

# 周度经济观察

## ——耐心等待

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024 年 01 月 23 日

### 内容提要

去年四季度以来，市场参与者对房企违约风险的担忧从民营主体向国企扩散，这也使得金融机构的坏账压力持续增加，并对资产价格、宏观经济形成广泛影响。

尽管权益市场经历了大幅调整，估值达到了偏低水平，但房地产行业的隐忧犹存，而且市场的下跌出现了自我加速的迹象。未来房地产行业政策的变化决定了权益市场底部的位置和时间，当前市场仍然在寻底过程中。

近期随着零售、工业数据的公布，美国降息预期小幅降温。往后看，美国经济软着陆的可能性越来越高、美联储也将在年中步入降息周期，同时美国技术进步在提速，这些因素将有助于推动美国股票市场中枢持续上行。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

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

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

## 一、房地产对经济的影响需要重视

回头看，去年四季度经济较三季度出现明显减速，工业、服务业出现普遍走弱，房地产和消费活动的下滑主导了经济的减速。

房地产行业的减速，既有需求下滑的原因，这背后反映出人口流动、居民收入和房价上涨预期调整的影响。

另外供应层面的冲击不可忽视。去年8月碧桂园违约，10月中旬万科股债双杀，市场一度担忧万科出现违约。这些事件性冲击加剧了市场参与者对房企的不信任，进而导致居民部门减少新房的购买，将购房需求转向二手房市场，新房和二手房销售的裂口持续扩大。同时地方政府进一步加强对预售资金的监管，供货商对房企普遍缩短账期、降低敞口。

外部融资的大幅收缩导致企业违约风险上升，而企业违约风险的上升对地产销售形成负面冲击，销售的减速反过来也对房企的生存带来不利影响。因此我们在房地产企业层面看到了这一负反馈机制。

从去年四季度以来，市场对房企违约风险的担忧从民营企业向国企扩散，表现为国有房地产企业股票价格相对民营跌幅更大，此前评级更高的房企股价跌幅更大，国有和民营的股价出现收敛。

在当前的形势下，靠市场自发走出流动性困境相当困难。一方面，去年下半年以来，尽管部分城市针对房地产市场需求端刺激政策出台，但商品房销售的改善微弱，10月以后房价甚至出现加速下跌的迹象，房企很难通过销售回款来填补流动性缺口。另一方面，金融机构普遍是顺周期行为，面对违约风险的提升，金融机构对房地产主体融出资金的意愿偏弱。

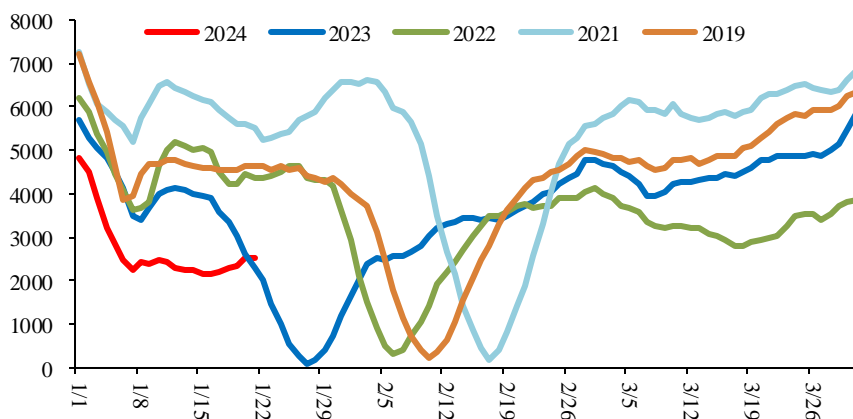
因此房地产行业走出流动性困局高度依赖于政策的干预，尤其是针对企业、主体的流动性救助。这一救助需要在，救助存在的道德风险与不救助隐含的金融风险之间权衡。

对房企主体的救助可以避免房地产行业的风险向金融体系扩散。而一旦金融机构出现广泛的坏账压力和违约风险，这将对国内资产价格、信用扩张、宏观经济形成剧烈冲击。同时，对房企主体的救助也将对新房销售形成缓冲，避免购房者因为担忧房企违约而把需求转入二手房市场。

而且从紧迫性上来看，流动性压力的扩散对房地产行业的冲击进展更快、幅度更大。而当前需求端政策的出台对市场而言效果或许有限，尤其是在居民收入和房价上涨预期走弱的背景下。

