

周度经济观察

——当前宏观环境变化几何？

袁方¹束加沛²

2024 年 02 月 20 日

内容提要

从春节假期数据，以及此前公布的金融、通胀数据来看，当前居民部门消费倾向仍处于偏低的水平，房地产行业维持弱势，宏观经济尚未出现明显改善。而扭转当前经济格局的关键在于政策的应对，这无疑需要持续跟踪。

随着市场自发的调整 and 政策的介入，交易性因素对市场的冲击在节后或许已经结束。但市场最终的底部取决于基本面改善的程度，这意味着权益市场仍在磨底的过程中。

5 年 LPR 的下调更多反映出监管当局对房地产行业的关注。春节期间全国商品房成交清淡，长端利率的下调意在提振居民的购房需求。在流动性环境趋于宽松、基本面弱势的背景下，债券市场收益率中枢有望继续下行。

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

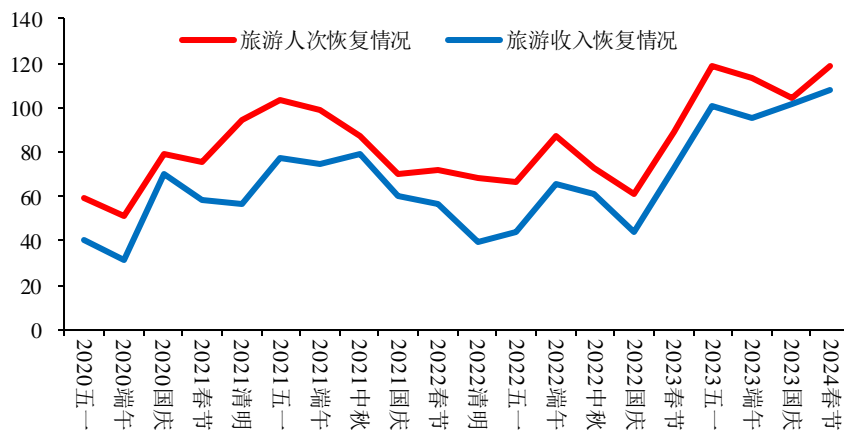
2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、需求仍然处于偏弱区间

据交通运输部数据计算，春节假期全社会跨区域人员流动量合计 22.9 亿人次，比 2019 年同期增长 27.9%。自驾替代公路客运，铁路和飞机载客量小幅上行。人员流动的大幅抬升，与过去几年城镇化发展带来生活方式的变迁关联更大，和经济活力的周期性改善相关性或许有限。

而观察旅游恢复情况，和 2023 年五一以来基本接近，旅游人次大幅修复，但旅游收入基本持平，表明客单价大幅下降。考虑到过去四年人均可支配收入累计增长不低，旅游消费支出的低增长反映出目前居民消费倾向仍然偏低。

图1：旅游收入恢复情况



数据来源：Wind，国投证券研究中心

注：2019 年同期为 100

1 月新增社会融资规模为 6.5 万亿元，比上年同期多增 5061 亿元；余额同比 9.5%，持平上月。企业债和非标是支撑社融的主要因素，同时人民币贷款变化不大，政府债小幅拖累。

考虑到央行提及对月度信贷数据的平抑、以及今年春节相对靠后的影响，1-2 月数据合并考虑可能参考价值更大。

1月新增人民币贷款4.92万亿元，同比多增162亿元；余额同比10.4%，较上月回落0.2个百分点。

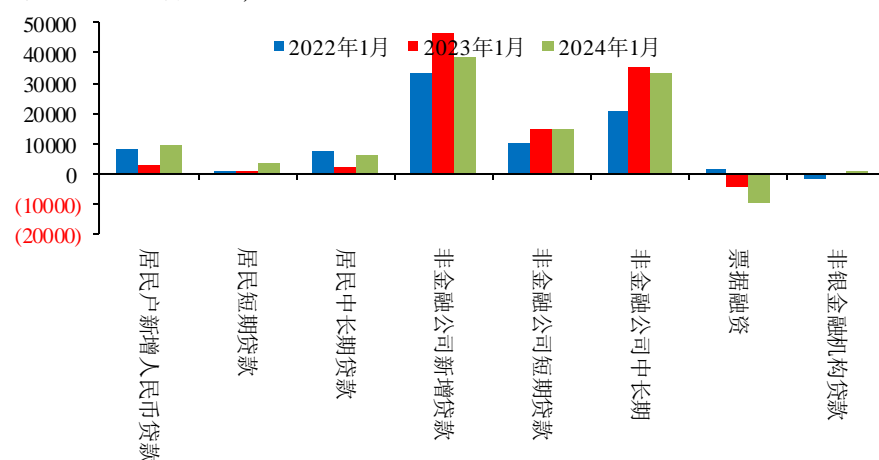
分类别看，居民部门新增贷款强于去年，和2022年水平接近，可能反映了春节效应的影响，居民贷款回升可持续性有待观察。2022年3月开始，居民部门提前还贷的现象较为强烈，此后居民部门去风险这一模式始终维持。企业部门新增贷款表现弱于去年同期，但中长期贷款表现仍然不弱。

