

- **市场风格6月或介于均衡与顺周期。**从风格投资时钟的角度来看，情绪方面，6月可能会出现小幅回暖。一方面，从股市近几年的情况来看，市场情绪通常会有小幅回暖，这或许与部分风格漂移的基金调仓有关。站在当前，历史规律或许仍然将会生效。另一方面，活跃资本市场仍然较为积极，这也将对市场情绪形成较强支撑；现实方面，在出口及地产均有望改善的背景下，6月份国内经济或继续修复。综合来看，未来市场大概率或许会处于“强现实、强情绪”或“强现实、弱情绪”情景，风格将会介于均衡与顺周期。
- **一级行业中，6月重点关注家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产。**行业打分体系同时考虑了自上而下及自下而上两个角度。其中，自上而下部分包括市场风格、流动性两个维度，而自下而上部分包括政策、景气、估值及筹码四个维度。从实际打分情况来看，在申万一级行业中，家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产的得分最靠前，6月份值得重点关注。
- **家用电器关注白电。**三大白电内销稳增长，出口高增，政策推动下行业有望持续上涨。
- **电子关注半导体、AI。**半导体行业整体业绩复苏明显，大基金三期成立有望推动国内半导体行业持续发展进步；英伟达发布新一代Blackwell GPU，算力大幅提升，北美四大云厂商均将上调全年资本开支，AI景气度持续上行。
- **银行关注龙头大行。**地产利好政策频发，银行板块中的龙头大行估值有望率先修复。
- **基础化工关注化工龙头和国产替代。**化工品价格提升带动行业景气回暖，龙头公司有望率先受益，国产替代企业有望实现技术突破。
- **有色金属关注铜、铝。**铜行业面临长周期资本开支增长乏力和铜矿品位下行，2024-2025年铜价的整体中枢将逐步上移；铝长期需求仍有增长空间，短期在控制单位GDP能耗带来的限产预期下，股价或会持续受到催化。
- **房地产关注地产开发、物业服务。**近期地产利好政策频发，地产销售数据有望边际改善，地产开发及物业服务值得关注。
- **风险提示：**市场情绪大幅回落；经济增长不及预期；中美关系波动压制市场风险偏好；政策出台落地不及预期；产业发展不及预期。

一级行业打分表及细分行业推荐

自上而下：风格或介于均衡与顺周期，美债利率或震荡下行

自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码

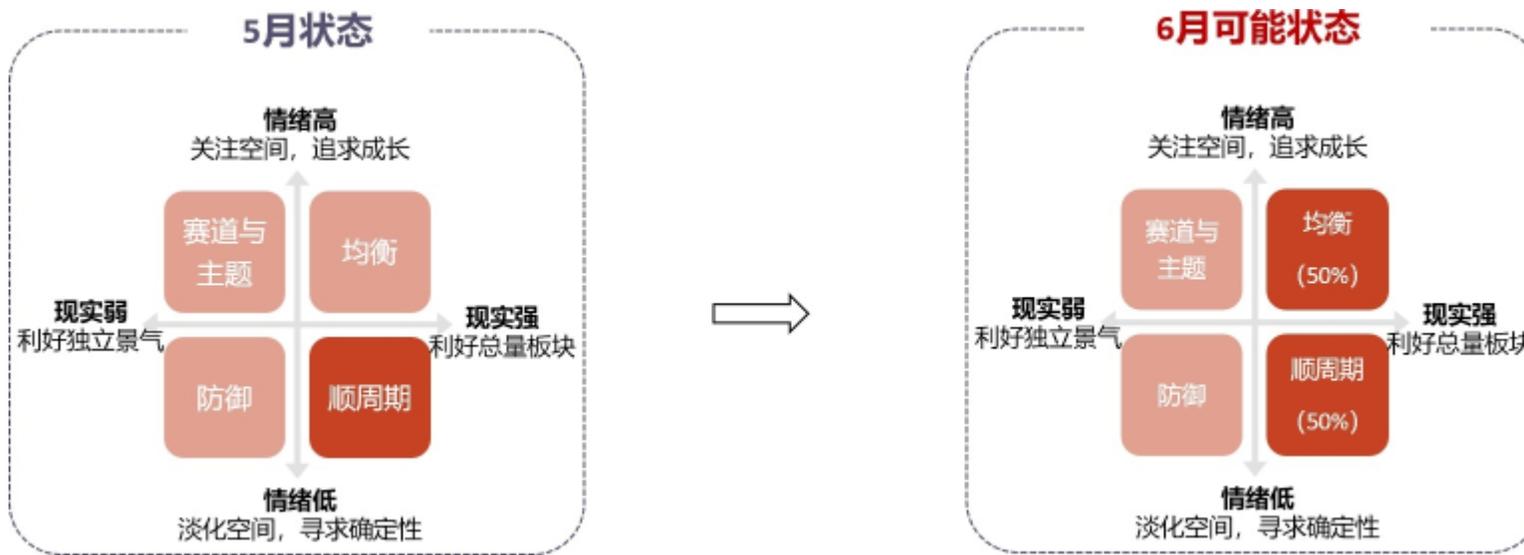
行业中观景气数据跟踪

风险提示

1.1 市场风格6月或介于均衡与顺周期

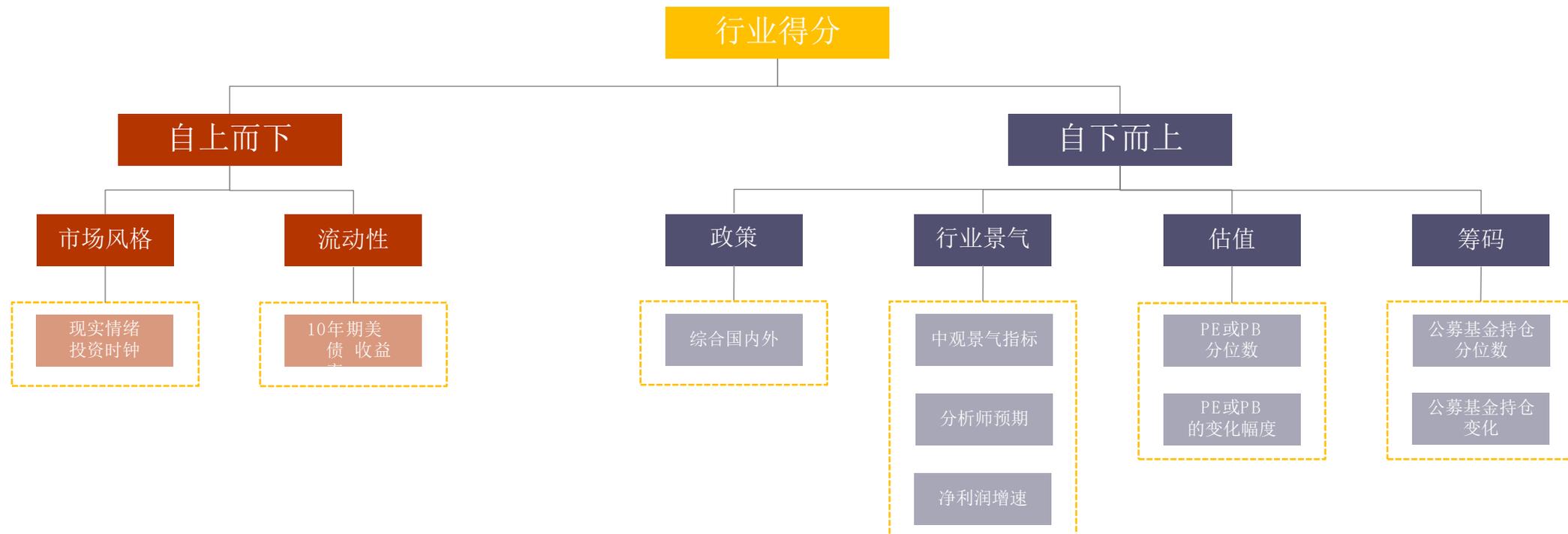
➤ **市场风格6月或介于均衡与顺周期。**情绪方面，6月可能会出现小幅回暖。一方面，从股市近几年的情况来看，市场情绪通常会有小幅回暖，这或许与部分风格漂移的基金调仓有关。站在当前，历史规律或许仍然将会生效。另一方面，活跃资本市场仍然较为积极，这也将对市场情绪形成较强支撑；现实方面，在出口及地产均有望改善的背景下，6月份国内经济或继续修复。我国出口面临的外需环境仍在继续改善，未来出口有望持续修复，地产在政策的积极发力下，二手房销售数据已经有所回暖，随着政策效力的逐渐显现，未来地产各环节数据或许会逐渐企稳。综合来看，未来市场大概率或许会处于“强现实、强情绪”或“强现实、弱情绪”情景，风格将会介于均衡与顺周期。

图1：未来市场风格或介于均衡与顺周期



➤ 行业打分体系同时考虑了自上而下及自下而上两个角度。其中，自上而下部分包括市场风格、流动性两个维度，由于涉及到对于未来的判断，相对来说具有一定的主观性。而自下而上部分包括政策、景气、估值及筹码四个维度，均为客观数据，不涉及主观判断。其中，我们认为市场风格、政策及中观景气指标对于行业的股价表现影响较大，因此对这三项指标给予了相对较大的权重。

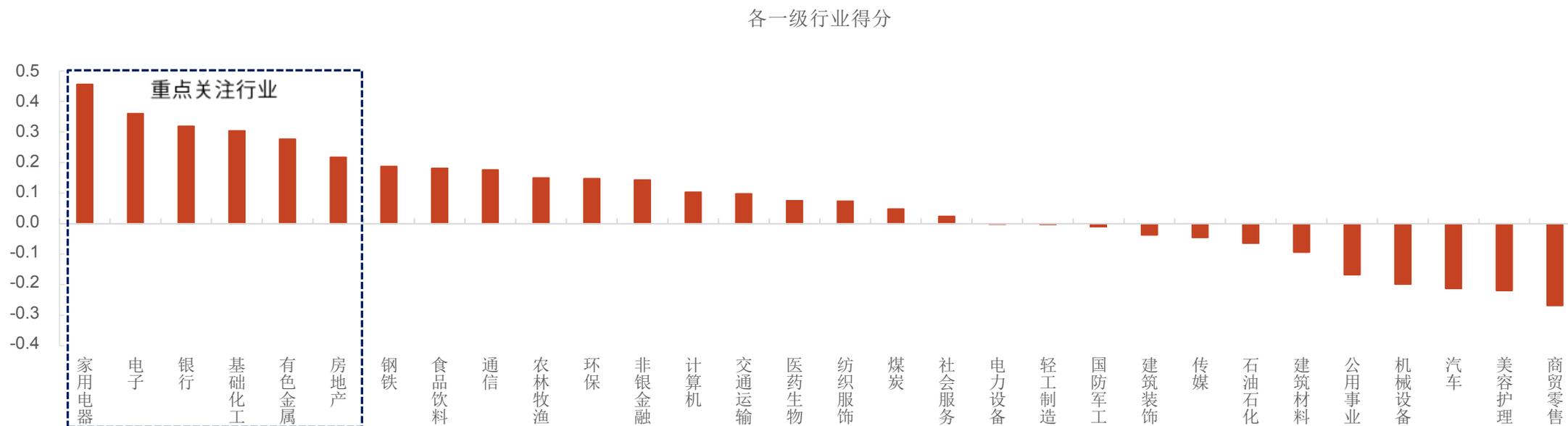
图2：行业打分指标体系



1.2 一级行业打分表

- 从实际打分情况来看，6月份家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业最值得关注。通过行业比较打分体系对各个行业进行打分，在申万一级行业中，家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业的得分最靠前，6月份值得重点关注。

图3：申万一级行业中，家用电器、电子、银行等行业得分靠前



1.2 一级行业打分表

➤ 从实际打分情况来看，6月份家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业最值得关注。通过行业比较打分体系对各个行业进行打分，在申万一级行业中，家用电器、电子、银行、基础化工、有色金属及房地产行业的得分最靠前，6月份值得重点关注。

