



## 阶段性改善和波折复苏

日期：2024 年 4 月 29 日

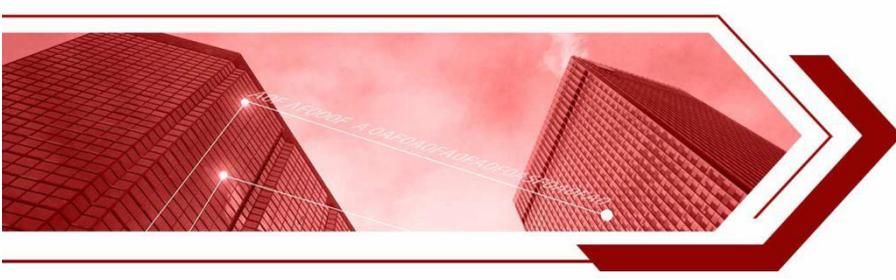
出具机构：股掌柜证券投资咨询有限公司

### 摘要：

1、大势研判和核心逻辑：经济有望延续改善，政策驱动领域是亮点。第一，今年政策组合是“积极财政政策+稳健货币政策+促消费政策+地产政策优化+结构性改革”。对应到基建，专项债、特别国债等财政资金到位将加快二季度基建实物总量形成；制造业投资方面，设备更新、高技术投资政策的积极影响继续体现；消费方面，以旧换新等促消费政策依然是支撑消费修复的重要因素。货币政策支持上，在央行继续推动重点领域金融服务，降低融资成本的目标下，二季度仍可期待存款利率调降对融资成本下行的推动。第二，美国库存周期低位，出口改善的持续性可以期待。从前瞻指标看，一季度美国消费信心、投资信心、经济活动等指数低位回升。

2、行业配置核心思路：展望2024年第二季度，中国将处于经济缓慢复苏阶段，经济上行、通胀中低位运行，适宜增配权益资产，建议把握结构性机会。4月份市场的反应在业绩期内更显基本面，代表外需景气的资源链（能源/有色），以及出口链（家电/航运/挖掘机）的涨跌幅表现在前，可见制造业出海仍是重要景气线索。另外，稳健配置的红利策略板块表现也相对不俗。

因此，展望5月份，“1+N”政策方向逐渐明晰，资本市场有望进一步加码提升上市公司质量及分红。当前权益市场进一步回归景气价值导向，结构上建议关注行业景气边际改善的方向，一是受益于全球制造业景气度改善的上游资源板块（涵盖有色金属）、中游制造出口板块；二是红利策略扩散及业绩稳健经营白马，三是代表新质生产力相关的TMT/先进制造等板块仍有交易机会



## 目 录

1. 基本面：中美经济数据比较 .....	3
1.1 一季度国内经济特征：复苏与分化 .....	3
1.2 美国通胀粘性持续打压降息预期 .....	5
1.3 流动性：实体信贷投放稳健，货币政策仍有宽松空间 .....	7
2. 把握业绩期的全年景气指引 .....	8
2.1 上游资源板块（涵盖有色金属）、中游制造出口板块 .....	9
2.2 红利策略扩散及业绩稳健经营白马 .....	11
2.3 代表新质生产力相关的 TMT/先进制造 .....	12



