

长城财富投研周报

2024年第12周 3月25日星期一

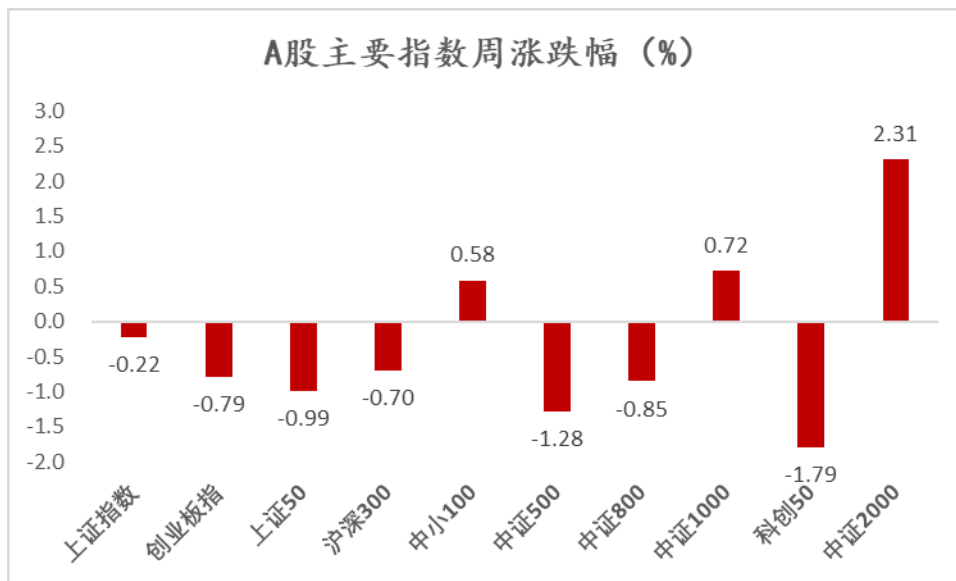
一、核心观点

整体来看，投资者因为企业微观感知较差和利润下降外推的实物工作量预测出现了误判，2024年1-2月的经济流量恢复明显超出市场预期，1-2月的制造业投资同比增速9.40%远超预期值7.35%。房地产投资并不如市场预期的那样继续下滑，出口方面连续三个月超出市场预期；行业上，空调的排产超预期背后体现了行业视角对于实物需求侧预期的误判，这对于铜的需求形成了进一步的预期上修。值得关注的是，表征实物工作量的万得克强指数续创2022年以来的新高。还有一个值得关注的信号是：2024年3月22日国家能源局印发了《2024年能源工作指导意见》，经过误差调整后，预计2024年的发电量同比增速将会达到7.86%，依旧高于GDP增长5%的目标。自在2011年以来，仅有2011/2013/2018/2021年超过这个数字，而上述年份基本上也对应着制造业投资和出口高增的阶段，因此实物消耗>GDP增长>企业利润增长不等式也将继续强化。实物资产的逻辑拼图正在逐步清晰：供给约束+需求结构变化下的消耗比例增加+债务压力下的货币价值下降，而挂靠实物生产的上市公司的产能价值重估还远远没有到位，其市值占比大幅落后于其净利润的占比。我们推荐：第一，挂靠实物属性的资源品链依旧是我们的首要推荐：铜、煤炭、油、资源运输（油运、干散等）、贵金属和铝。其次，围绕沪深300，在内外需预期同时改

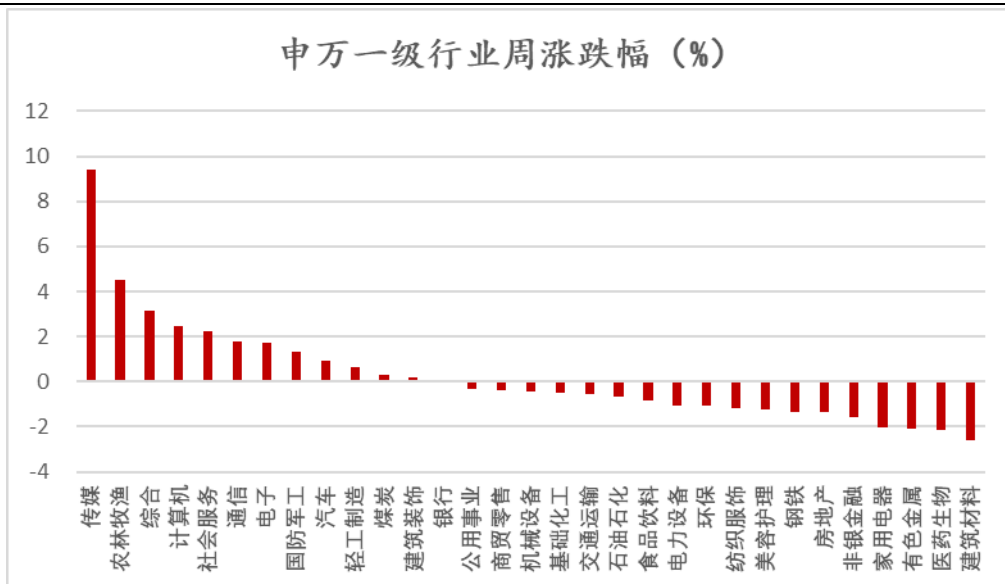
善之下，部分传统制造类龙头公司开始出现机会（造船、钢铁、家电、造纸、重卡等领域）；看好万得克强指数相关+低估值国企（银行、水电、公路、铁路、燃气等）。

