

## 专题策略报告

# 保障房“收储”：结束还是开始？

——策略周末谈（5月第1期）

方正证券研究所证券研究报告

### 分析师

曹柳龙

登记编号：S1220523060003

联系人 徐嘉奇

### 相关研究

《AI行情之锚，何在？——市场流动性跟踪（3月第1期）》2024.03.05

《流动性“新质力”：年度十大预判回顾——流动性“新视界”系列报告（三）》2024.02.09

《重铸β：“稀缺资产”六维藏宝图——“大安全当立”系列报告（十一）》2024.02.09

《一键跟踪：900+高频指标、160+行业覆盖——行业比较“新视界”系列报告（四）》2024.02.08

《资金的风向：股权质押&两融——流动性“新视界”系列报告（二）》2024.02.06

《重铸β：国企的使命》2024.01.30

- 430 中央政治局会议提出“消化存量房产和优化增量住房”。继地产融资“三道红线”后，保障房“收储”政策或加速地产“去金融化”。
- **保障房“收储”：守住不发生系统性风险的底线。**逆全球化“大安全当立”！中美经济都在“脱虚向实”，中国地产也早已开启“去金融化”。但这会放大中国金融系统的脆弱性。我们判断：4.30 政治局会议，不会扭转地产下行趋势；而保障房“收储”政策可能扩大推广，能够托底“守住不发生系统性风险的底线”。
- **“收储”途径：中央政府加杠杆，购入地产公司的新房和土地。**保障房“收储”以及租赁住房贷款，都能增加房产需求，并减少房产供给，有可能成为中央政府加杠杆的主要手段之一。从郑州保障房“收储”试点中，可以看到：（1）郑州政府主要“收储”居民二手房，没法“带量采购”，政策推进节奏偏慢；（2）如果8折大量收购地产公司的新房，租金回报率就能覆盖“收储”成本，政策就能扩大推广。（详见2.3）
- **PSL 教训：不能“强刺激” or 再“加杠杆”。**15 年地方政府和地产公司的债务周期高点，PSL 货币化棚改政策，成功将地方政府/地产公司的杠杆，转移到居民部门。不过 18 年以后，地产/基建政策“强刺激”，导致政府/企业/居民部门都再次“加杠杆”，债务压力继续增大，化债成果功亏一篑。我们认为：保障房“收储”（类 PSL）政策，只能作为杠杆转移的手段，而不应成为经济增长的引擎（重走老路）。
- **“收储”不会是“强刺激”：避免中国地产重蹈 90 年代日本覆辙。**当前中国地产困局，类似 90 年代日本地产危机的第 2 个阶段：现金流量表困局。90 年代日本做错了 2 件事，降价甩卖+增加供给，导致地产危机蔓延成“资产负债表塌陷”。当前中国正做对 2 件事情，限制降价+增加需求，能够阻断地产风险进一步蔓延。我们强调：保障房“收储”，不同于“强刺激”政策，增加需求的同时，不会刺激供给扩张。
- **“收储”不能再“加杠杆”：中国需要寻找新路，而非重走老路。**信用货币时代，债务周期高点，大概率会“再通胀化债”。（1）08 年美国“再通胀化债”，企业和居民杠杆转移到政府部门，为“移动互联网”经济新增量争取到了时间；（2）2000 年日本“再通胀化债”，虽然实现杠杆转移，但没有等来经济新增量，陷入失去的 30 年。当前中国保障房“收储”也属于“再通胀化债”，能否成功，并不取决于“化债”本身，而是在于中国经济能否找到新增量（新质生产力）。
- **保障房“收储”不是重走老路，而要重视稀缺资产“涨价重估”。**这个世界底层逻辑，已经从效率优先的“发展经济学”，切换到自主可控的“安全经济学”。保障房“收储”反而可能加速地产“去金融化”。超跌反弹的“赔率交易”不可取：地产链和消费“核心资产”每一次反弹都要出货。行业配置建议继续坚守“八二法则”（详见 6.3）。
- **风险提示：**政策落地不及预期、宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动等。

## 正文目录

1 保障房“收储”：守住不发生系统性风险的底线 .....	4
1.1 4.30 中央政治局会议，不会扭转地产周期下行的趋势 .....	4
1.2 地产“去金融化”进程，会放大金融系统的脆弱性 .....	5
1.3 保障房“收储”（化债）政策将会加码，托底金融系统的稳定性 .....	5
2 “收储”途径：中央政府加杠杆，购入地产公司的新房和土地 .....	7
2.1 租赁住房贷款：可能成为保障房“收储”的主要资金来源 .....	7
2.2 背后逻辑：债务周期顶点，中央政府仍有加杠杆的空间 .....	8
2.3 郑州试点：推进节奏缓慢，需要简化政策目标 .....	9
3 PSL 教训：不能“强刺激”or 再“加杠杆” .....	11
3.1 15-19 年 PSL 的目的：地方政府/地产公司向居民部门转移杠杆 .....	11
3.2 15-19 年 PSL 的后果：“强刺激”政策最终导致政府/地产公司/居民部门再次“加杠杆” .....	11
4 “收储”不会是“强刺激”：避免中国地产重蹈 90 年代日本覆辙 .....	13
4.1 当前中国地产困局，类似 90 年代日本地产危机 .....	13
4.2 90 年代的日本，做错了 2 件事情：降价甩卖+增加供给 .....	13
4.3 当前的中国，正做对 2 件事情：限制降价+增加需求 .....	14
5 “收储”不能再“加杠杆”：中国需要寻找新路，而非重走老路 .....	16
5.1 债务周期高点，“再通胀化债”是必然选择 .....	16
5.2 “再通胀化债”的目标：转移杠杆+争取时间+寻找新的加杠杆方向 .....	17
5.3 中国也有成功和失败的经验：2000 年找到了新的加杠杆方向、16 年找错了加杠杆方向 .....	18
6 保障房“收储”不是重走老路，更要重视稀缺资产“涨价重估” .....	20
6.1 “收储”政策如果扩大推广，地产链可能出现阶段性的“赔率交易” .....	20
6.2 保障房“收储”政策，甚至反而会加速地产“去金融化” .....	20
6.3 “再通胀化债”，更要重视稀缺资产“涨价重估”！ .....	21
7 市场全景扫描 .....	23
7.1 市场回顾 .....	23
7.2 本周重要经济数据 .....	26
7.3 本周经济要闻 .....	27
7.4 下周重点关注 .....	27
8 风险提示 .....	28

图表目录

图表 1: 90 年代末的国企“下岗潮”，加速民企“外向型”经济转型 .....	4
图表 2: 当前地产周期下行，也在加速“派出劳务人员”的数量回升 .....	4
图表 3: 地产周期下行，土地财政收入骤降 .....	5
图表 4: 但地方债务余额仍在增加 .....	5
图表 5: PSL 都能拉动国内信贷增速 .....	6
图表 6: PSL 也都能有效改善市场流动性 .....	6
图表 7: 近两年结构性货币政策（类 PSL），作为地产周期快速下行周期中的，流动性宽松的手段 .....	7
图表 8: 6 座城市已经落地租赁住房贷款政策，合计约 120 亿元 .....	8
图表 9: 我国中央政府杠杆率仍处于全球相对低位 .....	8
图表 10: PSL 的特征：更低的利率，更长的期限 .....	9
图表 11: 历史上已有两轮使用 PSL 支持房地产/基建 .....	9
图表 12: 试点城市租金收益率可能不足以覆盖成本 .....	9
图表 13: 大部分城市租金收益率不高于 2.3%（中位数） .....	9
图表 14: 房价打八折的话，租赁住房贷款计划，就能实现盈亏平衡 .....	10
图表 15: 15-19 年 PSL 为货币化棚改提供资金支持 .....	11
图表 16: 15-19 年 PSL 货币化棚改，助力房地产去库存 .....	11
图表 17: 15-17 年地方政府去杠杆，居民/企业加杠杆 .....	12
图表 18: 地产过热，地方政府再次加杠杆投资 .....	12
图表 19: 当前，中国正处于现金流量表困局的“破局阶段” .....	13
图表 20: 日本房企以价换量，甩卖促销 .....	14
图表 21: 新房开工持续上涨，加速市场供过于求 .....	14
图表 22: 中国商品房量跌价稳 .....	14
图表 23: 新房开工持续下降，防止市场供过于求 .....	14
图表 24: 16 年后中国住宅价格基本维持稳定 .....	15
图表 25: 21 年中国多地限制房企变相降价 .....	15
图表 26: 地产“限购”相关政策持续放松 .....	15
图表 27: 保障房“收储”相关政策不断加码 .....	15
图表 28: 美国 08 年金融危机后“再通胀化债” .....	16
图表 29: 日本 90 年代“再通胀化债” .....	16
图表 30: 金融危机，美联储低利率+量化宽松政策 .....	16
图表 31: 日本 2000 年以来持续低利率+QQE .....	16
图表 32: 美国居民和企业部门的杠杆，转移到政府部门 .....	17
图表 33: 美国的移动互联网，成为新的加杠杆方向 .....	17
图表 34: 90 年代日本居民和企业部门的杠杆，转移到政府部门，但 2000 年至今，长期没有找到新的加杠杆方向 .....	18
图表 35: 杠杆从国企转移到中央再转移到房地产/外贸 .....	18
图表 36: 98 房改/外贸接替传统国企成为新的经济动能 .....	18
图表 37: 当前地产链赔率合意 .....	20
图表 38: 从过去 20 多年的“发展经济学”，转向现在和未来 20 年的“安全经济学” .....	21
图表 39: 行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性 .....	22
图表 40: 本周市场回顾 .....	24
图表 41: 行业比较 .....	25
图表 42: 本周重要数据 .....	26

**引言：**去年底以来，各地保障房“收储”政策相继落地，典型如郑州的 1000 亿租赁住房贷款政策。4.30 中央政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。部分投资者期待保障房“收储”政策，能够放缓甚至扭转地产“去金融化”趋势，但我们判断——

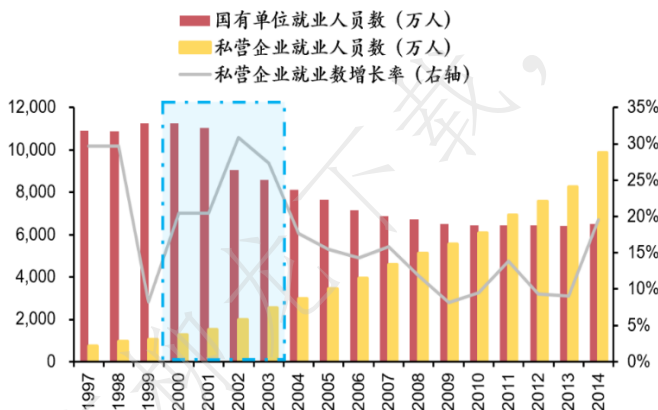
保障房“收储”（类 PSL）政策，不会是地产“去金融化”的结束，反而是地产加速“去金融化”的开始：在托底“不发生系统性风险的底线”之后，地产加速“去金融化”，将会加快中国经济“脱虚向实”进程！

