

周度经济观察

——经济持续寻底，利率下行未完

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2024 年 01 月 09 日

内容提要

考虑到房地产行业在未来一段时间趋于减速，国内总需求收缩的过程仍将延续，叠加高基数的影响，今年一季度 GDP 同比增速或将继续承压。供应链的重建与海外制造业的恢复有望带来我国出口的改善。

尽管当前 10 年期国债收益率处于历史低位，但从货币政策环境、经济基本面、资产供应的角度来看，债券市场收益率上行的风险不大，中枢趋于下行。

近期美股的调整更多是对前期极端宽松预期的修正，而非新一轮紧缩交易的启动，系统性风险有限。在经济逐步降温、通胀压力缓解、政策趋于宽松的背景下，美国股票市场仍处在有利的环境中。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

¹宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

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

一、房地产政策密集落地，效果有待观察

2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500 亿元。期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。这是 2022 年 11 月后首次 PSL 大规模投放。

上一次 PSL 大规模投放主要用于保交楼工程，对 2023 年房屋竣工和开发投资形成助推，也带动了包括玻璃、纯碱等大宗商品价格的上涨。

去年的中央经济工作会议强调了“三大工程”，预计本轮 PSL 的投放可能将用于上述领域。但考虑到同期房地产市场下行压力较大、土地财政相对偏紧，PSL 的投放或许难以完全抵消总需求滑落的影响，经济总体仍处于减速的过程中。

1 月 4 日，由深圳市规划和自然资源局会同深圳市住建局起草的《关于积极稳步推进城中村改造实现高质量发展的实施意见》（征求意见稿）发布，明确了实施主体、改造对象、改造范围、工作流程、土地收储和出让模式等详细要求。

从发布的文稿来看，政策主要聚焦于供给侧，与此前棚改货币化安置的思路存在差别。

今年第一周 30 大中城市新房销售面积为 163 万平米，弱于往年第一周的水平，而二手房市场表现略强于此前几年均值，新房和二手房销量的裂口维持。这表明当前房地产主体违约的风险也影响居民的购房需求，房地产行业面临供需双弱的局面。

当前无论是三大工程的推进、还是住房租赁市场的建设，都表明房地产行业政策更聚焦于供应端。供应端的发力有助于对冲短期宏观经济的下行，也着眼于房地产发展新模式的建立。不过需要注意的是，商品房市场上当前居民购房需求明显偏弱、价格持续承压，因此如何平衡不同市场上房屋的供应，需要精巧的政

策设计。此外中央和地方政府在保障房建设上资源的协调也需要时间。尤为重要的是商品房市场上房价的下跌会导致居民部门财富缩水、金融机构坏账压力激增、信用扩张进程受阻，这些风险反过来对实体部门将形成负向拖累。因此，针对房地产主体融资层面的纾困，以及需求端政策的进一步放松仍然有必要，这些领域政策的落地值得密切留意。

考虑到房地产行业在未来一段时间趋于减速、国内总需求收缩的过程仍将延续，叠加高基数的影响，今年一季度 GDP 同比增速将继续承压。

经济的亮点或许在于出口，尽管全球供应链的重构在逐步推进，但中国与东南亚、日本等经济体在设备、原材料层面的贸易有望受益于这一过程。同时，欧洲和美国制造业经历了两年左右的减速后，当前处于历史低位，未来海外主要经济体制造业的复苏对我国出口活动的影响偏积极。

因此合并而言，房地产无疑是主导经济走向的变量，房地产行业的企稳高度依赖于政策的干预，这一企稳的时点尚不明朗。除了紧密追踪房地产相关政策外，出口活动的改善或许是经济下行周期中的亮点。

