

周度经济观察

——经济分化，市场震荡

袁方¹束加沛²

2024 年 03 月 25 日

内容提要

从 1-2 月经济和财政数据来看，居民消费倾向的抬升推动消费活动温和复苏，政策的支持推动电气、电子、运输等行业的制造业投资抬升，企业生产也出现短期提速。

不过考虑到消费活动的恢复相对温和，而地产和基建投资存在持续减速的压力，以及地产走弱对居民财富效应的负面影响，未来我国宏观经济或许仍然处于寻底的过程中。

上周五人民币汇率大幅贬值，本周一汇率重新升值，而且中间价始终偏离幅度有限。这或许意味着维持汇率的稳定，仍然在央行政策目标靠前的位置，国内基准利率的调降或许依然需要关注美联储货币政策的变化。

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、经济活动的分化迹象

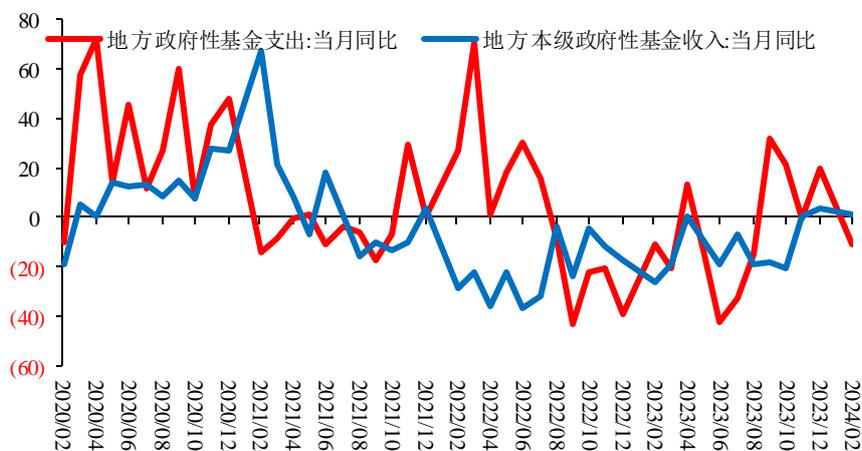
1-2 月一般公共预算收入同比-2.3%，可比口径同比 2.5%，较去年 12 月大幅抬升 10.9 个百分点。

其中增值税同比-5.3%，低于去年 12 月的-1.7%；企业所得税同比 0%，较去年 12 月的-1.9%小幅改善。与此同时 1-2 月工业增加值大幅改善，PPI 同比小幅回落。这一组合显示此前的生产偏强可能不完全是需求改善的结果。一种可能性在于企业出于预期变化积极生产，但是并未完全销售，进而形成存货积累，使得纳税增长有限，而产出大幅增加。

1-2 月消费税的增长一方面与基数有关，另外也符合春节以来高频数据显示的消费活动修复，这与社零增长相一致。这背后可能是由居民部门消费倾向均值回归的力量驱动，未来有待进一步数据的追踪。

1-2 月政府性基金预算收入同比 2.7%，国有土地出让收入同比 0%。考虑到当下新房市场仍然较弱，1-2 月拿地的房企多为城投公司，全年土地出让金增速能否延续仍然存在不确定性。合并化债的影响，这可能对广义财政支出产生压力。

图1：政府性基金收支月度同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

注:2021 年为两年复合同比

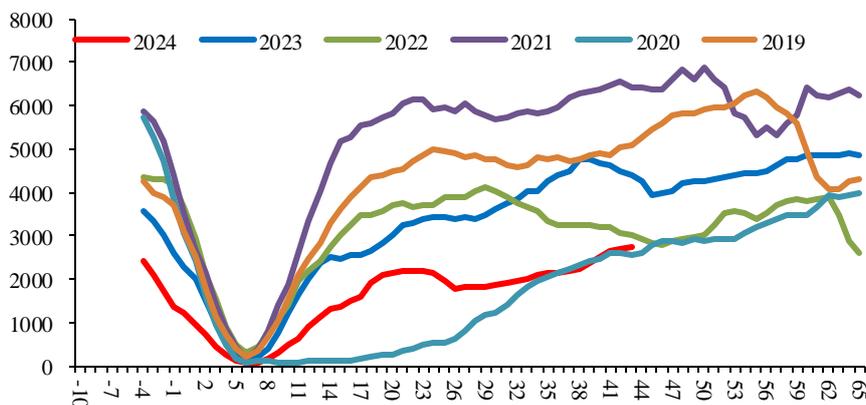
3月中旬以来，新房销售出现季节性回升，同期二手房销售维持偏强的状态。新房和二手房的裂口延续此前水平，这可能表明居民的交房担忧没有进一步抬升。

