



## 宏观周报

# 地产政策“多箭齐发”与美国再提关税问题

——宏观周报（20240513-20240519）

### 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

### 研究助理

戴琨

邮箱：daikun@tebon.com.cn

### 相关研究

- 核心观点：**继上周地产限购松绑后，本周地产政策在央行连发四项地产新政之下进一步优化，预期随着地产政策调整优化，地产这一经济拖累项或将助力经济趋势企稳。海外方面则扰动增加，美国对电车加征 100%关税，从历史复盘来看，今年大选年打“中国牌”或将是大概率事件，但实际上对双边贸易差额影响有限，而我国产业结构、出口结构已有调整，加征关税给美国带来的通胀上升、经济和债务压力不容忽视。最后，宏观数据上，当前全球四大央行货币供应增加普遍放缓；海外方面大选年或将导致日历效应凸显，尤其 9 月、10 月普遍表现不佳；能繁母猪去化加速，车企单车盈利情况各不相同。
- 地产再迎利好，央行政策“多箭齐发”。**继上周地产限购松绑后，本周地产政策再次迎优化：5 月 17 日，央行“多箭齐发”，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立保障性住房再贷款四项地产新政。房地产市场新机制正在酝酿与生成，伴随着全国多个城市地产政策松绑加速等相关政策发力，地产这一经济拖累项或将助力经济趋势企稳。近期权益市场对地产市场的这一边际变化进行了较为乐观的定价，自政策宽松预期发酵以来，房地产板块及部分地产链相关行业出现了明显的超额收益，04/24 至今，申万房地产开发板块和房地产服务板块分别上涨 27.64%和 45.25%，显著强于万得全 A 的 5.9%，这一阶段的反弹主要为预期调整下的风险偏好修复。后续在地产稳底预期及宏观复苏预期的刺激下，本轮地产行情可能仍有继续演绎的可能，大金融与地产链相关行业或也将继续受扩散，作为潜在“收储”主体的地方国企也可能出现机会。
- 美国对电车加征 100%关税，复盘 2018 年有何启示？**白宫宣布将对一系列中国商品征收新的关税。包括电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品。以史为鉴，中美双边关税提高对双边贸易差额的影响有限，2018 年中国对美贸易差额增加，这在一定程度上反映了提前进口的影响。相对总需求和供给以及基本面等宏观经济因素在确定双边贸易差额方面所起的作用要大于关税。根据美国纽约联邦储备银行发表的文章显示，尽管进口企业通过降低利润率的手段来吸收部分关税成本，但美国消费者承担了部分成本。考虑到今年是美国大选年，当前总统候选人竞争较为激烈，打“中国牌”或将是大概率事件，海外扰动因素或将逐步显现，而这背后是美国大选选票的争取与霸权国家对新兴国家的战略遏制。
- 监管密集发布十大保护制度。**证监会集中发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》《监管规则适用指引--发行类第 10 号》《关于完善证券期货纠纷多元化解机制深入推进诉源治理的工作方案》《持股行权工作规则》《公开征集股东权利业务规则》等 10 项与投资者保护密切相关的制度规则。目前资本市场“1+N”政策体系落实落地见效，未来将继续持续打击所有已经违法违规行；新证券法大幅提高违法成本做到“有法可依”，让违法再也“不划算”；监管“长牙带刺”“严监严管”正在重塑市场良好生态，喝退、震慑有违反想法的。为后续的投资理者理赔机制和建立证券市场集体诉讼制度打下基础，全面推进金融强国建设，向发达市场靠近接轨。
- 宏观数据跟踪。** 1) **全球四大央行货币供应量对比。** 美联储、欧洲央行 3 月的货币供应量规模均呈现不同程度下降，M1 同比下降幅度分别为 5.13%、6.7%，M2 变动幅度分别为-0.28%、-0.2%。日本仍在增长，4 月，日本央行 M1 同比上升 3.6%；M2 同比上升 2.2%。国内方面，4 月货币增速继续下降，以人民币计价，M2 同比降低 1.1 个百分点至 7.2%，M1 同比降低 2.5 个百分点至-1.4%。高息活期存款集

中退出导致 M1 负增长，此外，金融业增加值季度核算方式优化调整也会在短期影响货币信贷总量，预计“挤水分”的扰动可能要延续到明年才有望逐步淡化，金融数据偏弱的特征可能持续。2) 大选年份，美股的日历效应较为显著。以 2000 年以来的六次大选期间表现来看，“Sell-in-May”效应显著，5 月、6 月普遍下跌，标普 500、道琼斯工业、纳斯达克三大指数在 5 月分别下跌 0.02%、0.94%和上涨 2.24%，6 月同样表现欠佳。值得注意的是，美股在 9 月、10 月是受到选举比较明显的月份，胜率普遍不足三成，随着大选的落定，市场风险偏好逐步回升。3) 能繁母猪去化加速。2024 年一季度末，能繁母猪存栏 3992 万头，同比下降 7.3%，自 2023 年一季度起，连续五个季度环比下滑。生猪养殖产业经过几年的下行周期，目前产业链上下游行业均面临着较大困境，供给持续大于需求下，企业连续多年严重亏损之下，行业开启了供给侧去产能周期，行业出清猪周期有望迎来拐点。从中长期来看，生猪供应面临较低的供应，冻品库存逐步去化叠加需求转旺，有望支撑价格抬升。4) 从财报看上市车企盈利能力。以 2023 年财报来看，单车利润上，法拉利每卖出一辆车能赚将近 72 万元，远超其他车企，其次为保时捷、特斯拉，单车净利润分别为 12.7 万元、5.9 万元。理想是造车新势力中仅有的盈利车企，单车净利润为 3.1 万元。

- **投资建议：股市：**站在当前时点，房地产供求关系模式正在逐步改善，在地产预期及宏观复苏预期的刺激下，大金融与地产链也会受到情绪面的扩散，销售链和竣工链有望率先企稳。整体来看，在内外扰动增多的背景下，预计资金将是市场风格的主要定价因素，大盘成长风格及“核心资产”或更受益，当前边际定价资金所切向的这些方向是否具备基本面支撑是行情持续性的关键。**债市：**特别国债发行、地产政策调整靴子均已落地，曲线或再次平坦化：本周财政部公布特别国债发行安排、住建部、央行等多部门宣布地产政策多项调整，债市反应都呈现出公布前紧张、公布后走强的态势，说明在靴子落地之前交易盘已经积累起了不低的做多意愿，在资金面持续稳定宽松、配置资金持续增加的背景下，钱多逻辑仍能够有力推动利率债收益率下行，且后续宽货币仍可期待，交易盘主导下，曲线或再次平坦化。**商品：**能化方面，油价继续高位震荡，短期地缘政治将继续约束供给，这一点近期天然气价格持续走强或作为印证，在需求未见明显回升下，维持油价总体仍以高位震荡为主的判断。金价方面，结束此前调整，COMEX 期金再次来到历史高位附近，央行购金仍是核心支撑。黑色系方面，动力煤价格震荡走强，地产开工链上的钢铁、水泥等价格如我们预期受到地产政策变化有明显回暖，不过基本面的真正改善仍需等待政策落地、需求回升。
- **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 .....	5
1.1. 地产再迎利好，央行政策“多箭齐发” .....	5
1.2. 美国对电车加征 100%关税，复盘 2018 年有哪些启示？ .....	7
1.3. 监管密集发布十大保护制度 .....	12
2. 宏观数据观察 .....	14
2.1. 全球四大央行货币供应量对比 .....	14
2.2. 大选年份，美股的日历效应较为显著 .....	15
2.3. 能繁母猪去化周期 .....	15
2.4. 从财报看上市车企盈利能力 .....	16
3. 大类资产表现 .....	17
3.1. 股市 .....	17
3.2. 债市 .....	19
3.3. 大宗商品 .....	19
4. 投资建议及下周关注 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 2022 年以来的 5 轮地产超额行情及地产链条相关行业表现 (行业指数区间涨跌幅, %)	6
图 2: 2018 年中美贸易摩擦大事件一览	8
图 3: 2013-2019 年中美贸易差额情况	8
图 4: 2018 年中美贸易主要产品结构占比情况	9
图 5: 提高关税对消费者的影响	9
图 6: 美国 4 月通胀如期小幅回落	10
图 7: 高利率环境持续将使得美国债务压力进一步加剧	11
图 8: 出口依赖度降至 33%	11
图 9: 中国进出口结构发生了变化	11
图 10: 2023 年中国证监会查办案件类型	13
图 11: 全球四大央行货币供应量情况	14
图 12: 能繁母猪存栏量自 2023 年一季度起连续五个季度环比下降	16
图 13: 从财报看上市车企盈利能力	16
图 14: 本周全球资本市场表现 (涨跌幅)	17
图 15: 日均成交金额情况	17
图 16: 陆股通资金流入流出情况	17
图 17: 风格行业近期涨跌幅表现 (%)	18
图 18: 换手率 TOP5 行业变化	18
图 19: 本周行业板块资金流入流出情况	18
图 20: 利率走势情况	19
图 21: 资金价格走势情况	19
表 1: 2000 年以来首付比例调整情况	5
表 2: 2024 年 5 月 14 日白宫宣布提高关税产品情况	7
表 3: 大选年份的美股日历效应	15
表 4: 大宗商品价格情况	19

