



国金晨讯-20240522

晨讯

产品组 编辑
 刘菲, CFA
 执业 S1130523040001
 liufei4@gjzq.com.cn

白晓琦
 baixiaoqi@gjzq.com.cn

“双周期” 框架体系下：如何有效 “捕捉” 风格与行业轮动？

政策周报：地产政策 “工具箱”，还有哪些空间？

行情回顾

图表1：5 月 21 日主要市场指数行情回顾

2024/5/21	上证指数	深证成指	北证 50	科创 50	创业板指	中小综指	恒生指数
收盘点数	3,157.97	9,681.66	780.35	748.24	1,861.48	10,134.81	19,220.62
当日涨跌幅	-0.42%	-0.71%	-1.18%	-0.70%	-0.77%	-0.77%	-2.12%
年初至今涨跌幅	6.15%	1.65%	-27.92%	-12.18%	-1.58%	-4.67%	12.75%

数据来源：Choice，国金证券研究所整理

研报精选

➤ 重点关注

- 【策略首席分析师 张弛】“双周期” 框架体系下：如何有效 “捕捉” 风格与行业轮动？
- 【首席经济学家 赵伟】政策周报第 16 期：地产政策 “工具箱”，还有哪些空间？
- 【首席经济学家 赵伟】见微知著系列之七十六：工业品涨价的 “复苏” 逻辑
- 【首席经济学家 赵伟】24 年 4 月财政数据点评：土地出让收入能否企稳是关键
- 【固收首席分析师 樊信江】收储的本质是缓释资产流动性风险

➤ 行业报告

- 【非银首席分析师 舒思勤】上市险企 4 月保费点评：续期驱动寿险增速改善，非车大幅拖累财险增速

➤ 公司报告

- 【汽车首席分析师 陈传红】理想汽车-W 24Q1 财报点评：费用率上升净利短期承压，静待公司新车周期

行情回顾

指数跟踪

截至收盘日（2024/5/21），上证指数下跌 0.42%，深证指数下跌 0.71%，北证 50 下跌 1.18%，科创 50 下跌 0.70%，创业板指下跌 0.77%，中小综指下跌 0.77%，恒生指数下跌 2.12%；沪深两市成交额 7992 亿元。

图表2：各指数涨跌幅表现

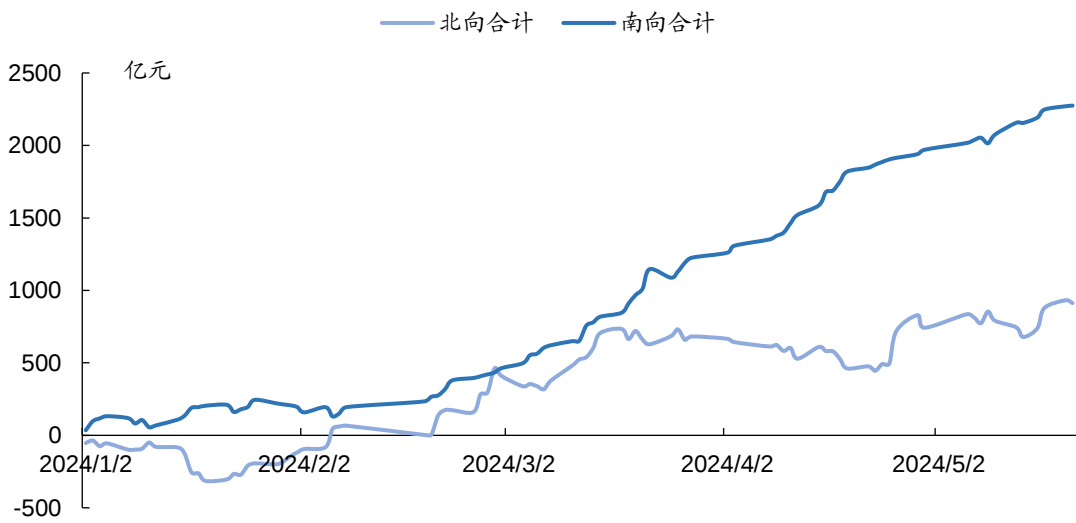
		现价	当日涨跌	当日涨跌幅	成交金额（亿元）	年初至今涨跌幅
000001.SH	上证指数	3,157.97	-13.18	-0.42%	3,465.84	6.15%
399001.SZ	深证成指	9,681.66	-69.16	-0.71%	4,526.61	1.65%
899050.BJ	北证 50	780.35	-9.30	-1.18%	27.11	-27.92%
000688.SH	科创 50	748.24	-5.31	-0.70%	437.57	-12.18%
399006.SZ	创业板指	1,861.48	-14.45	-0.77%	1,868.46	-1.58%
399101.SZ	中小综指	10,134.81	-78.46	-0.77%	1,494.03	-4.67%
HSI.HI	恒生指数	19,220.62	-415.60	-2.12%	756.49	12.75%