表1：各行业细分项打分情况

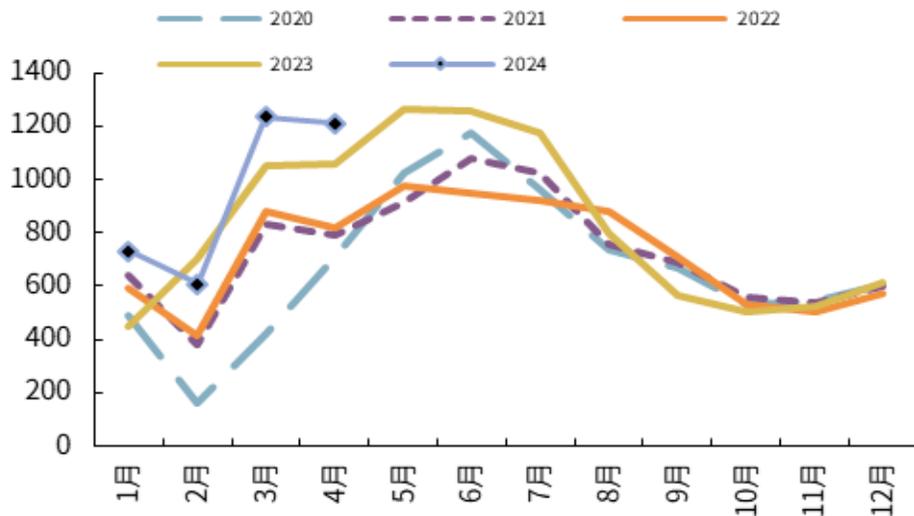
行业代码	行业名称	市场风格	流动性	政策	行业景气			估值		筹码		总分
					中观景气	分析师预期	净利润	分位数	估值变化	公募基金持仓	持仓变化	
801110.SI	家用电器	0.7	0.0	0.5	1.0	1.00	-0.31	-0.17	0.0	-0.10	0.86	0.46
801080.SI	电子	0.2	0.5	1.0	1.0	0.45	1.00	-0.93	-0.9	-0.79	-0.86	0.36
801780.SI	银行	0.4	0.0	0.0	1.0	0.24	0.10	-0.24	-0.2	0.72	0.66	0.32
801030.SI	基础化工	-0.2	0.0	0.5	1.0	0.72	0.72	0.52	0.0	-0.45	-0.52	0.30
801050.SI	有色金属	0.4	0.0	0.5	0.3	0.66	0.10	-0.38	0.1	-1.00	1.00	0.28
801180.SI	房地产	-0.2	0.0	1.0	1.0	-0.93	0.38	0.66	-0.6	0.79	-0.59	0.22
801040.SI	钢铁	-0.2	0.0	0.5	1.0	0.79	-0.86	0.17	0.5	-0.24	-0.24	0.19
801120.SI	食品饮料	0.9	0.0	0.0	-1.0	0.17	0.24	1.00	1.0	0.17	-0.10	0.18
801770.SI	通信	-0.8	0.3	0.5	1.0	-0.03	0.38	-0.10	0.7	-0.86	0.93	0.18
801010.SI	农林牧渔	-0.3	0.2	0.0	0.3	0.93	0.93	0.31	-0.4	-0.38	-0.45	0.15
801970.SI	环保	-0.5	0.3	0.0	0.0	0.59	0.86	0.72	0.2	0.31	0.03	0.15
801790.SI	非银金融	0.4	0.5	0.0	0.0	-0.86	0.24	0.86	0.2	0.93	-0.72	0.14
801750.SI	计算机	-0.3	0.5	0.5	1.0	0.03	-0.45	-0.45	-0.7	0.52	-0.93	0.10
801170.SI	交通运输	-0.1	0.0	0.5	1.0	-1.00	-0.10	0.59	-0.3	-0.66	0.59	0.10
801150.SI	医药生物	0.3	0.3	0.0	0.0	0.10	0.66	-0.66	-0.9	0.59	-1.00	0.07
801130.SI	纺织服饰	-1.0	0.2	0.0	1.0	0.86	-0.79	0.79	0.8	0.03	0.24	0.07
801950.SI	煤炭	0.6	0.0	0.0	0.0	0.38	-0.31	-0.86	-0.4	-0.59	0.31	0.05
801210.SI	社会服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.79	0.03	0.93	0.7	0.66	-0.38	0.02
801730.SI	电力设备	-0.1	0.3	0.5	0.0	-0.59	-0.03	0.10	-1.0	-0.52	0.72	0.00
801140.SI	轻工制造	-0.9	0.0	0.5	-0.3	0.31	0.79	-0.31	0.9	-0.24	0.45	0.00
801740.SI	国防军工	0.1	0.5	0.5	0.0	-0.45	-0.31	0.03	-0.8	-0.03	-0.79	-0.01
801720.SI	建筑装饰	-0.8	0.0	0.5	1.0	-0.66	-0.66	0.45	-0.1	0.38	-0.17	-0.04
801760.SI	传媒	-0.2	0.0	0.5	0.0	-0.31	-1.00	-0.03	0.6	0.45	0.17	-0.05
801960.SI	石油石化	0.2	0.2	0.0	-1.0	-0.52	0.59	-0.59	0.2	0.10	0.52	-0.06
801710.SI	建筑材料	-0.2	0.0	0.5	0.0	-0.24	-0.59	-1.00	-0.5	0.93	-0.31	-0.09
801160.SI	公用事业	-0.5	0.3	0.5	0.0	-0.72	-0.52	-0.72	-0.2	-1.00	0.79	-0.17
801890.SI	机械设备	-0.8	0.0	0.0	0.3	-0.10	0.52	-0.79	-0.7	-0.31	-0.66	-0.20
801880.SI	汽车	-0.5	0.5	-0.5	-1.0	0.52	-0.38	0.38	0.9	-0.72	0.38	-0.21
801980.SI	美容护理	0.0	0.2	0.0	-1.0	-0.38	-0.72	0.24	0.2	0.24	-0.03	-0.22
801200.SI	商贸零售	-0.7	0.2	0.5	-1.0	-0.17	-0.93	-0.52	0.2	0.79	0.10	-0.27

资料来源：wind、光大证券研究所。注：打分表节点为2024年5月27日

1.3 细分行业推荐之家电：白电

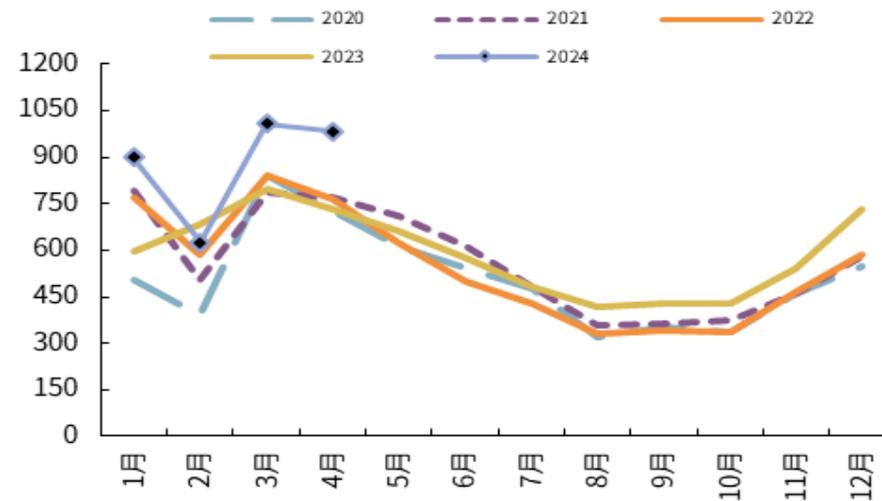
- 三大白电内销稳增长，出口高增，政策推动下行业有望持续上涨。
- 白电内销平稳增长。4月空调内销1210万台（yoy+14%），同比延续增长，内销增长主要系渠道备货旺季，1-4月内销累计同比+16%；3月冰箱内销同比+12%，主要系以旧换新补贴落地+原材料上涨促使渠道提前备货，1-3月内销累计同比+8%；3月洗衣机内销同比+3%，1-3月内销累计同比+1%，市场实现小幅回升。
- 白电出口数据亮眼。4月空调出口984万台（yoy+35%），1-4月累计同比+25%；；3月冰箱外销同比+20%，1-3月外销累计同比+30%；3月洗衣机外销同比16%，1-3月累计同比22%。

图4：2020年1月-2024年4月家用空调内销量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图5：2020年1月-2024年4月家用空调出口量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

1.3 细分行业推荐之家电：白电

- **5月政策密集推出，有望提振白电需求。**5月24日，六部门出台《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，有利于释放中央空调、恒温恒湿设备等家电需求。5月17日，新一轮支持房地产的金融举措出炉，明确取消全国层面房贷利率政策下限、下调房贷首付款比例和公积金贷款利率、拟设立保障性住房再贷款，通过降低购房门槛有望提振购房需求，地产链相关行业均有望受益。
- **风险提示：**地产销售不及预期；原材料成本大幅上升；本币大幅升值。

图6：六部门出台《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》

国家发展改革委等部门关于印发《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》的通知
发改社会〔2024〕701号

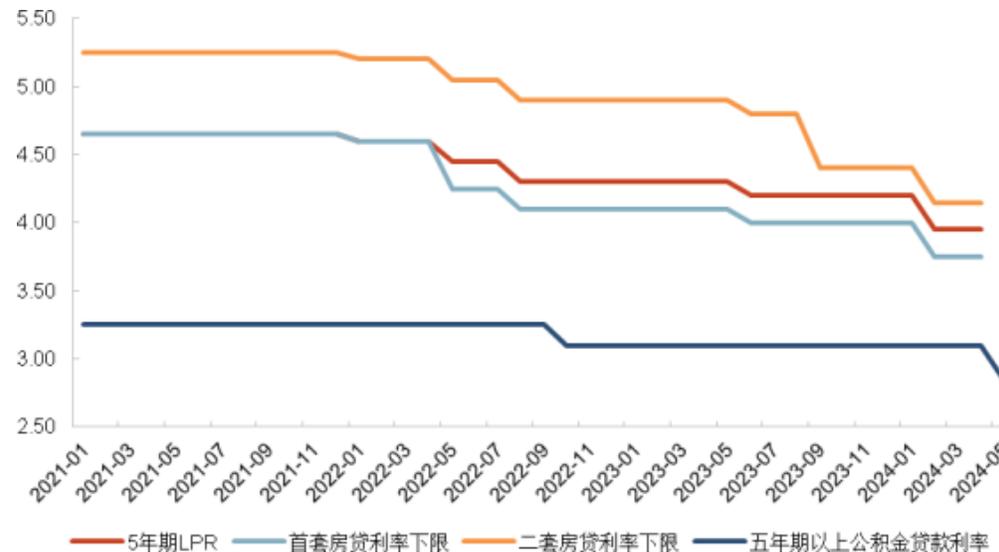
各省、自治区、直辖市及计划单列市、新疆生产建设兵团发展改革委、住房城乡建设厅、文化和旅游厅、电影主管部门、广播电视局、文物主管部门：

为贯彻落实党中央关于推动大规模设备更新和消费品以旧换新的决策部署，根据国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（国发〔2024〕7号），我们研究制定了《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》。现印发给你们，请认真贯彻执行。

国家发展改革委
住房城乡建设部
文化和旅游部
国家电影局
广电总局
国家文物局
2024年5月21日

资料来源：中国政府网，光大证券研究所

图7：全国商贷利率及公积金贷款利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：%；注1:LPR相关数据更新至2024年4月；注2：以上首套及二套房贷款利率是指商业贷款利率，以5年期以上LPR为基准计算

1.4 细分行业推荐之电子：半导体、AI

- 半导体行业整体业绩复苏明显，大基金三期成立有望推动国内半导体行业持续发展进步。
- 2024年一季度电子行业整体业绩逐步复苏，半导体行业表现亮眼。2024年Q1全行业（A股）642家公司（我们以申万电子、中信电子、长江电子三个指数成分股作为光大证券电子行业样本）归母净利润为368.3亿元，同比+39.8%，环比-8.1%。我们把电子行业分为23个子行业，其中，24Q1归母净利润增速排名前3的子行业为XR供应链（24Q1归母净利润为4.6亿元，同比+180%，下同）、激光器供应链（18.7亿元，+92%）、半导体（69.6亿元，+74%）。
- 大基金三期注册资本超一二期总和，持续推动半导体产业向前迈进。根据香港万得通讯社报道，据国家企业信用信息公示系统显示，5月24日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司（以下简称“大基金三期”）成立，法定代表人为张新，注册资本3440亿元人民币，高于大基金一期（987.2亿元，以晶圆代工、封装测试领域为主）、二期（2041.5亿元，以半导体设备和材料领域为主）的注册资本总和。