## 1. 热点聚焦

### 1.1. 地产再迎利好，央行政策“多箭齐发”

继上周地产限购松绑后，本周地产政策再次迎优化：5月17日，央行“多箭齐发”，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立保障性住房再贷款四项地产新政。房地产市场新机制正在酝酿与生成，伴随着全国多个城市地产政策松绑加速等相关政策发力，地产这一经济拖累项或将助力经济趋势企稳。我们认为，房地产供求关系模式正在逐步发生边际改善。

以调整首付款比例的影响来看，首套和二套房首付比例降至历史最低。首套住房最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房不低于25%。此次首付比例政策属于按揭贷款历史上最宽松的首付政策，降低幅度刷新历史纪录，首套和二套房首付比例均是历史最低，能够一定程度上降低居民购房负担，并对住宅销售有一定提振效果，有助于实现对住宅销售市场的托底。

表 1：2000 年以来首付比例调整情况

年份	首套房	二套房	说明	最低利率下限
2008 年 12 月	20%	20%	宽松周期	贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍
2010 年 4 月	30% ↑	50% ↑	收紧周期	贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍
2014 年 9 月	30%	60% ↑	收紧周期	
2015 年 3 月	30%	40% ↓	宽松周期	
2015 年 9 月	25% ↓	40%	宽松周期	
2016 年 2 月	20% ↓	30% ↓	宽松周期	仅局限在不限购城市
2023 年 8 月	20%	30%	宽松周期	全国，LPR-20,LPR+20
2024 年 5 月	15% ↓	25% ↓	宽松周期	取消下限，各地自主确定

资料来源：人民政府网，经济观察报，第一财经等，德邦研究所

以取消个人住房房贷利率下限来看，大中城市大多已放开限制。根据人民银行 2022 年 5 月 15 日、2023 年 8 月 31 日和 2024 年 5 月 17 日的公告，取消下限前，全国层面首套房贷利率下限为 LPR-20bp，二套房贷利率下限为 LPR+20bp，人民银行在 2023 年 1 月建立了首套住房贷款利率政策动态调整机制，规定新建商品住房销售价格同环比连续三个月下降的城市可自行决定阶段性调整或取消首套房贷利率下限。从实际来看，截至 5 月已有约 60 城阶段性取消首套房贷利率下限，因此本次人民银行取消全国层面房贷利率下限影响或主要体现在鼓励尚未放开城市放开下限，且二套房贷利率下限也已放开，或更加利好改善性需求。



近期权益市场对地产市场的这一边际变化进行了较为乐观的定价，自政策宽松预期发酵以来，房地产板块及部分地产链相关行业出现了明显的超额收益，04/24至今，申万房地产开发板块和房地产服务板块分别上涨27.64%和45.25%，显著强于万得全A的5.9%，这一阶段的反弹主要为预期调整下的风险偏好修复。后续在地产稳底预期及宏观复苏预期的刺激下，本轮地产行情或仍将持续，大金融与地产链相关行业有望受益于本轮行情的扩散，作为潜在“收储”主体的地方国企也可能出现机会。

图 1：2022 年以来的 5 轮地产超额行情及地产链条相关行业表现（行业指数区间涨跌幅，%）

起		2022/3/16	2022/8/11	2022/11/4	2023/7/18	2024/4/24	前4轮均值
止		2022/4/6	2022/9/26	2022/11/29	2023/8/29	2024/5/17	
万得全A		6.36	-8.63	3.59	-3.38	5.91	-0.51
房地产	房地产开发	32.53	4.61	27.95	13.90	27.64	19.75
	房地产服务	37.46	8.90	22.60	19.28	45.25	22.06
开工端	普钢	14.63	-7.73	12.16	5.44	-0.16	6.12
	工业金属	11.48	-11.45	9.86	0.04	9.33	2.48
	水泥	16.23	-10.03	13.20	6.53	9.64	6.48
	工程机械	5.95	-11.73	5.65	-9.41	8.91	-2.38
	商用载货车	4.48	-15.36	-2.18	-4.43	-2.75	-4.37
竣工端	玻璃玻纤	7.49	-13.45	11.62	1.80	6.40	1.86
	装修建材	20.19	-11.58	22.12	9.09	22.70	9.96
	房屋建设	18.89	1.59	19.47	1.38	11.21	10.33
	装修装饰	12.28	-0.60	5.85	1.66	8.06	4.80
后周期	白色家电	8.10	2.79	14.19	-2.54	4.46	5.63
	黑色家电	8.40	-10.37	-0.53	-6.73	4.11	-2.31
	厨卫电器	15.47	-8.27	12.18	2.90	12.40	5.57
	照明设备	6.83	-10.33	3.56	-6.74	8.95	-1.67
	小家电	7.25	-12.02	4.45	-9.79	10.77	-2.53
	家居用品	10.44	-1.18	14.70	4.09	18.15	7.01
大金融	银行	14.71	0.65	13.63	1.48	5.61	7.62
	保险	14.98	5.89	21.39	1.55	14.23	10.95
	证券	7.33	-6.62	8.74	12.56	5.37	5.50

资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 美国对电车加征 100%关税，复盘 2018 年有哪些启示？

美国对中国商品提高关税。5 月 14 日，白宫宣布将对一系列中国商品征收新的关税。此次新出台的对华关税预计将在未来 3 年内分阶段实施，涵盖了价值约 180 亿美元的中国进口商品，包括电动汽车、锂电池、光伏电池、关键矿产、半导体以及钢铝、港口起重机、个人防护装备等产品。特朗普随后表示，如果他在 2025 年再次上台，计划对美国进口的所有外国商品征收 10% 的关税。

表 2：2024 年 5 月 14 日白宫宣布提高关税产品情况

产品	旧费率	新费率	实施年份
Electric vehicles	25.0%	100.0%	2024
Solar cells (whether or not assembled into modules)	25.0%	50.0%	2024
Syringes and needles	0.0%	50.0%	2024
Battery parts (non-lithium-ion batteries)	7.5%	25.0%	2024
Lithium-ion electrical vehicle batteries	7.5%	25.0%	2024
Facemasks	0-7.5%	25.0%	2024
Other critical minerals	0.0%	25.0%	2024
Ship to shore cranes	0.0%	25.0%	2024
Steel and aluminum products	0-7.5%	25.0%	2024
Semiconductors	25.0%	50.0%	2025
Lithium-ion non-electrical vehicle batteries	7.5%	25.0%	2026
Medical gloves	7.5%	25.0%	2026
Natural graphite	0.0%	25.0%	2026
Permanent magnets	0.0%	25.0%	2026

