

# 周度经济观察

## ——市场的定价范式或将延续

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024年03月12日

### 内容提要

最新公布的贸易和通胀数据显示，我国内外需之间仍然存在分化。全球制造业的恢复有望继续推动我国出口活动温和回升，而房地产行业的减速对总需求的拖累或将延续。

从市场定价来看，万科违约的风险短期缓解，压力的扩散被阶段性阻断，市场的担忧情绪缓和，二次探底的风险得到管控。不过权益市场能否转化为趋势上涨，仍然需要基本面信号的确认，这无疑需要时间。

政策的出台和拥挤的交易可能会放大债券市场的波动，但考虑到资本报酬率的回落、温和的通胀环境以及趋于下行的贷款利率，我国债券市场利率中枢或许仍然在下行途中。

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、出口或持续改善，地产风险短期缓和

1-2月我国美元计价出口同比增速7.1%，较去年12月大幅回升4.8个百分点；两年复合同比-1.0%，较去年12月提升4.4个百分点。基数效应的影响有限，考虑到出口价格指数可能仍然承压，实际出口增速改善幅度更大。

出口分地区、分类别的数据出现广泛回升。

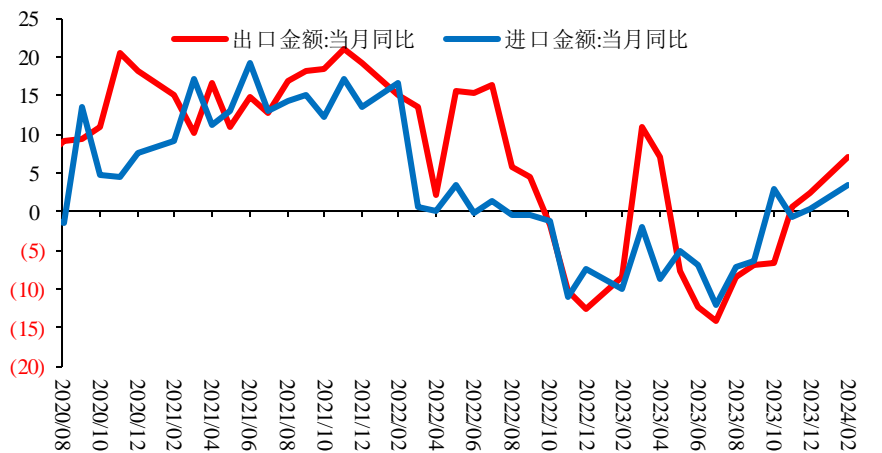
观察东亚经济体，1-2月出口表现与中国接近，同比改善较为明显。同期全球制造业PMI持续回升，反映出全球货物消费需求在回暖。回头来看，2022年初海外主要经济体疫情防控政策转向，进而带来服务业对制造业的替代，这一过程在去年年中趋于结束。此后全球制造业触底回升，这一态势在未来有望延续。

不过考虑到今年主要发达经济总体面临着需求收缩、通胀回落的局面，制造业部门的恢复难以与2016-2017年相比，由此带来的中国出口回升过程或将温和。尽管美国大选会对我国出口活动在预期层面形成冲击，但至少上半年地缘政治不确定性对出口活动的实际影响有限。

1-2月美元计价进口同比增长3.5%，较去年12月回升3.3个百分点，这一回升或许主要与基数效应有关。除集成电路大幅增长以外，其余产品进口数量多数持平或者回落。

出口的大幅抬升推动贸易盈余扩张。考虑到海内外经济恢复的差异，未来国内贸易盈余有望维持较高水平。

图1：出口和进口当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

注:2021 年为两年复合同比

2 月 PPI 环比为-0.2%，持平上月；PPI 同比为-2.7%，较上月回落 0.2 个百分点。

分项来看，石油、化工等品种环比出现回升，有色、黑色、食品等领域环比回落。同期南华工业品指数和高盛商品指数震荡走平。

大宗商品价格中枢在较长时间里高位震荡，显示出供应偏紧的影响。不过目前国内定价的螺纹、焦炭、铁矿石等价格已经开始走弱，海外需求的下滑可能也将对全球定价的品种形成拖累。不过在低基数的影响下，国内 PPI 同比增速有望温和回升。

