

周度经济观察

——利率下行仍在途中

袁方¹束加沛²

2024 年 02 月 27 日

内容提要

当前房地产行业面临的流动性压力仍然较大，地产销售数据的表现显著弱于季节性。在此背景下，近期房地产供应和需求端政策密集出台，但效果尚不明显。

权益市场流动性压力的缓解推动指数超跌反弹，但市场能否转入趋势反转，仍然依赖于基本面和经济政策的走向，这一信号的确认需要时间。

中期来看，考虑到经济的减速、资本报酬率的下降，以及未来政策利率相应的调降，债券市场收益率中枢的下行或许仍在途中。

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、地产政策密集出台，效果有待观察

2024 年 2 月，中央财经委员会第四次会议提出，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本。

上一轮设备更新相关政策发生在 2022 年 9 月。中央财政为贷款主体贴息 2.5%，商业银行以不高于 3.2% 的利率向主体提供贷款，主要涉及教育、健康卫生、充电桩等领域。本轮设备更新的政策细节尚未披露，未来可以关注政策在贷款、税收、财政补贴层面的变化。

而上一次大规模的消费品以旧换新出现在 2009 年，主要涉及家电和汽车行业。家电的补贴资金全部来自财政，中央和地方财政分别承担 80%、20%。汽车的以旧换新政策层面，政府拨付金额 50 亿。这两个行业的以旧换新政策当时取得了不错效果，2009 年汽车、家电出现快速增长。本次政策提及“对消费品以旧换新，要坚持中央财政和地方政府联动”。考虑到当前居民部门消费倾向偏低，以及汽车、家电渗透率远高于 2009 年，本次政策的效果主要取决于财政补贴的力度、和涉及的品类，这需要等待后续相关部委披露更多的政策细节。

同时，中央全面深化改革委员会第四次会议审议通过了《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》。

《意见》指出，“要提高土地要素配置精准性和利用效率，推动形成主体功能约束有效、国土开发协调有序的空间发展格局，增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力。”同时强调，“要严格落实国土空间管控边界，严守耕地和永久基本农田、生态保护红线、城镇开发边界三条控制线，加强事中事后监管。”

当前我国土地要素流动尚未完全市场化，在严守耕地和永久基本农田红线的前提下，土地要素指标跨区域的流动，有助于提高土地利用效率、释放经济活力。

这一过程也将伴随着户籍制度和财税体制的改革，其推进的过程可能需要较长时间。

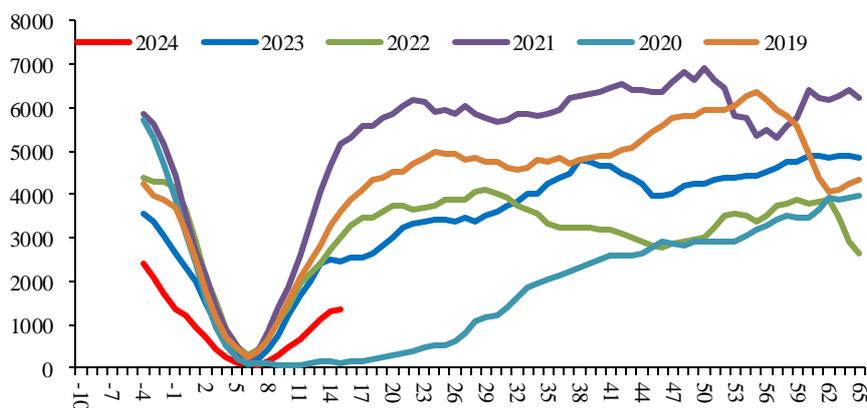
农历新年以来，新房销售恢复相对缓慢，二手房市场热度不减，这一差异可能反映了居民部门对房企违约的担忧可能还在加剧，这使得新房和二手房销售的差异持续拉大。

