

周度经济观察

——地产政策落地，改革预期升温

袁方¹束加沛²

2024 年 05 月 28 日

内容提要

从 4 月财政收支数据来看，当前经济中总需求不足的问题依然突出，土地市场的持续降温加剧了财政收支的缺口，进而约束了财政发力的潜在空间。

随着三中全会的临近，市场参与者对政府与市场关系的定位，财税、户籍制度改革，现代化产业体系的部署等话题高度关注。未来两个月市场将围绕这些问题进行解读和定价。

5 月美国制造业、服务业 PMI 双双反弹，显示美国经济韧性犹存，叠加美联储官员的偏鹰表态，美元和美债收益率上行。经济的小幅抬升和通胀的温和回落使得美股处于有利的宏观环境中。

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、三中全会的改革预期

4月一般公共预算收入当月同比-3.8%，较3月回落1.4个百分点。

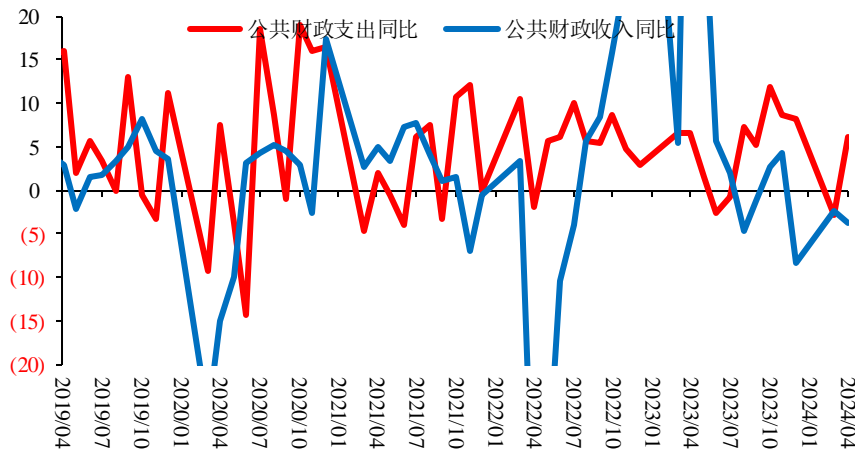
分项数据普遍表现偏弱，企业所得税、个人所得税、土地增值税总体处于偏低位置。与此同时4月工业增加值大幅改善，PPI环比小幅下滑。这一组合显示经济的恢复主要集中在供应端，而需求持续偏弱，名义增长低于实际增长，企业和居民部门的收入承压。

4月一般公共预算支出当月同比6.1%，较上月大幅上升9个百分点，财政支出出现提速。分项来看，科学技术、节能环保、交通运输类支出改善明显，基建支出也有恢复。

4月政府性基金预算收入同比-18.3%，其中国有土地出让收入同比-21.1%，较上月回落2.3个百分点。考虑到当下新房市场仍然较弱，5月以来房地产政策效果有待观察，土地市场偏冷的状态或将延续。同期政府性基金支出同比增速为-35.9%，较上月大幅下滑12.6个百分点，显示土地收入下滑对相应支出的拖累巨大。

从财政收支数据来看，当前经济中总需求不足的问题依然突出，土地市场的持续降温加剧了财政收支的缺口，进而约束了财政发力的潜在空间。由于房地产市场基本面的企稳尚需时间，出口活动未来一个季度的改善似乎是市场的共识，财政支出的摆动或许会对季度经济变化形成较大影响。考虑到当前地方政府收入承压，尽管政府债发行在提速，但由此推动的基建投资增速或许温和，这意味着总需求的企稳改善或许仍然需要时间。

