

周度经济观察

——海外预期修正，国内波澜不惊

袁方¹束加沛²

2024 年 04 月 23 日

内容提要

3 月财政收支与同期的经济、通胀数据指向一致，表明当前经济在需求端仍然承压。房地产行业的下行对广义财政的压力持续显现，居民消费的恢复进展温和，未来经济活动的复苏进程存在波折。

考虑到实体部门需求偏弱的局面或将延续，资本报酬率的下行是大概率场景，未来债券市场收益率中枢有望继续回落。

3 月美国零售数据超预期上行，市场进一步上调对美国经济的预期，美联储官员也持续释放鹰派信号。资本市场进入降息预期降温的交易，这一过程仍在进行中，对中国权益和汇率市场的影响需要密切关注。

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、财政收支减速，地产拖累明显

3 月公共财政收入当月同比-2.4%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；公共财政支出当月同比-2.9%，较上月大幅下滑 9.6 个百分点。

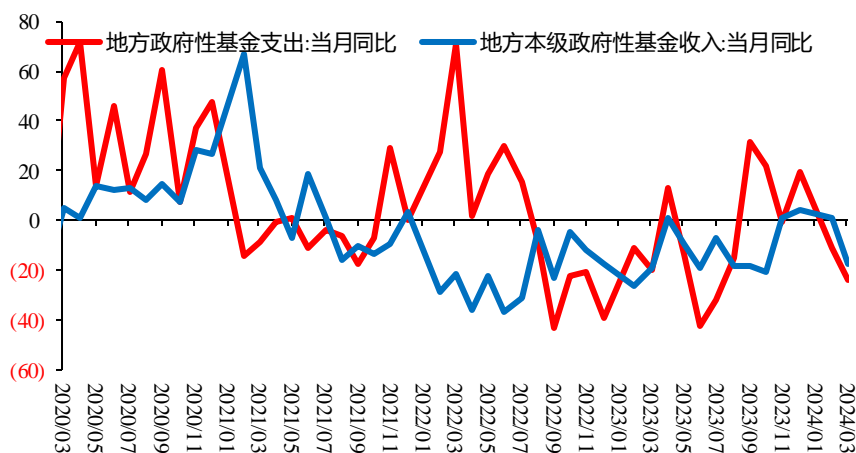
财政收入层面，3 月非税收入较 1-2 月回升 3.6 个百分点，而税收收入较 1-2 月下滑 3.7 个百分点。车辆购置费、消费税、土地增值税、国内增值税均出现幅度较大幅度的下滑，而企业和个人所得税出现回升，其中个人所得税的大幅抬升可能与春节错位有关。根据财政部新闻发布会的内容，一季度税收收入的负增长源于“2022 年制造业中小微企业部分缓税在 2023 年前几个月入库抬高基数、2023 年年中出台的减税政策对今年形成翘尾减收等特殊因素影响”。

财政支出层面，农林水事务、城乡社区事务、交通运输等基建相关分项出现大幅回落，教育、科技支出也有下滑。

3 月全国政府性基金收入当月同比-16.1%，较 1-2 月大幅回落 18.8 个百分点；其中国有土地出让收入同比-18.9%，较 1-2 月大幅回落 18.9 个百分点。这一大幅回落反映出土地市场持续降温的影响。3 月全国政府性基金支出当月同比-23.2%，较 1-2 月大幅下滑 13 个百分点，土地出让收入安排的支出回落主导了这一下滑。

总体来看，3 月财政收支与同期的经济、通胀数据指向一致，表明当前经济在需求端仍然承压。房地产行业的下行对广义财政的压力持续显现，居民消费的恢复进展温和，未来经济活动的复苏进程存在波折。

