

宏观

证券研究报告

2024年06月12日

6月市场的宏观逻辑

作者

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

相关报告

- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年6月第3周》
2024-06-11
- 《宏观报告：宏观报告-美国劳动力市场的再平衡》
2024-06-10
- 《宏观报告：宏观报告-美国经济对再通胀的重新适应》
2024-06-05

股债对地产政策的反应从初期的分化逐渐回归一致。国债期货短暂回调后持续反弹，说明债市更关注地产政策的实质影响；地产股也回调至政策出台前的水平，反映出股市对政策的效果保持观望。

我们认为，改革是下一阶段的政策重点，也是决定市场风格的重要因素，对市场的影响主要通过风险偏好体现。

我们认为三中全会改革举措可能会集中在科技创新、要素配置、收入分配、经济体制、科教体制这5个方面，这些改革措施可以分为供给侧（科技创新、要素配置、经济体制、科教体制）和需求侧（收入分配）。

海外方面，美国经济仍有韧性，但存在二次通胀的压力。我们认为基本面数据并不支持联储在大选前降息，如果年内一定要降，12月的概率也大于9月。

欧央行五年来首次降息，原因是欧美经济周期已经持续分化一年，当前欧洲经济的增长压力大于通胀压力。

风险提示：政策不及预期，经济运行不及预期，地缘政治风险

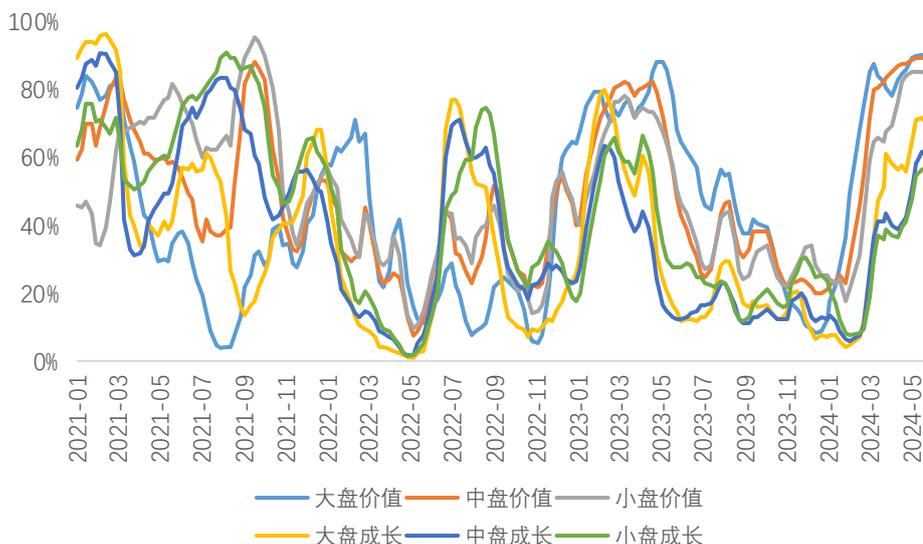
股债对地产政策的反应从初期的分化逐渐回归一致。国债期货短暂回调后持续反弹，说明债市更关注地产政策的实质影响；地产股也回调至政策出台前的水平，反映出股市对政策的效果保持观望。

当前地产的主要问题是库存过高、估值偏贵（详见报告《趋势延续——2024 年房地产市场展望》，2024.1.13），需求端的放松政策无论是限购、限贷还是首付比例、房贷利率的调整，主要作用是让有真实居住需求的观望或受限群体购房，同时又减少了这部分群体的租房需求，本质上是真实居住需求中的结构调整，但对真实居住需求总量的影响可能较为有限。

供给端的收储政策核心目标不是去库存，而是推进保障性住房建设，所需资金较少，但是收而不储可能不会对租金和房价产生显著的影响。央行去年 2 月推出了 1000 亿元租金住房贷款支持计划，截至今年 3 月的使用进度为 2%，推进速度明显偏慢。当前百城租金回报率仅有 2.2%，低于城投 3%左右的融资成本，还要考虑运营、管理、维修、空置成本。地方收储的积极性主要体现在为城投纾困，通过优先收购城投开发的项目和土地，可以额外获得一笔低息贷款，缓解城投的流动性压力。

如果地产政策效果相对有限，经济基本面或将延续结构转型和弱复苏的趋势。一季度的 GDP 超过目标增速，逆周期政策又受制于汇率约束发力空间较小，更多以存量政策加速落地为主。在基本面和政策面变化不大的情况下，三中全会召开前可能难有明显的增量资金流入，A 股或仍以防守性板块轮动为主。截至 5 月 31 日，各类风格的交易拥挤度均超过了 50%，均值为 75%，处于较高水平，均不具备显著的性价比，短期可能面临一定的调整压力。

