

周度经济观察

——预期交易趋弱，政策效果待评估

袁方¹束加沛²

2024年05月07日

内容提要

4月政治局会议的政策表态比市场基准预期更为积极。货币政策提及降准降息，财政层面督促政府债发行使用提速，以及消化存量房、优化增量房的表述，都显示总量政策的基调不弱。这些政策的提出有助于市场信心提振和预期改善。

不过当前总需求不足的症结在于房地产行业的下行，货币政策的宽松、财政政策的提速难以扭转这一局面。因此本次地产政策能否彻底缓解房地产主体融资压力、激发居民购房潜力，进而推动宏观经济企稳，仍需时间观察。

回顾过去两年市场与政策的互动，政策憧憬和出台期市场往往表现较强，而落地或评估期市场往往走势偏弱。当前市场对政策预期的交易或许已经较为充分，后续将逐步转入对政策效果的评估，这意味着权益市场可能步入震荡过程。

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、地产表述有变化，政策细节是核心

4月30日中共中央政治局召开会议。本次会议除了常规的经济形势分析和政策展望外，还提及了三中全会的相关内容。

会议指出“改革开放是党和人民事业大踏步赶上时代的重要法宝”，我们认为，这一法宝的落脚点在“中国式现代化”上。这意味着在国家治理体系和治理能力现代化、更公平惠及全体人民。此外，为了“在日趋激烈的国际竞争中赢得战略主动”，外交、财税和科技体制的改革和开放或许值得期待。

在形势判断层面，会议指出“回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势。”但同时也强调“经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足……国内大循环不够顺畅。”

在总的工作基调上，强调“着力推动高质量发展，坚持乘势而上，避免前紧后松”，大体延续了两会的基调。

总量政策层面，“实施好积极的财政政策和稳健的货币政策……加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度……要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度。”无论在货币政策还是财政政策层面，相比以往4月政治局会议，本次会议的部署更为细致。货币政策有增量信息，5月份降准的概率较高，基准利率的下调或许在未来也会逐步推进，此前关注的汇率问题本次没有提及。财政政策更多强调政策的落地节奏，超长期特别国债和专项债的发行使用有望快速推进。

房地产政策仍然放在防风险的部分，新增了“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”。同时近期北京、深圳、武汉等多地需求端政策出现放松，

这是优化增量住房政策的具体体现。不过如何消化存量房产的政策细节有待观察。市场关注的主要问题在于，消化存量房过程中政府提供的资金支持规模如何，怎样对不同区域、不同房企的房屋土地定价，如何规避道德风险、形成有效的担责考核机制，怎样协调中央和地方、政府与房企的利益。这一过程涉及多主体的复杂博弈，需要精巧的制度设计，需要密切跟踪。

在新质生产力上，提到“因地制宜”，可能是对新兴产业产能过剩现象的回应。此外出现了“要积极发展风险投资，壮大耐心资本”的新提法，长期风险投资模式或许有新的变化。

总体而言，本次政治局会议在政策态度上比此前市场的基准预期要更为积极。无论是货币政策提及的降准降息，还是财政层面督促政府债发行使用提速，以及房地产消化存量房、优化增量房的表述，都显示总量政策的基调不弱。这些政策的提出有助于市场信心的提振和经济预期的改善。

不过当前总需求不足的局面症结在于房地产行业的下行，货币政策的宽松、财政的小幅扩张难以扭转这一局面，未来宏观经济能否企稳，高度依赖于地产政策的演进。此前房地产领域的诸多政策，如三支箭、主体白名单等，效果尚不明显。因此本次地产政策是否可以缓解房地产主体融资压力、激发居民购房潜力，仍需时间观察。