资料来源：Office of the United States Trade Representative, 德邦研究所

### 以史为鉴，2018 年中美贸易摩擦如何展开？影响几何？

2018 年，美国出于国内政治诉求以及遏制中国经济崛起、科技进步目的，单方面挑起对我国的经贸摩擦。2018 年 3 月 23 日，美国贸易代表办公室发布《基于 1974 年贸易法 301 条款对中国关于技术转移，知识产权和创新的相关法律，政策和实践的调查结果》（《301 报告》）。此后，美国政府对中国的航空航天、信息技术、机械、钢铁等多个行业的商品进行了多轮的贸易单边制裁，此外，还对多家中国企业进行了出口管制、技术封锁，对中兴通讯实施了单边制裁等。

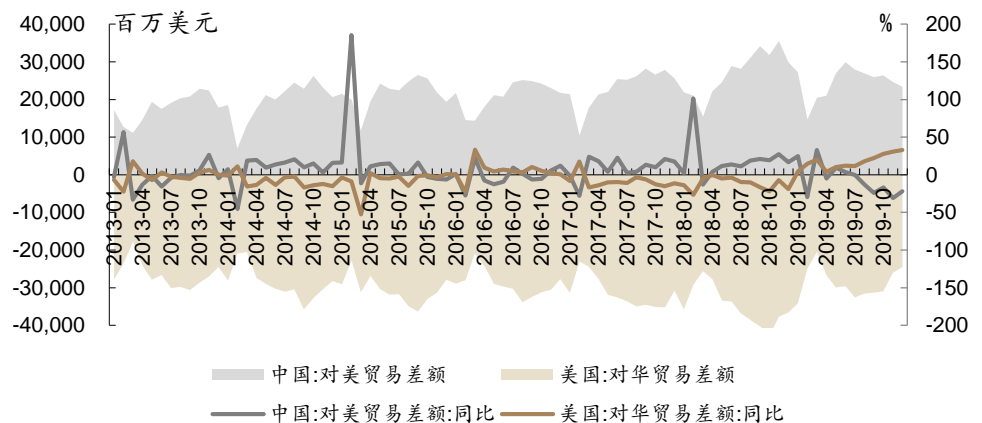
图 2：2018 年中美贸易摩擦大事件一览



资料来源：清华五道口国际金融与经济研究中心，德邦研究所绘制

但实际上中美双边关税提高对双边贸易差额的影响有限。2018 年中国对美贸易差额增加，这在一定程度上反映了提前进口的影响。相对总需求和供给以及基本面等宏观经济因素在确定双边贸易差额方面所起的作用要大于关税。

图 3：2013-2019 年中美贸易差额情况

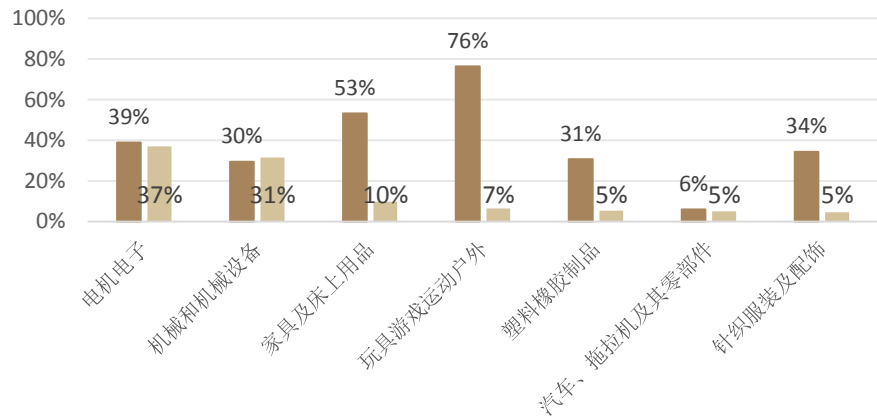


资料来源：Wind，德邦研究所



从美国对中国的征税领域来看，重点针对《中国制造 2025》十个领域，反映出中国制造业转型升级与美国制造业再回归之间的矛盾。从产品大类上看，2018 年，美国对从中国进口的机电电子、机械和机械设备、家具及床上用品、玩具游戏运动户外的金额分别占中国总对美出口的 37.11%、31.47%、9.80%、6.52%，而细分品类中属于中国商品的金额占比分别为 38.85%、29.50%、53.30%、76.42%，对中国的劳动密集型商品如玩具、家具、服装等较为依赖。

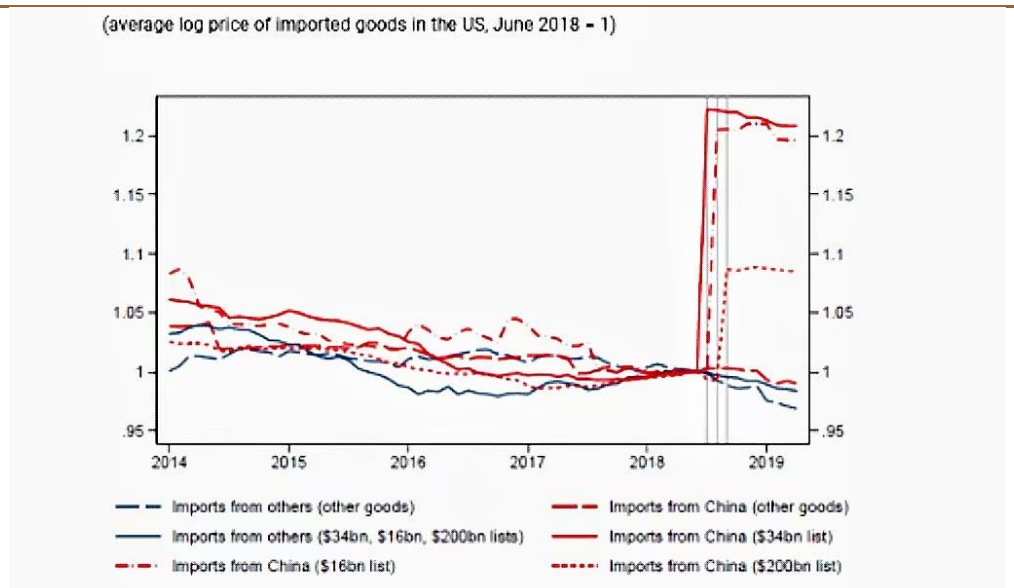
图 4：2018 年中美贸易主要产品结构占比情况



资料来源：OEC.WORLD，德邦研究所

根据美国纽约联邦储备银行发表的文章显示，仅美国政府对 2000 亿美元中国输美商品加征关税从 10% 上调至 25% 的这一单一举动，就将导致一个普通美国家庭每年负担增加 831 美元，其中包括 211 美元关税成本以及 620 美元的净损失。从下图看出尽管进口企业通过降低利润率的手段来吸收部分关税成本，但美国消费者承担了部分成本。

图 5：提高关税对消费者的影响



资料来源：Cavallo, Gopinath, Neiman and Tang (2019), "Tariff Passthrough at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy," mimeo, IMF 等，德邦研究所

