

# 周度经济观察

## ——稳中求进的基调延续

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024 年 03 月 06 日

### 内容提要

本次政府工作报告的总体基调与去年 12 月的中央经济工作会议接近。5% 的增长目标显示了决策层稳中求进的思路，政府通过总需求政策大力刺激经济的可能性较低，未来经济活动的恢复更多依靠内生动能。

当前房地产行业面临的流动性压力仍然较大，新房销售走弱，万科股债的价格波动也显示市场对其担忧在增加。

权益市场处于流动性压力缓和、超跌反弹的阶段。不过权益市场最终能否趋势走强高度依赖房地产行业的走向，这无疑需要关注万科债务问题的演绎。

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、稳中求进的基调延续

2024 年 3 月 5 日第十四届全国人大二次会议开幕，国务院总理李强作政府工作报告。本次政府工作报告关于经济的基调与去年 12 月中央经济工作会议的主要精神大体一致。

在目标设定上，将全年 GDP 增长预期目标定在 5% 左右，体现了稳中求进的基调，扎实推进高质量发展或将在较长时间延续。

失业率目标延续去年的“5.5% 左右”，但城镇新增就业目标从去年的“1200 万人左右”修改为“1200 万人以上”。在相同的 GDP 增长目标下，城镇新增就业的目标更高，可能反映出消费和服务业作为经济恢复的主要力量，对就业的吸纳能力更强。

财政和货币政策方面，基本上延续了去年 12 月中央经济工作会议的提法，对细节有补充。

财政方面，3% 的赤字率持平去年年初，地方政府专项债券 3.9 万亿，比上年多 1000 亿元，财政的第一本账没有突破 3% 的红线。财政政策的积极体现在未来几年均发行超长期国债，今年先发行 1 万亿元。而考虑到土地财政的第二本账和地方政府化债的压力，广义财政的支持力度可能持平或者边际走低。

货币政策层面，报告提到“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配，加强总量和结构双重调节。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。基调与去年 12 月中央经济工作会议接近，和去年相比提及了“总量”和“价格水平”。如果未来海外利率走低，汇率的牵制压力减少，货币政策有望进一步宽松。

报告关于房地产的表述大体延续此前的提法，新增“完善商品房相关基础性制度,满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求”。这可能对应此前“三大工程”的表述。而对房企，延续了“对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持,促进房地产市场平稳健康发展”。房地产企业的纾困模式没有发生改变。

地方政府债务方面，本次政府工作报告提出“统筹好地方债务风险化解和稳定发展,进一步落实一揽子化债方案,妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险”。基本延续了之前的提法，这意味着地方政府公开债务出现违约的可能性较低。

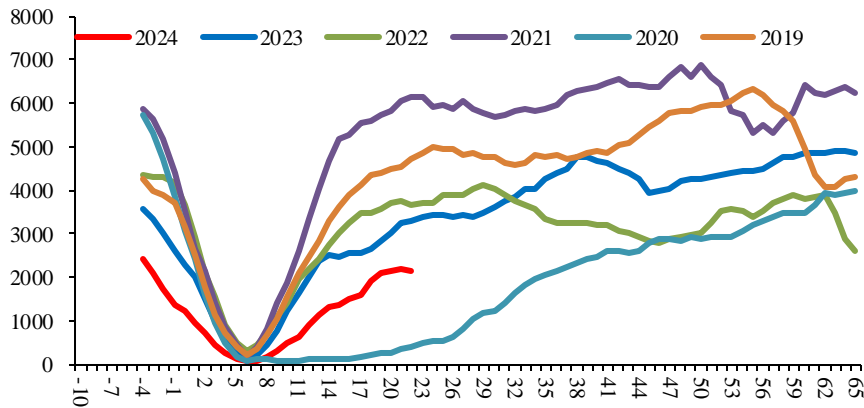
总体而言，在“今年我国发展面临的环境仍是战略机遇和风险挑战并存，有利条件强于不利因素”环境判断下，本次政府工作报告的延续稳中求进的基调，货币政策环境可能是中性偏宽松，财政政策维持中性，未来经济活动的恢复更多依靠内生动能。对于房地产企业的压力，领导层延续了之前的判断和应对模式。

农历新年以来，新房销售恢复相对缓慢，这在高频数据和企业层面都得到验证，而同时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。

鉴于目前尚未公布 1-2 月商品房销售情况，期房和现房的销售裂口是否进一步扩大仍然有待进一步确认。如果未来有新增大型房企出险，是否会进一步加剧居民的担忧需要进一步观察。这可能会进一步带来居民部门减少对期房的购房，使得房地产企业的销售进一步承压。

因此在企业违约压力缓解之前，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、地产压力趋增，股市反转需等待

