

# 宏观报告

证券研究报告

2024年05月18日

## 二季度的主要变化

政策加码预期降温，A股短期内预计仍以结构性机会为主。追求确定性的交易机会在下降。4月以来，AI板块交易拥挤度快速回落，目前仅处于历史36%分位数，而红利交易拥挤度仍达历史的85%分位数，处于较高水平，我们认为短期内可能需要规避红利交易过于拥挤带来的回调风险。

总量上看，在增量政策有限的情况下，A股预计仍以震荡为主，关注结构性机会，核心资产特别是有增量的制造出海和消费下沉更有估值修复空间。

**风险提示：**海外经济、地缘政治存在不确定性，对出海可能会产生预期外的影响；美国通胀压力如果加大，可能会导致美联储降息时点再度推迟。

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

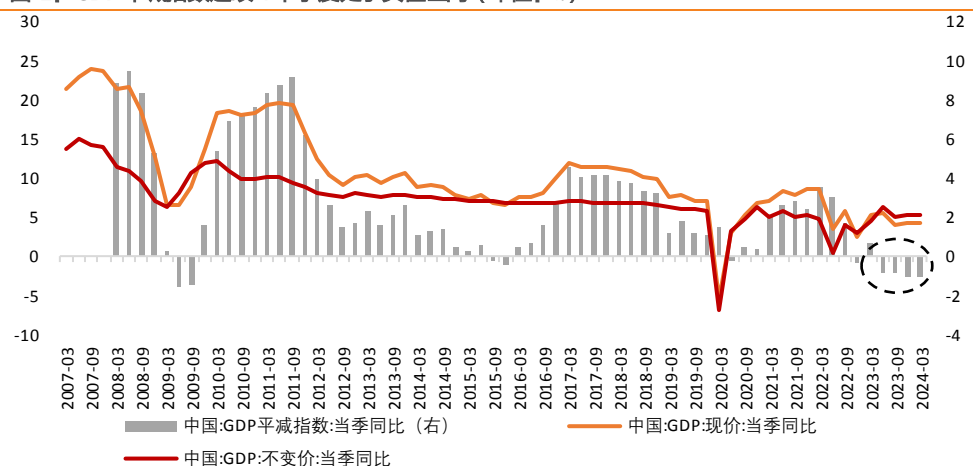
### 相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-美国4月通胀数据点评》2024-05-16
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第3周》2024-05-13
- 《宏观报告：宏观-如何理解经济数据和金融数据的背离》2024-05-13

自我们年初发表《当下需要重视什么》(2024.1.21)以来，A股整体呈反弹趋势，结构上杠铃策略中间的杠——核心资产，也有所修复。

从一季度到二季度，基本面的变化并不大。一方面，宏观和微观之间依然存在温差效应，例如一季度GDP平减指数当季同比-1%，连续四个季度处于负值区间，3月工业企业营收、利润同比分别下滑3.0%、6.1%，企业“以价换量”。另一方面，经济结构还是在加快转型。