近期监管部门出台一系列针对房地产企业的政策，包括房地产融资协调机制，分批推出房地产项目“白名单”并推送给商业银行。此外，需求侧的政策放松也在不断落地。

不过从效果来看，新房市场的成交量和价格继续承压。如果未来出现新的房企出险，类似房企的违约压力可能进一步增加，金融机构坏账风险也会随之提升，这将反过来对居民购房需求和实体经济形成负面冲击。

因此在流动性压力缓解之前，房地产行业风险向金融机构扩散的可能性仍然存在，实体经济或将处于寻底的阶段。

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

注：每年春节对齐0点

二、利率下行仍在途中

上周以来权益市场持续上行，各行业均出现上涨。风格层面，高股息延续偏强表现，此前超跌的 TMT 板块大幅反弹；市值层面，小市值股票回升的幅度居前。

本轮市场的反弹可能与基本面的关系偏弱，更多与流动性因素有关。今年 1 月，小盘股指数出现严重的流动性问题，跌幅较大，但随着 2 月以来监管的介入和市场情绪的修复，市场出现超跌反弹。

从修复的程度来看，当前市场最为关注的上证综指已经回到去年 12 月初的位置，Wind 全 A 指数回到 1 月中旬的水平，小盘股指数从底部反弹了 15%，杠杆的出清可能已经相对彻底。

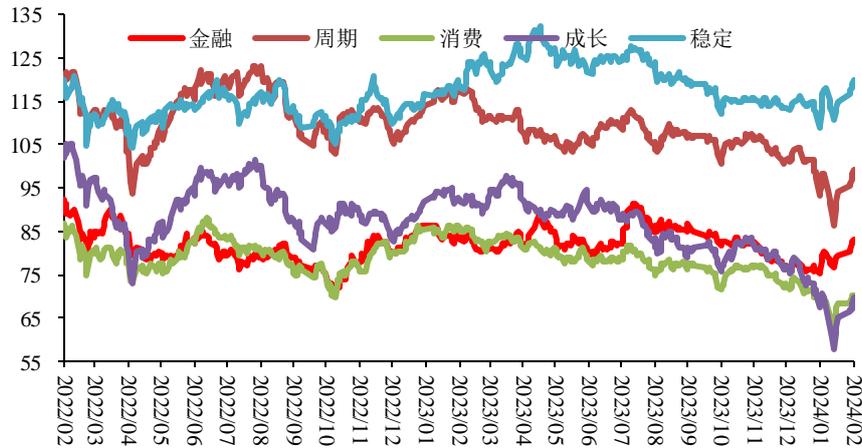
在超跌反弹进行的过程中，市场开始关注基本面的变化以及政策的走向，并以此作为行情延续性的主要判据。

从基本面来看，当前房地产行业面临的流动性压力仍然较大，地产销售数据的表现显著弱于季节性。也是因为这样的原因，房地产供应和需求端政策在密集出台，但目前效果尚不明显。春节出行人次大幅抬升，但相较累计增长的收入而言，假期旅游支出的增长相对温和，表明居民消费倾向处于偏低水平。总而言之，总需求偏弱的局面或许仍在延续，对应的企业盈利尚未看到显著改善的迹象。

而政策层面，基准利率的调降受制于当前汇率的压力，地方政府债务偿付的问题也客观上影响财政支出的效果，政府对安全和发展、经济的质与量的统筹考量，也使得大力度刺激政策出台的可能性较低。

因此合并来看，当前流动性压力的缓解推动股票市场超跌反弹，但市场能否转入趋势反转，仍然依赖于基本面和经济政策的走向，这一迹象尚不明显。

图2：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

上周以来，受降准资金释放和节后现金回流的影响，银行间流动性环境宽松，资金利率普遍下行，债券市场上短端利率下行幅度较大，收益率曲线趋于陡峭。

同时5年LPR的下调、部分银行存款利率的下调也对利率形成牵引，10年国债利率向下突破2.4%的水平，创近20年新低。

此前市场普遍以过去10年债券收益率的位置，来推演本轮收益率的中枢和低点，但最终发现历史的参考性有限。重要的原因在于，过去10年中国经济增速下沉，资本报酬率下降，本应带来利率中枢的下行，但由于中国房地产和地方政府这两个主体以高成本吸纳了大量资金，最终推升了利率的中枢水平。而2018年以后，中国对地方政府债务的控制和房地产行业融资的限制，使得利率的波动终于和投资回报率的变化同步起来，这也是市场出现资产荒的根本原因。