# 1. 基本面：中美经济数据比较

## 1.1 一季度国内经济特征：复苏与分化

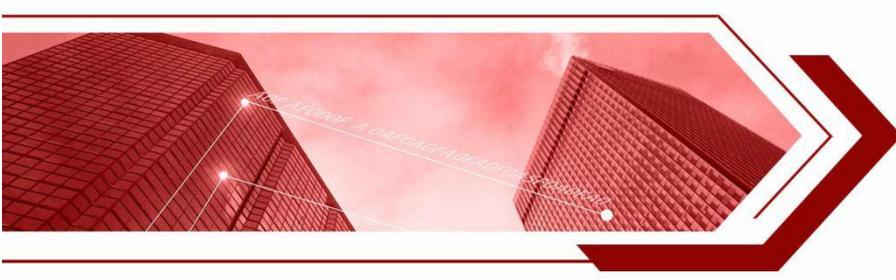
继2023年四季度经济回摆后，2024年一季度国内经济总体复苏，但名义增速偏弱。2024年一季度不变价GDP同比增速为5.3%，两年平均增速为4.9%（2023年四季度两年平均增速为4.0%）。一季度GDP环比为1.6%，低于2016-2019年同期均值0.1个百分点，但明显好于2020-2023年同期的均值-1.7%。产业角度看，一季度GDP增速回升的主要驱动是工业、服务业，第二产业、第三产业对GDP拉动分别为2.2%、3.0%，分别较去年四季度增加0.12个百分点、0.26个百分点。一季度名义GDP同比增速为4.0%，受居民信心不足、终端需求复苏力度偏弱、生产较需求偏快、部分行业产能过剩等影响，GDP平减指数当季同比为-1.3%（前值为-1.4%）。

图 1 实际 GDP 当季同比 (%) 与名义 GDP 当季同比 (%)



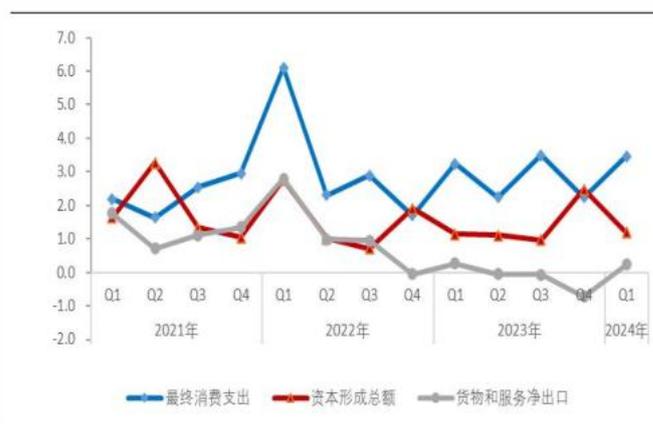
数据来源：wind, 股掌柜证券咨询

政策、出口驱动下需求端的复苏与分化。从支出法看，2024 年一季度经济主要拉动项是消费和出口，最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净



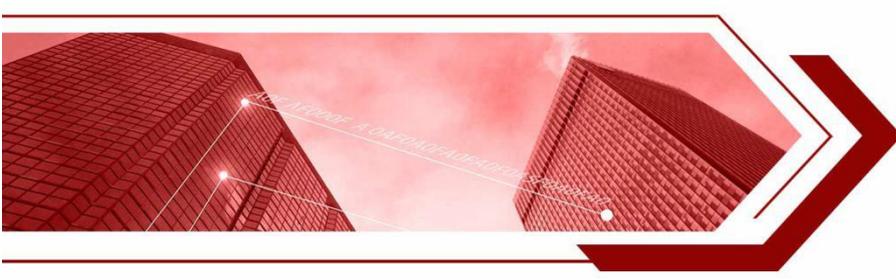
出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 3.9%、0.6%、0.8%，2023 年四季度分别为 4.2%、1.2%、-0.2%。今年一季度经济复苏可以归结为四条线索。一是，今年是疫情正常化后的第二年，春节效应下出行类、服务类消费进一步释放。二是，去年四季度增发国债大多在今年一季度落地见效，基建投资维持韧性；三是，海外补库存周期对应国内出口以及相关制造业生产和投资的改善。四是政策推动经济结构加快转型，发展新质生产力、设备更新等政策带动相关制造业投资加快。另一方面，在内生动能偏弱、经济结构转型加速的情况下，今年一季度经济分化比较明显，主要体现在，地产继续调整，其上游行业如黑色、水泥，以及下游行业建筑装潢等量价表现偏弱；消费品内部表现分化，耐用类、日常类表现不及社交类、出行类、服务类，耐用品类社零增速受政策影响而波动；外需强于内需，一季度新出口订单 PMI 环比改善 2.0 个百分点，带动国内出口链条上的相关行业改善。