图1：公共财政收入和支出当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

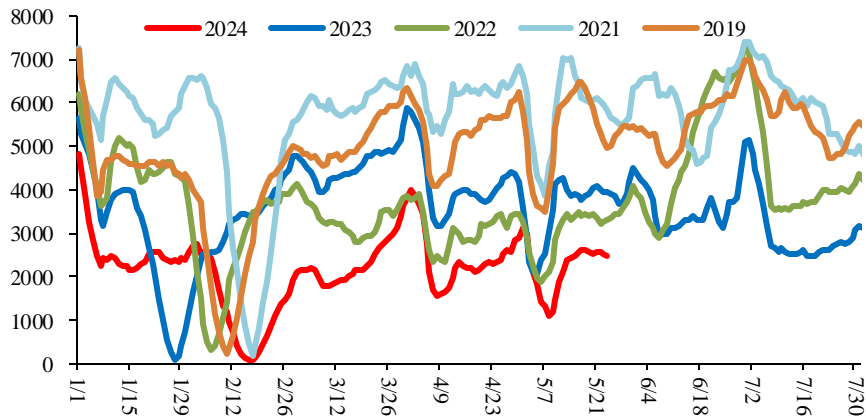
2021 年为两年复合同比

5 月 23 日，总书记在山东省济南市主持召开企业和专家座谈会并发表讲话。从新华社 5 月 26 号公布的座谈会纪实来看，座谈会的目的是“党中央作出重大决策、制定重要文件，都深入调研，广泛听取各方面意见”，为将来的三中全会的部署提供建议。

三中全会将紧密围绕改革这个主题，进而推进中国式现代化。市场参与者普遍关注政府与市场关系的定位，财税、户籍制度改革，现代化产业体系的具体部署等话题。未来两个月市场将围绕这些话题进行解读和定价。

5 月 17 日一揽子房地产政策调整已经逐步在部分城市落地，微观数据显示部分一线城市二手房成交放大，但新房销售的高频数据变化并不大，未来新房销售能否好转，房地产企业流动性能否改善，各个城市的商品房购买如何落地，这些仍然需要紧密追踪。此外，政府收储政策的落地情况是市场关注的焦点。细节包括，收储过程中地方国企和城投平台受益外，民营房企能否获得广泛的流动性补充；民营企业获得的流动性补充是否有特定的使用限制；房屋收储后用于配售或者保障房能否真正改善当地供需格局等。

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、改革预期升温

上周权益市场出现调整，房地产相关板块股价回落，出海和高股息链条表现占优。

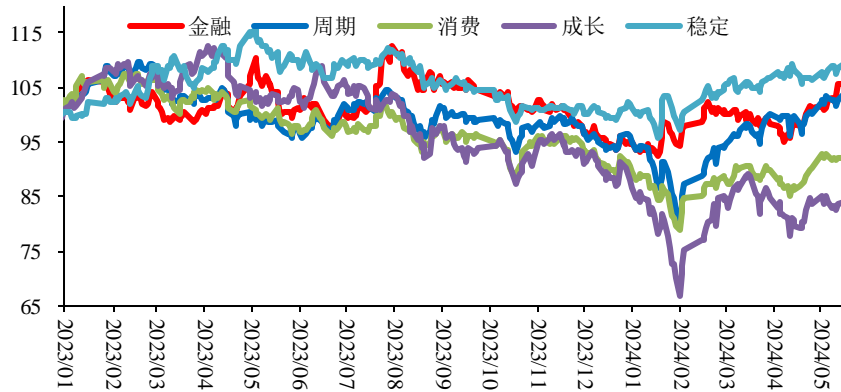
正如我们此前周报中所讨论的那样，过去几年的交易模式还在延续。在政策憧憬和出台期市场往往表现较强，而落地或者评估期市场往往走势偏弱。

