

宏观策略：

经济总量企稳+政策看好期权，股指底部抬升

金信期货研究院

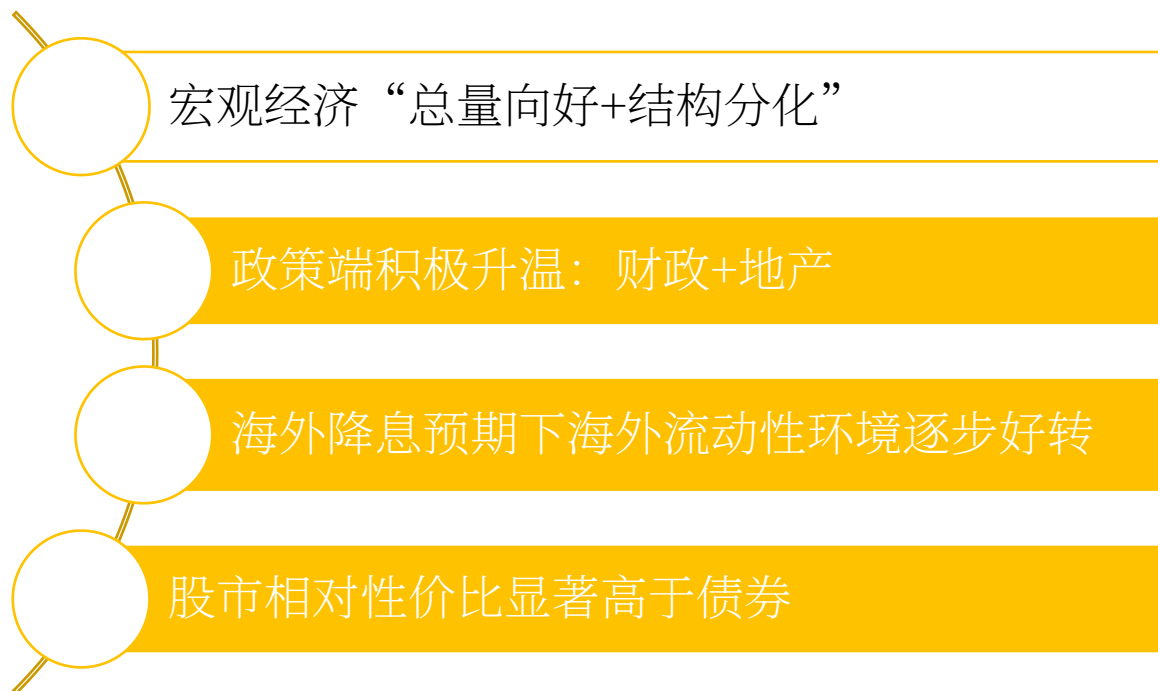
2024/06/07

黄婷莉 F3073548 Z0015398



## 核心观点

- Ø 宏观经济基本面，宏观经济呈现“总量向好+结构分化”的特征，短期基本面数据以偏正向为主，但需求端不足下供求缺口仍然是主要矛盾，价格低位制约企业盈利修复，地产仍是当前经济的主要拖累项。
- Ø 政策面，政治局会议强化政策力度，供需缺口矛盾下需求端支持必要性增强，在此背景下地产迎来新一轮放松潮，重点关键领域政策调整叠加财政政策发力，经济修复预期得到改善，市场风险偏好随之提升。
- Ø 美国通胀重回下行路径，美联储降息预期渐行渐近，海外流动性环境好转有利于权益资产估值修复。
- Ø 国债收益率跌破历史低位下股债相对回报率升至历史高位，随着国内经济基本面的修复，股债相对回报率有望逐步回归，权益资产具有较高性价比。
- Ø 政策发力下经济修复预期改善，“特别国债+地产政策”有助于金融市场风险偏好的修复，国内“经济总量企稳+价格温和回升+关键领域政策调整”，叠加海外降息周期开启利好流动性和权益资产估值修复，股指底部抬升趋势确认。不过经济新旧动能切换阶段，企业盈利修复仍然偏慢，普遍性的业绩驱动仍需要时间，股指上行空间和弹性仍存在不确定性。关注短期财政及地产政策变动对经济的提振作用，能否带来突破力量，海外风险点关注地缘事件及美国大选，中长期看股指当前位置做多胜率较高。



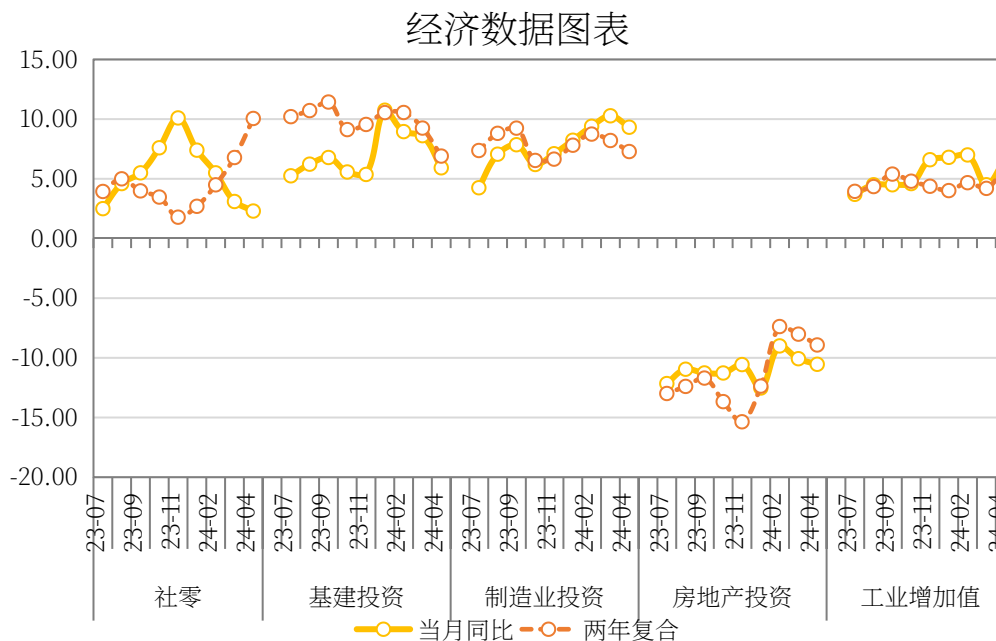
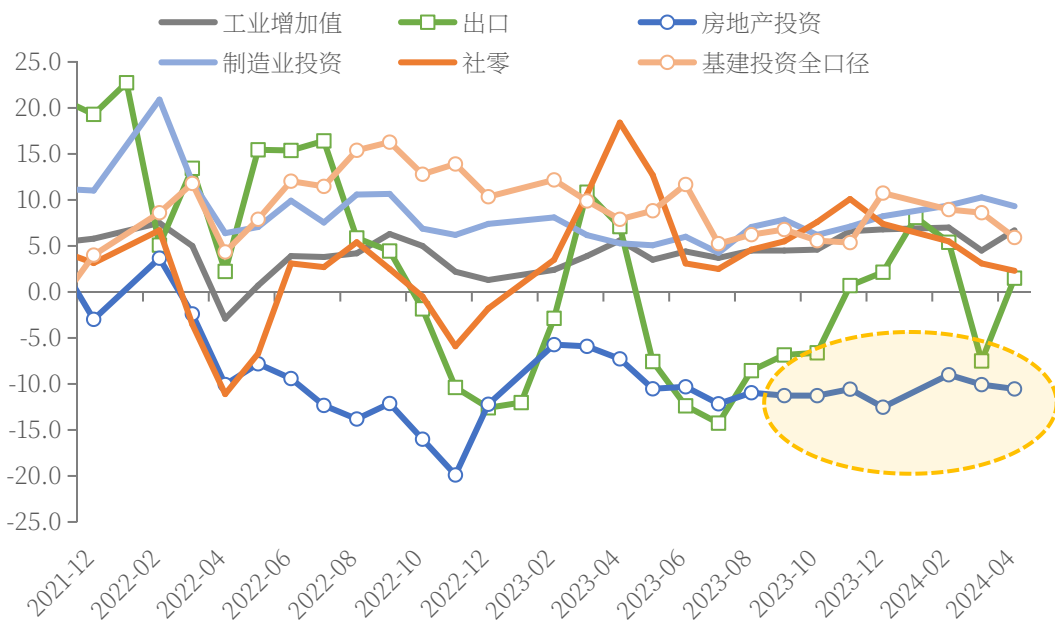
# 宏观经济 “总量向好+结构分化”