表2：电子子行业2024Q1归母净利润增速排名（单位：亿元，%）

24Q1归母净利润增速排名	子行业	总市值（亿元）	净利润（亿元）					同比增速（%）				
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
1	XR供应链	711	1.6	3.8	5.6	2.7	4.6	-83%	-69%	-69%	扭亏	180%
2	激光器供应链	2,045	9.8	13.6	12.4	6.3	18.7	-25%	-16%	-14%	-37%	92%
3	半导体	28,276	40.1	84.6	66.6	24.8	69.6	-71%	-52%	-44%	-57%	74%
4	英伟达供应链	8,393	40.4	53.6	82.5	96.3	65.9	-10%	8%	33%	-1%	63%
5	AI供应链	12,686	48.4	62.9	92.3	114.7	77.7	-6%	-3%	26%	9%	61%
6	消费电子	18,264	94.6	151.4	205.2	169.2	148.4	-19%	-3%	7%	91%	57%
7	科学仪器	573	0.6	2.0	1.6	1.2	1.0	-59%	-35%	-41%	-89%	52%
8	苹果供应链	10,874	65.7	88.7	141.6	156.7	94.7	-4%	10%	12%	30%	44%
9	服务器供应链	1,856	6.9	8.0	11.5	17.9	9.9	-35%	-52%	-32%	24%	44%
10	PCB	4,885	23.7	29.5	43.6	25.4	33.5	-33%	-30%	-11%	-40%	42%
11	汽车电子	12,698	114.7	139.0	136.7	147.1	130.5	265%	52%	8%	-8%	14%
12	LED	2,593	9.9	11.4	12.4	5.4	11.0	-35%	-43%	-18%	扭亏	11%
13	特斯拉供应链	3,554	30.3	34.2	39.6	16.1	30.9	27%	25%	-2%	-54%	2%
14	元件	2,741	22.2	27.1	24.8	15.6	20.9	-20%	-13%	6%	-17%	-6%
15	安防	4,645	24.2	47.4	36.1	84.6	21.3	6%	1%	24%	190%	-12%
16	工业母机	1,219	7.5	7.9	5.8	-4.0	6.6	-3%	-11%	-27%	-365%	-12%
17	连接器和线缆	2,433	11.3	11.3	10.8	5.7	9.5	30%	10%	16%	5%	-16%
18	军工电子	4,315	38.0	47.5	33.4	22.4	23.6	-3%	6%	-18%	-29%	-38%
19	分销	596	3.3	2.9	3.0	3.5	1.9	-40%	-53%	-18%	-41%	-42%
20	能源电子	908	7.8	6.6	6.5	6.4	4.3	20%	-25%	-29%	-28%	-45%
21	卫星电子	663	4.0	5.8	2.4	-2.2	1.3	9%	-12%	-38%	-140%	-66%
22	显示	4,960	-20.7	-1.2	6.5	6.4	3.8	-137%	-106%	扭亏	-61%	扭亏
23	泛光学	2,946	-1.6	3.0	5.7	8.8	8.3	-112%	-79%	扭亏	扭亏	扭亏
	合计	78,697	263.4	448.0	479.7	400.9	368.3	-45%	-23%	-4%	31%	40%

资料来源：Wind、光大证券研究所整理；注：（1）注：各细分板块内组分公司参照光大证券电子行业重点公司分类。（2）市值时间为2024年5月7日。（3）负负数据之间的净利润同比增速用“N/A”表示，正负数据之间的净利润同比增速用“扭亏”表示。

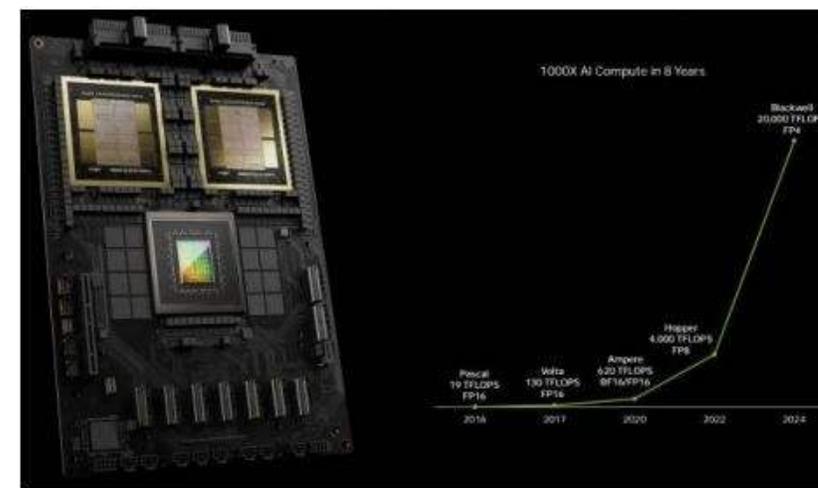
1.4 细分行业推荐之电子：半导体、AI

- 英伟达发布新一代 Blackwell GPU，算力大幅提升，北美四大云厂商均将上调全年资本开支，AI景气度持续上行。
- 北美四大云厂商均将上调全年资本开支，布局AI。微软：公司预计全年资本开支将逐季增长，将增加资本开支进行数据中心建设；Meta：公司全年资本支出指引为350-400亿美元，预计同比增长26%-44%。公司资本开支倾向AI，目标将AI服务高效商业化；谷歌：24Q1资本开支为120亿美元，预计全年季度资本支出将保持或高于120亿美元，2024年资本支出将增长50%以上，达到480亿美元以上；亚马逊：首席财务官表示计划上调2024年资本开支，以投入生成式AI项目、扩充AWS容量。
- 新一代 Blackwell GPU算力大幅提升。2024年3月英伟达推出新一代AI图形处理器芯片(GPU)架构 Blackwell，并重磅发布采用该架构的 GPU--B200 和 GB200 产品系列。英伟达声称，训练一个1.8 万亿个参数的模型以前需要 8000 个 Hopper GPU 和 15 兆瓦的电力。如今2000 个 Blackwell GPU 就能完成这项工作，耗电量仅为 4兆瓦。在具有 1750亿个参数的 GPT-3 LLM 基准测试中，GB200 的性能是 H100 的7倍，而英伟达称其训练速度是H100 的 4倍。
- 风险提示：半导体景气复苏不及预期；海外对国内半导体制裁加剧；AI产业进展不及预期。

表3：北美四大云厂商季度资本开支(BBG 调整)

亿美元	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E
微软	89.43	99.17	97.35	109.52	129.99	127.84
meta	62.16	65.43	76.65	64.00	93.36	102.56
亚马逊	114.55	124.79	145.88	149.25	153.66	159.10
谷歌	68.88	80.55	110.19	120.12	121.81	122.80

图8：过去8年英伟达AI GPU 算力呈指数级增长



资料来源：彭博，光大证券研究所整理，预测值为彭博一致预期，预测日期截至2024/5/7

资料来源：Nvidia

1.5 细分行业推荐之银行：龙头大行

- 地产利好政策频发，板块内的龙头大行估值有望率先修复。
- 地产组合拳政策下，可能带动银行信贷业务增长。5月17日，央行发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》、《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》及《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，引导个人住房贷款利率下行，更好满足刚性和改善性住房需求。5月17日，央行决定设立3000亿保障性住房再贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿。
- 房地产领域信用活动有望得到改善，支撑银行体系扩表速度稳定。从居民端角度来看，购房需求有望转暖，进而推动按揭贷款增长。这一方面源于房贷利率下降以及首付比例的下调；另一方面，地方政府收购待售商品房用作保障性住房也有助于存量商品房去库存，助力稳定房价，一定程度上能够改善居民预期，激发购房需求。从企业端来看，保障性住房再贷款有助于推进“白名单”机制运行，增强房企融资可得性，房地产开发贷投放也有望进一步转暖。

图9：保障性住房再贷款要素细节

要素	内容
额度	■ 3000 亿
支持领域	■ 向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，支持以合理价格收购已建成未出售的商品房，用作配售型或配租型保障性住房
操作模式	■ 采取“先贷后借”的直达机制，金融机构在自主决策、自担风险基础上，向相关领域内的企业发放贷款后，可向央行申请资金支持，央行按贷款本金的 60%提供资金支持。
期限	■ 期限 1 年，可展期 4 次，期限最长为 5 年
定价	■ 1.75%
操作对象	■ 国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。

1.5 细分行业推荐之银行：龙头大行

- **房地产政策加力有助于提振板块估值表现。** 房地产风险为前期压制银行板块估值的主要因素之一，在房地产增量利好频出背景下，银行板块与房地产板块往往能够走出共振行情。例如2022年7月，面临“按揭贷款”停贷风波，“7·28”政治局会议首提保交楼，此后住建部、人民银行、银保监会等部门相继出台支持政策，在此期间，银行股与地产股走势相关系数升至0.82，呈现出较历史均值更高的相关性。伴随着本轮房地产市场的增量利好进一步出台，也将有助于提振银行板块估值表现。
- **风险提示：** 经济下行压力持续加大可能拖累银行基本面，区域性风险因素也可能进一步累积；短期内弱资质房地产企业信用风险释放仍将是重要变量。

图10：房地产政策转暖时期，银行股与地产股往往能够同时跑出较好的收益表现



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据时间为2021/1/4~2024/5/17

1.6 细分行业推荐之基础化工：化工龙头和国产替代

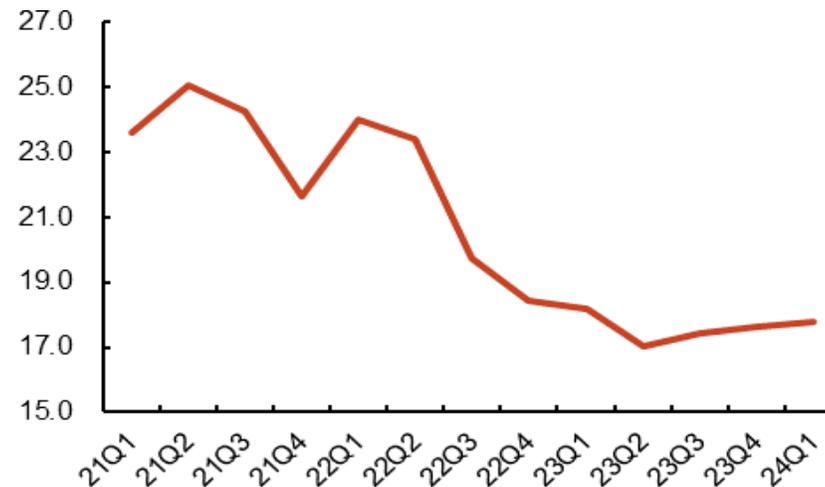
- 化工品价格提升带动行业景气回暖，龙头公司有望率先受益，国产替代企业有望实现技术突破。
- 4月CPI同比稳中有升，海外需求带动工业品价格回暖。24年4月，我国CPI同比增长0.3%，能源价格上涨3.6%，涨幅扩大2.3个百分点；扣除能源的工业消费品价格上涨0.4%，涨幅扩大0.3个百分点。伴随全球制造业周期开启，外需定价或全球定价的工业品价格持续回暖，进而带动了化工品价格上涨，对应化工企业盈利改善，行业景气上行。
- 化工品价格稳步抬升，化工上市公司毛利率逐步恢复。根据Wind数据，截至5月27日中国化工产品价格指数（CCPI）为4776点，相较于2024年年初上涨约3.4%。得益于化工产品价格的上涨，以及化工产业链上游资源价格向中下游产品的有效传导，基础化工行业整体盈利能力得以改善，基础化工行业上市公司单季度毛利率自23Q3开始持续好转。根据Wind数据，24Q1中信基础化工行业指数对应上市公司整体销售毛利率为17.8%，环比增长0.2pct。

图11：中国化工产品价格指数（CCPI）回升



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2024/5/27

图12：中信基础化工行业上市公司单季度销售毛利率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2024Q1