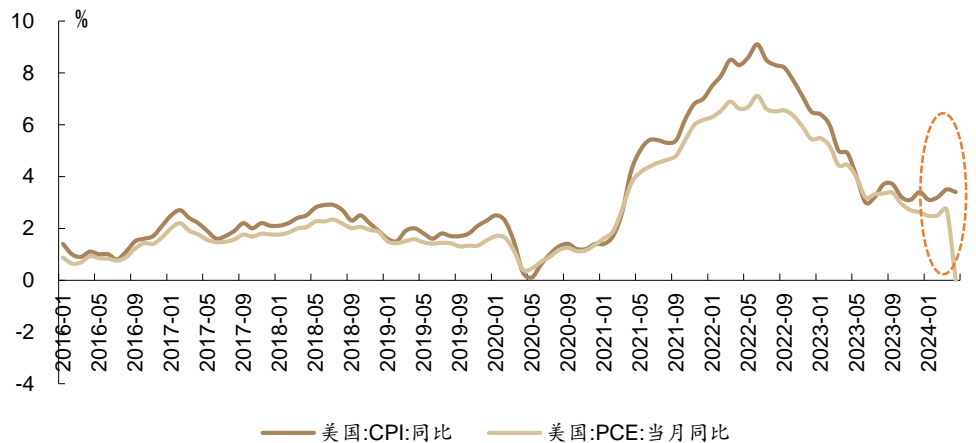
美国大选年，后续海外扰动因素或将逐步显现。

再次加征关税背后的逻辑或是美国大选选票的争取与霸权国家对新兴国家的战略遏制。4月17日，美贸易代表办公室宣布发起针对中国海事、物流和造船业的301调查，这与2018年的“剧本”似曾相似（2018年3月启动301调查，此后进行了多轮的贸易单边制裁+出口管制、技术封锁等）。考虑到今年是大选年，而当前总统候选人竞争较为激烈，打“中国牌”或将是大概率事件，海外扰动因素或将逐步显现。

贸易摩擦的手段或以技术封锁（增加技术清单、关键领域投资禁止等）和提高关税为主，尤其是我国具备产业链优势和成本优势的领域。例如，此次对新能源汽车加征100%关税，其背后是美国试图通过关税壁垒削弱我国新能源车出口强劲势头，确保本土企业在新能源车市场中占据优势地位。

不过，当下已与2018年面临的宏观条件不同，美国自身经济发展面临着高通胀、高债务压力等难题。提高关税将增加企业的供应链成本，并通过成本转嫁给终端消费者，从而使得物价攀升，加剧通胀风险。4月美国CPI环比上涨0.3%，同比上涨3.4%，虽然单月小幅回落但今年整体回落幅度不及预期，而近期的美联储议息会议上也提到近几个月的通胀缺乏进展，美国或面临再通胀风险，货币政策转向面临较大不确定性，高利率环境依然可能将持续。

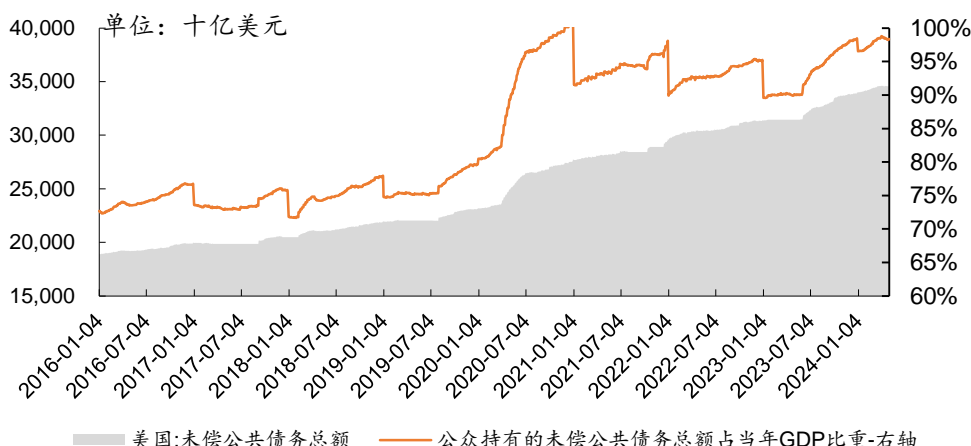
图6：美国4月通胀如期小幅回落



资料来源：Wind，德邦研究所

而若高利率环境持续将使得美国债务压力进一步加剧，美国面临巨大的财政负担。此前美国国会预算办公室(CBO)表示，2023财年美国国债利息支出高达6590亿美元，预计未来十年，美国政府的国债利息支出总额将达到创纪录的12.4万亿美元。截止2024年4月底，美国未偿公共债务总额已经达到34.62万亿美元，占2023年全年GDP的126.5%。目前美国债务余额相较于2023年6月暂缓债务上限时的31.47万亿美元再次上升3.15万亿美元。

图 7：高利率环境持续将使得美国债务压力进一步加剧



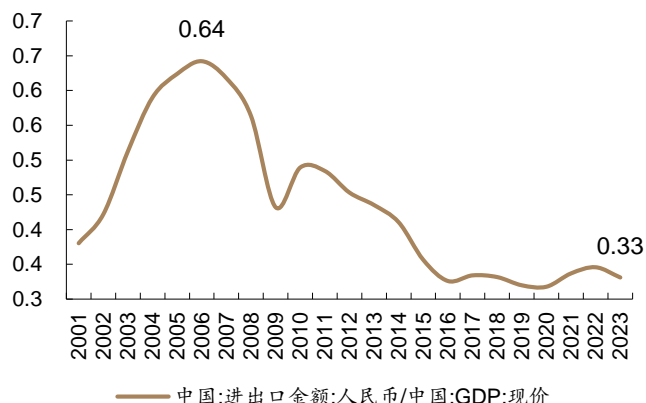
资料来源：Wind，德邦研究所，注 2024 年 GDP 为根据美联储预测 2.1% 的增速预估值

我国产业结构、出口结构已有调整，加征关税影响不大。

内视来看，近年来，我国积极构建国内国际双循环相互促进的新发展格局，出口依赖度从高点的 64% 降至目前的 33%，经济结构调整卓有成效。同时，我国一般贸易逐渐崛起，随着产业结构的优化，我国出口结构也发生了巨大转变，美国的进出口额占比趋势下行，而东盟则替代美国、欧盟成为我国最大的贸易伙伴。

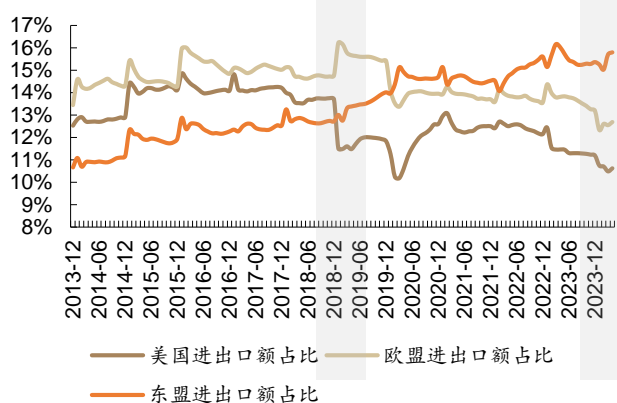
具体来看，“新三样”为代表的一般贸易中，新能源车行业和光伏电池在美国市场渗透度并不高，我国主要的新能源汽车出口市场在欧盟与东盟地区。根据《中国新能源车贸易月度检测报告》数据，2023 年 12 月当月，中国新能源汽车出口美国的金额为 1 亿美元，所占比重 2.8%，而 2023 年全年新能源汽车出口情况当中，美国亦没有排进前十之列。此外，我国太阳能电池出口对美国依存度同样不高，最大出口目的地仍为东盟与欧盟。

图 8：出口依赖度降至 33%



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：中国进出口结构发生了变化



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.3. 监管密集发布十大保护制度

5月15日，证监会集中发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》《监管规则适用指引—发行类第10号》《关于完善证券期货纠纷多元化解机制 深入推进诉源治理的工作方案》《持股行权工作规则》《公开征集股东权利业务规则》等10项与投资者保护密切相关的制度规则。为落实新“国九条”，证监会发布了一系列制度规则，包括严把发行上市入口关，加强现金分红、股份减持、量化交易等方面监管，督促行业机构履职尽责等。

