

周度经济观察

——内外经济有冷暖，国内市场存分化

袁方¹束加沛²

2024年05月14日

内容提要

4月金融、通胀、贸易数据表明当前我国面临内冷外热的宏观环境。全球制造业的恢复有望对我国出口活动形成持续支撑。同时房地产行业的减速主导了内需的收缩，也使得我国通胀回升存在波折，信贷投放面临挑战。这一局面在二季度或将延续。

5月以来权益市场的反弹包含了市场对政策预期的定价，核心在于房地产政策走向。未来地产政策能否推动房企流动性环境的普遍改善，带来商品房销售量和价的企稳，是决定宏观经济和权益市场走向的关键，这无疑需要时间观察。

在此背景下，权益市场或许总体仍然处在平衡市的过程中，高分红和出海板块的表现有望继续占优。

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、内冷外热的局面延续

4 月社融余额同比 8.3%，较上月大幅回落 0.4 个百分点。政府债发行节奏偏慢、非标融资收缩、以及直接融资遇冷共同导致社融同比增速的回落。

4 月人民币贷款与去年同期大致持平，贷款的持平主要受到票据融资的支撑。而企业和居民部门的短期、中长期贷款均出现回落，显示实体部门融资需求依然偏弱。

在新增社融下滑、企业和居民融资收缩的同时，债券市场利率出现普遍回落，这一量价组合显示总需求不足在主导信贷活动的变化。

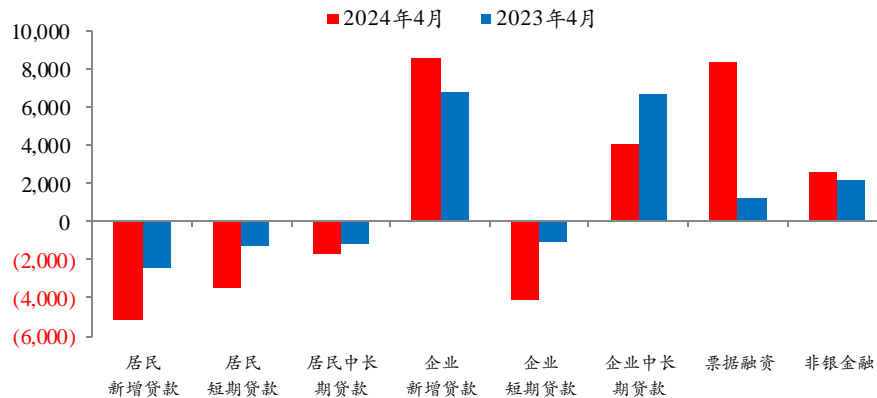
此外，4 月初打击手工补息对银行体系存款和贷款均形成负面冲击，MI 增速的转负可能主要受此冲击，与此对应的货币基金、银行理财快速扩容。金融业增加值的核算从主要参考存贷款余额转为银行利润，也降低了地方政府数据调整的动机，这一挤水分的操作在年内将对同比数据有持续的负面影响。

当前信贷数据的核心矛盾在需求端，从高频实体经济数据、资产价格来看，总需求的波动相对平稳，因此新增社融和 MI 的负增长或许更多是金融数据挤水分的结果。

往后看，伴随政府债的发行提速、打击手工补息影响的减弱，社融数据有望逐步转正，但同比少增的局面或将延续。

值得一提的是，由于房地产和地方政府融资的受限、以及政策向制造业领域贷款的倾斜，信贷量的变化对经济增速的领先性相当有限。信贷量的增长有时并非实体部门信贷需求的扩张，也有可能是受到信贷供应的影响，因此观察广谱的利率（信贷、债券、非标等）尤为重要。

