

# 周度经济观察

## ——市场调整为哪般

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024 年 02 月 06 日

### 内容提要

1 月的 PMI 数据显示，尽管制造业部门出现供应的小幅扩张，但需求收缩的局面仍然在延续。房地产行业持续减速，消费和服务业的恢复缓慢，经济活动的企稳需要耐心等待。

近期权益市场的加速下跌可能与流动性压力有关。伴随市场的调整以及政策的介入，一些交易性因素对市场的冲击未来有望逐步减弱。但市场最终的底部仍然取决于经济基本面的走向，这意味着市场仍然处于寻底的过程中。

从近期的数据来看，美国经济表现出较高韧性，劳动力供应偏紧与工资价格抬升的正反馈仍在延续，居民部门资产负债表健康，企业投资意愿恢复，美国经济在软着陆的过程中。

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、需求收缩的局面延续

1月制造业 PMI 为 49.2，较上月回升 0.2 个百分点，强于 2017-2022 回落 0.2 个百分点的季节性变化。

分项来看，生产指数大幅上行，出口和产成品库存也明显抬升，同时进口回升幅度有限。

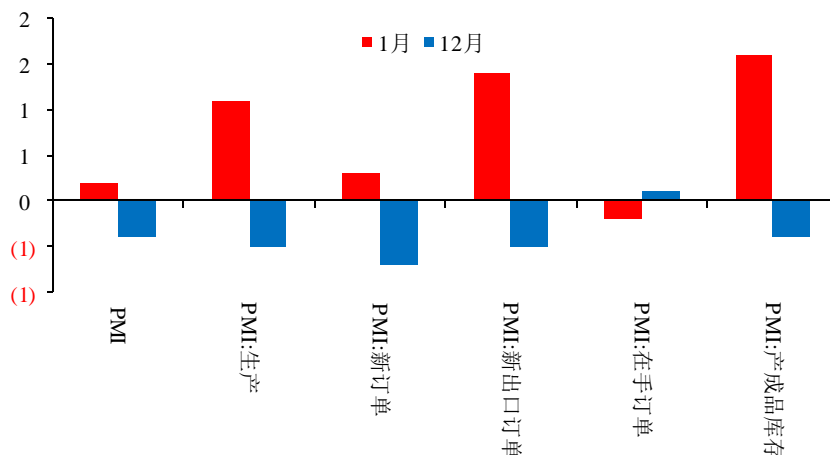
价格层面，原材料购进价格回落 1.1 个百分点至 50.4，同期南华工业品价格指数中枢波动，水泥价格持续下行。

生产扩张、价格下滑的组合表明制造业部门的供应出现扩张，在国内需求偏弱的背景下，供应的扩张带来了库存的积累和出口的提速。

1月服务业 PMI 为 50.1，较上月回升 0.8 个百分点，但仍处于偏低水平。建筑业 PMI 为 53.9，较上月大幅回落 3 个百分点，显著弱于季节性，表明房地产行业减速压力较大。

总体而言，尽管制造业部门出现供应的小幅扩张，但需求收缩的局面仍然在延续，房地产行业持续减速，消费和服务业的恢复缓慢，经济活动的企稳需要耐心等待。

图1：PMI 分项绝对值变化，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

1 月底克尔瑞和中指均公布了房企 1 月销售的数据，与 30 城销售数据一致，新房销售进一步走弱，而观察同期二手房的情况，成交量没有明显下滑。

居民部门对房企违约的担忧可能还在蔓延，这使得新房和二手房销售的差异持续拉大。

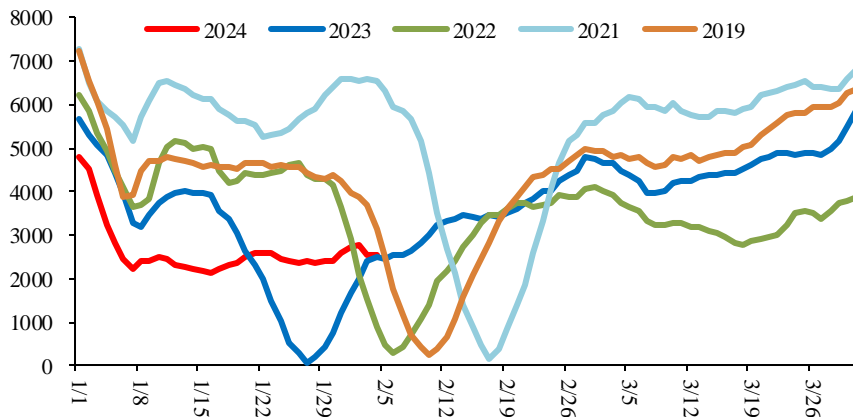
近期监管部门出台一系列针对房地产企业的政策，试图改善房地产企业融资环境、恢复市场信心、阻断流动性压力的蔓延。从现实的情况来看，国有和民营的房地产企业股价持续下跌，国有企业的股价跌幅更大，新房和二手房成交量的裂口走阔，这些证据表明宏观政策的现实效果尚不明显。