#### “1+N”政策体系落实落地见效。

证监会发布《管理规定》，该制度首次对程序化交易活动作出比较全面系统的规定，主要内容包括：一是要求发行人在招股说明书刊登致投资者的声明，说清上市目的、建立现代企业制度以及融资必要性等基本情况，督促发行人牢固树立正确“上市观”。二是明确“关键少数”可以就出现上市后业绩大幅下滑的情形作出延长股份锁定期的承诺，强化“关键少数”与投资者共担风险的意识。三是完善上市后分红政策的信息披露规则，以利于投资者形成稳定的回报预期。四是强化未盈利企业相关信息披露，要求其披露预计实现盈利情况等前瞻性信息，向投资者充分揭示未来发展前景，便于投资者作出决策。这将有利于加强证券市场程序化交易监管促进程序化交易规范发展，维护证券交易秩序和市场公平，更加有效保障中小投资者合法权益。

证监会发布《关于完善证券期货纠纷多元化解机制 深入推进诉源治理的工作方案》，该方案有利于提升资本市场矛盾纠纷预防化解能力和法治化水平，充分发挥调解的基础性作用，推动矛盾纠纷源头预防和就地实质化解，确保将投资者保护落到实处。

上交所发布《信访工作办法》《举报工作办法》《投资者服务热线工作办法》。三部规则明确了接收、办理、答复各环节主要事项简明友好，条理清晰，有利于投资者对诉求处理形成明确预期，提升投资者综合服务质效。

中证协发布的《证券公司投诉处理标准》《证券公司客户回访标准》，建立团体标准，为券商开展相关工作设定标准，进一步提升投资者的满意度。

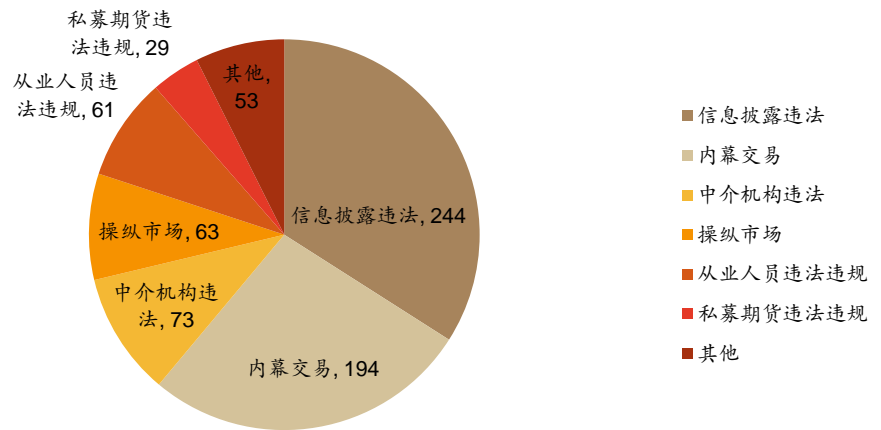
中证中小投资者服务中心发布《持股行权工作规则》《公开征集股东权利业务规则》，两部规则进一步聚焦了中小投资者和新闻媒体等关切重点，完善了公开征集股东权利等持股行权工作决策程序，强化了行权工作纪律约束，提升了持股行权工作的科学化、规范化水平。

#### 监管“长牙带刺”“严监严管”，重塑市场良好生态。

2023年，证监会查办证券期货违法案件717件，同比增长19%；作出行政处罚539件，同比增长40%，处罚责任主体1073人（家）次，同比增43%；市

场禁入 103 人，同比增长 47%；罚没 63.89 亿元，同比增长 140%；向公安机关移送涉嫌证券期货违法犯罪案件和线索 118 件，有力维护资本市场运行秩序，有效保护投资者合法权益，打击证券期货违法行为工作成效持续彰显，“零容忍”打击高压态势不断巩固。

图 10：2023 年中国证监会查办案件类型



资料来源：证监会官网，德邦研究所

此外，监管还公布了 12 起涉及内幕交易、操纵市场、利用未公开信息交易、从业人员违法炒股、违规占用上市公司资金等投资者保护执法案件，发布了泽达易盛特别代表人诉讼案、紫晶存储先行赔付案、投保机构股东代位诉讼摩登大道资金占用案等投资者保护 10 个典型案例。

### 全面推进金融强国建设。

根据监管的披露，未来监管的工作重点将从强化线索发现（加大科技监管应用，加强现场监管，消除空白和盲区）、严查重大案件（重点打击欺诈发行、财务造假、占用担保、违规减持等违法违规行为）、提升执法效能（“联合调查”“以案代训”“援派组长”等模式）、持续深化合作（加强与相关部委、地方政府在信息通报、数据共享、案件办理等方面的联动）、注重惩防并举（让挑战法律底线者付出应有代价，并以罚促改，以罚促管）五个方面展开。

目前资本市场“1+N”政策体系落实落地见效，未来将继续持续打击所有已经违法违规行为；新证券法大幅提高违法成本做到“有法可依”，让违法再也“不划算”；监管“长牙带刺”“严监严管”正在重塑市场良好生态，喝退、震慑有违想法的。为后续的投资人理赔机制和建立证券市场集体诉讼制度打下基础，全面推进金融强国建设，向发达市场靠近接轨。



## 2. 宏观数据观察

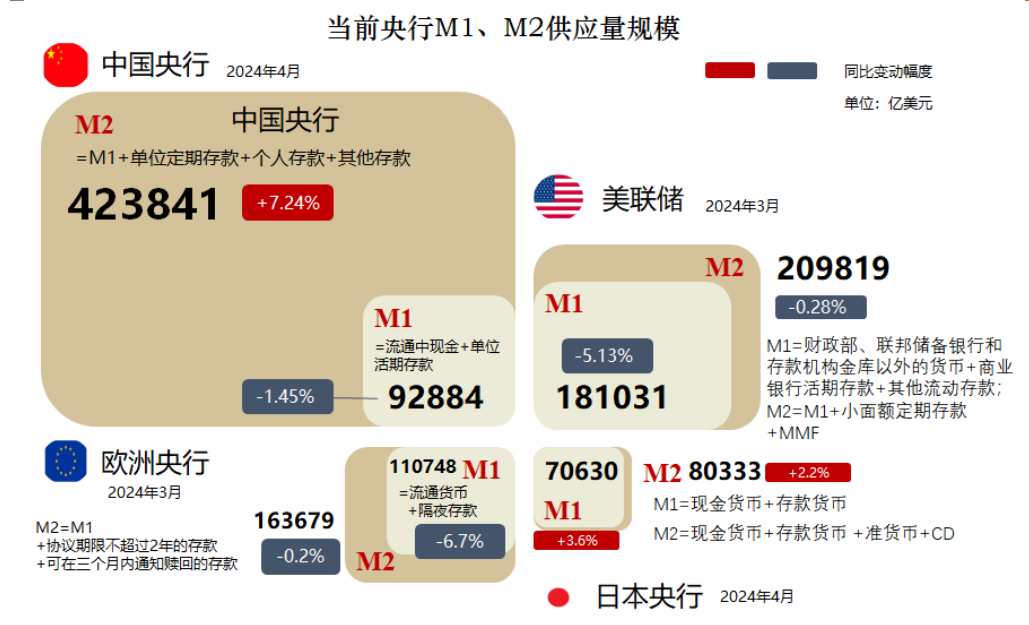
### 2.1. 全球四大央行货币供应量对比

美联储、欧洲央行 3 月的货币供应量规模均呈现不同程度下降，M1 同比下降幅度分别为 5.13%、6.7%，M2 变动幅度分别为-0.28%、-0.2%。日本仍在增长，4 月，日本央行 M1 同比上升 3.6%；M2 同比上升 2.2%。

国内方面，4 月货币增速继续下降，以人民币计价，M2 同比降低 1.1 个百分点至 7.2%，M1 同比降低 2.5 个百分点至-1.4%。高息活期存款集中退出导致 M1 负增长，此外，金融业增加值季度核算方式优化调整也会在短期影响货币信贷总量，预计“挤水分”的扰动可能要延续到明年才有望逐步淡化，金融数据偏弱的特征可能持续。