图1：新增人民币贷款分项，亿元



数据来源：Wind，国投证券研究中心

4月我国美元计价出口同比增速1.5%，较3月大幅回升9个百分点。出口活动持续改善。

分国家看，中国对美国、欧盟、东盟的出口出现广泛抬升，对印度、巴西、俄罗斯等发展中经济的出口也在恢复。

分品类看，家具、服装、机电产品、医疗仪器等产品出口出现普遍上升。

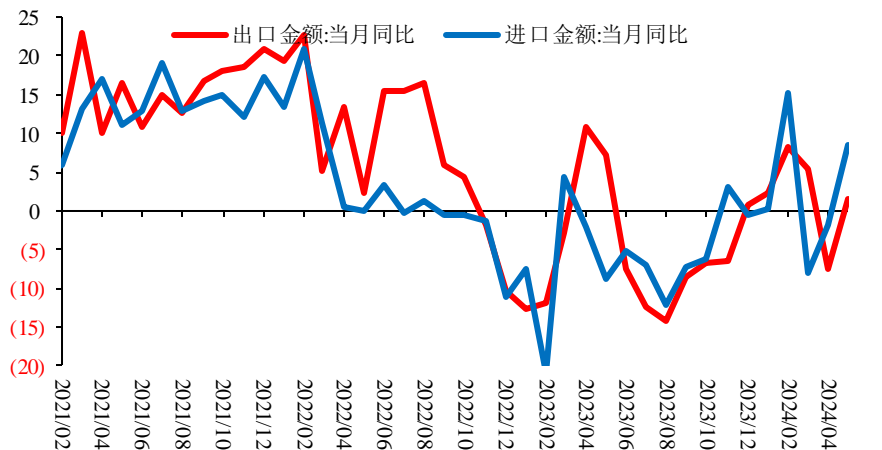
与此同时，韩国、中国台湾、越南出口增速也处在近两年较高位置。全球制造业PMI也在50分位线以上，位于偏强水平。这表明全球制造业活动的恢复推动我国出口活动的抬升。

在经历了一年半时间的减速后，从2023年年中开始，全球制造业从底部恢复，这一恢复的主要动力源于疫情防控放开后制造业大幅下行，超跌后向均衡水平靠拢，这一趋势有望在二季度延续。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。

因此，由全球制造业恢复带来的中国出口增速回升在二季度有望延续，这一过程也对相关行业的盈利、股票价格形成有效支撑。

4月进口增速同比8.4%，较3月份大幅提升10.3个百分点。这主要与基数有关，两年平均来看进口回升轻微，显示内需总体处于偏弱水平。内冷外热的局面延续。

图2：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

3月PPI环比为-0.2%，较上月回落0.1个百分点；PPI同比为-2.5%，较上月回升0.3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、新能源等中国需要占主导的领域环比回落，基本上延续3月格局。同期南华工业品指数和高盛商品指数小幅上涨。

5月石油、铜等全球定价的品种高位回落，螺纹、焦炭等商品价格也出现下跌。从年初以来的PPI价格表现来看，国内总需求的变化对PPI走向的影响更为主导。在房地产行业总体下行的背景下，PPI环比增速或许难有系统性改善，而同比的回升更多源于基数效应的影响。

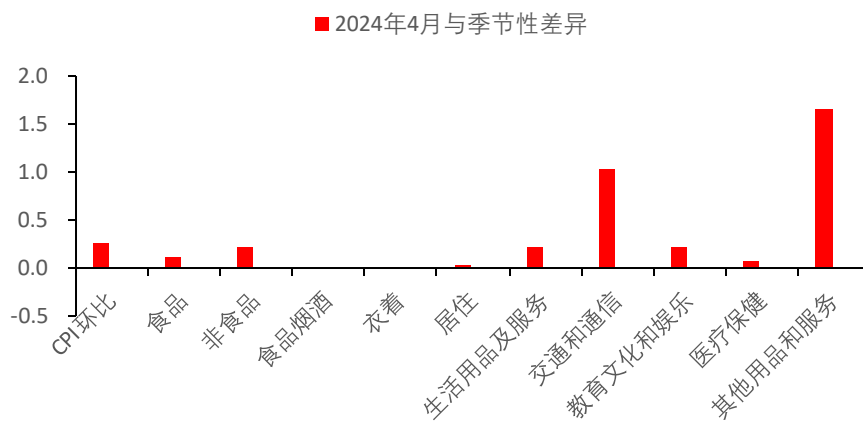
4月CPI同比0.3%，较上月回升0.2个百分点；核心CPI同比0.7%，较上月上升0.1个百分点。