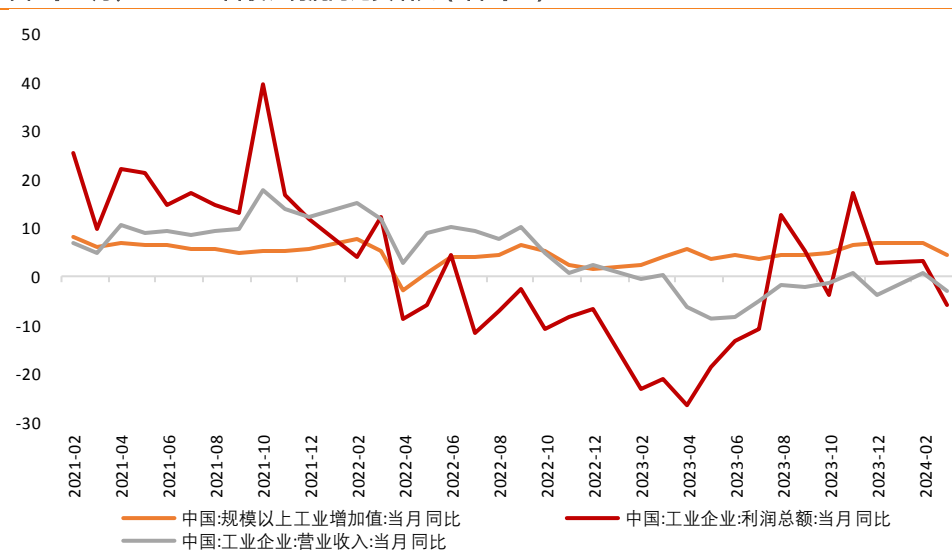
图 1: GDP 平减指数连续 4 个季度处于负值区间 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 2021 年数据采取两年复合增速以消除基数异常带来的影响

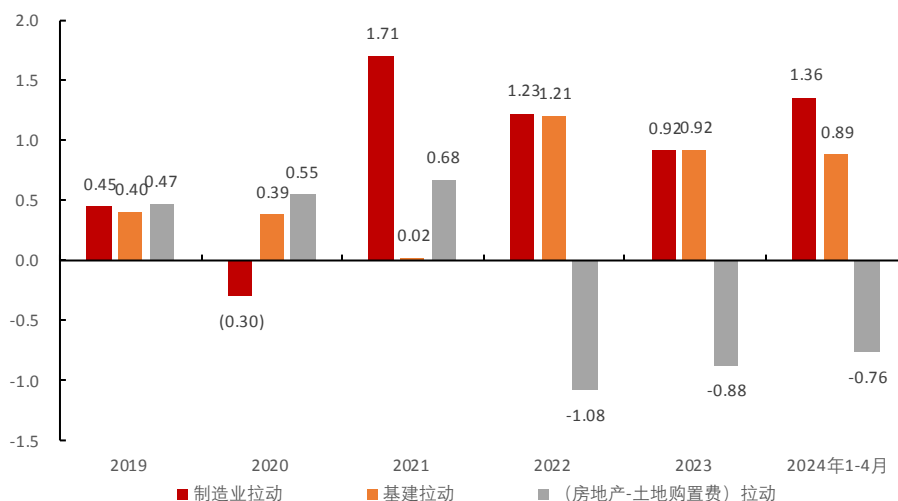
图 2: 3 月, 工业企业营收、利润同比负增长 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

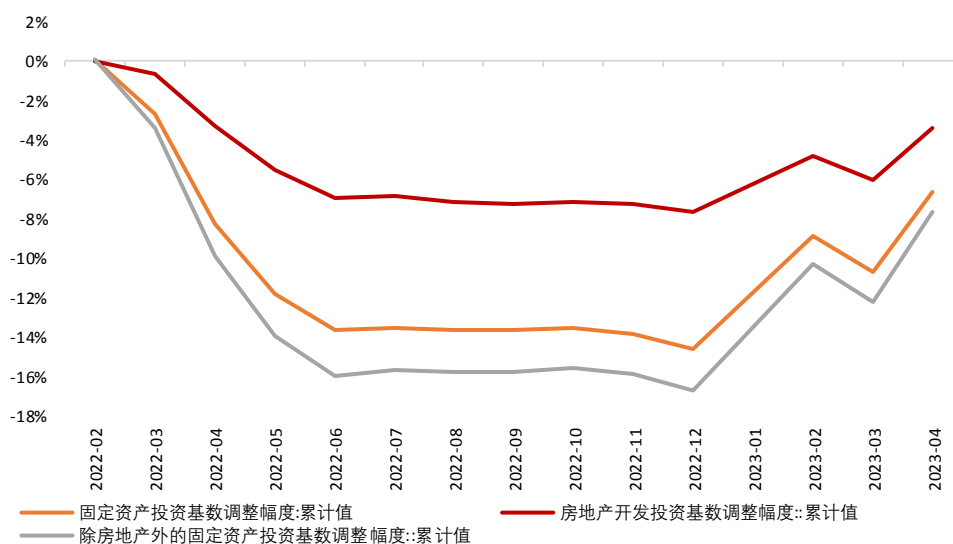
第一，虽然基数下修对固投增速贡献较大，但不可忽视的是制造业投资对经济的拉动效果超过基建，是 1-4 月经济的重要支撑。1-4 月，制造业投资同比增长 9.7%，分别拉动固投和名义 GDP 增长 2.7、1.4 个百分点。固投数据的变化体现了经济的结构转型。一季度，地产建安投资拖累名义 GDP 增速 0.8 个百分点；基建拉动名义 GDP 增速约 0.9 个百分点，较制造业投资低约 0.5 个百分点。从经济转型的角度看，制造业投资对经济增长的正向拉动正在逐渐填平房地产投资对经济增长的负向拖累。