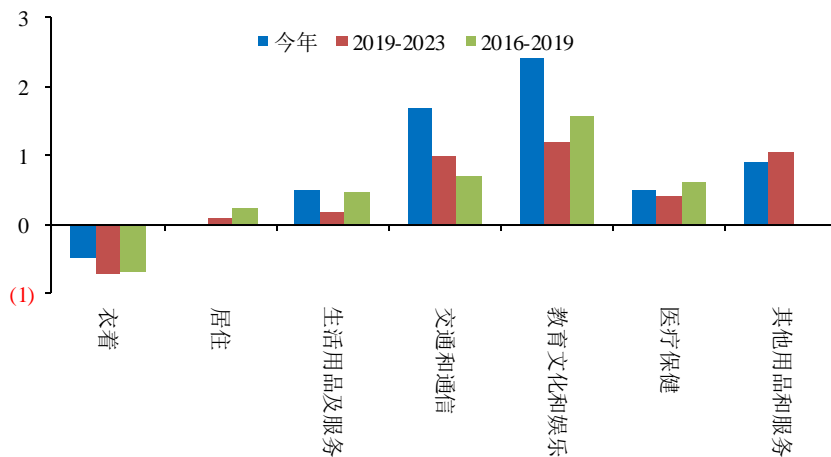
2 月 CPI 同比 0.7%，较上月回升 1.5 个百分点；环比 1%，较前值上升 0.7 个百分点；核心 CPI 同比 1.2%，较上月上升 0.8 个百分点。CPI 同比的大幅上升主要来自于春节错位的影响。

如果合并 1-2 月的数据并和往年对比，这样剔除了春节错位的影响，可以发现 CPI 总体符合季节性特征，食品分项相对偏弱，主要体现了猪肉价格下跌的影响。此外除了教育文化娱乐分项外，其余分项总体和往年均值接近。

教育文化娱乐分项的价格增长主要来源于旅游业，和春节期间旅游人数和旅游支出的数据相比，可能进一步体现了供应不足的影响。过去三年旅游消费大幅减少，行业主体大量出清，限制条件解除后，需求自然恢复，人流小幅增长，价格上涨的压力较大。但合并旅游的支出金额、价格水平和收入情况来看，居民部门的消费倾向可能仍然处于低位。

总体来看，通胀数据显示当下的总需求仍然偏弱，消费活动的大规模修复可能仍然有待验证。未来总需求恢复的强度决定了通胀的走向，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2：1-2月CPI分项环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

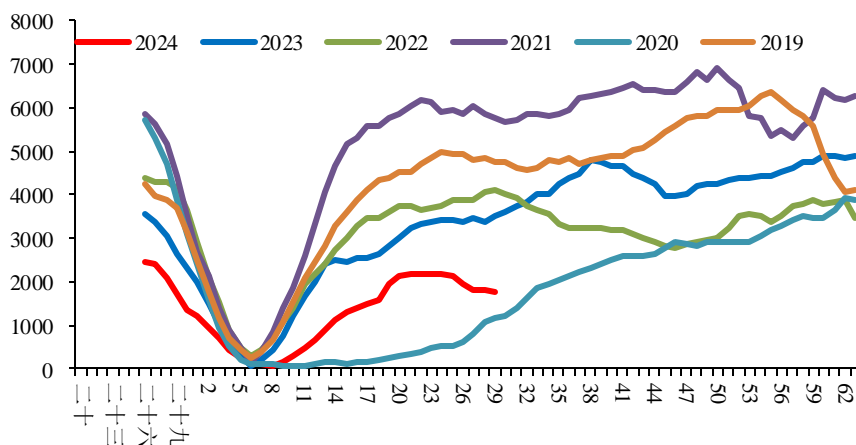
注：其他用品和服务分项缺乏 2018 年之前数据

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。新房和二手房成交的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。同时新房销售中期房和现房的裂口持续增大，反映出商品房预售制度在向现房销售制的迁移。这对房地产企业杠杆率、资本金充裕程度提出新的要求。

3月8日晚间，万科针对3月11日到期的美元债发布了一则自愿性公告称，为确保全额偿还到期票据本息，公司已在到期前提前将本金及累计至到期日的利息共计约6.47亿美元存入代理行指定银行账户。随后万科股票和债券价格均显著回升，显示金融市场的担忧大幅缓和。这代表短期内市场大幅向下的风险基本得到排除。