图1：政府性基金收支月度同比，%



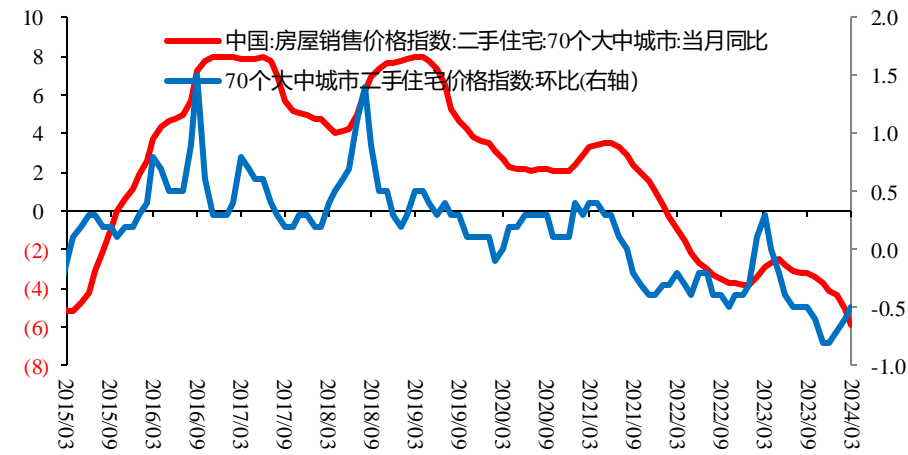
数据来源：Wind，国投证券研究中心

观察房地产市场的数据，70城价格指数环比改善，这一改善是在二手房成交量放大、过去三年新开工持续低于销售的背景下发生的。不过这一环比价格的改善符合季节性特征，一季度70城住宅价格同比增速持续下滑。

4月中旬30大中城市商品房成交量小幅回落，表现明显弱于历史同期。近期北京等城市限购政策边际放松，地方政府融资协调机制和项目白名单在逐步推进，不过政策的效果尚需观察。

政治局会议将于4月下旬召开，在一季度经济数据表现亮眼的背景下，市场参与者对总量刺激政策的期待不高。当前市场的关注主要围绕新质生产力的具体部署，设备更新、以旧换新的规模，三大工程的进度及安排，汇率波动的空间与利率调整可能，这些问题的回答需要密切留意相关政策表述。

图2：70大中城市二手住宅价格同比和环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

二、债券收益率中枢下行过程中

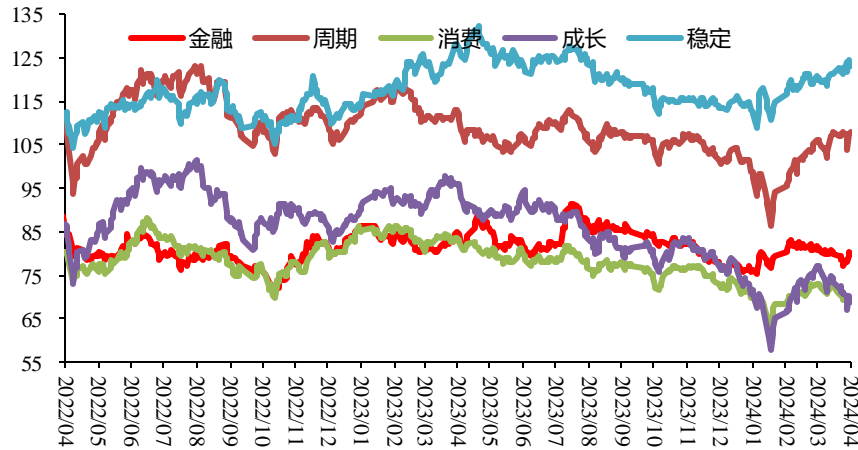
上周以来权益市场维持震荡，高股息和出海板块表现偏强，消费风格承压，成交量小幅改善。

此前 1-2 月经济数据公布，市场对经济恢复的强度和持续性出现分歧，但伴随 3 月经济、通胀和财政数据披露，总需求偏弱的局面得到确认。企业盈利对名义增长更为敏感，总需求不足除了导致产出偏低以外，也压制了价格的表现。而面对价格的持续低迷，部分企业选择出海来获取更高盈利，消化过剩供应，但出海也面临适应当地文化和制度环境、获得当地用户认可、供应链重构等一系列问题，这使得企业出海的过程难以一蹴而就。