## 1 保障房“收储”：守住不发生系统性风险的底线

### 1.1 4.30 中央政治局会议，不会扭转地产周期下行的趋势

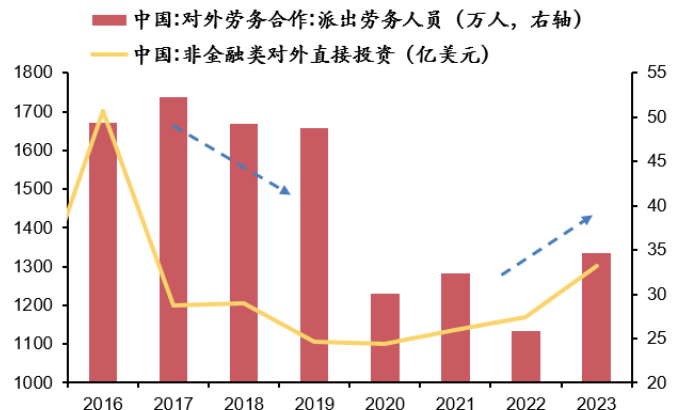
**地产周期下行是长期趋势：释放各类生产要素，加速中国制造业“出海”。**我们在 3.31《安全经济学：当世界向我们露出獠牙》中指出：美国及其盟友一旦完成“再工业化”，很有可能把中国踢出全球贸易系统。因此，中国亟待第二次对外开放（出海），建立自己的贸易秩序。（1）借鉴：中国加入 WTO 之前，90 年代末国企“下岗潮”释放出大量的劳动力等生产要素，奠定外向型经济的基础。（2）展望：20 年 8 月地产融资“三道红线”政策以来，地产行业释放出来的大量生产要素，也正在加速制造业“出海”进程。

图表1:90 年代末的国企“下岗潮”，加速民企“外向型”经济转型



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2:当前地产周期下行，也在加速“派出劳务人员”的数量回升

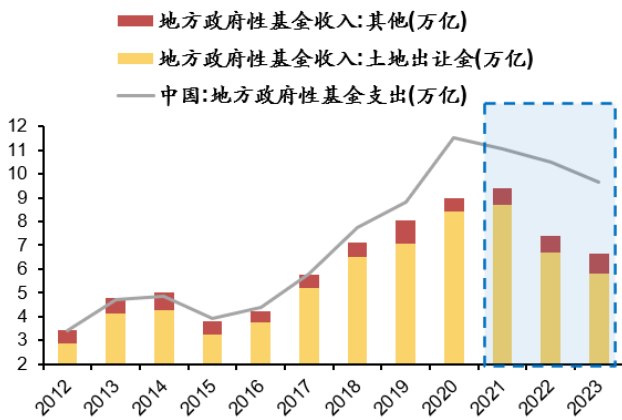


资料来源：Wind，方正证券研究所

## 1.2 地产“去金融化”进程，会放大金融系统的脆弱性

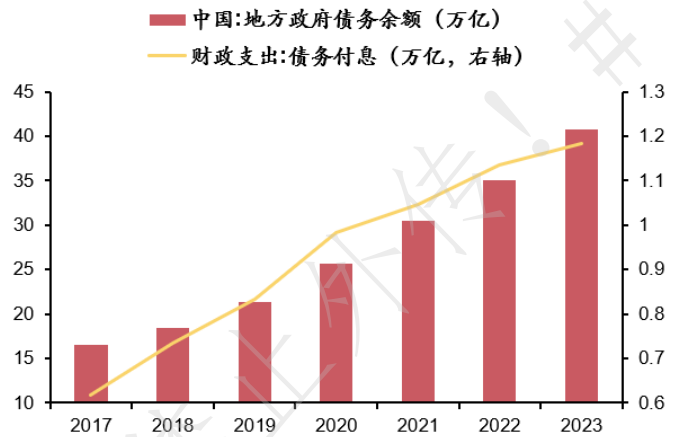
“逆全球化”正在加速全球经济“脱虚向实”，以及中国地产“去金融化”。我们在 4.21《腾笼换鸟，重估“安全资产”》中提示：中国正在推进高端制造“自主可控”，美国也在补贴其盟友中低端制造“再工业化”。全球经济都在加速“脱虚向实”，中国地产也在加快“去金融化”：20 年 8 月地产融资“三道红线”政策以来，商品房销售面积从 21 年高点的 18 亿平米，快速回落到去年的 10 亿平米，几近腰斩。中国地产“去金融化”会放大金融系统的脆弱性：地方财政收入明显回落，但地方债务余额仍在继续扩张。

图表3: 地产周期下行，土地财政收入骤降



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表4: 但地方债务余额仍在增加

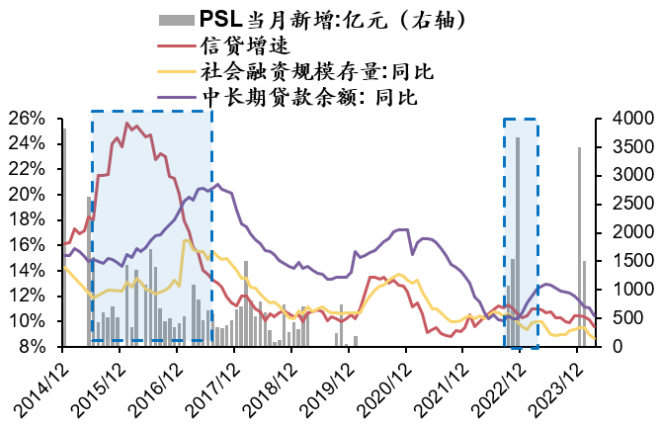


资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 1.3 保障房“收储”（化债）政策将会加码，托底金融系统的稳定性

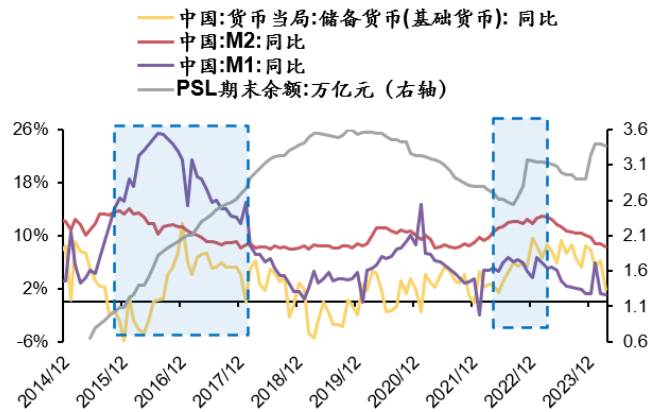
地产困局和政府化债，对应的底层资产都是房地产，本质上是同一个问题。4.30 中央政治局会议同时提及地产困局和政府化债：“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”、“深入实施地方政府债务风险化解方案”。以 PSL 为代表的结构性货币政策，兼具“类财政+宽货币”属性，是当前应对地产困局&政府化债的最优解——（1）类 PSL 资金投放具有针对性，通过政策银行支持特定项目，具备财政“宽信用”的特点；（2）类 PSL 相当于央行投放基础货币，且期限一般高于 5 年，属于中长期流动性投放。历史上，类 PSL 资金投放，能够同时带来宽信用+宽货币的效果，对冲地产下行对于广义和狭义流动性的压力。

图表5:PSL 都能拉动国内信贷增速



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表6:PSL 也都能有效改善市场流动性



资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2 “收储”途径：中央政府加杠杆，购入地产公司的新房产和土地

### 2.1 租赁住房贷款：可能成为保障房“收储”的主要资金来源

保障房收储和租赁住房贷款，都能增加房产需求，并减少房产供给。为了应对地产周期下行压力，近2年我国陆续出台多种结构性货币政策，如三大工程（保障房+城中村+平急两用）、保交楼和纾困贷款以及租赁住房贷款等。其中，保障房“收储”以及租赁住房再贷款政策，能够同时减少新房供给+增加新房需求，有可能成为未来类PSL政策的主线。

图表7:近两年结构性货币政策（类PSL），作为地产周期快速下行周期中的，流动性宽松的手段



资料来源：方正证券研究所

23年1月，央行设立1000亿“租赁住房贷款支持计划”，引导工农中建等7家银行，为试点城市住房租赁经营主体，收购存量住房提供100%资金支持，期限30年，利率1.75%。截止目前，已有6座城市落地相关保障性住房“收储”政策，合计金额约120亿。

租赁住房贷款计划，可以看作是中央政府加杠杆“收储”保障房的新模式。以郑州的5000套“卖旧买新，以旧换新”租赁住房贷款为例：郑州城市发展集团是保障房“收储”的主体（可以视作中央政府背书的AMC），“租赁住房贷款支持计划”是类PSL的资金来源，工农中建等7家银行是类PSL资金的中介机构。因此，1000亿“租赁住房贷款支持计划”，就是中央拨款，设立专门机构进行加杠杆“收储”房产，基本可以等同于中央政府加杠杆的行为。

图表8:6座城市已经落地租赁住房贷款政策,合计约120亿元

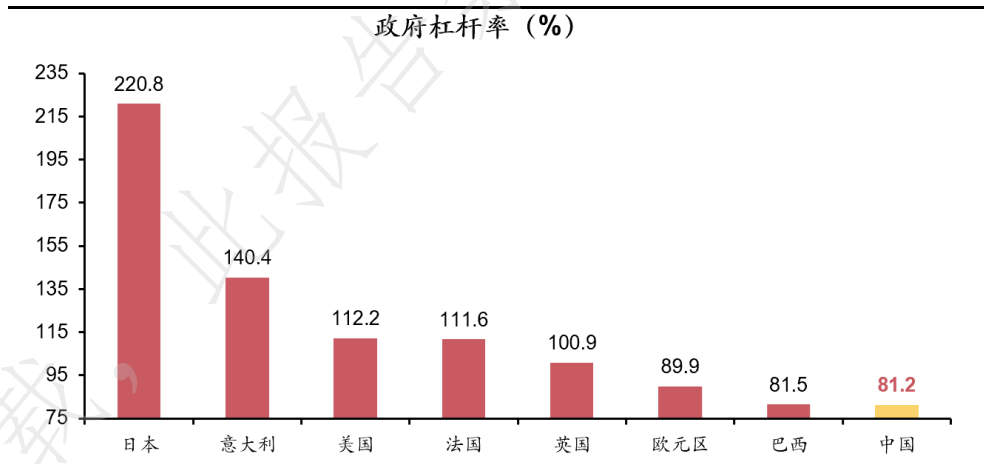
时间	城市	已发放金额(亿)	备注
2023年5月	福州	4.9	国家开发银行福建分行全额放款4.88亿元
2023年5月	济南	4.6	完成保租房14亿元贷款合同签订,获得贷款4.6亿元
2023年12月	天津	12.9	银行发放天津市首批租赁住房贷款支持计划试点贷款12.88亿元
2024年1月	青岛	18.5	发放贷款18.5亿元,支持收购存量住房项目7个,涉及2319套
2024年2月	重庆	38	收购7个住房项目,合计4207套房源
2024年4月	郑州	45	试点“卖旧买新、以旧换新”500套,全年计划完成5000套
合计			约120亿