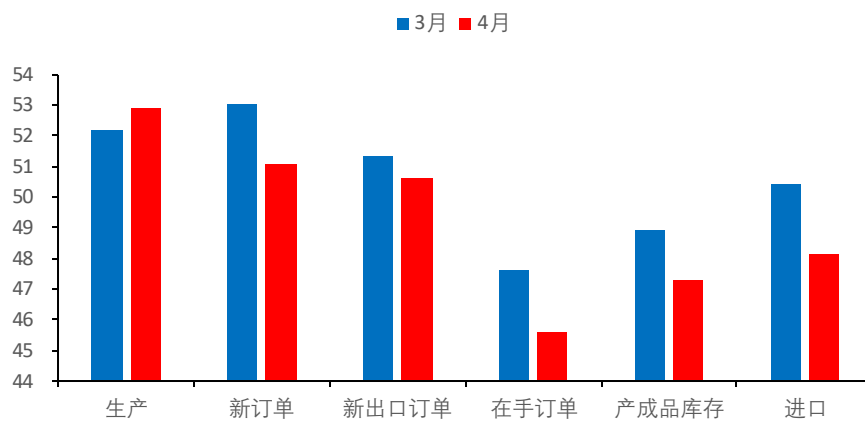
4月制造业 PMI 为 50.4，较上月回落 0.4 个百分点。考虑到 3 月制造业 PMI 有季节性因素的影响，4 月制造业 PMI 的绝对水平并不算弱。

分项来看，生产分项大幅扩张，其余项目出现普遍回落。

价格层面，原材料购进价格上升 3.5 个百分点至 54，同期南华工业品价格指数上涨。价格的反弹既有国际商品价格上涨的影响，也有基建发力的支撑。

4 月服务业 PMI 为 50.3，较上月大幅回落 2.1 个百分点。建筑业 PMI 环比上行，其中土木建筑上行明显，和黑色等商品价格反弹一致，基建投资增速或许正在回升，专项债可能正在加速发行使用。

图1：制造业 PMI 分项，%



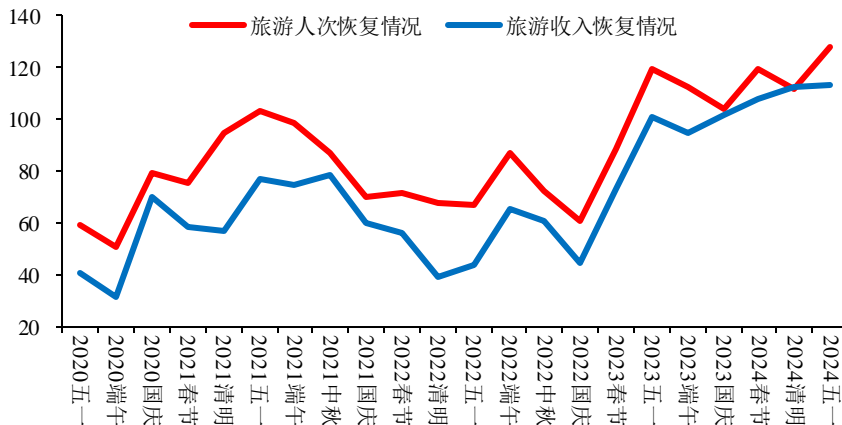
数据来源：Wind，国投证券研究中心

文化和旅游部 5 月 6 日发布数据显示，五一假期全国国内旅游出游合计 2.95 亿人次，同比增长 7.6%，按可比口径较 2019 年同期增长 28.2%；国内游客出游总花费 1668.9 亿元，同比增长 12.7%，按可比口径较 2019 年同期增长 13.5%。

去年五一以来，国内出行人数始终较 2019 年同期增长 10%-20%，今年五一出游人次突破这一水平，创疫情以来新高，表明居民部门的疤痕效应可能正在减退，消费意愿逐步改善。但旅游金额增长偏低，客单价低于疫情前。携程等平台显示今年“五一”旅游下沉化的趋势更为明显，三四线订单增长更多，考虑到相比 2019 年中国居民名义可支配收入提升了接近 20%，CPI 数据显示旅游价格也显著增长，居民对“性价比”消费追求可能表明消费倾向的回升或难一帆风顺。

总体而言，居民消费活动在温和推进、财政扩张有望提速，但房地产领域的压力犹存，地产政策也在做出相机决策的调整。但考虑到政策的细节尚不清晰、政策落地需要时间，这可能使得二季度经济环比增长存在减速可能。