图 2 三大支出对 GDP 当季同比的拉动（两年平均增速，%）



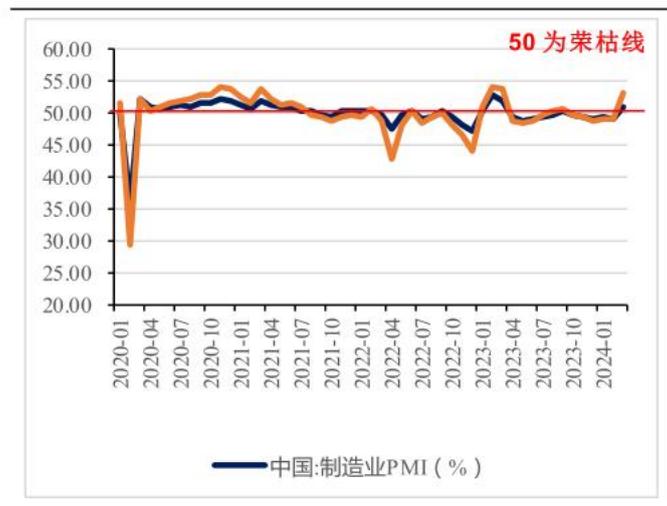
来源：wind, 股掌柜证券咨询

预计第二季度经济维持弱复苏。3 月份制造业 PMI 为 50.8%，比上月上升 1.7pct，时隔 5 个月重返扩张区间，但季节性恢复是其回升的主导因素，4



月 PMI 走势仍需观察，预计经济复苏基础可能尚不牢固。2024 年第一季度中国 GDP 同比+5.3%，高于市场预期的 4.92%，其中消费、出口、投资分别拉动 3.91pct、0.77pct、0.63pct。历史上，万得一致预测 GDP 单季增速对实际 GDP 单季增速的解释度较高。最新万得一致预测的 2024 年 Q2、2024 年 Q3 单季 GDP 增速分别为 5.28%、4.90%，经济延续弱复苏态势。2024 年《政府工作报告》坚持稳中求进工作总基调，将今年 GDP 目标设定增长 5%左右，据此预计 2024 年经济仍以向潜在增速水平修复为主，第二季度政策强刺激的概率不大。

图 3 制造业 PMI 及 PMI 势新订单指数走势 (%)



来源：wind, 股掌柜证券咨询

## 1.2 美国通胀粘性持续打压降息预期

- 2024 年一季度美国 GDP 不及预期，环比折年率录得 1.6%（市场预期 2.5%）。叠加核心 PCE 通胀年率升至 3.7%，市场出现“滞胀”担忧。然而，通胀反弹主要来自于服务通胀，与服务消费继续走强相一致。美国经济增速超预期回落主要来自于贸易逆差和政府购买，代表内生动能的居民消费和私

人投资仍然强劲，指向“滞胀”只是数据表象而非经济实质。

- 通胀数据再超预期，降息预期延后至9月。3月美国CPI同比增速录得3.5%，预期值3.4%，前值3.2%，创2023年9月以来最高水平；核心CPI同比增速为3.8%，高于预期值3.7%，持平于前值3.8%。分项来看，超级核心通胀环比回升0.2pct至0.7%为主要支撑；住房价格环比增速小幅回落0.01pct至0.42%但仍具韧性；能源价格环比继续上涨1.13%。3月通胀数据再超预期之下，市场对首次降息时点已推迟至9月，截至4月19日，10Y美债收益率收至4.6%。