资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 2.2 背后逻辑: 债务周期顶点, 中央政府仍有加杠杆的空间

全球都处于债务周期顶点, 但中国中央政府的杠杆率仍相对低位。中国政府的杠杆率为 81.2%, 在全球主要国家中排名明显靠后。地产周期下行, 地方政府和地产公司都面临较大的化债压力, 中央政府可以通过租赁住房贷款(类PSL)等政策, 收储存量房产, 将地方政府和地产公司的杠杆“转移到”自己身上。(化债主要是杠杆转移, 详见第五章)

图表9: 我国中央政府杠杆率仍处于全球相对低位

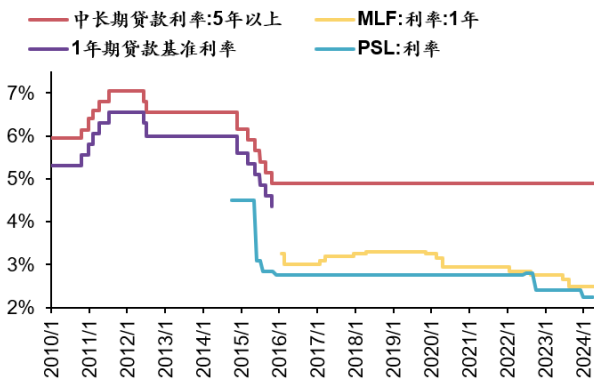


资料来源: Wind, 方正证券研究所

保障房收储和租赁住房贷款(类PSL)可能是中央政府加杠杆的重要手段。当前地产周期下行, 传统总量财政政策传导失效; 中美利差倒挂, 传统总量货币政策受到掣肘。而PSL(抵押补充贷款)能够同时实现“类财政+宽货币”的效果, 并且还具备更低利率和更长期限的特点。历史上, 在地产周期下行的时候, 如15-19年“棚改货币化”以及22年基建“稳增长”, PSL都能实现“货币+信用双宽”的效果。

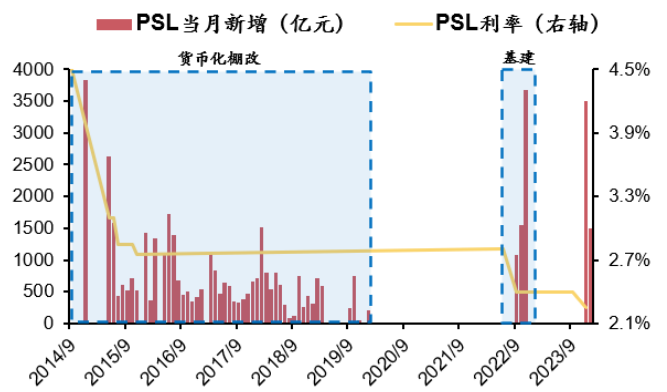


图表10:PSL 的特征: 更低的利率, 更长的期限



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表11:历史上已有两轮使用 PSL 支持房地产/基建



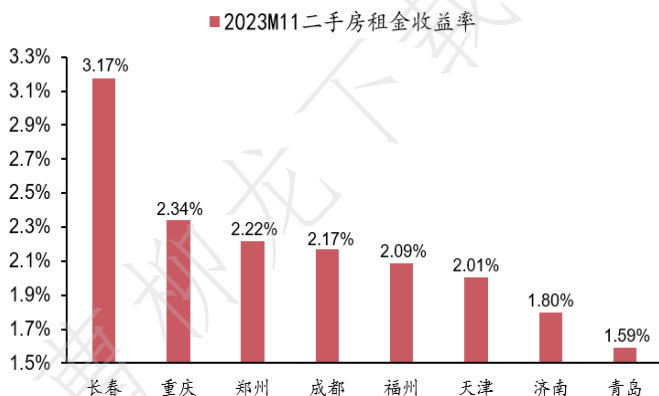
资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 2.3 郑州试点: 推进节奏缓慢, 需要简化政策目标

多重政策目标, 导致租赁住房贷款(地产“收储”)政策落地节奏缓慢。23年1月央行设立1000亿“租赁住房贷款”, 截止目前仅落实了120亿。以郑州为例, 地方政府的多重政策目标, 拖慢了租赁住房贷款政策。郑州政府计划从居民手中收购5000套二手房, 作为保障性住房, 实际上是想用一笔钱, 办两件事: (1) 低价收购郑州市的二手房, 完成保障房“收储”; (2) 希望郑州市的二手房业主, 在拿到旧房子“收储”的款项后, 加价购买新房, 盘活新房市场。

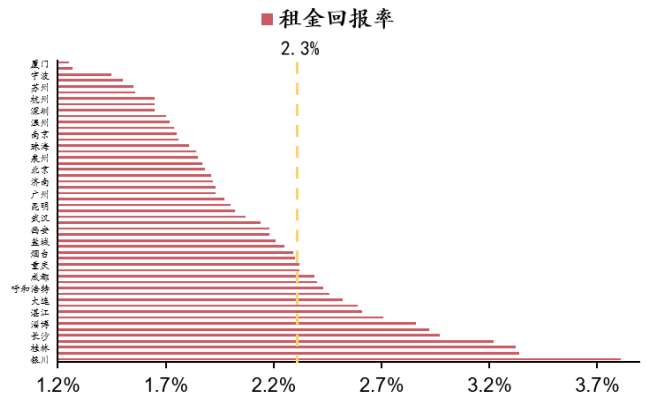
同时, 租赁住房收益不足以覆盖成本, 也延缓了政策实施节奏。租赁住房贷款支持计划资金成本1.75%, 商业银行预计加50pct, 再加上收购后的装修成本(50pct), 收购的资金成本预计在2.75%以上, 而大多数城市的租金回报率不足2.3%(中位数), 收益不足以覆盖成本, 政策难以推进。

图表12: 试点城市租金收益率可能不足以覆盖成本



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13: 大部分城市租金收益率不高于2.3%(中位数)



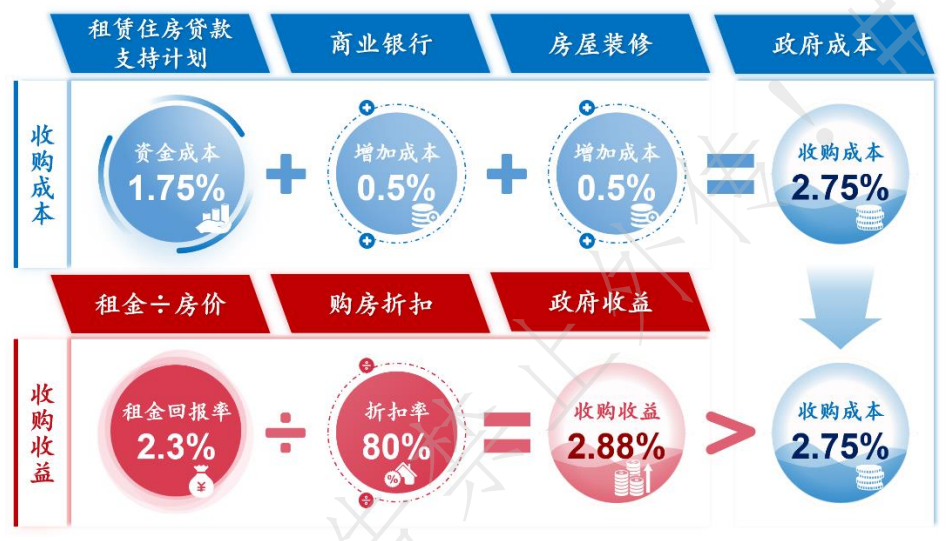
资料来源: Wind, 方正证券研究所

保障房“收储”和租赁住房贷款计划，应该直接折价购买地产公司的新房。当前政府“收储”居民的二手房，需要逐户交易，会明显增加交易成本，也无法系统压低房价，导致租赁住房收益不足以覆盖成本。我们认为：“收储”地产公司的新房，既能减少新房供给，也能系统性压低房价，带来租金回报率超过“收储”成本——

(1) “赁住房贷款计划”的资金成本是 1.75%，加上商业银行加点以及房屋装修，保障房“收储”成本大概是 2.75%；

(2) 市场的租金回报率我们假设是 2.3%，如果房价普遍打 8 折，那么租金回报率能够达到 2.88%，可以覆盖保障房的“收储”成本。

图表14: 房价打八折的话，租赁住房贷款计划，就能实现盈亏平衡



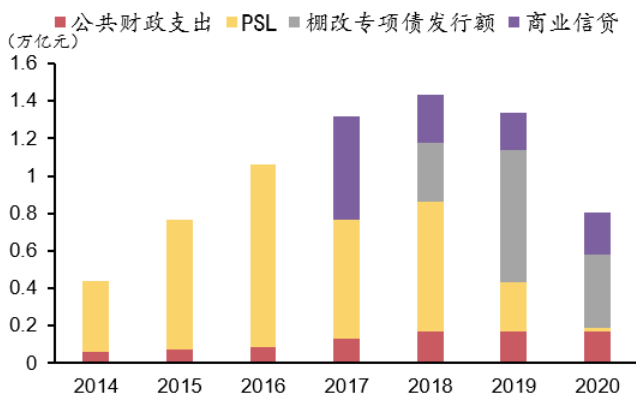
资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 3 PSL 教训：不能“强刺激” or 再“加杠杆”

#### 3.1 15-19 年 PSL 的目的：地方政府/地产公司向居民部门转移杠杆

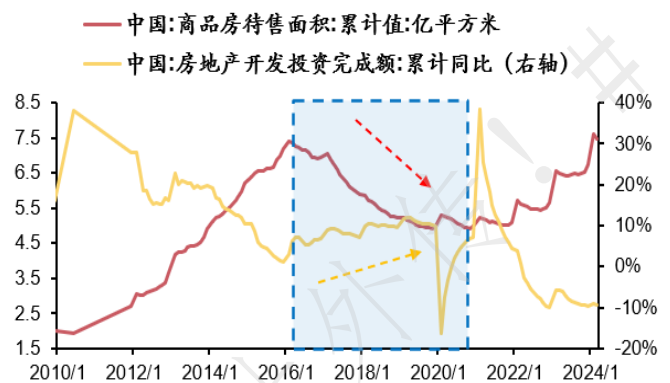
15-19 年 PSL 货币化棚改, 将地方政府和地产公司的杠杆转移到居民部门。2015 年地方政府和地产公司都面临较大的债务压力, 中央出台 PSL 货币化棚改政策, 迅速实现地产行业“涨价去库存”, 同时缓解了地方政府和地产公司的债务和库存压力。

图表15:15-19 年 PSL 为货币化棚改提供资金支持



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表16:15-19 年 PSL 货币化棚改, 助力房地产去库存