图 1：各类风格的交易拥挤度均处于较高水平（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，改革是下一阶段的政策重点，也是决定市场风格的重要因素，对市场的影响主要通过风险偏好体现。我们认为三中全会改革举措可能会集中在科技创新、要素配置、收入分配、经济体制、科教体制这 5 个方面，这些改革措施可以分为供给侧（科技创新、要素配置、经济体制、科教体制）和需求侧（收入分配）。其中颇受期待的改革措施有要素市场化改革——比如“地随人走”，城镇建设用地的增减与人口的流动相匹配，促进劳动力、土地、资本等要素的自由流动和平等交换；财税体制改革——比如增值税三档并两档，扩大消费税，通过优化税种税率和财政资金配置结构，增强财政可持续性，提高财政资金使用效率。

表 1：近期关于改革的几点表述

改革类型	改革内容	具体措施
科技创新类改革	传统产业升级	用科技改造提升传统产业。
	深化科技体制改革	加强党中央对科技工作的集中统一领导。围绕重大科技攻关项目，健全新型举国体制。优化科技创新主攻目标和创新能力布局。强化企业科技创新主体地位等。
要素配置类改革	资源配置体制改革	建立全国统一、城乡融合的要素市场，促进劳动力、土地、资本等要素的自由流动和平等交换。
	土地要素+新型城镇化改革	“地随人走”，城镇建设用地的增减要与人口的流动相匹配。
	电力改革	构建适应高比例新能源接入、传统电源提供可靠电力支撑、新型经营主体发展的电力市场体系架构
收入分配类改革	扩大居民收入	调整国民收入分配结构，增加居民收入特别是中低收入者收入所占比重。加快完善社会保障体系，使人民无后顾之忧敢消费。增加适销对路商品和服务，优化消费环境。
经济体制类改革	国企改革	完善国资国企体制机制，打通发展战略性新兴产业、推动科技创新的堵点、断点，构建新型生产关系，培育和发展新质生产力。将市值管理纳入央企负责人业绩考核，借力资本市场，在提升内在价值的同时实现市值的同步提升。
	民营经济	建立健全民营企业治理体系
	高水平对外开放	优化外资营商环境、推进高水平对外开放需要以制度型开放为引领。制度型开放就是以规则、规制、管理、标准为主的开放，要求我国涉外经济法律法规按照高标准自由贸易协定要求，主动对接、调整。
科教体制类改革	教育制度改革	按照“加强两头、巩固中间”的要求，大力提升学前教育、高等教育和职业教育水平，持续巩固基础教育质量。
	人才发展体制改革	改革收入分配制度，加快形成充分体现创新要素价值的收入分配机制。改革人才发展体制机制，破除在人才评价、考核、引进、使用、管理、流动等方面存在的各种障碍。

资料来源：学习时报公众号、金融时报公众号、国资委官网等，天风证券研究所

海外方面，尽管美国 4 月的通胀、就业数据有所回落，但 5 月制造业、服务业季调 PMI 分别录得 51.3%、54.8%，较 4 月分别回升 1.3、3.5pct，经济景气度尤其是服务业景气度再度回升，美国经济仍有韧性。而从 6 月份开始，美国通胀数据的基数将出现大幅回落，基数对通胀数据的抑制作用将有所减弱，美国存在二次通胀的压力。我们认为基本面数据并不支持联储在大选前降息，如果年内一定要降，12 月的概率也大于 9 月。市场对美联储降息时点的预期有所提前，认为美联储将提前启动降息，但降息节奏可能较慢。最新 Fed Watch 显示，市场当前预期美联储将于 9 月首次降息。

欧央行三年来首次降息，原因是欧美经济周期已经持续分化一年，当前欧洲经济的增长压力大于通胀压力：2023 年二季度以来，欧美经济增长开始分化，美国经济增速持续回升，而欧元区 GDP 增速则一度回落至 -0.2%（2023Q3），2024Q1 略有回升但也仅为 0.4%。但欧元区通胀压力已从高位持续回落。截至 2024 年 5 月，欧元区 HCPI、核心 CPI 同比分别为 2.6%、2.9%，虽然距离 2% 的通胀目标仍有距离，但已经接近此前正常波动区间上沿，通胀

压力相对小于增长压力。

图 2：最新 FedWatch 显示市场预期美联储将于 9 月启动降息

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%	2.5%	97.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	20.1%	79.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	12.3%	55.7%	31.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	27.8%	47.1%	20.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	21.1%	41.6%	28.1%	5.9%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.7%	12.4%	31.5%	34.7%	16.8%	2.9%
2025/3/19	0.0%	1.0%	7.9%	23.4%	33.4%	24.4%	8.8%	1.2%
2025/4/30	0.4%	3.8%	14.1%	27.4%	29.7%	18.1%	5.7%	0.7%

资料来源：CME Group, 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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com