

周度经济观察

——如何理解市场近期承压？

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023年10月24日

内容提要

当前宏观经济内部的复苏存在分化。制造业、服务业在温和恢复，但房地产行业尚未企稳，这一格局在四季度有望延续，意味着经济总体处于磨底的过程中。

近期权益市场承压主要来自两条线索：在人民币汇率稳定的背景下，海外市场的波动对国内资产价格影响显著；市场开始对国有房地产企业违约的担忧上升，风险偏好再度回落。这些内外部压力的缓和需要时间。

受经济数据超预期、鲍威尔表态偏鹰派的催化，上周以来10年期美债收益率快速上行至5%以上，这一上行过程对全球权益市场形成明显冲击。偏强的美国经济似乎有望维持，这意味着美国债券市场利率中枢处于易上难下的环境中。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济修复的两点观察

从上周以来的高频数据来看，人流数据边际回升，物流数据基本持平，大宗商品价格从高位回落，水泥价格触底回升但仍略弱于季节性，结合线下消费包括酒店餐饮等价格数据，终端需求仍然在温和复苏中。

10月以来，高频数据显示新房销售仍然不温不火，低于去年同期水平。这或许和新房供应不足、居民对交付担忧有关，而二手房市场表现略好于去年同期。从居民的现金流量表看，三季度居民仍然增持存款、理财和货基等安全资产，减持房地产、权益基金等风险资产，居民的风险偏好仍然处于低位。不同于2020年疫后修复阶段，当时居民风险偏好的抬升同步甚至领先于居民消费倾向的修复，而本轮恢复周期中居民风险偏好修复速度相对较慢。

当前经济的修复可以观察到两条线索。

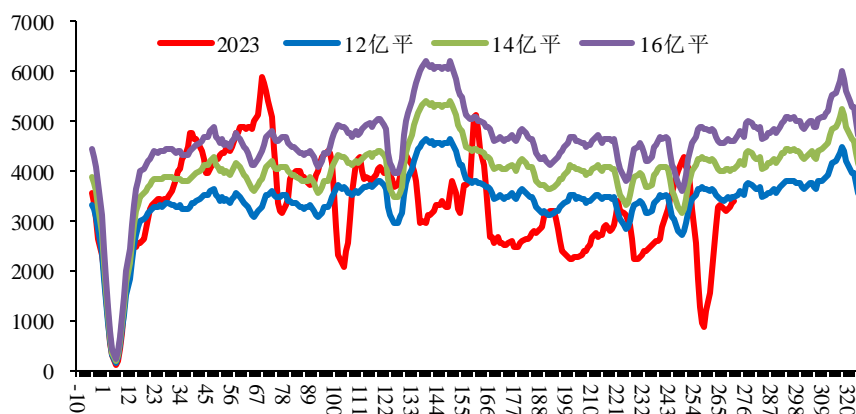
一是消费和服务业的温和抬升，这一抬升主要源于居民消费倾向的修复。当前居民消费倾向尚未修复至疫情前水平，随着时间的推移，居民消费倾向的抬升进程有望延续，进而推升消费增长的中枢。

二是出口活动的改善。本轮出口活动的改善主要受益于欧美制造业部门的恢复。去年疫情政策转向后，欧美出现服务业对制造业的替代，这一替代过程在今年年中结束，制造业开始从底部爬升。从时间上看，从去年初到今年中制造业减速持续了一年半的时间，当前欧美制造业的攀升处于初期阶段。此外，欧洲、美国、日本等发达经济体在疫情前企业资本开支长期不足，疫情中部分企业资本存量被出清，这使得企业部门存在较强增加资本开支的意愿，这一过程对发达经济体的制造业复苏带来持续支撑，进而对我国出口和制造业形成牵引。

不过经济面临的压力仍然不宜低估，这一压力主要集中在房地产行业。尽管9月以来限购限贷政策在持续放松，但商品房销售面积的改善相对温和，房价下跌的过程尚未明显缓和。在房地产企业层面，民营房地产的股票价格跌破了去年10月份的低点，国有房地产企业的股票和债券市场价格也出现快速下跌，9月的地产投资数据仍在下行，显示房地产行业的流动性压力较大，这一压力对房地产企业开工、拿地、投资活动的拖累明显。

因此总体而言，宏观经济内部复苏的进程存在分化，制造业、服务业在温和恢复，但房地产行业尚未企稳，经济总体处于磨底的过程中。

图1：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用2018/2019/2021/2022四年销售与当年销售总面积归一化计算，横轴使用农历日期对齐