资料来源：Choice，国金证券研究所整理

沪深港通

5 月 21 日，北向资金当日净卖出 19.67 亿元，年初至今累计净买入 912.14 亿元；南向资金当日净买入 4.39 亿元，年初至今累计净买入 2274.70 亿元。

图表3：年初至今北向、南向资金累计净流入（亿元）

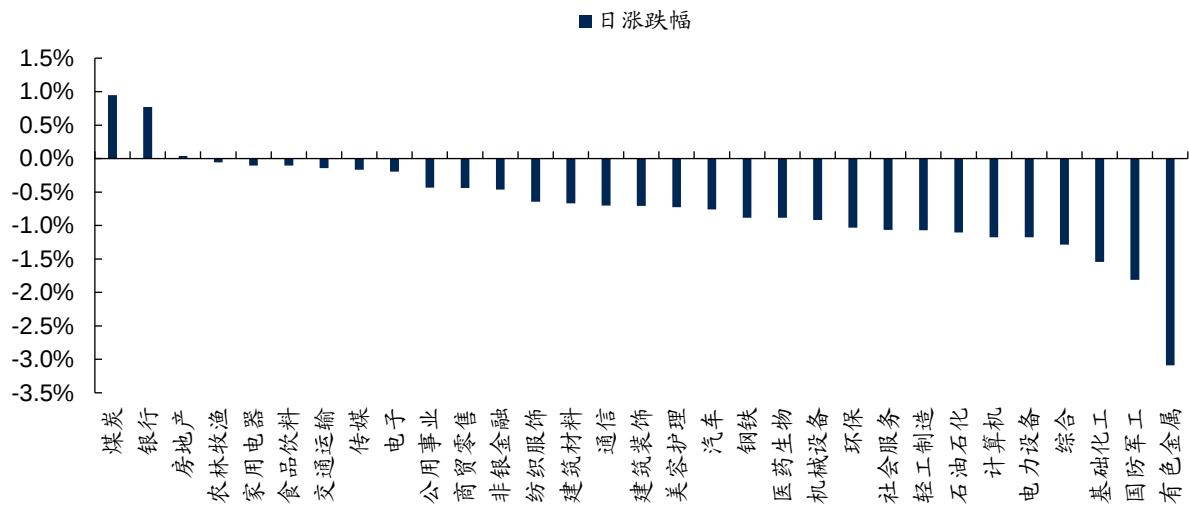


来源：Choice，国金证券研究所

板块表现

分板块，5 月 21 日，申万 31 个一级行业中，煤炭（0.95%）、银行（0.77%）、房地产（0.04%）涨幅居前；有色金属（-3.09%）、国防军工（-1.81%）、基础化工（-1.54%）、综合（-1.28%）、电力设备（-1.18%）跌幅居前。

图表4：申万一级行业日涨跌幅



来源：Choice，国金证券研究所

研报精选：重点推荐

【策略首席分析师 张弛】“双周期”框架体系下：如何有效“捕捉”风格与行业轮动？

核心观点：国内经济周期通常指库存周期，约 3 年左右。我们采用十余类量化指标，用于描述、测度不同经济周期的形态，试图较为精确地构建国内经济周期。我们将国内经济分为：①复苏期，即被动去库周期；②繁荣期，即主动补库周期；③放缓（I）初期，即被动补库周期；④放缓（II）末期，即主动去库周期。将国内经济周期与市场“三底模型”结合：一）从“政策底”出发，寻找 A 股市场上升周期的框架与逻辑之路；二）A 股市场下行周期中各阶段跌幅贡献及其背后逻辑演绎与框架；三）当前“政策底”已现，“市场底”与“盈利底”在何方？我们再次强调：“市场底”隐含三大类行为逻辑：一是我们持续提示的三大风险：房地产、海外及通缩，需要明显暴露；二是处置风险相应的政策要落地、要见效；三是信用回升。维持谨慎，市场波动率或将趋于抬升，偏离度将取决于政策落地节奏及效果。

风险提示：后续货币政策低预期；经济放缓超预期；美债收益率反弹超预期；历史经验具有局限性。

【首席经济学家 赵伟】政策周报第 16 期：地产政策“工具箱”，还有哪些空间？

核心观点：后续稳地产政策重点跟踪财税端。购房税费减免方面，本轮稳地产针对住房换购者推出满足一定条件予以个人所得税退税优惠，而对于购房税费优惠、个税住房贷款专项抵扣等政策尚未有较大调整，可能是成为后续稳地产储备政策。同时，地方收储项目或需“准财政”等加大支持才可大规模推广，需中央财政贴息或折价收购等才可维持项目自平衡。

