

# 美联储降息预期再受打压，国内经济复苏呈现结构性特点

## 2024年4月1日-4月7日周报

### ◆ 消费复苏持续，商品房销售依旧低迷

3月高频数据显示我国消费复苏趋势持续。3月，我们统计的全国范围内19个城市地铁客流量加总值同比录得7.8%，虽因基数原因较前2月值下行（去年前2月疫情政策调整，地铁客运量基数低），但已经比较接近疫情前2019年的月同比数据，显示居民出行重回稳步增长路径。从逻辑上，居民出行与居民工作、生活及消费高度相关。从数据关系上，自2018年12月至今年2月，19个城市地铁客流量加总值同比与社零同比具有较高的相关度，相关系数达到83%。因此，3月居民出行数据显示虽然因基数原因，3月社零同比或较前2月有一定下滑，但剔除基数因素影响后，3月居民消费进一步修复的趋势并未改变。此外，据文旅部消息，2024年清明节假期，经文化和旅游部数据中心测算，假期3天全国国内旅游出游人次按可比口径较2019年同期增长11.5%，国内游客出游花费较2019年同期增长12.7%。根据文旅部数据计算，今年清明假期居民人均旅游消费已恢复至2019年同期的101%。居民旅游人次和人均消费全面超越疫情前，从侧面证明目前居民消费复苏趋势的持续性。

在消费稳步恢复的同时，高频数据显示我国地产行业仍面临着较大的下行压力。我们统计的36个大中城市商品房成交数据显示，今年3月，一线、二线和三线城市一手商品房成交面积同比分别为-40%、-38%和-44%，下滑幅度较前2月进一步加深。此外，根据克而瑞地产研究发布的数据，今年3月百强房企操盘销售金额较去年3月同比下滑45.8%。3月一手房销售继续走弱，一方面有去年3月商品房销售短暂复苏下的高基数有关，另一方面也反映出当前我国商品房市场仍处在磨底阶段。年初以来，进一步稳商品房销售的政策频出。相关政策能否起到实质性效果，仍需进一步观察。

总体来看，目前我国经济在整体性的复苏中也体现出较强的结构性特点。其中，消费和工业的复苏明显领先于地产及基建。

### ◆ 月初流动性保持充裕，央行货币政策例会基调仍宽松

受到清明节假期影响本周交易日缩短，跨月结束后资金利率回落至政策利率附近。截止4月3日，DR007报收1.81%，较上周五下行20BP；SHIBOR1W报收1.82%，较上周五下行15BP。随着跨季平稳结束，本周央行逆回购操作规模维持低量，周内共投放7D逆回购60亿元，利率维持1.80%；逆回购到期4500亿元，通过逆回购净回收流动性4440亿元。3月以来资金面处于较为平衡的状态，今年一季度以来的两轮货币宽松对经济刺激的效果初显成效，多项经济数据有向好趋势。在央行货币政策一季度例会上，央行对此表示肯定，同时强调我国经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。在此背景下，央行此次例会通报对于货币政策的描述为“精准有效实施稳健的货币

### 主要数据

上证指数	3069.2959
沪深300	3567.8031
深证成指	9544.7657

### 主要指数走势图



### 作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyys@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

金融市场分析周报	-2024-04-02
制造业景气度继续回升，经济复苏持续	-2024-03-31
金融市场分析周报	-2024-03-29

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

政策，更加注重做好逆周期调节”，与 2023 年四季度例会相比删去了“跨周期调节”内容，并表示“充实货币政策工具箱”，显示央行逆周期调节的力度有望加大，后续货币政策宽松进一步可期，并且有望通过各类结构性工具投放基础货币，助力经济回升向好。

#### ◆ 美国就业数据超预期强劲，市场降息预期回落，人民币汇率压力边际走高

截至 4 月 5 日，美国 10 年期国债收益率录得 4.39%，较上周五上行 19BP。美元指数高位波动，截止 4 月 5 日报收 104.30；中美利差拉大，美元强势下人民币汇率压力边际走高，截止 4 月 3 日收盘美元兑人民币即期汇率报收 7.24，周内波动上行。