与此同时，1月利率债、信用债等广谱利率出现明显下行，表明信贷数据偏强的表现更多为供应扩张主导，终端需求尚未出现明显改善。

从海外的经验来看，房地产市场的持续减速往往会对金融体系形成冲击，进而影响信用扩张的进程，但迄今为止我国金融机构信贷投放正常，这或许与我国金融系统表内的涉房业务此前受到严格监管有关。

不过伴随房屋和土地价格累计跌幅的加深，金融机构的坏账压力也会持续增加，抵押品货值也会随之减少，这也将对金融机构信贷投放形成新的冲击，这一影响需要密切留意。

图2：新增信贷分项，亿元



数据来源：Wind，国投证券研究中心

1 月 PPI 环比为-0.2%，较上月回升 0.1 个百分点；PPI 同比-2.5%，较上月回升 0.2 个百分点。

分项来看，PPI 环比的上行主要集中在原油产业链，在经历了去年 12 月的大幅下跌后，地缘政治因素推动今年 1 月油价出现回升。此外，印刷、医药、计算机电子等中下游行业价格表现依然偏弱，消费需求不足的影响延续。

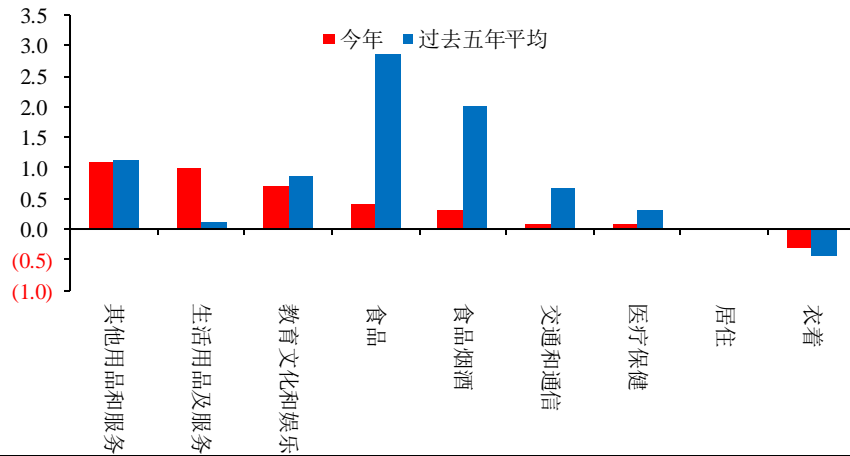
全球制造业的触底抬升、以及大宗商品供应偏紧的格局，意味着商品价格中枢有望维持在较高水平，同时考虑到低基数的影响，PPI 同比增速处于温和回升的过程中。

1 月 CPI 同比-0.8%，较上月回落 0.5 个百分点；环比 0.3%，低于过去五年-0.82%的环比均值，主要是春节日期靠后的影响；核心 CPI 同比 0.4%，较上月回落 0.2 个百分点。

从分项上来看，CPI 的回落主要集中在食品分项，体现了春节错位的影响。此外，原油价格的下降也促使交通通信分项走低，其余分项差异有限。

总体来看，1 月 CPI 走弱既有季节效应和原油价格的扰动，也有总需求不足的影响。未来总需求恢复的情况决定了通胀的走向。从当前的情况来看，居民消费活动恢复缓慢，同时房地产领域下行压力犹存，经济自发修复的动能偏弱，这意味着通胀回升的进程存在波折。

图3: CPI细项环比, %



数据来源: Wind, 国投证券研究中心

从金融、通胀、假期数据来看,当前总需求偏弱的格局尚未出现实质改善,而扭转当前经济格局的关键在于政策的应对。近期部分省份围绕促进经济发展做出积极表态,后续的具体政策细节以及效果需要持续跟踪。

