



乘势而上，再上台阶

日期：2024年6月3日

出具机构：股掌柜证券咨询有限公司

摘要：

1、大势研判和核心逻辑：展望6月，随着业绩披露落地，政治局会议定调“乘势而上”，专项债和特别国债项目有望加速落地，去年低基数背景下盈利结构性改善的趋势仍在，企业盈利质量进一步改善。流动性层面，三中全会7月召开国内资金风险偏好有望改善，外资有望加速流入。本次年报和一季报确认A股资本开支增速下行、自由现金流FCF改善、分红比例持续提升的趋势，A股给投资者带来的真实内在回报提升。高ROE高FCF（自由现金流）龙头策略有望成为新的投资范式，除此之外，科技板块在业绩披露期结束后有望重新回归，市场将会呈现中证A50/300质量的FCF龙头和科创50双轮驱动再上台阶的局面。

2、行业配置核心思路：风格层面，5-6月是传统业绩真空期，在业绩披露期结束后，渗透率低空间大的赛道和产业趋势有望重回关注，科技科创有望重新活跃。随着年报和一季报业绩预告的披露，绩优板块、各行业龙头的业绩企稳有望逐渐被确定，资本开支下行带来自由现金流改善将会得到进一步确认，上市公司整体提高分红比例，使得A股绩优龙头公司给投资者带来真实回报的预期提升，以中证A50/300质量/国证绩效为代表的高ROE高FCF龙头风格有望迎来三轮估值修复，基于自由现金流FCF改善的选股思路更加明确。

配置上，关注政策预期改善和基本面具备比较优势的领域：1) 地产链近期事件性因素较多带来阶段性表现，相关产业链预期普遍较低有望阶段获得修复，但持续性需关注政策落地力度及节奏。2) 在外需相对偏强的环境下，出口链行业和全球定价的资源品行业仍然具备比较优势；3) 红利策略在风险偏好改善阶段可能表现平淡，但中期仍具备配置价值，重点关注分子端具备提升分红潜力的自下而上的机会。



目 录

1. 基本面：中美经济数据比较	3
1.1 4月国内经济特征：经济数据整体平稳，结构上有所分化	3
1.2 美国通胀边际放缓，但不足以改善全年预期	7
1.3 流动性：增速为负，财政发力必要性进一步提升	9
2. A股新时代：新国九条后市场思路的变化	10
2.1 地产链相关的化工品	11
2.2 出口链行业和全球定价的资源品行业	13
2.3 自由现金流改善、分红能力较强领域	14