图2：旅游人次和旅游收入恢复情况



数据来源：Wind，国投证券研究中心

2019年同期为100

二、市场将转入政策效果评估期

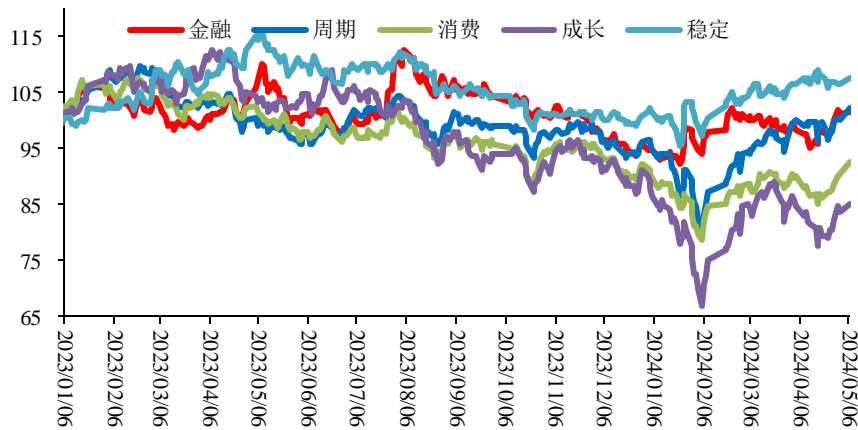
政治局会议前后国内权益市场出现反弹，港股、中概股的表现类似。

权益市场可能主要在交易政策预期，港股市场的反弹一般被理解为海外投资者资产配置再平衡的过程，当下中国资产配置比例已经处于低位，同时汇率市场总体稳定、权益市场估值处于历史底部，中国资产的吸引力凸显。此外，政治局会议的召开可能也是近期资金加速流入的催化剂，市场参与者对改革开放、地产政策调整的定价在积极展开。

弹性更大的成长股出现较强的反弹，“价值搭台，成长唱戏”的模式再次出现，高股息股票相对跑输，风险偏好的抬升较为明显。

回顾过去两年市场与政策的互动，政策憧憬和出台期市场往往表现较强，而落地或者评估期市场往往走势偏弱。当前市场对政策预期的交易或许已经较为充分，后续将逐步转入对政策效果的评估，这意味着权益市场可能步入震荡过程。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

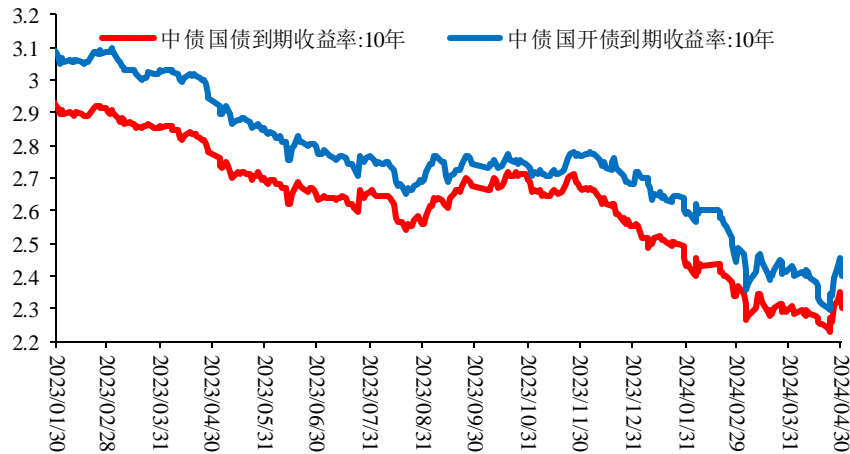
2022年12月31日为100

政治局会议提及“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度”显示未来中性偏宽松的货币政策环境有望延续，这与央行前期表态“长期国债收益率也将出现回升”似乎表面上是矛盾的。

这背后的逻辑在于，央行金融调控框架是以货币政策和宏观审慎政策双支柱运行。政治局会议的内容更多针对货币政策，在“有效需求仍然不足”的背景下，货币政策的取向大概率是偏宽松的。而如美国硅谷银行风险显示的那样，银行如果对长期利率债配置过多、资产负债收益倒挂也会对金融体系形成风险，央行的政策引导可能是基于宏观审慎原则，对收益率曲线过度平坦化背后过度投机等现象存在担忧。

合并而言，流动性环境的宽松有助于债券市场收益率的下行，而经济预期的改善对债市影响偏逆风。不过按以往的经验来看，债券市场更多基于现实的情况交易。当前货币政策宽松的概率较高，地产政策的效果如何存在较大不确定性，财政的发力更多是节奏加快而增量有限，因此债券市场总体处于有利的环境中。