图 3: 制造业投资对 GDP 增速的拉动超过基建 (单位: pct)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

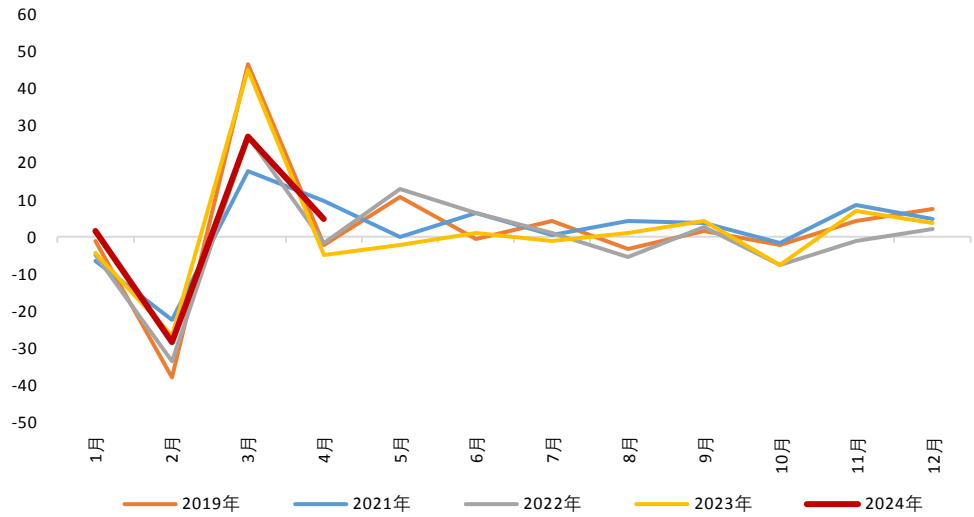
图 4: 固定资产投资基数下修幅度 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

