

推动高质量发展政策再出台，剑指稳内需

2024年2月19日-2月25日双周报

◆ 美联储上半年降息的可能性再次缩小

2月21日公布的美联储1月会议纪要显示，美联储官员“一致判断政策利率可能处于本轮紧缩周期的峰值”，但同时大多数与会官员“都注意到过早放松政策立场的风险”。相对于此前市场预期的降息可能最早在上半年即会到来，美联储纪要的立场偏鹰。除纪要外，本周亦有多位美联储官员表态，包括威廉姆斯、杰斐逊、库克哈克等均发表了与美联储纪要相近的立场，即降息大概率不会在上半年出现，今年降息时点将视通胀和经济走势而定，下半年可能是合适的时点。

本周美联储纪要公布及美联储官员集体发声偏鹰是继此前美国通胀超预期后，市场乐观预期受到的再次打压，截止目前，市场此前对于美联储最快将于上半年即开启降息的乐观预期已经明显消退。截止2月25日，市场预期美联储3月会议继续维持联邦基金目标利率不变的概率已经升至96%，年内降息幅度也从今年年初的预期降息150BP调整为降息100BP。

尽管截止目前，美联储年内开启降息仍是大概率事件，但降息时点的延后，意味着美联储高利率维持的时间可能较此前预期的有所延长，全球大类资产的压力可能需要下半年才能有实质性减轻。

◆ 重要会议适时召开，推动高质量发展，意在激发内需

2月23日下午，习近平主持召开中央财经委员会第四次会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。

在新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新方面，会议强调，实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策将促进投资和消费，利于当前和长远发展。政策需协同发力，提升先进产能比重，推动高质量消费品普及和废旧资源循环利用，提高经济循环质量。其中，设备更新上会议提到了生产设备、服务设备更新和技术改造等领域，在消费品方面，会议提到了汽车和家电两个类别，同时指出其余耐用消费品亦在覆盖范围内。

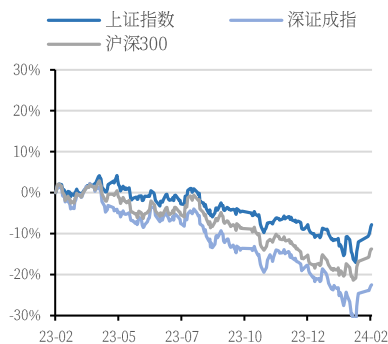
在降低社会物流成本方面，会议强调主要从运输成本、仓储成本、管理成本三个方面发力，并具体提到了“强化‘公转铁’、‘公转水’”、“优化主干线大通道，打通堵点卡点”、“鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式”、“大力发展临空经济、临港经济”等领域。

总体来看，本次会议讨论的两项重点议题，从长远来看，其核心的意义在于进一步促进我国经济高质量发展，从短期来看，将有利于进一步激发我国内需的提高，从而对冲当前经济因房地产行业持续下行而面临的增速压力。

主要数据

上证指数	3004.881
沪深300	3489.7416
深证成指	9069.415

主要指数走势图



作者

符畅 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

LPR非对称调降，助力一季度经济“开门红”
—2024-02-22

金融市场分析周报 —2024-02-21

LPR非对称调降，助力一季度经济“开门红”
—2024-02-21

2023年7月政治局会议对房地产行业定调“行业供需关系发生重大转变”以来，下半年一系列增量稳房地产政策随之推出，包括针对需求端的降首付、利率等政策，以及供给端的“金融16条”延期、“三个不低于”（明确规定银行对房企和居民购房的贷款增速不得低于银行总体贷款增速）等政策相继推出。进入2024年，房地产支持政策继续出台。1月12日，住房和城乡建设部、金融监管总局联合发布了《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》（下称《通知》），要求各地级以上城市建立房地产融资协调机制，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。据媒体报道，截至1月底，26个省份170个城市已建立城市房地产融资协调机制，并向商业银行推送了第一批项目“白名单”，涉及3218个项目，商业银行已向27个城市83个项目发放贷款178.6亿元。2月20日，5年期以上LPR单边下调25BP，创2019年LPR报价制度改革以来单次下调最大幅度，全国范围内居民购房成本再次明显下降。