- Ø 当前宏观经济呈现“总量向好+结构分化”的特征，短期基本面预计继续偏向于积极，“低基数效应+特别国债+地产政策转向去库存”下二季度经济修复预计延续。
- Ø 但中期看内生需求仍然偏弱，需求端不足下供求缺口仍然是主要矛盾，价格中枢低位制约企业盈利修复，中期看从量的提振到价格回升的传导仍需要时间，供需缺口仍待弥合。

指标	同比	24-04	24-03	24-02	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05
工业增加值	当月同比%	6.7	4.5	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5
固定资产投资		3.5	4.8	4.2	4.1	2.9	1.2	2.4	1.8	1.2	3.1	1.6
基建投资(不含电力)		5.1	6.6	6.3	6.8	5.0	3.7	5.0	3.9	4.6	6.4	4.9
基建投资全口径		5.9	8.6	9.0	10.7	5.4	5.6	6.8	6.2	5.3	11.7	8.8
房地产投资		-10.5	-10.1	-9.0	-12.5	-10.6	-11.3	-11.3	-11.0	-12.2	-10.3	-10.5
制造业投资		9.3	10.3	9.4	8.2	7.1	6.2	7.9	7.1	4.3	6.0	5.1
社消零售		2.3	3.1	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7
出口金额		1.5	-7.5	5.4	2.1	0.7	-6.6	-6.8	-8.6	-14.3	-12.4	-7.6
进口金额		-10.2	-1.9	-8.1	0.3	-0.6	3.0	-6.3	-7.2	-12.1	-7.1	-5.3
CPI	当月同比%	0.3	0.1	0.7	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.2
PPI	当月同比%	-2.5	-2.8	-2.7	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6
M1	%	-1.4	1.1	1.2	1.3	1.3	1.9	2.1	2.2	2.3	3.1	4.7
M2	%	7.2	8.3	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3	10.6	10.7	11.3	11.6
社融	存量同比%	8.3	8.7	9.0	9.5	9.4	9.3	9.0	9.0	8.9	9.0	9.5
失业率	城镇调查	5.0	5.2	5.3	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2

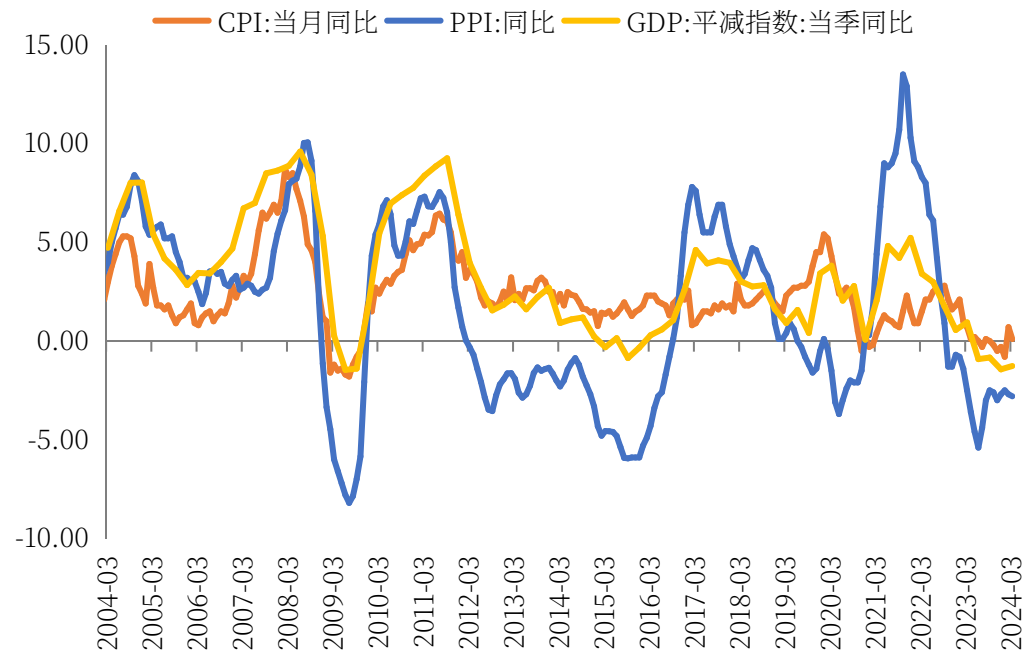
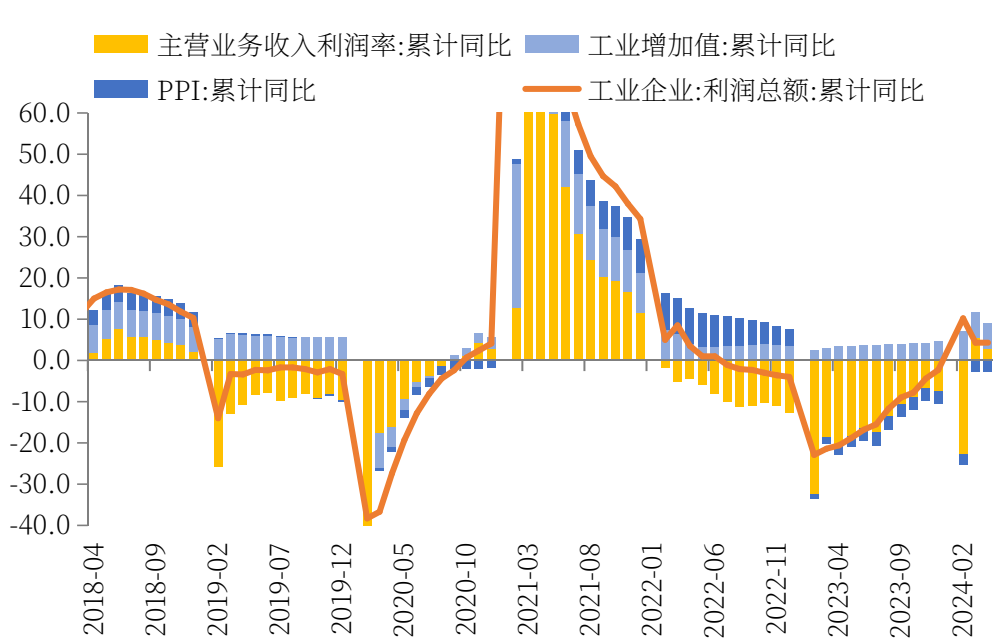
# 宏观经济“总量向好+结构分化”

