

周度经济观察

——政策预期升温，风险偏好回暖

袁方¹束加沛²

2024 年 04 月 30 日

内容提要

3 月工业企业利润数据显示工业部门需求处于收缩的状态，价格持续承压。考虑到国内需求的恢复存在波折、供应的出清需要时间，未来工业企业盈利的增长存在不确定性。

近期市场对政策刺激的预期升温，风险偏好回升，进而推动债券市场收益率大幅上行和权益市场上涨。政治局会议的内容以及后续落地的情况将短期主导市场走向，这仍然需要观察。

美国一季度经济数据的减速更多与进口活动的抬升有关，反映出美国内需始终偏强，经济滞的概率偏低，胀的压力延续。在此背景下，美国资产价格沿着通胀预期降温的路径继续交易。

3i 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、工业企业盈利的走弱或延续

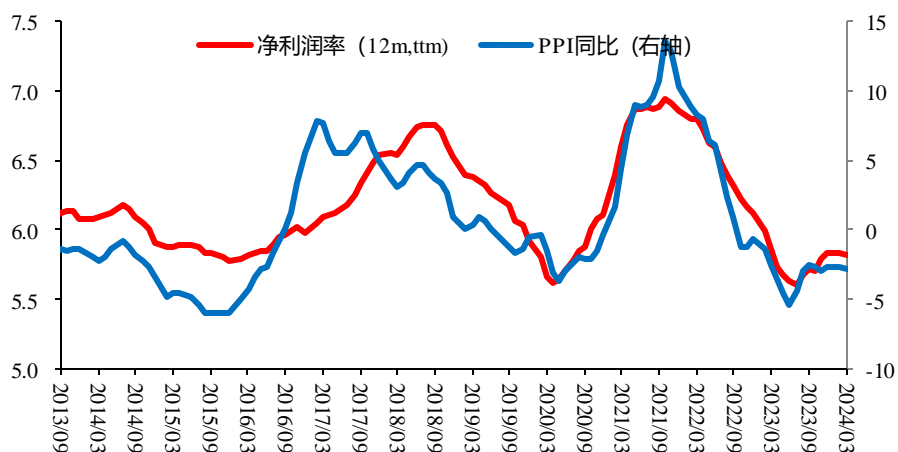
3月工业企业营收当月同比-1.3%，较1-2月大幅回落11.5个百分点。这与同期的工业增速的下滑一致，反映出生产活动在走弱。工业企业利润当月同比-3.5%，较1-2月回落8个百分点，考虑到同期PPI变化不大，利润的回落主要受到收入减速的拖累。

3月工业企业产成品存货同比2.5%，较1-2月小幅上升0.1个百分点，库存水平处于历史的偏低位置。在一季度工业生产扩张、内需偏弱的同时，企业库存的堆积并不明显，这暗示过剩的供应更多通过出口活动消化。同期美国一季度存货变化也在低位震荡。全球企业库存回补的迹象尚不清晰。