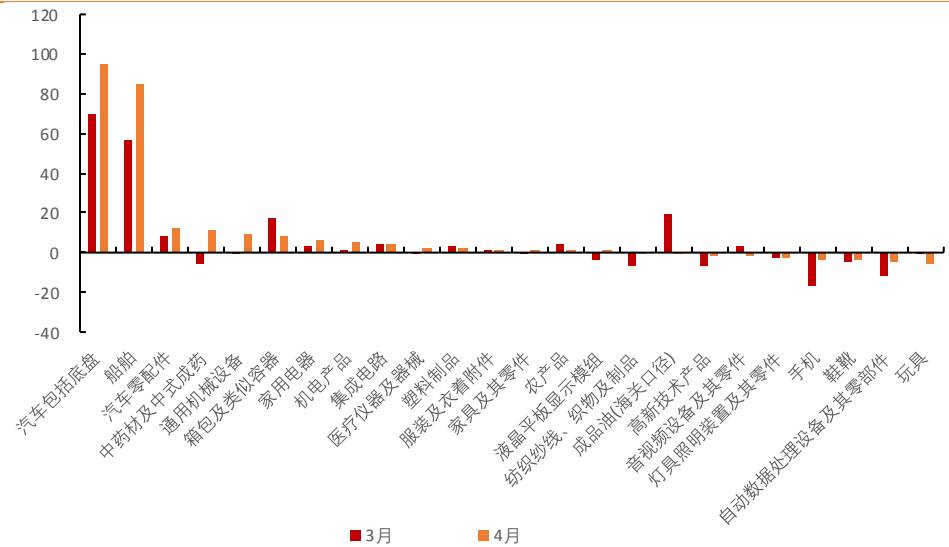
**第二，年初以来出口环比增速符合季节性，仍然是具备韧性的基本面。**尽管出口（美元）同比增速一度在 3、4 月下滑至 -7.5%、1.5%，但剔除掉高基数的影响后，3、4 月出口表现并不算弱，两年复合同比分别增长 1.3%、4.3%，高于前两个月；环比增速分别为 27%、4.6%，符合季节性规律。出口的韧性一方面来自份额提升，如轮船、汽车的出口份额持续提升，4 月汽车（包括底盘）、船舶、汽车零配件出口的两年复合增速分别为 95%、85%、13%，明显高于整体出口增速。另一方面来自美国补库存和设备更新周期，如家用电器、箱包等商品对应了美国库存周期见底回升，4 月两年复合同比增速分别为 6.5%、8.8%。

图 5: 3、4 月出口环比增速符合季节性 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

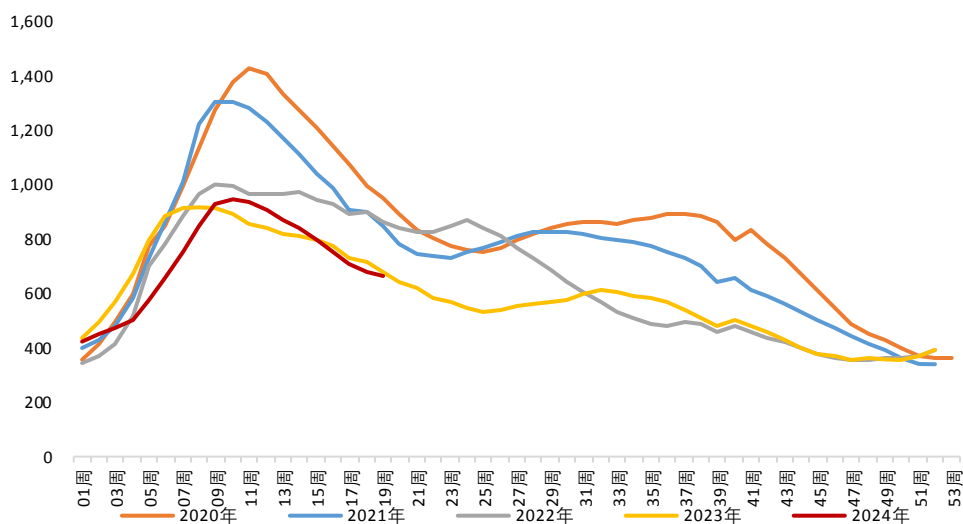
图 6: 重点商品 2024 年 3、4 月出口两年复合增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