因此总体而言，房地产行业面临供需双双收缩的局面，这一局面的改善需要政策的强力干预，尤其是针对房企流动性层面的救助。在这一救助产生效果之前，宏观经济面临持续减速的压力，这一压力也会对权益市场带来不小冲击。

图1：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，国投证券研究中心

## 二、权益市场底部需等待

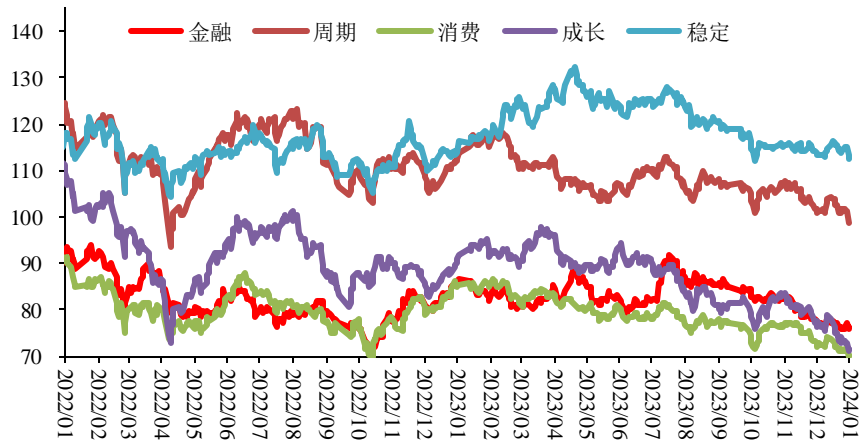
年初以来权益市场总体下行，成交量维持低位，上周日均成交仅为七千亿。高股息板块表现偏强，其余大部分板块表现不佳。

近期市场的大幅调整，主要可能来自于投资者对房地产行业问题进一步恶化的担忧。从上世纪 90 年代日本、2008 年美国的经验来看，房地产行业的问题往往容易引发金融体系的风险，进而对实体经济形成持续时间久、幅度较大的冲击。当然中国可能与日本、美国当年泡沫破裂的局面有诸多不同，但伴随房地产主体违约的扩散、以及房价的持续下跌，目前中国金融体系的风险无疑也在累积。

此外，光伏、新能源等战略新兴行业出现了产能过剩的局面，产能过剩的消化伴随着价格的大幅下跌和盈利的急剧恶化。从当年钢铁、水泥等上游行业在 4 万亿刺激政策后的产能消化过程来看，市场自发的出清过程相当漫长，可能需要长达三四年的时间。不过中国的战略新兴行业由于技术进步快、产品竞争力强等原因可以选择出海，将国内过剩的供应输出到海外。这一过程已经在展开，甚至相对独立于海外经济周期的波动。这需要投资者密切跟踪出海的进展以及相关国家政策的变化。

总体而言，尽管权益市场经历了大幅调整，市场估值达到了偏低水平，但房地产行业的隐忧犹存，而且市场的下跌出现了自我加速的迹象。因此从自上而下的角度来看，房地产行业政策的变化决定了权益市场底部的位置和时间，当前市场仍然在寻底过程中。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年12月31日为100

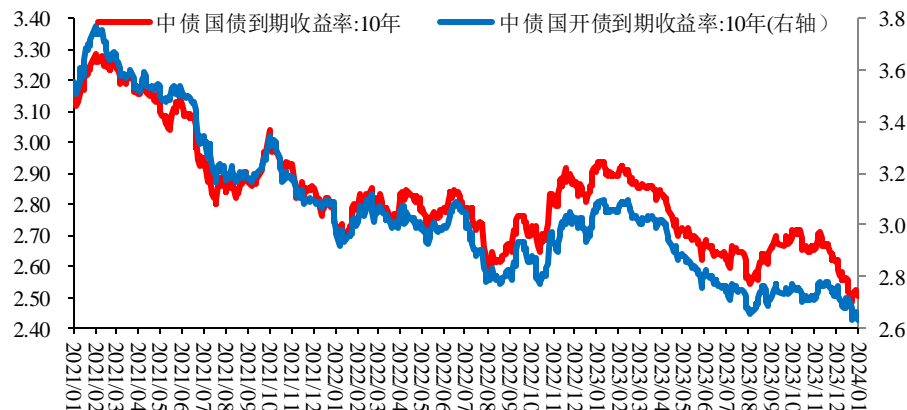
1月央行维持MLF和LPR利率不变。降息预期落空后，资金利率小幅抬升，期限利差处于历史低位。