一季度工业企业的产能利用率大幅下滑，显示供应过剩的局面在加剧，这也带来价格水平的低迷，相应的企业利润率受到压制。

往后看，工业企业盈利的变化更多与价格的走向有关。考虑到国内需求的恢复存在波折、供应的出清需要时间，未来工业企业盈利的增长仍然存在不确定性。

图1：工业企业净利润和PPI同比，%



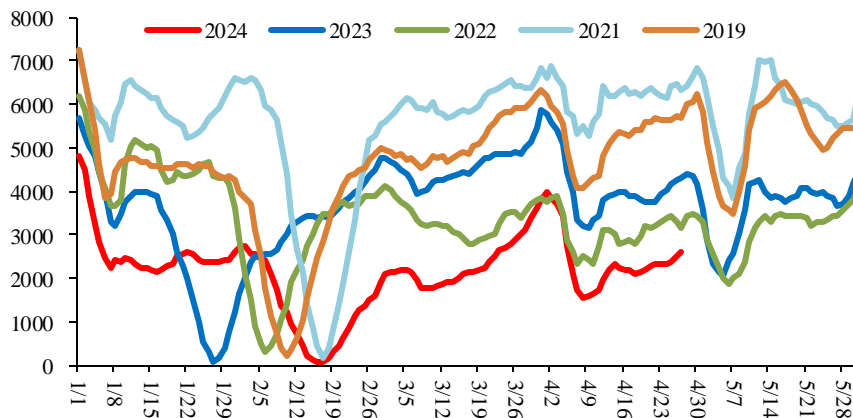
数据来源：Wind，国投证券研究中心

观察房地产市场的数 据，4 月以来新房销售处于明显低于季节性的区间。4 月 28 日，成都发布《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，提到全市范围内住房交易不再审核购房资格，即不再审核户籍、社保等购房条件，不再限制购买套数。新一轮的需求端放松政策可能正在途中。

不过当前房地产市场值得关注的问题在于居民部门对交付风险的担忧能否消失。这一担忧带来新房和二手房、期房和现房销售出现较大裂口，也导致房地产开发商资产负债表的收缩与现金流的压力。

着眼于需求端的政策或许有助于核心城市二手房市场的恢复，但当前二手房市场的恢复对新房市场的传导明显弱于以往，因此房地产行业彻底企稳可能需要更多的政策纾困，这一过程将比较漫长。

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

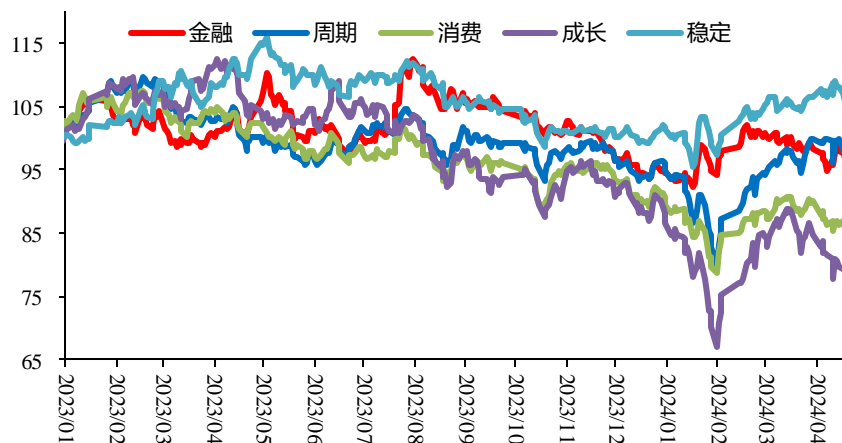
二、政策预期升温，风险偏好回升

上周以来权益市场持续反弹，房地产和成长板块表现偏强，高股息为代表的稳定板块偏弱，成交量总体走低。

权益市场的上涨，可能主要在交易房地产政策的调整以及相应风险偏好的改善。弹性更大的成长股出现较强的反弹。一个可能的机制是房地产行业出现危机的尾部风险被进一步排除，市场对未来的期望出现抬升，在风险偏好抬升的模式下，尽管成长股并不直接受益于房地产市场的触底，但在风险偏好的改善对成长股影响最为明显。在这样的背景下，高股息出现阶段调整。

而这样的交易可能蕴含着对 4 月 30 号政治局会议的预期。以历史的经验来看，市场首先基于政策预期定价，随后转入对政策落实效果的评估，这个过程中市场的波动会加剧，未来市场的演绎或将重复这一模式。

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，债券市场收益率出现大幅抬升，长期限的品种抬升幅度更大，收益率曲线快速走阔。

政策引导是带动收益率上行的主要触发因素。据央行主管《金融时报》4 月 23 日晚间报道，中国人民银行有关部门负责人在接受采访时表示，当前长期国债收益率持续下滑的底层逻辑是市场上“安全资产”的缺失，随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升。

