现，即以私募量化为代表的从 2020 年开始蓬勃发展的量化资金。由于当时相关法规尚不完善，且市场长期被主观多头的投资思路和交易策略影响，量化资金的进入开辟了一片蓝海，凭借高频交易、机器学习、

衍生品套利等多元的数量化工具，量化资金的规模不断膨胀。而量化资金和程序化高频交易所催生的则是以微盘股指数为代表的一批公司质地一般但股价弹性较高的小微盘股。但随着2023年末雪球产品和融资盘风险的爆发，对量化资金的监管政策快速收紧，导致量化资金踩踏式卖出和微盘股指数的连续暴跌。这也宣告了以量化交易资金为主导的时代的结束。

在2023年到现在，新的一批主导资金正在进入股市，证监会、财政部、国家金融监管总局均发文明确支持保险资金等中长期资金入市，推动方案涉及中长期资金引入的一批政策举措加速推出，包括推动调整保险资金投资股票风险因子、推动落实保险资金长周期考核、推动保险资金开展长期股票投资、优化养老金参与资本市场机制等。2024年4月的新国九条更是强调，大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。截至2023年末，保险公司投资股票的余额达到3.33万亿元，相比2022年末增长1444亿元。在中长期资金入市的背景下，市场风格聚焦在以低估值、大市值、高分红、高ROE为特征的高股息风格，以及兼具低估值和大市值，同时具备ROE环比提升空间的出海领域定价。这一规律从保险公司和公募基金重仓流通股持仓市值在2024Q1的变化中可以得到印证，2024Q1保险公司持仓市值提升较多的行业有银行(+370亿)、食品饮料(+121亿)、通信(+50亿)、公用事业(+49亿)、煤炭(+46亿)、非银金融(+41亿)。不难发现，保险资金增持最多的方向基本上以大盘价值高股息为主，而公募基金在2024Q1则对于出海领域(家电、商用车、工程机械等)有明显的增持行为。

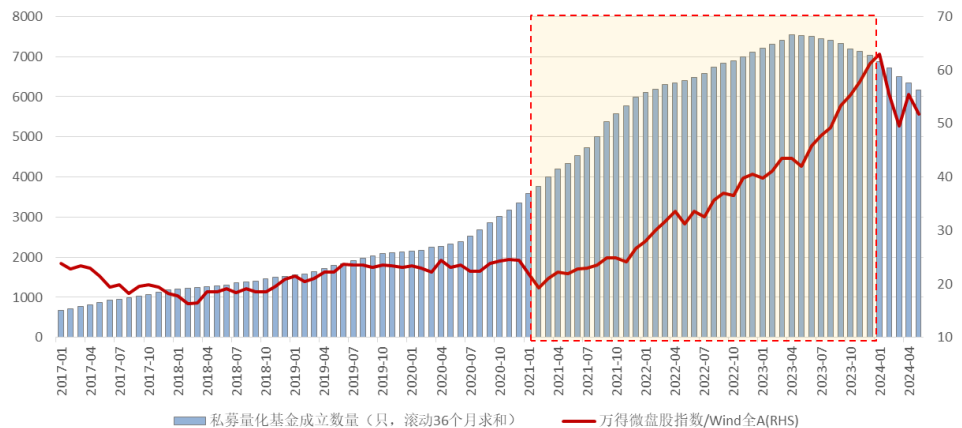
图20. 2019年-2021年北向资金和公募资金的集中抱团催生了茅指数的行情



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图21. 2021年-2023年量化和私募资金的集中抱团催生了微盘股的行情

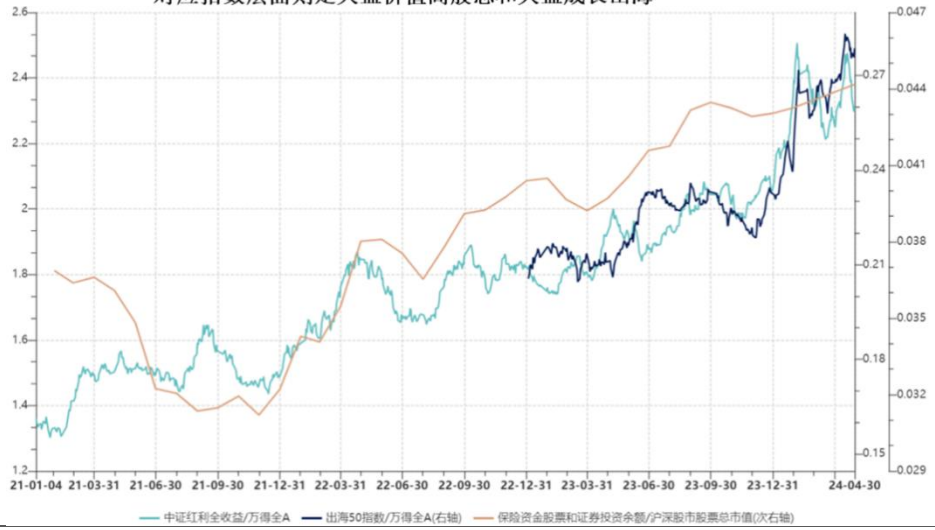
2021年-2023年量化和私募资金的集中抱团催生了微盘股的行情



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图22. 2023 年至今，以保险资金为代表的绝对收益价值派资金持续入场

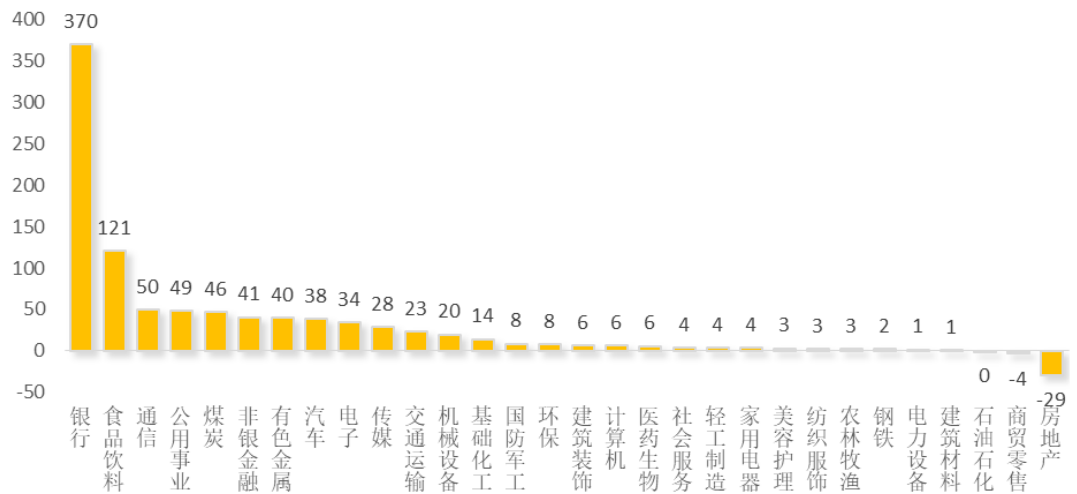
2023 年至今，以保险资金为代表的绝对收益价值派资金持续入场  
大市值、低估值、高股息、ROE 环比提升的优质龙头公司受益  
对应指数层面则是大盘价值高股息和大盘成长出海