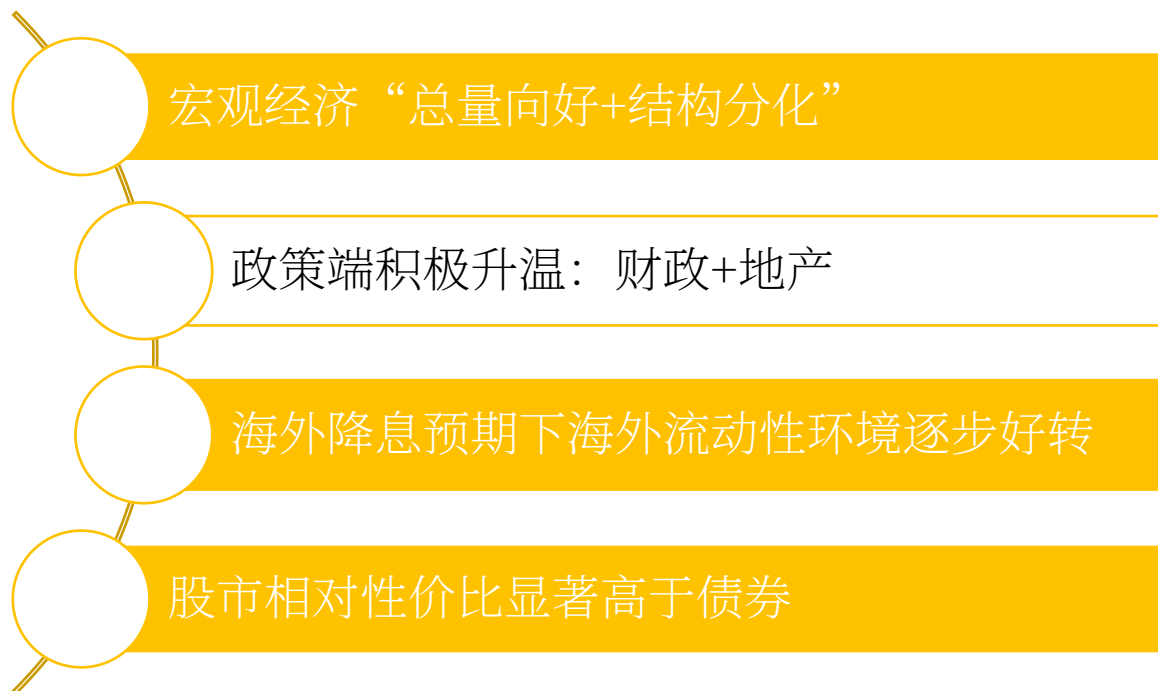
Ø 4月经济数据供给端修复、但需求端走弱，供求缺口放大，与同期PMI数据表现一致，一方面存在季节性因素、假日错位等因素的影响，另一方面也表征当前需求端仍然偏弱的现状。其中地产仍然是当前经济的主要拖累项，地产投资降幅仍在扩大，地产负循环持续。



# 价格中枢低位仍是当前经济弱点

- Ø 供需缺口对价格端的企稳回升形成压力，并形成当前经济的弱点，价格中枢的低位反映的是当前总需求不足的现状。
- Ø 而地产领域的持续走弱是需求缺口的重要贡献，一方面影响经济的名义增长，另一方面也制约财政收入的增长、以及企业盈利和居民收入的修复，形成价格 企业利润 居民收入 实际需求和微观预期的负反馈效应。

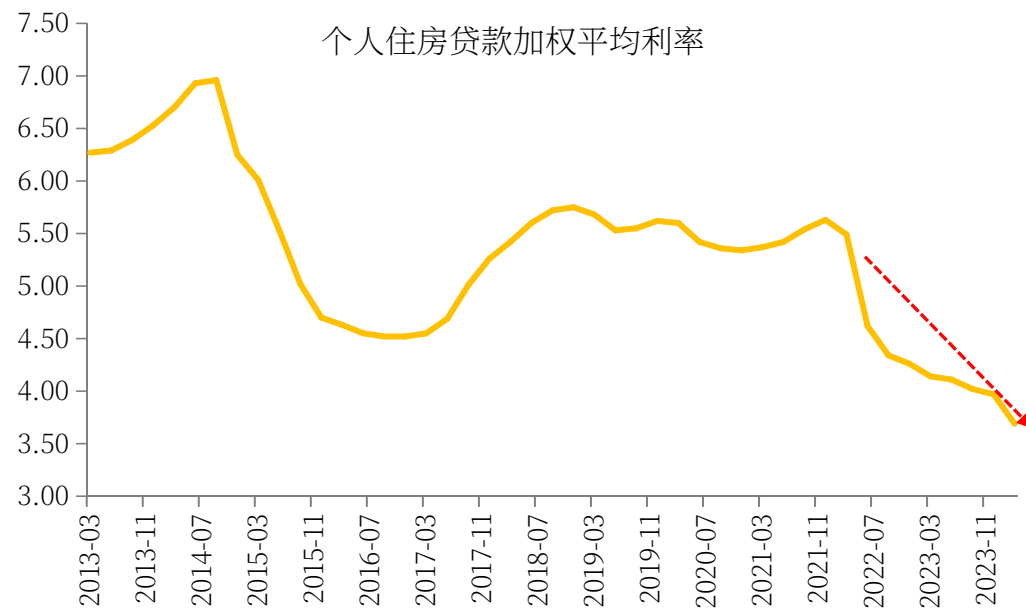




# 地产负循环持续下政策急需放松

在此背景下，政策放松存在必要性和紧迫性，近期地产政策迎来新一轮放松潮，全国切实做好保交房工作视频会议明确支持存量房收储，并且继4月末以来多个一线强二线密集取消或优化限购政策后，央行再次打出“房贷利率+首付比例+公积金贷款+再贷款”组合拳：