1.6 细分行业推荐之基础化工：化工龙头和国产替代

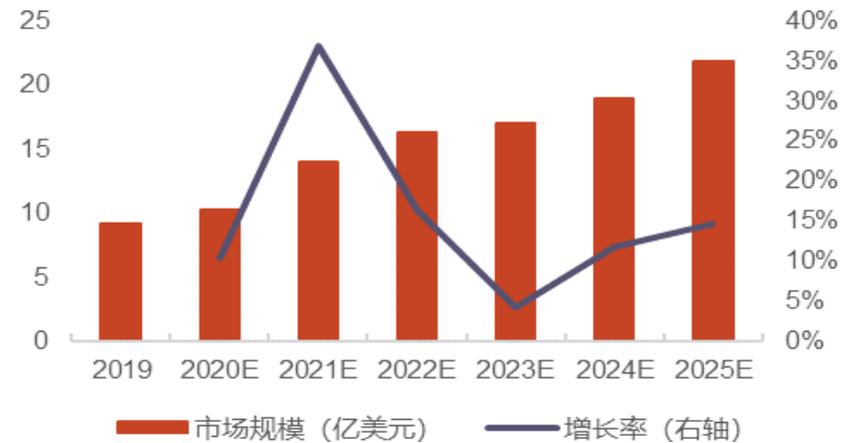
- “国产替代”主线企业有望实现“卡脖子”材料国产化。我国“安全发展”的大目标下，实现“卡脖子”材料的突破、设备与工艺技术的国产化替代是我国实现“安全发展”的必经之路。一方面，对于半导体等存在“卡脖子”风险的行业而言，提升上游材料的自主供应能力有利于提升行业整体的产业链安全性；另一方面，对于OLED、AR/VR、人形机器人等快速扩张的行业而言，实现核心“卡脖子”材料的国产化，在为行业的快速发展提供上游供应支撑的同时，也有利于降低终端产品生产成本，进而拓宽终端产品的应用场景。
- 风险提示：原材料快速下跌和维持高位的风险；下游需求不及预期风险。

图13：全球半导体销售额



资料来源：iFinD，世界半导体贸易统计组织，光大证券研究所整理

图14：2019-2025年全球OLED有机材料市场规模



资料来源：华经产业研究院，光大证券研究所整理，注：现有及预测数据均来自于华经产业研究院

1.7 细分行业推荐之有色金属：铜、铝

- 铜行业面临长周期资本开支增长乏力和铜矿品位下行，2024-2025年铜价的整体中枢将逐步上移。
- 全球主要铜企提高资本开支的意愿较低。自2013年全球主要铜企的资本开支见顶以后多年维持低位。同时，2019-2022年这一轮铜价上涨周期中，主要铜矿的资本开支并没有显著增加。2021年LME铜均价创下历史新高，达到9294美元/吨，较2019年增长54%。但同期，主要铜企的资本开支仅增长10.6%，即使2022年铜均价仍维持在高位(8786美元/吨)，同期主要铜企资本开支较2021年同比仅增长5%，而铜矿的建设周期较长，铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支，资本开支与产量释放时间差约3-5年。
- 供给端扰动频发，供需缺口或进一步扩大。根据已外发报告《从成本曲线和净现值角度计算，铜价有望上行至 12000 美元每吨以上——铜行业系列报告之五》的预测，23-25 年全球精炼铜供需缺口(供给-需求)为-10/-39/-64 万吨，供需缺口占需求的比例为-0.4%/-1.4%/-2.2%。根据光大金属组的计算，近期干扰事件使得2024 年铜矿新增供给减少 20 万吨，铜供需缺口或进一步扩大。

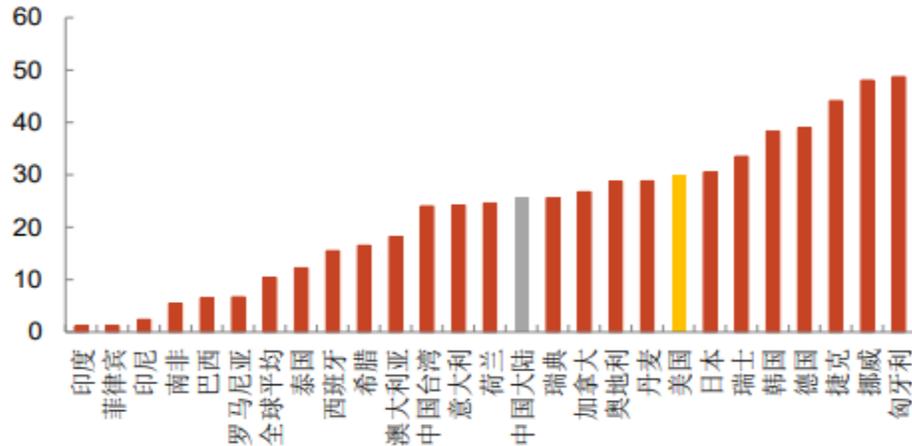
表4：近期矿山扰动情况汇总

国家	矿山名称	2023 年产量 (万吨)	预计2024年减产 量 (万吨)	停产时间	停产原因
巴西	Sossego	6.7	4.8	2024/4/16	4月16日，淡水河谷表示，巴西一家地方法院再次暂停了该公司旗下 Sossego 铜矿的运营许可。
赞比亚	赞比亚铜矿	76.0	10.7	2024/4/17	赞比亚近期正遭遇二十年来最严重的干旱，水位下降限制了发电量，目前正面临轮流停电问题。赞比亚国家电力公司表示计划要求矿业公司削减高达五分之一的用电需求。
智利	Radomiro Tomic	31.5	3.3	2024/3/8	Codelco 旗下 Radomiro Tomic 矿山发生事故停产。工会负责人 Ricardo Torrejon 称，露天矿的卡车车队只有约三分之一在运行，该矿要到 5 月的第一周或第二周才能恢复正常
智利	Chuquicamata	24.9	1.0	2024/4/15	Codelco 旗下 Chuquicamata 地下矿山进行为期 15 天的检修
合计			20		

1.7 细分行业推荐之有色金属：铜、铝

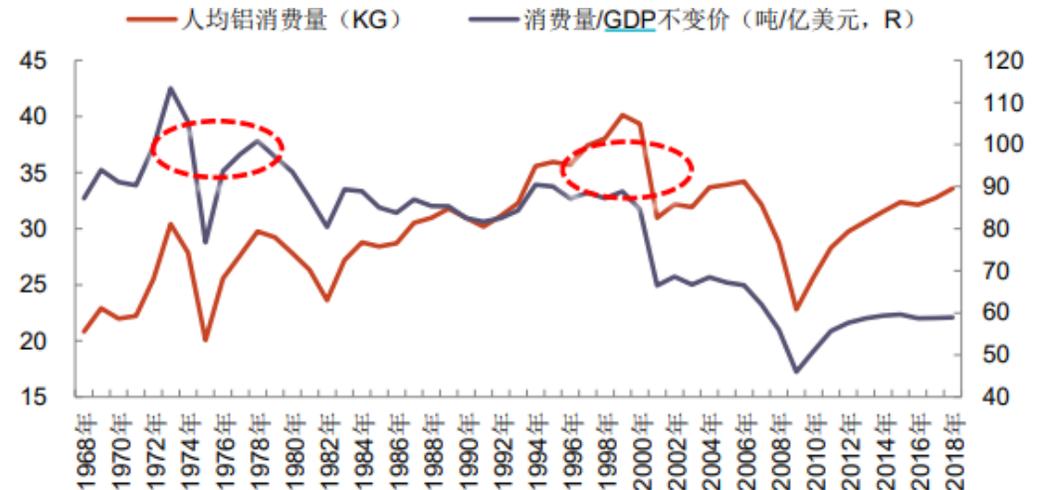
- 铝长期需求仍有增长空间，短期在控制单位GDP能耗带来的限产预期下，股价或会持续受到催化。
- 人均铝消费仍有22%左右上行空间，或在2027年达到峰值。按照铝消费量年均4%左右的增速计算，光大证券研究所有色金属组预计中国的铝积蓄量将在2027年超过美国的峰值，达到6.4亿吨，该年中国人均铝消费量将为35kg。按2022年铝消费量计算，中国铝人均消费量在2022年为28.8kg，若2027年达到35kg，还有21.7%的增长空间(折合2022-2027年年均增长4.0%)。
- 铝属于高能耗行业，限产预期下，商品价格或会受到催化。根据《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》，高耗能行业包括化工、电石、水泥、平板玻璃、钢铁、焦化、铁合金、有色金属冶炼等17个行业；从用电量的角度，上文提到17个行业中，2020年全社会用电量占比超过1%的主要有电石、水泥、钢铁、铁合金、铝。在控制单位GDP能耗的背景下，高耗能行业可能面临限产，高能耗商品的供给将受到一定影响。
- 风险提示：铜或铝价格大幅波动；政府对大宗商品价格调控风险。

图15：全球各国/地区2016年人均铝消费量(kg)



资料来源：中铝材料应用研究院，光大证券研究所

图16：美国铝消费强度和人均铝消费都存在峰值



资料来源：安泰科、世界银行、光大证券研究所(截至2018年)

1.8 细分行业推荐之房地产：地产开发、物业服务

- 近期地产利好政策频发，地产销售数据有望边际改善，地产开发及物业服务值得关注。
- 多重利好积极显现，购房信贷全面发力，政府参与收储加速库存去化。5月17日央行推出四项政策措施，包括设立3000亿元保障性住房再贷款、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、下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点、并调整个人住房贷款最低首付款比例。
- 地产销售数据有望边际改善，地产开发具备底部配置价值。24年 1-4月，全国商品房销售额2.8万亿元，同比减少28.3%，其中4月商品房销售额6712亿元，同比-30.4%；24年1-4月百强房企销售额累计同比-48.5%，其中4月销售额同比-47%，降幅边际收窄，考虑到近期房地产利好政策频出，有望促进行业基本面企稳与修复，叠加 23 年下半年销售基数有所降低，后续销售数据同比有望逐步企稳修复。地产开发估值处于历史底部且基本面数据在 24 年下半年有望边际修复，从长期维度看，地产逐步具备底部配置价值。

表5：5月17日，央行推出四项政策措施

政策或事件	相关内容
中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	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
中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
中国人民银行国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
设立3000亿元保障性住房再贷款	设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

资料来源：中国人民银行官网，光大证券研究所整理

图17：房地产开发PB估值当前仍然处于历史低位

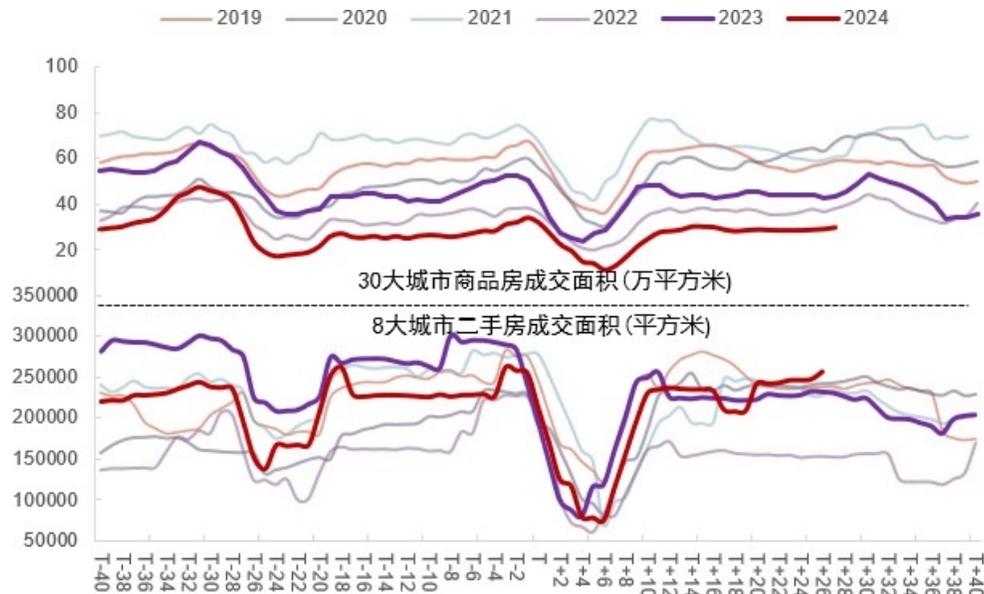


资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024年5月30日

1.8 细分行业推荐之房地产：地产开发、物业服务

- **物业公司地产关联业务影响逐步出清，物管风险溢价下降，长期配置价值凸显。**2023年光大地产团队重点关注的物业公司非业主增值服务收入同比-14.6%，收入占比为8.9%(同比-2.6pct)；非业主增值服务毛利同比-22.7%，毛利占比8.4%(同比-2.9pct)，开发商相关业务负增长拖累业绩，但影响较为有限，国家从供需两端积极发力稳定房地产市场，有助于提振市场信心，改善行业经营，物业公司地产关联业务有望企稳，关联方应收款偿付保障性提升，应收款减值对利润的影响有望逐步缓解。物业基本面稳健，风险因子逐步出清，看好后续板块涨势延续。
- **风险提示：**房地产行业宽松政策推进不及预期风险；房地产市场需求不及预期风险；物业外拓竞争加剧。