1. 基本面：中美经济数据比较

1.14 月国内经济特征：经济数据整体平稳，结构上有所分化

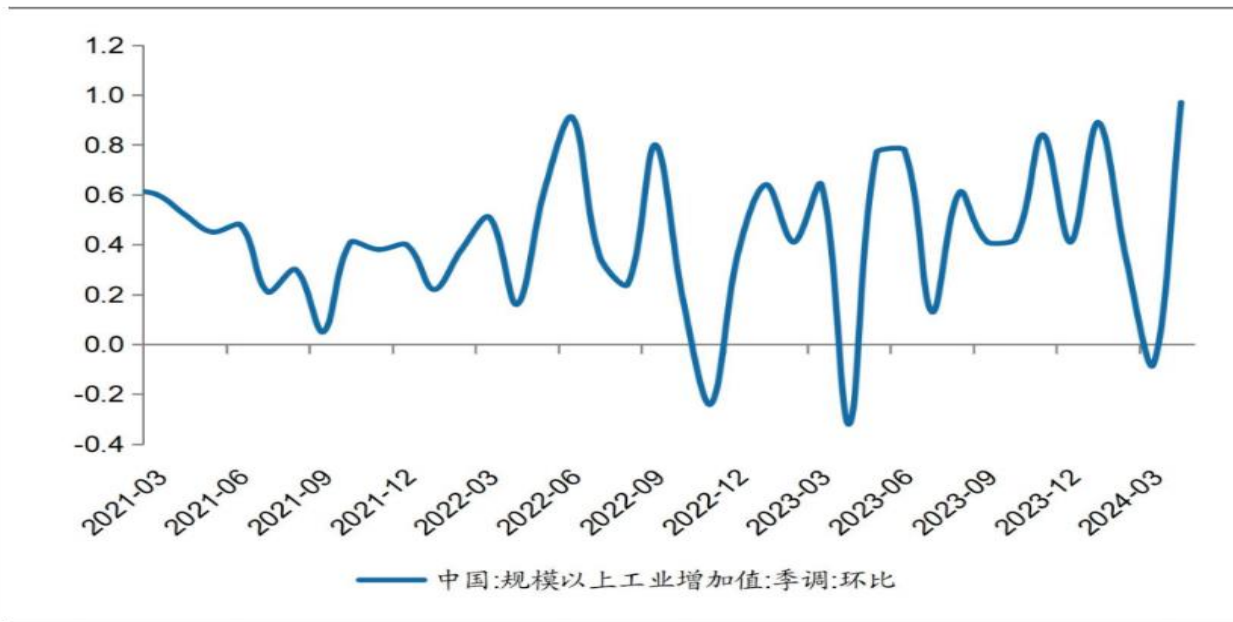
六大口径数据中，工业、出口增速较显著高于前值；固定资产投资、房地产销售、社零、服务业生产指数则不同程度低于前值。猜测工业偏高、社零和服务业偏低可能一定程度上受假期分布影响，今年4月工作日22天，去年同期工作日20天。从发电量增速来看（用电的下游同时包括生产活动和消费活动），4月略高于3月。综合来看，我们理解生产法视角下的总量经济可能环比大致稳定，这与同期PMI、BCI数据的表现亦吻合；支出法视角下存在固定资产投资偏弱、地产销售偏低等结构性短板。

4月工业增加值同比6.7%，显著高于前值的4.5%；出口同比1.5%，显著高于前值的-7.5%；社零同比2.3%，低于前值的3.1%；服务业生产指数同比3.5%，低于前值的5.0%。房地产销售面积同比-22.9%，低于前值的-18.3%。

4月工业增加值季调环比为0.97%，为2020年9月以来新高。除了前述的工作日因素之外，叠加的线索之一是出口改善。4月出口交货值同比增长7.3%，大幅好于3月的1.4%和一季度的0.8%；线索之二是高技术产业生产较强，高技术产业增加值同比增长达11.3%，大幅高于一季度。从4月单月的工业品产量同比来看，可以看到新能源汽车、集成电路均在30%以上，太阳能发电、工业机器人在20%以上，光伏电池、金属切削机床在10%以上；微型电子计算机同比在9.9%，智能手机产量同比7.0%。传统产品中，有色金属增速偏高些，应包含新产业需求的影响；原煤、钢材、水泥等仍负增长。



图 1 规模以上工业增加值季调环比 (%)