环比增速与季节性相比，食品与非食品领域均出现抬升，两者共同推动了通胀数据的回暖。

食品分项的走强主要受到鲜菜与猪肉价格上涨的影响。而非食品分项的抬升更为广泛，除了油价上涨推动交通和通信走向外，生活用品及服务、教育文化和娱乐、医疗保健均出现恢复。这与4月清明假期数据指向一致，表明居民部门消费活动在温和恢复。

往后看，考虑到居民消费倾向的恢复、以及低基数的影响，未来CPI同比增速有望温和抬升，四季度CPI同比有望回升至1%以上。

图3：4月CPI环比与季节性差异，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

总体而言，4月金融、通胀、贸易数据表明当前我国面临内冷外热的宏观环境。全球制造业的恢复有望对我国出口活动形成持续支撑。同时房地产行业的减速主导了内需的收缩，也使得我国通胀回升存在波折，信贷投放面临挑战，这一局面在二季度或将延续。

二、重回平衡市

上周以来权益市场高位震荡，房地产和出海板块表现强劲，TMT 板块出现下跌，这一行业的分化延续了政治局会议后的格局。

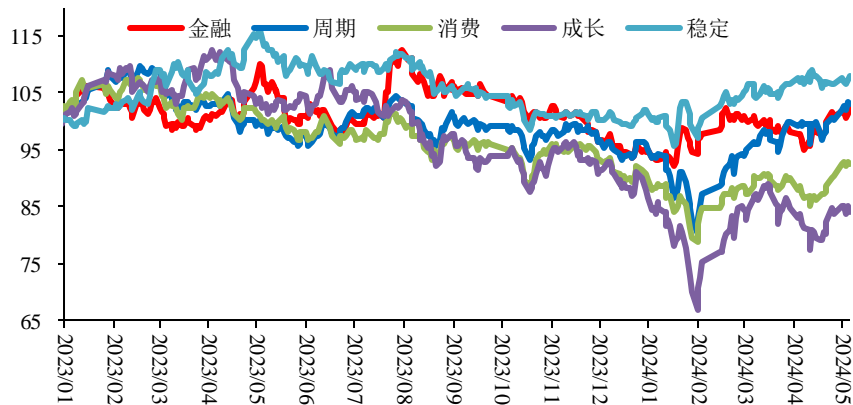
当前市场主要基于政策预期在定价，政治局会议后深圳等多地房地产限购政策放松，同时以旧换新等基于存量房消化的政策也在各地试点，这些政策的推出对市场预期形成较大提振。

此外，出口活动的持续改善对家电、机械等行业盈利带来支撑。市场参与者在定价出口改善的同时，也关注企业出海的进程，对全球供应链重构、中国企业对外投资的进展兴趣颇高。

回头来看，在小微盘股流动性危机解除后，2月下旬以来权益市场中枢持续抬升。与此同时，经济基本面似乎没有实质变化，出口的回升和消费的温和复苏年初以来就在发生，房地产市场量和价的数据持续表现低迷，基建和制造业投资维持稳定。

我们倾向于认为权益市场中枢抬升背后，既有来自于监管层面政策资金的呵护，也包含了市场对政策预期的定价。这一政策预期的核心在于房地产。因此未来房地产政策能否推动房地产主体流动性环境的改善，带来商品房销售量和价的企稳，是决定权益市场走向的关键，这无疑需要时间观察。在此背景下，权益市场或许总体仍然处在平衡市的过程中，高分红和出海板块的表现有望继续占优。