- 取消全国层面首套房和二套房贷利率政策下限，首套/二套房首付下限降至15%/25%，在降低购房成本的同时也有利于引导地方主流房贷利率继续下调；
- 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；
- 设立3000亿元保障型住房再贷款（1.75%、1年、可展期4次、21家全国性银行），有利于畅通商品房去库存-保障房增供给-房企资金回笼的链条，提升商业银行参与积极性。

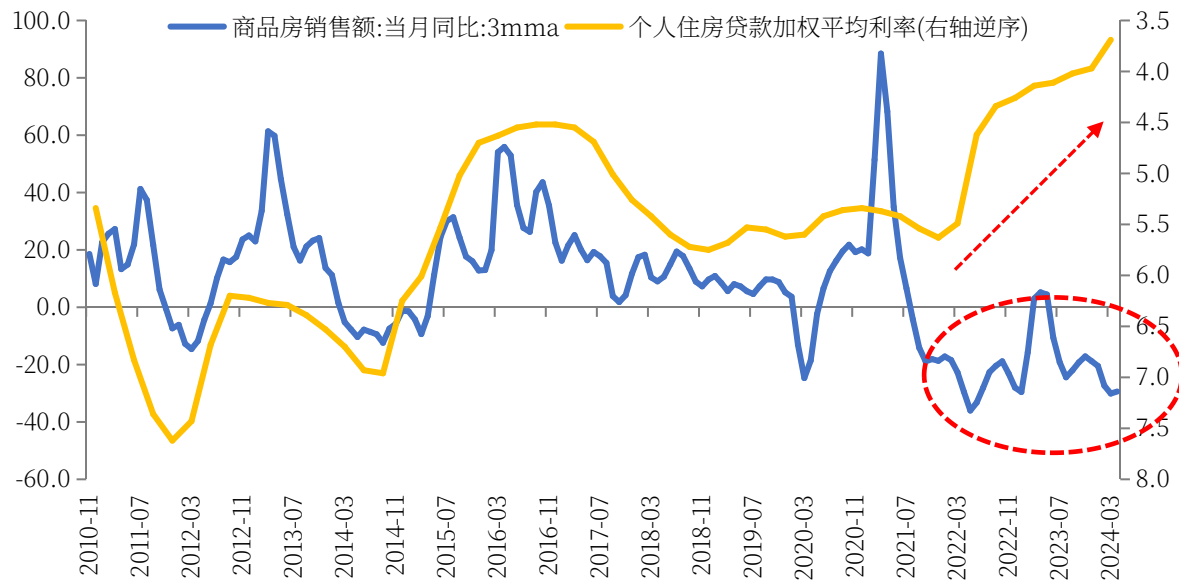




# “地产去库存”成为新的关键词

房贷利率自2022年初开启下行，但核心矛盾未解除下地产链条负循环难以被打破，居民和房企同时面临收入和现金流及房价预期走弱的双重制约，从前端拿地开工到后端销售竣工全线下滑，预期偏弱的矛盾下“政策底”向“投资底”传导时滞在不断拉长。

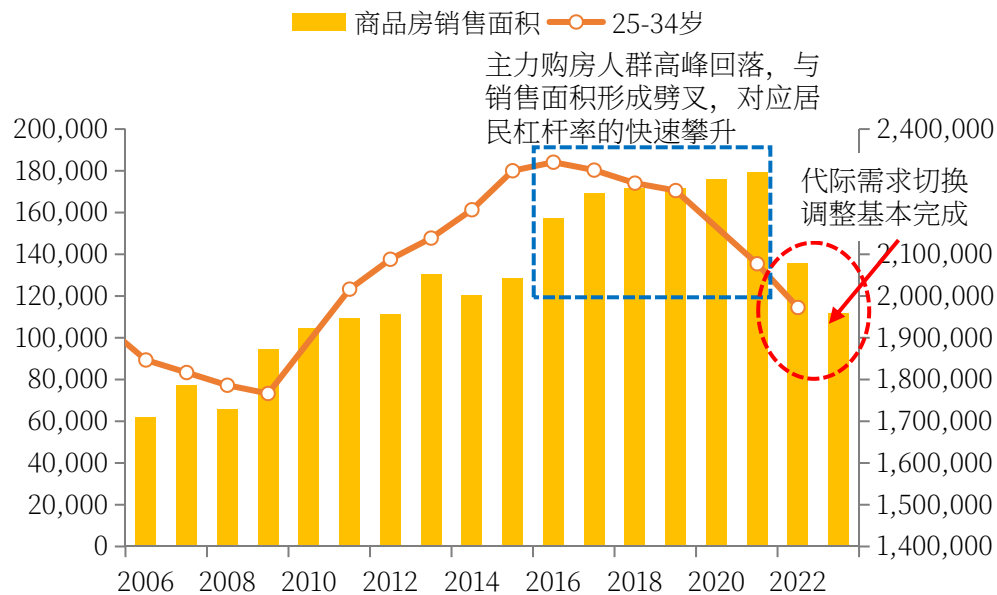
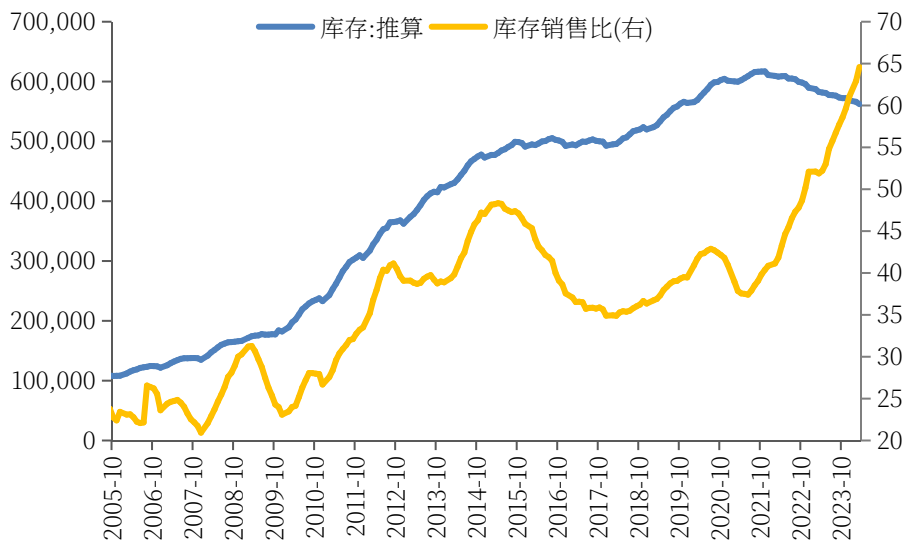
在此背景下，“地产去库存”成为新的关键词，“以旧换新+存量房收储”的模式下有望形成“商品房去库存-保障房增供给-房企资金回笼”的正向循环。目前“以旧换新”政策试点已从二三线城市扩散至一线，目前仍以中介市场化交易和购房补贴为主。