图18：二手房成交数据近期出现了回暖



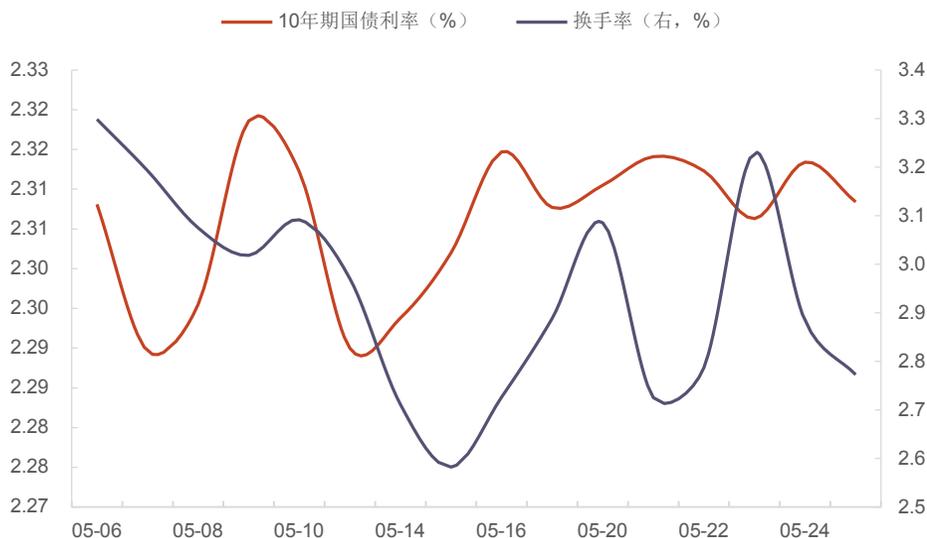
资料来源：Wind，光大证券研究所。注：选取的8个城市为北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、成都；数据进行了7日移动平均；T表示五一当日，T+1表示五一后1日，以此类推，数据截至2024/5/27

- 一级行业打分表及细分行业推荐
- 自上而下：风格或介于均衡与顺周期，美债利率或震荡下行
- 自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码
- 行业中观景气数据跟踪
- 风险提示

2.1 5月市场风格偏顺周期

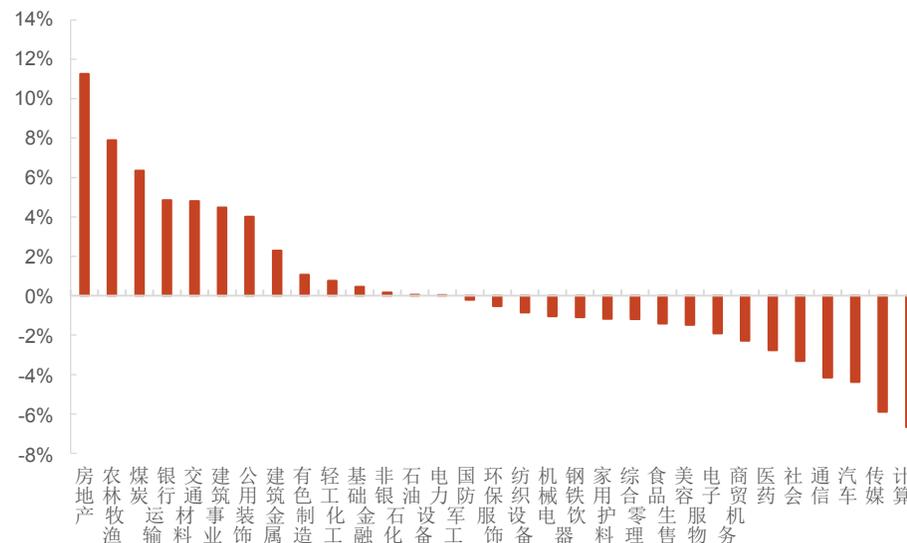
- 5月份市场“现实”出现回暖，而“情绪”波动下行。5月份（截至27日），受部分资金获利了结、北上资金波动等因素的影响，A股市场换手率波动下行，而国内经济则呈现出弱复苏的态势。
- 行业涨跌出现分化，市场风格偏顺周期。5月份各行业的表现出现了一定分化，在“强现实、弱情绪”的情景下，市场风格整体偏向顺周期，相对而言，房地产、农林牧渔、煤炭、银行及交通运输等行业表现相对较好，而计算机、传媒、汽车、通信、社会服务等行业的表现则偏弱。

图19: 5月“现实”出现回暖，“情绪”震荡下行



资料来源: wind, 光大证券研究所。注: 数据截至2024/5/27

图20: 5月市场风格偏顺周期

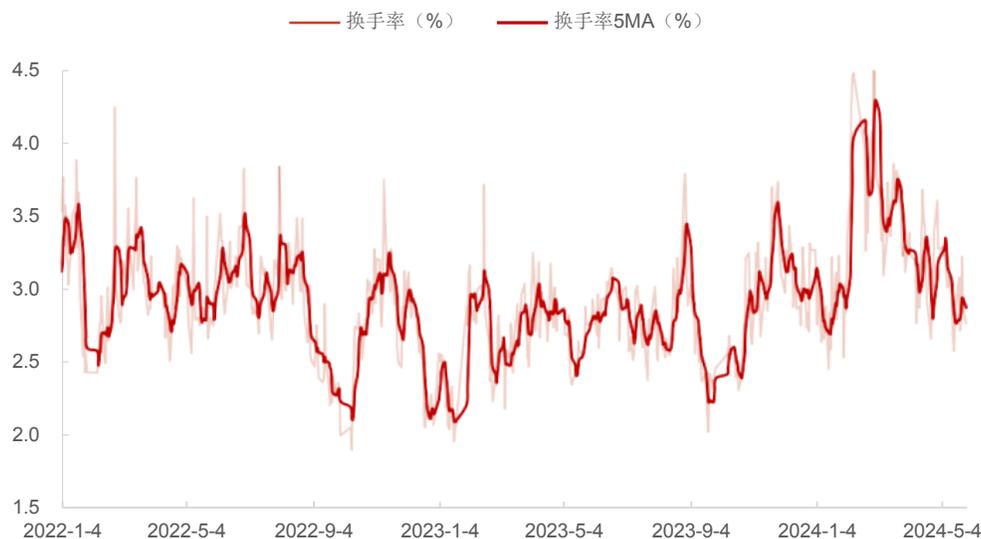


资料来源: wind, 光大证券研究所。注: 数据截至2024/5/27

2.2 未来“情绪”预计小幅回暖

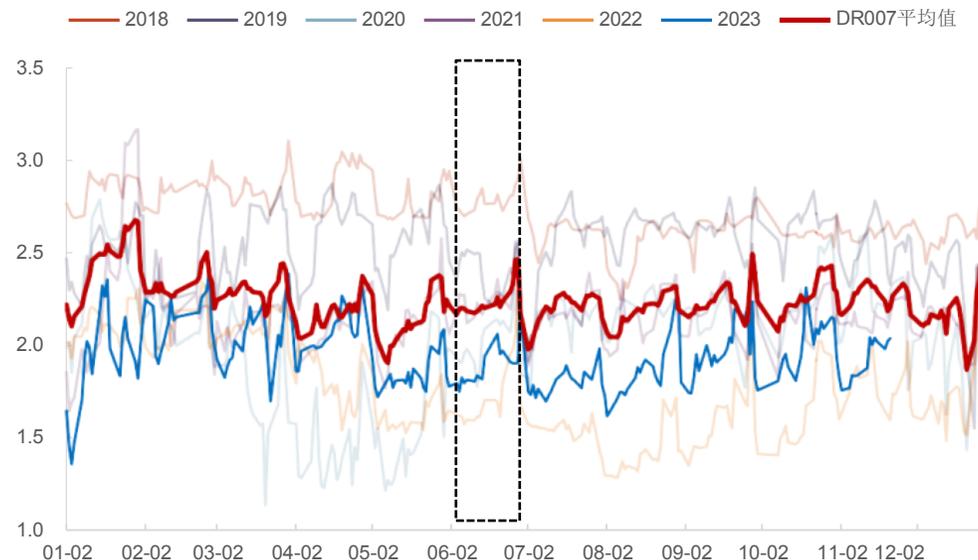
- **5月份市场情绪出现波动，6月份预计市场情绪会有小幅回暖。**受部分资金止盈等因素影响，5月份市场情绪出现一定降温。展望6月，我们认为市场情绪可能会出现小幅的回暖。一方面，从股市近几年的情况来看，6月市场情绪通常会有小幅回暖，这或许与部分风格漂移的基金调仓有关。站在当前，历史规律或许仍然将会生效。另一方面，活跃资本市场仍然较为积极，这也将对市场情绪形成较强支撑。
- **6月受季末效应的影响，资金面通常会略紧。**临近季末，受到部分企业财报压力以及银行季末考核的影响，资金面在6月份可能会略有偏紧。从DR007的走势可以看到，其在6月份整体的利率水平通常要高于前后若干月，这对于市场的情绪面可能会有一定的影响。

图21：5月份市场换手率整体震荡下行



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/5/27

图22：历史来看，6月份资金面通常会略紧

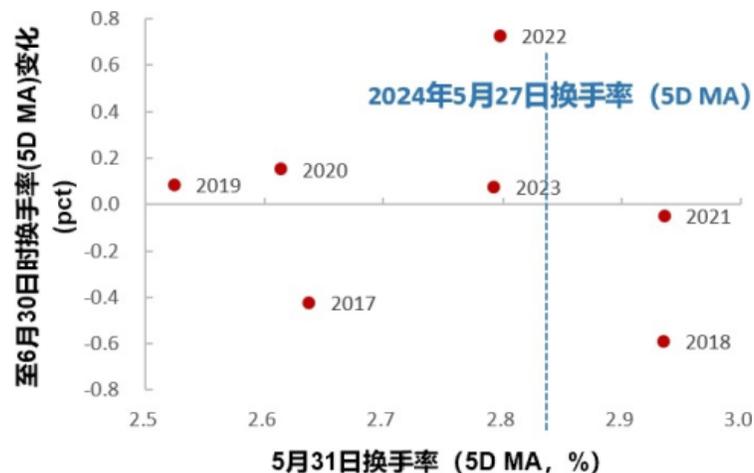


资料来源：wind，光大证券研究所。注：单位为%

2.2 未来“情绪”预计小幅回暖

- 不过从股市近几年的情况来看，市场情绪通常会有小幅回暖，或与部分风格漂移基金调仓有关。尽管6月份资金面通常会偏紧，但是对于股票市场而言，可能不需要过多担忧。从最近5年的情况来看，市场情绪有4年均出现了小幅回暖，包括2019年、2020年、2022年及2023年。这可能是与基金的调仓行为有关，受到季末基金制作财报的影响，一些风格出现漂移的基金可能会选择将仓位调回，客观上使得市场情绪变得更加活跃。
- 今年历史规律或许仍会生效，叠加活跃资本市场政策较为积极，6月情绪预期可能会小幅回暖。基金风格漂移的现象在今年可能同样会存在，这在客观上有利于市场交易变得更加活跃。此外，当前活跃资本市场政策仍然在持续出台，5月24日证监会发布了《上市公司股东减持股份管理暂行办法》及《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》，对严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人减持，坚决防范各类绕道减持等做出了明确安排。未来围绕新“国九条”，我们有望看到更多配套政策出台及落地，资本市场信心将会得到持续提振。

图23：最近5年中有4年市场情绪在6月出现回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所

表6：《上市公司股东减持股份管理暂行办法》主要内容

领域	主要内容
严格规范大股东减持	明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。
有效防范绕道减持	要求协议转让的受让方锁定六个月；明确因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制；明确司法强制执行、质押融资融券违约处置等根据减持方式的不同分别适用相关减持要求；禁止大股东融券卖出或者参与以本公司股票为标的物的衍生品交易；禁止限售股转融通出借、限售股股东融券卖出等。
细化违规责任条款	明确对违规减持可以采取责令购回并向上市公司上缴价差的措施，列举应予处罚的具体情形。此外，还强化了上市公司及董事会秘书的义务。

资料来源：证监会网站，光大证券研究所整理

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

- 当前国内经济整体正处在修复的进程之中，IMF也于近期上修了24年国内经济增长预期。总体来看，国内经济正在持续复苏中，花旗中国经济意外指数自今年2月9日以来始终处于景气区间，而4月的多项经济数据也出现了一定程度的好转，包括工业增加值、进出口、通胀数据等等。5月29日，国际货币基金组织(IMF)宣布上调2024年中国经济增长预期至5.0%，与4月IMF的预测相比上调了0.4个百分点。