二、市场承压的两条线索

上周以来权益市场持续下跌，成交较为清淡，日均成交不足八千亿，除金融板块外，其余风格均跌幅不低。AI相关的板块在芯片制裁的影响下也跌幅相对最大，消费板块继续承压。

近期市场的下跌主要有两条线索。

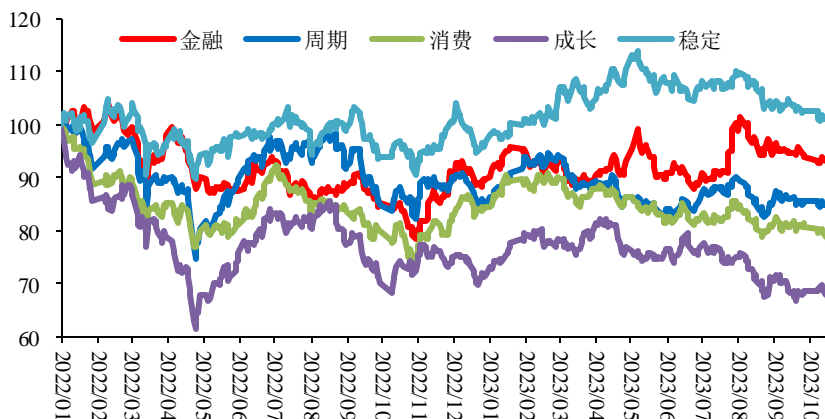
上周伴随美国 10 年期国债收益率突破 5%，全球权益市场普遍出现回调，美国、德国、日本、法国和英国指数普遍跌幅在 3% 附近，沪深 300 略超 4% 的跌幅并不显著更差。考虑到过去一段时间人民币兑美元汇率波动极小，海外金融市场的变化更多直接被国内权益市场吸收。

市场下跌的另一条线索来自房地产企业层面，一度被认为违约可能性极低的国有房地产企业的债券价格出现波动，金地部分债券的成交价格在 20-30 的区间，龙湖和万科的债券成交大幅低于中债估值，地产及其后周期板块因此承压，也进一步带动市场风险偏好的回落。

回头看，本轮市场下跌的节奏类似于今年 5 月，当时美债收益率上升，国内经济减速，市场一度担忧城投平台债务违约的风险。那一轮市场的止跌企稳与美债利率稳定、经济基本面确认没有进一步失速的压力、地方债务违约的担忧缓解均有关联。

如果参考上一轮企稳的经验，本轮市场企稳可能同样需要美债利率的企稳和国有房地产企业违约担忧的缓和。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2021 年 12 月 31 日为 100

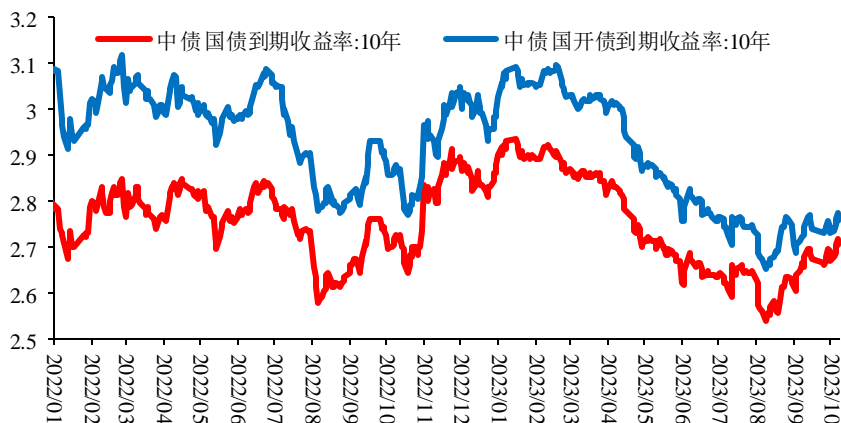
10月以来，资金价格维持在较高水平，这一资金价格推动短端利率上行，而长端利率在上升幅度较小，收益率曲线走平。

当前债券市场的核心矛盾仍然在于资金面的紧张何时可以缓解？汇率对利率的传导或许是资金利率上升的主要原因，缴税、债券发行对资金面的影响可能相对次要。这意味着在美债利率上行、汇率维持稳定的背景下，资金利率仍将维持在较高的水平。

而当前的经济基本面、通胀环境、信用扩张进程似乎并不支持利率水平的大幅抬升。房地产行业的减速对冲了服务业和制造业的恢复，经济基本面尚在磨底过程中。相应的通胀从低点开始反弹，但回到正常的通胀环境仍需时间。信贷需求恢复、带动资金大量流入实体部门的迹象尚不明显。

