

# 周度经济观察

——政策暖风频吹，效果仍需观察

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024 年 01 月 30 日

## 内容提要

近期政策密集出台，显示出监管当局对当前房地产、资本市场存在的困难高度关注，市场的情绪得到小幅改善。伴随政策的执行落地，市场转入对政策效果的评估阶段。

考虑到房地产行业流动性压力较大、总需求收缩的时间较长、市场主体信心预期偏弱，实体经济和权益市场的触底或许需要耐心等待。

美国 2023 年四季度经济数据超预期，消费活动表现偏强。考虑到美国企业和居民部门资产负债表健康、劳动力供应恢复偏慢，以及美联储货币政策的及时调整，预计美国 2024 年经济软着陆的概率较高，经济衰退的风险极低。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

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、政策效果有待观察

上周以来，政策暖风频吹。1月24日，央行宣布将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，并于1月25日下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。央行行长指出：“2024年发达经济体货币政策外溢性将朝着压力减小的方向发展，中美货币政策周期差处于收敛，这样一种外部环境变化，客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作的空间。”这意味着今年我国货币政策的宽松才刚刚启动。

除了货币政策宽松以外，活跃资本市场相关政策也在稳步推进。同期国资委表示，推动将市值纳入央企考核评价体系，并表示着力提高央企控股上市公司质量，强化投资者回报。

房地产政策仍然是市场关注的核心，各监管部门均出台了支持地产的政策。

1月25日，国家金融监管总局指出“房地产产业链条长、涉及面广，对国民经济具有重要影响，与广大人民群众生活也息息相关，金融业责无旁贷，必须大力支持。”

中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，旨在满足房地产企业合理融资需求。

1月26日，住建部部长倪虹在城市房地产融资协调机制部署会上强调，“加快推动城市房地产融资协调机制落地见效，支持房地产项目开发建设，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单。”

1月27日，广州宣布放开120平方米以上住宅限购。

总体而言，在房地产领域，政策进一步放松了需求侧的约束；在供给侧，也对房地产企业的市场化融资提供便利。

当下我国房地产市场没有出现过剩的供应积累、以及过度的杠杆使用，因此房地产市场的问题并非泡沫破裂所致，很难以日本、美国的案例做直接类比。我国房地产市场的持续下行，除了受到人口、收入预期等需求侧因素的影响外，更大的压力集中在供应端，表现为房地产企业的广泛违约，从弱资质的民营企业扩散至优质的民企，甚至出现波及国有企业的迹象。

金融机构信贷投放的收紧、居民购买新房的减少、供应商账期的缩短，共同导致房地产企业流动性压力积累、违约风险增加。而房地产企业无法依靠自身走出恶性循环。这需要来自于政策的纾困，尤其是针对企业、主体的流动性救助。

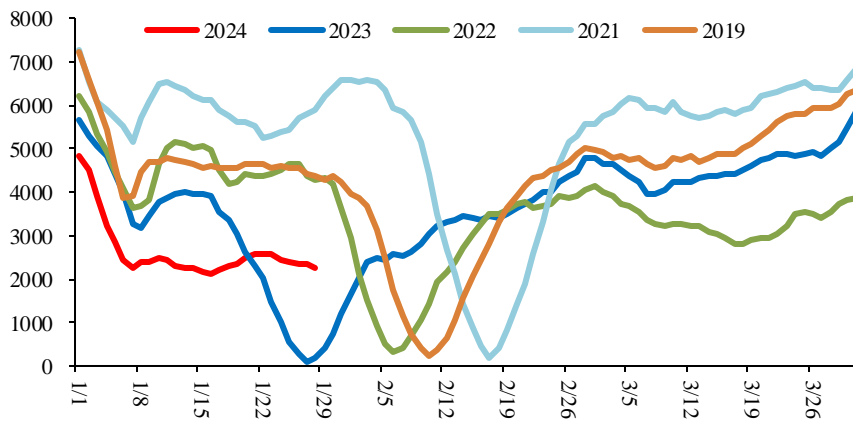
上周公布的政策在一定程度上体现了监管层对房地产企业流动性的呵护。不过从操作的角度来看，通过金融机构自发为房企提供流动性似乎存在不小障碍，这背后需要监管当局更为明确的责任划分，更为细致的考核方案。这一领域的政策细节以及效果需要持续追踪。