资料来源: wind, 国投证券研究中心 (注: 2024 年 1-4 月的保险资金投资余额为线性预测数据)

图23. 保险资金在 Q1 增持的方向基本围绕大盘价值高股息

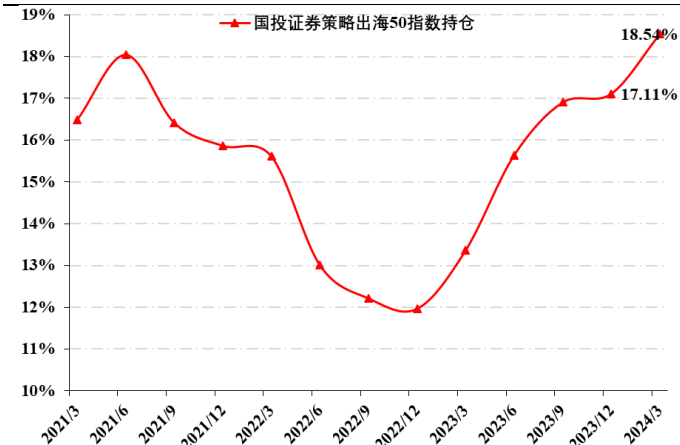
保险资金重仓流通股持仓市值2024Q1环比变动(亿元)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

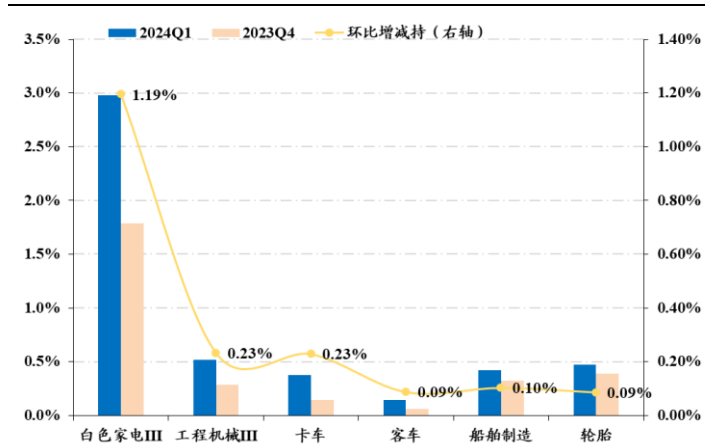


图24. 2024Q1 公募基金进一步增持出海领域



资料来源: Wind、国投证券研究中心(注:持仓统计为出海50指数成分股持仓市值占全部股票投资市值的比例)

图25. 2024Q1 公募基金对车船电领域均有所增持



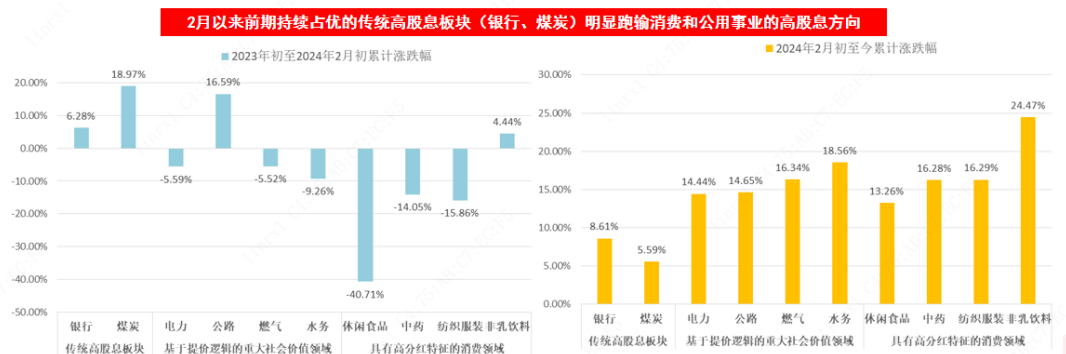
资料来源: Wind、国投证券研究中心

第六,对于近期大盘价值高股息出现一定休整,我们认为倒也不必太多惊慌,依然是中期有效投资策略。核心原因在于我们认为中证红利指数股息率在5%以上,中期在大量绝对收益资金眼中依然具备较强吸引力。同时,高股息策略在被动式绝对收益资金的推动下,年初至今以煤炭和银行为核心的两大板块领涨其他高分红板块,带动中证红利全收益达到13.50%。后续对高股息的两个判断是:1、短期高股息建议向高分红消费进行扩散;2、高股息策略中期定价重心依然是在央国企,尤其是公用事业、电信以及铁路公路等有提价能力的盈利能力提升的领域。当然,如果认为下半年十年期国债收益中枢无法进一步下移,那么接下来高股息波段交易就很重要。

图26. 高股息两大扩散定价方向: 高分红消费和公共服务提价央国企

**大盘价值高股息标的两个重要扩散方向:  
基于高分红的消费领域和基于提价逻辑的重大社会价值领域**

- 从今年2月以来高股息板块内部的演绎和轮动规律来看,我们对高股息策略的两个判断是:1、短期高股息标的应向消费进行扩散;2、在重大社会价值领域基于提价的ROE中枢上移的央国企成为重要抓手。



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图27. 年初至今深证红利和港股高股息逐步跑赢中证红利和上证红利