去年12月长端利率的下行主要反映出市场对经济基本面和政策前景的定价，而近期股票市场的大幅下跌也在推动部分避险资金进入利率市场。

从过往经验来看，MLF利率与10年期国债收益率也出现过倒挂的情形。当前一方面由于美元指数的回升、人民币贬值压力持续增加，资金面短期转向宽松的概率在下降。另一方面，房地产行业的问题对宏观经济、信用扩张、通货膨胀的负面影响使得市场的中期预期在走弱。

在此背景下，长端利率的下行似乎可以维持，股债跷跷板的局面或许仍将延续。

图3：10年期国债和国开债到期收益率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

### 三、降息预期小幅降温

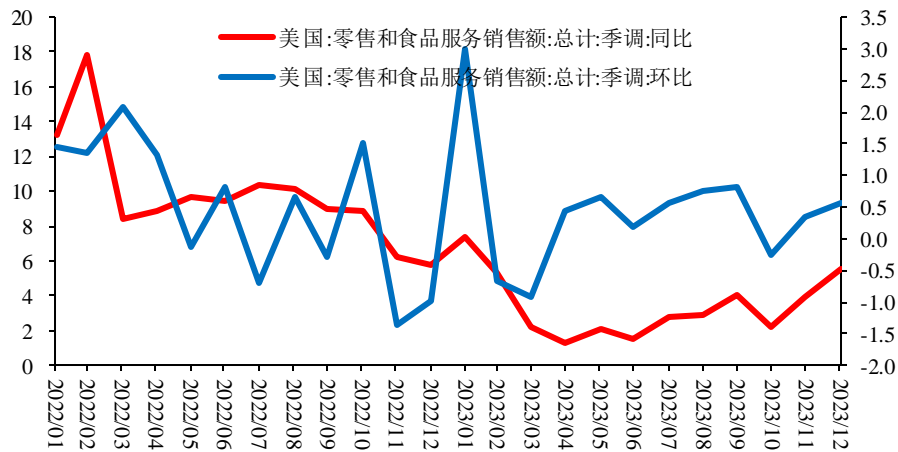
2023年12月美国零售销售季调环比增速为0.6%，较上月回升0.3个百分点；同比增速为5.6%，较上月回升1.6个百分点。美国零售销售数据出现连续回暖。

分项来看，美国家电、日用品、建材、服装等行业出现改善，保健、家具等少数行业回落，显示零售的改善具有广泛性。

零售数据的回暖与同期非农就业数据超预期上行、通胀数据走强的指向一致，表明美国经济韧性较强，衰退的概率进一步下降。尽管此前市场担心美国超额储蓄释放完毕、高利率对实体经济会形成滞后影响、以及商业地产领域存在脆弱性等问题，但从现实的情况来看，美国经济失速的风险已经相当有限。

这背后的原因或许在于美国劳动力供应的短缺使得劳工工资持续高增长、美国股票市场的上涨对居民形成财富效应、以及财政补贴使得居民和企业的资产负债表得到有效保护。在此背景下，市场逐步上修对美国经济的预期，并推迟美联储降息的时点，当前市场将美联储首次降息时点的预期推迟至今年5月。

图4：美国零售季调环比和同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

12月的工业产出数据表现类似。美国12月工业产出季调环比增速为0.1%，较上月回升0.1个百分点；同比增速为1%，较上月回升1.6个百分点。工业增速的回升既有政策指引下制造业回流的影响，也受到资本开支回暖的支撑。这一趋势有望在今年延续，并对中国的出口活动形成助推。

美国偏强的经济数据也使得美联储货币政策的表态偏鹰。上周美联储理事沃勒表示美联储没有像过去一样快速降息的理由，这一表述修正了市场的降息预期。当前美联储与市场在今年降息次数的判断上存在巨大分歧，而这一分歧最终将通过现实数据的公布来收敛。

市场降息预期进一步降温，资产价格沿着这一方向定价。10年期美债收益率上行19BP至4.15%，美元指数上行至103左右，股票市场高位震荡，纳斯达克指数表现强于道琼斯指数。

往后看，美国经济软着陆的可能性越来越高、美联储也将在年中步入降息周期，同时美国技术进步在提速、监管部门管理风险经验丰富，这些因素将有助于推动美国股票市场中枢持续上行。

## ■ 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月加入国投证券研究中心。

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月加入国投证券研究中心。

## ■ 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： 518046

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