风险提示：经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。

【首席经济学家 赵伟】见微知著系列之七十六：工业品涨价的“复苏”逻辑

核心观点：国内“设备更新”、房地产相关政策初见成效，对经济的支持效果或进一步显现。4 月，设备工器具、采矿业投资增速分别扩张至 17.2%、21.3%，设备更新需求或已有所释放。前期地产融资“白名单”等也有一定见效，4 月地产新开工、施工面积增速改善。随着稳地产政策“三箭齐发”、财政发债节奏逐步提升，内需修复斜率或持续向上。

风险提示：经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。

【首席经济学家 赵伟】24 年 4 月财政数据点评：土地出让收入能否企稳是关键

核心观点：土地出让收入能否企稳或是决定后续财政支出力度的关键。前 4 月，地方国有土地出让收入持续下滑，累计同比下降 10%；同时，新房成交延续低迷态势叠加广义住宅库存高企，掣肘房企拿地意愿修复。根据 2023 年土地出让收入占比测算，若国有土地财政收入下降 10%，对应政府性基金收入下滑 9%，广义财政支出增速下降近 2%。

风险提示：经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。

【固收首席分析师 樊信江】收储的本质是缓释资产流动性风险

核心观点：近日，央行宣布设立 3000 亿元保障性住房再贷款。我们认为一、楼市库存高企如何破局：收储替代部分“无效”需求，政策发力点从“保负债”到“保资产”。二、收储如何落地：财政扩张才是未来重点，配套资本金及贴息政策将影响收储规模，关注财政端配套政策。三、哪些主体或将受益：国有房企流动性压力有望改善，地方城投或通过盘活存量资产实现化债循环。

风险提示：货币政策宽松不及预期；稳增长政策超预期落地。

研报精选：行业报告

【非银首席分析师 舒思勤】上市险企 4 月保费点评：续期驱动寿险增速改善，非车大幅拖累财险增速

核心观点：寿险方面，地产风险缓释+股市向上预期+长端利率有望企稳，保险股估值向上步伐有望继续，建议关注 3 条主线：①地产风险缓释：中国平安 A、新华保险 A；②权益市场 β 驱动估值反弹：中国太平 H、新华保险 A；③综合负债端、资产端的基本面：中国太保 A/H。财险方面，众安在线 24 年利润高弹性+当前低估值，受益于港股反弹，估值弹性高；中国财险 2023 年股息率 5.1%，Q1 业绩低点已过，预计利润将逐季回升，防御属性强。

风险提示：1) 监管趋严：或对新单销售形成负面影响；2) 权益市场波动：将直接降低保险公司的投资收益，拖累利润表现。

研报精选：公司报告

【汽车首席分析师 陈传红】理想汽车-W 24Q1 财报点评：费用率上升净利短期承压，静待公司新车周期

核心观点：公司 Q1 毛利仍稳健，净利短期承压后续将回暖。展望 Q2，公司于 Q2 进入调整期，将迎来拐点。1) 销售：理想 L6 推出后订单表现强势，自上市至 5 月 5 日累计订单超 41000 台，带动公司订单大幅回升；同时，公司开启 L7/8/9/MEGA 降价。目前看公司销量拐点已至，进入向上周期。公司指引 Q2 销量预计 10.5-11 万辆。2) 利润：由于 23Q4 公司存有优惠，4 月降价预计对 Q2 毛利影响不大，我们预计 Q2 毛利率仍将维持在 20%。同时，公司于 5 月开启人员调整，费用下调将在 Q3 报表中体现，带动净利反转。全年看：虽公司 24 年公司纯电车型延期至 25 年上市，但 1) 纯电车型自身销量预期较低；2) 增程车型订单向好，公司对全年销量仍保持乐观。我们维持原有增程销量预期不变，伴随公司毛利率企稳，费用率下修后全年净利仍将维持稳健。

风险提示：行业竞争加剧，市场需求不及预期。

晨讯报告分析师

首席经济学家 赵伟
执业 S1130521120002

宏观分析师 张云杰
执业 S1130523100002

策略首席分析师 张弛
执业 S1130523070003

策略分析师 吴慧敏
执业 S1130523080003

固收首席分析师 樊信江
执业 S1130522120003

非银首席分析师 舒思勤
执业 S1130524040001

汽车首席分析师 陈传红
执业 S1130522030001

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究