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。

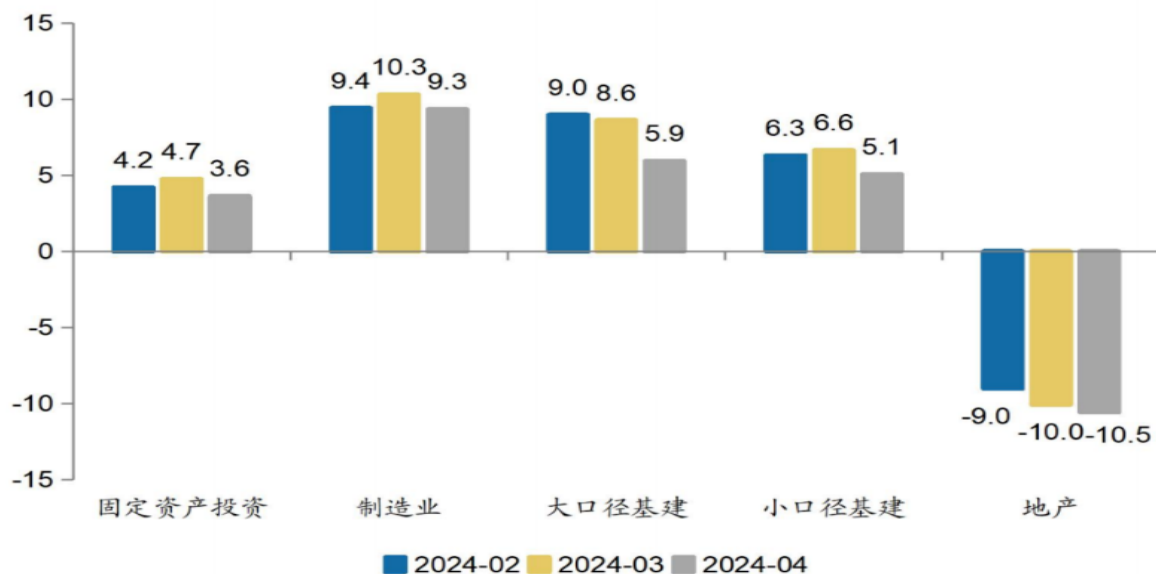
图 2 三大支出对 GDP 当季同比的拉动（两年平均增速，%）



来源：wind, 股掌柜证券咨询

4月固定资产投资季调环比为-0.03%，单月同比为3.6%，均相对偏弱。其中制造业投资增速偏高，对整体有一定支撑，应和地方扩大先导产业布局有一定关系；地产投资徘徊在-10%左右的低位，继续形成拖累，统计局指出扣除房地产开发投资的全国固定资产投资前4个月累计同比增长8.9%；基建增速大致中性，但单月增速较一季度有所放缓，所以对月度数据也是一个拖累项。从这一结构看，稳基建（加快形成实物工作量）、托地产（稳定销售和施工交付）具有必要性。

图 3 固定资产投资及分项的当月同比增速（%）



来源：wind, 股掌柜证券咨询

5月17日，全国切实做好保交房工作视频会议强调要“深刻认识房地产工作的人民性、政治性”、“扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作”。同日央行等部门祭出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、下调公积金贷款利率、调整首套和二套房贷最低首付比例、设立保障性住房再贷款等一系列组合拳。我们理解这一系列政策对于当前经济来说具有重要意义，去年以来的经济特征显示，名义增长率是宏观面的关键。比如今年一季度，建筑业约束量价，GDP实际增长率同比至5.3%，但名义增长率同比为4.2%。地产领域产生的需求缺口影响价格水平及名义增长。稳定地产不仅有助于降低经济的系统性风险，亦有利于名义增长中枢向均衡水平回归。

简单来看目前宏观面，我们可以总结为“量基本稳定+价温和回升+关键领域政策调整”，这有助于金融市场风险偏好的修复。回看年初以来的资产定价，万得全A指数的低点在2月5日，10年期国债收益率的低点在4月23日，其中关键拐点均包含政策信号，包括2月监管一系列组合拳稳定股票市场预期，4月央行提示长端利率风险。往后看，基本面线



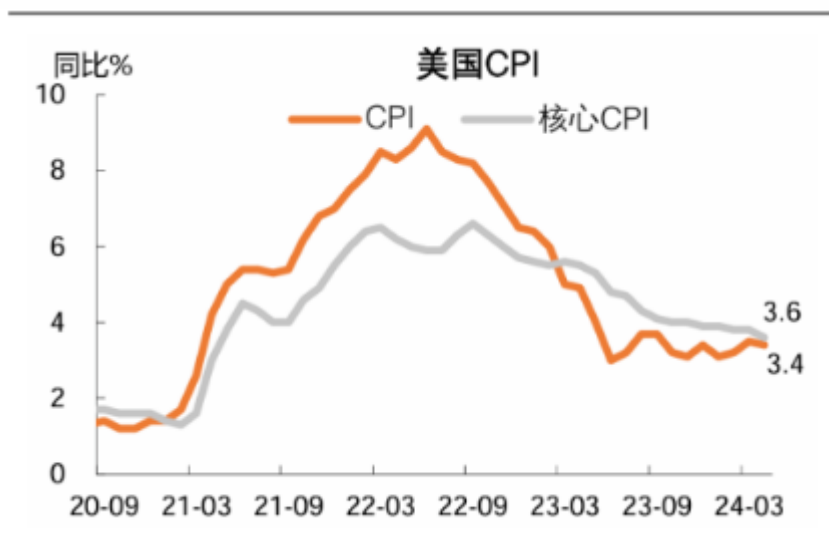
索可能会更为重要，包括广义财政节奏的加快、地产销售可能出现的好转、一般物价和工业价格中枢的上行等，其斜率将是下一阶段定价的关键。