从这个角度来看，考虑到经济的减速、资本报酬率的下降，以及未来政策利率相应的调降，债券市场收益率中枢的下行或许仍在途中。

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、市场的降息预期继续降温

2月21日美联储公布1月议息会议纪要，总体基调偏鹰派。

美联储官员认为利率已经见顶，多数官员担心降息过快的风险，并强调高利率水平维持的时间存在不确定性，政策利率的下降路径取决于未来的数据表现、以及风险情况。多数官员认为实现充分就业与控制通胀目标趋于平衡，但高度关注通胀回落进程，并指出价格的回落可能缓慢，经济的韧性或许比预期强，过快放松货币政策环境会制约通胀的回落。关于经济层面，参会者强调就业增速在逐步放缓，但失业率维持低位，劳动力市场仍然偏紧，不过市场供需在趋于平衡。关于缩表，参会者认为3月议息会议将做深入讨论，即便降息开始，缩表可能也会维持。

总体而言，议息会议纪要表明美联储官员在纠正市场偏鸽的看法，这与2月以来美联储主要官员公开场合的发言表态一致。市场预期也由此不断修正，最新数据显示市场预期美联储首次降息时点在今年6月份，年内降息次数从此前的4次降为3次。

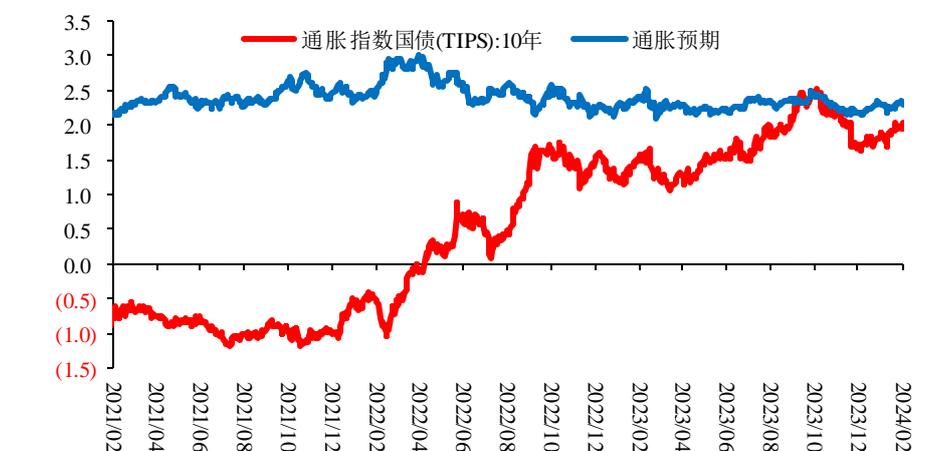
2月美国 Markit 制造业 PMI 为 51.5，较上月回升 0.8 个百分点，处于过去两年的高点；服务业 PMI 为 51.3，较上月回落 1.2 个百分点。美国制造业 PMI 数据在去年四季度触底，目前可能处于趋势回升的过程中。此前制造业的减速可能主要与疫情结束后服务业对制造业的替代有关，这一替代过程趋于终结。此外，全球供应链重构、美国制造业回流政策也对制造业恢复形成了积极影响。

在美国多数经济数据改善的背景下，市场的通胀预期出现小幅回升。2月美国密歇根大学 1 年期消费者通胀预期较上月上行 0.1 个百分点至 3%，这与金融市场隐含的通胀预期走向一致。

资本市场延续了降息预期降温的交易。10 年期美债收益率上行至 4.3% 以上的水平，实际利率与通胀预期双双上行；美元指数在 104 附近波动；英伟达亮眼业绩公布对美股形成支撑，美股高位上行。

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4：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：CEIC，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