上周以来权益市场小幅上行，前期跌幅较大的成长风格延续反弹，此前表现较好的高股息板块走弱，成交量逐步放大。

小市值股票的持续上涨背后可能与市场流动性危机解除有关，这一压制后的反弹在历史上较为常见。同时金融、消费等板块表现并不突出，市场尚未找到新的宏观线索。

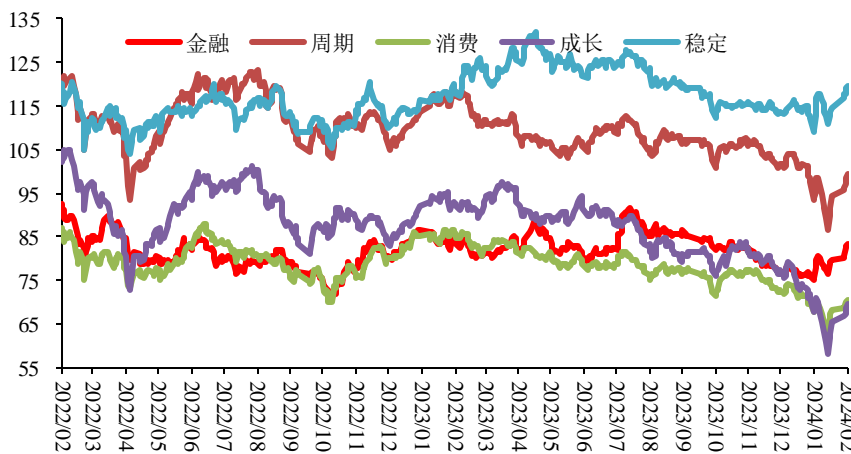
从基本面来看，尽管需求端政策在放松、针对房地产项目和主体的救助在推进，但尚未看到改善的迹象。1-2月房地产销售数据大幅走弱，万科近期股债价格出现较大幅度波动，尤其是债券价格大幅下跌，显示市场的担忧。考虑到万科的所有制属性和其在行业多年的领军地位，一旦万科出现债务违约问题，市场对房地产国央企主体的“信仰”可能会随之动摇，房地产行业风险向金融体系的传导或许会加速。因此当前市场尤为关注万科债务偿付的进展。

除了房地产政策以外，近期市场高度关注两会的政策表述。从《政府公布报告》来看，货币政策有望维持中性偏松的状态，汇率或许是基准利率调降的主要

制约，不过 LPR 和存款准备金率未来有望调整，信贷供应总体平稳。财政政策层面，3%的赤字率目标和 1 万亿长期建设国债意味着财政维持积极状态，不过在地方政府收支偏紧的背景下，今年基建投资对经济的支撑力量或许弱于去年。

总体而言，近期政策的频繁推出有助于市场情绪的改善，交易结构也在优化。不过权益市场最终能否趋势走强高度依赖于房地产行业的走向，这无疑需要关注万科债务问题的演绎。

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

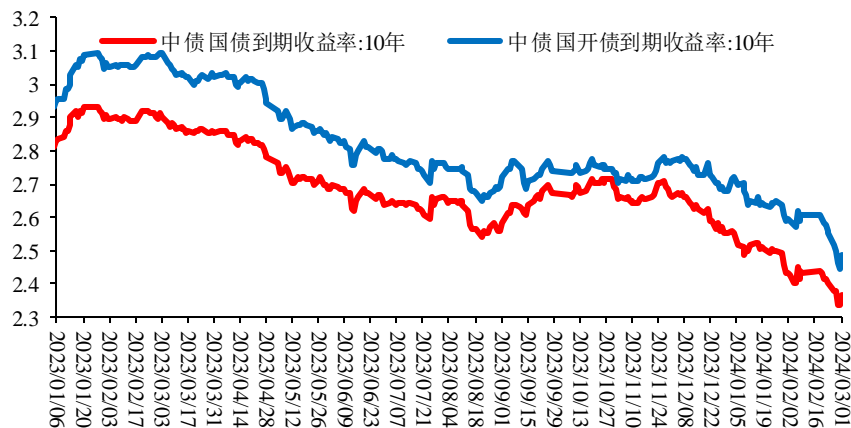
上周以来，资金面相对宽松，债券市场上短端利率下行幅度较大，1年和10年期收益率曲线趋于陡峭。同期30年国债收益率大幅下行，与10年期国债利差快速收窄。

债券市场总体处于牛市的氛围中。当前市场的担忧主要集中在过度拥挤的交易，担心政策转向带来市场的调整或反转。不过从基本面和政策取向来看，这些担忧短期或许难以落地。从历史的经验来看，经济走出类通缩的环境需要时间，而且需要较强的需求和供应端政策，货币政策的宽松往往是必要的。而且即便房

