

周度经济观察

——监管细则落地，内外分化延续

袁方¹束加沛²

2024 年 04 月 16 日

内容提要

3 月通胀和社融数据显示国内需求仍然偏弱，而出口数据则表明海外需求持续走强，内外分化的格局加剧，这一状态在二季度或将延续。

新“国九条”显示出全过程严监管的政策思路，短期或将带来市场的出清和分化，同时为资本市场中长期稳健发展提供了制度保障。

原油和核心服务领域价格上涨，推动美国 3 月通胀数据超预期，进而导致市场降息预期大幅降温，这一宏观交易仍在进行中。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

一、内外分化延续

2024 年 4 月 12 日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，同日，证监会主席就落实“国九条”接受记者专访，证监会就《科创属性评价指引（试行）》等 6 项制度规则向社会公开征求意见。证券交易所也发布多项业务规则修订稿，公开征求意见并答记者问。

总体思路上，近期一系列政策的公布，是对中央金融工作会议精神的细化，严格的全过程监管是政策的主要特征。

“中国市场的主要问题是短期波动太大，投资者又容易买在高位，影响了投资的体验。”除了考核机制的短期化，“投资者在无法预期稳定的分红回报的情况下，只能通过股价上涨获得收益，这刺激了投资行为的短期化……也损害了资本市场稳定运行的基础”。在资本回报率持续下降的背景下，这个问题更加突出。

这一次的“国九条”或许是资本市场重要改革的一个里程碑事件，通过制度的建设与调整，在提高上市门槛、加强持续监管、加大退市监管、规范证券基金公司经营、推动中长期资金入市等方面做出细致规定，为资本市场中长期稳健发展提供了基本保障。

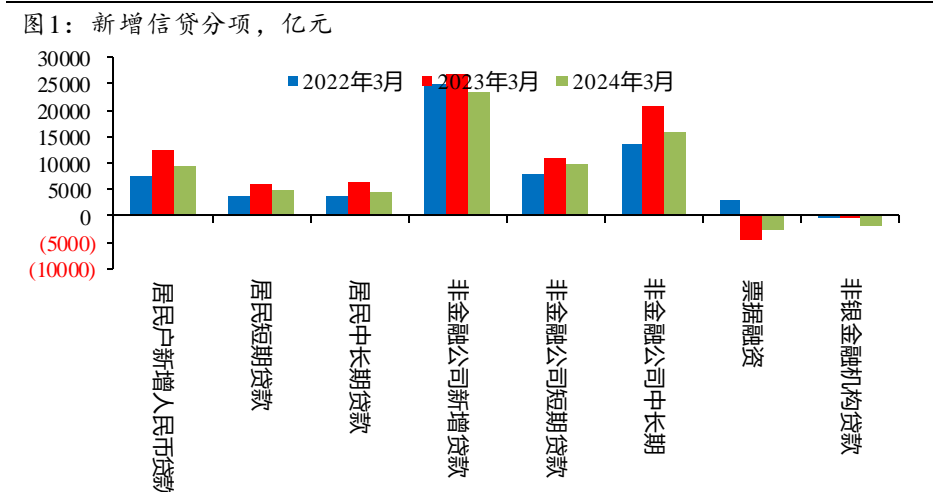
短期内，严格监管或将对资质更弱的小盘股及其附带的壳价值产生较大压力，大盘股或将跑赢。

3 月社融余额同比 8.7%，较上月回落 0.3 个百分点，这一回落主要源于信贷的收缩和政府债券的偏慢发行。

信贷的同比收缩一部分来自居民部门，短期和中长期贷款均出现回落，这一表现延续了此前的模式，显示居民部门处于去风险阶段，消费倾向和风险偏好总体偏低水平。

另外一方面，企业贷款同比少增是新出现的边际变化，尤其是企业部门中长期贷款的收缩值得密切关注。一般认为企业部门的中长期贷款对制造业投资具有领先性，投资的实物活动落在资金活动之后，那么如果这一回落在未来延续，意味着制造业投资的增长可能承压。

在居民和企业部门的新增信贷同比少增的同时，广谱利率在低位回落，这一量价组合或许表明当前金融数据的走弱并非来自于供应的收紧，而在于实体经济需求的下滑，这一下滑过程似乎尚未看到企稳的迹象。



数据来源：Wind，国投证券研究中心

3月我国美元计价出口同比增速-7.5%，较1-2月大幅回落14.6个百分点。这一回落可能是季节效应和低基数这些临时性原因主导的。由于农民工的返乡，部分制造业企业的开工时间可能在正月十五之后，叠加运输的影响从而使得春节后一个月的出口活动处于偏弱区间。去年春节和今年春节的日期错位使得今年1-2月出口读数偏强，而3月出口读数偏弱。