因此权益市场的走向仍然更多取决于经济基本面的变化，尤其是在货币政策难以大幅宽松，市场情绪偏弱的背景下。我们倾向于认为二季度经济的名义增长动能依然偏弱，一季度产出的扩张以及产能利用率的下滑意味着后续价格下行的压力较大，而地产行业的下滑或将主导需求的收缩。当然伴随政策的调整，房地产和金融体系短期出现失速的可能性不高，经济动能的走弱也将是温和的过程。

在此背景下，权益市场仍然处于平衡市的状态里，高分红和出海的线索或将延续。

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

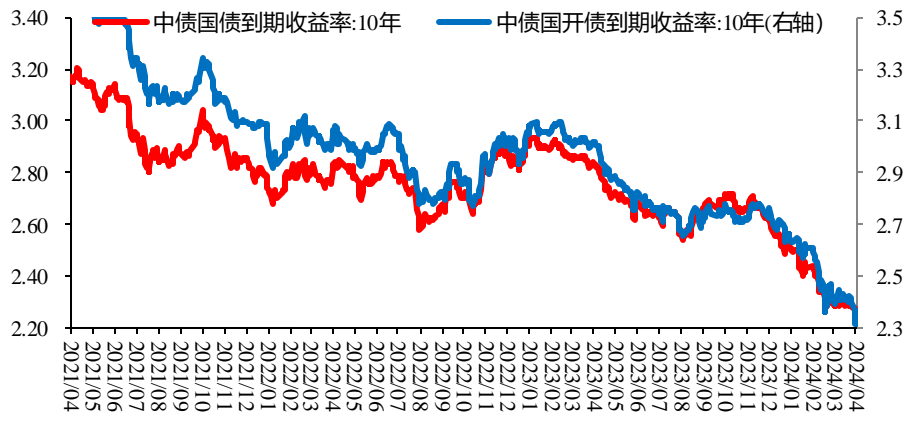
上周以来，资金面小幅宽松，存单和长端收益率下行明显，收益率曲线逐步走平。

政府债发行进度偏慢、资金面受汇率波动影响有限，可能是近期债券市场表现偏强的直接原因。此前市场一度担心重现去年9-10月的场景，但无论从央行操作、债券发行情况来看，目前的债券市场环境均与当时存在差异。

而推动债券市场收益率下行的根本原因在于资本报酬率的下行。面对实体部门总需求的收缩，广谱利率均存在下行的动力。此前地产行业由于房价上涨的预期，地方政府在预算软约束的背景下，可以承担远高于其他主体的融资成本，进而推升了利率的中枢。伴随最近几年监管对房地产和地方政府债务的去化，更多资金涌入与实体经济密切联系的领域，这使得总需求的变化与利率的波动更加同步。

考虑到实体部门需求偏弱的局面或将延续，资本报酬率的下行是大概率的前景，未来债券市场收益率中枢有望继续回落。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%

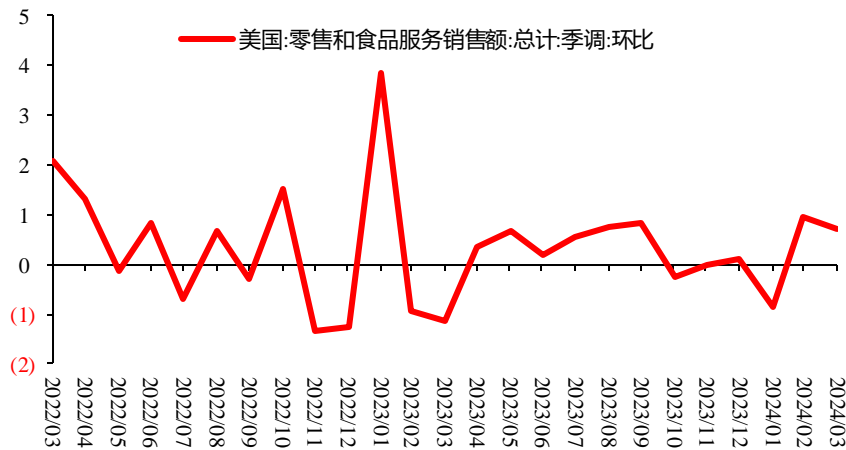


数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、数据持续改善，降息预期降温

最新公布的美国3月零售和食品服务销售额同比增速为4%，较上月回升1.9个百分点；季调环比为0.7%，较上月回落0.2个百分点，但明显高于市场预期的0.3%。分项来看，日用品、加油站、保健和个人护理对零售数据形成主要支撑，而汽车、建材等耐用品表现偏弱。零售数据的超预期上行，与同期通胀走高、薪资抬升的指向一致，表明美国经济处于偏强水平。