图4 美国部分经济数据



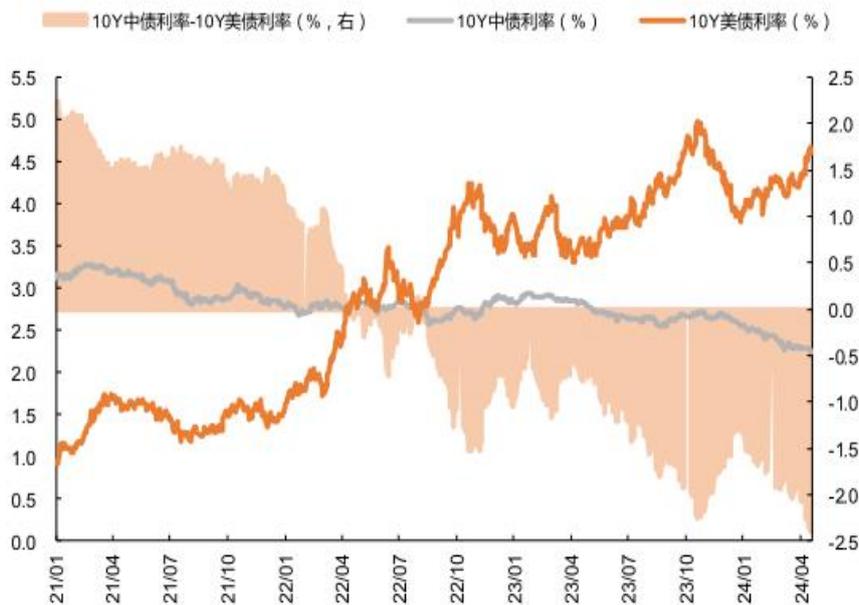
来源：wind, 股掌柜证券咨询

- 美联储向鹰，降息预期延至9月。3月美国通胀与就业数据超预期持续打压美联储降息可能性，多位美联储官员放鹰，降息预期延后至9月，带动长端美债收益率持续反弹。截至4月19日，10Y美债收益率收至4.62%，较月初提升近30BP，本月内最高升至4.67%，创今年以来最高水平；美元指数

同步提高至 106.1，较月初提高 1.1%；美元兑人民币汇率在 7.2 附近震荡，COMEX 黄金本月上涨 7.5%。

- 欧央行转鸽，暗示 6 月或降息。4 月欧央行会议声明措辞转鸽，指出劳动力市场紧张程度逐步缓解，通胀将在明年年中降至目标水平，并暗示降息周期或将开启。在欧元区基本面持续恶化的担忧之下，欧央行或将在 6 月率先开启降息。

图 5 本月 10Y 美债收益率一路升至 4.6%



来源：wind, 股掌柜证券咨询

### 1.3 流动性：实体信贷投放稳健，货币政策仍有宽松空间

- 3 月社融存量增速小幅回落，实体信贷投放稳健。3 月新增社融 4.87 万亿元，存量同比增长 8.7%，增速较上月小幅回落 0.3 个百分点。3 月新增人民币贷款 3.09 万亿元，其中居民短贷、居民中长贷分别新增 4908 亿元、4516 亿元，环比均有所增长；企业短贷、企业中长贷分别新增 9800 亿元、16000 亿元，票据融资减少 2500 亿元。

- 货币政策仍有宽松空间。3月29日，央行一季度货币政策例会表示“更加注重做好逆周期调节”。4月18日，国新办新闻发布会上央行副行长表示“未来货币政策还有空间，将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具”。

图 6 中国 M2 同比 (%)



来源：wind, 股掌柜证券咨询

## 2. 把握业绩期的全年景气指引

- 目前市场主要指数估值仍处于偏低位置，截至4月19日，上证指数 PE 估值为 13.3x，位于历史 44.2%分位；创业板指 PE 估值为 26.2x，处于历史 11.2%低分位水平。