到上周高点为止，本轮房地产板块的反弹幅度接近疫情政策调整和三支箭的时刻。考虑到疫情放开等效于极强的房地产需求放松政策，当下市场对政策的预期和憧憬不可谓不高。

未来一段时间市场或许都处于评估政策和吸收预期的过程当中，或将根据各地房地产政策的影响和房地产需求的变化进行调整，地产板块的波动会加大。

如果房地产市场政策预期的吸收阶段性结束，随后的时间市场可能进入对三中全会政策的憧憬和期待。在这一阶段，市场可能基于长期叙事交易定价，短期难以证伪这些预期。在这样的风格下，市场或将有积极表现。

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

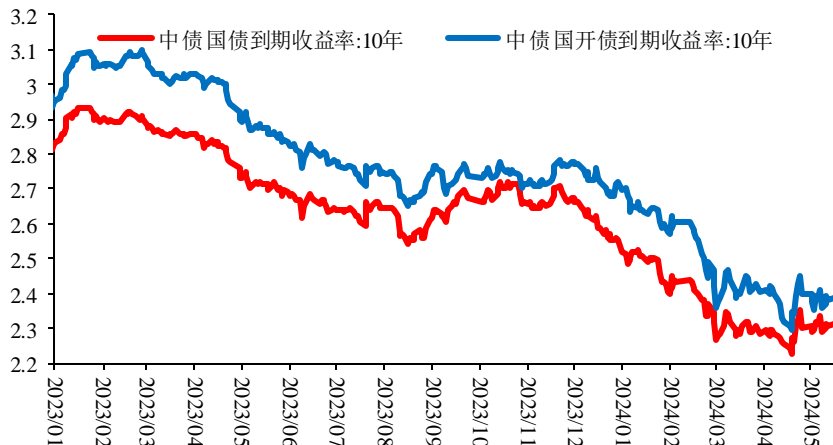
上周以来，资金环境偏宽松，短端利率小幅下行，长端利率总体稳定。

此前债券市场对房地产政策的反应较为钝化，因此上周权益市场的调整并未对债券市场形成传导。

而观察 R 和 DR 的利差，仍然处于今年以来的低位。可能禁止手工贴息对银行存款的影响还在延续，这意味着 5 月的社融数据同样存在扰动。

考虑到债券市场更多基于现实的情况定价，在房地产政策没有形成明显效果之前，总需求不足的局面或将延续，这一局面对债券市场总体有利。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%

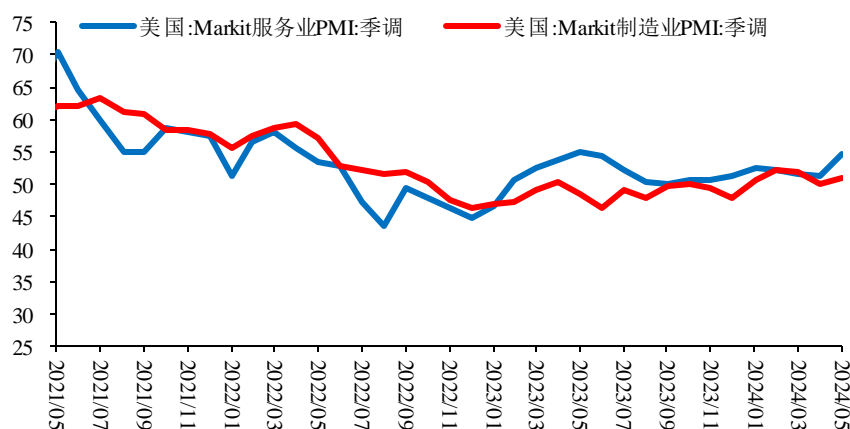


数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、欧美 PMI 小幅上行

最新公布的美国 5 月 Markit 制造业 PMI 为 50.9，较上月小幅回升 0.9 个百分点；服务业 PMI 为 54.8，较上月大幅回升 3.5 个百分点，创去年 6 月以来新高。制造业 PMI 的上升与 4 月耐用品订单超预期反弹指向一致，服务业 PMI 的大幅上升则延续了近期服务通胀维持高位的趋势。制造业、服务业 PMI 的全面超预期走强表明美国经济短期内维持韧性，不排除有边际升温的可能性。

