

周度经济观察

——预期现实交织，市场波动放大

袁方¹束加沛²

2024年06月04日

内容提要

5月PMI数据大幅弱于季节性，同时原材料购进价格指数抬升。这一量价组合表明，此前供应强、需求弱的经济模式可能在出现调整。面对之前价格的持续下跌和盈利的减速，企业供应扩张的进程在逐步放缓。

5月下旬以来，国内定价的大宗商品价格重新下跌，这暗示需求不足或许仍是当前经济面临的主要问题，而这一问题的解决高度依赖地产政策的走向。

近期权益市场的调整可能与地产政策落地存在波折有关。不过地产政策的出台总体有助于管控经济和金融体系的尾部风险。在此背景下，预期与现实的差异会放大市场的波动，但市场单边下行的风险可控。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策出台超预期

1宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、供应扩张放缓、需求减速延续

5月制造业 PMI 为 49.5，较上月回落 0.9 个百分点，超季节性下滑。从分项来看，生产分项的回落幅度最大，其余项目多数小幅回落。

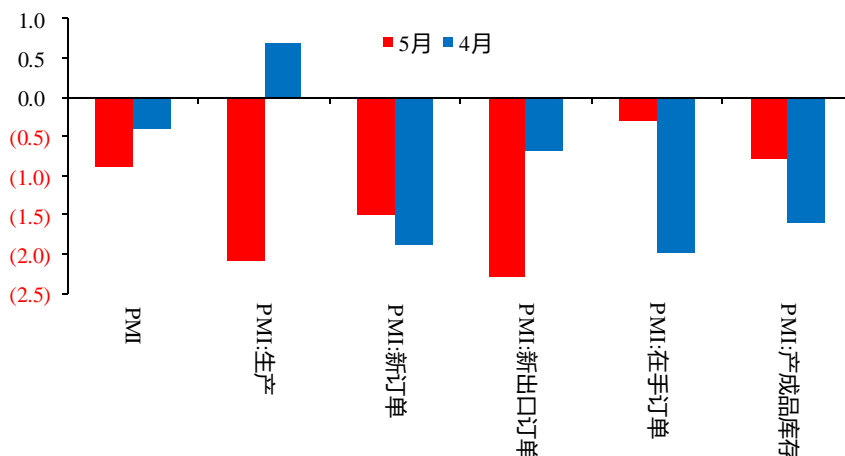
价格层面，原材料购进价格上升 2.9 个百分点至 56.9，同期南华工业品价格指数上涨。

从这一量价组合来看，此前经济中供应强、需求弱的模式可能在出现调整。面对之前价格的持续下跌和盈利的减速，企业供应扩张的进程在逐步放缓，进而对价格形成小幅支撑，但产出数据大幅下滑。

5月服务业 PMI 为 50.5，较上月小幅上升 0.2 个百分点，服务业总体不强，居民消费倾向回升缓慢。建筑业 PMI 环比下行，地产政策的调整尚未在实体经济上体现。

从 5 月下旬以来的数据来看，国内定价的大宗商品价格重新下跌，这可能暗示需求不足仍然是当前经济面临的主要问题，而这一问题的解决高度依赖地产政策的走向。

图1：PMI 分项绝对值变化，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

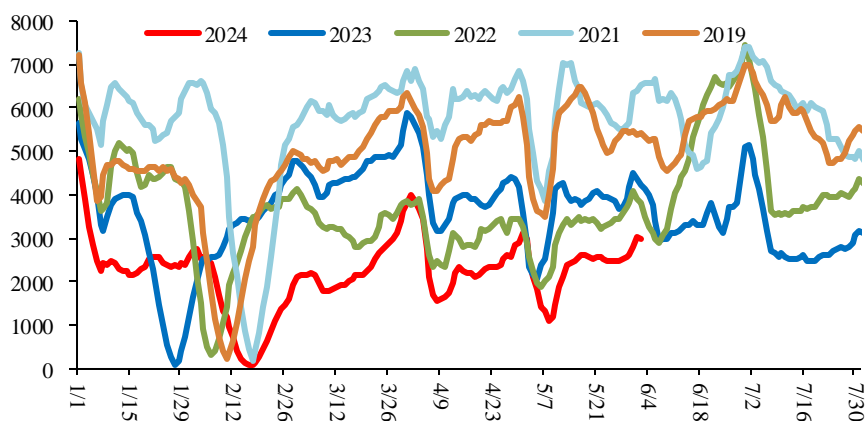
上周以来，上海、深圳和广州纷纷出台房地产放松政策，总体是5月17号政策在一线城市的落地。