资料来源: Wind, 方正证券研究所

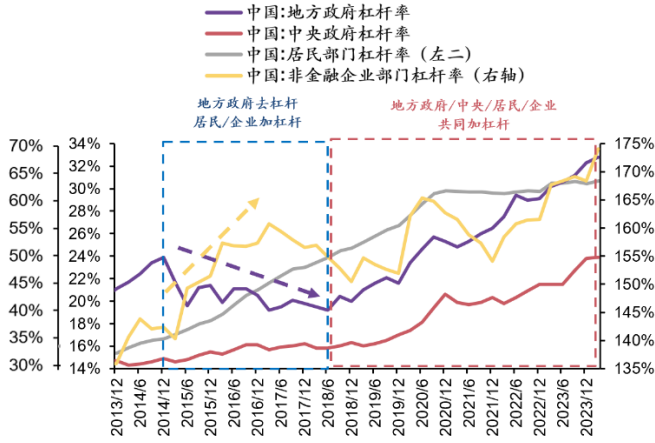
#### 3.2 15-19 年 PSL 的后果：“强刺激”政策最终导致政府/地产公司/居民部门再次“加杠杆”

从 15-18 年的杠杆结构来看, PSL 货币化棚改, 确实完成了杠杆转移。PSL 货币化棚改之后, 地方政府和地产公司的杠杆率确实出现阶段性回落, 而居民部门的杠杆率则明显抬升。由此可见, 房地产“涨价去库存”, 确实将地方政府和地产公司的杠杆, 成功转移到了居民部门。

不过 18 年以后, “强刺激”政策导致政府/企业/居民部门再次大幅加杠杆。PSL 货币化棚改伴随着大量的配套融资, 尤其是 PPP 项目投资迅速膨胀, 政策“强刺激”导致地方政府和房企再次加杠杆。由此可见, PSL 虽然阶段性实现地方政府/地产公司向居民部门的杠杆转移, 但后续新的“加杠杆”方向依然是基建和地产, 功亏一篑。

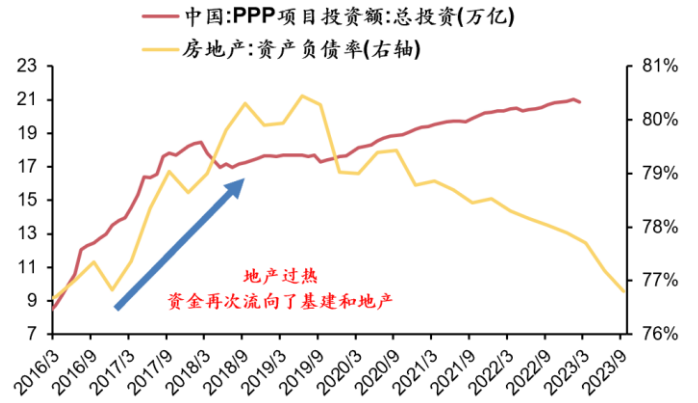
我们认为: 债务周期顶点, 类 PSL 政策只能是杠杆转移的手段, 而不能是经济增长的引擎, 否则, 必然会导致地产“再金融化” & 化债功亏一篑。

图表17:15-17年地方政府去杠杆,居民/企业加杠杆



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表18:地产过热,地方政府再次加杠杆投资



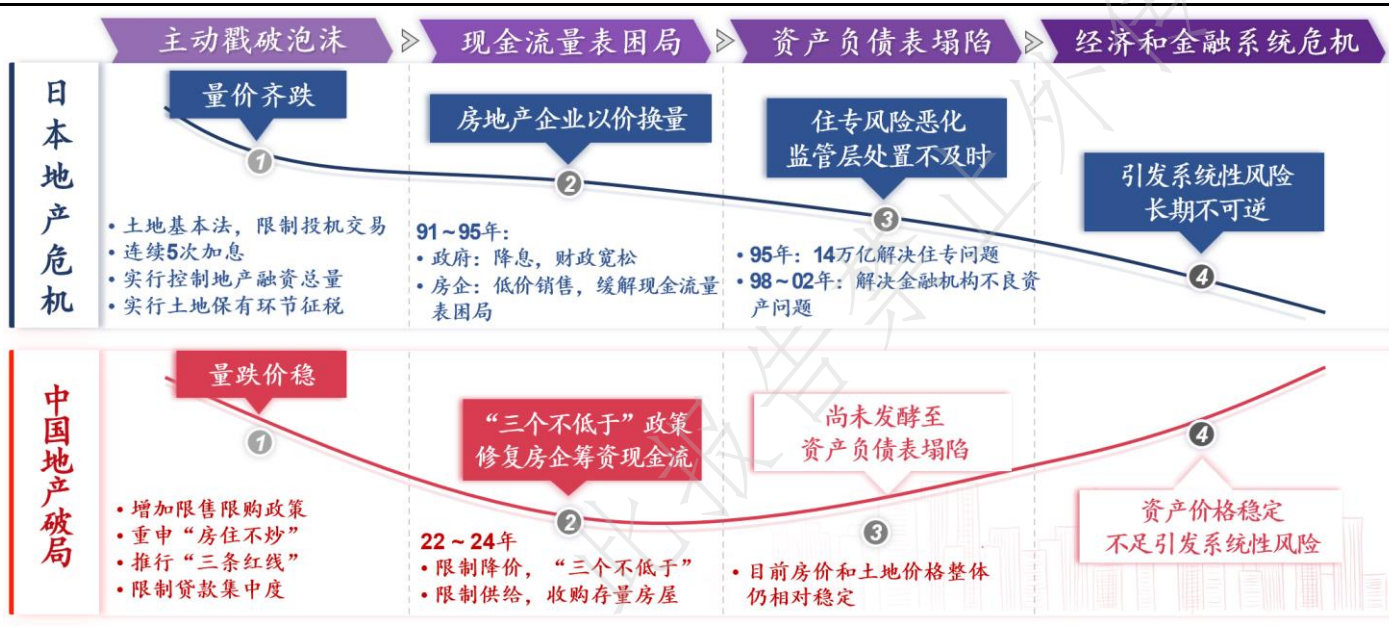
资料来源: Wind, 方正证券研究所

## 4 “收储”不会是“强刺激”：避免中国地产重蹈90年代日本覆辙

### 4.1 当前中国地产困局，类似90年代日本地产危机

当前中国地产处于90年代日本地产危机的第2个阶段：现金流量表困局。我们在1.29《兜住底线，不会塌陷：中国地产会重蹈日本覆辙吗？》中明确指出：上世纪90年代，日本的地产危机经历了4个阶段：89年主动戳破泡沫→92年现金流量表困局→95年资产负债表塌陷→98年经济和金融危机。20年8月中国地产融资“三道红线”主动戳破泡沫以来，当前中国地产行业处于日本地产危机第2阶段的“现金流量表困局”。在这个阶段，日本地产做错了2件事，降价甩卖+增加供给，最终导致“资产负债表塌陷”；而中国地产正在做对2件事，限制降价+增加需求，能够阻断风险蔓延到“资产负债表塌陷”。

图表19:当前，中国正处于现金流量表困局的“破局阶段”



资料来源：方正证券研究所整理

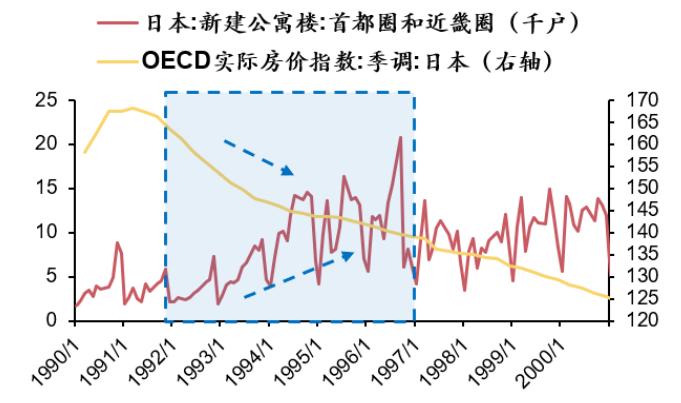
### 4.2 90年代的日本，做错了2件事情：降价甩卖+增加供给

日本政府的“不作为+强刺激”，导致90年代日本地产危机持续发酵。90年代日本政府《关于遏制土地相关融资》指令，主动戳破地产泡沫之后，地产销售额明显回落，地产公司陷入“现金流量表困局”之后——

(1) 日本政府“不作为”，放任地产公司“降价甩卖”，加速房价下跌形成负向螺旋。

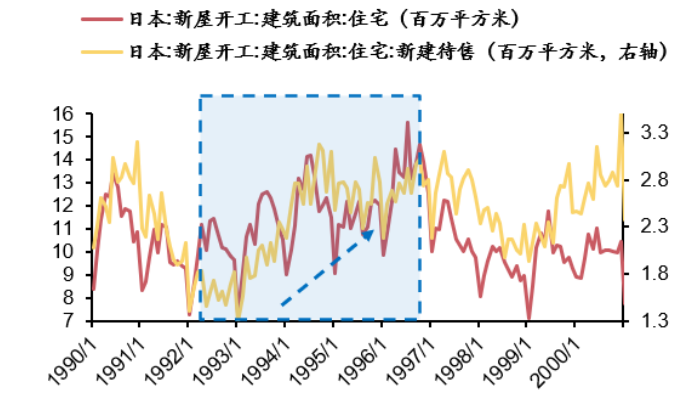
(2) 紧接着，92年末开始，日本政府大规模宽松，“强刺激”政策导致日本地产供给大幅扩张，进一步加剧房价下跌的负向螺旋。

图表20:日本房企以价换量, 甩卖促销



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表21:新房开工持续上涨, 加速市场供过于求



资料来源: Wind, 方正证券研究所

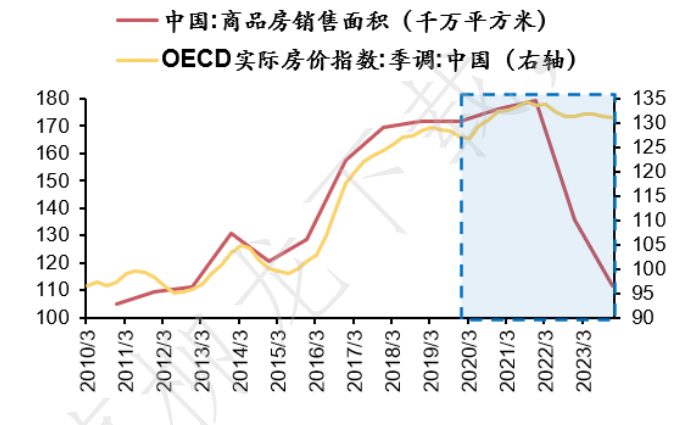
### 4.3 当前的中国, 正做对2件事情: 限制降价+增加需求

中国政府“有作为+不刺激”, 对症下药, 不会重蹈日本地产危机的覆辙。

(1) 在房价方面, 中国政府“限制降价”: 20年8月地产融资“三道红线”主动戳破泡沫以后, 21年开始很多地方就陆续新房“限制降价”相关政策, OECD实际房价指数维持相对韧劲。(2) 在地产供给方面, 中国政府既“限制供给”同时又“增加需求”: 20年以来, 中国地产政策长期维持“房住不炒”的主基调, 房屋新开工面积大幅回落; 同时, 最近两年, 多地的地产“限购政策”相继松绑, 保障房“收储”政策也陆续落地。