同时基数效应不容忽视，2022年1-2月与3月出口变化不大，进而可以用2023年与2024年月度的出口增速平均值来剔除基数影响。在两年平均的视角下，3月

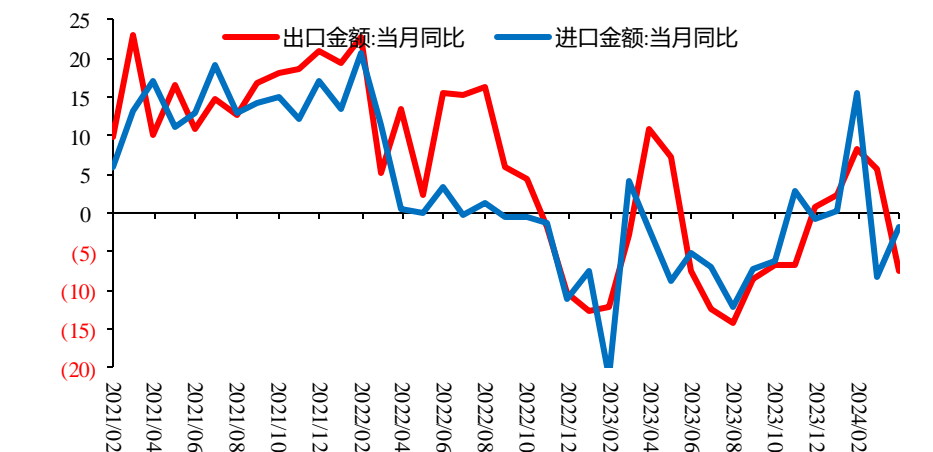
份出口增速相比 1-2 月回升 2.3 个百分点，可见出口真实的表现不错。在这样的处理下，中国对欧盟、东盟出口出现回升，中国的衣着、机电等产品均有改善。

观察东亚经济体，3 月出口表现总体偏强，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。这从侧面也验证未来中国出口有望延续改善，3 月出口的同比增速回落来自于临时性因素。

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。

3 月美元计价进口同比-1.9%，较 1-2 月回落 5.4 个百分点；两年同比来看，3 月进口小幅回升 1.3 个百分点。从国内可贸易部门的高频数据来看，进口活动或许难有明显改善。贸易盈余在二季度有望继续扩张。

图2：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

注:2021 为两年复合同比

3 月 PPI 环比为-0.1%，较上月回升 0.1 个百分点；PPI 同比为-2.8%，较上月回落 0.1 个百分点。

分项来看，石油、有色等全球定价品种环比出现回升，黑色、新能源等中国占主导的领域环比回落。同期南华工业品指数和高盛商品指数震荡走平。

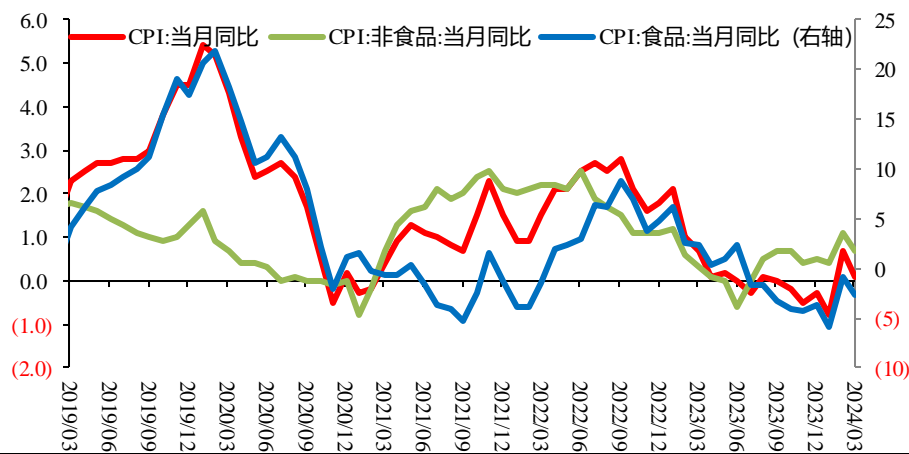
大宗商品价格中枢在较长时间里高位震荡，显示出供应偏紧的影响。4月上旬以来，全球商品价格反弹，既有供应边际趋紧的影响，也有库存摆动的影响，4月PPI环比有望改善，在低基数的影响下，国内PPI同比增速有望回升。但往后看，房地产市场没有根本性改善的情况下，投资需求或难大幅提升，PPI环比增速或将走平。