二、5年 LPR 下调,债市收益率趋于下行

春节前权益市场出现反弹,反弹主要集中在此前跌幅巨大的小市值股票和 TMT 风格上。

节后第一天市场出现上涨,稳定、周期和成长表现较好,消费和金融风格仍然偏弱。

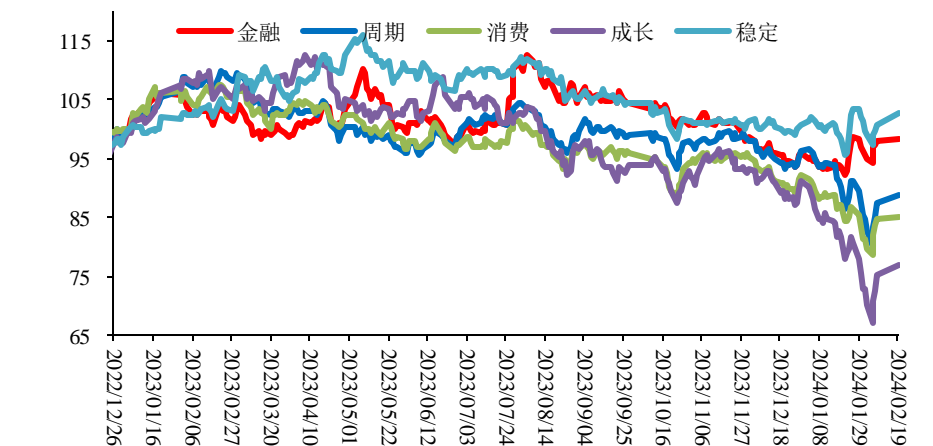
回头看,随着市场自发的调整以及政策的介入,交易性因素对市场的冲击在节后或许已经结束。但市场最终的底部仍然取决于基本面改善的程度,而房地产行业的走向对宏观经济的影响占据主导。

2月以来深圳、北京通州等地限购政策出现放松,5年 LPR 也有 25BP 的下调,房地产需求端政策在持续推进。同时 100 多个城市建立了房地产融资协调机制,银行增加对部分房企的授信。不过从商品房销售和房企股票、债券价格数据

来看，房地产行业流动性压力犹存，需求端的改善程度有限。从海外的经验来看，价格的充分下跌、以及对主体的救助或许是房地产行业触底的关键。因此我国房地产行业的企稳仍需密切跟踪未来政策的变化。

总体而言，经历完前期的超跌反弹后，当前权益市场重新回归对基本面的定价。考虑到房地产行业的触底需要时间、居民消费倾向的恢复相对缓慢，宏观经济总体处于偏弱的水平，这意味着权益市场仍在磨底的过程中。

图4：A股各板块股价走势



数据来源：Wind，国投证券研究中心

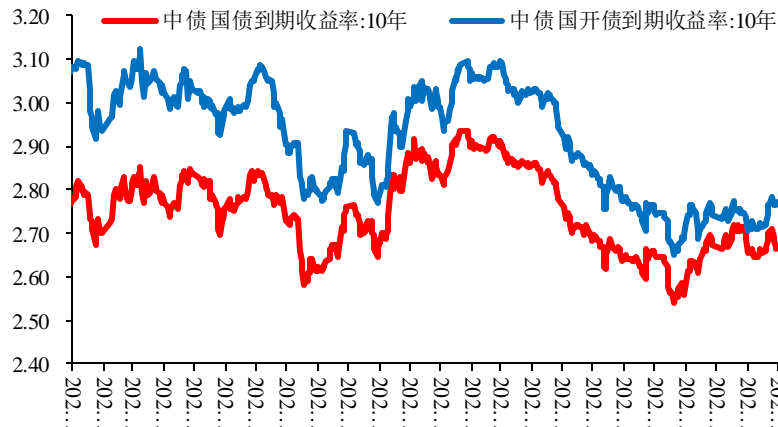
注：2022年底为100

春节前监管政策调整带来市场风险偏好修复，此前下行幅度较大的长端债券收益率出现上行。节后收益率企稳。

最新的数据显示1年LPR维持不变，5年期LPR从4.2%下调25BP至3.95%。5年LPR的下调更多反映出监管当局对房地产行业的关注。春节期间全国商品房成交清淡，而长端利率的下调意在提振居民的购房需求。同时人民币汇率的贬值压力使得MLF利率的调整存在困难。

从历史的经验来看，类通缩环境的走出需要央行宽松的货币政策配合，这意味着基准利率的调降存在可能性，尤其是在美元指数趋势下行后。在流动性环境趋于宽松、基本面走弱的背景下，债券市场收益率中枢有望继续下行。