1.2 美国通胀边际放缓，但不足以改善全年预期

• 美国 2024 年 4 月 CPI 数据如期降温。美国 4 月 CPI 环比 0.3%，低于前值和市场预期 0.4%；CPI 同比 3.4%，低于前值的 3.5%，符合预期，同比读数在连续三个月反弹后终于再次回落。4 月核心 CPI 环比 0.3%，低于前值的 0.4%，符合预期；核心 CPI 同比 3.6%，低于前值的 3.8%，符合预期。结构上，食品、住房租金、医疗保健、交通运输等分项环比增速回落，而能源、服装、娱乐、教育与通讯等分项环比增速仍持平或高于前值。

• 能源通胀保持高增，后续有望回落。4 月 CPI 能源分项环比高增 1.1%，持平于前值，已经连续三个月环比增长超 1%。今年 2-4 月，WTI 原油期货月均价环比增速连续三个月保持 4-5% 的较高水平。不过，5 月以来，国际油价出现回落，WTI 前半月均值为 78.7 美元/桶，较 4 月均值的 84.4 美元/桶环比下跌 6.8%。基于油价走势，5 月能源分项环比有望明显回落甚至负增。

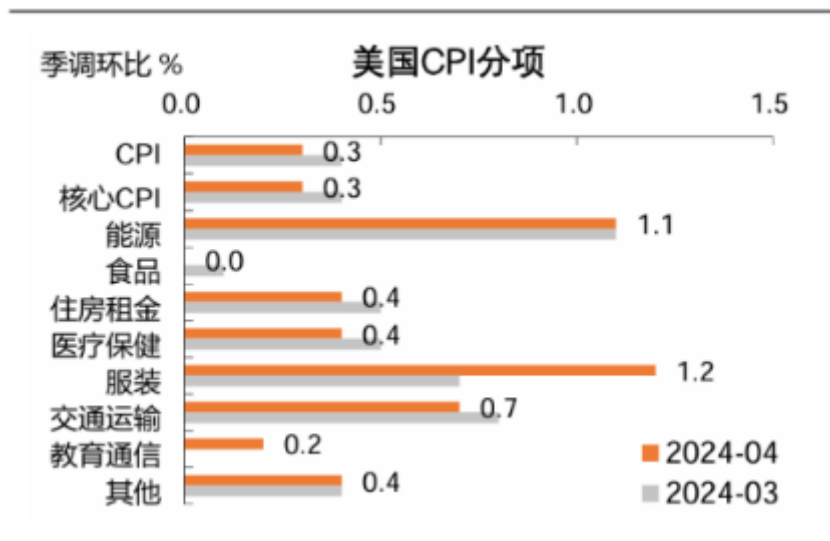
图 4 美国 4 月 CPI、核心 CPI 同比均回落





来源：wind, 股掌柜证券咨询

图 5 食品、住房、医疗、交运等分项环比增速回落



来源：wind, 股掌柜证券咨询

•4月通胀回落，仅仅是追赶“失去的进展”。在一季度通胀反弹的背景下，4月通胀的改善，在多大程度上能够追赶上“失去的进展”？实际上是比较有限的。对比来看，今年1-4月CPI整体和各分项平均环比水平，仍普遍超过2023下半年。截至2024年4月，CPI同比实际值（3.4%）高于“偏强”假设下的预测值（3.3%）。类似地，核心CPI同比实际值（3.6%）持平于“偏强”假设。显然，单个月通胀边际改善，不足以令全年通胀前景改善。