4 月 5 日公布的最新就业报告显示美国劳动力市场超预期强韧，叠加稍早的 ISM 制造业指数重回扩张区间，带动市场降息预期回落，美债收益率持续回升至年内高点。就业报告方面，3 月非农就业新增人口增长 30.3 万，较华尔街预期中值多增 8.9 万，创将近一年最大月增幅；3 月失业率小幅下降至 3.8%。强劲的就增长让市场猜测美联储可能进一步推迟降息，6 月降息的预期概率向 50% 靠近。美国劳动力市场的强韧使得美联储有底气在平衡经济增长和通胀回落时，天平倾向于通胀回落的一端。而此前的通胀数据则显示当前美国通胀回落的速度趋缓，因此美联储理事鲍曼发表鹰派讲话，表示如果美国通胀居高不下，则可能需要进一步加息。

如果美联储降息时点再度延后，那么全球偏高的名义利率对我国货币政策形成掣肘的时间预计进一步加长，中美利差持续处于高位之下，人民币汇率承压的态势短期内难以改变。此次央行货币政策一季度例会在汇率部分的表述延续了 2023 年四季度，表示“坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”，则在央行维持人民币汇率稳定基调不动摇的背景下，政策工具对汇率平稳运行的支撑作用有望加强。

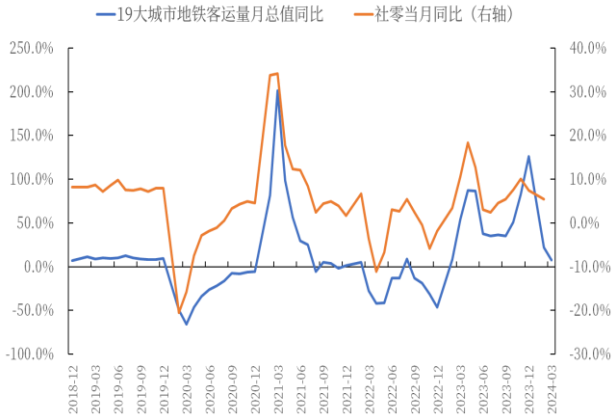
#### ◆ 债市长端利率低位震荡，央行提示关注长期利率变化

截止 4 月 3 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.28%，较上周五下行 1BP；1 年期国债收益率报收 1.72%，较上周五持平；长短端收益率均小幅波动下期限利差较为平稳，截止 4 月 3 日期限利差录得 56.12BP，较上周五下行 0.64BP。

2023 年底以来债市长端收益率在基本面恢复不及预期和“降准降息”的货币宽松下出现牛陡行情，10 年期国债收益率大幅下调。市场对于长期利率下行趋势共识度较高，交易情绪高涨带动“资产荒”延续，使得长端收益率持续在低位小幅波动。往后看，基本上，继 1、2 月份多项经济数据显示国内经济有向好趋势后，3 月 PMI 显著改善。2024 年 3 月，随着企业在春节过后加快复工复产，制造业 PMI 升至 50.8，重返扩张区间；非制造业商务活动指数为 53.0，比上月上升 1.6PCTS；综合 PMI 产出指数为 52.7，比上月上升 1.8PCTS。经济基本面改善或带动债市长端利率回升，一季度以来债市走牛幅度大、时间短，交易热情高涨下杠杆率提升，央行在此背景下在货币政策例会上首次提出“要关注债市长端收益率的变化”，或有提示风险的意味，避免 2022 年四季度债市大幅调整行情重演，对金融系统稳定造成冲击。但是从中长期来看，我国经济“面临有效需求不足、社会预期偏弱”的基本面尚未得到本质改善，政府稳增长、促发展的要求下，名义利率压降带动实体经济融资成本下行、减缓政府债券发行压力等仍是助力经济恢复的重要措施，长端利率或仍有下行空间。