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

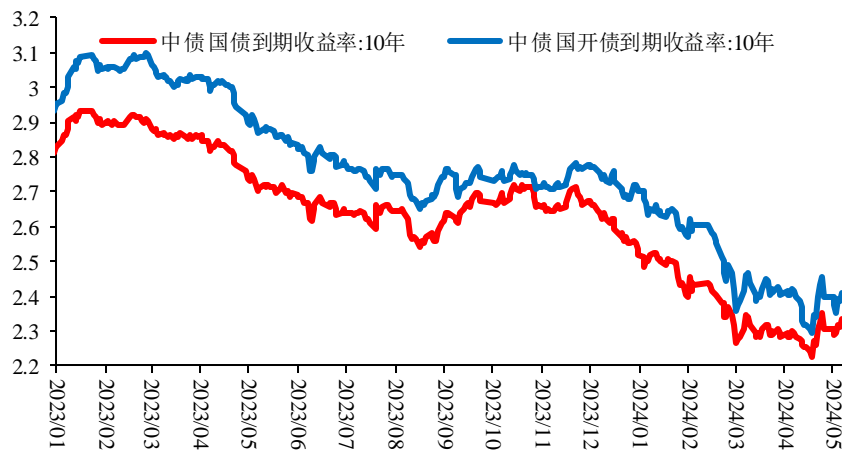
4月金融数据中叫停手工贴息的影响开始显现，市场关注其对资产价格的影响。叫停手工贴息将加速存款向货币型基金、银行理财、债券型基金的转移。这一转移意味着银行负债端资金的流出、非银金融机构负债端资金的流入，带来DR与R利差的收敛。与此同时，银行为了填补负债端资金缺口，可能会增加同业存单的发行，进而推升存单的利率水平。但总体而言，叫停手工贴息有助于金融机构负债成本的下降。在资产端，由于银行主要在贷款与债券市场上进行资产配置，而非银机构资产配置更多集中在债券市场，因此负债端资金从银行向非银机构的切换，意味着债券市场配置资金的增加，对债券市场收益率，尤其是短端利率形成向下牵引。

近期财政部关于特别国债的发行计划披露。5月17日起开始发行30年期超长期特别国债、5月24日起发行20年期超长期特别国债、6月14日起发行50年期超长期特别国债。5月政府债发行规模预计将超万亿，这也是投资者对债券市场的主要担心。但从央行的表述来看，政府债发行对资金面的冲击或许会有来自央行

流动性的对冲。无论是降准、MLF 高额续作，这些操作都有助于熨平资金面的波动。

总体来看，尽管短期债券供给对市场有冲击，但流动性环境的宽松、基本面偏弱的表现意味着债券市场收益率单边上行的风险有限。

图5：10年期国债和国开债到期收益率，%



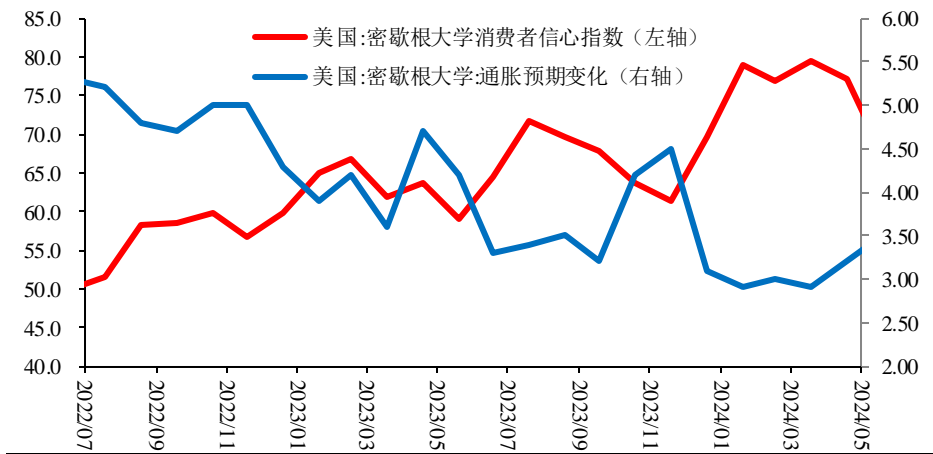
数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、通胀预期小幅抬升