权益市场对此的反应是房地产股票价格持续调整，可能此前的上涨包含了极高的政策预期，现在处于政策效果的评估阶段。

新房销售的高频数据变化并不大，符合季节性特征。草根数据显示一二线二手房市场成交出现回暖，小户型刚需房屋成交表现较强。在居民收入预期下滑的背景下，二手房市场的持续改善或许需要房贷利率更大幅度的调整。

而新房市场的企稳，除了允许价格自由浮动外，更为重要的是解决房地产企业流动性问题。此前收储政策的提出聚焦于房企流动性问题，不过在执行落地过程中，需要更多的政策细节来协调中央和地方的责任权利，平衡政府和房企的利益，这些政策细节仍然有待观察。这或许意味着房地产行业销量和价格的全面企稳需要较长时间。

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、政策评估交易延续

上周权益市场总体震荡，房地产和相关板块股价回落，出海和高股息链条跑赢指数。

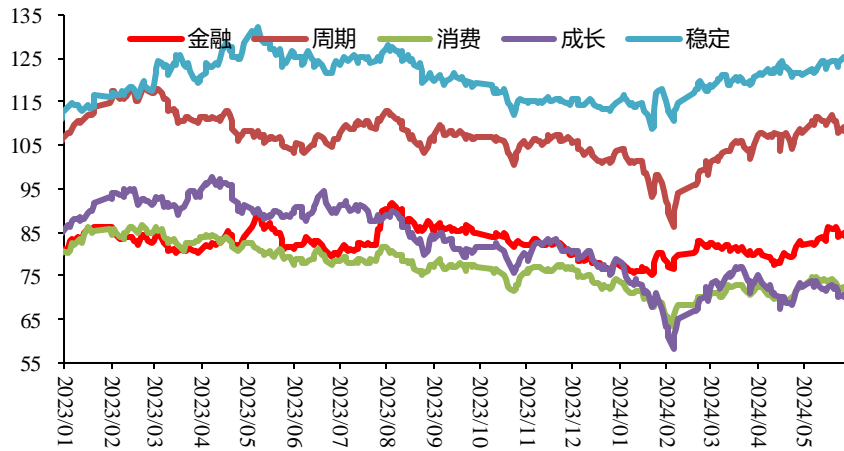
当下仍然处于房地产政策的评估期。在这一阶段，前期的政策预期推动股价大幅上涨。实际的情况在政策落地后不断被市场参与者评估。近期市场出现相应调整，这是市场吸收政策落地情况的定价结果。

我们认为，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，这会带来市场波动的放大。

如果房地产市场政策预期的吸收阶段性结束，随后市场可能进入对三中全会政策的憧憬和期待。在这一阶段，市场可能开始新的长期叙事，这些叙事的展开对市场情绪可能会形成支撑。

而近期经济基本面没有出现明显的变化，在总需求收缩的背景下，企业盈余总体趋于减速。5月以来地产政策的出台尽管短期难以带来需求的企稳，但有助于控制经济和金融体系的尾部风险。在此背景下，尽管企业盈利仍在下行、地产政策落地效果存在不确定性，但市场单边大幅下行的风险可能也得到了管控，平衡市的状态有望延续。

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，资金环境延续偏宽松，短端和长端利率总体稳定，利差变化不大。

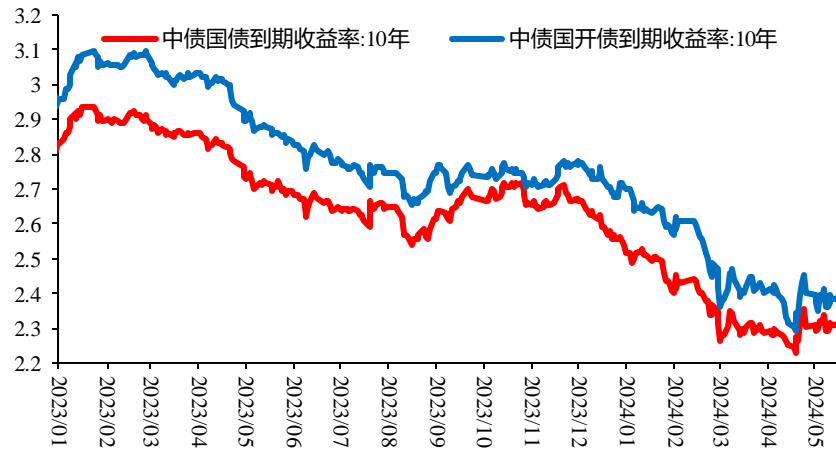
此前债券市场对房地产政策的反应较为钝化，因此房地产链条的股票调整并未对债券市场形成传导。