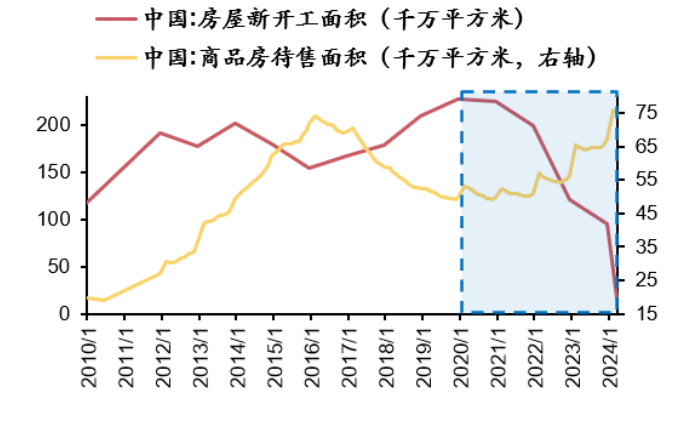
我们判断: 当前的保障房“收储”政策以及租赁住房贷款政策, 大概率会延续“房住不炒”的主基调: 既不会重蹈日本92年末地产“强刺激”的覆辙, 也不会重走中国15-19年PSL“强刺激”的老路。

图表22:中国商品房量跌价稳



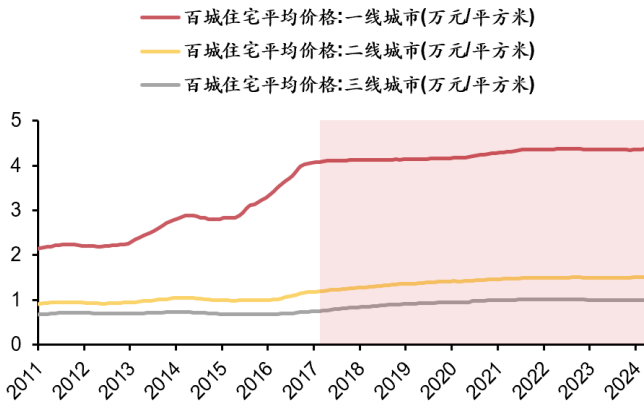
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表23:新房开工持续下降, 防止市场供过于求



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表24:16年后中国住宅价格基本维持稳定



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表25:21年中国多地限制房企变相降价

时间	城市	房价限跌令
2023年5月	昆山	昆山两家房企因擅自大幅度降价销售, 被官方通报批评并处罚
2022年11月	东莞	新房的网签销售价格不得低于申报价格的85%
2022年1月	泰州	房企要主动维护市场稳定, 不恶意降价
2021年8月	唐山	市政府开展房地产企业座谈会打压恶意降价
2021年8月	岳阳	规定成交价不得低于备案价的85%
2021年8月	沈阳	多部门联合对降价房企进行约谈

资料来源: 澎湃新闻等, 方正证券研究所整理

图表26:地产“限购”相关政策持续放松

时间	城市	需求侧放松政策
2024/5/3	上海	发起商品房“以旧换新”活动
2024/4/30	北京	放宽五环外商品房购买限制
2024/4/30	天津	放松市六区120平以上新房限购, 京津冀户籍购房一视同仁
2024/4/29	成都	全面放开限购
2024/4/29	郑州	住房公积金“商转公”
2024/4/26	南京	“买房送户口”
2024/4/26	昆明	下调公积金贷款认定标准, 更多人将满足公积金贷款条件
2024/4/24	海口	个体工商户购房与市民同等待遇
2024/4/23	贵阳	扩大住房公积金“既提又贷”范围, 提高人才公积金贷款额度
2024/4/22	合肥	住房公积金提取政策取消异地购房、还贷提取户籍限制

资料来源: 上海政府网等, 方正证券研究所整理

图表27:保障房“收储”相关政策不断加码

时间	城市	地产“收储”相关政策
2024/4/8	福建福州	一期共收购4768套存量房
2024/4/2	江苏海安	计划今年“以旧换新”100套
2024/4/1	河南郑州	今年计划完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”10000套
2024/2/21	重庆	收购4207套房源
2024/1/5	山东青岛	获得贷款18.5亿元, 支持收购2319套房屋
2023/12/1	天津	银团授信36.42亿元, 发放贷款14.38亿元
2023/11/29	福建福州	福州公开拍卖马尾区存量住宅合计697套用于保租房

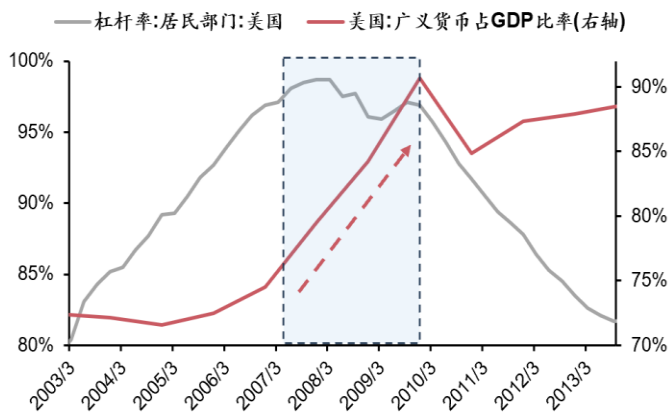
资料来源: 新华网等, 方正证券研究所整理

## 5 “收储”不能再“加杠杆”：中国需要寻找新路，而非重走老路

### 5.1 债务周期高点，“再通胀化债”是必然选择

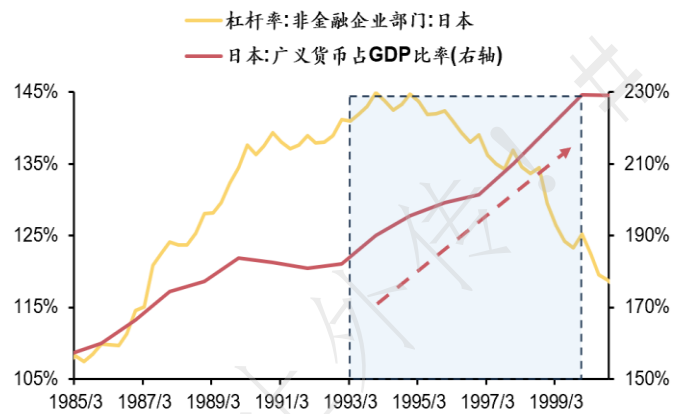
信用货币时代，债务周期高点不可能通缩化债，“再通胀化债”是必然选择。08年的美国和90年代的日本，在债务周期高点，都选择了“再通胀化债”：央行超发货币“加杠杆”，以降低居民和企业部门的杠杆率。由此可见，“再通胀化债”的本质是：将居民和企业部门过高的杠杆率，转移到中央政府。

图表28: 美国08年金融危机后“再通胀化债”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

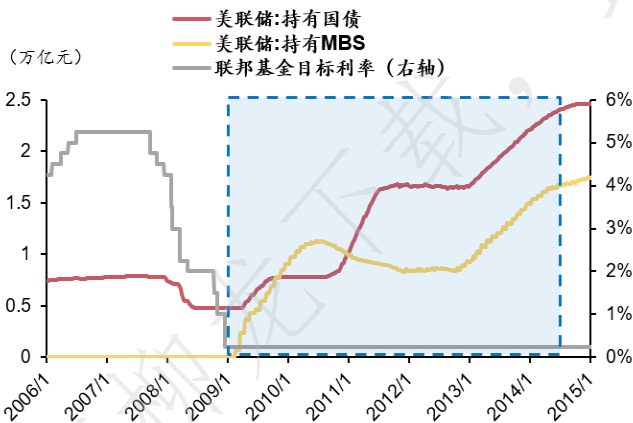
图表29: 日本90年代“再通胀化债”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

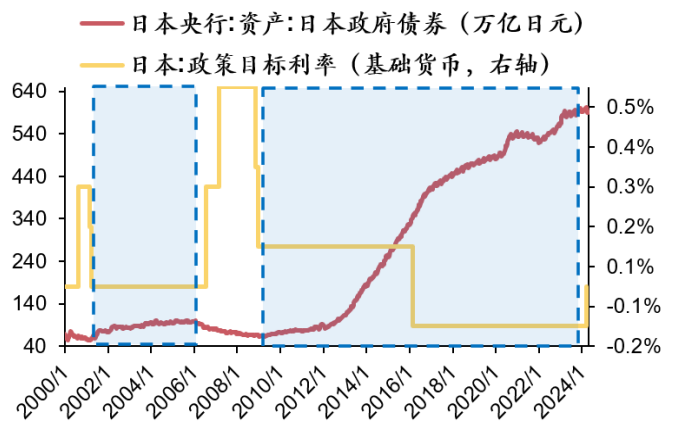
在美日的债务周期高点出现之后，两国都是通过长期低利率+中央政府加杠杆的方式，“再通胀”转移/化解债务压力的。当前中国也处于债务周期高点，预计保障房“收储”，也是中央政府加杠杆“再通胀化债”的重要手段。

图表30: 金融危机，美联储低利率+量化宽松政策



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表31: 日本2000年以来持续低利率+QQE



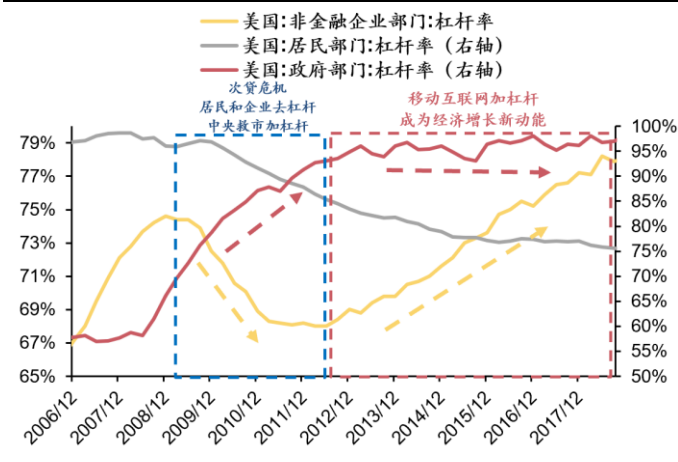
资料来源: Wind, 方正证券研究所



5.2 “再通胀化债”的目标：转移杠杆+争取时间+寻找新的加杠杆方向

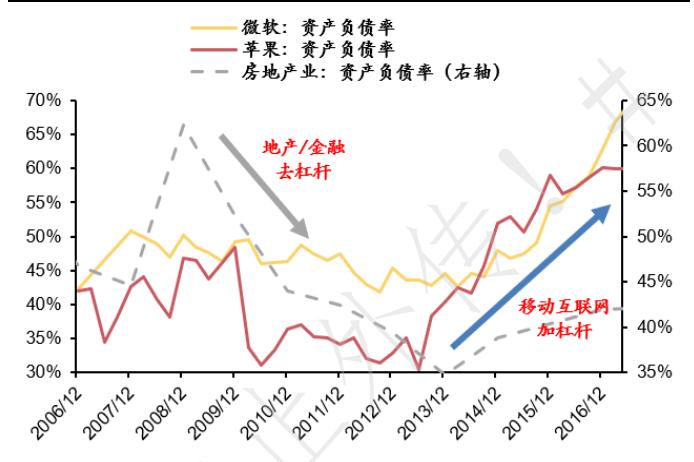
08年美国“再通胀化债”是一个典型的成功案例：最终找到了移动互联网“加杠杆”的新方向。08年金融危机之后，美国的企业和居民部门的杠杆率处于不合理高位，美国政府为了对冲经济下行压力，快速“加杠杆”：(1) 实现杠杆从企业和居民部门，转移到美国政府部门；(2) 托底美国经济增长，为美国经济寻找新增长点争取时间；(3) 2012年移动互联网行业迎来高速增长期，接替政府部门，成为美国经济新的加杠杆方向。