3月CPI同比0.1%，较上月大幅回落1个百分点；环比-1%，较回落2个百分点；核心CPI同比0.6%，较上月回落0.6个百分点。和2月份CPI同比的大幅上升一样，3月CPI的回落也是来自于春节错位的影响。

如果比较3月CPI各项数据同比和去年12月的同比，总体变化不大，居民消费活动的修复可能仍然比较温和，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。

总体来看，3月通胀和社融数据显示国内需求仍然偏弱，而出口数据则表明海外需求表现更强，内外分化的格局还在延续。考虑到一季度经济增长读数亮眼，二季度总量政策预期相对温和，经济的走向更多由市场力量驱动，这或许意味着二季度国内经济环比增速存在回落的可能。

图3：CPI分项同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

二、债券市场仍然有利

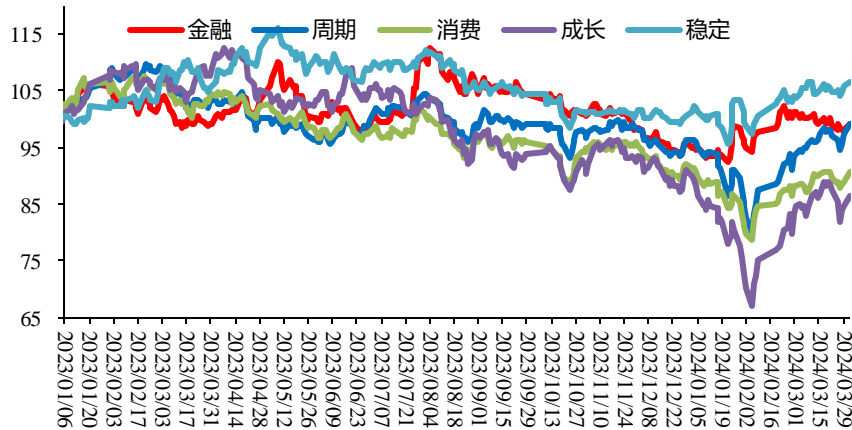
上周以来权益市场小幅下跌，高股息和周期板块表现偏强，金融风格承压，成交量小幅回落。

在需求改善不明朗、价格低迷的背景下，权益市场更多追逐红利资产。从最初的煤炭、银行板块，向黄金、铜等有色行业扩散。这背后固然有基本面改善的逻辑，多数大宗商品价格4月以来快速上涨。不容忽视的是交易层面的变化，部分资金寻求高分红这种类债券资产，在对市场预期不高的背景下追求分红的确定性，这与债券市场收益率下行的逻辑一致。

因此，从宏观的角度来看，市场对高分红风格的追捧，总体建立在经济基本面偏弱、资本报酬率偏低的背景下。考虑到出口的改善已经形成广泛共识和定价，未来权益市场风格的转变可以主要与内需的走向相关。即地产何时可以触底回升？基建投资能否发挥稳增长的主导作用？居民部门消费的恢复是否会出现明显提速？而从二季度来看，内需相关的领域似乎难有明显改善，这或许意味着高分红仍然是市场追逐的热点。

对于指数总体而言，尽管基本面难有明显改善，但考虑到经济失速和出现金融危机可能性偏低、同时政策对市场持续呵护，二季度权益市场处于平衡市的状态中。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

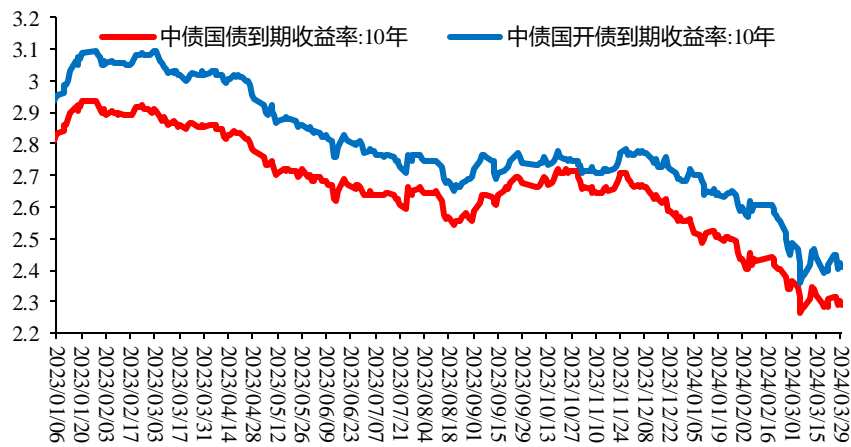
2022年12月31日为100

上周以来，资金面总体宽松，存单和短端收益率下行较多，长端收益率维持稳定。

汇率市场的波动引发债券市场参与者的关注。美国通胀超预期使得市场对降息时点的预期一再推迟，次数也相应削减。这也推动美元指数快速上行，人民币的贬值压力增加，在岸和离岸汇率接近前高。考虑到币值稳定的影响，国内短期降息可能性进一步下降，这也约束了短端收益率下行的空间。