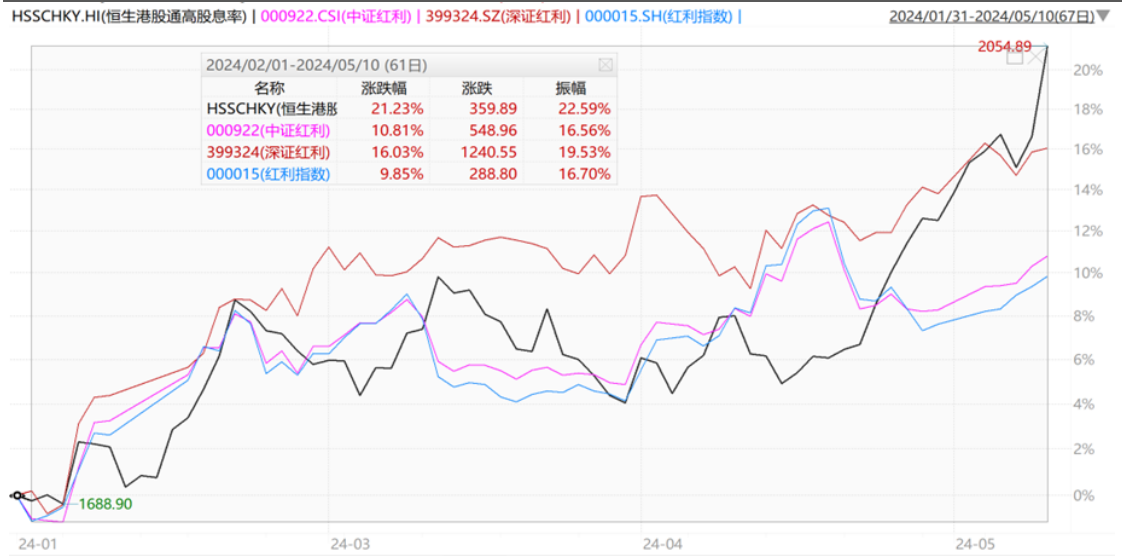
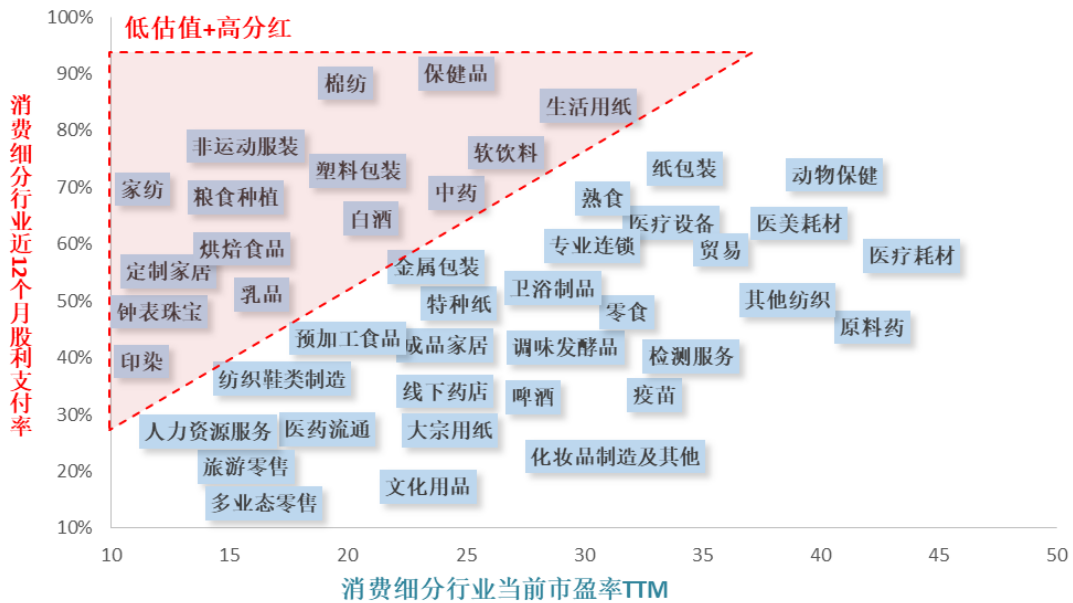


图28. 高股息定价向高分红消费扩散的细分方向



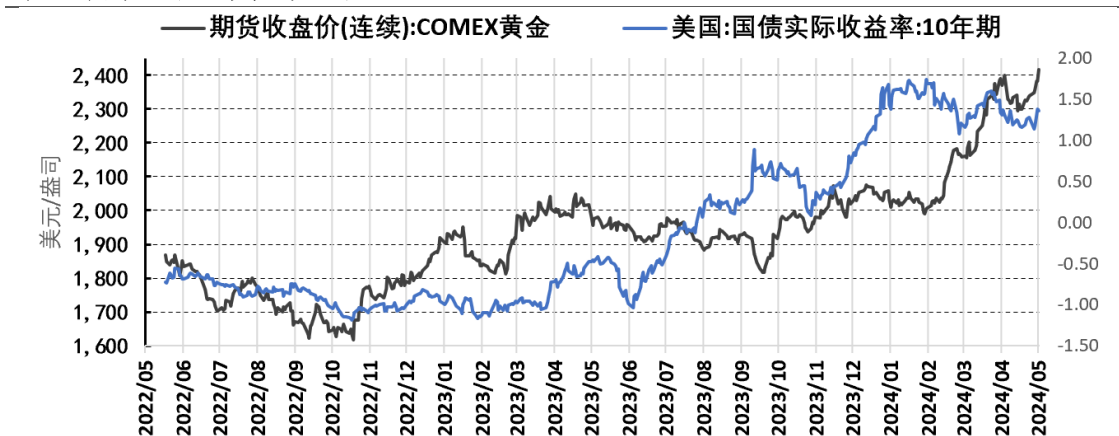
资料来源: wind, 国投证券研究中心

第七, 本周 COMEX 黄金报收 2415.8 美元/盎司, 上周前值 2332.1 美元/盎司, 黄金价格震荡上行。本周金价波动的原因如下: 一、以色列重申将继续在加沙开展军事行动, 中东局势仍然紧张。二、降温的 CPI 数据重燃降息预期, 黄金应声高涨。美国 4 月 CPI 和核心 CPI 同比较 3 月放缓, 分别增长 3.4% 和 3.6%, 创三年来最低增速; 4 月 CPI 环比增长放缓至 0.3%, 核心 CPI 环增长如期放缓至 0.3%, 半年来首次放缓增长, 也是在连续三个月增速高于预期后降温。三、美国 4 月 PPI 同比上升 2.2%, 增速创 12 个月新高, 环比涨 0.5% 高于预期, 市场下调降息预期。美国 PPI 升幅超出预期, 引发了市场对于通胀依然过于顽固、以至于美联储无法开始放松政策的担忧。互换合约显示对年底前的降息预期为 40 个基点。四、美联储官员保持鹰派。PPI 数据公布后, 美联储主席鲍威尔表示一季度通胀缺乏进展, 美联储需要耐心, 等待更多通胀降温的证据。周四, 美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯表示, 他对美国 CPI 数据的降温表示欢迎, 但这个好消息还不足以让美联储很快下调利率。周五, 拥有美联储 FOMC 投票权的美联储理事鲍曼在最新讲话中, 没有提及本周公布的更多数据, 美国 4 月