二、权益市场磨底，利率下行未完

年初以来权益市场单边下跌，成交量维持低位，市场参与者信心偏弱。稳定和金融风格作为高股息的代表，表现相对较好，其余板块均有回落。

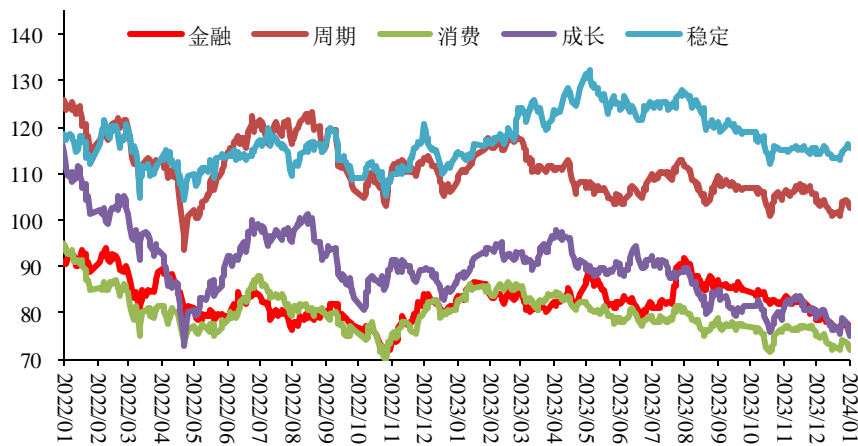
同期海外权益市场也出现走弱，这主要与前期宽松预期的修正有关。不过考虑到海外市场此前上涨的幅度较大，本次回落更多是技术性修正，海外市场的波动对 A 股市场不构成主导性影响。

尽管机构的交易行为、部分产品的结构设计可能放大了市场的波动，但 A 股持续下跌背后更根本的因素仍然在于基本面的变化。

当前经济持续走弱、通胀大幅下行、信用扩张缓慢主要的原因在于房地产行业的减速。房地产行业量价齐跌的局面对宏观经济、金融体系形成了广泛的影响。近期市场的担忧主要在于房地产主体违约风险的扩散，以及由此带来的对金融机构坏账压力的激增、信用扩张的冲击。而通过房地产企业自救、金融机构自发对房企纾困，似乎难以解决当前的问题。因此市场参与者更多关注房地产政策的出台和落地情况，这仍然需要等待与评估。

往后看，权益市场和宏观经济的底部将主要依赖于房地产行业的政策走向。如何彻底缓解房地产主体普遍面临的流动性压力、恢复房地产市场参与者的信心预期、推动购房需求的释放，是未来的主要政策关注。

图1：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

年初以来，资金价格小幅上行，推动 1 年期的利率债和存单收益率上行，而 10 年期国债收益率持续下行，导致期限利差再次收窄。

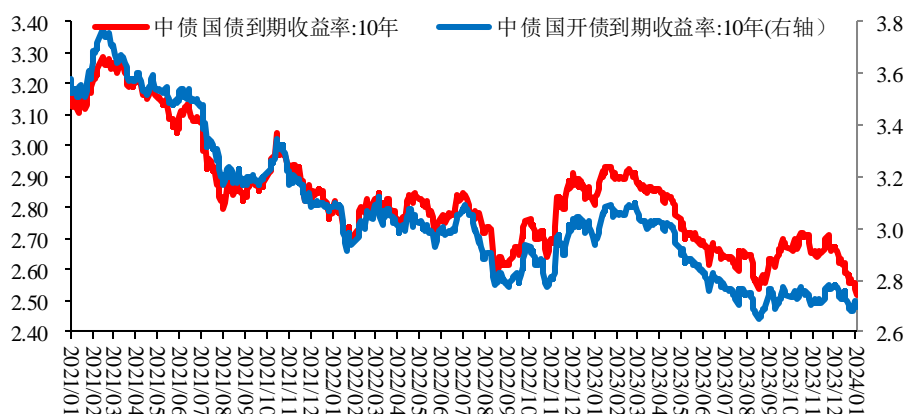
在人民币汇率中枢波动、国内需求下滑的背景下，市场的降息预期升温。尽管美元指数近期小幅抬升，但美国经济降温、通胀压力缓解的局面没有根本性变化，因此人民币汇率未来面临的贬值压力似乎有限，国内流动性环境转向宽松的概率在提升。

从过往类通缩的环境来看，类通缩环境本身有助于债券市场利率的下行，同时央行也往往会通过调降政策利率来降低实体经济融资成本，货币政策的宽松对债券市场无疑会形成额外的积极影响。