因此对债券市场，需要密切关注美债收益率企稳的时点、以及国内监管部门对汇率问题的表态。总体而言，资金利率偏紧的格局短期仍将延续，债券收益率中枢的下行需要等待。

图3：10年期国债和国开债收益率，%

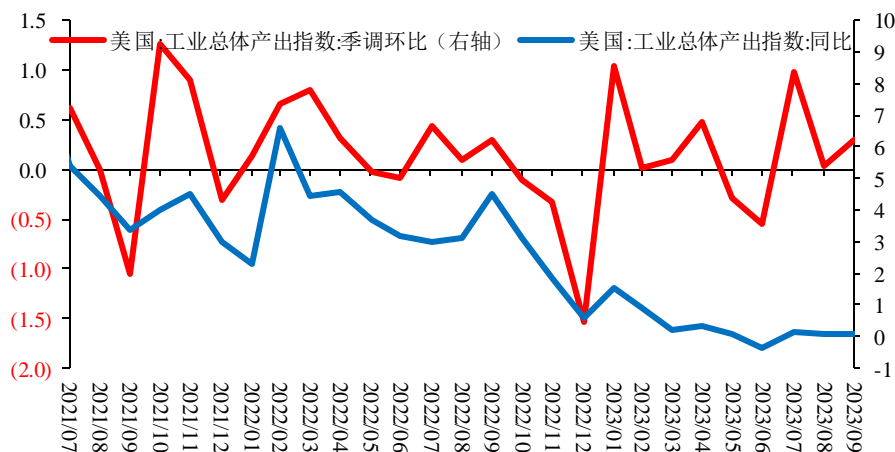


数据来源：Wind，安信证券

三、美债利率中枢易上难下

美国 9 月零售销售季调环比增速为 0.7%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；同比增速为 3.4，与上月大致持平。零售数据总体高于市场预期，其中食品、机动车、加剧等分项表现强劲；而电子、建材、石油等品种表现偏弱。

图4：美国工业产出同比和环比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

9 月偏强的美国零售数据，与同期非农就业人口大幅抬升、薪资水平高位震荡的指向一致，均反映出美国经济韧性犹存。美国劳动力供应短缺与消费活动恢复的正循环仍在延续。

美国消费反弹的同时，工业产出也出现回升。9 月工业产出季调环比增速为-0.3，较 8 月抬升 0.3 个百分点，这与 9 月制造业 PMI 的回升指向一致，表明疫后美国制造业部门在持续恢复。这也使得市场对美国经济的预期改善，近期亚特兰大联储 GDP Now 模型将美国三季度 GDP 环比增速从 5.1%上调至 5.4%。

在美国经济表现偏强的背景下，10 月 19 日美联储主席鲍威尔纽约经济俱乐部发表演讲，表示近期美国收益率上行已经造成金融条件收紧，意味着美联储无需更多加息。但如果有更多证据表明经济增速高于趋势水平，或者劳动力市场维持偏紧，可能会使得通胀面临风险，需要进一步收紧货币政策。

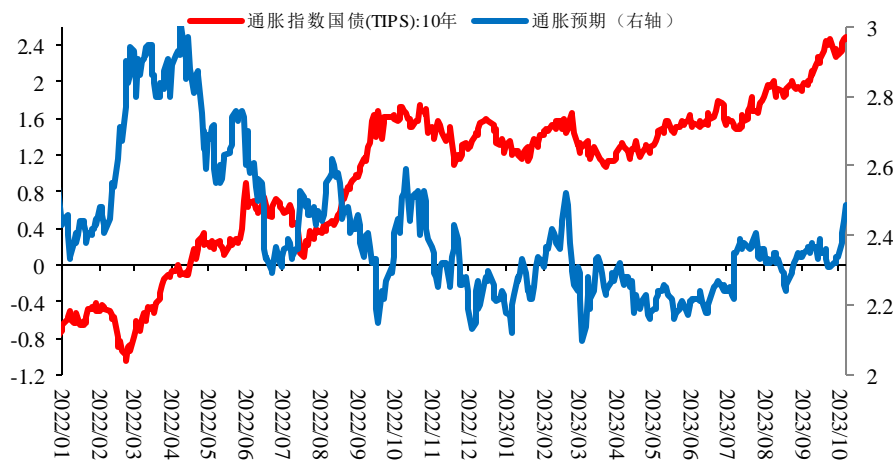
在通胀回落的同时，劳动力市场始终偏紧，这使得此前市场依赖的经济学模型失效，进而在定价层面表现为期限溢价的上行，这一上行过程的彻底结束仍然需要观察。

受经济数据超预期、鲍威尔表态偏鹰派的影响，上周10年期美债收益率快速上行至5%以上。这一上行过程对权益市场造成明显冲击，纳斯达克指数下跌幅度大于道琼斯指数。

美债收益率的上行对欧洲、日本市场也形成牵引，10年期德债、意大利国债、日本国债收益率也出现大幅抬升。相应的，欧洲和日本股票市场也出现下跌。

当前海外市场的定价核心在于美国中性利率的走向。一个市场普遍接受的观点是疫情后美国中性利率中枢出现了抬升，但当前政策利率距离中性利率有多大距离，市场存在较大分歧。因此市场和监管部门更多转向数据驱动的定价逻辑。从当前的情况来看，三季度美国经济表现偏强，这一状态在四季度或将延续，这意味着美国债券市场利率中枢或处于易上难下的趋势中。

图5：10年期美国TIPS和通胀预期，%



数据来源：Wind，安信证券

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

证券研究报告/周度报告