•通胀价格水平目前仍高于美联储的适宜区间，本期数据对市场降息预期影响不大，但后续经济数据或为美债收益率回调进行蓄势。5月14日，美联储主席鲍威尔表示，核心通胀中的房租价格回落滞后问题存在一定困惑（“a bit of a puzzle”），仍需等待和观察数据。本期数据发布后，CME预期变化不大，仍为9月开启降息，年内降息两次的概率在39%。但核心通胀终现放缓、零售数据低于预期，触发美债10年期收益率回落至4.36%

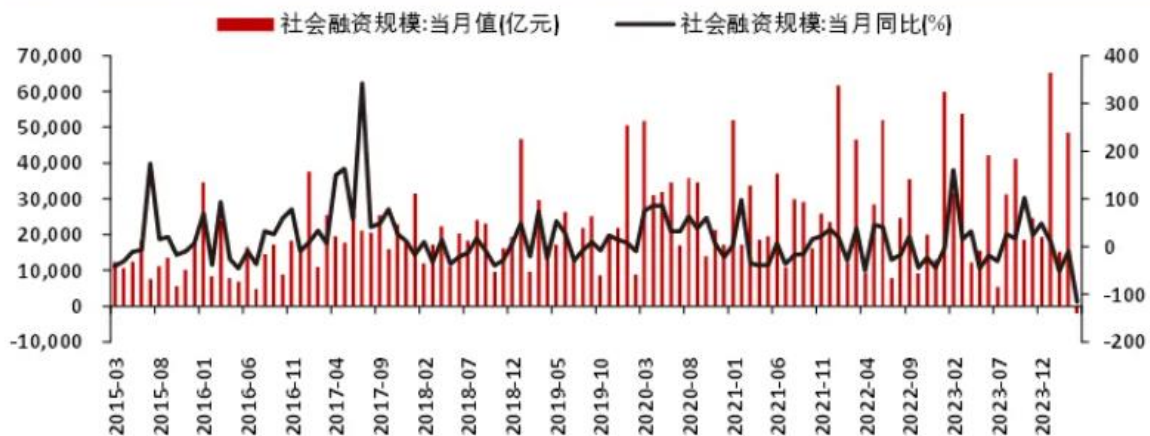
附近，美债 2 年期收益率回落至 4.76% 附近。如果后续的 PMI 和劳动力市场数据持续反映出需求侧降温，或带动美债收益率进一步回调。

1.3 流动性：增速为负，财政发力必要性进一步提升

- 4 月的金融数据出现了明显的边际变化，新增社融为负，社融、M2 增速明显下行。4 月新增社融-1987 亿元，是 2005 年 10 月以来第一次出现负值，较去年同期少增 1.4 万亿元。4 月新增信贷 7300 亿元，与过去两年 4 月较低的基数大体持平，其中给实体经济的贷款为 3306 亿元，较去年的低基数下降 1125 亿元。4 月信贷增速为 9.6%，与 3 月持平；社融增速从 3 月的 8.7% 下降到 4 月的 8.3%，M2 增速从 3 月的 8.3% 下降到 4 月的 7.2%。

- M1 增速转负，存款余额大幅下行；但空转现象明显缓解。4 月 M1 同比-1.4%，继 2022 年 1 月负增后，2024 年 4 月份再次转负增，但已经处于经验底部。存款余额大幅度回落拖累 M1 增速。但各项贷款余额增速同比持平上月，初步企稳。同时，货币空转现象缓解，社融存量同比-M2 剪刀差连续 4 个月转正。

图 5 社融总量当月融资规模转负



来源：wind, 股掌柜证券咨询



2. A 股新时代：新国九条后市场思路的变化

除了业绩增速反弹之外，2023 年年报和 24 年一季报可能会包含的几个重点趋势值得高度关注，可能会导致 A 股投资范式发生中期的重大变化。

4 月中旬《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（2024 新国九条）发布，提出“必须始终践行金融为民的理念，突出以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，助力更好满足人民群众日益增长的财富管理需求”，严把发行上市准入关，全面完善减持规则体系，强化上市公司现金分红监管，推动上市公司提升投资价值，加大退市监管力度，加强交易监管，增强资本市场内在稳定性，大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量。