图5：10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

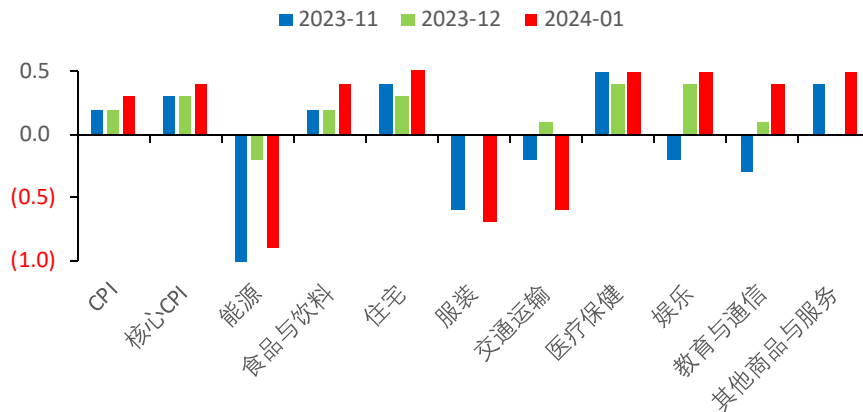
三、市场的降息预期继续降温

1月美国CPI同比增速3.4%，较上月下滑0.3个百分点；核心CPI同比增速3.9%，与上月持平。CPI季调环比0.3%，较上月回升0.1个百分点，通胀数据总体超市场预期上行。

分项来看，CPI环比的上行主要集中在服务领域，租金价格出现反弹，医疗保健、娱乐、教育与通信等价格也表现偏强。这与同期非农就业数据回升、工资价格反弹的指向一致，显示劳动力市场仍然偏紧。同时二手车等核心商品价格持续回落。

从最近两个月的数据来看，美国通胀回落的过程难言顺畅。在劳动力供应恢复相对缓慢、企业和居民资产负债表健康的背景下，尽管经济的降温在趋势上有助于通胀的回落，但回落的斜率在趋于平缓。

图6：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

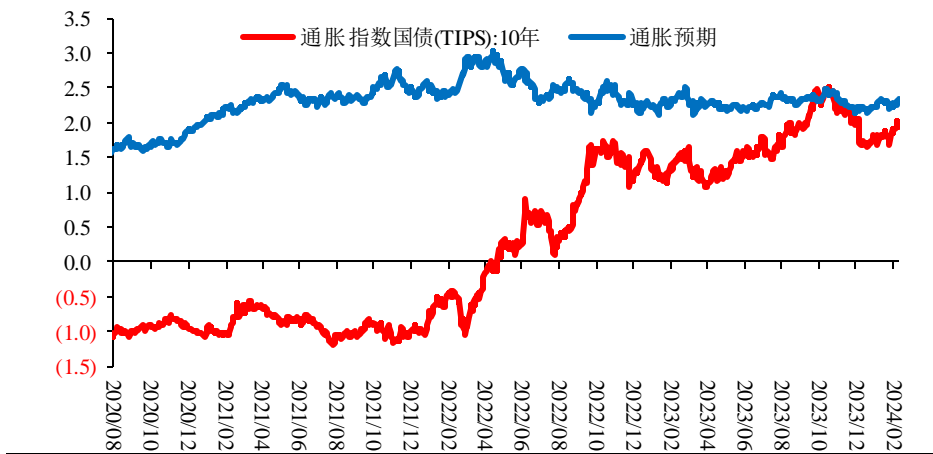
2月以来，在多数经济数据超预期的同时，美联储主要官员延续了偏鹰的表态。比如美联储主席鲍威尔、美联储副主席巴尔、波士顿联储主席柯林斯均在降息问题上表达了谨慎的看法。而经济数据的公布也在使得市场的看法与美联储看法收敛，最新数据显示市场预期降息时点推迟至6月，年内降息幅度从6次降至4次。

与美联储的表态接近，欧央行近期也维持中性偏鹰的看法。欧央行管委霍尔兹曼认为今年欧央行有可能完全不降息，或者只在年底降息。欧央行行长拉加德也表示需要看到通胀数据回到2%，对降息表达了观望态度。

资本市场继续定价降息预期降温的交易。10年期美债收益率上行至4.2%左右的水平，实际利率与通胀预期双双上行；美元指数在104附近波动；美股高位震荡，纳斯达克指数表现弱于道琼斯指数。

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，美联储处于宽松趋势的背景下，美国股票市场的上涨有望延续。

图7：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

■ 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 11 页，共 11 页

2024 年 2 月