地产供应端得到政策的干预，但考虑到需求的大幅下滑、以及预期的惯性，房地产行业或许难以快速企稳。

在此背景下，资本报酬率的下滑似乎是趋势性的，这也将伴随着广谱利率的持续下行，宏观环境对债券市场总体有利。

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

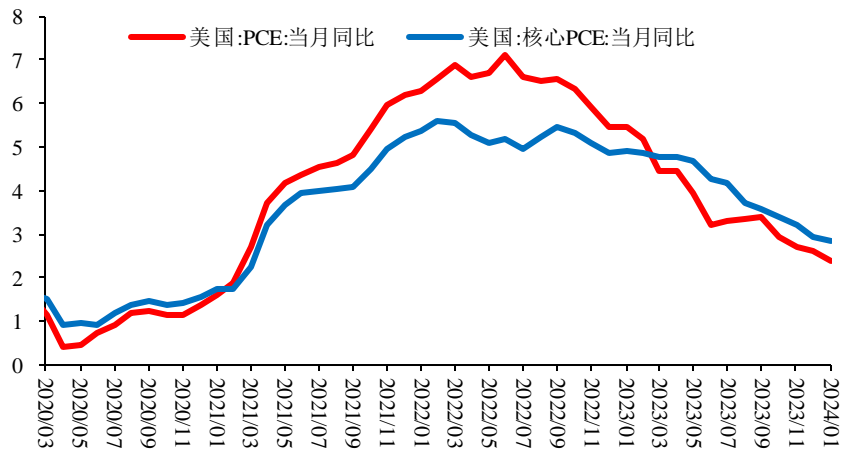
### 三、市场预期的小幅纠正

美国 1 月 PCE 同比增速为 2.4%，较上月回落 0.2 个百分点；核心 PCE 同比增速为 2.9%，较上月回落 0.1 个百分点。不过 1 月 PCE 和核心 PCE 环比均高于上月，表现符合市场预期。

分项来看，与 CPI 数据的表现一致，房租价格出现回升，食品和核心商品价格小幅反弹。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，通胀压力缓和的过程存在波折。

从去年 12 月和 1 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4：美国 PCE 和核心 PCE 同比增速，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

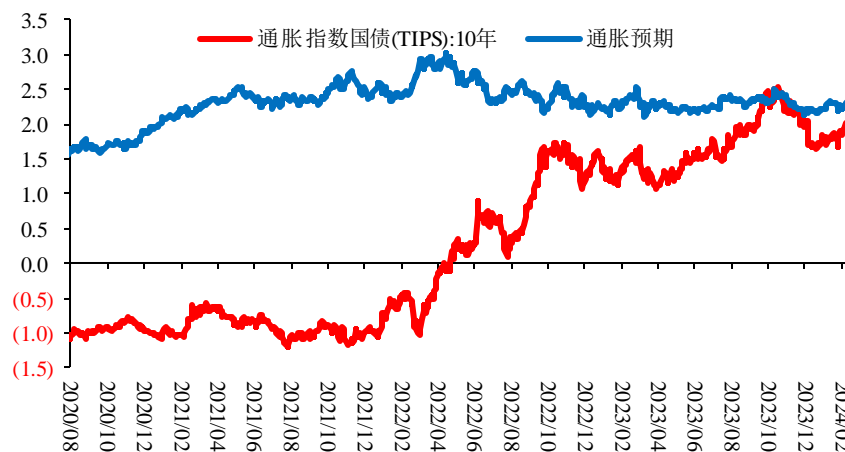
近期公布的多项数据显示美国经济出现小幅降温。2月美国 ISM 制造业 PMI 为 47.8，较上月回落 1.3 个百分点。其中新订单、产出、自有库存出现下滑，不过从绝对水平来看，制造业 PMI 处于过去一年偏高水平，显示制造业部门的恢复虽然出现放缓，但方向或许没有改变。同时，上周公布的美国初次申请失业金人数为 21.5 万，较上一周抬升 1.3 万，也高于市场预期。

经济数据的小幅走弱使得市场降息预期升温，市场调高了今年 6 月和全年降息的预期。在此背景下，上周 10 年期美债收益率回落至 4.2% 左右，实际利率的下行主导了这一过程；美元指数在 104 附近小幅走弱；美股高位震荡，纳斯达克指数表现强于道琼斯指数。

回头来看，经济数据的起伏和美联储官员态度的变化会使得市场预期大幅波动，在过去两个月时间里市场对今年全年降息的预期从最高 7 次下调至 3 次，降息的时点也从 3 月推迟至 6 月，这一预期的调整对资产价格形成短期影响。不过尽管短期市场的预期剧烈波动，但市场定价的总体方向没有变化，今年美联储货币政策转向宽松、以及经济基本面走弱将是主要基调。

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5：10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10页，共10页

2024年3月