- 分行业看，TMT 板块 PE 估值延续分化，计算机、电子、传媒 PE 在历史 42%-65%分位区间，通信 PE 估值位于历史 14.7%分位，电力设备及新能源在历史 2.8%低分位水平；机械、国防军工 PE 估值延续低位，处于历史 3%-9%分位区间

图 7 主要指数估值

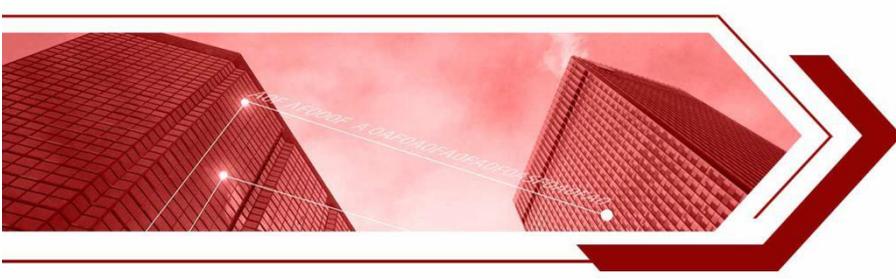


来源：wind, 股掌柜证券咨询

展望 5 月份，“1+N”政策方向逐渐明晰，资本市场有望进一步加码提升上市公司质量及分红。当前权益市场进一步回归景气价值导向，结构上建议关注行业景气边际改善的方向，一是受益于全球制造业景气度改善的上游资源板块（涵盖有色金属）、中游制造出口板块；二是红利策略扩散及业绩稳健经营白马，三是代表新质生产力相关的 TMT/先进制造等板块仍有交易机会。

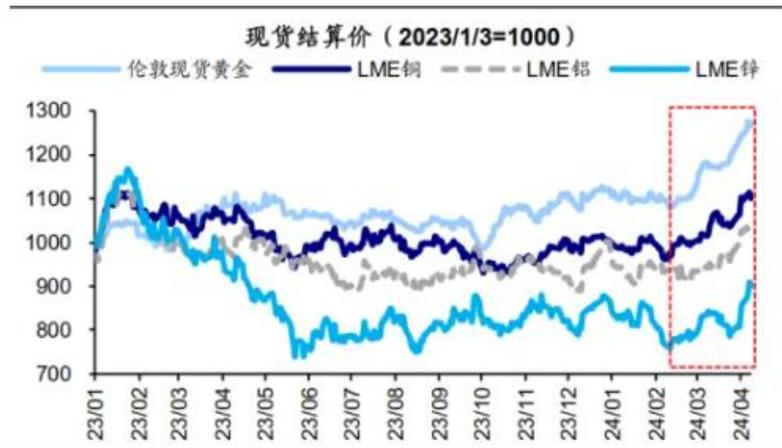
## 2.1 上游资源板块（涵盖有色金属）、中游制造出口板块

近期 A 股资源板块走强主要由黄金、铜、原油等资源品涨价驱动。近期 A 股资源品板块表现强势，而驱动本轮资源股行情的直接因素是国际定价的大宗商品价格持续上涨，其中涨幅较明显的是有色金属和原油等。伦敦现货黄金从 2/14 低点的 1985 美元/盎司最高升至 4/11 的 2346 美元/盎司、涨幅为 18.2%，此外 2/12-4/11 期间 LME 锌、铜的现货结算价累计涨幅高达 18.2%、14.3%。原油方面，油价自去年末开始从底部回升，并在今年 3 月中旬起进一步上涨，布伦特原油期货结算价从 3 月中旬阶段低点的 82 美元/桶上涨至