下一步关注的问题是居民部门的信心如何演化，未来万科以及其他房企的销量能否修复，新房和二手房销量的裂口能否收窄？这对判断宏观经济企稳具有重要意义。

图3：30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、权益市场主线延续

上周以来权益市场小幅上行，高股息板块延续偏强走势，成交量小幅回落至日均万亿的水平。

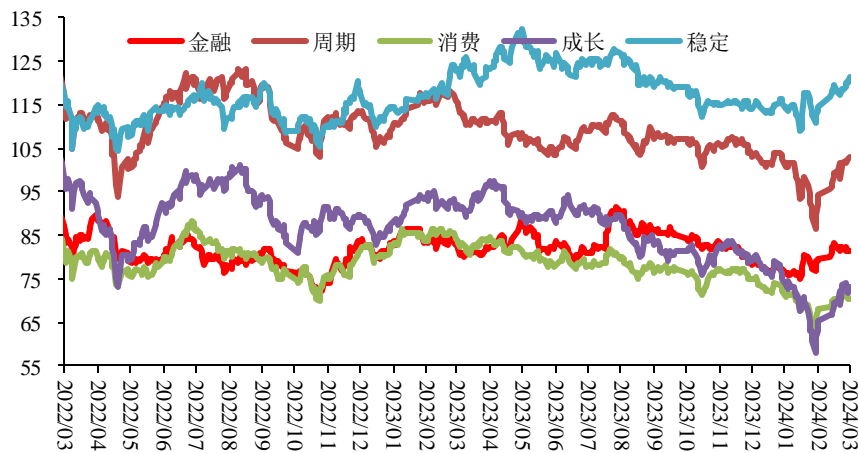
此前市场担心万科债务到期的问题对国央企主体信仰和金融体系形成冲击，进而压制市场风险偏好，对实体经济形成收缩性影响。但从万科事件的进展来看，短期内违约的可能性或许被排除，房地产行业债务去化的过程烈度减轻，但时间

或许在被延长。从这个角度来看，中国很难出现类似美国债务出清的模式，不过房地产行业对金融体系的拖累仍在延续，实体经济在此过程中或将持续承压。

房地产行业债务风险的阶段性缓和使得市场二次探底的风险得到有效管控，而经济基本面层面似乎没有看到明显好转的迹象。房地产销售、投资活动的减速短期难以完全被其他领域对冲，两会政策更多聚焦于经济转型，市场对经济的预期没有明显变化。

总体而言，房地产行业违约压力得到短期缓解，风险的扩散被阶段性阻断，市场的担忧情绪缓和，二次探底的风险有效管控。不过权益市场能否转化为趋势上涨，仍然需要基本面信号的确认，这无疑需要时间。

图4：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，资金面变化不大，但债券市场不同期限的收益率均大幅下降。

30年国债收益率下行最为剧烈，与10年期国债的期限利差进一步收窄。1年期国债和同业存单利率也大幅下行。

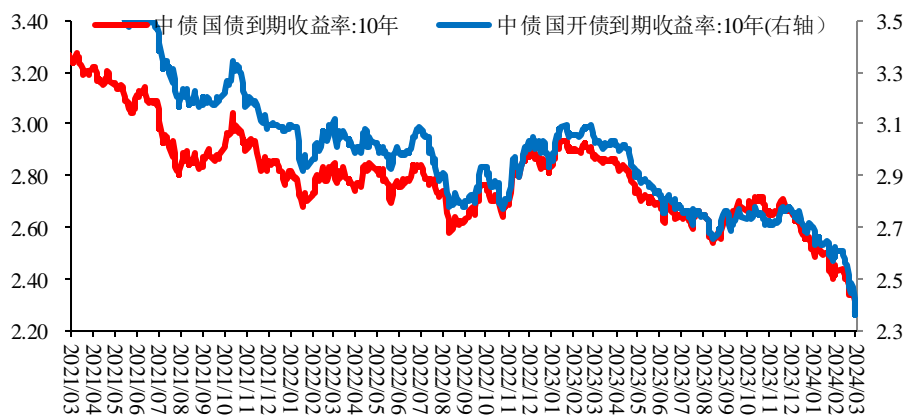
当前债券市场的担忧主要集中在拥挤的交易，担心政策转向带来市场的调整，进而形成踩踏。不过从基本面来看，房地产行业仍然面临向现房销售模式转换的



压力，房地产主体市场化融资的难度依然较大，新房的销售、投资、开工活动难有明显起色。尽管居民在旅游领域的支出小幅增加，但边际消费倾向的回升仍然温和，CPI 同比的绝对增速或许在较长时间里低于 1%，经济摆脱类通缩的环境需要较长时间。

在此背景下，政策的出台和拥挤的交易可能会放大债券市场的波动，但考虑到资本报酬率的回落、温和的通胀环境以及趋于下行的贷款利率，我国债券市场利率中枢或许仍然在下行途中。

