

周度经济观察

——避险交易是否存在风险？

袁方¹束加沛²

2024 年 04 月 09 日

内容提要

清明假期的旅游人次和客单价均显著修复，表明居民消费倾向正在抬升，但黑色商品的价格承压暗示房地产和基建存在下行压力，经济总体呈现分化格局。

年初以来权益市场对高股息的追捧和债券市场上长端利率持续下行均是一种避险交易，近期有色和原油股价的上涨可能也有类似的特点。

尽管短期经济基本面改善的迹象尚不明朗，但交易过于拥挤也在加大资产价格的波动。央行“关注长期收益率的变化”的提法或许也表达同样的担忧。这种宏观层面的避险交易短期或将延续，但潜在的风险无疑需要警惕。

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

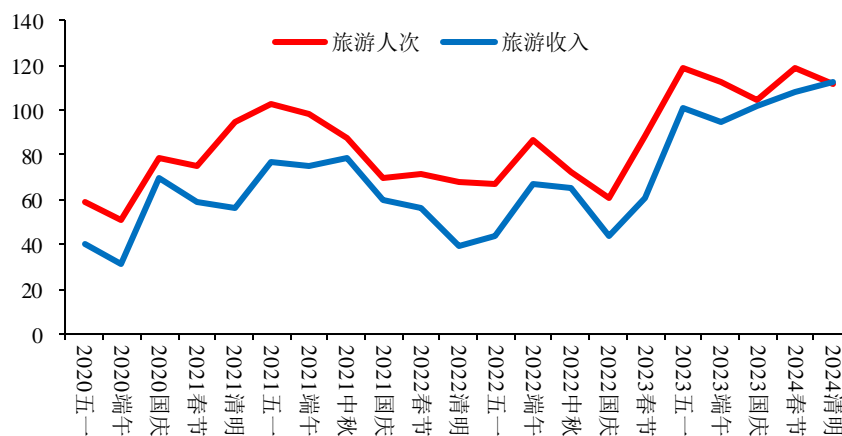
2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济恢复存在分化

今年清明假期，全国国内旅游出游 1.19 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 11.5%；国内游客出游花费 539.5 亿元，较 2019 年同期增长 12.7%。此前相比，一个重大变化是客单价显著改善。

去年五一以来，国内出行人数始终较 2019 年同期增长 10%-20%，但旅游收入改善幅度相对偏低，客单价始终处于低位。考虑到相比 2019 年中国居民名义可支配收入提升了接近 20%，而假期的旅游支出也边际改善，旅游作为一种可选消费的恢复可能表明中国居民的消费倾向正在修复途中。

图1：旅游人次和收入恢复情况



数据来源：Wind，国投证券研究中心

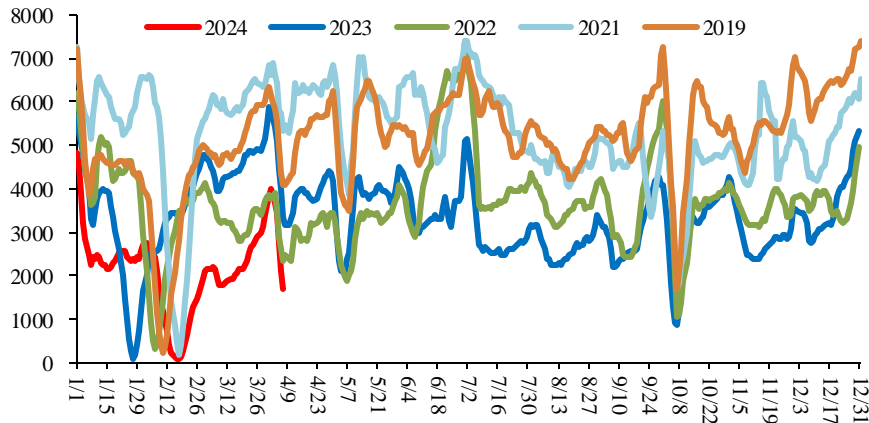
注:2019年同期为 100

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。我们此前认为，新房和二手房的裂口边际收窄，企业开盘项目的变化也可能也是影响因素之一，未来新房销售的走向仍然需要观察。