后续货币政策将更加注重推动通胀回升，有望推动实体盈利预期好转。此前央行表示“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平”，货币政策推动通胀温和回升的态度或更加强化，然而 PPI 仍处于低位运行，PPI 与企业盈利关系更为密切，货币政策或仍需更大力度推动 PPI 回升，这可能通过加速淘汰出清落后冗余产能、货币政策配合财政加速推进政府债券融资等方式实现。

图 11：全球四大央行货币供应量情况



资料来源：Wind，各大央行官网，德邦研究所

## 2.2. 大选年份，美股的日历效应较为显著

“Sell-in-May”是美股著名的日历效应之一，主要是指指数每年5月之后的几个月份市场表现明显弱于其他月份的情况，假期来临、白天变长、气温升高等因素对投资者情绪的影响是“Sell in May”效应的主因。

2024年为美国的大选年，以2000年以来的六次大选期间表现来看(2000年、2004年、2008年、2012年、2016年和2020年)，“Sell-in-May”效应显著，5月、6月普遍下跌，标普500、道琼斯工业、纳斯达克三大指数在5月分别下跌0.02%、0.94%和上涨2.24%，6月同样表现欠佳。值得注意的是，美股在9月、10月是受到选举比较明显的月份，胜率普遍不足三成，随着大选的落定，市场风险偏好逐步回升。

表 3：大选年份的美股日历效应

	标普 500			道琼斯工业指数			纳斯达克		
	胜率	赔率	涨跌幅均值	胜率	赔率	涨跌幅均值	胜率	赔率	涨跌幅均值
5月	66.7%	49.3%	-0.02%	33.3%	87.1%	-0.94%	66.7%	63.9%	2.24%
6月	83.3%	23.4%	0.25%	66.7%	40.6%	-0.34%	50.0%	76.4%	0.33%
7月	50.0%	170.8%	0.71%	83.3%	50.4%	0.72%	66.7%		1.43%
8月	83.3%	2706.8%	2.73%	83.3%	1949.6%	2.74%	66.7%	160.1%	2.82%
9月	33.3%	36.4%	-2.52%	16.7%	89.7%	-2.02%	50.0%	26.6%	-2.02%
10月	16.7%	29.0%	-3.79%	16.7%	66.4%	-3.27%	16.7%	61.5%	-4.54%
11月	66.7%	59.1%	0.47%	50.0%	194.3%	1.72%	66.7%	50.3%	2.18%
12月	100.0%		1.78%	83.3%	475.9%	2.27%	83.3%		2.71%

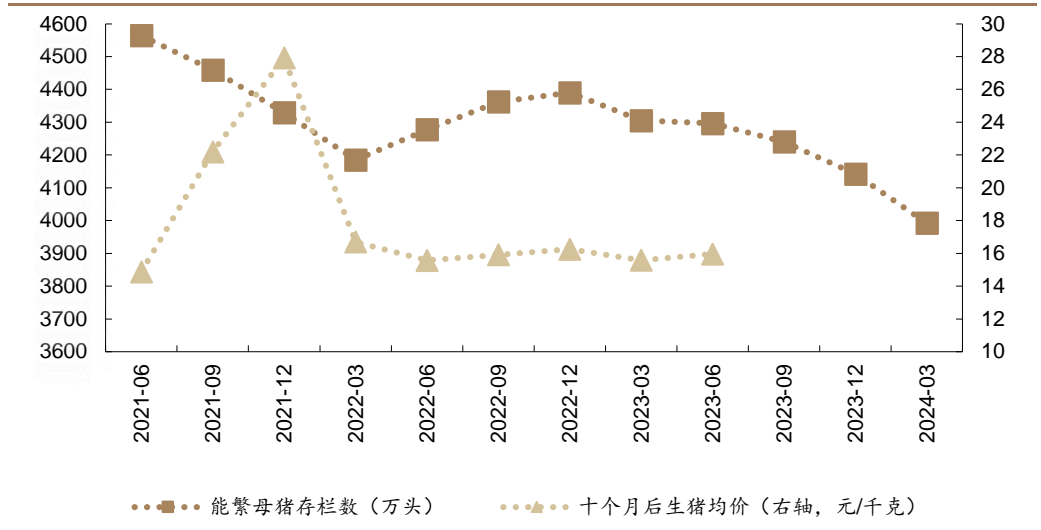
资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.3. 能繁母猪去化周期

2024年一季度末，能繁母猪存栏 3992 万头，同比下降 7.3%，自 2023 年一季度起，连续五个季度环比下滑。2021 年 6 月至 2022 年 4 月能繁母猪产能去化 8.48%，随后出现缓慢提升；2022 年 12 月能繁母猪产能达到阶段性高点，2022 年 12 月至 2024 年 3 月能繁母猪产能持续去化 9.1%，是 2021 年以来的最低值。

生猪养殖产业经过几年的下行周期，目前产业链上下游行业均面临着较大困境，供给持续大于需求下，企业连续多年严重亏损之下，行业开启了供给侧去产能周期，行业出清猪周期有望迎来拐点。从中长期来看，三季度生猪供应面临较低的供应，冻品库存逐步去化叠加需求转旺，有望支撑价格抬升。

图 12：能繁母猪存栏量自 2023 年一季度起连续五个季度环比下降

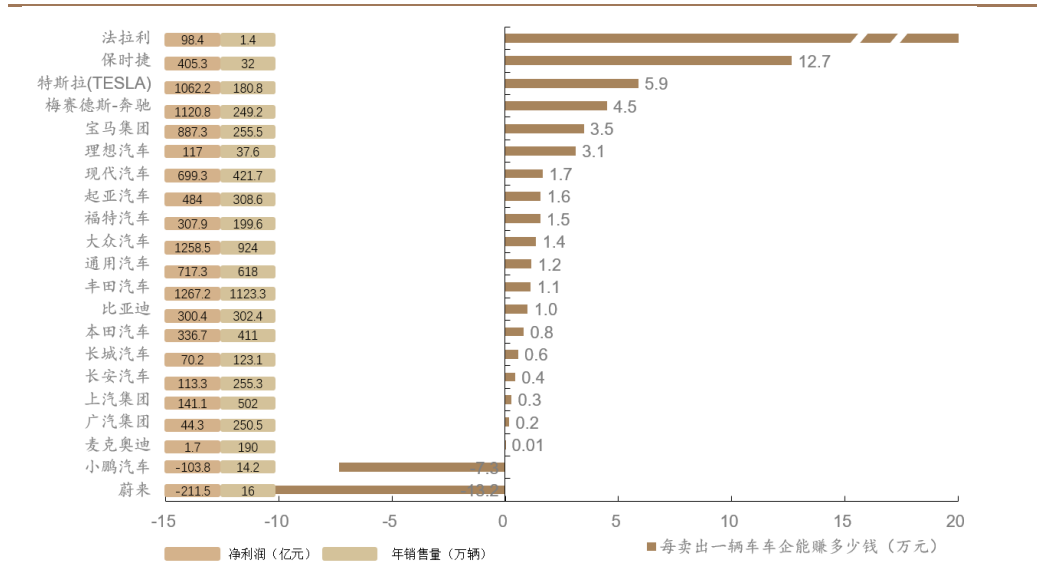


资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.4. 从财报看上市车企盈利能力

2023 年法拉利净利润为 98.4 亿元，汽车销量为 1.37 万辆，意味着法拉利每卖出一辆车能赚将近 72 万元，远超其他车企。其次为保时捷、特斯拉，单车净利润分别为 12.7 万元、5.9 万元。从企业 2023 年净利润来看，企业前三甲分别为 1267.2 亿元、1258.5 亿元、1120.8 亿元。从 2023 年销量来看，丰田汽车销量为 1123.3 万辆，远超其他企业；其次分别为大众汽车、通用汽车和上汽集团，销量分别为 924 万辆、618 万辆、502 万辆。新能源车造车新势力中，小鹏汽车、蔚来 2023 年净利润分别为 -103.8 亿元、-211.5 亿元，意味着每卖出一辆车企业分别亏损 7.3 万元、13.2 万元。