从 4 月经济基本面来看，尽管部分数据仍待进一步改善，尤其是上市公司年报和一季报盈利同比降幅有所扩大，但市场主要反映对未来的预期，我们仍看到部分有利因素逐渐积累：

1) 近期房地产市场相关政策发生调整，包括央行对于购房首付比例、贷款利率下限和公积金贷款利率的调整，以及近期部分省市开展由地方政府收购商品住房用作公共租赁住房，有助于缓解当前房企销售不善和周转率下降的问题。尽管市场对于政策效果仍存在分歧，但政策发生新变化释放重要信号，整体有利于改善市场风险偏好。

2) 从近期经济数据来看，外需改善成为重要的亮点，出口数据连续偏强，对于工业增加值和制造业投资也有积极影响，结合 4 月底召开的中央政治局会议传递积极信号，表态“坚持乘势而上”和“避免前紧后松”，随着前期宏观政策的落实，我们认为基本面预期正处于好转状态。

3) 结合前期对于市场资金面和主要投资者的分析，当前私募基金投资者仓位仍处于



历史低位，外资近期虽然有所回流但对中国资产仍相对低配，投资者普遍仓位不高对于市场也形成了潜在的资金面支持。

配置上，关注政策预期改善和基本面具备比较优势的领域：1) 地产链近期事件性因素较多带来阶段性表现，相关产业链预期普遍较低有望阶段获得修复，但持续性需关注政策落地力度及节奏。2) 在外需相对偏强的环境下，出口链行业和全球定价的资源品行业仍然具备比较优势；3) 红利策略在风险偏好改善阶段可能表现平淡，但中期仍具备配置价值，重点关注分子端具备提升分红潜力的自下而上的机会。

2.1 地产链相关的化工品

近期，国务院推出一系列重磅房地产优化政策，旨在促进市场平稳健康发展。这些政策包括降低购房门槛、提供融资支持、盘活存量住房等，涵盖首付比例、贷款利率、住房公积金、去库存等多个方面。亮点包括降至历史最低的住房贷款利率和首付比例，以及设立新的政策性金融工具，如 3000 亿元保障性住房再贷款。与 2014-2016 年宽松政策相比，本轮政策更稳健，更适应当前市场供求关系变化，旨在满足住房需求同时防范风险。

截至 5 月份，中国化工产品价格指数较 4 月同期上涨 0.9%，较去年同期上涨 7.4%。4 月化学原料及化学制品行业 PPI 同比下降 5.4%，降幅逐步收窄；随着去年基数逐步走低，我们预计 5-6 月行业 PPI 同比增速有望继续改善。目前整体化工产品盈利处于周期底部位置，基础化工（中信）市净率 2.0x，处于 2012 年以来 8%分位。1Q24 基础化工上市公司整体资本开支开始下降，我们预计部分子行业新增产能压力逐步缓解。需求端，随着地产领域支持政策不断出台，我们预计相关化工产品需求有望边际改善。

地产领域支持政策不断出台，关注 MDI、TDI、钛白粉等地产链化工品需求改善情况。目前地产链主要化工产品 MDI、TDI 和钛白粉等下游客户库存较低，我们预计地产领