CPI 数据给出通胀降温的信号，但她似乎不为之所动，重申此前的鹰派立场，即如果美国通胀降温的进展停滞或是反转，愿意支持美联储在需要时加息。

我们认为，受到降温 CPI 数据的推动，降息预期重燃，利好黄金走高，黄金实现全周上行走势。中期来看，俄乌冲突、美国大选等都加剧了地缘政治风险，长期来看，全球意识形态存在分歧，大国间从合作模式逐步趋于竞争模式，大国间的冲突难以避免，这势必会加大各资产交易的不确定性。对黄金而言，2023 年受到通胀对冲目的和降息预期等因素的支撑。这些因素将在 2024 年初继续影响黄金，美联储政策仍是金价中期走势的关键。

图29. 本周金价走势震荡上行



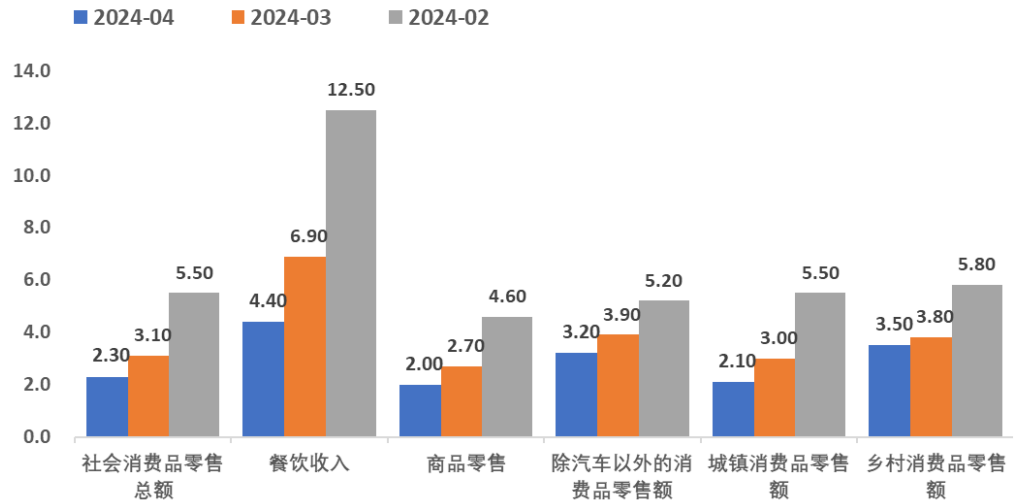
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 2. 内部因素：4 月经济数据维持弱复苏，政策效果待评估

本周主要公布了 4 月社零、固定资产投资、工业增加值和地产相关的数据。社零方面，4 月社零增速低于预期，假期错位以及地产财富效应缩水导致限额以上商品零售下行是拖累社零增速边际转弱的主要驱动因素。经济数据方面，4 月规模以上工业增加值同比高增，超出市场预期，制造业的回升是核心驱动因素。而制造业投资同比上升主要受益于年初以来新一轮大规模设备更新改造行动的政策支持、全球制造业底部回升和美国的补库需求。地产数据方面，房地产市场继续调整，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比、同比降幅均有所扩大。整体来看，4 月经济数据表明当前我国面临内冷外热的宏观环境。全球制造业的恢复有望对我国出口活动形成持续支撑。同时房地产行业的减速主导了内需的收缩，也使得我国通胀回升存在波折，信贷投放面临挑战。这一局面在二季度或将延续。未来地产政策能否推动房企流动性环境的普遍改善，带来商品房销售量和价的企稳，是决定宏观经济和权益市场走向的关键，这无疑需要时间观察。具体而言：

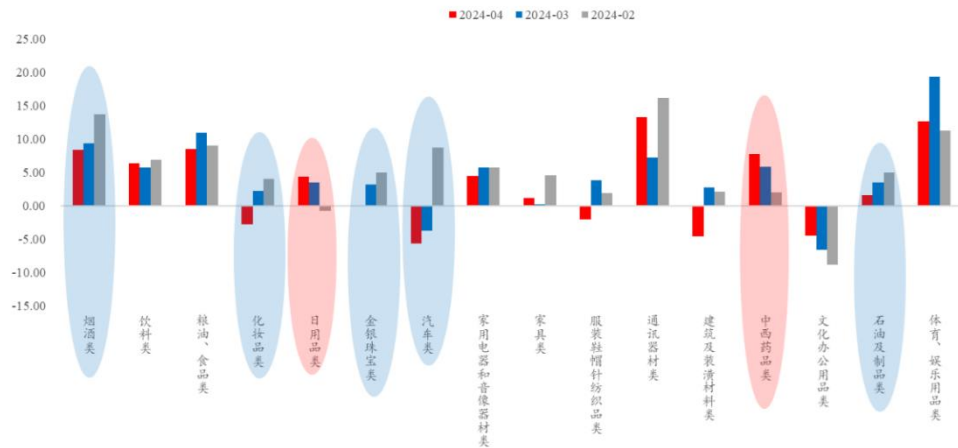
- 社零方面，4 月社会消费品零售总额同比增长 2.3%，环比下降 0.8%，假期错位以及地产财富效应缩水导致限额以上商品零售下行是拖累社零增速的主要驱动因素。按消费类型分，商品零售增长 2.0%，餐饮收入增长 4.4%，环比均有不同幅度的回落。其中，最大单项比重的汽车零售增速持续滑坡，4 月汽车社零消费总额同比下降 5.6%，环比回落 12.4%，除汽车以外的消费品零售额同比上升 3.2%。据乘联会数据，4 月乘用车零售辆同比下滑 5.7%，主要受汽车行业价格战因素影响，同时大规模降价可能导致消费者形成持续降价预期，进一步抑制汽车消费欲望。4 月出台《汽车以旧换新补贴实施细则》，或有利于激发消费潜能，进而稳定汽车销售。展望后市，随着假期错位的影响消退以及地产端的一系列政策落实，有助于稳住房价进而稳定居民消费信心，带动社零边际改善。
- 固定资产投资和工业增加值数据方面，4 月固定资产投资累计同比 4.2%，前值 4.5%。扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.9%。分领域看，基础设施投资同比增长 6.0%，制造业投资增长 9.7%，房地产开发投资下降 9.8%。全国新建商品房销售面积 29252 万平方米，同比下降 20.2%；新建商品房销售额 28067 亿元，下降 28.3%。4 月规模以上工业增加值同比增长 6.7%，环比上升 2.2 个百分点。整体来看 4 月份生产强于消费，既有假期错位导致的基数影响（2024 年 4 月共 22 个工作日，比去年同期多 2 天），同时 4 月工业出口交货值同比增长 7.3%，比上个月加快 5.9 个百分点，出口高增是驱动生产强劲的核心因素。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.0%；制造业增长 7.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.8%；高技术制造业增加值增长 11.3%，加快 3.7 个百分点，制造业的回升是经济数据超预期的核心因素。制造业投资同比上升主要受益于年初以来新一轮大规模设备更新改造行动的政策支持、全球制造业底部回升和美国的补库需求。展望后市，随着地产放松、设备更新等稳增长政策持续推进，叠加外需边际回暖等有利因素，工业生产有望持续恢复。
- 4 月地产数据方面，房地产市场继续调整，70 个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比、同比降幅均有所扩大。销售价格方面，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别下降 0.6%、0.5%和 0.6%，同比分别下降 2.5%、2.9%和 4.2%；一、二、三线城市二手房销售价格环比分别下降 1.1%、0.9%和 0.9%，同比分别下降 8.5%、6.8%和 6.6%。销售面积和销售额方面，2024 年 4 月商品房销售面积同比下降 22.9%，较 3 月降幅收窄 4.6 个百分点。展望后市，政治局会议提出要统筹研究消化存量房产、优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式。房地产市场近期推出重磅政策，包括降首付、取消利率下限、降公积金贷款利率，全力扶持楼市，将进一步提振房地产市场。