# 地产“去库存”进入观察期

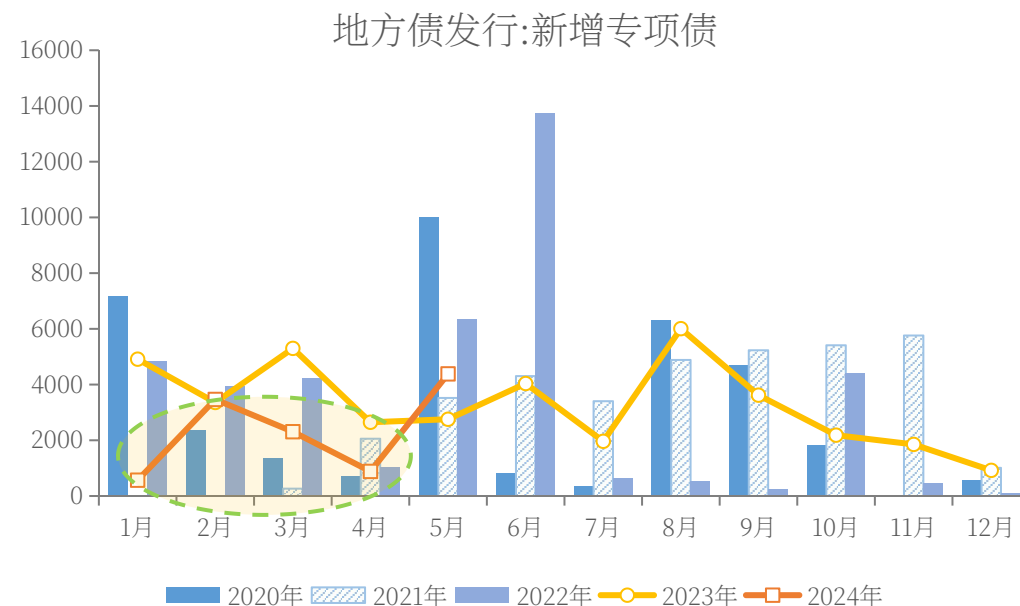
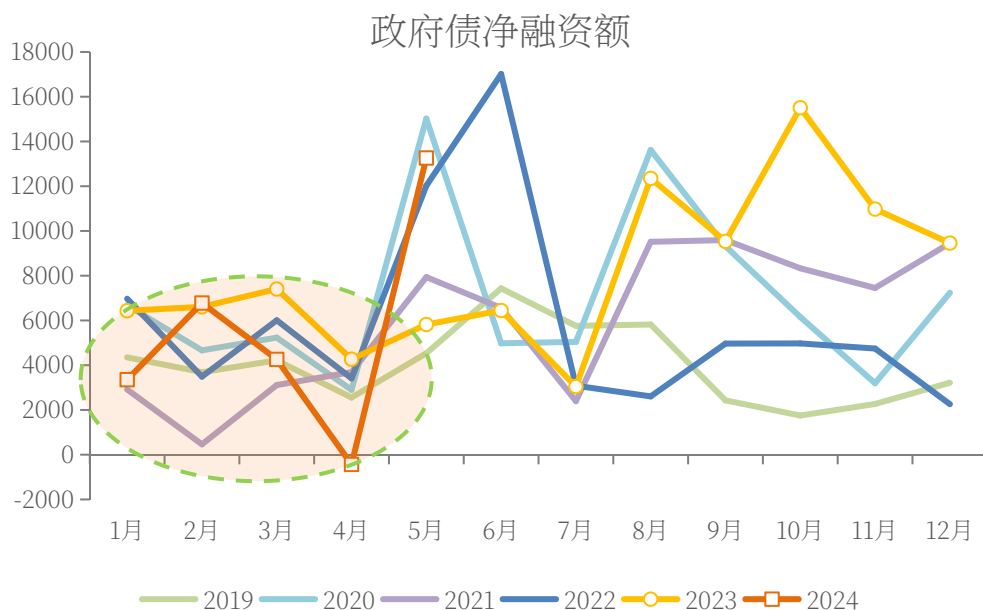
“以旧换新+存量房收储”的模式有望形成“商品房去库存-保障房增供给-房企资金回笼”的正向循环，对短期地产销售、房企现金流、房价形成拉动作用，并有利于经济内生动能以及价格端的修复。

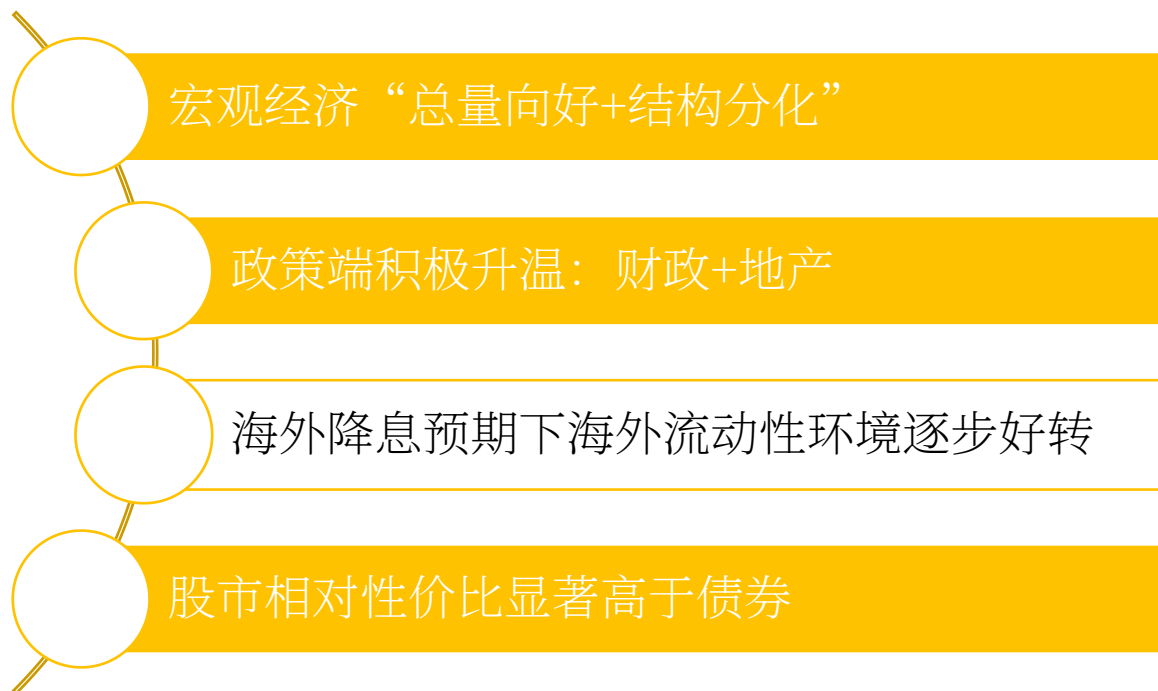
不过地产的核心还是需求，长期看人口，短期看收入预期+投资属性，一方面，房企资产负债表的重塑和房价预期的扭转仍是一个慢变量，另一方面，作为经济修复的滞后指标，居民收入预期也将制约现实的加杠杆意愿。因此地产端更多的可能是企稳、而非反弹，后续重点关注待售商品房面积、库存去化周期、房价预期等指标，而短期存量施工面积的下滑对投资增速仍形成一定的惯性下行压力。