域支持政策不断出台有望改善地产链化工品需求预期，后续建议关注 MDI、TDI、钛白粉及纯碱等产品的需求改善情况。

图 6 中国化工产品价格指数



来源：wind, 股掌柜证券咨询

图 9 化学原料及化学制品收入和利润总额增速



来源：wind, 股掌柜证券咨询



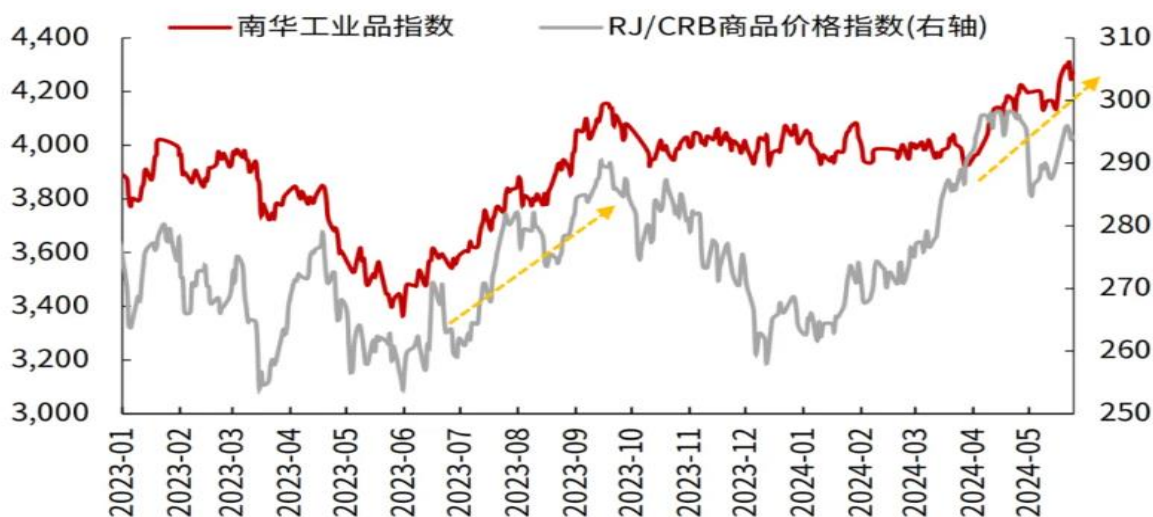
2.2 出口链行业和全球定价的资源品行业

5月以来，国内地产政策松绑、美国降息预期升温，成为大宗商品涨价的催化剂，黑色系、有色金属、贵金属价格普遍上涨。本周受美联储纪要释放的鹰派信号影响，降息预期回落，前期快速上涨的铜、黄金、白银价格纷纷回调。

向前看，全球制造业周期复苏引发的需求预期转变，是本轮大宗商品涨价的核心逻辑，未来持续性较强。同时，我们预计下半年美联储降息仍是大概率事件，有色、黄金价格下跌更多是预期抢跑后的回调，长期趋势仍然向上。

总体来看，全球制造业进入复苏周期，是本轮大宗商品涨价的主要牵引。从2023年中开始，国内外大宗商品价格进入上行通道，与中美制造业周期筑底的时点一致。2023年三季度，中美制造业PMI同步回升，国内外大宗商品同步上涨，市场开始交易美国制造业补库带动国内需求回升的逻辑。今年4月起，国内外大宗商品再度迎来共振式上涨，源于3月中国和美国制造业PMI同步修复扩张，市场再度交易全球制造业复苏逻辑。