二、上周市场复盘

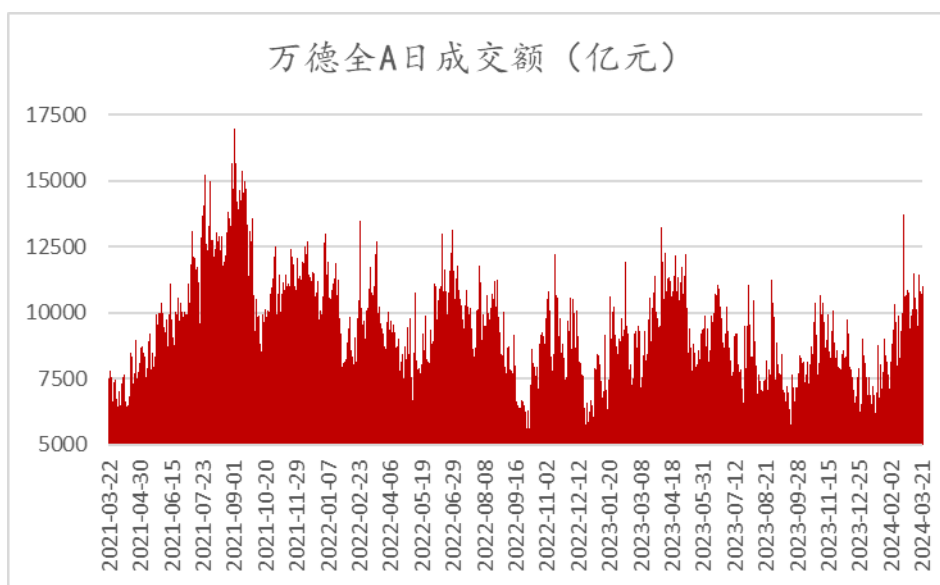
上周 A 股主要宽幅指数表现分化，其中上证指数跌 0.22% 收报 3048.03 点，创业板指跌 0.79%，上证 50 跌 0.99%，沪深 300 跌 0.70%，中小 100 涨 0.58%，中证 500 跌 1.28%，中证 800 跌 0.85%，中证 1000 涨 0.72%，科创 50 跌 1.79%，中证 2000 涨 2.31% 领涨主要宽指。



分行业看，上周一级行业涨跌各半，传媒、农林牧渔、综合、计算机等行业领涨，建筑材料、医药生物、有色金属等板块跌幅较大。



上周市场情绪延续上行，万得全A日均成交额为10823.07亿元，环比多增442.24亿元。



三、宏观及主要新闻事件

上周重要新闻、事件：

3月19日，海外|日本央行时隔17年再度加息，结束持续8年的负利率政策，为全球最后一个放弃负利率政策的主要经济体。日本央行宣布加息10个基点，将政策利率从-0.1%至0上调至0%-0.1%；取消国债收益率曲线控制（YCC）政策，一年后将停止购买商业票据及公司债；停购日股ETF及房地产投资信托基金（REITs）。日本央行行长植田和男表示，将在一段时间内维持宽松的政策立场；加息步伐取决于经济和通胀；预计存款和贷款利率不会大幅上升。

3月22日，金融监管|财政部等三部门印发《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》。《办法》规定，中央层面现金收益由全国社会保障基金理事会（以下简称社保基金会）进行投资运营，地方层面将不低于上年底累计现金收益的50%，委托给社保基金会进行投资运营；对投资管理机构的考核应当体现鼓励长期投资（3年以上）的导向；社保基金会持有的现金收益可以进行投资的范围，包括银行存款、利率类产品、信用类产品、股票类产品、对划转企业及其控股企业的增资，以及股权投资。

上周主要经济金融数据及事件：

1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长7%，比上年12月份加快0.2个百分点。从需求看，市场销售继续恢复。1-2月份，社会消费品零售总额81307亿元，同比增长5.5%。投资增速回升，1-2