上周的 30 城高频数据显示，新房销售仍然偏弱，环比变化不大。

总体而言，近期政策密集出台，显示出监管当局对当前房地产、资本市场存在的困难高度关注，市场的情绪得到小幅改善。伴随政策的执行落地，市场转入对效果的评估阶段。

考虑到房地产行业流动性压力较大、总需求收缩的时间较长、市场主体信心预期偏弱，实体经济的企稳过程或许需要耐心等待。

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

上周权益市场波动加剧，总体小幅反弹。日均成交量小幅回升至 7500 亿左右。

市场的反弹主要与政策密集出台有关，国企、高股息和房地产领域表现占优，而消费和成长风格仍然承压。

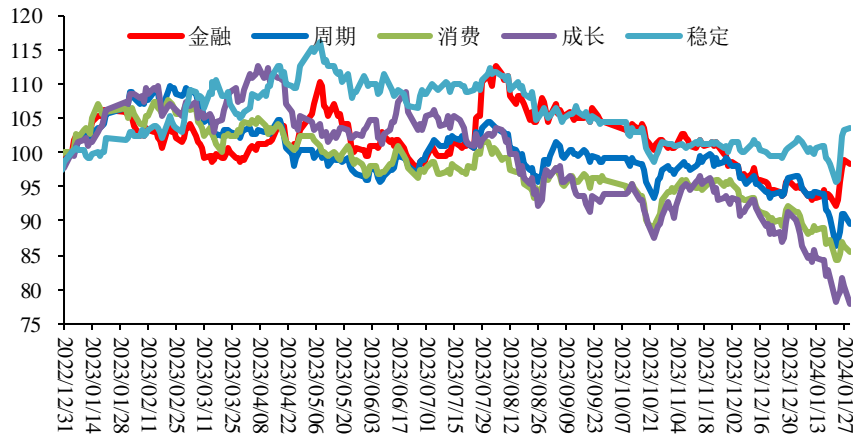
1 月 22 日市场的大幅下跌可能反映出市场流动性层面的压力，股指期货和指数的基差大幅走阔，中证 500 和中证 1000 的情况尤其严重。基差在 1 月 24 号以后基本回到正常水平，这与监管的及时干预有关。

在基本面没有明显变化的背景下，市场的剧烈波动或许更多是投资者的政策预期调整所致，而部分交易设计的脆弱性使得市场的下跌表现出非线性。这也表明如果基本面的恶化持续时间过久，市场弱势的过程太长，急速下跌的风险会大幅增加。

所以对资本市场而言，当务之急是扭转经济下行的趋势，而房地产行业的企稳尤为重要。目前监管当局对房地产行业融资层面的问题高度关注，相关政策在密集出台，不过这些政策能否彻底缓解房地产主体的流动性压力，仍然需要观察。

在此背景下，权益市场经历了技术性反弹后，重新进入磨底的过程中，最终底部的出现或许还需等待。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

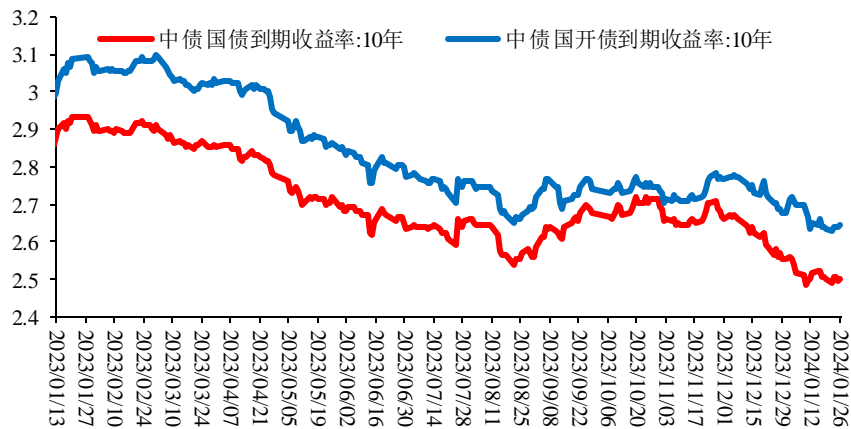
2022年12月31日为100

尽管央行宣布降准，但资金面偏紧的状态延续，上周资金利率小幅上行。短端利率小幅下行，长端利率低位波动。

当前美元兑人民币即期汇率在 7.2 左右的水平波动，中间价维持在 7.1 附近，两者裂口处于偏高水平。这一汇率层面的压力或许对资金的宽松形成制约。未来如果美联储货币政策的宽松落地，人民币贬值压力有望缓解，资金面有望迎来持续宽松，当然这一过程仍需等待。