图表32:美国居民和企业部门的杠杆，转移到政府部门



资料来源: Wind, 方正证券研究所

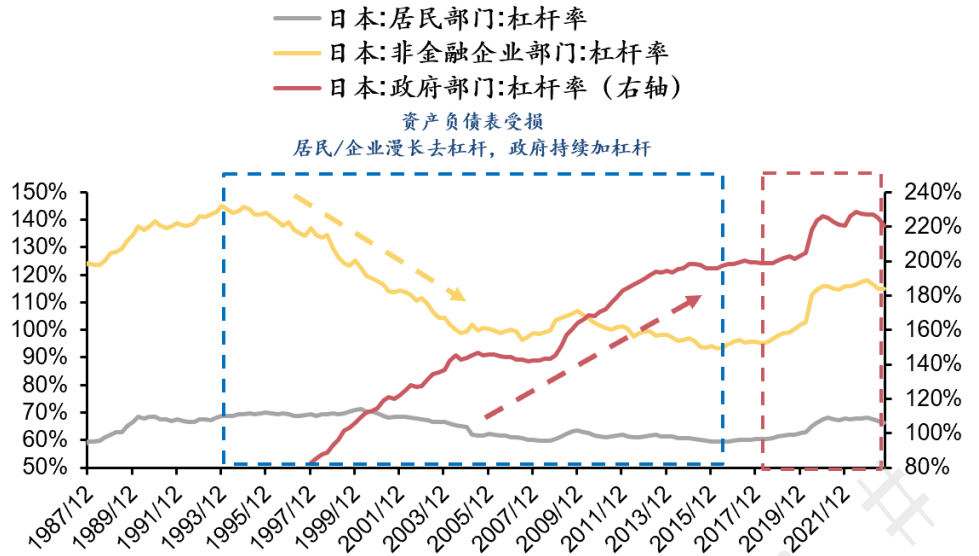
图表33:美国的移动互联网，成为新的加杠杆方向



资料来源: Wind, Facset, 方正证券研究所

90年代日本的“再通胀化债”是一个典型的失败案例：最终没找到“加杠杆”的新方向。90年代初，日本的企业和居民部门的杠杆率处于不合理高位，日本政府为了对冲经济下行，快速“加杠杆”：(1) 实现杠杆从企业和居民部门转移到日本政府部门；(2) 在90年代托底日本经济不快速回落，为日本经济寻找新增长点争取时间；(3) 但日本经济长期没有找到新的增长点，并陷入失去的30年，日本也没找到新的加杠杆方向。

图表34:90年代日本居民和企业部门的杠杆,转移到政府部门,但2000年至今,长期没有找到新的加杠杆方向

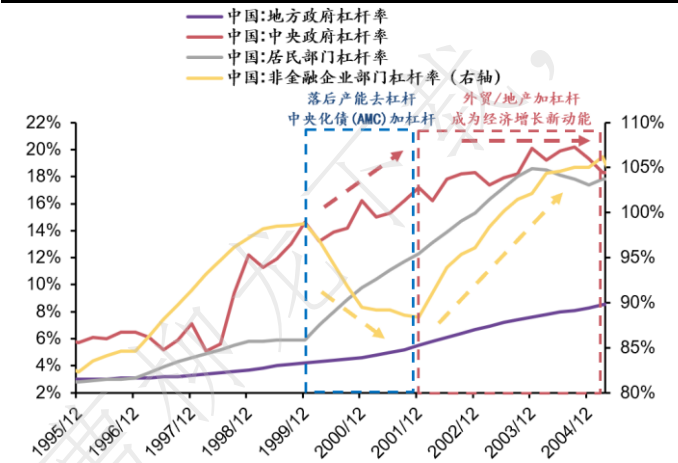


资料来源: Wind, 方正证券研究所

5.3 中国也有成功和失败的经验:2000年找到了新的加杠杆方向、16年找错了加杠杆方向

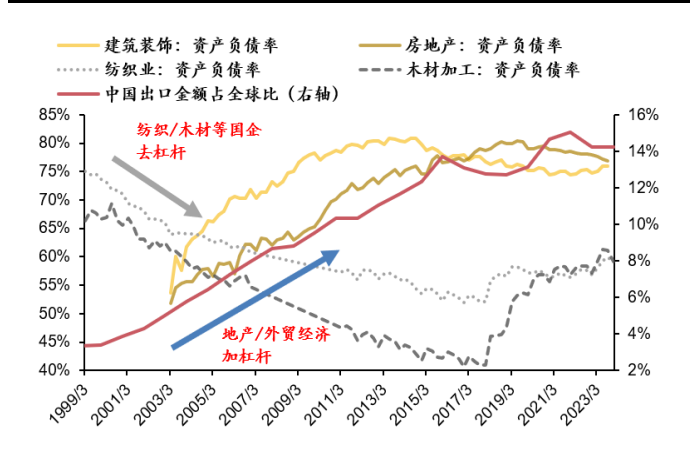
2000年中国的“再通胀化债”也是一个成功的案例:最后找到了外贸+地产“加杠杆”的新方向。90年代末,亚洲金融危机以及后续的国企“破产潮”,中国企业部门的杠杆率处于不合理高位,中国政府为了对冲经济下行,快速“加杠杆”: (1) 实现杠杆从企业部门,转向中国政府部门; (2) 托底2000年前后中国经济不快速回落,为地产周期启动和加入WTO争取时间; (3) 2000年以后,中国的外贸和地产链迎来高速增长期,成为企业和居民加杠杆的新方向。

图表35:杠杆从国企转移到中央再转移到房地产/外贸



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表36:98房改/外贸接替传统国企成为新的经济动能



资料来源: Wind, 方正证券研究所

**15-19年中国的PSL“再通胀化债”效果未达政策预期：重走地产/基建“加杠杆”的老路。**15年末中国地方政府和地产公司的杠杆率处于不合理高位，中国政府为了对冲经济下行压力，推出PSL政策：(1) 实现杠杆从地方政府和地产公司，转移到居民部门；(2) 托底15年以后的中国经济不快速回落，为经济实现“新旧动能转换”争取时间；(3) 但18年开始，PSL“强刺激”政策，导致地产和基建重新走上“加杠杆”的老路，最终，政府/企业/居民部门的杠杆率持续抬升。（详见3.2）

## 6 保障房“收储”不是重走老路，而要重视稀缺资产“涨价重估”

### 6.1 “收储”政策如果扩大推广，地产链可能出现阶段性的“赔率交易”

“赔率交易”不可取。地产链和消费“核心资产”每一次反弹都要出货。4.30 中央政治局会议提示“消化存量房产”、“优化增量住房”、“实施地方政府债务风险化解方案”，意味着：作为“再通胀化债”的重要手段之一，保障房“收储”政策，大概率会扩大推广。当前地产链以及消费“核心资产”的赔率大多处于历史底部区域，这有可能会带来顺周期资产阶段性反弹。

不过，我们在 4.28 《“避险的资金”终将流向“避险的资产”》中明确提示：“赔率交易”不可取！吸取去年 7.24 中央政治局会议前后，顺周期资产“超跌反弹→继续大跌”的教训，除非“强刺激”稳增长政策明确落地（极小概率），否则顺周期资产每一次反弹都是卖出的窗口期。

图表37:当前地产链赔率合意

行业	PE(TTM)	PE(TTM)分位数	PB(LF)	PB(LF)分位数	动态PE	动态PE分位数	交易拥挤度	拥挤度分位数	基金配置比例	基金超配比例	基金配置比例分位数
房地产	-10.21	12.21%	0.61	0.58%	8.21	49.42%	1.03%	0.82%	0.99%	-0.42%	3.51%
房地产服务	-11.51	22.09%	1.06	0.58%	10.51	7.98%	0.06%	20.14%	0.06%	0.00%	78.95%
房地产开发	-10.19	12.21%	0.61	0.58%	8.20	49.42%	0.97%	1.10%	0.94%	-0.43%	3.51%
建筑装饰	9.15	14.53%	0.82	3.49%	5.74	9.88%	3.64%	83.97%	0.50%	-1.61%	19.30%
装饰装修II	-6.74	8.14%	1.50	5.81%	7.33	1.18%	0.11%	11.78%	0.01%	-0.10%	15.79%
房屋建设II	5.03	13.37%	0.60	1.74%	3.77	3.49%	0.26%	33.75%	0.24%	-0.17%	47.37%
银行	5.49	29.65%	0.60	13.37%	5.39	29.07%	2.17%	35.89%	2.44%	-4.18%	12.28%
城商行II	5.06	8.14%	0.62	6.40%	4.46	8.14%	0.48%	65.21%	0.93%	-0.60%	71.93%
股份制银行II	5.18	22.09%	0.54	6.40%	5.08	23.84%	0.90%	31.37%	0.67%	-2.15%	7.02%
农商行II	5.35	19.32%	0.56	19.32%	4.78	18.18%	0.17%	62.89%	0.12%	-0.23%	92.98%
家用电器	15.86	30.81%	2.63	30.81%	12.75	40.70%	2.15%	82.47%	4.23%	1.66%	66.67%
厨卫电器	14.99	5.81%	2.14	4.65%	12.32	4.07%	0.20%	94.92%	0.05%	-0.03%	45.61%
照明设备II	20.01	4.07%	1.77	1.74%	13.75	6.02%	0.07%	51.23%	0.01%	-0.03%	33.33%
家电零部件II	21.46	8.72%	3.04	37.79%	16.34	5.81%	0.51%	95.48%	0.49%	0.21%	85.96%
小家电	23.20	16.28%	3.91	41.86%	18.37	26.16%	0.38%	97.40%	0.36%	0.15%	87.72%
建筑材料	20.18	56.98%	1.07	1.74%	13.16	60.47%	0.97%	8.36%	0.46%	-0.46%	1.75%
水泥	20.53	70.35%	0.76	1.74%	14.52	84.88%	0.21%	3.29%	0.18%	-0.16%	28.07%
装修建材	22.77	11.05%	1.78	0.58%	11.69	1.74%	0.42%	26.85%	0.22%	-0.12%	28.07%
食品饮料	25.00	22.09%	5.26	40.12%	19.95	27.33%	2.18%	13.84%	13.18%	6.43%	54.39%
饮料乳品	22.79	4.65%	3.22	2.33%	17.16	2.33%	0.24%	2.88%	0.33%	-0.37%	5.26%
休闲食品	27.61	18.60%	2.50	9.88%	17.43	2.03%	0.22%	69.19%	0.22%	0.04%	73.68%