从去年年中到今年年初，增量稳房地产政策的持续出台，与房地产行业景气度迟迟未见好转有关。从目前的数据看，房地产行业并未出现相对明确的复苏信号。根据我们统计的36个城市一手房销售情况，截至今年2月23日，一线、二线和三线城市商品房销售面积同比分别为-25.7%、-33.5%和-31.9%。

在房地产行业面临较大不确定性，经济下行压力仍然较大的情况下，本次中央财经委员会提出的大规模设备更新、消费品以旧换新和有效降低全社会物流成本问题，将在短期内起到弥补房地产下行带来的经济增速损失，支撑我国经济在转型期平稳过渡的重要作用。

◆ 2月5年期及以上LPR单边下调25BP，市场流动性较为充裕

周内资金面运行较为平稳，截止2月23日，DR007报收1.84%，较节前最后一个交易日下行1BP；SHIBOR1W报收1.82%，较节前最后一个交易日下行4BP。公开市场操作方面，节前央行投放的14D和7D逆回购大批量到期，本周逆回购到期量共计13730亿元。央行仍然采取灵活操作方式维持流动性合理充裕，上周日与本周内共投放7D逆回购5320亿元，利率维持1.80%；通过逆回购净回收流动性8410亿元。

2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.45%，上次为3.45%；5年期以上LPR为3.95%，上次为4.2%。2024年首轮降息落地，此次5年期以上LPR单边下调，是继2023年6月下调10个基点后，时隔8个月再度下调，且创2019年LPR报价制度改革以来单次下调最大幅度，超出市场预期。

从稳物价、稳信贷、稳经济以及稳妥有效防范化解重点领域金融风险等多方面需求来看，本次调降政策利率是必要的，也是及时的。央行行长潘功胜在2024年1月召开的国新办新闻发布会上表示，2024年，人民银行在货币政策工具的使用中，将强化跨周期和逆周期调节，为经济增长和物价稳定营造良好的货币金融环境。在内需不足的基本面没有得到根本扭转的前提下，年内稳增长政策发力离不开货币政策的支持。另一方面，从近年来的LPR走势来看，1年期LPR自2022年以来调整了3次，5年期及以上LPR则是下调了4次，基本上保持每年调整2次的节奏。因此年内政策利率或仍有进一步调整的空间。但从内外部平衡和货币政策滞后性有待观察的角度考虑，短期内再次宽松，进一步调降政策利率的需求可能并不迫切。

◆ 美联储货币政策纪要强调过快降息风险，美债收益率高位波动，人民币汇率压力边际上行

截至 2 月 23 日，美国 10 年期国债收益率录得 4.26%，较上周五下行 4BP。2024 年开局的通胀数据呈现全面强势，或推迟美联储首次降息的时点，美国政策利率或在高位运行更长时间，人民币汇率外部压力边际上行。截至 2 月 23 日，人民币兑美元即期汇率报收 7.1984，周内持续小幅波动。

继通胀数据后，北京时间 2 月 22 日凌晨美联储公布了 1 月货币政策会议纪要。纪要显示，联邦基金利率可能已达峰值，但过早放松货币政策立场存在风险。美联储官员普遍认为，过快降息将令降通胀努力前功尽弃。受到美联储偏鹰的纪要影响，CME FEDWatch 显示市场已经不再押注美联储在 3 月开启降息，降息时点可能延后至 6 月份，靠近美联储去年底给出的政策指引。并且，年内降息幅度从年初的 150BP 减少到了 100BP。因此，年内美元指数或能维持较为强势的支撑，中美货币政策周期错位之下，人民币汇率的外部压力或持续处于高位。