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、劳动力市场降温，宽松预期回暖

5月1日，美联储召开5月FOMC议息会议，维持联邦基金利率目标在5.25%-5.5%的水平，会议声明总体表态偏鸽。会议宣布从6月开始美联储将放缓缩表节奏，美债月度赎回速度从600亿美元降至250亿美元，机构债和MBS月度赎回速度维持在350亿美元不变。由于3月FOMC会议已暗示过本次会议将讨论放缓缩表，因此6月放缓缩表基本符合市场预期。

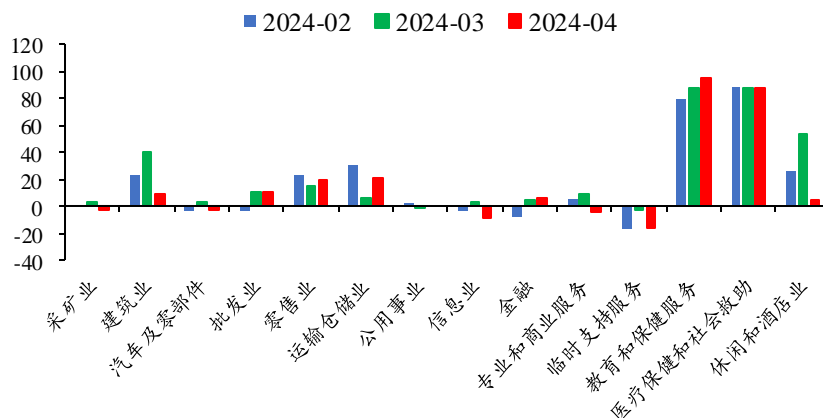
鲍威尔在新闻发布会上表态偏鸽派，称再加息的可能性不大（unlikely），但对于何时开启降息仍不确定，原因在于一季度的通胀数据不能给联储降息带来更多信心。虽然近期通胀数据不支持联储立即开启降息，但鲍威尔暗示如果劳动力市场意外走弱，即就业数据大幅走弱或失业率升至4%以上，也有可能促成降息。

鲍威尔还表示，美国经济仍处于非常健康的水平，明确否认滞胀风险，这一表述缓解了市场的担忧。

4月美国新增非农就业人口为17.5万，远低于市场预期的24万，且较上月大幅回落。其中服务部门较商品部门回落幅度更大。同时，3月数据从初值的30.3万上修至31.5万，2月数据从27万下修至23.6万，2-3月合计下修2.2万人。虽然新增非农就业数据明显回落，但从绝对数值来看仍处于正常区间内，且与疫情前的平均水平相近，因此无需对劳动力市场的小幅降温太过担忧。

从结构上看，此前就业增长较好的休闲和旅游业是服务业的主要拖累，商业服务、信息业等服务部门分项也出现小幅回落。由于休闲和旅游业对专业技能要求不高，且该行业工资增速出现明显回落，表明这一回落可能是前期就业人数较多而带来的岗位需求暂时放缓所致。考虑到当前休闲和旅游业就业人数与疫情前水平相当，且服务消费对商品消费的替代尚未完成，短期内该行业将维持韧性，单边减速的风险不高。商品部门中，建筑业的回落比较明显，但工资增速维持高位，暗示建筑业可能受到劳动供给侧约束。

图5：新增非农分项，千人



数据来源：Wind，国投证券研究中心

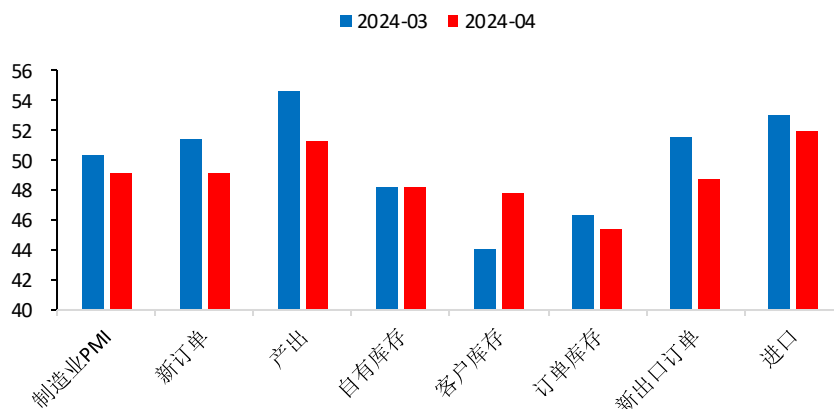
4 月失业率为 3.9%，较上月小幅回升 0.1%；劳动参与率维持 62.7% 不变，均处于近两年偏高水平，显示劳动力市场压力在逐步缓解，与新增非农就业数据回落指向一致。