图 13：从财报看上市车企盈利能力



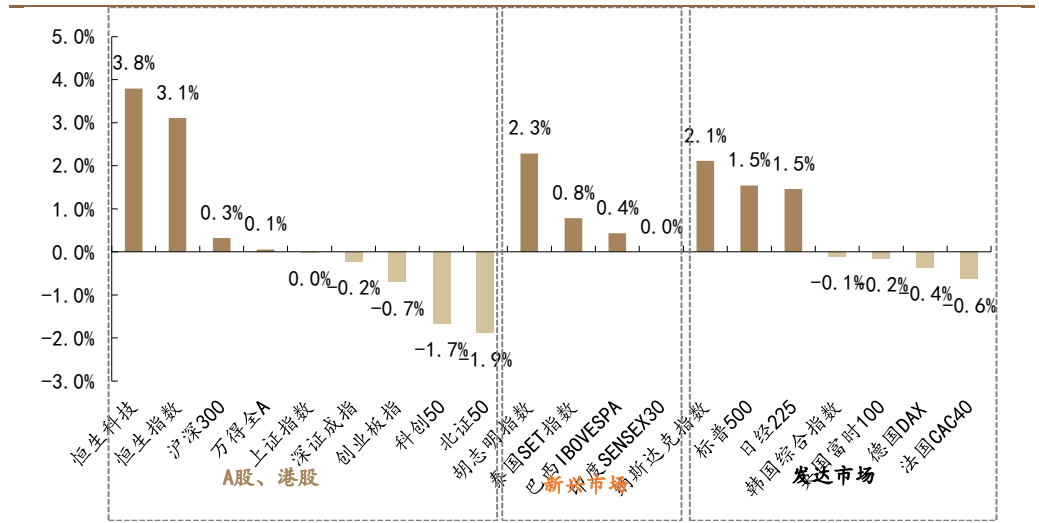
资料来源：Wind，易车网、新华网、第一财经等，德邦研究所

### 3. 大类资产表现

#### 3.1. 股市

5月13日-5月19日当周，美股方面，受到4月通胀如期回落的影响，美股继续走强，标普500实现周线四连阳周涨幅达1.5%，纳斯达克涨幅受益于科技股回暖，本周上涨2.1%。国内方面，A股跷跷板效应显著，受到地产政策的调整预期的影响，地产、保险等板块有所表现，但宽基指数表现一般，港股则继续受到跨境资本+基本面修复的双重驱动，继续上行，港股资产的涨幅整体优于A股，具体来看，恒生指数、上证指数、创业板指的周涨幅分别为3.1%、0.0%和-0.7%。

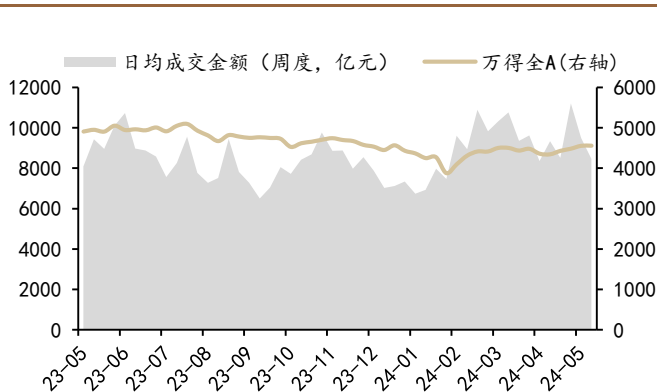
图 14：本周全球资本市场表现（涨跌幅）



资料来源：Wind，德邦研究所

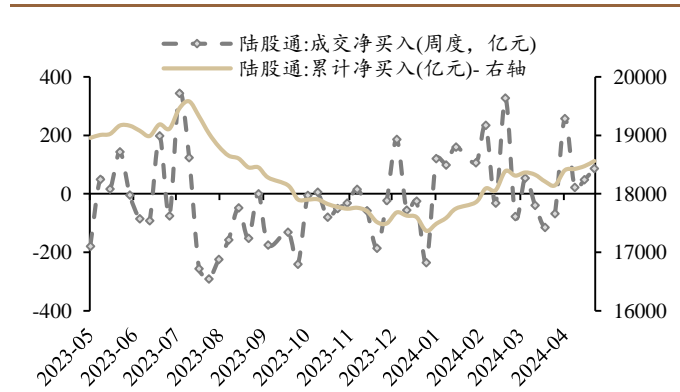
随着交易情绪降温，本周两市日均成交额继续缩量至8,461亿元。资金层面，主力资金周净流出667亿元，上一周为净流出671亿元，流出金额保持稳定，在市场进入震荡，赚钱效应不佳的情况下，部分短线资金选择获利了结，再次观望。

图 15：日均成交金额情况



资料来源：Wind，德邦研究所

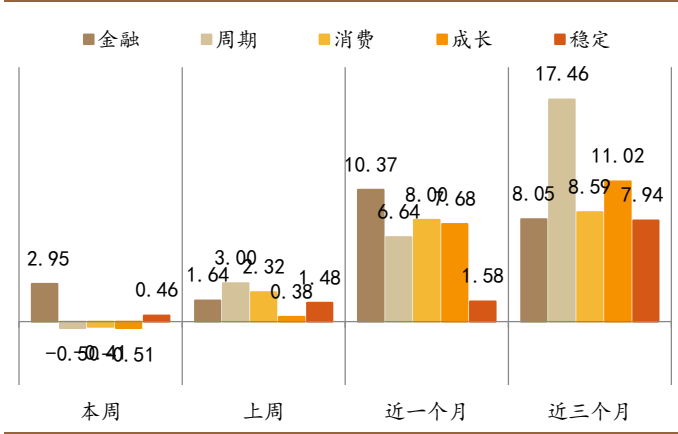
图 16：陆股通资金流入流出情况



资料来源：Wind，德邦研究所

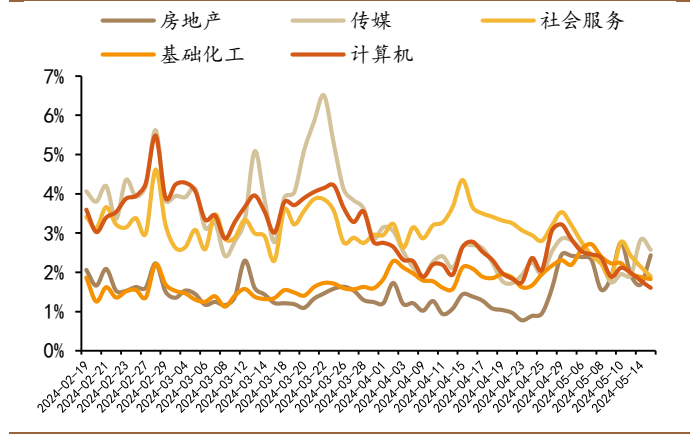
风格上受到地产政策的影响，偏向大金融，换手活跃前五的板块为随之变为地产、传媒、社会服务、基础化工、计算机板块，市场重心在于交易地产的边际变化，预计随着地产企稳、市场风格有望向复苏深入，上游资源品、顺周期板块有望轮流表现。