尽管利率债下降幅度有限，但是各类信用债收益率持续下行，信用利差均创过去两年以来新低，“资产荒”的现象还在延续。

央行今年以来多次对长端利率下行过快喊话，这无疑是出于宏观审慎原则，借鉴了美国硅谷银行事件的经验。不过考虑到资本回报率的下降、利率市场化影响趋于结束，未来名义利率的中枢或将下行，这意味着屡创新低的长期国债收益率包含了这一信息。同期权益市场对高股息的追捧，信用利差的大幅下降都隐含了长期资本回报率的下降。

在当前宏观环境下，央行通过流动性收紧来引导利率上行的可能性似乎有限，而央行直接买卖债券也需要政策上的协调，因此未来债券市场的走向更多仍然取决于基本面的变化，在资本报酬率下降的背景下债券收益率总体处于易下难上的环境中。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%



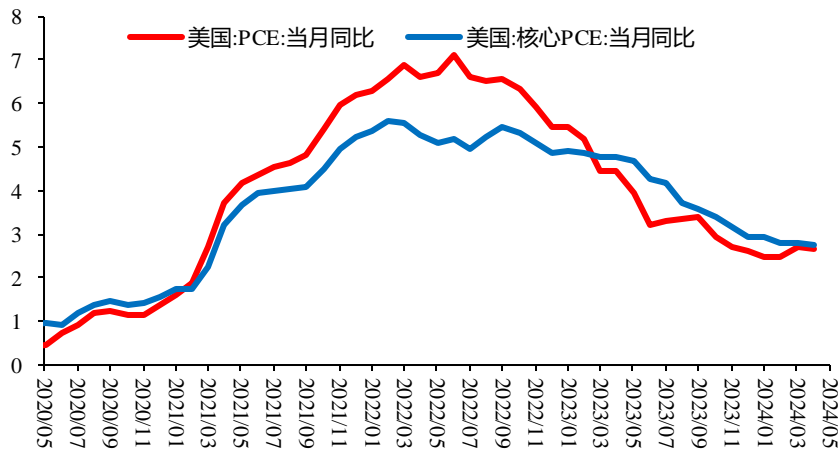
数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、美国通胀预期小幅回落

最新公布的美国一季度 GDP 环比修正值为 1.3%，较初值小幅回落 0.3 个百分点。其中，消费活动修正值为 2.0%，较初值显著回落 0.5 个百分点，主要受商品消费分项大幅下修拖累。一季度核心 PCE 环比折年率修正值为 3.6%，较初值小幅下修 0.1 个百分点，低于市场预期。修正值的广泛下调显示，美国一季度的实际经济增长与通胀水平或许不如此前数据表现的那么强。

4 月 PCE 同比增速为 2.7%，环比增速为 0.3%；核心 PCE 同比增速为 2.8%，环比增速为 0.2%，均较上月小幅回落。其中，核心 PCE 环比增速为年内最低值，低于市场预期。PCE 数据的边际回落虽然降低了市场对二次通胀的担忧，但表明美国的去通胀进展仍然相对缓慢。在劳动力市场韧性犹存的背景下，本月通胀数据的小幅走弱或对美联储政策的影响有限，降息开启的时点仍需耐心等待。