最新公布的5月4日当周美国初次申领失业金人数为23.1万人，较前值出现明显抬升，创去年11月以来新高，与近期非农数据的走弱相互印证，持续释放劳动力市场降温信号。

5月美国密歇根大学消费者信心指数意外下跌，同时公布的通胀预期小幅上升，高于前值。消费信心的下降、通胀预期的回升延续了一季度数据的表现，表明通胀回落的进程难言顺畅。尽管劳动力市场小幅降温，美联储仍需更多的线索来确认降息时点的开启。

图6：美国密歇根大学消费者信心指数和通胀预期变化，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

在通胀预期顽固的背景下，上周多位美联储官员的表态偏鹰。美联储理事鲍曼表示，鉴于持续存在的通胀压力，预计2024年不会降息。达拉斯联储主席洛根表示通胀回落进展令人失望，现在考虑降息还为时过早。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利、波士顿联储主席柯林斯等均表达了类似看法。

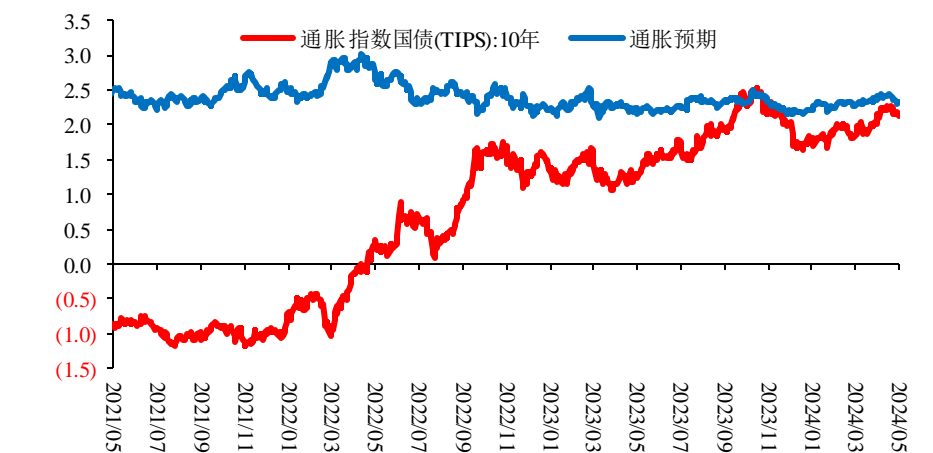
受美联储官员偏鹰派发声影响，市场降息预期小幅降温，不过整体稳定。市场维持9月首次降息预期不变，但降息概率小幅下降；年内预期降息次数维持在2次左右，全年降息幅度为50BP。

近期欧央行发布4月会议纪要。欧央行官员发言整体偏鸽派，保持6月降息指引，且年内可能存在多次降息的可能性，但对下半年降息路径的表述并不明确。副行长 Guindos 表示在6月降息后，不会承诺未来的进一步行动。欧央行管委 Wunsch 同样认为现在不是承诺采取既定行动的时候，降息路径要视具体数据而定。市场预计欧央行6月首次降息，年内最多降息三次，分别可能在6月、9月和12月。

上周市场整体波动不大，或在等待即将公布的美国 4 月 CPI 数据的指引。10 年美债利率与上周持平；美元指数小幅上涨 0.25%；美股小幅走强，道琼斯表现优于纳斯达克。

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，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

国投证券宏观定期报告

第12页，共12页

2024年5月