总体而言，经济活动的还是存在分化，居民消费倾向的抬升推动消费活动温和复苏，地产、基建相关的领域可能仍在减速的途中，黑色和水泥等商品价格显示需求可能仍然承压。

考虑到消费活动的恢复相对温和，而地产和基建投资可能仍在减速途中，未来我国宏观经济或许仍然处于磨底的过程中。

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、避险交易是否存在风险？

上周以来权益市场小幅上涨，AI 板块走弱带动 TMT 总体走低，有色和石油带动周期板块表现偏强，成交量基本持平。

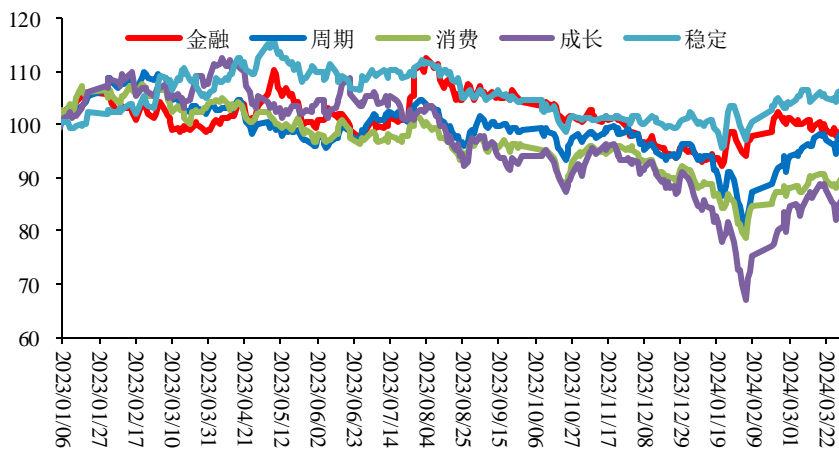
周期板块的上涨体现了市场对红利资产的追逐。在基本面缺乏好转迹象的背景下，商品价格的上涨更多反映的是供给偏紧的影响。上周有色和石油化工板块的上涨和此前煤炭股上涨的或许是同一逻辑。在需求偏弱的背景下，由于供应格局更加紧张，相应股票成为低风险的红利资产。

权益市场对高股息的追捧和债券市场对超长期债券收益率的下行都包含了对基本面偏谨慎的定价。4月2日万科港股大幅下跌12.9%，而A股和港股其余板块对此较为钝化，一个可能的解释是市场已经定价了房地产较为悲观的未来，当下的情况并没有超出市场此前的预期。这也能解释今年以来市场对房地产的变化较为钝化。

此外，近期黄金的大幅上涨或许应该和比特币等数字货币的大幅上涨合并考虑，在地缘政治格局更加复杂的背景下，去交易安全资产的锚发生变化，也是顺理成章的选择。

总而言之，在经济基本面偏弱、政策推进温和的背景下，权益市场逐步转入平衡市。市场单边大幅下跌有来自于政策资金面的呵护，但上涨缺乏基本面的持续支撑。

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，资金利率在季初小幅回落，同期债券市场各期限收益率大体稳定。

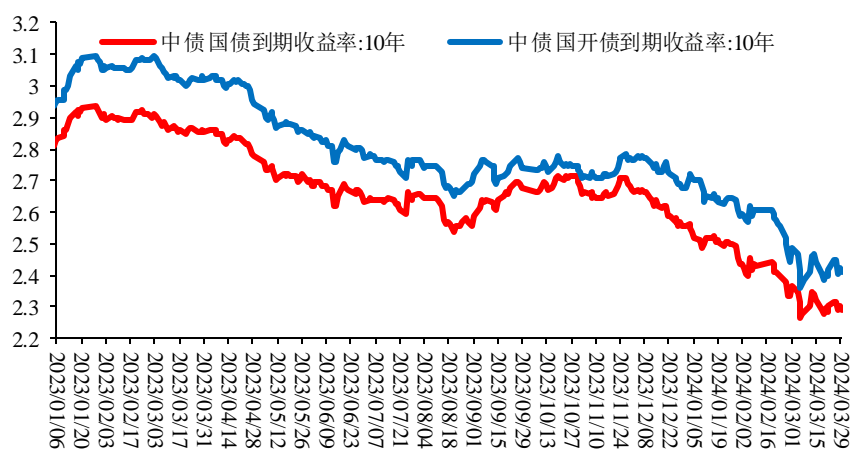
央行一季度货币政策例会中新增了“关注长期收益率的变化”。我们认为尽管在资本回报率下降的背景下，长期利率下行的趋势较为确定，但中间仍然存在反复。

未来可能存在两种机制带来长端利率出现反弹。第一种是经济基本面的改善，总需求显著回暖，不过短期尚未观察到明显的迹象；第二种是交易者的行为变化，如果由于某些交易层面的原因，当下集中买入的群体变为卖出，在极低利率的背景下，可能会产生踩踏。22年底的理财风波就是一个典型案例。如果这一幕发生，

市场对高股息的追捧和长端利率的下行或将同时终结。但目前尚未看到触发这两种机制的迹象。

上周以来人民币兑美元中间价维持稳定，显示货币政策仍然要内外兼顾，在美国降息或将推迟的背景下，短期国内降息可能性进一步下降。资金利率和短端利率短期或难进一步下降，这使得收益率曲线进一步平坦化。