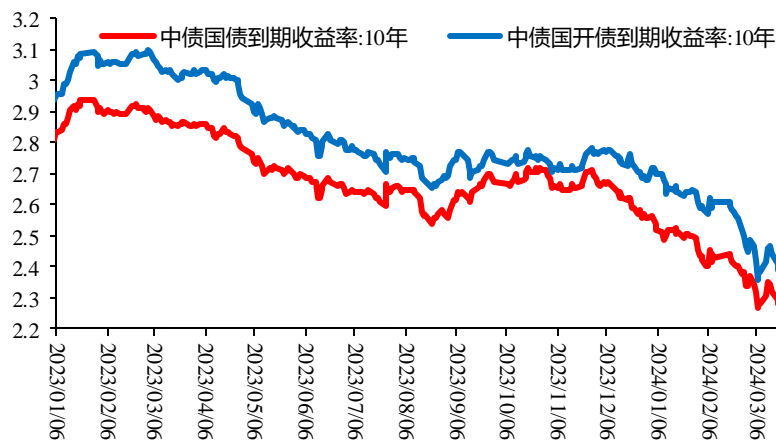
除了政策引导以外，市场对政治局会议出台刺激政策的预期升温，也导致风险偏好的调整，带动收益率的上行。

我们认为权益市场的高股息交易和债券市场的长期国债交易是类似的，当风险偏好改变，两个市场的交易同步变化。

在基本面变化不大的情况下，市场风险偏好的变化可能来自于政策预期出现显著改变，而这有待政治局会议落地才能验证。但从长期来看，只有基本面出现显著改善，风险偏好的变化才是可持续的，政策出台后仍然需要密切追踪政策落地的效果。

因此债券市场中期的走向，更多取决于经济基本面的变化，即稳增长政策的落地能否扭转经济下行的趋势，对此需要时间和数据观察，这或许意味着收益率单边向上的空间或许有限。

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、美国经济内需偏强，通胀压力延续

最新公布的美国一季度实际 GDP 环比折年率为 1.6%，较去年四季度回落 1.8 个百分点，低于市场预期的 2.4%。经济出现小幅降温。

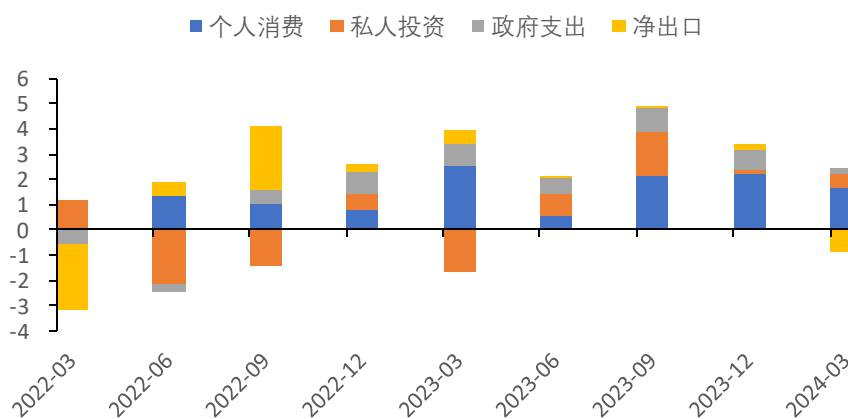
分项来看，一季度净出口数据较去年四季度小幅回落，拖累 GDP 增速 0.9 个百分点，是导致经济数据回落的主要原因。其中出口大幅下行，进口显著回升，显示美国内需仍然强劲。

一季度消费活动较去年四季度小幅回落，但仍对经济增长起到主要贡献。商品消费大幅走弱，其中耐用品消费带来主要拖累，而服务消费出现小幅抬升。从绝对水平来看，消费增速仍然偏高，这与一季度超预期的通胀数据相互印证。往后看，稳健的劳动力市场和权益市场资产价格上涨带来的财富效应将对消费持续形成支撑，美国居民消费活动有望维持偏强水平。