# 财政政策落地加快：特别国债+专项债

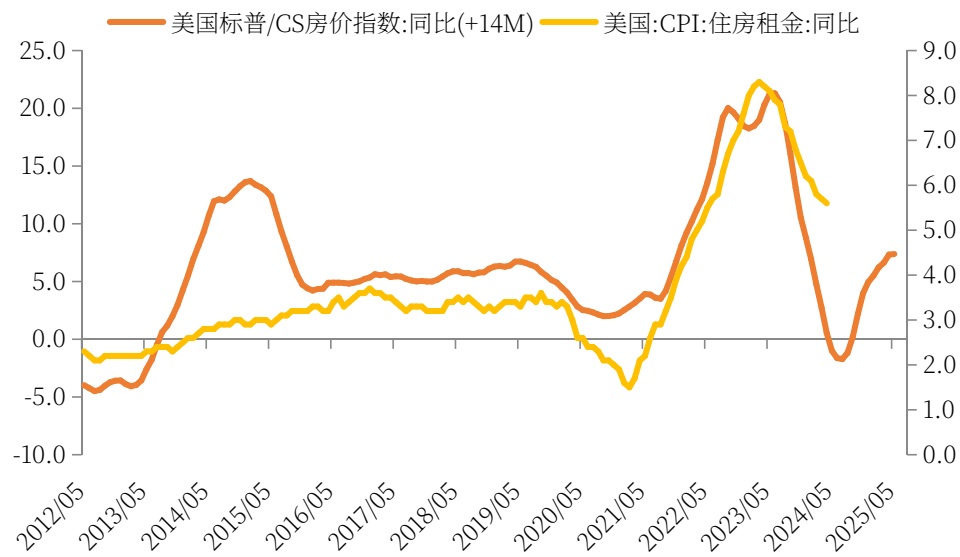
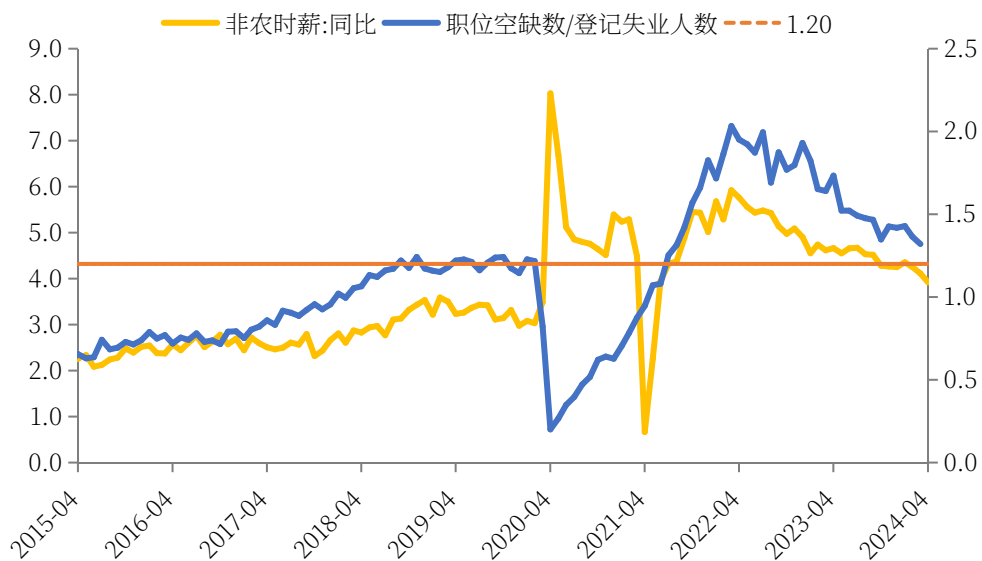
- Ø 除了房地产政策的调整，财政政策也继续积极部署，政治局会议强调“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”，此前发行进度偏慢的特别国债、专项债发行5月同步加快。
- Ø 5月17日，2024年超长期特别国债(一期)完成招标工作，标志着今年的超长期特别国债正式启动发行，而从政府工作报告来看超长期特别国债发行将是未来几年的重要财政扩张来源





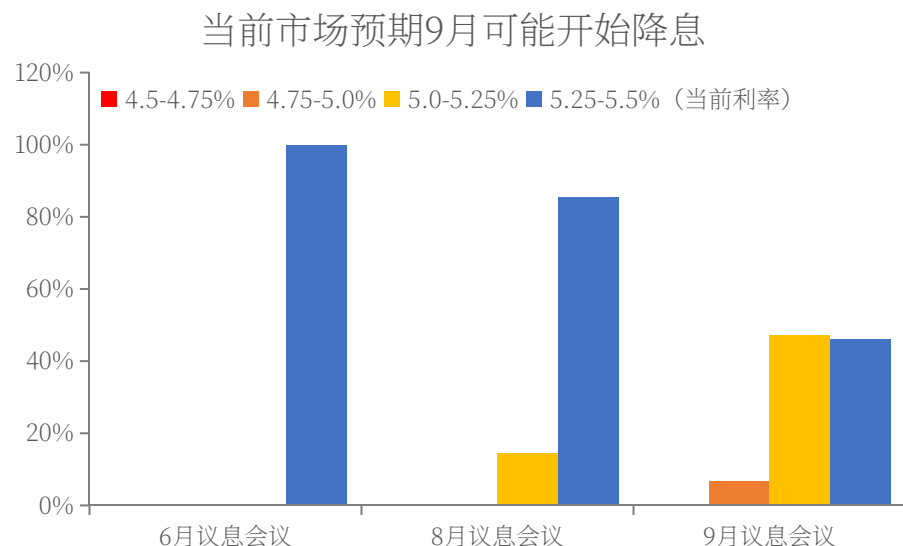
# 美国通胀缓慢下行趋势并未逆转

- ∅ 年初以来，核心通胀粘性较强、叠加通胀超预期回升带来美联储降息预期的波动，降息时点被推后。但我们认为美国通胀缓慢下行趋势并未逆转：
- ∅ 一方面，收入增速放缓叠加超额储蓄用尽，总需求下降带来就业市场的持续降温 and 薪资压力的缓解。就业供需缺口持续收窄，职位空缺和失业率比例逐步回落至接近疫情前水平。另一方面，领先指标房价指数带动租金价格持续温和回落趋势，叠加核心商品价格的持续回落，核心通胀预计仍将延续降温通道，年底核心CPI将缓慢降至3.2%的水平。