图30. 2024年4月社零增速环比回落(%)



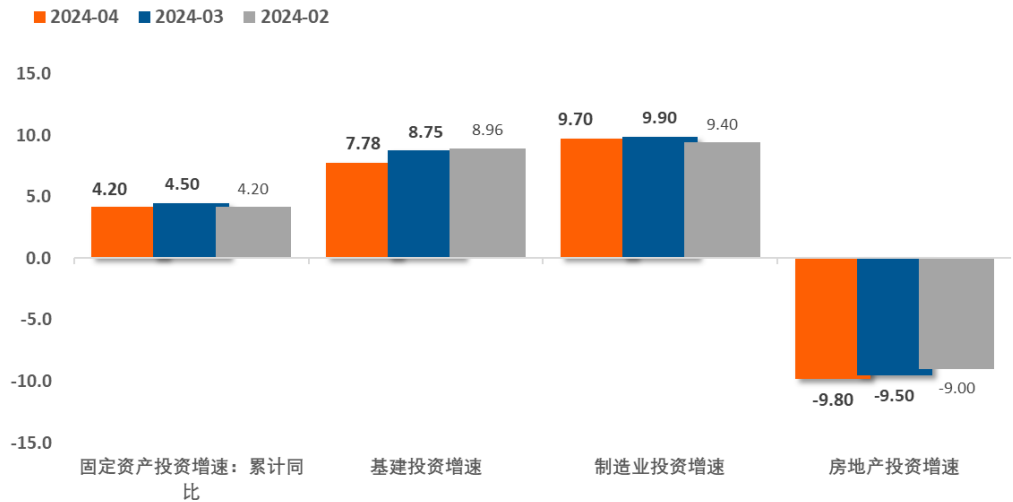
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图31. 2024年4月社零分项中, 多数行业增速持续回落(%)



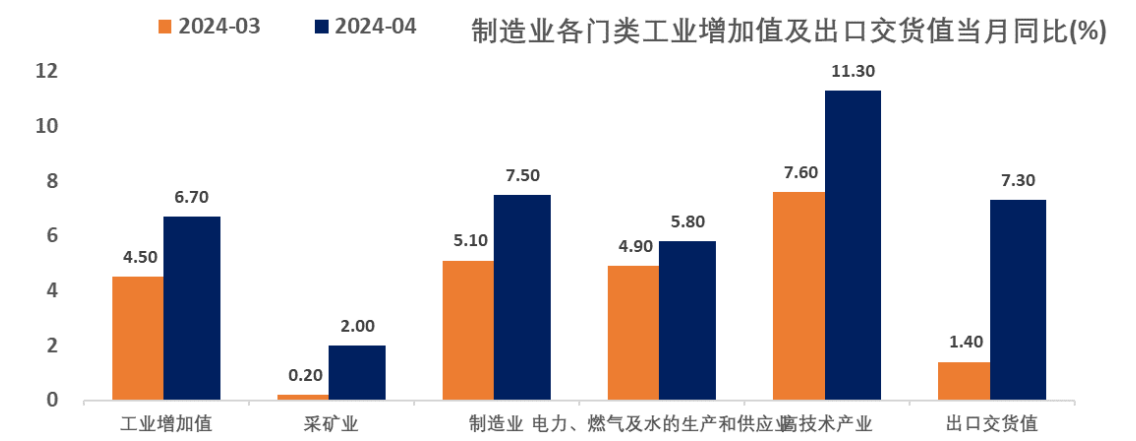
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图32. 2024年4月制造业投资累计同比持续维持高位(%)



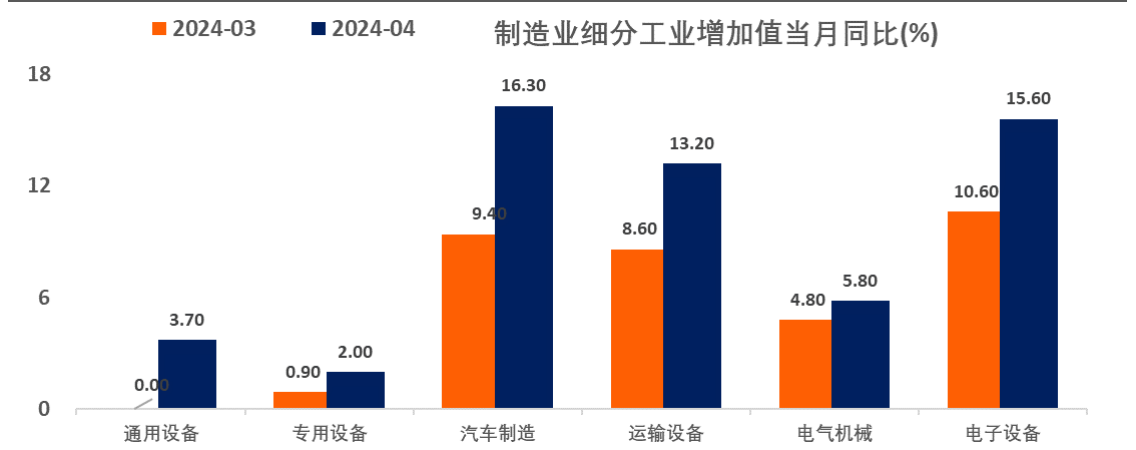
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图33. 2024年4月制造业三大门类均同比回升(%)