当前的 90 美元/桶附近，同期 WTI 原油期货结算价也从 78 美元/桶升至 85 美元/桶。

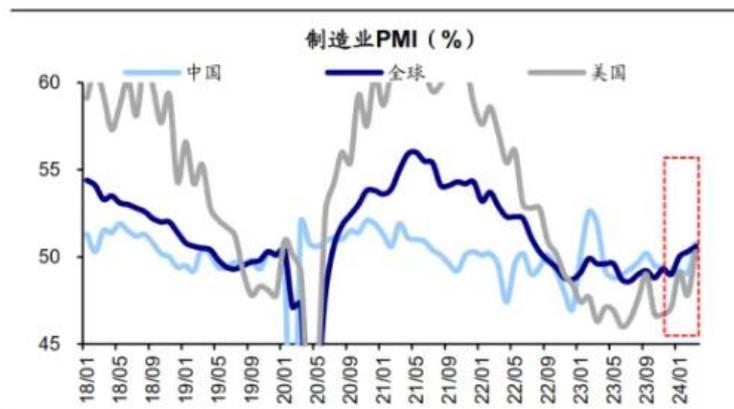
图 82 月下旬以来国际有色金属价格出现上涨



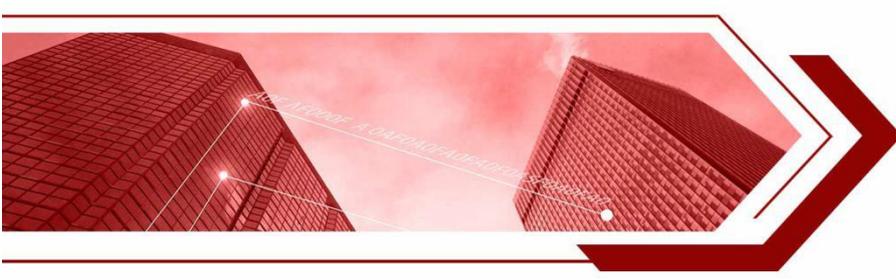
来源：wind, 股掌柜证券咨询

全球制造业复苏激发需求改善预期。从近期宏观背景来看，今年以来中美两国制造业均呈现复苏态势，其中中国制造业 PMI 从 23/12 的 49.0% 上升至 24/03 的 50.8%、同期美国制造业 PMI 从 47.1% 上升至 50.3%。中美两国引领下全球制造周期在 24 年一季度整体呈现上行趋势，全球制造业 PMI 从 23/12 的 49.0% 上升至 24/03 的 50.6%，因此市场对于全球经济复苏的预期有所增强。