从资产供应的角度而言，在房地产行业债务出清、城投平台息差大幅收窄的背景下，高息资产的供应持续减少，这也会推动更多资金流入利率市场，推动债券市场收益率的下行。

因此总体而言，尽管当前 10 年期国债收益率处于历史低位，但从货币政策环境、经济基本面、资产供应的角度来看，债券市场收益率上行的风险不大，中枢趋于下行。

图2：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、美股技术性修正

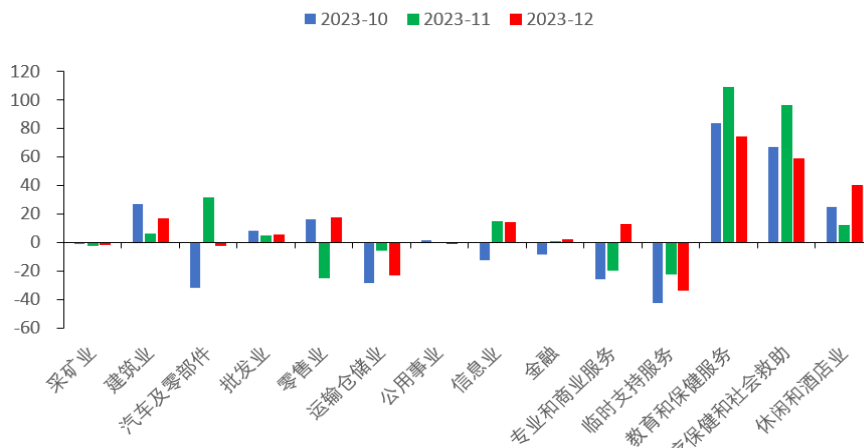
12 月美国新增非农就业人口为 21.6 万，高于市场预期的 17 万，较上月上升 4.3 万人。从结构上看，休闲和酒店、零售、专业和商业服务等服务业主导了非农就业的回升。这一回升可能与圣诞假期的短期影响有关。

12 月失业率为 3.7%，较上月回落 0.1 个百分点，仍然处于近一年低位。劳动参与率 62.5%，较上月大幅回落 0.3 个百分点，显示劳动力市场供需矛盾依然突出。

工资方面，时薪环比增速为 0.44%，同比增速 4.1%，环比增速较上月出现抬升。流感扩散可能对劳动力供应形成冲击。

总体而言，非农数据超预期上升、失业率下降、工资增速回升指向美国劳动力市场边际转紧，但这可能与圣诞假期、流感扩散等临时性因素有关，美国经济仍然处于逐步降温的过程中。

图3：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，安信证券

在非农就业数据超预期的同时，12 月美国 PMI 超预期下行。12 月美国 ISM 制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 47.4%，而美国非制造业 PMI 回落 2.1 个百分点至 50.6，显示美国服务业部门在持续降温。

尽管非农就业数据超预期向上，但非制造业 PMI 指向服务业部门仍在减速，因此市场对美联储今年降息开始时点以及降息幅度的预期变化不大。市场预期美联储首次降息的时点维持 3 月，降息幅度为 150BP。

而相比市场，美联储官方的看法始终偏鹰。最近公布的去年 12 月议息会议纪要显示，多名参与者认为，高利率环境维持的时间可能比目前预期的更久。此前点阵图也显示，美联储官员预期 2024 年降息三次，累计 75BP。

偏鹰派纪要的公布带来市场交易方向的小幅调整。10 年期美国国债收益率上行至 4% 以上；美元指数小幅抬升 102 左右；美国股票市场普遍调整，纳斯达克指数调整幅度大于道琼斯指数。

我们倾向于认为近期海外市场的调整更多是对前期极端宽松预期的修正，而非新一轮紧缩交易的启动。尽管纳斯达克指数处于历史高位，市场参与者普遍担心纳斯达克出现类似于 2000 年初科技泡沫破裂的局面，但这一轮科技股的上涨是在加息环境中出现的，并没有大量杠杆的使用，更多反映了技术进步、盈利改善的影响。因此近期纳斯达克指数的回调更多是技术性的修正，系统性风险相对有限。

考虑到美国居民部门资产负债表总体健康，美联储应对风险的能力较强，美国经济转入衰退的可能性较低。在经济逐步降温、通胀压力缓解、货币政策趋松的背景下，美国股票市场仍处于有利的环境中。

■ 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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路119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

国投证券宏观定期报告