值得注意的是，在房地产行业持续减速、房地产主体违约压力累积的背景下，出于商业性的考虑，金融机构为房地产主体普遍提供流动性的意愿可能会减弱。因此如何明确金融机构考核机制，划分责任和权利，或许是监管部门引导金融机构救助地产主体的关键。

如果房地产行业流动性压力扩散，违约风险从民营企业向国央企波及，这将对市场信心预期、资产定价、金融机构资产质量、信用扩张形成较大冲击，进而对宏观经济形成负面影响。

因此在房地产行业流动性压力缓解之前，考虑到风险向金融机构扩散的可能性，实体经济和权益市场或将处于寻底的阶段。

图2：30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、权益市场继续寻底

上周以来权益市场出现大幅下跌，Wind 全 A 指数跌破 2020 年初疫情爆发时的位置，创近 5 年新低。

指数的下跌与市值水平密切相关，去年小市值股价表现优于大市值，上证 50 下跌 12%，中证 2000 下跌 1%；而今年以来小市值股价跌幅远大于大市值，上证 50 下跌 1%，中证 2000 下跌 32%。两年合并来看，小市值股价跌幅显著更大。

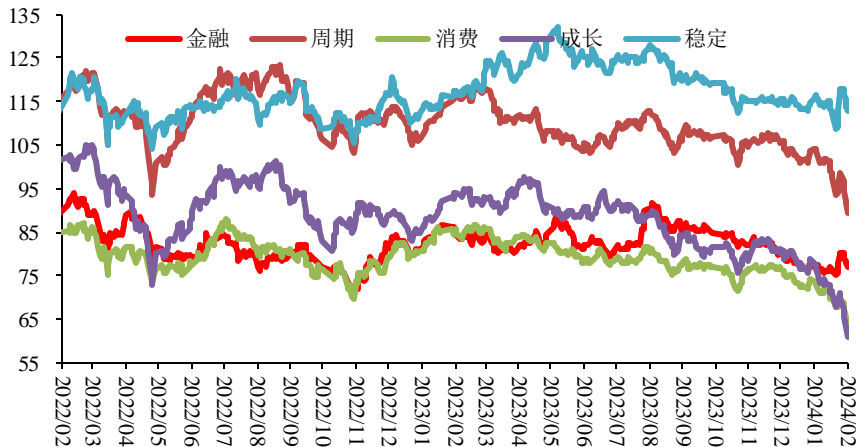
近期市场的下跌可能与流动性压力有关。小市值股票由于流动性更差，在这一过程中跌幅较大。

除了这些交易性因素以外，更根本的原因在于市场对未来经济增长的预期存在担忧。一般性的担忧有：如何实现基建地产减速的同时，制造业平稳对接，使得经济转型中的失重感最小？如何避免房地产主体的出清不扩散至金融行业、实现行业层面的软着陆？如何在房价下跌、收入预期不明朗的背景下推动居民部门消费倾向的抬升，进而实现消费的稳步恢复？

这些问题的回答部分与监管政策的取向有关，伴随政策的落地实施，市场会逐步评估政策的现实效果。

因此短期来看，伴随市场的调整以及政策的介入，一些交易性因素对市场的冲击有望逐步减弱，但市场最终的底部仍然取决于经济预期的改善，这意味着市场仍然处于寻底的过程中。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2020年12月31日为100

在股市下跌的背景下，债券收益率出现较为普遍的下行，长端债券利率下行幅度更大。10年期和30年期债券收益率已经创近20年新低，1年期MLF利率与10年期国债收益率出现倒挂，与30年期的利差也仅有10BP左右。

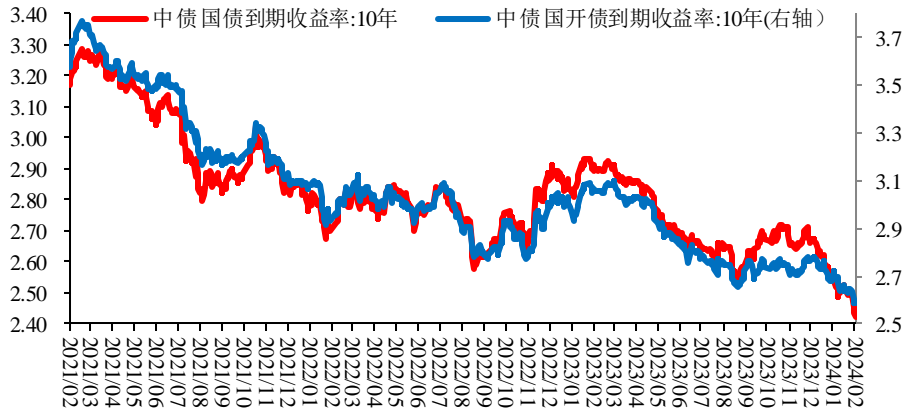
而同期银行间资金利率维持偏高水平，在人民币即期汇率与中间价裂口扩大，即期汇率在7.2左右波动的背景下，汇率贬值的压力对资金利率的下行可能形成了制约。