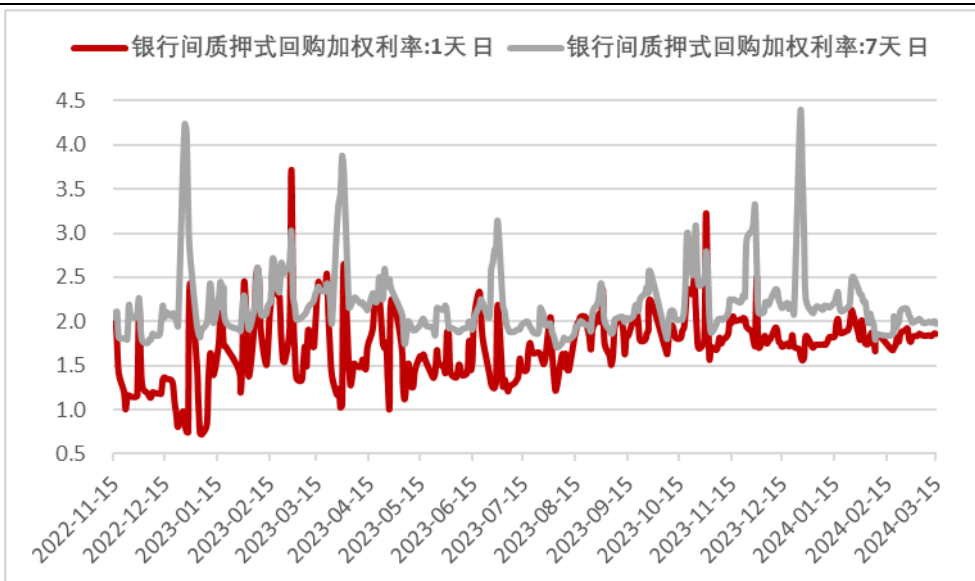
月份，全国固定资产投资同比增长 4.2%，比上年全年加快 1.2 个百分点。就业形势总体稳定，1-2 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。2 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点，比上年同月下降 0.3 个百分点。1-2 月房地产开发投资 11842 亿元，同比下降 9%；新建商品房销售额 10566 亿元，下降 29.3%，其中住宅销售额下降 32.7%；

中国 3 月 LPR 报价出炉，1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 3.95%，均与上月持平。

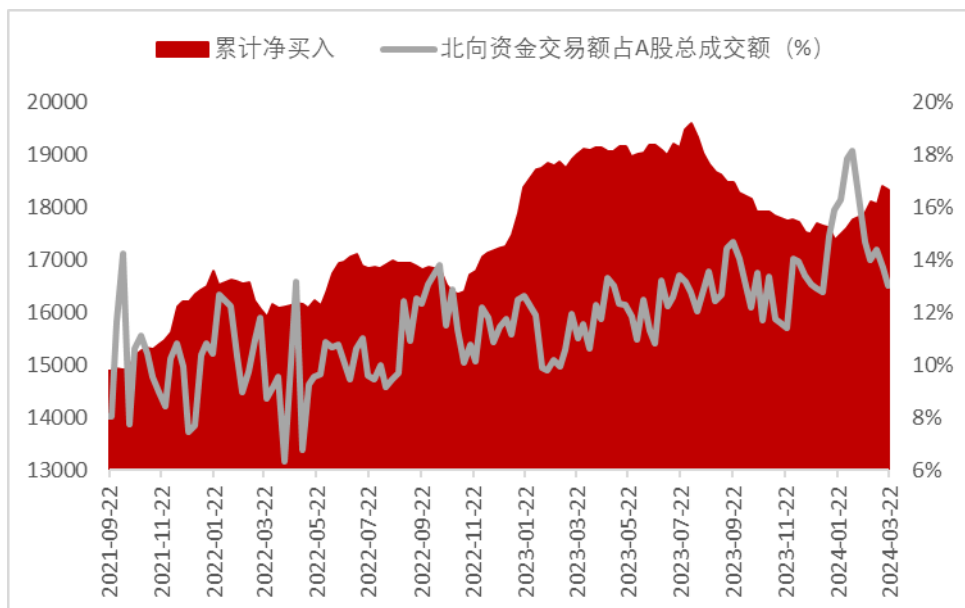
瑞士央行意外宣布降息，将关键政策利率下调 25 个基点，从 1.75% 降至 1.5%，打响了 G10 国家央行降息的“第一枪”