图 7 2023 年中以来，国内外大宗商品价格步入上行期

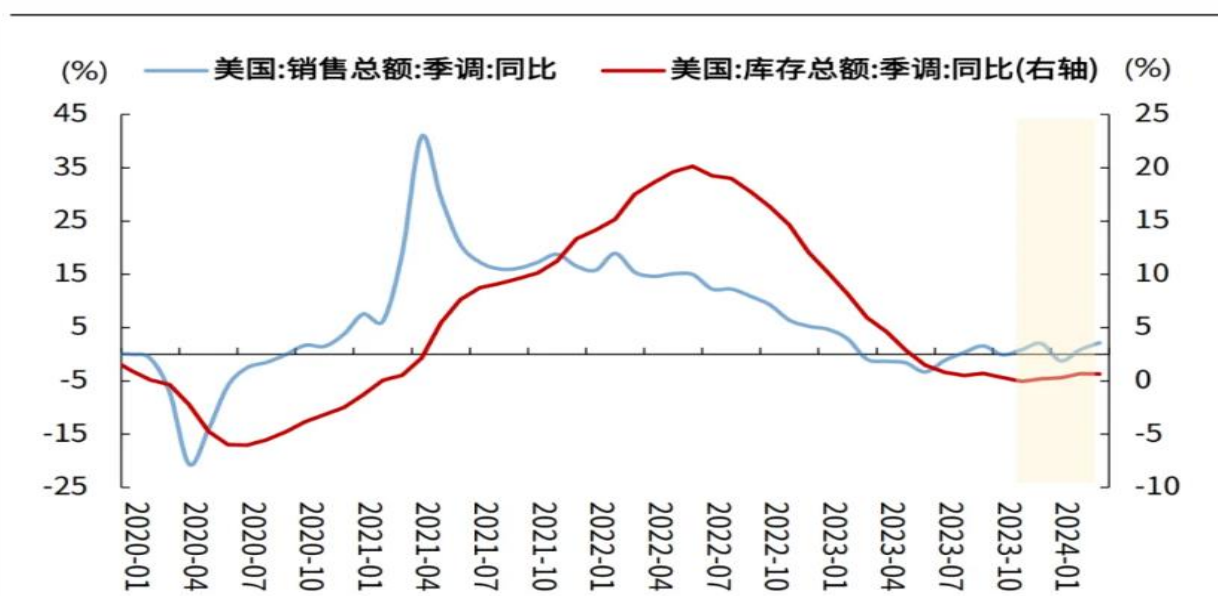


来源：光大证券, 股掌柜证券咨询



目前来看，2023 年 12 月，中美库存周期进入“主动补库”阶段，近期航运指数快速上涨，指向海外制造业需求重启，带动国内出口回暖。地产链、纺织、电子产品是目前美国主要的补库领域。考虑到美国房地产供给持续短缺、制造业回流支撑投资需求，本轮美国制造业补库持续性较强。参照以往主动补库持续一年半左右的规律，或延续至明年上半年。

图 11 2023 年 12 月，美国库存周期进入“主动补库”阶段



来源：光大证券, 股掌柜证券咨询

2.3 自由现金流改善、分红能力较强领域

在发达市场，现金分红是体现公司前景和治理情况的重要指标。然而 A 股上市公司以前不太愿意向股东分配利润，更倾向于保留盈利进行再投资。“高送转”一度成为市场风向标，令散户投资者趋之若鹜。这种“铁公鸡”现象凸显了公司重视再融资而忽视向股东分配利润的问题。

为回应市场对提高股东回报和加强公司治理的要求，政府主管部门出台了一系列鼓励

分红的政策。例如，证券监督管理委员会（证监会）在 2008 年将最低现金分红水平提高到 30%²，强制要求公司分配利润。同时，为了鼓励公众投资红利股，国家税务总局逐步下调股息红利的税率。针对持股一年以上的个人投资者，股息红利个人所得税在 2005 年从 20%降至 10%，2013 年进一步降至 5%，并于 2015 年取消³。2023 年，证监会发布《上市公司现金分红指引》，要求公司明确分红政策，稳定投资者预期。该指引再次强调了 30%股息支付率的重要性，并鼓励公司中期分红⁴。这些政策对于发展 A 股市场的现金分红文化至关重要。

A 股市场的红利规模经历了飞速发展。2023 年分红总额创历史新高，达到 2.07 万亿元人民币，是 2010 年的五倍多（参见图 3）。分红公司数量从 2010 年的 897 家增加到 2023 年的 3,000 多家，增长了三倍；同期分红股占股票总数的比例从 54.5%上升至 68.2%。

图 12A 股市场分红的演变

年份	红利规模 (十亿元人民币)	盈利 (十亿元人民币)	股息支付率 (%)	历史 12 个月股息率 (%)	分红公司数量
2010	386.3	1,526.6	25.3	0.8	897
2011	472.6	1,731.3	27.3	1.3	1,107
2012	583.3	1,857.9	31.4	1.6	1,234
2013	653.1	2,116.5	30.9	1.8	1,349
2014	734.1	2,270.9	32.3	1.3	1,499
2015	756.3	2,262.6	33.4	1.1	1,554
2016	793.2	2,476.5	32.0	1.5	1,587
2017	879.0	3,094.7	28.4	1.3	1,880
2018	1,090.3	3,193.3	34.1	2.2	2,100
2019	1,165.2	3,483.5	33.4	1.8	2,014
2020	1,315.4	3,723.8	35.3	1.4	2,587
2021	1,529.8	4,618.7	33.1	1.4	2,995
2022	1,883.9	4,968.8	37.9	1.9	3,193
2023	2,072.7	-	-	2.0	3,289

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。