图24：花旗中国经济意外指数近期始终处于景气区间



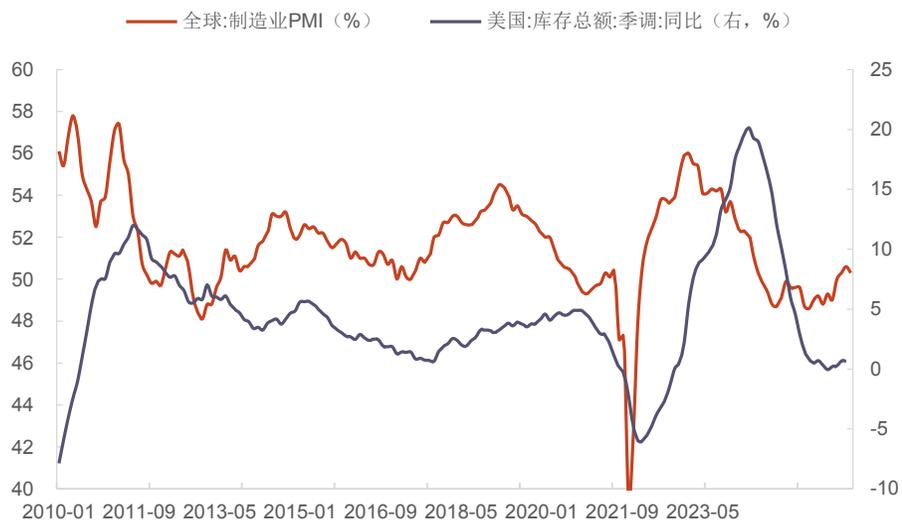
表7：4月份多项经济指标有所好转

领域	指标	202404	202403
制造业	中国制造业采购经理指数(PMI, %)	50.40	50.80
	工业增加值(%)	6.70	4.50
进出口	进口(%)	8.40	-1.90
	出口(%)	1.50	-7.50
消费	社会消费品零售(%)	2.30	3.10
固投	固定资产投资:累计(%)	4.20	4.50
	固定资产投资:制造业:累计(%)	9.70	9.90
	固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	7.78	8.75
	固定资产投资:房地产开发:累计(%)	-9.80	-9.50
通胀	CPI(%)	0.30	0.10
	PPI(%)	-2.50	-2.80
金融	M2(%)	7.20	8.30
	人民币贷款(%)	9.60	9.60
	社会融资规模存量(%)	8.30	8.70
失业率	城镇调查失业率(%)	5.00	5.20

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

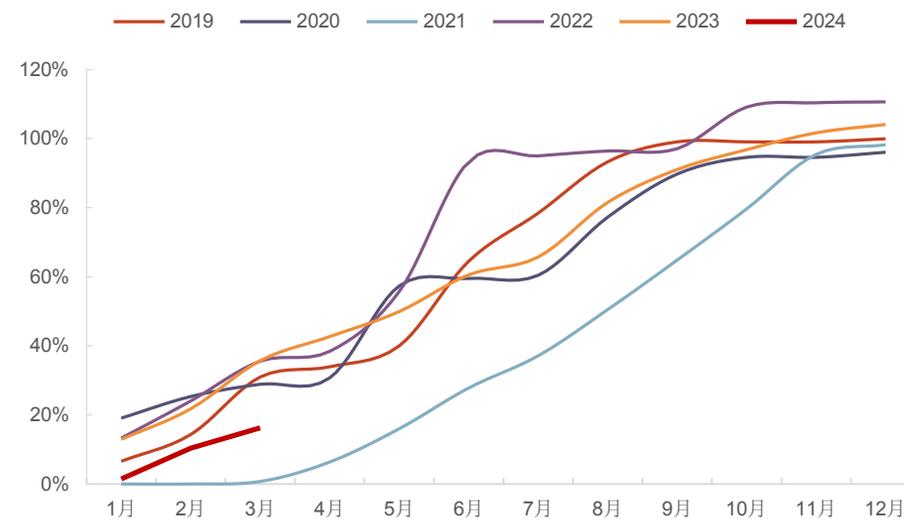
- **展望未来，在外需持续改善的背景下，出口有望继续修复。**全球制造业PMI正处在从底部回升的过程中，且当前处于景气区间；美国的库存总额整体也处于历史低位，未来有望出现持续补库。在我国出口面临的外需环境仍在继续改善的背景下，预计出口有望继续修复，二季度出口单季度同比增速或将转正。
- **未来专项债发行大概率会相对加速，这将给基建投资带来支撑。**从近几年的情况来看，今年一季度新增专项债发行进度整体偏慢，仅高于2021年，而进入二季度，专项债的发行速度大概率会相对加速，这将给基建投资带来较强的支撑。

图25：外需持续改善有望带动国内出口回暖



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：PMI数据截至2024/4，库存数据截至2024/3

图26：当前专项债发行进度偏慢



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：数据截至2024/3

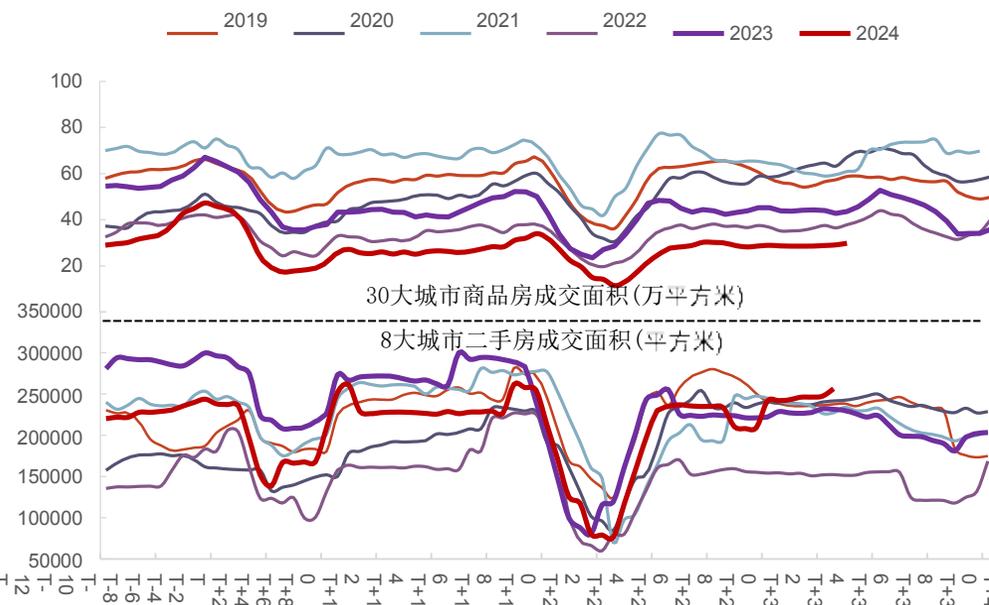
2.3 “现实” 或会呈现弱修复

- 地产在政策的不断发力下，或许也会逐渐企稳。5月17日央行推出四项政策措施，包括设立3000亿元保障性住房再贷款、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、下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点、并调整个人住房贷款最低首付款比例。整体而言，此次地产政策力度相对较大，从近期的地产高频数据来看，二手房成交数据已经出现了一定程度的回暖。随着政策效力的逐渐显现，未来地产各环节数据或许会逐渐企稳。

表8：5月17日，央行推出四项政策措施

政策或事件	相关内容
中国人民银行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	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
中国人民银行关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
中国人民银行 国家金融监督管理总局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
设立3000亿元保障性住房再贷款	设立3000亿元保障性住房再贷款。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。

图27：二手房成交数据近期出现了回暖



资料来源：中国人民银行官网，光大证券研究所整理

资料来源：Wind，光大证券研究所。注：选取的8个城市为北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、成都；数据进行了7日移动平均；T表示五一当日，T+1表示五一后1日，以此类推，数据截至2024/5/27

2.3 “现实” 或会呈现弱修复

- 综合来看，6月份“经济现实”有望继续修复。当前国内经济整体处于修复的进程之中，IMF也于近期上修了24年国内经济增长预期。展望未来，我国出口面临的外需环境仍在继续改善，未来出口有望持续修复；地产在政策的积极发力下，二手房销售数据已经有所回暖，随着政策效力的逐渐显现，未来地产各环节数据或许会逐渐企稳；此外，未来专项债发行大概率会相对加速，这将给基建投资带来支撑。综合来看，我们对于国内经济的复苏较为乐观，6月份国内经济有望继续修复。

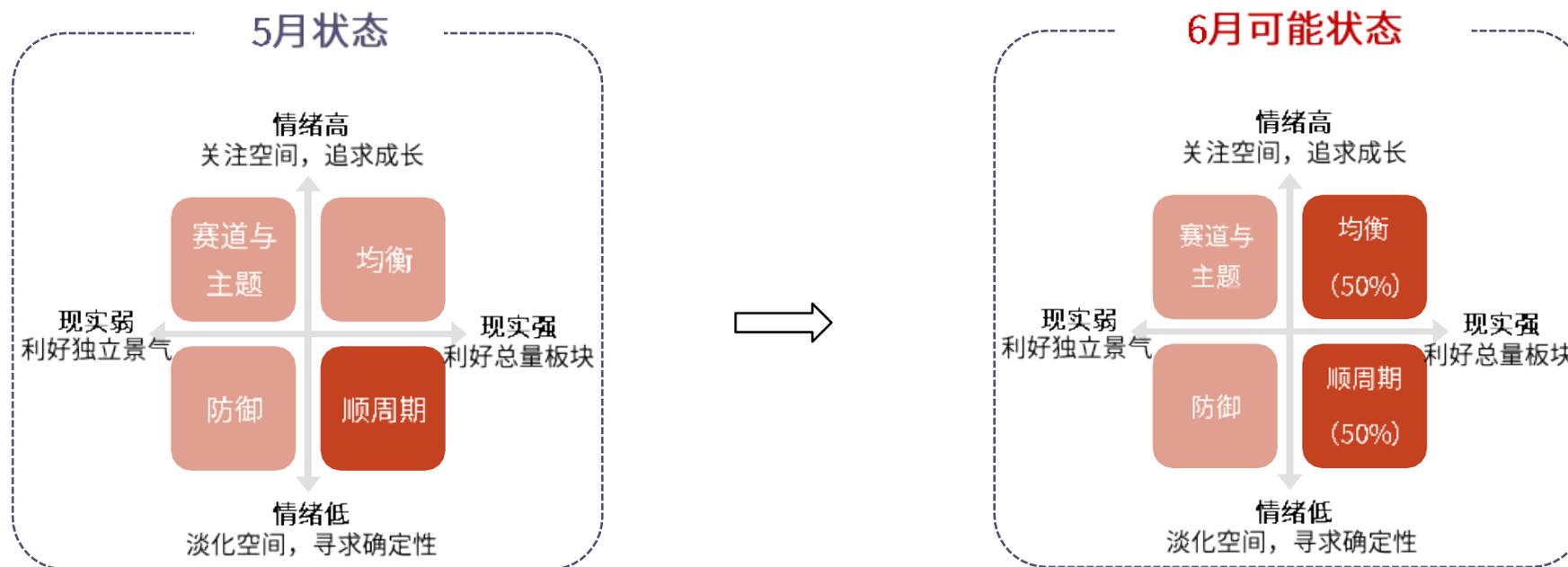
图28：6月份以国债利率为表征的现实层面或会呈现弱修复



2.4 市场风格6月或介于均衡与顺周期

- 综合来看，我们认为6月市场介于均衡与顺周期。情绪方面，6月可能会出现小幅回暖。一方面，从股市近几年的情况来看，市场情绪通常会有小幅回暖，这或许与部分风格漂移的基金调仓有关。站在当前，历史规律或许仍然将会生效。另一方面，活跃资本市场仍然较为积极，这也将对市场情绪形成较强支撑；现实方面，在出口及地产均有望改善的背景下，6月份国内经济或继续修复。我国出口面临的外需环境仍在继续改善，未来出口有望持续修复，地产在政策的积极发力下，二手房销售数据已经有所回暖，随着政策效力的逐渐显现，未来地产各环节数据或许会逐渐企稳。综合来看，未来市场大概率或许会处于“强现实、强情绪”或“强现实、弱情绪”情景，风格将会介于均衡与顺周期。