一季度私人投资较去年四季度回升较为明显，与一季度进口数据的高增长指向一致。其中住宅投资环比折年 13.9%，为主要贡献项。一季度宽松的金融条件支持新房和二手房销售持续修复，降息预期下建筑商信心回暖，新房开工也出现明显改善。但考虑到近期房贷利率明显上行，持续性仍有待观察。

合并而言，尽管美国一季度经济读数出现回落，但私人部门投资和消费活动总体不弱，内需维持在偏强水平，这一状态在未来有望延续。

图5：美国 GDP 环比拉动率，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

美国一季度 PCE 年化季调环比增速 3.4%，较去年四季度回升 1.6 个百分点。核心 PCE 年化季调环比增速 3.7%，较去年四季度回升 1.7 个百分点，超出市场预期的 3.4%，为一年来首次环比加速。其中服务消费价格指数环比折年率由 3.4% 回升至 5.4%，是推升通胀的主要因素，与强劲的服务消费数据相互印证，表明通胀压力或从商品部门向服务部门扩散。

从近期公布的一系列数据来看，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仍然存在困难，从而引发市场对美国是否陷入“滞涨”的担忧。考虑到美国经济韧性仍然较强，尽管通胀预期小幅升温，也似乎只是有“胀”而无“滞”。从现实的角度来看，美国走向“滞涨”的可能性相当有限。

面对超预期的通胀读数，市场维持 9 月首次降息的预期，年内降息 1 次，全年降息幅度 25BP。

上周五，日央行在议息会议中维持基准利率在 0-0.1% 不变。日央行表示，预计目前宽松的金融环境将持续，有必要关注汇率对通胀的影响。日央行行长植田和男表示，将在未来某个时候削减债券购买，但尚无法说明削减时间。加息时机取决于价格趋势，不能排除汇率影响价格趋势的可能性，日元长期疲软的可能性不是零。

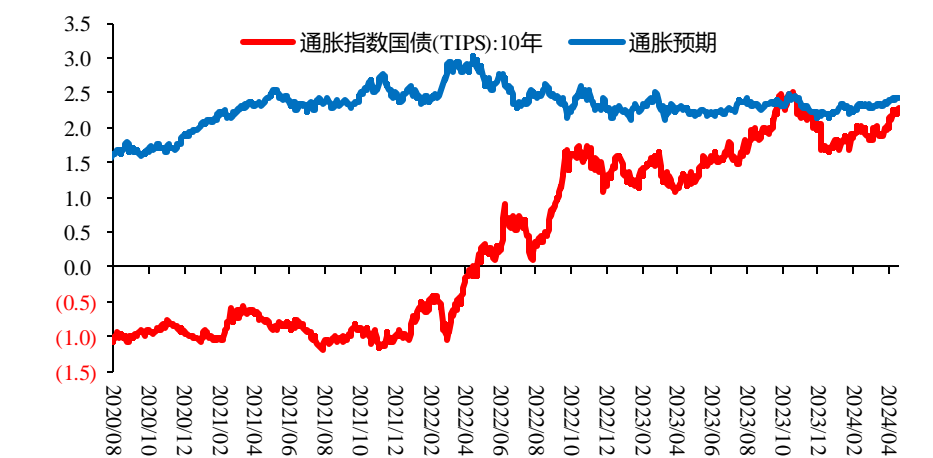
最新数据显示欧元区制造业 PMI 小幅下降，而服务业 PMI 继续走高。面对数据分化，欧元区主要官员表态仍然偏鸽，释放了 6 月开启降息的信号，但对于下半年的降息步伐意见不一。

受降息预期降温影响，上周 10 年期美债收益率上行至 4.7% 以上的水平，实际利率和降息预期双双主导了利率上行；美元指数再次抬升至 106；金价小幅下

跌；美股在科技股财报绩优的支撑下小幅走强，纳斯达克表现优于道琼斯。

尽管年初以来，市场参与者对美联储降息预期出现大幅调整，但考虑到美国居民部门资产负债表总体健康，且从现实的情况来看，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。在此背景下，美国股票市场单边下行的概率有限。

图6：10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

第10页，共10页

2024年4月