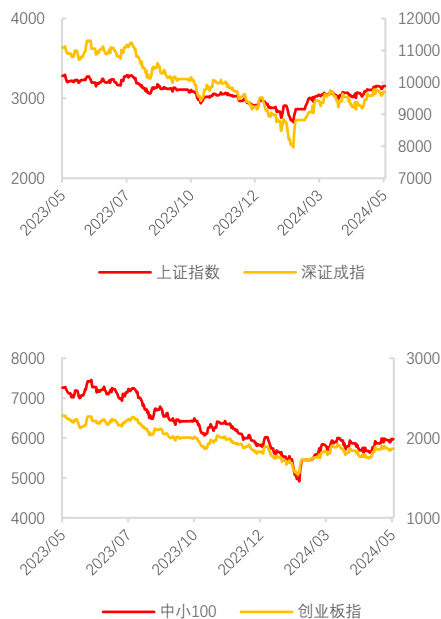


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子莹
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《柳暗花未明》 - 2024.05.13

策略观点

地产政策超预期带来短期做多窗口

● 投资要点

本周A股震荡上行，主要指数之间走势明显分化。从节奏上来看，地产政策集中出台是A股走势的转折点，周一至周四A股整体震荡整理，在周五下午降首付和政府收储等政策公布后A股大幅反弹。主要股指中上证50和沪深300分别上涨0.62%和0.32%，其余主要指数均是下跌，其中科创50跌1.66%表现最差。本周风格在地产政策利好下摆向金融，其余风格表现接近，消费、周期和成长风格均小幅下跌。

行业层面，本周领涨行业主要反应房地产政策带来的困境反转预期。本周房地产上涨12.65%，其中周一至周三仅上涨1.19%，绝大部分涨幅均在周四和周五地产政策出台之后兑现。其余涨幅较好的建筑材料、建筑装饰、银行和轻工制造均分布于房地产上下游，因此本周交易房地产利好政策出台后国内地产困境反转的逻辑十分清晰。

展望后市，地产政策利好程度超预期且尚有政策后手的情况下，地产未来边际好转已经成为标准假设，无论是否看好地产触底企稳都不影响短期交易地产链困境反转的行为。在地产政策形成利好后，A股或在未来两周迎来对政策效果的观测期，加之4月经济数据已经公布，缺乏能对A股构成利空的因素，对未来两周的A股走势有信心。

配置方面，地产链估值修复边走边看，月度看好质量风格。本次地产政策的理想剧本为“稳价格预期—二手房供给减少—去新房库存”，距离地产开发周期的重启还有较远距离，并且未来地产市场能剩下多大蛋糕也有较大不确定性。因此我们认为地产链估值的交易性机会更大于投资性机会，此时押注地产政策的长期效果是一个高风险行为。

需求端不振和产能过剩将限制自上而下的行业 β 主线。在需求增速不能起到锚定作用的时候，有两种思路孕育而生：①在需求视角下，既然找不到量的增速，那么就相对地放弃资本利得，转向防御性的红利资产；②二是在供给视角下，即使量的增速停滞，但只要产能过剩缓解，价格上涨也能带来可观的利润增长，并且在预期混乱的当下，以价格作为锚定也较易得到一致认同。

对于思路①，随着对经济环境和企业利润的预期好转，投资者的久期必然将会拉长，当下利润增速更有可能的来源是个股 α 而非行业 β ，此处提出的切换方向是以A50为代表的质量资产。

对于思路②，大概提出两个解法：i 产能出清引发的价格上涨，比如生猪养殖；ii 产能受限导致供需关系紧张而引发的价格上涨，如工业金属、部分化工品等上游资源品。其中i刚刚走出右侧趋势可以介入，ii 毕竟走的是弱需求逻辑，现在追高可能风险过大。

● 风险提示：

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

目录

1 市场表现回顾.....	4
2 重要事件及数据.....	5
2.1 4 月份国民经济运行延续回升向好态势.....	5
2.2 全国切实做好保交房工作视频会议召开，地产利好政策集中出台.....	6
2.3 美国 4 月 CPI 低于预期，市场重启降息交易	7
2.4 4 月用电数据延续高增，指向工业生产活跃.....	7
3 后市展望及投资观点.....	7
4 风险提示.....	8