不过从国内经济基本面、通胀走势以及信用扩张的进程来看，长端利率上行的风险有限，利率中枢仍在下行趋势中。

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、美国经济表现偏强

2023 年四季度美国 GDP 环比折年率为 3.3%，较三季度小幅回落 1.6 个百分点，不过位于过去两年次高的水平，明显高于市场预期。

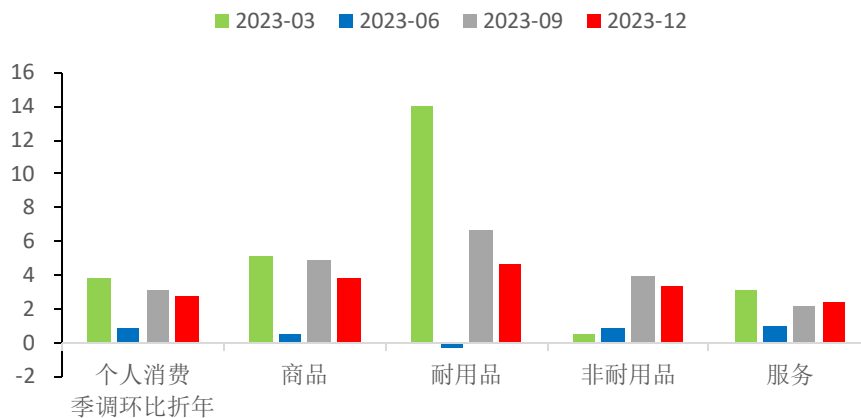
分项来看，四季度消费活动较三季度小幅回落，其中耐用品和非耐用品这类商品消费普遍走弱，服务消费出现小幅抬升。从绝对水平来看，消费增速仍然偏高，是导致经济数据超预期的主要原因。这与四季度超预期的非农就业和通胀数据指向一致。除了 2022 年以来服务消费对商品消费的替代以外，居民消费活动长时间的高增长可能表明，劳动力短缺带来的工资上涨与消费活动恢复的正反馈仍在运行，居民部门健康的资产负债表为这一正反馈提供了基础。

私人投资四季度环比折年 2.1%，较三季度大幅下滑 7.9 个百分点。住宅投资对投资活动形成主要拖累。高利率环境对房地产行业形成了压制。同时在经历了前期的去库存后，美国企业部门四季度经济了存货回补的过程，这一过程对工业价格和宏观经济带来积极影响。而非住宅投资四季度较三季度出现小幅回升，制造业部门总体处于增加资本开支的阶段。

总体来看，美国居民和企业部门资产负债表健康，财政政策对实体部门形成支持，同时工资上涨与消费加速的正循环仍在延续，企业部门资本开支的意愿也偏强，这些因素共同使得美国 2023 年经济明显走强。

往后看，尽管高利率环境对经济的滞后影响会逐步体现，但考虑到美国企业和居民部门资产负债表健康、劳动力供应恢复偏慢，以及美联储货币政策的及时调整，预计美国 2024 年经济软着陆的概率较高，经济衰退的风险极低。

图4：美国个人消费环比折年，%



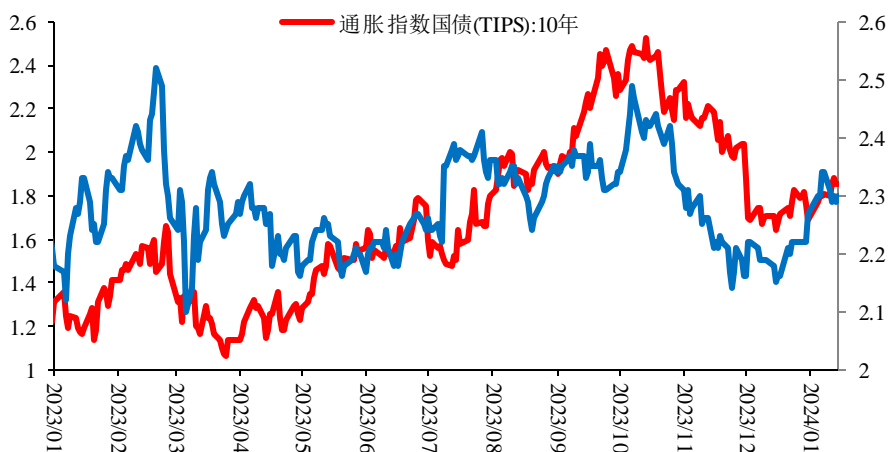
数据来源：Wind，安信证券

最新数据显示美国 12 月 PCE 同比增速 3.4%，与上月持平；核心 PCE 同比增速 2.9%，较上月回落 0.2 个百分点，创近两年新低。通胀数据小幅走弱的同时，1 月美国 Markit 制造业 PMI 回升 2.4 个百分点至 50.3，服务业 PMI 回升 1.5 个百分点至 52.9，表明美国经济维持偏强水平，软着陆的预期进一步强化。

经济数据的超预期、以及通胀的走弱推动美元指数上行，美股小幅上涨，美债收益率高位震荡。

往后看，尽管市场对美联储降息的幅度和启动时间有分歧，但降息的方向确定，与此同时经济失速的风险有限。在此背景下，美国股票市场中枢上行的过程有望延续。

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

第10页，共10页

2024年1月