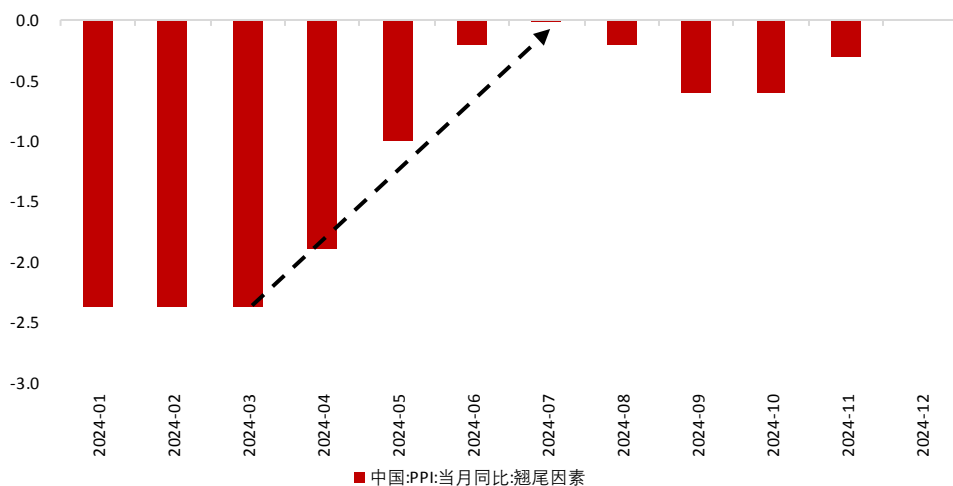
**第三, PPI 或将加速修复。**财政加速发力带来的基建实物工作量改善将对基建上游相关商品的需求产生提振作用。目前基建相关商品的库存和产能利用率偏低, 如螺纹钢库存 660.5 万吨处于近年同期较低水平, 水泥熟料产能利用率仅有 58%处于历史同期较低水平, 一旦需求有所改善, 相关商品价格预计将边际上行。另外 PPI 翘尾因素将在 4-7 月进入修复的阶段, 对 PPI 同比的拖累将由 3 月的 2.4 个百分点减少至 7 月的 0。

图 7: 螺纹钢库存 (含上海全部仓库) 处于较低水平 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 4 月开始 PPI 翘尾因素的拖累将整体减少 (单位: pct)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

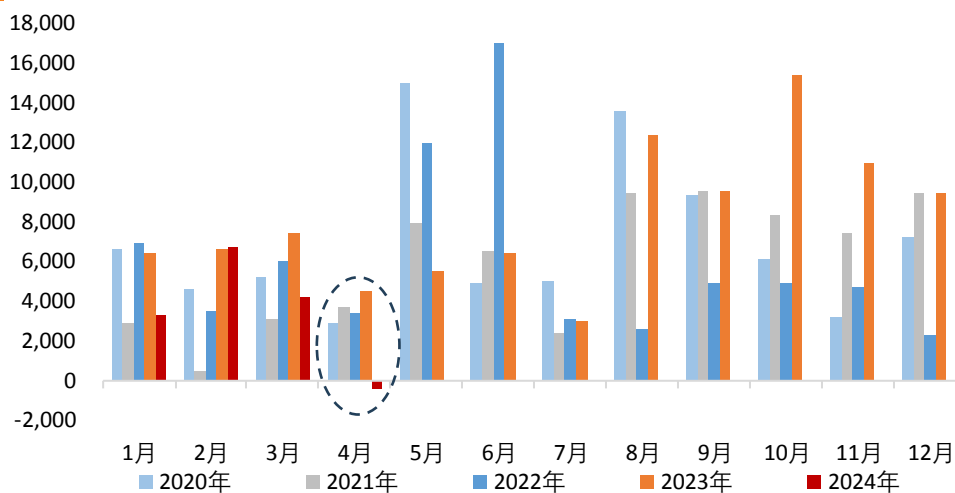
从一季度到二季度，政策面最大的变化，不是稳增长力度，而是改革预期升温。一季度经济开门红超预期，由于存在低基数效应（2023 年二季度 GDP 两年复合增速仅有 3.3%），二季度实际 GDP 同比增速预计有望进一步提升至 5.5% 以上。按照正常的季节性规律推算，全年有望完成 5% 的目标。在经济开门红、全年目标压力较小、存量政策尚未完全落地的情况下，我们认为稳增长政策进一步加码发力的概率往往较小，因此二季度可能以存量政策加速落地为主。