图5：美国零售和食品服务销售额季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

从现实的情况来看，支撑美国经济中期偏强的因素包括：劳动力供应短缺带来的居民工资上涨，金融条件宽松推动的财富积累，财政补贴对实体部门的持续支撑，制造业回流和技术进步对企业盈利的提升。这些因素似乎短期没有看到扭转的迹象，这使得美国经济走向不着陆的概率偏高。根据亚特兰大联储 GDPNow 模型预测，一季度美国实际 GDP 季调折年环比将达到 2.9%。

在近期一系列数据超预期的背景下，美联储主要官员表达了偏鹰的态度。美联储主席鲍威尔高通胀环境没有实质扭转，因此高利率环境在未来一段时间是合适的。美联储副主席杰斐逊指出如果通胀压力持续，利率有必要维持在高位。里士满联储主席巴尔金、旧金山联储主席戴利均表达了类似的看法。

市场的降息预期也持续降温。当前市场预期美联储首次降息为今年 9 月，较前一周推后两个月，降息次数也由此前的 2 次下降为 1 次，全年幅度为 25BP。

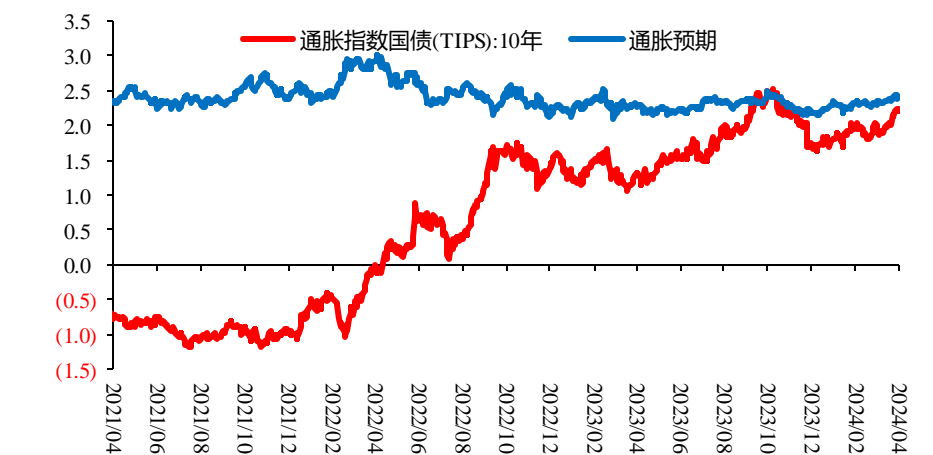
由于欧元区经济数据的走弱以及通胀压力的缓解，近期多位欧央行官员释放了 6 月降息的信号。欧央行行长拉加德认为欧央行的通胀走势符合预期，如果没有严重冲击，欧央行会考虑很快降息。

美国和欧元区、日本在货币政策层面的分化推动美元指数高位震荡，目前美元指数维持在 106 的水平，这也使得新兴市场货币贬值压力增加。

而降息预期的降温也对股票和债券市场形成主导影响。上周 10 年期美债收益率上行至 4.6% 以上的水平，这主要受到实际利率上行的影响；美股延续下跌态势，纳斯达克指数表现明显弱于道琼斯。

年初以来，市场参与者从交易美联储大幅降息，转向交易美联储降息一次或者不降息，这一预期的扭转导致美国权益市场剧烈调整。从现实的情况来看，美国经济的表现确实偏强，不着陆的概率较高。由货币政策的变化带来美国经济失速的可能性相当有限，这意味着美股市场单边下跌的风险可控。

图6：美国 10 年期 TIPS 和通胀预期，%



数据来源：CEIC，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

第10页，共10页

2024年4月