◆ 降息催动债市长端收益率持续下行，短期内或在低位波动

截止 2 月 23 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.40%，较节前最后一个交易日下行 3BP；1 年期国债收益率报收 1.77%，较上周五下行 16BP，期限利差大幅上行，录得 63.10BP，较 2 月 9 日上行 12.73BP。受到 5 年期及以上 LPR 大幅下调的利好推动，10 年期国债收益率在继突破 2.45% 之后持续下探至 2.40%，已经触及二十年的低点。而资金面的利好和流动性的宽松助推短端收益率快速下行，期限利差快速走阔呈现牛陡形态。

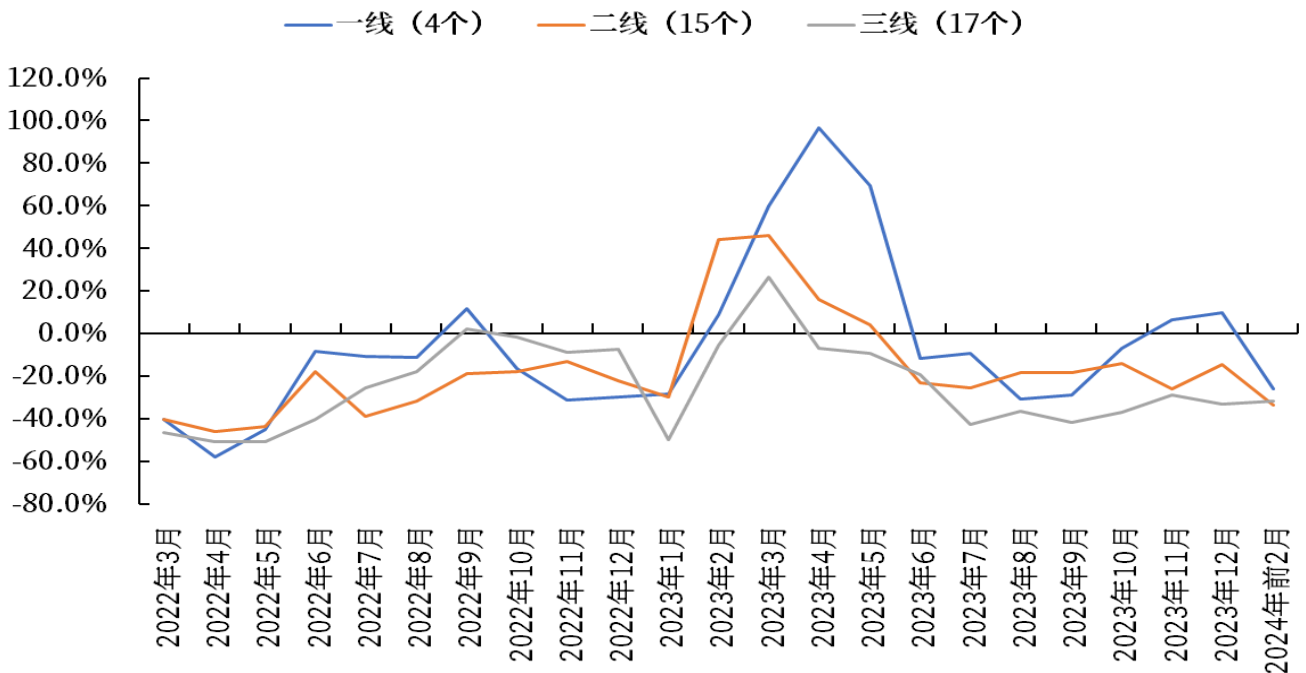
往后看，节前市场“降息+降准”的强宽松预期已兑现，而一季度临近的重要会议使得短期内政策博弈力度加大。短期内数据真空+降息落地或引发市场止盈预期，使得债市在低位波动。另一方面，正如前述资金面分析，年内货币政策仍有进一步下行的空间，随着政策利率的压降未来资金利率仍有下行的空间，叠加经济基本面强势反转的可能性较低，因此长端利率或仍有望进一步下行。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场预期美联储年内降息幅度缩为 100BP

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 一手房销售面积同比仍未见明显好转 (今年前两月数据为截至今年 2 月 23 日)


资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637