图 5：美国 Market 制造业和服务业 PMI，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

5 月 22 日美联储公布 5 月议息会议纪要，总体基调偏鹰派。联储官员认为一季度的通胀数据令人失望，需要更长时间来确认去通胀的信心；如果通胀风险再次上升，必要时会考虑进一步加息。联储官员依然非常重视通胀水平与就业市场之间的平衡。与会者表示，如果通胀没有更多进展，则可能需要保持高利率更长时间（longer）；劳动力市场如果出现意外疲软，可能会很快降息。

近期联储官员发声延续鹰派基调。亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，即使 4 月通胀数据略低，价格仍有持续上涨的压力，预计在四季度之前不会降息。美联储理事沃勒指出虽然 4 月 CPI 数据是令人欣慰的，但在劳动力市场没有显著走弱的

情况下，需要看到“更多几个月”的良好通胀数据才会考虑在年底开始降息。

受 PMI 数据超预期回升及美联储官员偏鹰派发声影响，市场降息预期小幅降温，市场维持 9 月首次降息预期不变，但降息概率下降；年内预期降息次数下降至 1.3 次左右，全年降息幅度为 34BP。

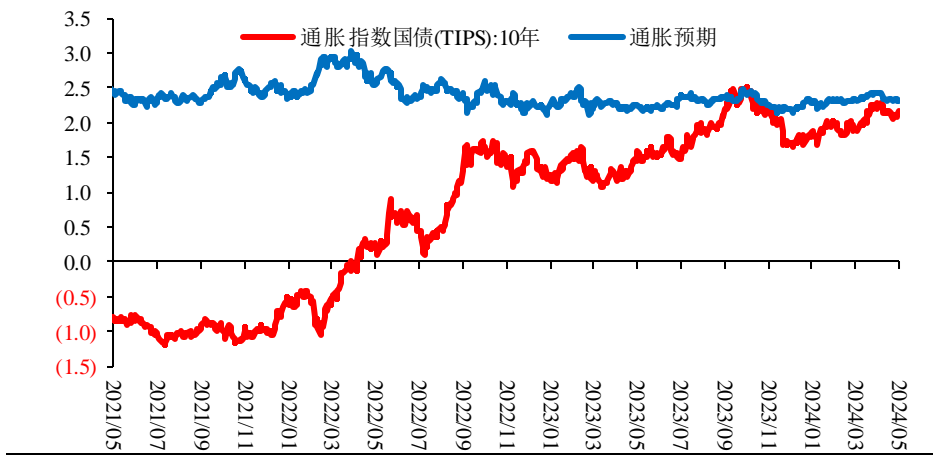
5 月欧元区 Markit 制造业 PMI 为 47.4，较上月回升 1.7，创 15 个月以来新高；服务业 PMI 为 53.3，持平前值。制造业 PMI 虽仍位于荣枯线以下，但显示制造业已出现边际改善；服务业 PMI 则延续扩张趋势。欧元区经济复苏态势或小幅加速。

近期欧央行官员发声延续偏鸽派基调，保持 6 月降息指引，但对下半年降息路径的表述并不明确。欧央行行长拉加德表示，随着通胀得到控制，6 月份有可能会降息。欧央行管委 Villeroy 和管委 Schnabel 也有类似的表述。欧央行管委兼德国央行行长 Nagel 表示在可能的首次降息后应保持谨慎，后续降息要取决于数据，再下一次的行动可能需要等到 9 月份。市场维持欧央行 6 月首次降息预期不变，年内最多降息三次，但降息幅度小幅下降。

受降息预期回落影响，10 年美债利率小幅上升 4BP 至 4.5% 左右；美元指数小幅回升至 105 左右；黄金价格下跌；美股出现分化，道琼斯小幅下跌，纳斯达克在科技股绩优的支撑下小幅走强。

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6: 美国 10 年期 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