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、劳动力市场强势，降息预期降温

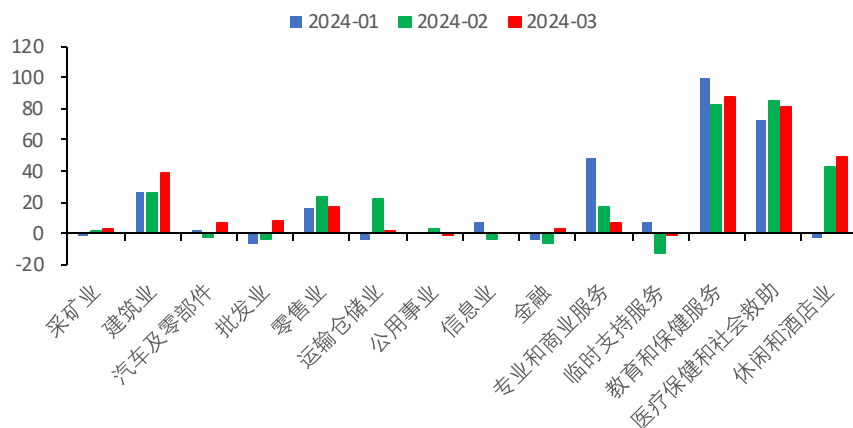
3月美国新增非农就业人口为30.3万，较上月上升3.3万人，超过市场预期。从结构上看，休闲和酒店、批发、教育和保健服务等服务业主导了非农就业的回升，同时房地产行业的小幅回暖也带动建筑业就业的增长。

3月失业率为3.8%，较上月小幅回落0.1个百分点。劳动参与率62.7%，较上月小幅抬升0.2个百分点。非农就业的抬升和失业率的下行均表明美国劳动力市场需求旺盛，经济处于偏强的水平。

工资方面，3月时薪环比增速为0.4%，较上月回升0.2个百分点；同比增速4.1%，较上月小幅回落0.2个百分点，薪资表现不弱。

从去年以来的数据来看，非农就业数据初值和终值往往差距较大，本月超预期的非农就业数据存在下修的可能。不过结合失业率的下滑与偏高的时薪增长，我们倾向于认为当前美国劳动力市场仍然偏紧，服务业领域维持偏强水平，这意味美国核心通胀的回落过程存在波折，货币政策的走向仍然依赖于就业、通胀数据的变化。

图5：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，国投证券研究中心

最新公布的制造业数据也表明美国经济韧性犹存。3月美国ISM制造业PMI为50.3，较上月回升2.5个百分点。从分项来看，新订单、产出、自有库存均出现回升，库存回补或许并非推动制造业回暖的最主要因素。全球制造业PMI从2022年年初到2023年年中经历了大幅下行，背后主要原因在疫情政策转向后服务业对制造业的替代。这一替代过程在2023年年中结束，制造业在大幅下跌后开始回升，美国制造业复苏也是全球制造业回升的一环。从这个角度来看，全球制造业的回升或许在二季度将延续，这将使得美国经济总体维持偏强水平。

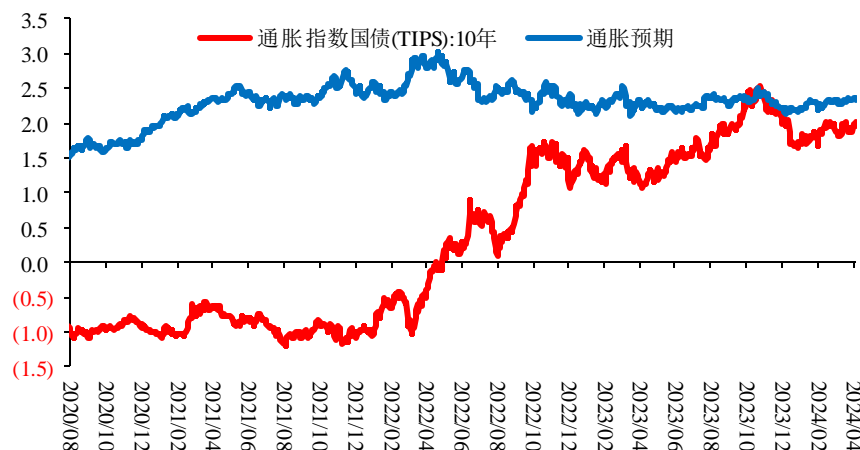
近期美联储官员密集发声，总体表态偏鹰。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利认为需要看到物价回落取得更多进展，否则质疑美联储是否需要降息。里士满联储主席巴尔金强调美联储应该在看到通胀确切回落之前维持观望态度。

劳动力市场数据的强势和美联储官员偏鹰派的表态使得市场降息预期降温，市场预期今年6月降息概率为50%左右，年内降息3次。

在此背景下，上周10年期美债收益率上行19个BP至4.39%，实际利率上行主导了这一过程。美元指数维持在年内高位。降息预期的降温导致美股出现下跌，道琼斯、纳斯达克指数出现广泛回落。

从去年底以来，市场对美联储货币政策的预期在不断摇摆，美联储官员也基于进度数据修正政策路径，这种相机抉择的政策取向有助于避免经济出现大幅波动，也是美国经济实现软着陆的基础。在此背景下，尽管美国股票市场估值偏高，但企业和居民的资产负债表健康，杠杆率可控，同时考虑到货币政策反向上趋松，美国股票市场单边下跌的风险有限。

图6：10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