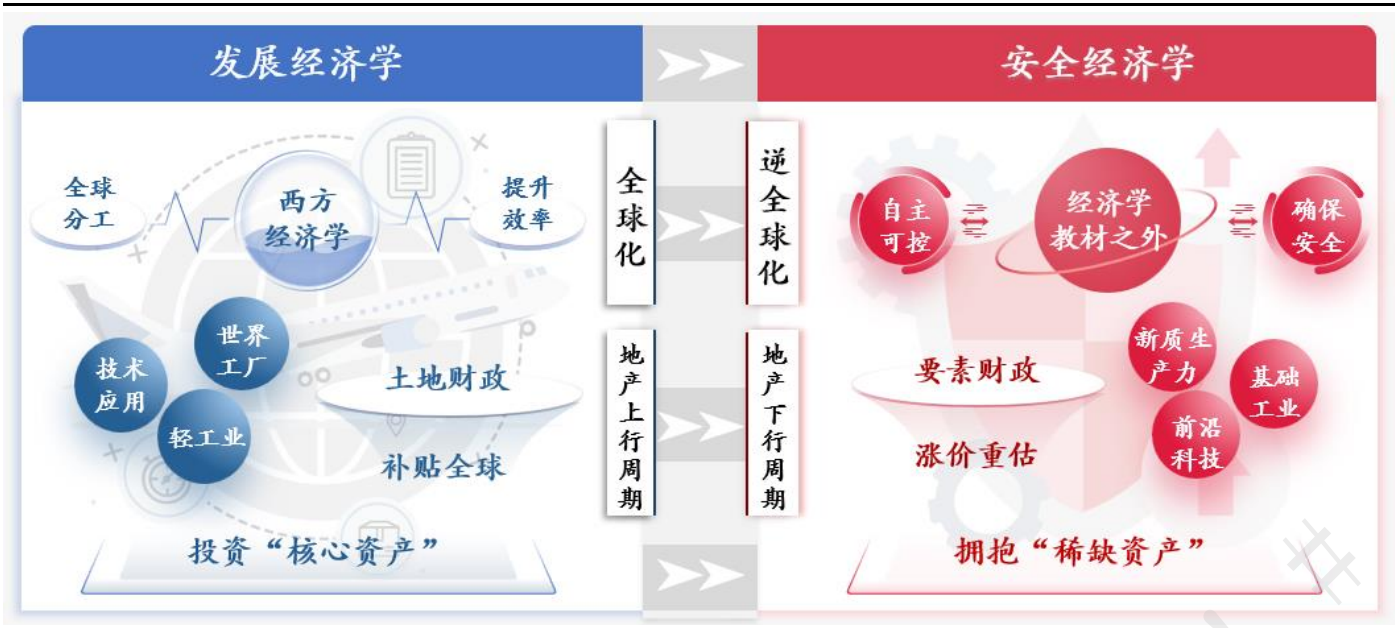
资料来源：方正证券研究所

### 6.2 保障房“收储”政策，甚至反而会加速地产“去金融化”

逆全球化“大安全当立”！中国地产行业不会重走“再金融化”的老路。我们在 3.31 《安全经济学：当世界向我们露出獠牙》中指出：逆全球化的大趋势下，工业能力就是战争潜力。这个世界底层逻辑，已经从效率优先的“发展经济学”，切换到自主可控的“安全经济学”。因此，中美经济都在加速“脱虚向实”，中国地产也早已开启“去金融化”进程。我们认为：保障房“收储”（类 PSL）政策，不会是地产“去金融化”的结束，反而是地产加速“去金融化”的开始——

在托底“不发生系统性风险的底线”之后，保障房“收储”政策，甚至反而会加速地产“去金融化”进程！

图表38:从过去 20 多年的“发展经济学”，转向现在和未来 20 年的“安全经济学”



资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 6.3 “再通胀化债”，更要重视稀缺资产“涨价重估”！

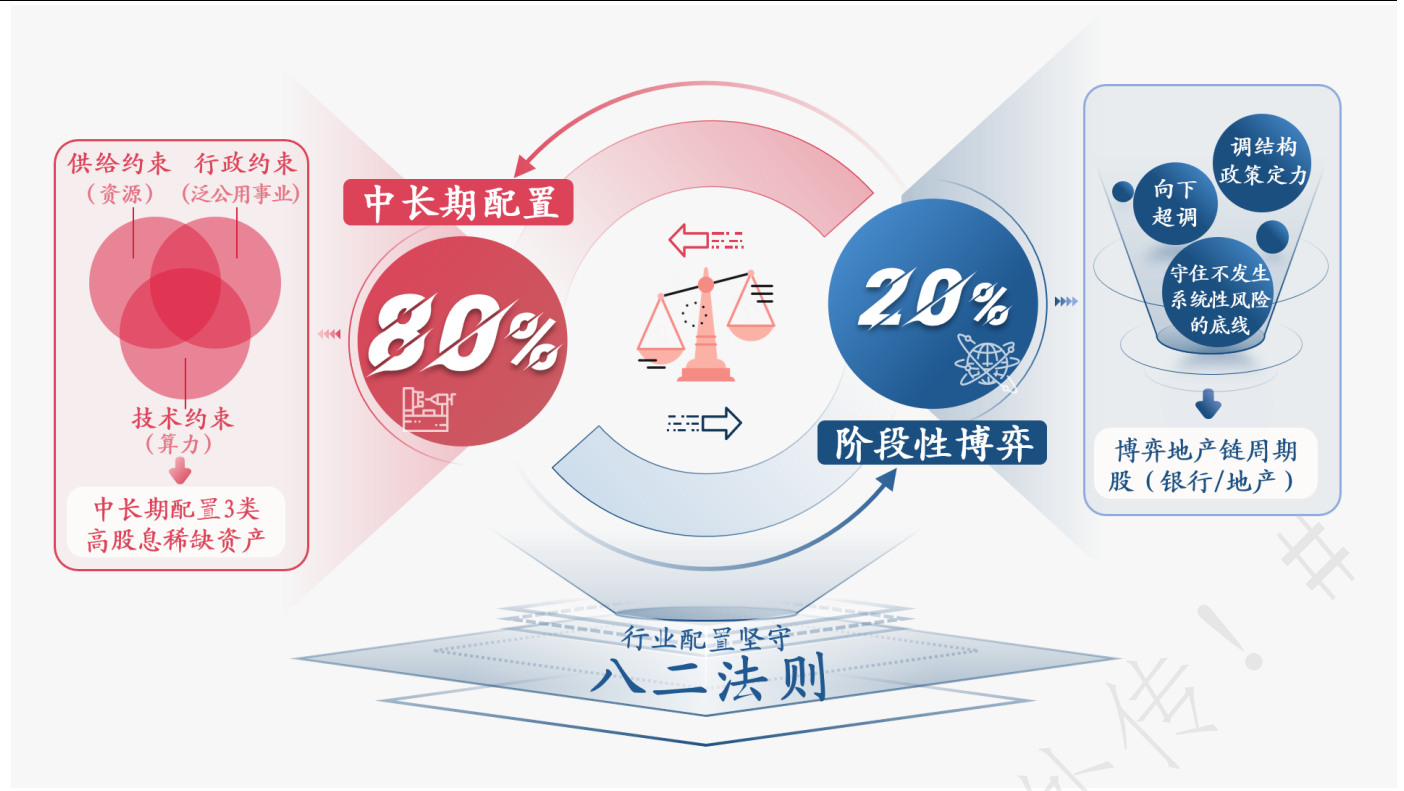
保障房“收储”是“再通胀化债”的手段，而非地产“去金融化”的开端。4.30 中央政治局会议之后，我们判断：保障房“收储”和租赁住房贷款政策，有可能扩大推广。这标志着中国“再通胀化债”进程已经开启，会加速稀缺资产“涨价重估”。当前的时代背景远非 16 年可比，保障房“收储”（类 PSL）政策，不会重走地产/基建“再加杠杆”的老路，反而可能加速地产“去金融化”进程。因此，吸取去年 7.24 政治局会议前后的教训，地产链和消费“核心资产”每一次反弹都应该出货。

逆全球化“大安全当立”！建议继续抱紧黄金/资源/公用事业等“安全资产”（稀缺资产）。我们从去年 12 月初以来持续提示，行业配置坚守“八二法则”——

80%仓位中长期配置“安全资产”：（1）供给约束（部分资源）：煤炭/有色/石油；（2）行政约束（中特估）：国企垄断的水务/电力/燃气/交运/通信；（3）技术约束（新质生产力）：AI 算力基建。

20%仓位阶段性博弈“发展资产”：地产/银行的预期过度向下超调，会带来“脉冲式”的反弹行情。

图表39:行业配置“八二法则”：80%配置高股息“稀缺资产”+20%博弈地产链弹性



资料来源：方正证券研究所整理

## 7 市场全景扫描

### 7.1 市场回顾

本周万得全 A 较上周上涨 1.19%，上证指数较上周上涨 0.52%，沪深 300 较上周上涨 0.56%，中证 500 较上周上涨 1.28%，创业板指较上周上涨 1.90%，科创 50 较上周上涨 2.02%。

各类市场风格中，大盘价值上涨 0.32%，大盘成长上涨 0.46%，小盘价值上涨 0.91%，小盘成长上涨 1.44%。

大类行业中，TMT 与中游制造本周涨跌幅靠前，涨跌幅分别为 7.32%、4.69%，资源类与金融服务本周涨跌幅靠后，涨跌幅分别为-0.48%、0.84%。

一级行业中，涨跌幅前三行业为房地产、家用电器、医药生物，涨跌幅分别为 4.46%、3.87%、2.49%；涨跌幅后三行业为有色金属、建筑装饰、石油石化，涨跌幅分别为-1.34%、-1.33%、-0.79%。