随着特别国债相关配套政策审批的完成，特别国债的发行也从 5 月 17 日正式启动，政府债净融资或边际回升。发改委 4 月 17 日也表示将“对项目实施情况开展全链条全周期式督导”、“已完成第一批 12 个省份督导工作，年内还将组织开展第二、第三批督导”、“推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设”<sup>1</sup>，我们预计地方政府施工积极性也将有所恢复。政府债净融资的回升有望弥补财政收入的缺口，叠加中央督导或将推升基建实物工作量。

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202404/content\\_6945881.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202404/content_6945881.htm)

430 政治局会议提出“消化存量房产”，可能意味着将要探索由政府收购存量住房用作保障性住房的模式，能够实现部分“三大工程”的目标，但实操中仍有一定的难度，预计短期内推进节奏可能仍会较为稳慎，这也是本次会议强调“统筹研究”的用意。（详见报告《改革是最重要的增量信息——4月政治局会议解读》，2024.5.1）

图 9：4 月政府债处于净偿还状态（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

而改革是进入二季度以来最大的增量政策信息。430 政治局会议明确了将在 7 月召开三中全会，意味着有关改革议题等关键性问题可能已经形成了基本的共识和结论。从 219 深改委会议和今年两会的内容来看，新型城镇化+土地要素改革联动推进可能是今年的重点改革内容，既有紧迫性，也有探索性。（详见报告《改革是最重要的增量信息——4月政治局会议解读》，2024.5.1）

今年是改革的大年，也是开放的大年，改革和开放始终是中国经济发展的“两翼”。7 月是重要的月份。“三中全会”将于 7 月召开，习近平总书记在法国出席中法企业家委员会第六次会议时强调，“当前，中国正以高水平开放促进深层次改革、推动高质量发展，加快发展新质生产力，我们正在谋划和实施进一步全面深化改革重大举措”<sup>2</sup>。7 月还有一个重要的事情是巴黎奥运会，今年“奥运外交”也是我们深化开放的又一次机遇。我们认为，届时市场风险偏好有望提升，核心资产的估值或将得到改善。无论风险偏好高低，市场风格进攻还是防守，制造与服务的出海、消费品牌的下沉，都是经济转型中明显的增量，近期 A 股出海类企业在一季报表现较为突出。

我们认为，海外资金面并不是当前国内市场的主要矛盾。美国一季度经济增速低于预期主要受进口偏强的拖累，但内需仍然强劲，就业数据向好、居民收入全面修复，“不着陆”概率较大。且目前服务消费维持韧性，住房通胀也在抬升，二次通胀趋势可能已经形成。在二次通胀的压力下，美联储依然缺少降息的必要性。（详见报告《美国经济“滞涨”了吗？》，2024.4.26）尽管近期通胀数据回落使得降息预期稍有反弹，但 CME FedWatch 隐含的全年降息预期只剩下 2 次，10 年期美债利率短期内保持在 4%-5% 区间内波动。

近期港股上涨的原因之一，我们认为可能是联储降息预期下降、日元大幅贬值导致投机性资金从日美市场重新流入低估值的香港市场。一旦美债利率回落、美股反弹，这部分资金有可能重回美国市场。