图5：美国 PCE 与核心 PCE 同比



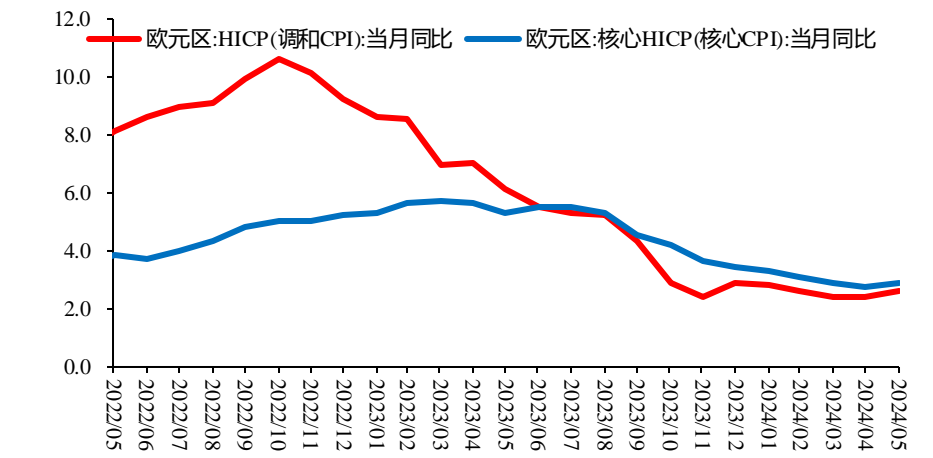
数据来源：Wind，国投证券研究中心

近期联储官员发声延续鹰派基调。纽约联储主席威廉姆斯表示，达到降息条件的时点尚不明确，在经济表现良好的前提下，没有任何降息的紧迫性。明尼阿波利斯联储主席卡利卡什认为货币政策具有限制性，并预计美联储在 2024 年降息不会超过两次，目前加息的可能性较低，但不应排除这一可能性。

受一季度 GDP、PCE 同步下修及 4 月 PCE 数据边际降温影响，市场降息预期小幅升温。市场维持 9 月首次降息预期不变，但降息概率小幅上升；年内预期降息次数回升至 1.4 次左右，全年降息幅度基本维持不变。

欧元区 5 月调和 CPI 同比增速为 2.6%，核心调和 CPI 同比增速为 2.9%，均较前值小幅上升 0.2 个百分点，超出市场预期。

图6：欧元区调和 CPI 与核心调和 CPI 同比，%



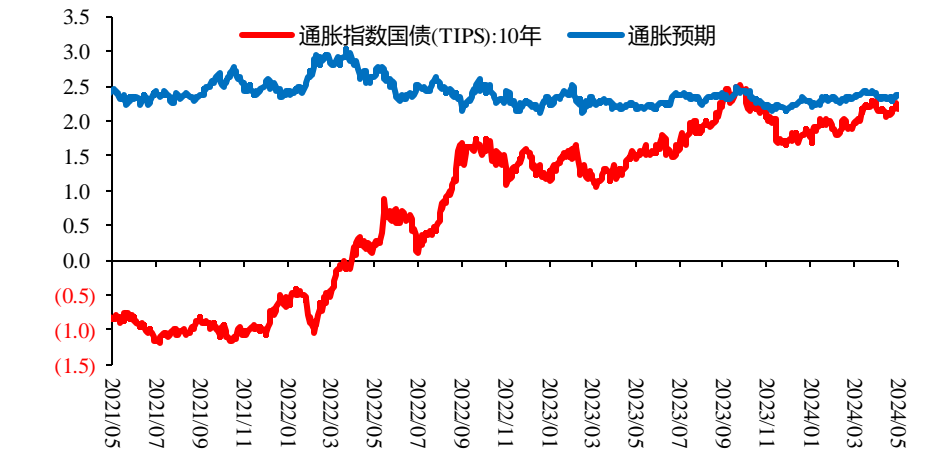
数据来源：Wind，国投证券研究中心

尽管通胀数据超预期增长，多名欧央行官员发声仍延续鸽派基调，保持 6 月降息指引。欧央行管委 Villeroy 认为欧央行仍有较大降息空间，不应排除 7 月第二次降息的可能性。欧央行管委 Rehn 表示，6 月份降息的时机已经成熟。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。

尽管市场的降息预期小幅升温，但美联储官员延续鹰派发声，市场延续此前紧缩预期的定价。10 年美债利率小幅上升 5BP 至 4.51% 左右；美元指数小幅回落至 105.7 左右；黄金价格小幅下跌；美股整体收跌，道琼斯跌幅小幅弱于纳斯达克。

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：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： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区杨树浦路168号国投大厦28层

邮编： 200082

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