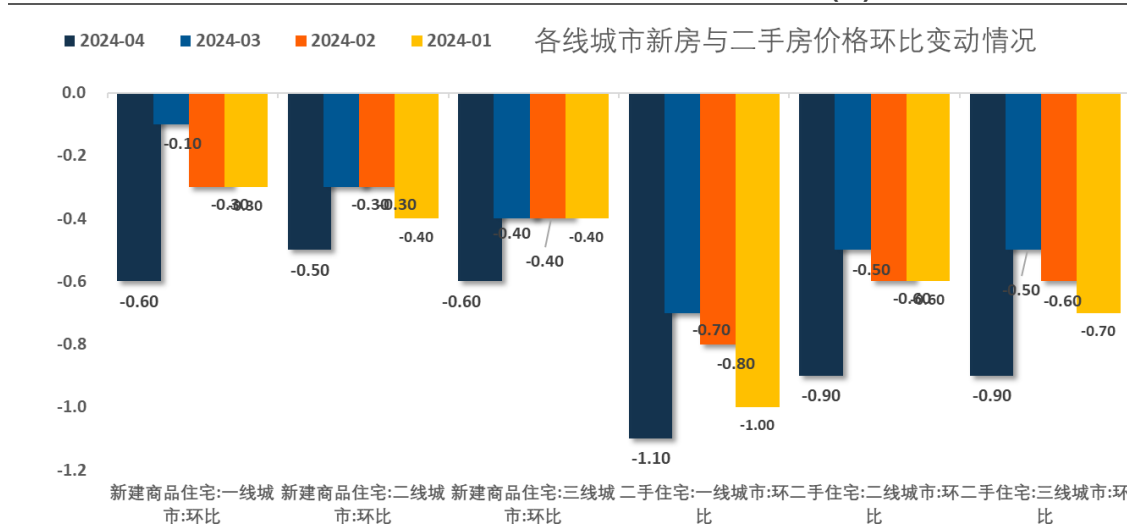
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图34. 2024年4月制造业分项均同比回升(%)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图35. 70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数环比回落(%)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图36. 近期各地及全国地产政策汇总

日期	地产政策
2024. 5. 17	金融管理部门连发三文——史上最低首付比例、全国房贷利率下限放开、公积金贷款利率下调。
2024. 5. 15	南京降低房贷利率，杭州收购商品房用作租房
2024. 5. 14	有市场消息称，2024版《深圳市建筑设计规则》将于近日正式发布，修订内容包括：减少住宅公摊面积，有效提高得房率，住宅和宿舍实行150米限高等。
2024. 5. 13	佛山市住房和城乡建设局等九部门印发关于持续推动房地产市场平稳健康发展的若干措施，宣布实施优化容积率计算规则、土地出让价款分期支付、鼓励支持住房“以旧换新”、放宽购房入户政策等13条房地产新政策。
2024. 5. 10	央视新闻报道，央行提出因城施策精准实施差异化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，满足不同所有制房地产企业合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。
2024. 5. 10	郑州市在郑东新区、高新区、经开区、中原区、二七区、金水区、管城区、惠济区市内八区全面开展二手住房“卖旧买新、以旧换新”工作。
2024. 5. 10	合肥市召开会议，优化措施包括购房补贴、优化限售政策、提高住房公积金贷款额度、优化首套住宅贷款利率、支持“以旧换新”等
2024. 5. 8	杭州市发布《关于优化调整房地产市场调控政策的通知》，全面取消住房限购，在本市范围内购买住房，不再审核购房资格。
2024. 5. 9	西安市发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展》，全面取消西安市住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手住房不再审核购房资格。
2024. 5. 8	河南开封优化商业贷款政策，购房者可选择“认贷不认房”或“认房不认贷”的商业贷款政策。同时，加大对公积金的支持力度，最高贷款额度不超过100万元。
2024. 5. 7	中国人民银行河北省分行发布消息，河北唐山、秦皇岛、廊坊三市政府决定阶段性取消首套住房商业性个人住房贷款利率下限，自2024年5月7日起实施。
2024. 5. 7	无锡市优化公积金贷款政策：提高最高可贷额度、降低二套首付比例
2024. 5. 6	央视网报道，自4月底至5月初，北京、天津、上海等多个热点城市落地房地产优化调整政策。
2024. 4. 30	中央政治局会议提出，要研究消化存量房产的政策措施。 北京、天津宣布优化住房限购政策。天津市明确本市户籍居民在市内六区购买单套120平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格；北京市允许在京拥有一定条件的居民家庭和单身人士，在五环外新购买1套住房。
2024. 4. 29	成都宣布自4月29日起，全市范围内住房交易不再审核购房资格。

资料来源：wind，国投证券研究中心

### 3. 外部因素：市场预期美联储9月降息依然是大概率事件

#### 3.1. 美国4月CPI全面降温，联储年内降息可能重燃但仍需更多信心

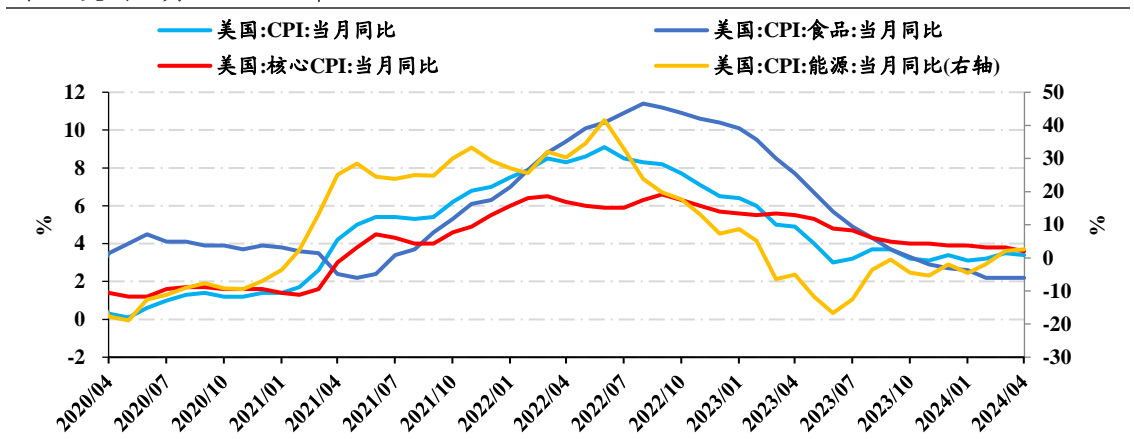
5月15日本周三，美国劳工统计局公布了最新一期CPI数据。美国4月CPI同比增长3.4%，与市场预期一致，较前值3.5%略有下跌。美国4月核心CPI同比增长3.6%，同样符合市场预期，并且显著低于前值3.8%，创下2021年4月以来单月最低涨幅。环比方面，4月核心CPI增长0.3%，近半年以来首次出现下滑，而4月整体CPI环比增速同样为0.3%，不及前值与市场预期。