四、市场流动性

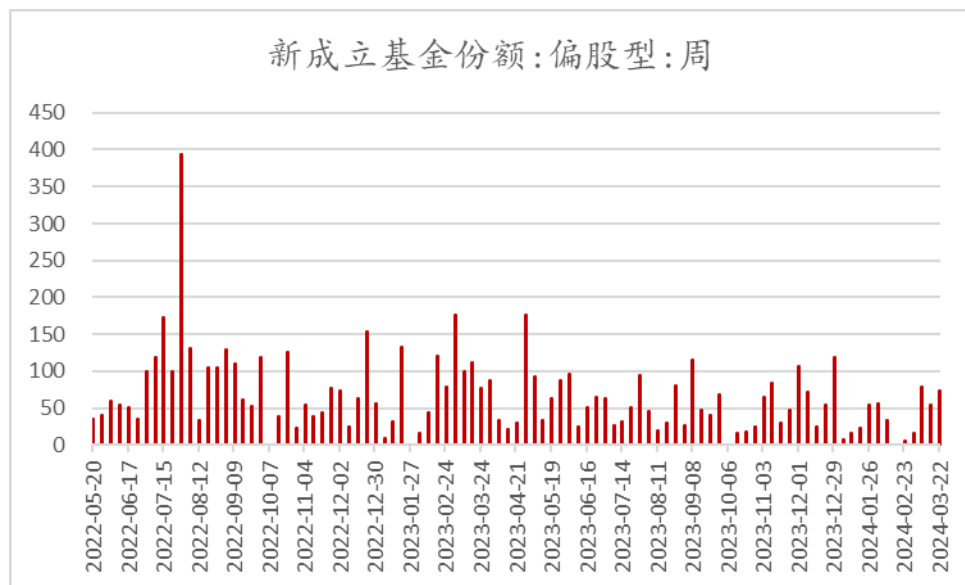
银行间市场流动性：上周央行公开市场开展 220 亿元逆回购操作，全口径净回笼 170 亿元。资金价格一致走升，隔夜回购加权利率上行 4.22 个 bp 至 1.8984%，七天期上行 9.91 个 bp 至 2.0761%；长端利率转跌，10 年国债到期收益率下行 3.59bp 至 2.2873%，1 年期 shibor 利率下行 0.85 个 BP 至 2.2655%。



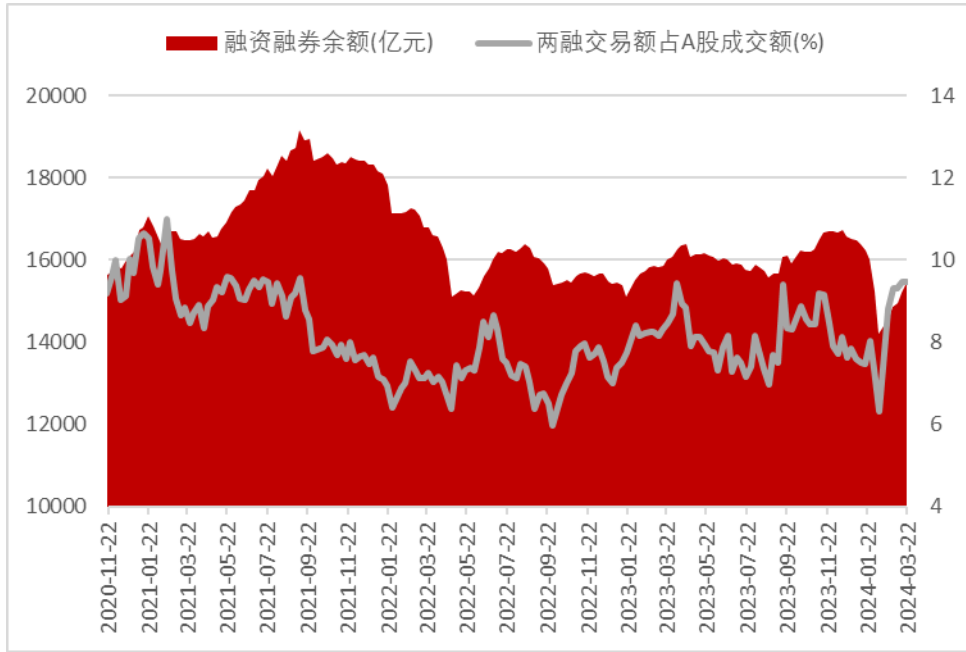
北向资金： 上周北向资金净流出 77.76 亿元，北向周成交额 6761.57 亿元，占期间 A 股总成交额的 13.03%，较上周环比减少 0.69 个百分点。



新发偏股公募基金：上周新成立偏股型公募基金新发规模为 73.00 亿元，环比多增 33.01%。



融资融券：上周两融余额环比增加 271.16 亿元至 15461.11 亿元，已连续五周上行。两融周成交额 5112.09 亿元，占期间 A 股成交额比为 9.45%，环比提高 0.02 个百分点。



五、估值与股债性价比跟踪

风险溢价率：上周沪深 300 市盈率微升、十年期国债收益率小幅下行，风险溢价率指标（ $1/\text{沪深 300 市盈率} - \text{十年期国债收益率}$ ）环比持平，接近历史均值+1 标准差。



股债性价比：上周沪深 300 股息率小幅提升、十年期国债收益率微降，股债性价比指标（沪深 300 股息率/十年期国债收益率）小幅回升，继续处于均值+2 标准差上方。