而对于长端利率而言，从基本面的角度来看，总需求偏弱的局面二季度似乎仍将延续，价格数据回升的过程存在波折，实体部门信贷需求在走弱趋势中，这意味着债券市场总体处于有利的宏观环境中。

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、美国重启加息交易

3月美国CPI同比增速3.5%，较上月上行0.3个百分点；核心CPI同比增速3.8%，与上月持平。CPI季调环比0.4%，也与上月持平，通胀数据总体超市场预期上行。

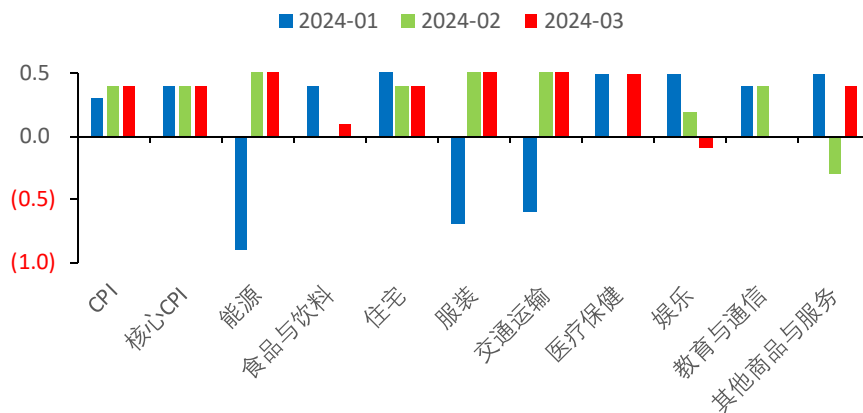
分项来看，CPI同比的上行主要集中在能源领域。地缘政治风险的抬升推动原油价格持续上涨，在低基数的背景下，油价的上涨主导了CPI同比增速的上行。

除油价上涨外，美国核心商品通胀继续减速，二手车价格加速下跌。与此同时，核心服务的上涨引发了市场的关注。租金价格小幅回落，并非推升服务价格的主因。而医疗保健等广谱的服务价格出现上涨，表明服务业需求维持偏强状态。

从3月公布的劳动力市场、PMI等数据来看，美国经济总体处于较强水平。在此背景下，叠加全球大宗商品价格的上涨，美国通货膨胀的控制存在困难。

往后看，由于美国劳动力供应恢复相对缓慢、企业和居民资产负债表健康、以及今年以来金融条件转向宽松，未来通胀回落的斜率在趋于平缓。

图6：美国 CPI 季调环比，%



数据来源：CEIC，国投证券研究中心

面对通胀数据的连续超预期以及核心服务领域价格的上涨，市场的降息预期大幅降温，密歇根大学消费者 1 年期和 5 年期通胀预期也出现抬升。当前市场预期美联储首次降息从 6 月大幅推迟至 9 月，今年降息幅度为 2 次左右。

在美联储官员态度偏鹰、市场降息预期大幅降温的同时，欧央行释放出鸽派信号。4 月欧央行会议维持利率不变，多数参会人员认为通胀在逐步回落，对达到 2% 通胀目标有信心，市场也维持 6 月份欧央行降息的预期。

资本市场重启加息交易。10 年期美债收益率上行至 4.5% 左右的水平，实际利率主导了利率上行；美元指数快速抬升至 106；美股小幅走弱；黄金价格持续上涨。

近期市场对黄金价格的关注度较高，交易拥挤。从基本面的角度来看，黄金价格上涨的背后与全球流动性环境转向、以及地缘政治不确定性升温有关。而在交易层面，全球主要央行的购买可能对金价形成支撑，使得过去两年在实际利率抬升的背景下黄金价格维持偏强的表现。由于地缘政治的不确定性延续、以及央行购金的影响，黄金价格的上涨趋势似乎尚未终结。

尽管市场对美联储的宽松预期出现调整，但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。在此背景下，美国股票市场单边下行的概率有限。

■ 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12页，共12页

2024年4月