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、劳动力市场降温，宽松预期升温

2月美国新增非农就业人口为 27.5 万，较上月上升 4.6 万人，超过市场预期。从结构上看，休闲和酒店、零售、运输仓储业、医疗保健和社会救助等服务业主导了非农就业的回升。

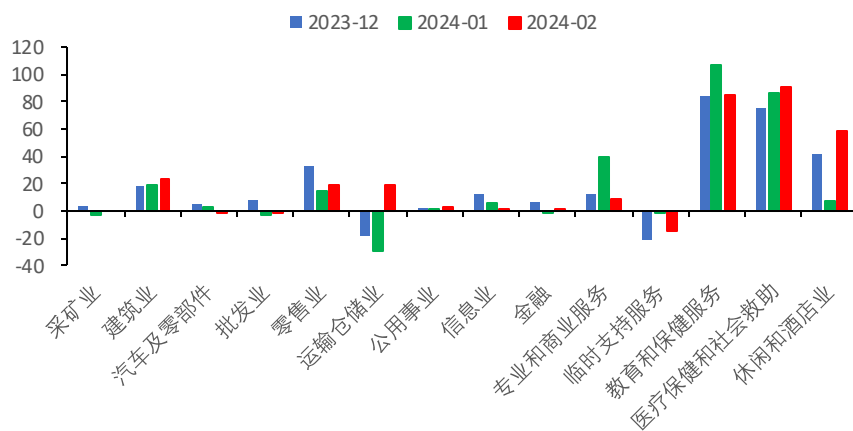
2月失业率为 3.9%，较上月回升 0.2 个百分点，仍然处于近两年高点。劳动参与率 62.5%，与上月持平。

非农就业与失业率数据的背离主要与统计口径有关。前者来自企业调查，后者为家庭调查。从过去两个月非农就业数据的下修来看，劳动力市场总体在趋于降温。失业率数据的上行可能除了与需求走弱有关外，移民数量增加也推升了失业率水平，这也为未来劳动力供应恢复、填补 54 岁以上劳动参与率缺口，以及工资回落形成支撑。

工资方面，2 月时薪环比增速为 0.14%，同比增速 4.3%，均较上月出现回落，显示工资对通胀的影响减弱。

总体而言，失业率上升、工资增速回落指向美国劳动力市场边际转松，美国仍然处于经济降温、通胀回落的过程中。

图6：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，国投证券研究中心

3 月 7 日，美联储主席鲍威尔在国会听证会上表示，美联储清楚降息过晚的风险，在通胀回落趋势确认的背景下，美联储可能会在今年启动降息。这一表述被市场解读为偏鸽派。

劳动力市场数据的降温 and 美联储官员偏鸽的表态使得市场宽松预期小幅升温，市场预期今年 6 月降息概率为 57%，年内降息 4 次。

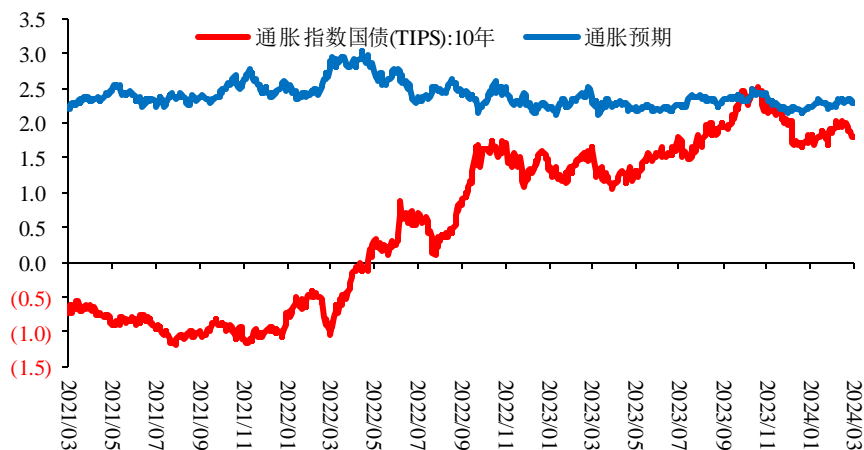


在此背景下，上周 10 年期美债收益率下行 10 个 BP 至 4.1%，实际利率下行主导了这一过程。美元指数回落 1% 至 103 左右。

上周美股市场的小幅调整可能与英伟达的股价下跌有关。市场对人工智能商业模式的落地存在担忧，不过 AI 领域是否存在泡沫市场仍然存在分歧。

从基本面来看，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、通胀压力缓解、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。

图7：10 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