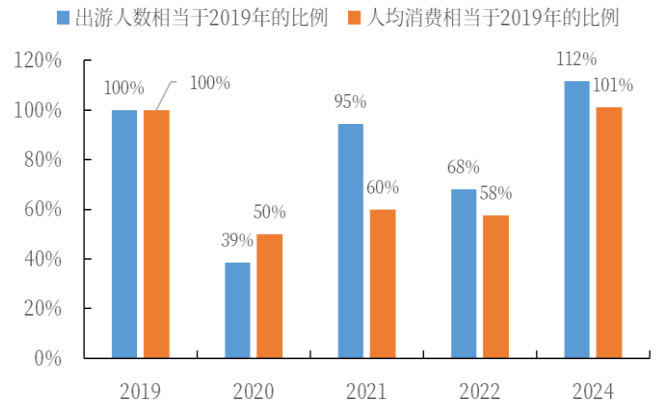
**风险提示：**国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 社零同比与 19 大城市地铁客运量同比 (%)



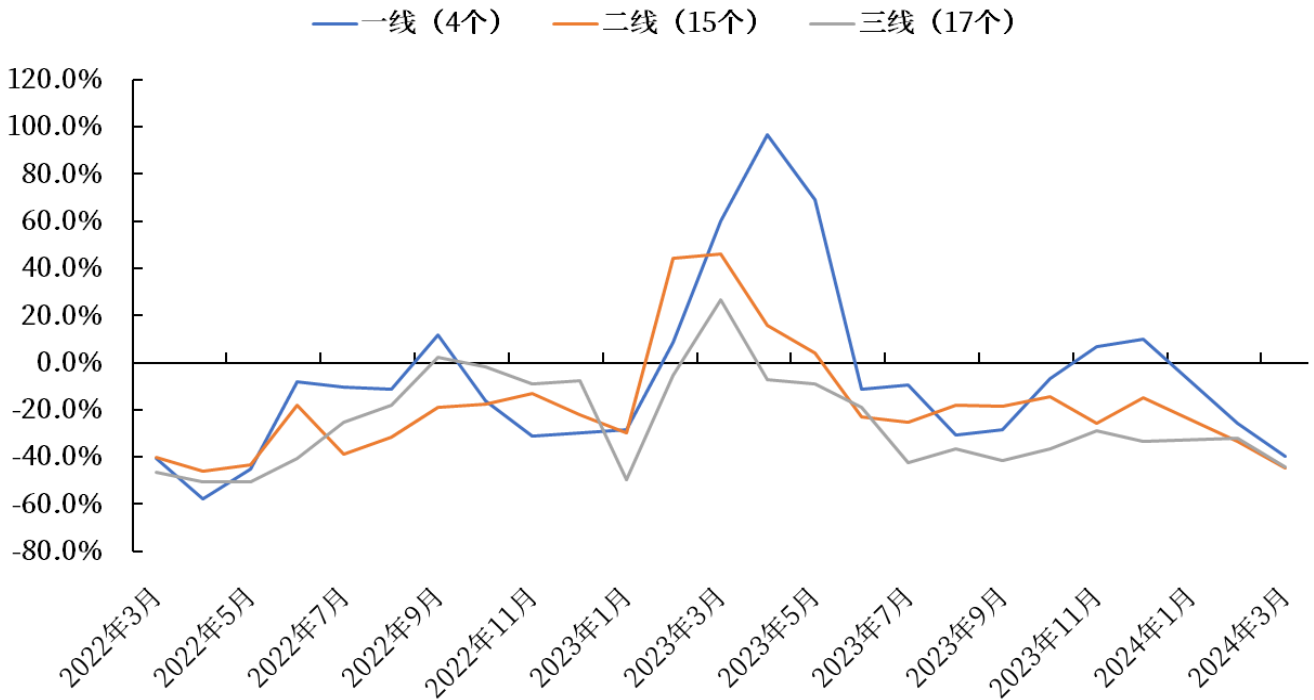
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 清明居民出行及消费意愿已超疫情前



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2023 年清明假期未调休)

图3 一手房销售依然低迷



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起。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