本周境外市场多数上涨，其中标普 500 上涨 0.55%、恒生指数下跌 0.00%。

大宗商品多数下跌，其中布油下跌 6.00%、COMEX 黄金下跌 1.37%。

截至本周收盘，中国十年期国债收益率为 2.30%，较上周下降 0.56BP。

图表40: 本周市场回顾

本周市场回顾							
A股市场				境外市场与其他大类资产			
重要市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	境外市场指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅
万得全A	1.96%	1.19%	-1.86%	0.00%	标普500	0.0267	0.55%
上证指数	0.76%	0.52%	4.37%	6.22%	道琼斯工业指数	0.0067	1.14%
沪深300	1.20%	0.56%	5.05%	6.91%	恒生指数	0.0000	0.00%
中证500	1.08%	1.28%	0.22%	2.08%	英国富时100	0.0309	0.90%
创业板指	3.86%	1.90%	-1.74%	0.11%	德国DAX	0.0239	-0.88%
科创50	2.97%	2.02%	-9.92%	-8.06%	日经225	0.0234	0.79%
市场风格指数	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	国际汇率	最新值	周度环比变化
大盘价值	-0.75%	0.32%	12.46%	14.32%	美元指数	105.09	-0.01
大盘成长	1.81%	0.46%	0.58%	2.44%	美元兑人民币	7.24	0.00
小盘价值	-1.33%	0.91%	8.58%	10.44%	港元兑人民币	0.93	0.00
小盘成长	1.39%	1.44%	-5.72%	-3.86%	英镑兑人民币	9.08	0.00
大类板块	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	欧元兑人民币	7.77	0.00
周期类	-0.67%	2.41%	7.32%	9.17%	100日元兑人民币	4.62	0.00
资源类	-3.06%	-0.48%	23.72%	25.57%	主要利率	最新值	周度环比变化
中游材料	-0.16%	1.80%	-0.52%	1.34%	中国十年期国债收益率	2.30%	-0.56BP
中游制造	0.65%	4.69%	0.23%	2.09%	中国一年期国债收益率	1.69%	2.82BP
大消费	3.03%	4.19%	0.22%	2.08%	期限利差 (10Y-1Y)	0.61%	-3.38BP
可选消费	2.02%	3.28%	4.68%	6.54%	R007	2.09%	12.26BP
必需消费	3.59%	4.68%	2.02%	-0.16%	DR007	2.11%	17.83BP
金融服务	0.19%	0.84%	10.70%	12.56%	MLF利率: 1年	2.50%	0BP (月度)
服务业	0.21%	1.42%	6.63%	8.48%	美国十年期国债收益率	4.50%	-17.00BP
TMT	3.44%	7.32%	0.29%	2.15%	大宗商品	上周涨跌幅	本周涨跌幅
本周涨跌幅前三/后三一级行业	上周涨跌幅	本周涨跌幅	年初以来涨跌幅	年初以来超额收益	ICE布油	0.77%	-6.00%
房地产	3.10%	4.46%	-13.38%	-11.52%	WTI原油	0.85%	-6.85%
家用电器	-0.80%	3.87%	19.63%	21.49%	COMEX黄金	-2.79%	-1.37%
医药生物	4.43%	2.49%	-9.78%	-7.92%	COMEX白银	-3.85%	-2.32%
有色金属	-2.04%	-1.34%	11.16%	13.01%	LME铜	1.23%	-1.34%
建筑装饰	-0.51%	-1.33%	-3.25%	-1.39%	LME铝	-3.25%	-1.66%
石油石化	-3.57%	-0.79%	11.60%	13.46%	上期所螺纹钢	-0.22%	0.00%

资料来源: Wind, 方正证券研究所

**本周资金面变化:** 本周 A 股总体重要股东二级市场交易净减持 0.37 亿元, 减持最多的行业为食品饮料 (-7.98 亿元), 增持最多的行业为银行 (5.79 亿元)。本周偏股型基金新发行 34.39 亿, 而上周为 105.27 亿。本周北向资金净流入 22.76 亿元, 而上周净流入 257.96 亿元。截至本周收盘, 融资余额为 14876 亿元, 周环比上涨 0.38%, 同比下跌 2.18%, 融券余额为 391 亿元, 周环比上涨 0.25%, 同比下跌 57.45%。



最新行业比较打分结果显示：

轻工制造、社会服务、纺织服饰等行业得分较高。轻工制造赔率得分、景气指数得分、市场预期得分和财务得分较高，总分 81.41，在所有一级行业中排首位；社会服务景气指数得分和财务得分较高，总分 80.88，排名第二；纺织服饰景气指数得分和市场预期得分较高，总分 72.6，排名第三；

环保、煤炭、通信排在后三位。环保景气指数得分、市场预期得分较低，总分 38.67；煤炭财务得分较低，总分 37.58；通信景气指数得分较低，总分为 27.88。

本周行业打分变动前三的行业为社会服务、电子、有色金属。社会服务上升了 14 分，原因是赔率得分上升；电子上升了 11 分，原因是赔率得分和市场预期得分上升；有色金属上升了 9 分，原因是赔率得分和市场预期得分上升。

图表41:行业比较

一级行业	总得分	赔率得分	景气指数得分	市场预期得分	财务得分
打分权重	100%	30%	30%	20%	20%
轻工制造	81.41	76	73	93	90
社会服务	80.88	70	87	-	90
纺织服饰	72.60	69	70	87	68
交通运输	71.68	56	83	-	81
医药生物	71.34	100	67	91	16
建筑材料	70.98	80	100	44	42
石油石化	67.81	35	93	56	90
有色金属	63.68	37	90	73	55
电子	63.07	59	47	89	68
基础化工	61.70	61	50	100	42
食品饮料	57.81	80	53	35	55
机械设备	57.60	59	77	-	16
国防军工	56.64	63	97	41	3
传媒	56.25	89	80	28	
商贸零售	55.65	81	37	-	42
汽车	55.13	0	63	100	81
钢铁	55.13	39	60	50	77
农林牧渔	52.91	63	43	24	81
美容护理	52.62	96	10	36	68
建筑装饰	51.40	96	57	24	3
家用电器	47.41	61	30	-	55
综合	42.72	52	-	-	29
银行	41.71	81	7	-	32
计算机	41.70	67	23	41	32
公用事业	40.58	30	27	-	90
电力设备	39.75	85	33	18	3
非银金融	39.21	87	13	29	16
房地产	38.75	83	20	36	3
环保	38.67	91	17	0	32
煤炭	37.58	41	40	51	16
通信	27.88	43	3	29	42

资料来源：Wind，方正证券研究所 注：（1）对于数据不可得项，权重分配给其他项进行得分计算（2）客观打分结果仅供参考，不代表方正行业推荐顺序

## 7.2 本周重要经济数据

图表42: 本周重要数据

数据类别	主要变化
国内宏观	<p>4月中国制造业 PMI 连续两个月位于扩张区间，制造业继续保持恢复发展态势；</p> <p>4月中国制造业 PMI 50.40%，低于3月的50.80%。</p>
海外宏观	<p>美国4月 PMI 不及预期，核心 PCE 仍处于高位区间，面临“滞胀”困境：</p> <p>4月美国失业率(季调)3.90%，高于3月的3.80%；</p> <p>4月美国新增非农就业人数 17.50 万人，同比下降 37.05%，相比3月的 115.75% 转负；</p> <p>4月美国 ADP 就业人数 13192.20 万人，同比增长 1.84%，低于3月的 1.93%；</p> <p>3月美国全部制造业新增订单 61.33 百亿美元，同比下降 0.91%，相比2月的 3.66% 转负；</p> <p>4月美国非制造业 PMI 49.40%，低于3月的 51.40%；</p> <p>4月美国 ISM 制造业 PMI 49.20%，低于3月的 50.30%；</p> <p>上周美国初申请失业金人数 20.80 万人，较前一周维持不变；</p> <p>上周 EIA 商业原油库存环比增减 7.26 百万桶，高于前一周的 -6.37 百万桶；</p> <p>3月德国失业率 3.20%，较2月维持不变；</p> <p>3月欧盟失业率(季调)6.00%，低于2月的 6.10%；</p> <p>4月德国 CPI 同比 2.20%，较3月维持不变；</p> <p>4月欧元区 CPI 同比 2.40%，较3月维持不变。</p>
上游资源品	<p>本周 COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约)2301.00 美元/盎司，低于上周的 2332.90 美元/盎司；</p> <p>本周阴极铜期货收盘价(活跃合约)82.18 元/千克，高于上周的 81.10 元/千克；</p> <p>本周铝期货收盘价(活跃合约)20.57 元/千克，低于上周的 20.62 元/千克；</p> <p>本周 LME 铜库存 11.53 万吨，低于上周的 11.86 万吨；</p> <p>本周 LME 铝库存 48.92 万吨，低于上周的 49.41 万吨；</p> <p>本周英国布伦特原油(Dtd)现货价 83.51 美元/桶，低于上周的 90.19 美元/桶；</p> <p>本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价 78.11 美元/桶，低于上周的 83.85 美元/桶。</p>
中游材料	<p>本周尿素(小颗粒)出厂价 2200.00 元/吨，高于上周的 2190.00 元/吨；</p> <p>上周华东地区 PTA 市场均价 5925.83 元/吨，低于前一周的 5975.60 元/吨；</p> <p>上周螺纹钢现货价 3877.00 元/吨，高于前一周的 3856.00 元/吨；</p> <p>本周南华玻璃指数 2158.21 点，低于上周的 2225.78 点。</p>
必需消费	<p>上周生猪饲料平均价 3.16 元/千克，低于前一周的 3.17 元/千克。</p>
可选消费	<p>上周十大城市:商品房成交面积 112.26 万平方米，高于前一周的 90.46 万平方米；</p> <p>上周 30 大中城市:商品房成交面积 218.03 万平方米，高于前一周的 185.73 万平方米；</p> <p>上周 100 大中城市成交土地溢价率 3.17%，高于前一周的 2.75%。</p>
服务业	<p>3月全国社会物流总额累计 88.00 万亿元，同比增长 4.39%，高于2月的 3.55%；</p> <p>一季度贷款需求指数 71.60 点，高于四季度的 61.40 点；</p> <p>3月火电发电量 5201.00 亿千瓦时，同比增长 1.07%，低于12月的 10.08%。</p>

资料来源: Wind, 方正证券研究所

### 7.3 本周经济要闻

**4月30日，中国制造业PMI连续2个月位于扩张区间：**国家统计局服务业调查中心、中国物流与采购联合会发布数据，4月中国制造业采购经理指数（PMI）为50.4%，比上月下降0.4个百分点，连续两个月位于扩张区间，制造业继续保持恢复发展态势。

**5月1日，美联储宣布联邦基金目标利率区间不变，表示降息继续推迟：**美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间，并表示因为高于预期的通胀数据，将继续推迟首次降息的时间。美联储主席鲍威尔表示，关于实现通胀降至2%的目标，美联储尚未得到足够的信心，美联储将“按兵不动”直至通胀形势发生变化。

### 7.4 下周重点关注

5月6日**欧盟公布3月欧盟PPI；**

5月7日**中国公布4月官方储备资产和4月外汇储备；**

5月9日**中国公布4月出口和进口金额同比；**

5月10日**美国公布5月密歇根消费者情绪指数；**

5月11日**中国公布4月CPI和4月PPI。**

## 8 风险提示

地缘政治不确定性；国内经济复苏不及预期；海外经济衰退超预期等。

曹柳龙下载，此报告禁止外传！

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

## 方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：[yjzx@foundersc.com](mailto:yjzx@foundersc.com)