# 美联储年内降息仍是基准情形

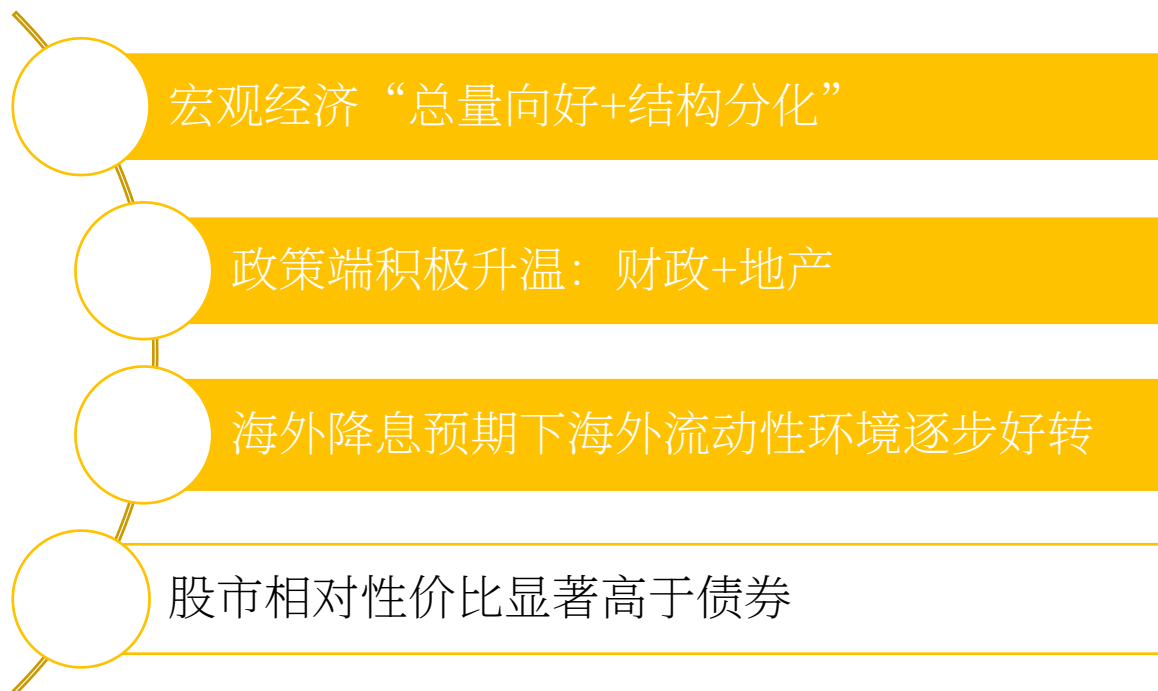
- Ø 从宏观基本面来看，美联储政策是就业和通胀双目标制，5月议息会议指出若就业市场超预期走弱则美联储将降息。因此，在当前“通胀延续缓慢下行+就业韧性逐步松动”的背景下，美联储的货币政策仍趋向于降息而不是加息。
- Ø 不过当前基本面韧性+通胀下行缓慢的背景下，美联储降息时点仍存在不确定性，中性情景下，美联储三季度仍存在较大的开启降息概率，年内降息1-2次可能是市场预期的波动区间。