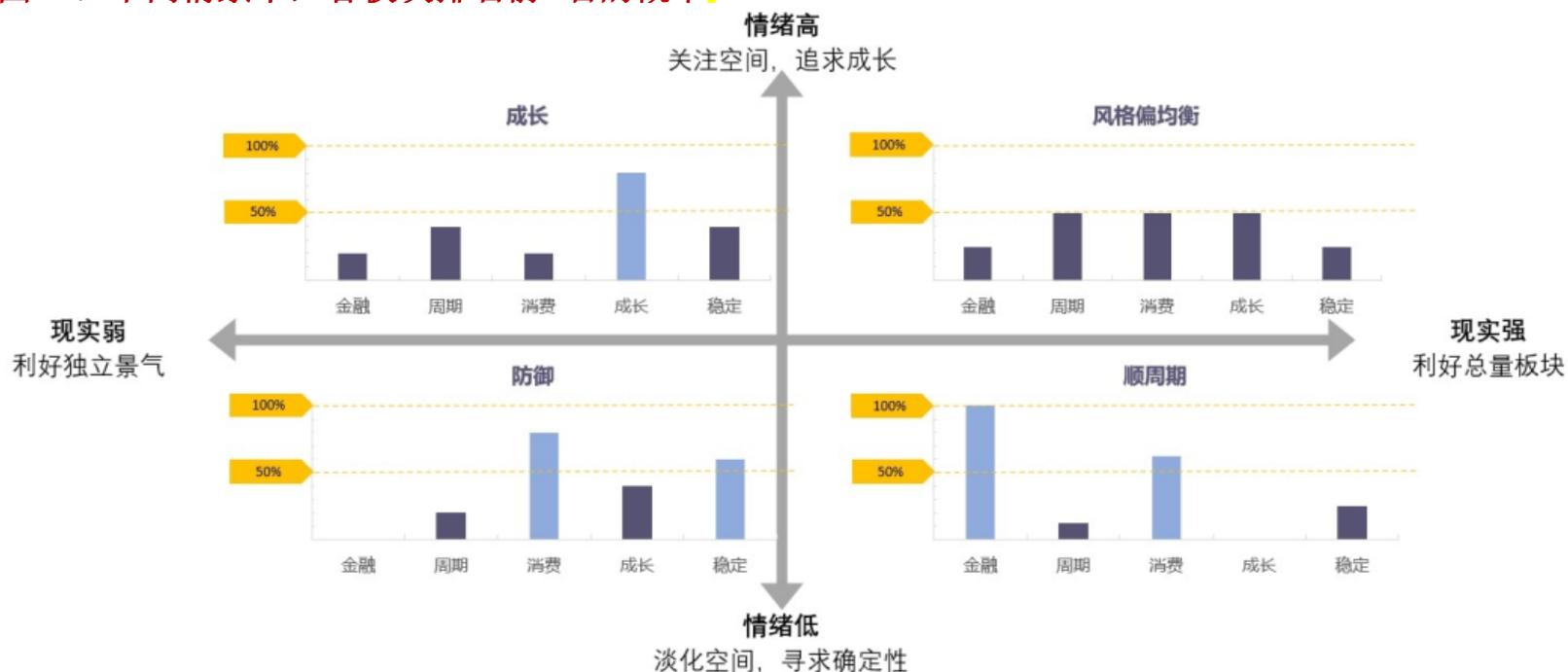
图29：未来市场风格或介于均衡与顺周期



2.4 市场风格6月或介于均衡与顺周期

- “强现实、强情绪”情景下，市场风格可能会较为均衡。当经济走强，情绪也向好时，几乎所有行业都有投资机会，大部分行业均会上涨，风格上较均衡，消费、成长、周期可能都会有不错表现，行业端，电子、国防军工、钢铁等占优概率较高。
- “强现实、弱情绪”情景下，市场风格将偏向顺周期。由于市场情绪走弱，投资者会更关注确定性，而顺周期板块恰好业绩较好，股价表现也更好。2017年以来在该情景下，金融及消费风格表现更好，行业端，食品饮料、银行、家电等占优概率最高。

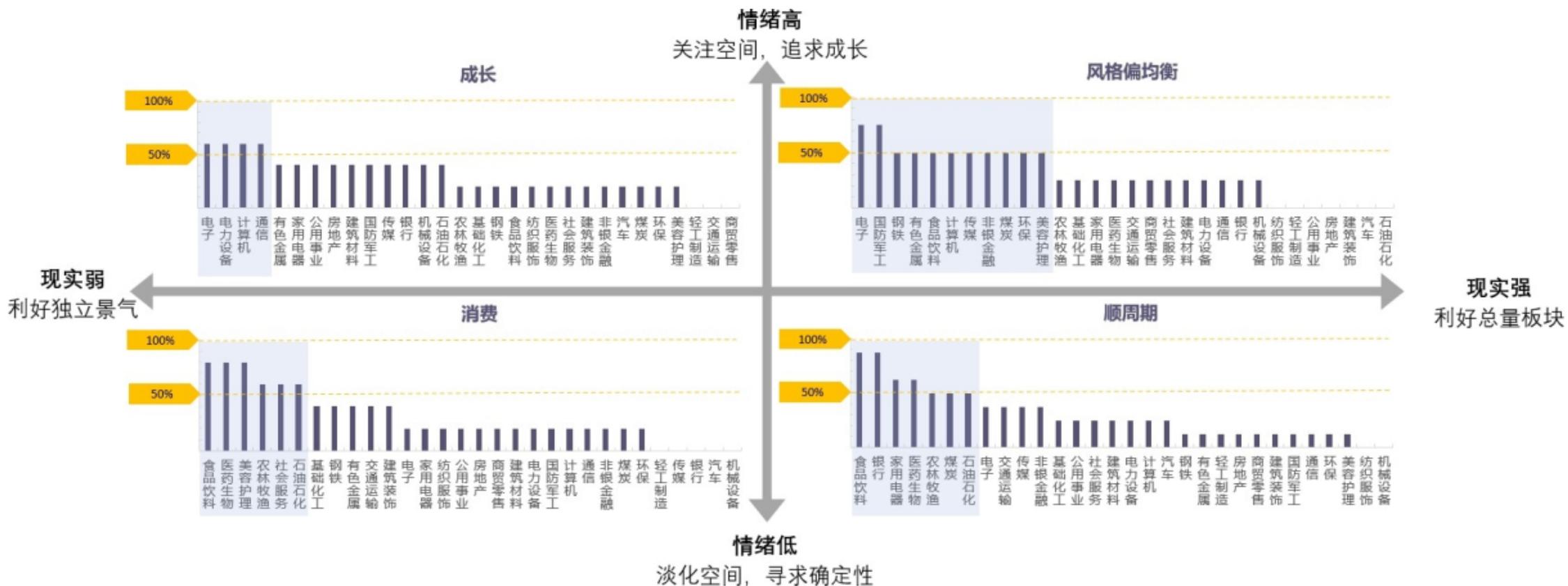
图30：不同情景下，各板块排名前2名的概率



2.4 市场风格6月或介于均衡与顺周期

- “强现实、强情绪”情景下，市场风格可能会较为均衡。当经济走强，情绪也向好时，几乎所有行业都有投资机会，大部分行业均会上涨，风格上较均衡，消费、成长、周期可能都会有不错表现，行业端，电子、国防军工、钢铁等占优概率较高。
- “强现实、弱情绪”情景下，市场风格将偏向顺周期。由于市场情绪走弱，投资者会更关注确定性，而顺周期板块恰好业绩较好，股价表现也更好。2017年以来在该情景下，金融及消费风格表现更好，行业端，食品饮料、银行、家电等占优概率最高。

图31：不同情景下各行业的相对表现（涨幅排名前30%概率）



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：纵轴表示2017年1月1日至2023年6月19日在该情境下历史涨幅在前30%的概率，总量板块指顺周期板块

2.5 美债利率或会震荡下行

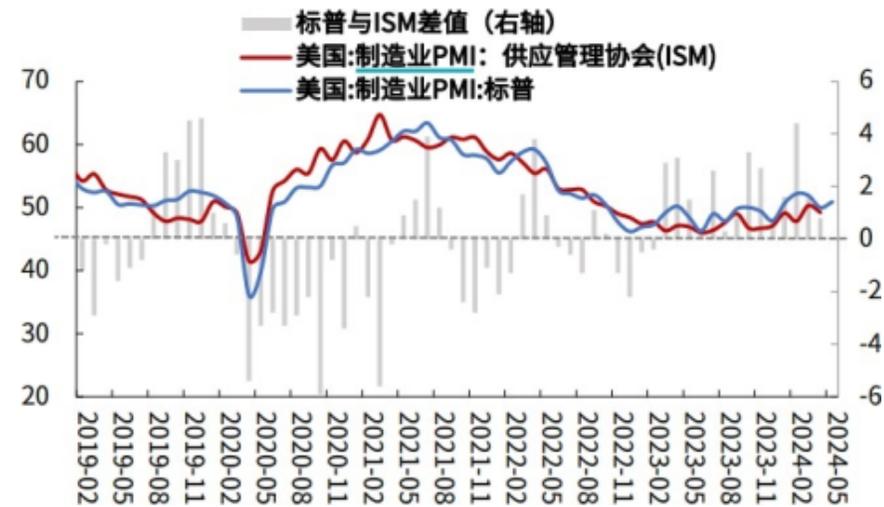
- 5月月中以来，10年期美债利率反弹25个BP至4.61%（截至5月29日）。超预期的PMI数据与僵持的中东局势是近期美债利率反弹的主要原因。一方面，5月下旬，标普公布美国综合PMI指数为54.4，为25个月以来的新高，表明在移民流入、补库周期开启的情况下，美国经济保有较强韧性，市场延后降息预期。另一方面，5月下旬巴以谈判进展停滞，国际原油价格小幅反弹，截至5月27日布伦特原油期货价格涨至83.1美元/桶，为近一周以来的最高值。
- 展望来看，美债利率预计会保持震荡下行的方向，很难再次突破4月的高点。一方面，从经济看，单一的经济数据还无法下结论，美国供应链协会(ISM)提供的PMI数据和标普PMI在趋势上有时并不一致，且标普提供的PMI数据相对ISM往往高估，美国制造业回暖节奏后续还需要再观察，6月3日ISM公布的PMI低于市场预期。同时，从就业情况看，标普指出5月就业率连续第二个月下降，且5月美国初请失业金人数周均值为22.3万人，为2023年9月以来最高值，说明就业市场仍在降温通道中，5月非农数据可能延续偏弱表现，有助于美联储转鸽呵护经济。

图32：受巴以谈判进展停滞影响，国际油价小幅上行



资料来源：CME，光大证券研究所（数据更新至北京时间2024年5月27日）；注：灰色线代表5月原油价格底部值

图33：标普与ISM公布的PMI数据走势有时并不一致



资料来源：wind，光大证券研究所。注：标普数据截至2024年5月，ISM数据截至2024年4月

2.5 美债利率或会震荡下行

- 另一方面，在美国介入下，即使地缘局势进展不及预期，后续10年期美债利率也很难回升至4.7%的前高点。2024年美国大选将至，拜登支持以色列的行为已经导致大量年轻选民流失，为了平息国内年轻选民的反对意见，拜登内阁推动巴以停战的意愿较强，如停止向以色列军方提供武器(5月5日)；联合国认定巴勒斯坦应被接纳为联合国会员国(5月10日)；布林肯重申不支持以色列在拉法采取大规模地面军事行动(5月12日)。即使后续谈判进展不顺利，也很难回到4月巴以双方大规模报复性袭击的状态，对美债的影响相对缓和。
- 此外，从近期美联储表态来看，尽管票委认为短期内通胀压力存在，但不再讨论加息的可能性，对应后续美债利率很难再次突破4月的高点。5月初美国就业数据爆冷，让我们基本确定美联储将很难保持高度的强硬，不会再发生4月有票委高度鹰派、甚至思考加息的情况，对应后续美债利率很难再次突破新高。