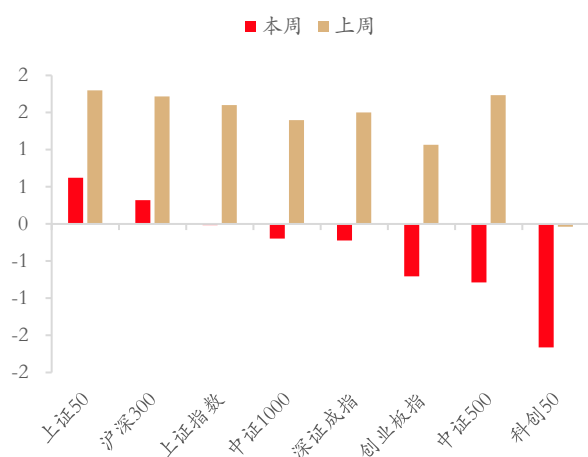
图表目录

图表 1: 主要股指周收益率(%)	4
图表 2: 主要风格和大小盘指数周收益率(%)	4
图表 3: 申万一级行业周收益率(%)	5

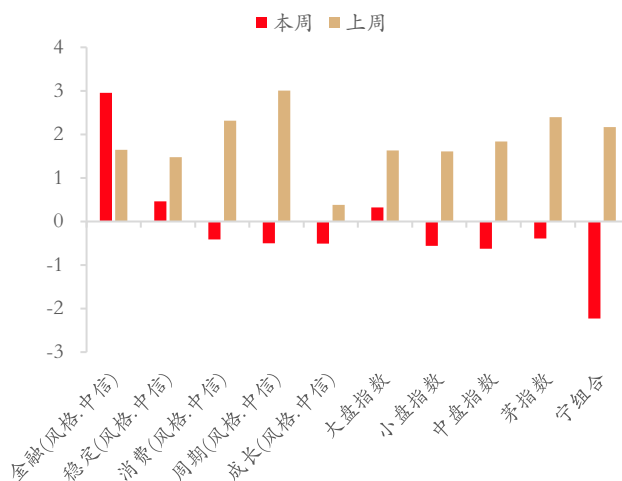
1 市场表现回顾

本周 A 股震荡上行，主要指数之间走势明显分化。从节奏上来看，地产政策集中出台是 A 股走势的转折点，周一至周四 A 股整体震荡整理，在周五下午降首付和政府收储等政策公布后 A 股大幅反弹。主要股指中上证 50 和沪深 300 分别上涨 0.62% 和 0.32%，其余主要指数均是下跌，其中科创 50 跌 1.66% 表现最差。本周风格在地产政策利好下摆向金融，其余风格表现接近，消费、周期和成长风格均小幅下跌。市值风格方面，本周大盘好于中小盘。

图表1：主要股指周收益率(%)



图表2：主要风格和大小盘指数周收益率(%)

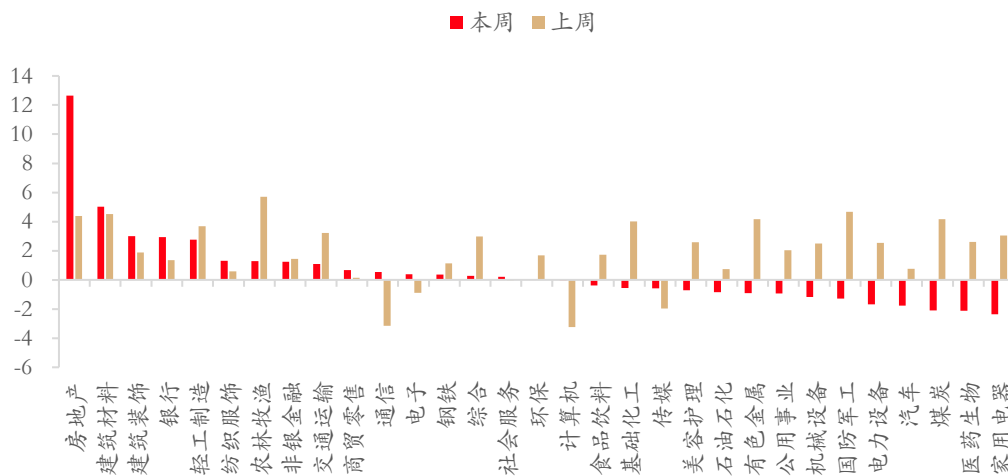


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

行业层面，本周领涨行业主要反应房地产政策带来的困境反转预期。本周房地产上涨 12.65%，其中周一至周三仅上涨 1.19%，绝大部分涨幅均在周四和周五地产政策出台之后兑现。其余涨幅较好的建筑材料、建筑装饰、银行和轻工制造均分布于房地产上下游，因此本周交易房地产利好政策出台后国内地产困境反转的逻辑十分清晰。

图表3：申万一级行业周收益率(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

2 重要事件及数据

2.1 4 月份国民经济运行延续回升向好态势

4 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.7%，比上月加快 2.2 个百分点；环比增长 0.97%。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%。装备制造业增加值增长 9.9%，比上月加快 3.9 个百分点；高技术制造业增加值增长 11.3%，加快 3.7 个百分点。