从具体指标来看，美国4月CPI数据全面降温的主要原因在于商品端的持续改善，继上月环比下跌0.2%之后，本月依然维持了0.1%的负增长。其中，新车价格环比下跌0.4%，而二手车价格更是暴跌了1.4%，两者跌幅均较上月显著扩大，推动商品端通胀持续放缓。不过，服装指数和医疗器械价格本月环比分别上涨1.2%和0.4%，使得商品端通胀跌幅有所收窄。值得一提的是，商品端CPI在过去6个月里有5个月处于下跌状态，说明商品端通胀的压力基本消除，这也印证了鲍威尔在本周二的发言。然而，本月服务端通胀环比依然增长0.4%，其中住房通胀粘滞情况仍未出现明显改善，连续三个月环比增长0.4%，成为CPI整体下行的最大阻力。而上月表现突出的交通以及医疗服务分项，本月分别环比增长0.9%、0.4%，均呈现明显放缓。此外，食品分项本月环比0增长，同样与去通胀的需求保持一致，而环比增长1.1%的能源分项则开始成为通胀下滑放缓的原因。总的来看，美国4月核心商品CPI同比增长-1.2%（前值-0.7%），这是2004年以来最快的下滑速度，而核心服务CPI同比增长5.3%（前值5.4%），顽固的服务端通胀依然阻碍通胀迅速回到美联储2%目标的根本原因。

美国4月CPI开始降温的事实表明，本轮加息周期后美国通胀走势虽有些曲折反复，但整体下滑的态势还是相对明确，美联储在年内开启降息的可能性依然存在。不过，美联储官员可能还是需要更多数据来获得信心，毕竟一个月的CPI不足以抵消过去三个月的不利通胀数据。鲍威尔在本周二的发言中表示，美国通胀在今年一季度并没有取得进一步的进展，美联储会继续保持耐心让限制性的政策发挥作用。不过，他依然相信未来通胀会呈稳定下滑趋势。

我们认为，美国4月CPI的如期降温明确了本轮美国通胀整体下滑的走势并未改变，这使得美联储仍有可能在今年年内开启降息交易。CME最新预测显示，9月和11月首次降息的可能性分别达到49%和44%，而今年降息两次的可能性也有36%，不过不超过50%的概率说明当前市场对于降息的信心同样并不充足。因此，我们还是需要继续观察后续几个月的通胀数据。站在当下，我们依然认为美联储会维持当前政策利率更长时间。

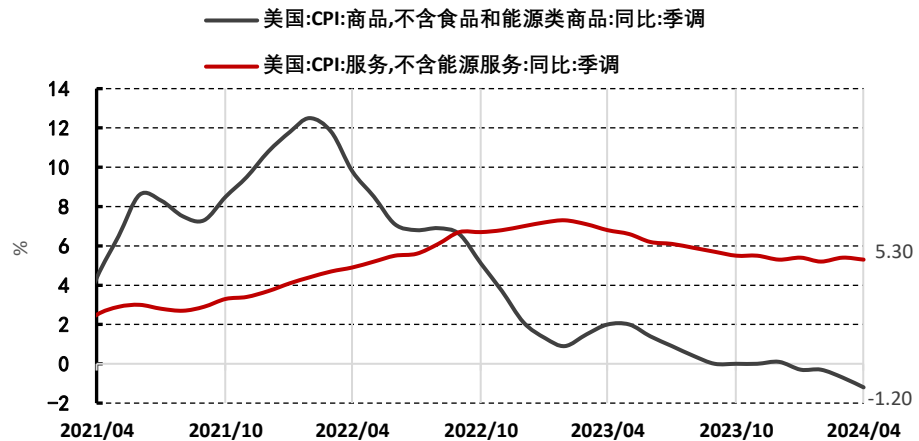
图37. 美国4月CPI全面降温



资料来源: Wind, 国投证券研究中心



图38. 4月美国服务端、商品端核心CPI均明显下滑



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图39. 最新CME降息预测 (5月18日更新)

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	91.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.6%	70.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	15.3%	49.8%	33.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.1%	27.5%	44.2%	21.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.5%	17.8%	36.6%	32.0%	9.9%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.6%	9.5%	25.7%	34.7%	22.7%	5.7%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	18.2%	30.5%	28.2%	13.6%	2.7%
2025/4/30	0.4%	2.8%	10.7%	23.0%	29.6%	22.5%	9.3%	1.6%

资料来源: CME, 国投证券研究中心

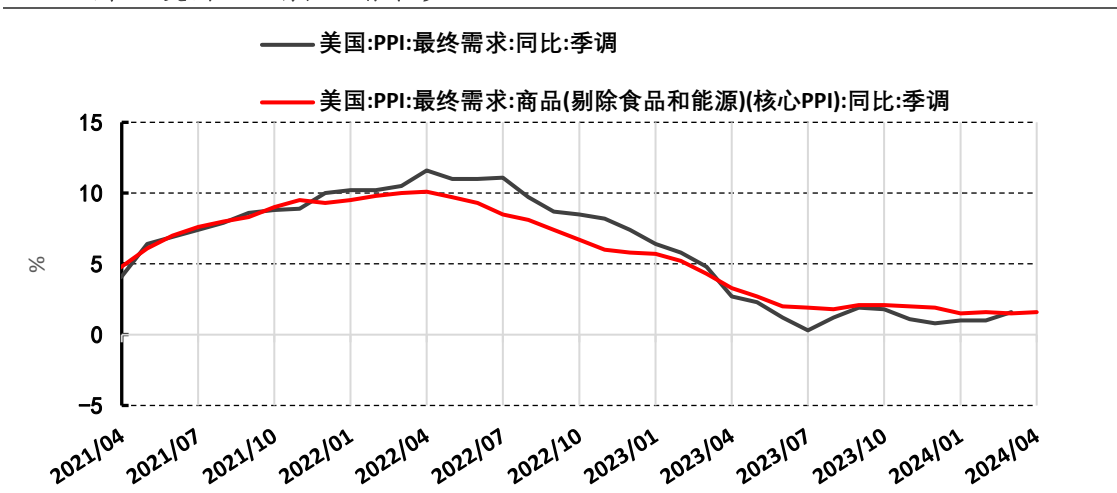
### 3.2. 美国4月PPI基本符合市场预期, 前值下修暗示通胀整体下行走势不变