近期石家庄、中山等城市由于房价环比连续上涨3个月，当地监管部门上调了房贷利率。可见地方政府在抑制房价过快上涨与避免房价大幅下跌之间寻求平衡，部分城市房贷利率的抬升与新房限价的持续存在是实现这一平衡的手段。

总体而言，经济活动的恢复存在分化，居民消费倾向的抬升推动消费活动温和复苏，政策的支持推动电气、电子、运输等行业的制造业投资抬升，与此同时，地产、基建相关的领域可能仍在经历减速的过程。

考虑到消费活动的恢复相对温和，而地产和基建投资存在持续减速的压力，以及地产走弱对居民财富效应的负面影响，未来我国宏观经济或许仍然处于寻底的过程中。

图2：30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、债券市场仍然有利

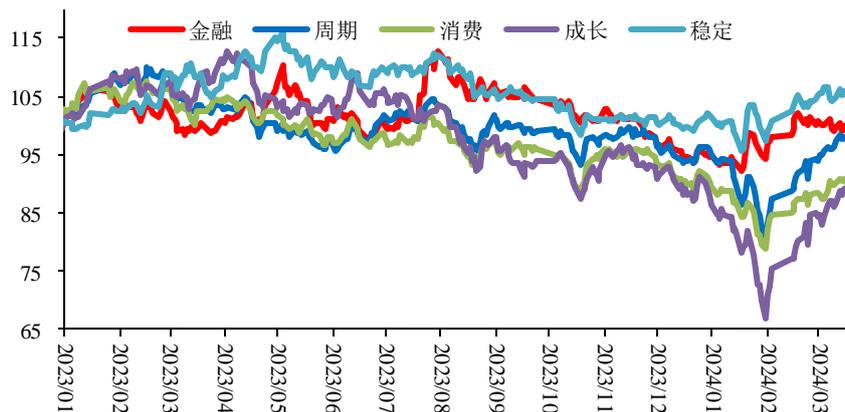
上周以来权益市场总体震荡，AI板块带动TMT总体走强，高股息和出海板块表现偏弱，成交量延续日均万亿的水平。

近期市场风险偏好的改善推动成长风格走强，但考虑到房地产市场尚未显著改善，政策保持定力，仅靠风险偏好的改善对指数拉升幅度有限。

观察股票、债券、汇率和商品的走势，市场对经济的看法难言乐观，相应的上市公司盈利的底部可能仍未出现。从过往经验来看，盈利减速的同时指数持续上涨，需要依赖于流动性环境的宽松或者重大的宏观叙事。而当前狭义的流动性环境受制于汇率的压力，难以像 2014-2015 年一样大幅宽松，广义流动性也面对着居民储蓄倾向偏高的影响。此外，监管的紧密引导、市场的学习效应，也使得投资者对宏观叙事的定价趋于谨慎。

因此市场转入到对主题投资的风格上，行业之间的切换也相对频繁，指数的波动也在逐步下降。从自上而下的角度来看，万科事件的演绎意味着短期系统性风险的出现概率较低，但新房市场的减速、基建投资的下滑可能对经济的总体影响偏负面，这意味市场向上的弹性有限，总体处于磨底的过程中。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

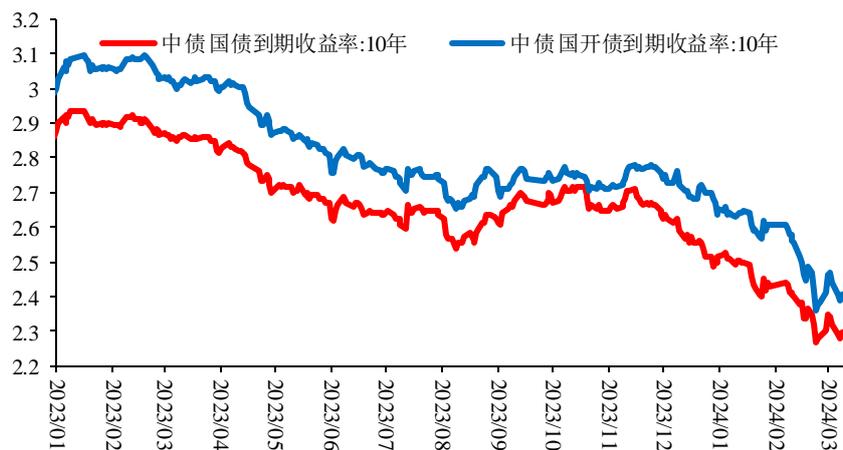
2022年12月31日为100

上周以来，资金面波动不大，债券市场不同期限的收益率小幅下行。

特别国债的发行方式、“防空转”的表述都导致债券收益率出现波动，但总体影响有限。我们认为资本报酬率的下滑是主导这一轮债券市场收益率下行的主要力量，而这一下滑的过程尚未结束。而且从短期来看，类通缩的压力、流动性环境的中性偏松，都对收益率下行形成支撑。