工资方面，4 月时薪环比增速为 0.2%，同比增速 3.9%，较上月均出现回落。其中商品部门的时薪环比增速大幅回落，服务部门内部则出现分化，但整体变化不大。

总体而言，非农就业数据不及预期、失业率小幅抬升、劳动参与率修复以及时薪增速放缓显示美国劳动力市场降温较为明显。劳动力市场的短期遇冷有助于推动美联储转鸽，但还不足以达到快速降息的条件。叠加鲍威尔在 FOMC 记者会上偏鸽的表态，市场降息预期明显升温，维持 9 月首次降息预期不变，但年内降息次数回升至 2 次，全年降息幅度或达 50bp。

与非农就业数据指向一致，4 月美国经济数据表现偏弱。4 月 ISM 制造业 PMI 为 49.2，其中新订单、产出、新出口订单分项均出现下行；ISM 服务业 PMI 走弱至 49.4，创 2022 年 12 月以来新低，其中商业活动与新出口订单分项回落明显。

图6：美国制造业 PMI 分项，%



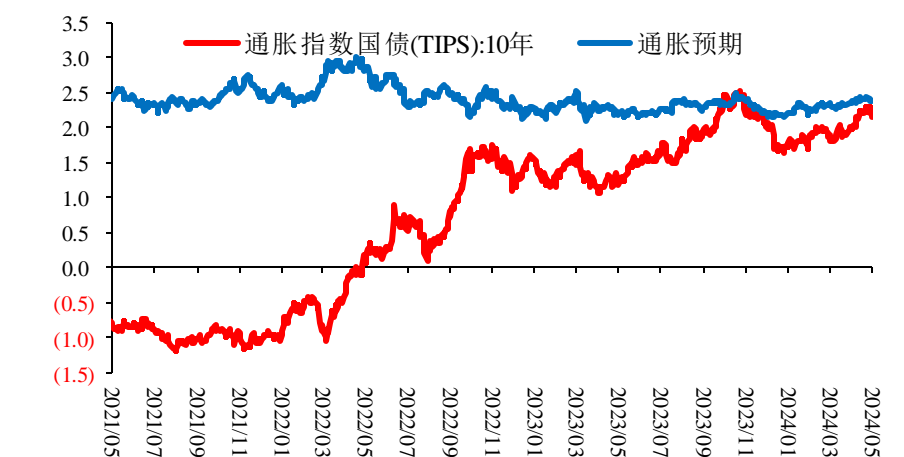
数据来源：Wind，国投证券研究中心

欧元区一季度 GDP 环比增速为 0.3%，同比增速为 0.4%，均高于前值，显示经济动能边际改善，或暂时摆脱技术性衰退风险。欧元区 4 月 HICP 同比增速为 2.4%，与上月持平；核心 HICP 同比增速为 2.7%，较上月小幅下降 0.2 个百分点，延续下降趋势。通胀数据的持续回落为欧央行降息提供进一步的支撑，但考虑到近期地缘政治风险或将对控通胀进程造成扰动，欧央行多名官员表态偏谨慎，但仍维持 6 月降息预期。

美国非农和 PMI 数据的下行、以及议息会议的偏鸽表态，推动市场降息预期回暖。受此影响，10 年美债利率下降 17BP 至 4.5% 左右；美元指数小幅下跌至 105；美股小幅走强，纳斯达克表现优于道琼斯。

年初至今，市场对美联储降息预期不断摇摆，这种预期的变化导致权益市场经历大幅调整。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，美国经济不着陆的概率仍然较高。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，美国股票市场有望维持偏强的格局。

图7：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

年5月