图 9 2024 年以来全球制造业 PMI 回升



来源：wind, 股掌柜证券咨询

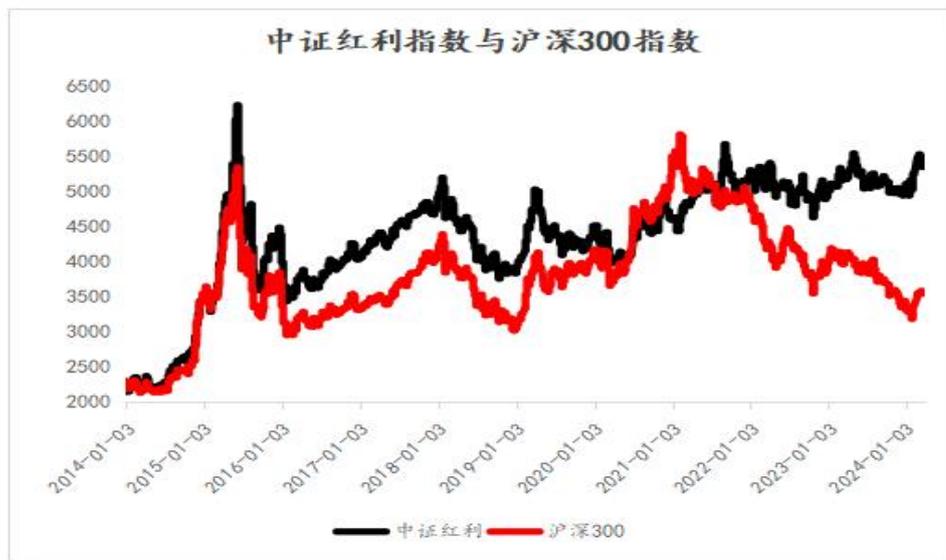


## 2.2 红利策略扩散及业绩稳健经营白马

市场上通常把以高股息著称的红利指数看作是典型的价值风格指数。而对于处在高速增长期的公司而言，他们更倾向于把利润重新投入到业务扩张和创新研发中，从而在未来创造更高的利润，因此这些公司当期回馈给股东的分红通常较少。很多投资者更看中的，正是他们的成长性。

通过对比中证红利指数与沪深 300 指数近十年走势发现，中证红利指数在大部分时间中均强于沪深 300 指数。2022 年以后，沪深 300 指数连续两年半深幅调整，而中证红利指数只是高位震荡，抗跌性非常明显。部分资金将其作为避风港。此外，近年来监管部门对于不良公司的退市力度持续加大，一定程度上暴露了中小微盘股的潜在风险，而高股息个股因为业务稳定，经营能力已经经过持续分红的验证，而且很多公司都是大型央国企，高确定性吸引资金进场配置。

图 10 中证红利指数与沪深 300 指数走势对比图



来源：中信证券, 股掌柜证券咨询



## 2.3 代表新质生产力相关的 TMT/先进制造

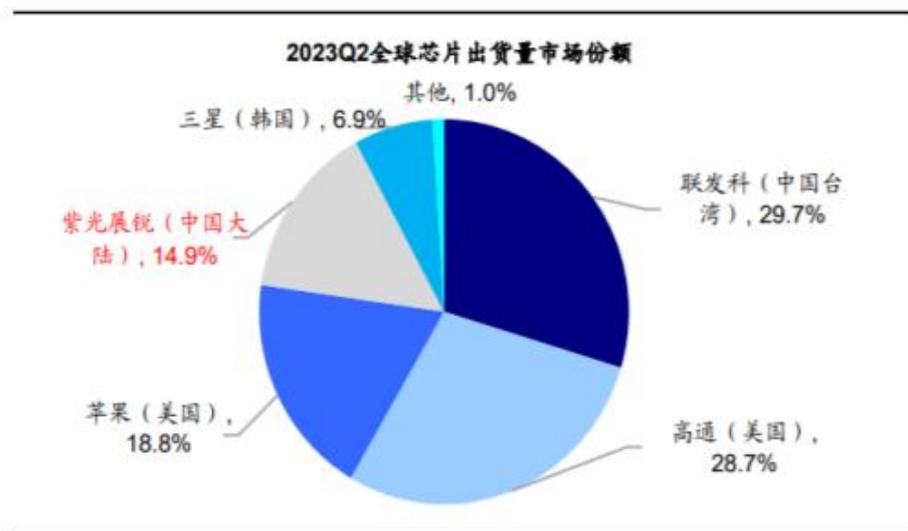
2023 年 9 月习近平总书记在黑龙江考察时首次提出“新质生产力”的概念，随后在 23 年中央经济工作会议、24 年两会政府工作报告中提及且纳为 24 年首要任务。

**加速硬科技发展是发展新质生产力的关键。**硬科技是一种基于科学发现和技术发明之上，具有较高技术门槛和明确应用场景，难以被复制和模仿，对经济社会发展具有重大支撑作用的关键核心技术，代表性领域共包含光电芯片、人工智能、航空航天、生物技术、信息技术、新材料、新能源、智能制造等八大新兴科技领域。