5月14日本周二, 美国劳工部公布了4月最新一期PPI。数据显示, 美国4月PPI同比增长2.2%, 同市场预期一致, 略高于未修正前值2.1%, 依然处于2023年4月以来的最高水平。美国4月PPI环比增长0.5%, 显著高于下修后的3月前值-0.1%, 同时也超出市场预期的0.3%。在核心PPI方面, 美国4月核心PPI同比上涨2.4%, 略高于市场预期值2.3%, 但与前值持平; 而环比增幅则从3月的0.2%再次上升至0.5%, 远远超出市场预期。此外, 剔除食品、能源以及贸易服务的最终需求PPI本月环比上涨0.5%, 同比上涨更是高达3.1%, 创下12个月以来的最高纪录。

从细分项目来看, 过去几个月以来商品端的低迷表现有所回暖, 4月商品端PPI整体环比上涨0.4%。其中, 最终需求食品价格环比下跌0.7%, 而最终需求能源价格则环比增长2%, 其中汽油价格环比飙升5.4%, 与上月3.6%的跌幅形成了鲜明的反差, 成为本次商品端PPI上涨的主要推动因素。这一数据也证明了上月PPI与CPI在汽油价格上的差异是由于季节性调整导致的。而在服务端方面, 4月服务端PPI整体环比增长0.6%, 仍旧是PPI整体增长的主要因素。其中, 交通运输环比下降0.6%, 而贸易分项和其他服务环比分别上涨0.8%和0.6%。继上月证券投资相关服务价格飙升3.1%之后, 本月这一数据进一步走高至3.9%, 金融市场的活跃成为了服务端PPI的巨大推手。

我们认为，由于美国 4 月 PPI 整体走势基本符合预期，市场并未对其增速扩大可能带来的通胀感到过分担忧。相比之下，各个分项前值的普遍下修反而使得市场对未来通胀下行的信心有所增强。同时考虑到过去几年供应链状况的改善，以及紧缩货币政策下对需求的持续抑制，通胀下滑的根本逻辑依然没有发生转变，因此市场无需对本次 PPI 增速上升过度反应。

图40. 美国 PPI 前值显著下修



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

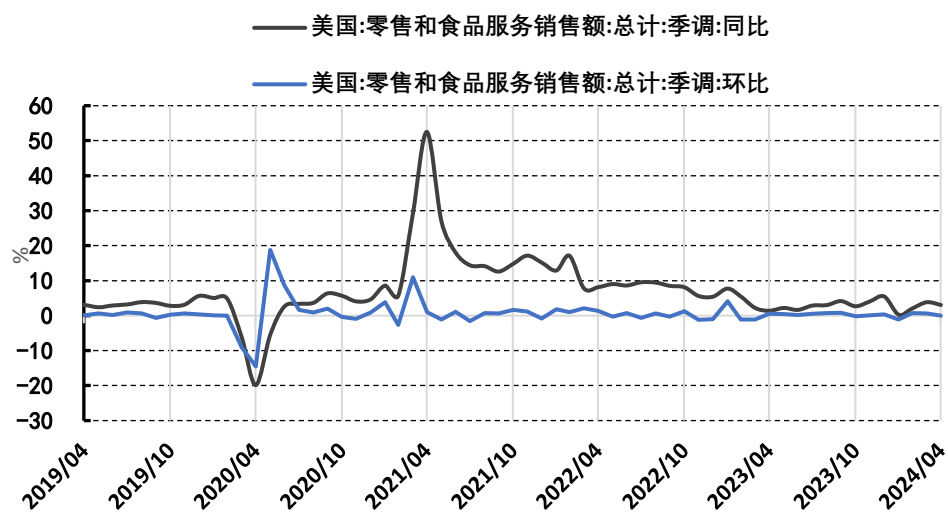
### 3.3. 美国 4 月零售环比增速大幅低于预期，债务压力促使消费者开始保持谨慎

5 月 15 日本周三，美国商务部普查局公布的 4 月零售销售数据显示，美国 4 月零售额环比 0 增长，大幅低于市场预期值 0.4%。并且 3 月前值也从 0.7% 下修至 0.6%。而在同比方面，美国 4 月零售销售增长 3.04%，相较上月 3.83% 同样显著回落。与 1 月季节性修正以及极端天气导致的低增速不同，本月意外大幅低于预期的零售数据以及前两个月零售数据的相应下修均说明，美国消费者支出可能已经开始显露疲态。

具体来看，美国 4 月除汽车外零售销售环比上涨 0.2%，同预期保持一致，但依然远远低于下修后 0.9% 的前值；4 月除汽车和天然气外零售销售环比下降 0.1%，显著低于上涨 0.2% 的市场预期，也大幅低于 1% 的前值。值得一提的是，用于计算 GDP 的核心零售销售（剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务）环比下降 0.3%，远低于预期的上涨 0.4% 和前值 1%。而在该数据统计涉及的 13 个类别中，本月有 7 个类别的销售额相较前值出现下跌。其中，线上零售 4 月环比下跌 1.2%，汽车销售环比下跌 0.8，两者成为本月零售增速大幅低于预期的主要贡献因素。可以说从这几项数据层面来看，美国 4 月零售支出收缩可谓非常明显。

我们认为，美国 4 月零售环比增速大幅低于预期表明此前支撑美国经济增长的消费者支出正面临潜在的放缓压力。考虑到疫情期间超额储蓄耗尽、贷款偿还增加等现实情况，依然高企的价格和利率可能会对美国的家庭财务状况造成一定冲击，消费者对于非必需品的购买可能会趋于谨慎。然而随着今年后续时间通胀重回下行轨道，如果劳动力市场依然保持强劲，那么实际工资的提高将有助于消费者支出的维系，进而使得美国成功实现经济上的“软着陆”。因此，本月大幅低于预期的零售数据不会改变我们对于美国消费者支出今年全年来看不会较去年显著收缩的判断。

图41. 美国 4 月零售数据暴跌



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034