# 海外降息预期下海外流动性环境逐步好转

Ø 随着美国通胀重回下行，美联储降息预期渐行渐近，美债利率中枢趋于下行，全球风险偏好也有望上升，海外流动性环境好转有利于权益资产估值修复。

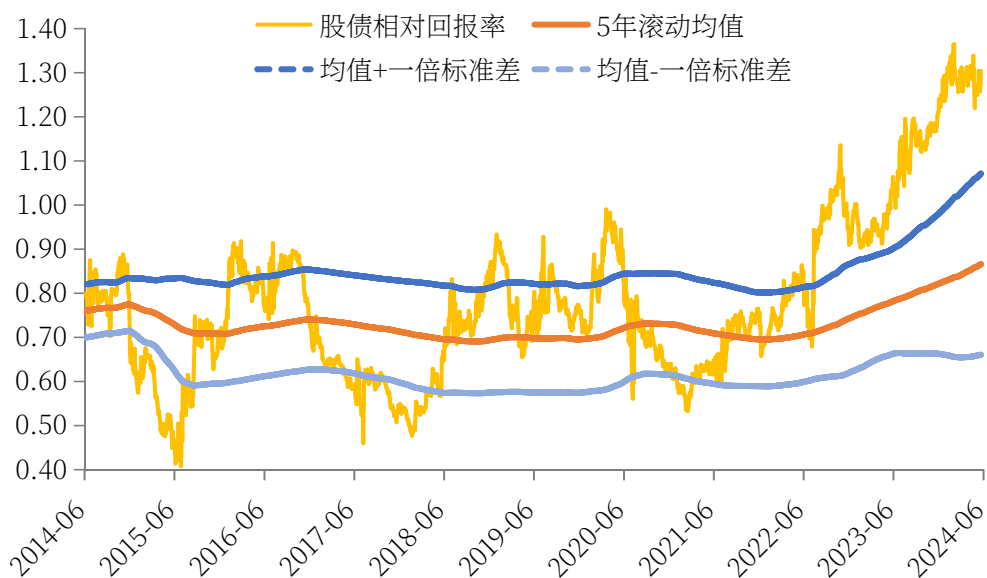






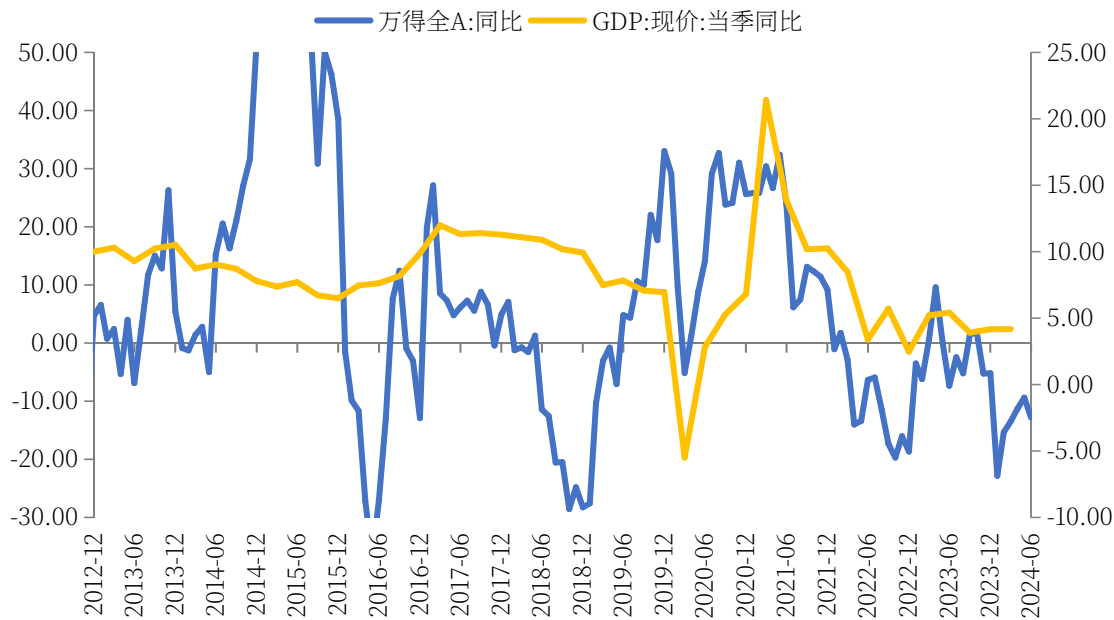
# 股市相对性价比显著高于债券

Ø 从股债相对价值来看，随着资产荒行情带动收益率快速下行，10年期国债收益率已跌破2.3%的历史低位，而沪深300股息率超出国债收益率，股债相对回报率处于历史高位。随着国内经济基本面的修复，股债相对回报率有望逐步回归，权益资产具有较高性价比。



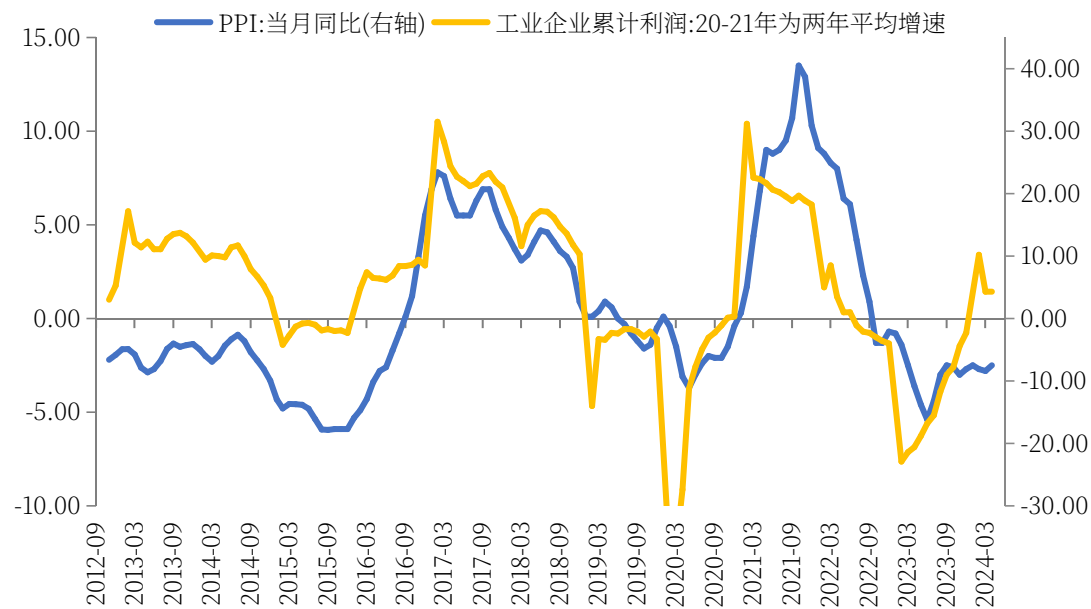
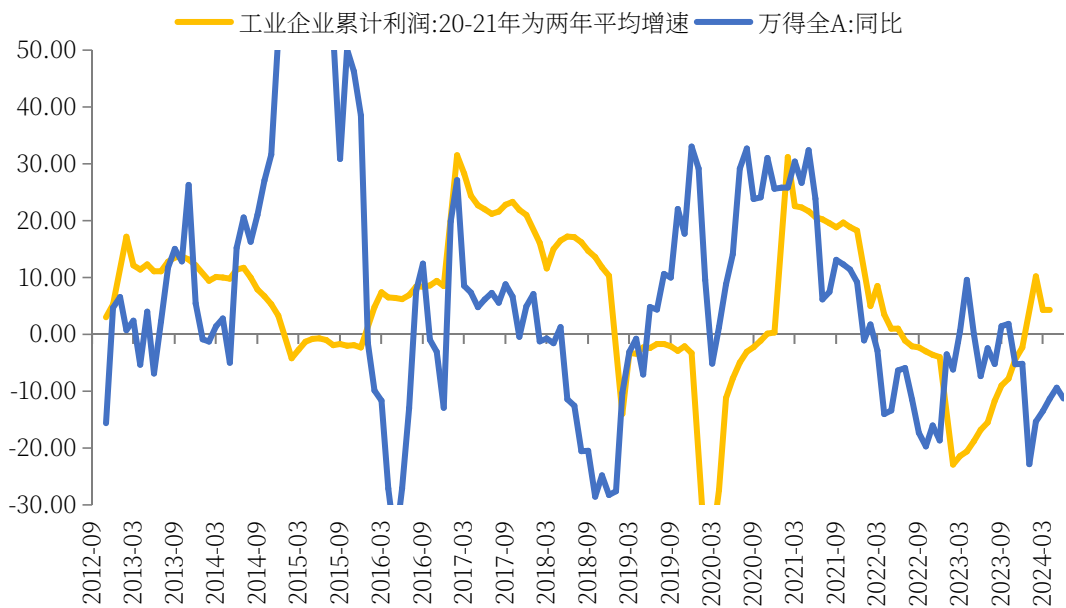
# 名义增长是资产价格的重要线索

Ø 名义GDP增速是资产价格的重要线索，前期名义增速修复弱于实际增速下，制约股指进一步上行动能。我们认为当前宏观面呈现“经济总量企稳+价格温和回升+关键领域政策调整”的结构，有助于金融市场风险偏好的修复。



# 股指底部抬升，弹性仍待打开

- Ø 政策发力下经济修复预期改善，“特别国债+地产政策”有助于金融市场风险偏好的修复，在“经济总量企稳+价格温和回升+关键领域政策调整”下，股指底部抬升趋势确认。
- Ø 不过经济新旧动能切换阶段，企业盈利修复仍然偏慢，普遍性的业绩驱动仍需要时间，股指上行空间和弹性仍存在不确定性。关注短期财政及地产政策变动对经济的提振作用，能否带来突破力量。



谢谢大家!

金信期货研究院



# 重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、刁志国（投资咨询编号：Z0019292）、王敬征（投资咨询编号：Z0019935）、张召举（投资咨询编号：Z0019989）。