上周五离岸和在岸人民币汇率出现今年以来单日幅度最大的变化，但本周一汇率重新升值，而且中间价始终偏离幅度有限。这意味着维持汇率的稳定仍然在央行货币政策目标上排在靠前位置，国内基准利率的调降或许依然需要关注美联储货币政策的变化，短期降息的概率偏低。

图4：10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、美联储表态偏鸽，日本退出货币宽松

3月20日美联储召开FOMC会议，维持联邦基金利率在5.25%-5.5%的水平不变。同时美联储继续缩表，每个月上限为950亿美元。

关于经济表述层面，主要的改动出现在就业市场描述上，把“就业有所放缓但仍然强劲”修改为“就业增长依然强劲”，强调了经济在持续扩张。关于通胀的

表述上，重申“过去一年通胀放缓但水平仍然较高”，“美联储依然高度关注通胀风险，寻求实现就业最大化和 2% 的通胀目标”。

在经济预测层面，美联储对今年的 GDP 增速预测从去年 12 月的 1.4% 上调至 2.1%，并将明年和后年的 GDP 增速上调 0.2、0.1 个百分点。失业率层面，对今年的失业率从去年 12 月预测的 4.1% 下调至 4%，长期失业率维持 4.1% 的水平，表明美联储对劳动力市场的稳定信心较足。关于今年的通胀，美联储维持去年 12 月对 PCE 的判断，但调高了对核心 PCE 的预测，不过对长期 PCE 的预期保持不变。这意味着美联储对控制长期通胀的目标坚定。

关于货币政策，美联储强调“基于最新数据和不断变化的前景，对政策利率进行调整”。鲍威尔重申了相机抉择的政策取向，认为如有需要，将维持高利率较长时间，但一旦劳动力市场出现明显疲软，降息也会随之发生。并强调缩表减速为了避免国债市场大幅波动，这一减速是合适的。

从点阵图反应的信息来看，官方对年内维持 3 次降息的预期，上调 2025 年利率中枢 30BP 至 3.9%，上调长期利率中枢 10BP 至 2.6%。

总体而言，尽管近期美国通胀数据反弹，但美联储此次议息会议的表态与此前主要官员一致，表态中性偏鸽派。

最新的 Fed watch 显示，市场维持美联储首次降息在 6 月的判断，全年降息次数仍为 3 次。

市场对美联储偏鸽的表态定价，美国股票市场小幅上行，美债收益率下行。其他发达经济体资产价格表现与美国同步。

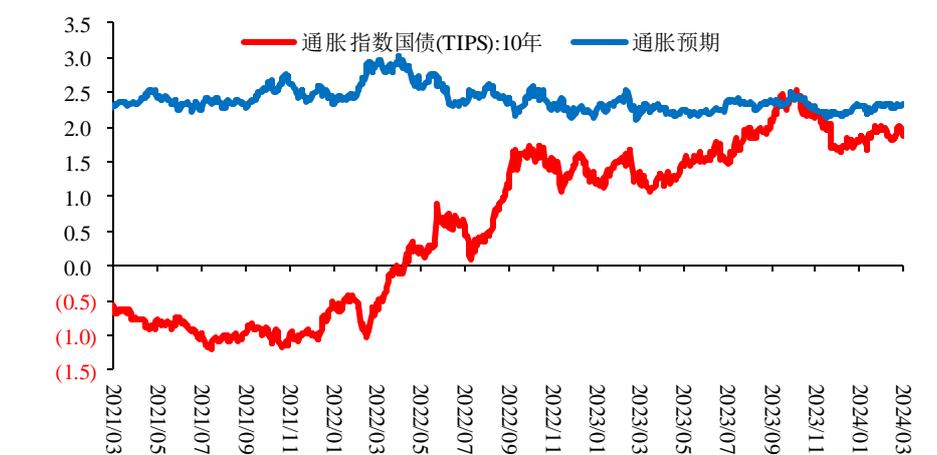
在美联储维持基准利率不变的同时，日本银行认为“以可持续和稳定的方式实现 2% 的价格稳定目标，看起来可以实现”。因此“收益率曲线控制和负利率政策，已经完成其使命”。

日央行于 3 月 19 日决定启动 2007 年以来的首次加息，将短期基准利率上调至 0-0.1%，取消收益率曲线控制，不再购买 ETF 和房地产投资信托。不过日央行继续购买日本国债，规模与此前基本持平；如果日债利率快速攀升，日央行将考虑临时增加购债规模、且以固定利率购债。

考虑到市场此前对日央行货币政策的正常化有充分预期，且日央行货币政策并未完全退出，日元在政策宣布后出现贬值，日本国债收益率小幅下行，日本股指走强。

总体而言，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。在经济存在韧性、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5：10年期美债 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