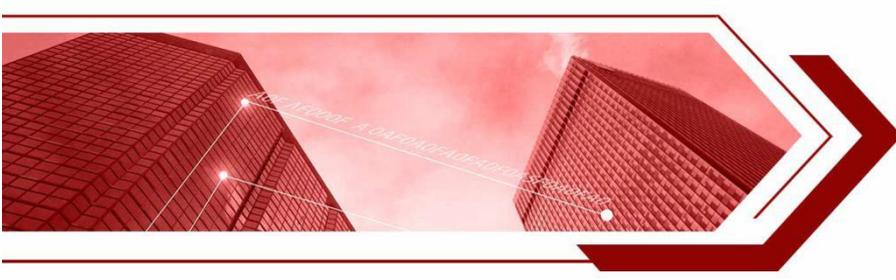
**加速硬科技发展已迫在眉睫。**从外部环境来看，一方面，部分发达国家加大对于中国的技术封锁。近期以美国为首的欧美西方国家针对中国的高端科技实施高压封锁手段，2023 年 1 月，荷兰和日本加入美国对华进行半导体设备出口管制，同时当年 10 月美国商务部以涉俄为由，宣布将部分中国实体列入出口管制“实体清单”，并发布对华半导体出口管制最终规则，海外的封锁打压或对我国硬科技领域产生一定负面影响，2023Q2 中国大陆智能手机芯片出货量占全球市场份额仅占 15%。另一方面，当前新一轮全球科技进步周期正在启动。近年来全球各经济体对科技研发的重视程度日趋提高，中国研发支出强度与发达国家相比虽仍处较低水平，但也在稳步推进，美国研发支出占其国内 GDP 的比重自 2015 年 2.8%逐步上升至 2021 年的 3.5%(下同)、日本 (3.2%, 3.3%)、德国 (2.9%, 3.1%)、英国 (2.3%, 2.9%)、中国 (2.1%, 2.4%)。

从内部环境来看，传统要素驱动经济增长模式已不可持续。我国老龄化正在逐步加剧，据联合国人口署测算，我国 60 岁以上人口占比在 2000 年首次达到 10%，符合国际通行划分标准下的老龄化社会特征，同时在 2030 年，我国 60 岁以上人口占比预计将超 25%，人口红利的加速消退或将致使劳动密集型生产模式难以维系。此外，中国已在硬科技制造领域积累了一定优势，中国在高端制造业领域处于全球较高水平，并且处在上升阶段，中国机械设备制造综合显示比较优势指数自 2000 年的 0.58 持续上升至 2021 年的 1.8，未来伴随中国在硬科技制造领域继续有所突破，或将有望开启产业结构升级，打造经济增长新动力。

图 11 大陆芯片出货量



来源：wind, 股掌柜证券咨询



## 【免责声明】

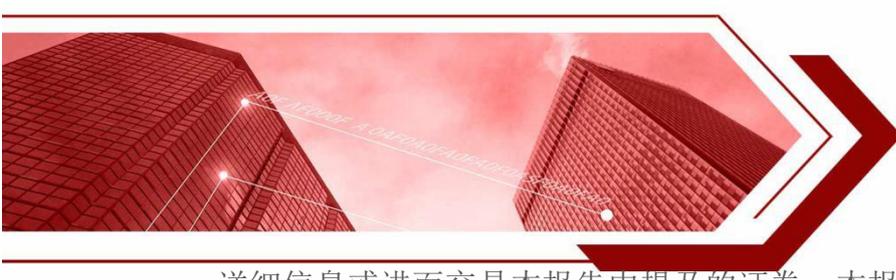
本报告仅供股掌柜证券投资咨询有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告或推荐交易。

本报告的信息来源于已公开的市场交易资料，本公司对该等信息的准确性、完整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、价值及投资收入可升可跌。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。同时，本公司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。

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。在任何情况下，本公司、本公司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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“股掌柜证券咨询”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更



详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，股掌柜证券咨询力求报告内容和引用资料及数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与股掌柜证券投资咨询有限公司无关。

本报告版权归股掌柜证券咨询所有，为非公开资料，仅供股掌柜证券投资咨询有限公司客户使用。未经股掌柜证券咨询书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。股掌柜证券咨询保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。