表9：近期美联储票委表态相对偏鸽

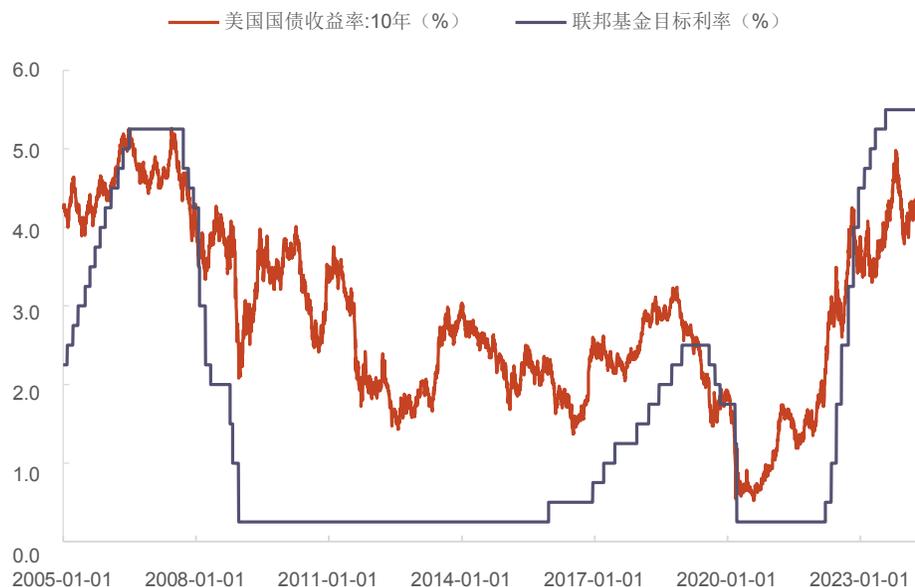
官员	政策倾向	近两月发言政策倾向	发言时间	表态
亚特兰大联储主席博斯蒂克	鸽派	鹰派	2024年5月24日	美国尚未脱离通胀“担忧点”，或需等待更长时间才能降息。
美联储理事沃勒	鸽派	中立	2024年5月22日	在劳动力市场没有明显趋弱的情况下，需要再看到几个月的好通胀数据，然后才能放心地支持宽松货币政策立场。
亚特兰大联储主席博斯蒂克	鸽派	鹰派	2024年5月21日	美联储还需要一段时间才能确信通胀率正在重返央行2%的目标。
克利夫兰联储主席梅斯特	鹰派	鸽派	2024年5月21日	仍认为今年通胀会下降，尽管下降速度比她预期的要慢。第一季度通胀缺乏进展，加上经济强于预期，不再认为今年有可能降息三次。
美联储监管副主席巴尔	中立	鹰派	2024年5月21日	在确定通胀将重回2%的目标之前，将搁置市场高度期待的降息。
美联储副主席杰曼	中立	中立	2024年5月21日	政策利率处于限制性区间，四月通胀数据改善令人鼓舞，但判断通胀放缓是否会持续为时尚早。
美联储主席鲍威尔	鸽派	中立偏鸽	2024年5月15日	对通胀回落的信心基本保持不变。“预计通胀率将环比回落至更接近去年的较低水平。”
美联储副主席杰曼	中立	中立	2024年5月14日	在经济健康发展的情况下，美联储应保持货币政策不变，直到有明显迹象显示通胀率正在向2%目标回落。
亚特兰大联储主席博斯蒂克	鸽派	鸽派	2024年5月13日	即便放宽政策的时机和程度尚不确定，且通胀进一步下降的速度缓慢，美联储今年仍可能会降息。
旧金山联储主席戴利	鸽派	鸽派	2024年5月10日	未来几个月美国通胀的走向还存在“相当大的”不确定性，但她仍对物价压力持续缓解抱有信心。
里奇蒙联储主席巴尔金	鹰派	中立偏鸽	2024年5月7日	美联储目前的指标利率水平应该能够为经济降温，从而推动通胀回到2%的目标水平。而强劲的就市场将让官员们可以耐心等待。
纽约联储主席威廉姆斯	鹰派	鸽派	2024年5月7日	美联储将在某个未确定时间降低利率目标，“最终我们会降息”，但目前货币政策处于“非常好的位置”。
美联储理事鲍曼	鹰派	鸽派	2024年5月6日	“我的基本预测仍然是，在政策利率保持稳定的情况下，通胀率将进一步下降，但我仍然看到一些影响我预期的通胀上行风险。”
美联储主席鲍威尔	鸽派	中立偏鸽	2024年5月2日	预计今年通胀会随着时间的推移逐步回落，下一步的利率行动不太可能是加息。

资料来源：路透社，光大证券研究所整理，注：5月未发言的美联储票委未放入表格，红色表示偏鹰表态，蓝色表示偏鸽表态。

2.5 美债利率或会震荡下行

- 综合来看，6月份10年期美债利率或会震荡下行，流动性基准分定为0.5分。一方面，从经济形势看，近年来标普公布的PMI指数普遍高于美国供应链协会(ISM)，指数存在被高估的可能，且5月初请失业金人数较高，就业承压有助于美联储转鸽呵护经济。另一方面，从地缘局势看，在美国介入下，即使巴以谈判进展不及预期，也很难回到4月双方大规模报复性袭击的状态，对美债影响相对缓和。此外，从美联储表态看，就业与消费数据转冷，美联储会对通胀有更高的容忍度，不再讨论加息的可能性，同时美联储从6月起放缓缩表速度，利于美债利率下行。

图34：6月份10年期美债利率或会震荡下行



资料来源：wind，光大证券研究所。注：数据截至2024年5月27日

一级行业打分表及细分行业推荐

自上而下：风格或介于均衡与顺周期，美债利率或震荡下行

自下而上：各行业政策、景气、估值及筹码

行业中观景气数据跟踪

风险提示

3.1 行业近期重点政策

➤ 政策方面，房地产、半导体相关领域政策较为利好。政策加分方面，5月地产政策组合拳推出，各地积极响应落地，地产链相关行业均提振；国家大基金三期落地，半导体产业发展有望提速，相关行业有望受益。政策减分方面，美国加征自华进口汽车产业链关税，可能对我国汽车出口造成一定程度的压制。

表10：各行业政策打分及近期重点政策情况

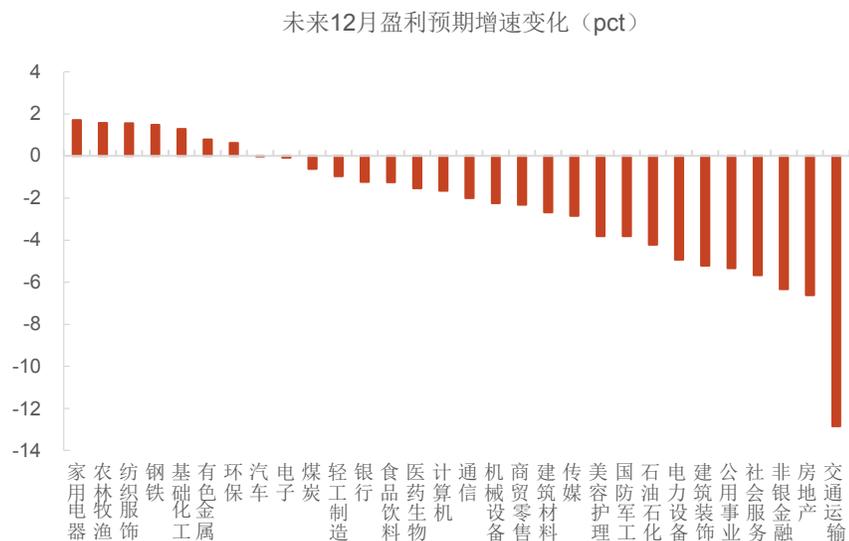
序号	代码	行业	政策定性打分	备注	序号	代码	行业	政策定性打分	备注
1	801080.SI	电子	1.0	国家大基金三期落地、美国加征自华进口半导体关税	16	801760.SI	传媒	0.5	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》、OpenAI发布GPT-4o
2	801180.SI	房地产	1.0	降低首付比例、降低公积金贷款利率与取消商业性个人住房贷款利率政策下限，2024年超长期特别国债发行	17	801770.SI	通信	0.5	Honghu-3星座计划披露
3	801030.SI	基础化工	0.5	国家大基金三期落地	18	801010.SI	农林牧渔	0.0	《射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品分类界定解读》
4	801040.SI	钢铁	0.5	2024年超长期特别国债发行、关于开展城市更新示范工作的通知	19	801120.SI	食品饮料	0.0	
5	801050.SI	有色金属	0.5	《2024—2025年节能降碳行动方案》	20	801130.SI	纺织服饰	0.0	
6	801110.SI	家用电器	0.5	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案的通知》	21	801150.SI	医药生物	0.0	
7	801140.SI	轻工制造	0.5	降低首付比例、降低公积金贷款利率与取消商业性个人住房贷款利率政策下限，2024年超长期特别国债发行	22	801210.SI	社会服务	0.0	
8	801160.SI	公用事业	0.5	深化电改企业和专家座谈会	23	801780.SI	银行	0.0	
9	801170.SI	交通运输	0.5	红海危机持续发酵	24	801790.SI	非银金融	0.0	
10	801200.SI	商贸零售	0.5	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	25	801890.SI	机械设备	0.0	
11	801710.SI	建筑材料	0.5	2024年超长期特别国债发行、关于开展城市更新示范工作的通知	26	801950.SI	煤炭	0.0	
12	801720.SI	建筑装饰	0.5	2024年超长期特别国债发行、关于开展城市更新示范工作的通知	27	801960.SI	石油石化	0.0	
13	801730.SI	电力设备	0.5	深化电改企业和专家座谈会、《电力市场运行基本规则》	28	801970.SI	环保	0.0	
14	801740.SI	国防军工	0.5	《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027年）（征求意见稿）》、《电动垂直起降航空器（eVTOL）起降场技术要求》	29	801980.SI	美容护理	0.0	
15	801750.SI	计算机	0.5	OpenAI发布GPT-4o	30	801880.SI	汽车	-0.5	美国加征自华进口汽车关税

资料来源：中国政府网、财联社等，光大证券研究所整理

3.2 行业景气情况

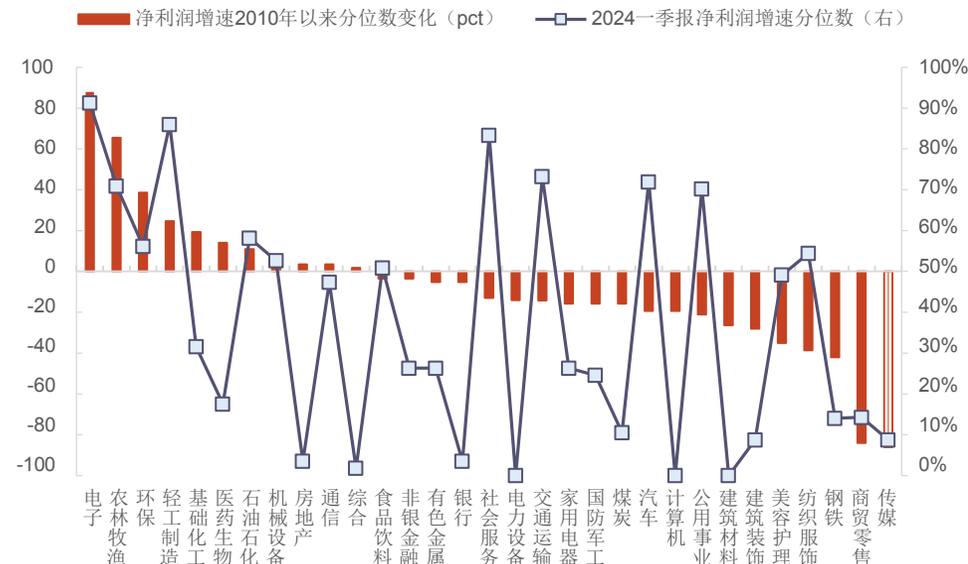
- 景气方面，中观景气在本篇报告中的第四部分有详细论述，因此这里不作展开。
- 从分析师预期变化的角度来看，家电、农林牧渔和纺服预期盈利增速抬升明显，交运和房地产则下降明显。截至5月27日，分析师对于未来12个月的预期盈利增速相比于前一个月涨跌分化，家电、农林牧渔和纺服盈利增速抬升明显，分别抬升了1.7pct、1.6pct及1.6pct，而交运、房地产和非银金融则有明显下降，分别下降了12.8pct、6.6pct及6.3pct。
- 从净利润增速的情况来看，电子、农林牧渔和环保增速分位数上升明显，传媒、商贸零售则下降明显。由于净利润增速的绝对值容易受到基数效应的影响，因此在做行业比较时，我们更加关注业绩增速分位数的变化。从净利润增速分位数的变化情况来看，电子、农林牧渔和环保的分位数抬升幅度居前，而传媒、商贸零售以及钢铁的下降幅度则居前。

图35：家电、农林牧渔和纺服预期盈利增速抬升明显



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：变化指2024/5/27的预期增速相比于前月末时的预期指数

图36：电子、农林牧渔和环保等行业净利润增速分位数抬升明显



资料来源：Wind、光大证券研究所。注：分位数变化为2024年一季报净利润增速分位数相比于2023年年报数据的变化；分位数计算区间为2010年一季报至2024年一季报

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：
<https://d.book118.com/786021114232010151>