4 月份，社会消费品零售总额 35699 亿元，同比增长 2.3%；环比增长 0.03%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 31026 亿元，同比增长 2.1%；乡村消费品零售额 4673 亿元，增长 3.5%。按消费类型分，商品零售 31784 亿元，增长 2.0%；餐饮收入 3915 亿元，增长 4.4%。基本生活类和部分升级类商品销售增长较快，限额以上单位通讯器材类，体育、娱乐用品类，粮油、食品类，饮料类商品零售额分别增长 13.3%、12.7%、8.5%和 6.4%。

1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）143401 亿元，同比增长 4.2%；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 月份，货物进出口总额 36389 亿元，同比增长 8.0%。其中，出口 20762 亿元，增长 5.1%；进口 15627 亿元，增长 12.2%。进出口相抵，贸易顺差 5135 亿元。1-4 月份，货物进出口总额 138053 亿元，增长 5.7%。其中，出口 78113 亿元，增长 4.9%；进口 59940 亿元，增长 6.8%。1-4 月份，一般贸易进出口增长 5.3%，占进出口总额的比重为 65.1%。民营企业进出口增长 10.7%，占进出口总额的比重为 54.6%，比上年同期提高 2.5 个百分点。机电产品出口增长 6.9%，占出口总额的比重为 59.2%。

2.2 全国切实做好保交房工作视频会议召开，地产利好政策集中出台

全国切实做好保交房工作视频会议 17 日在京召开，中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰出席会议并讲话。何立峰强调，要认真学习领会习近平总书记重要讲话精神，深入贯彻落实中央政治局会议部署，深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。

何立峰指出，房地产关系人民群众切身利益和经济社会发展大局。当前，要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付，保障购房人合法权益。相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。

同日央行发布三条地产需求端放松举措，分别为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 25bp、首套房贷款最低首付比例调整为不低于 15%，二套房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。相关地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。

2.3 美国 4 月 CPI 低于预期，市场重启降息交易

美国劳工统计局周三公布数据显示，美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，持平预期，较前值 3.5% 小幅下降；4 月 CPI 环比增长 0.3%，低于预期和前值 0.4%。剔除食品和能源成本后，4 月核心 CPI 环比增速从 3 月份的 0.4% 下降至 0.3%，为 6 个月来首次下降，持平预期 0.3%。在美国 CPI 数据公布后美债市场重启降息交易，美国 10 年期国债一度低于 4.40%。

2.4 4 月用电数据延续高增，指向工业生产活跃

国家能源局发布 4 月份全社会用电量等数据，4 月份，全社会用电量 7412 亿千瓦时，同比增长 7.0%。从分产业用电看，第一产业用电量 96 亿千瓦时，同比增长 10.5%；第二产业用电量 5171 亿千瓦时，同比增长 6.2%；第三产业用电量 1270 亿千瓦时，同比增长 10.8%；城乡居民生活用电量 875 亿千瓦时，同比增长 5.9%。

3 后市展望及投资观点

展望后市，地产政策利好程度超预期且尚有政策后手的情况下，地产未来边际好转已经成为标准假设，无论是否看好地产触底企稳都不影响短期交易地产链困境反转的行为。在地产政策形成利好后，A 股或在未来两周迎来对政策效果的观测期，加之 4 月经济数据已经公布，缺乏能对 A 股构成利空的因素，因此对未来两周的 A 股走势有信心。

配置方面，地产链估值修复边走边看，月度仍看好质量风格。本次地产政策的理想剧本为“稳价格预期—二手供给减少—去新房库存”，距离地产开发周期的重启还有较远距离，并且未来地产市场能剩下多大蛋糕也有较大不确定性。因此我们认为地产链估值的交易性机会更大于投资性机会，此时押注地产政策的长期效果是一个高风险行为。

需求端不振和产能过剩将限制自上而下的行业 β 主线。在需求增速不能起到锚定作用的时候，有两种思路孕育而生：①在需求视角下，既然找不到量的增速，那么就相对地放弃资本利得，转向防御性的红利资产；②二是在供给视角下，即

使量的增速停滞，但只要产能过剩缓解，价格上涨也能带来可观的利润增长，并且在预期混乱的当下，以价格作为锚定也较易得到一致认同。

对于思路①，随着对经济环境和企业利润的预期好转，投资者的久期必然将会拉长，当下利润增速更有可能来源的来源是个股 α 而非行业 β ，此处提出的切换方向是以 A50 为代表的质量资产。

对于思路②，大概提出两个解法：i 产能出清引发的价格上涨，比如生猪养殖；ii 产能受限导致供需关系紧张而引发的价格上涨，如工业金属、部分化工品等上游资源品。其中 i 刚刚走出左侧趋势可以介入，ii 毕竟走的是弱需求逻辑，现在追高可能风险过大。

4 风险提示

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048