<sup>2</sup> <http://fr.mofcom.gov.cn/article/f/202405/20240503508835.shtml>

图 10：CME FedWatch 显示，当前市场预期美联储 2024 年降息 2 次

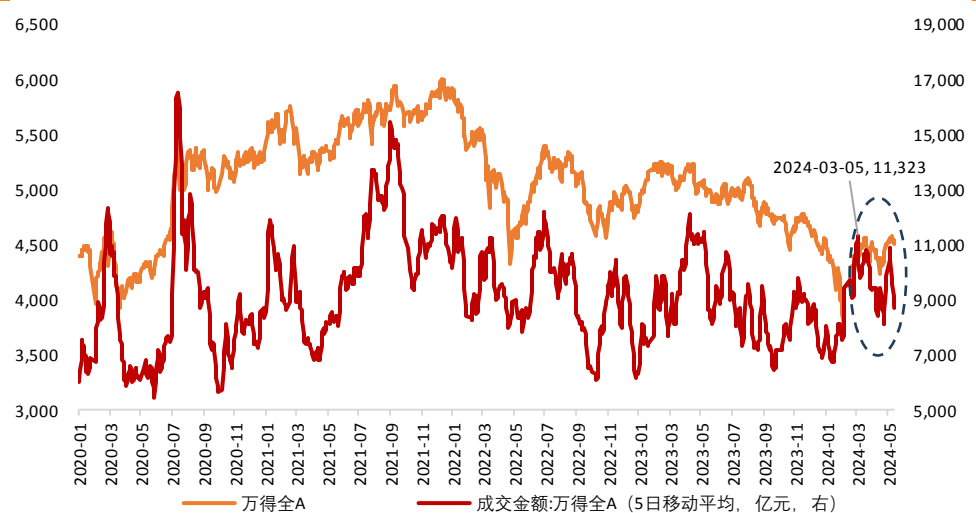
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	96.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	26.4%	72.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.1%	50.5%	34.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.3%	27.0%	45.0%	22.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	17.1%	36.8%	32.8%	10.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.3%	8.9%	25.4%	35.1%	23.3%	5.9%
2025/3/19	0.0%	0.7%	5.3%	17.6%	30.5%	28.9%	14.1%	2.8%
2025/4/30	0.3%	2.5%	10.1%	22.7%	29.9%	23.1%	9.7%	1.7%

资料来源：CME Group，天风证券研究所

政策加码预期降温，A 股短期内预计仍以结构性机会为主。追求确定性的交易机会在下降。4 月以来，AI 板块交易拥挤度快速回落，目前仅处于历史 36%分位数，而红利交易拥挤度仍达历史的 85%分位数，处于较高水平，我们认为短期内可能需要规避红利交易过于拥挤带来的回调风险。

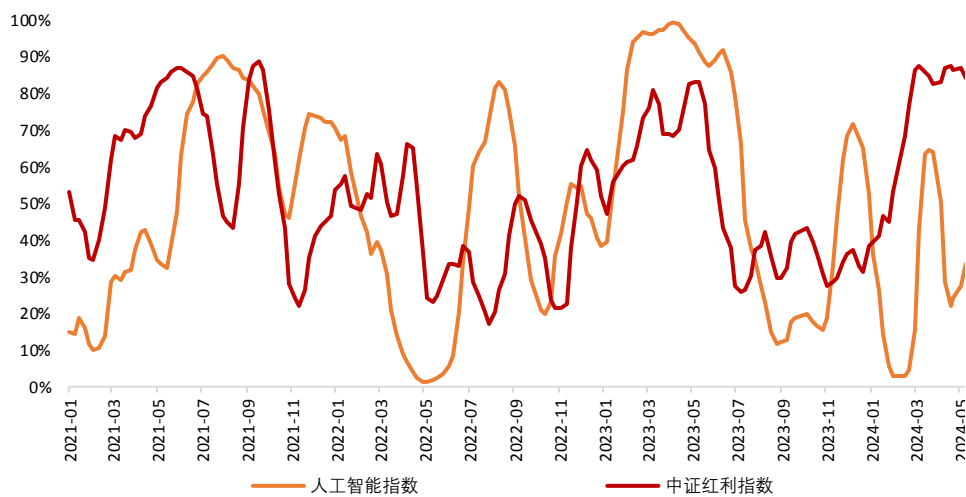
总量上看，在增量政策有限的情况下，A 股预计仍以震荡为主，关注结构性机会，核心资产特别是有增量的制造出海和消费下沉更有估值修复空间。

图 11：3 月以来，A 股成交再度缩量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：中证红利指数与人工智能指数交易拥挤度（单位：%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com