因此，长端利率的大幅下行、权益市场的下跌、人民币汇率的贬值可能均表明投资者对经济增长前景存在一定担忧。

在此背景下，资金利率对长端利率的约束或许不是主导性的，长端利率的走向更多取决于经济基本面的方向。

从当前的情况来看，经济走出类通缩的环境仍然需要时间，房地产行业的见底也需要额外的政策干预，金融机构新的信用扩张渠道仍在探索。这意味着债券市场收益率总体仍然处于易下难上的环境中。

图4：10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、美国经济偏强的表现延续

1月美国新增非农就业人口为35.3万，远超市场预期，创近一年来新高，较上月上升2万人。从结构上看，教育和保健服务、医疗保健和社会救助、专业和商业服务等服务业主导了非农就业的回升。

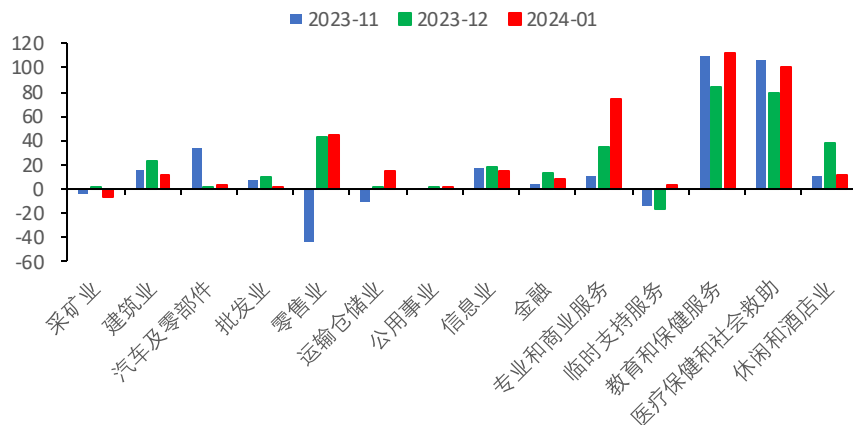
1月失业率为3.7%，与上月持平，仍然处于近一年低位。劳动参与率62.5%，也与上月持平，较疫情前仍有0.8个百分点的差距，显示劳动力市场供需矛盾依然突出。

工资方面，时薪环比增速为0.55%，创近两年新高；同比增速4.5%，较上月抬升0.2个百分点。

尽管 1 月的极端天气对劳动力供应产生了负面影响，但总体来看，非农数据超预期上升、失业率低位波动、工资增速回升均表明美国劳动力市场表现强劲，这与最近公布的美国 PMI 数据指向一致。

从近期的数据来看，美国经济表现出较高韧性，劳动力供应偏紧与工资价格抬升的正反馈仍在延续，居民部门资产负债表健康，企业投资意愿恢复，美国经济在软着陆的过程中。

图5：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，安信证券

在非农就业数据公布之前，1月31日美联储召开FOMC会议，维持利率水平不变。

关于货币政策，美联储删除了关于货币政策收紧的表述，认为利率明显进入限制性区间，已经看到货币政策收紧对通胀的影响，这意味这美国基准利率上行的过程确定性结束。不过关于降息的时点，鲍威尔不认为美联储会在3月启动降息，担心过早降息形成通胀逆转，需要在过早降息带来通胀上行与过晚降息导致过度紧缩之间找到平衡。

关于经济增长，美联储删除了“经济活动放缓”的表述，修改为“经济活动稳步扩张”，维持了“就业增长放缓，但依然强劲，失业率维持低位”的表述，总体对经济的看法相对积极。

关于通胀，美联储认为通胀压力出现缓解，但仍然处于高位，委员会依然高度关注通胀风险，希望实现就业最大化和通胀的平衡。

总体而言，美联储此次议息会议的表态与此前主要官员的表态一致，一方面美联储确认了加息的结束，另一方面对快速降息持谨慎态度。

最新的 Fed watch 显示，市场预期美联储在 3 月大概率不降息，第一次降息时间为今年 5 月，全年降息次数仍为 6 次。

在偏强的经济数据影响下，美国股票市场小幅上行，美元指数轻微抬升，美债收益率高位震荡。其他发达经济体资产价格表现与美国同步。

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。在经济存在韧性、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2月