图 17：风格行业近期涨跌幅表现 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：换手率 TOP5 行业变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：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	-8.2	-1.1	1.8
电子	-2.4	20.8	15.8
传媒	-3.8	-3.1	-16.5
国防军工	-3.9	1.2	1.0
医药生物	-9.3	8.7	-1.0
美容护理	-1.0	0.5	1.0
石油石化	-2.5	-1.5	-0.9
有色金属	-5.3	-3.1	17.8
机械设备	-3.9	4.2	7.6
基础化工	-4.7	-2.1	2.4
轻工制造	2.1	6.4	0.4
公用事业	-4.6	-2.6	11.7
综合	0.2	0.0	0.5
环保	-1.2	-0.6	2.3
农林牧渔	-1.9	1.9	0.0
计算机	-2.5	6.6	-0.5
商贸零售	-1.9	0.5	2.0
建筑材料	2.0	5.1	1.0
纺织服装	-1.2	0.6	-5.8
社会服务	-1.8	0.5	-7.2
通信	-1.6	-5.9	14.0
煤炭	-1.8	-0.3	6.0
银行	-0.1	25.8	43.9
交通运输	-2.4	0.4	12.5
家用电器	-2.5	6.6	1.3
建筑装饰	-1.6	1.6	3.3
汽车	-4.4	8.6	3.0
钢铁	-0.2	1.3	-0.1
房地产	25.3	3.5	10.3
食品饮料	-1.1	-1.8	3.6
非银金融	-5.1	12.0	10.6

资料来源：Wind，德邦研究所

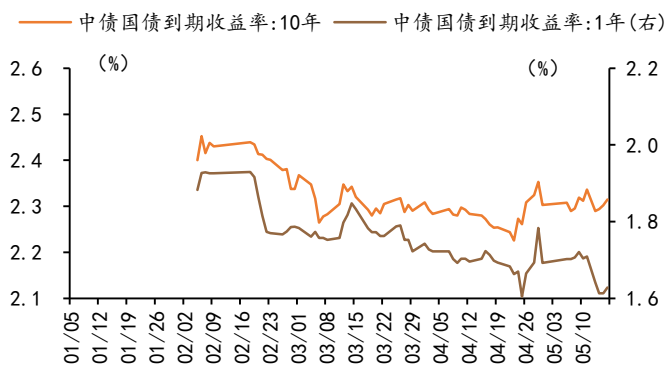


### 3.2. 债市

5月17日，央行“多箭齐发”，日内宣布了取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、下调个人住房公积金贷款利率、调整个人住房贷款最低首付款比例和设立3000亿元保障性住房再贷款四项地产新政。

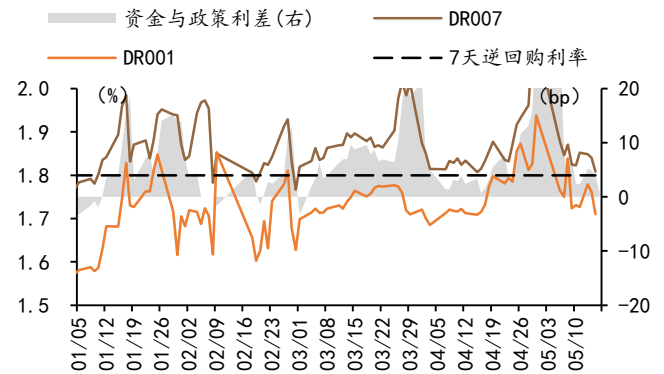
本周市场交易主线围绕地产政策的变化，副总理表态和央行政策动态引起长债收益率两次大幅上升，然而随着交易的进行，两次上行后长债收益率都逐步回落，尽管伴随着政府密集出台，地产的预期明显好转，但落地实施前景仍不明朗，重要政策调整对风险偏好提升有所“冷却”。

图 20：利率走势情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：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，本周油价小幅震荡回升，周涨幅为1.4%报83.98美元/桶，短期地缘政治仍将继续约束供给，这一点近期天然气价格持续走强或作为印证，在需求未见明显回升下，维持油价总体仍以高位震荡为主的判断。金价方面，结束此前调整，COMEX期金再次周涨2.2%回升至2419.8美金/盎司，再次来到历史高位附近，央行购金仍是核心支撑。黑色系方面，动力煤价格震荡走强，周涨0.4%，地产开工链上的钢铁、水泥等价格如我们预期受到地产政策变化有明显回暖，不过基本面的真正改善仍需等待政策落地、需求回升。

表 4：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16日	540.96	-0.3%	-0.7%	4.3%	6.0%	-0.5%
上游资源品							
布伦特原油期货 (美元/桶)	5月17日	83.98	1.4%	-3.8%	2.9%	7.3%	9.1%
天然气期货 (美元/百万英热单位)	5月17日	2.638	17.1%	53.6%	39.9%	-1.8%	11.0%
COMEX 黄金期货 (美元/盎司)	5月17日	2419.8	2.2%	1.8%	18.1%	18.1%	21.9%
秦皇岛港动力末煤 (元/吨)	5月16日	860	0.4%	4.4%	-5.6%	-7.1%	-11.1%
焦煤期货价格 (元/吨)	5月17日	1724.5	-1.7%	-3.5%	-1.2%	-12.6%	20.8%
下游原材料							
螺纹钢现货 (元/吨)	5月17日	3849	0.6%	2.5%	-4.5%	-6.1%	0.6%
螺纹钢期货 (元/吨)	5月17日	3710	1.6%	2.0%	-3.6%	-8.5%	0.9%
铁矿石期货 (元/吨)	5月17日	885	2.1%	4.4%	-7.5%	-12.6%	20.8%
水泥价格指数 (全国)	5月17日	108.1	0.9%	0.5%	0.7%	-4.5%	-17.6%
LME 铜期货	5月17日	10715	6.7%	12.2%	30.3%	25.8%	29.0%

	LME 铝期货	5月17日	2621	4.0%	2.0%	17.9%	13.7%	14.0%
	碳酸锂 99.5%电 (元/吨)	5月17日	106970	-3.6%	-4.0%	10.1%	10.4%	-61.0%
	钴 (元/吨)	5月17日	215200	2.0%	-2.6%	-0.9%	-2.7%	-16.0%
	锆钨氧化物 (元/吨)	5月17日	402500	-1.2%	3.9%	0.6%	-6.4%	-13.9%
重要化工品	乙烯价格 (美元/吨)	5月17日	825	-0.6%	-8.3%	-9.3%	-2.4%	-2.9%
	PVC (元/吨)	5月17日	5850	3.9%	6.4%	5.3%	3.5%	2.0%
	PTA (元/吨)	5月16日	5820	0.0%	-3.2%	-1.9%	-0.7%	5.1%
	甲醇 (元/吨)	5月16日	2850	7.1%	5.6%	4.6%	15.2%	20.5%
	尿素 (元/吨)	5月17日	2370	3.5%	9.7%	6.8%	1.7%	3.0%

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 投资建议及下周关注

**股市:** 站在当前时点, 房地产供求关系模式正在逐步改善, 在地产预期及宏观复苏预期的刺激下, 大金融与地产链也会受到情绪面的扩散, 销售链和竣工链有望率先企稳。整体来看, 在内外扰动增多的背景下, 预计资金将是市场风格的主要定价因素, 大盘成长风格及“核心资产”或更受益, 当前边际定价资金所切向的这些方向是否具备基本面支撑是行情持续性的关键。

**债市:** 特别国债发行、地产政策调整靴子均已落地, 曲线或再次平坦化: 本周财政部公布特别国债发行安排、住建部、央行等多部门宣布地产政策多项调整, 债市反应都呈现出公布前紧张、公布后走强的态势, 说明在靴子落地之前交易盘已经积累起了不低的做多意愿, 在资金面持续稳定宽松、配置资金持续增加的背景下, 钱多逻辑仍能够有力推动利率债收益率下行, 且后续宽货币仍可期待, 交易盘主导下, 曲线或再次平坦化。

**商品:** 能化方面, 油价继续高位震荡, 短期地缘政治仍将继续约束供给, 这一点近期天然气价格持续走强或作为印证, 在需求未见明显回升下, 维持油价总体仍以高位震荡为主的判断。金价方面, 结束此前调整, COMEX 期金再次来到历史高位附近, 央行购金仍是核心支撑。黑色系方面, 动力煤价格震荡走强, 地产开工链上的钢铁、水泥等价格如我们预期受到地产政策变化有明显回暖, 不过基本面的真正改善仍需等待政策落地、需求回升。

## 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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范围包括证券投资咨询业务。