

# 周度经济观察

——地产政策或加码，出口改善仍延续

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2024 年 06 月 12 日

## 内容提要

端午假期旅游人次和消费支出的增速持续攀升，明显超过 2019 年同期水平。不过考虑到 2019 年以来居民收入的累计增长，当前居民部门的消费倾向或许仍未恢复至疫情前水平，疤痕效应的消退进展缓慢。

5 月我国出口增速大幅改善，全球制造业和贸易活动的恢复是推动我国出口改善的主要力量。考虑到三季度地缘政治风险对我国贸易活动的影响总体可控，出口的高增长有望维持。

近期权益市场在对房地产政策力度和效果评估以外，高度关注三中全会的内容。在这样的背景下，考虑到经济失速的风险可控，权益市场总体处于平衡市的状态中。

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

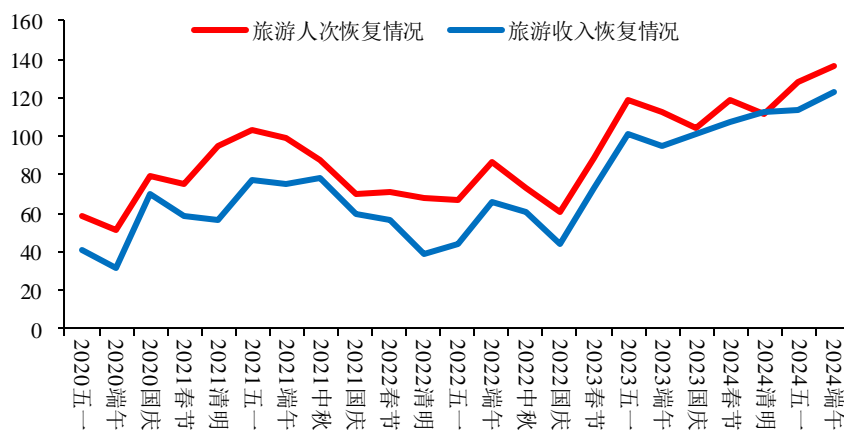
2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、消费倾向温和恢复，出口活动持续改善

根据文旅部数据，端午节假期全国国内旅游出游合计 1.1 亿人次，同比增长 6.3%；国内游客出游总花费 403.5 亿元，同比增长 8.1%。以 2019 年同期为基准，旅游人次增长 36.3%，旅游收入增长 22.8%。

旅游人次的持续走高可能体现了疤痕效应消退的影响，居民对于服务消费需求不低，但另一方面旅游人次的增长仍然大幅高于旅游收入的增长，人均旅游消费支出仍然低于疫情前的水平。考虑到同期居民总收入的增长幅度可能更高，消费降级在出行领域可能同样存在，居民的消费倾向仍然回升偏慢。

图1：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

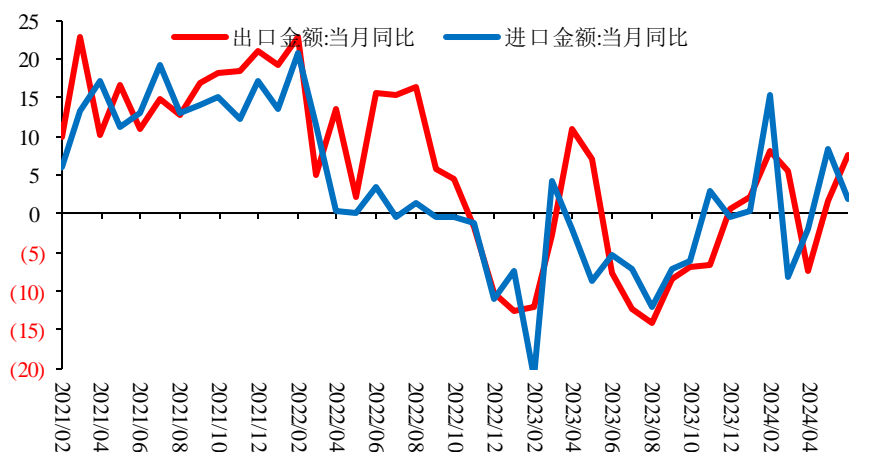
5 月我国美元计价出口同比增速 7.6%，较 4 月大幅回升 5.1 个百分点。分国家来看，中国对美国、日本、欧盟、东盟的出口出现普遍回升。分品类看，家具、机电、服装等产品的出口广泛增长。

同期韩国、越南出口处于年内较高水平，全球制造业 PMI 小幅回升，显示全球制造业和贸易活动的恢复是推动我国出口改善的主要力量。

当前市场尤为担心地缘政治风险对我国出口活动的冲击，但从美国大选的进程以及美欧对中国新能源产业链的制裁进度来看，三季度我国出口活动的变化受到地缘政治影响有限。全球制造业活动的恢复或将持续对我国出口形成支撑，这也对相关企业的盈利带来积极影响。

5月进口增速同比1.8%，较3月份大幅回落6.4个百分点，接近一季度水平。偏低的进口增速和国内总需求的偏弱一致，同期价格数据延续低位，贸易层面的数据总体反应国内总需求偏弱的格局还在延续。

图2：进出口金额同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

6月7日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取关于当前房地产市场形势和下一步构建房地产发展新模式有关工作考虑的汇报。会议指出，房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局……着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进……促进房地产市场平稳健康发展。

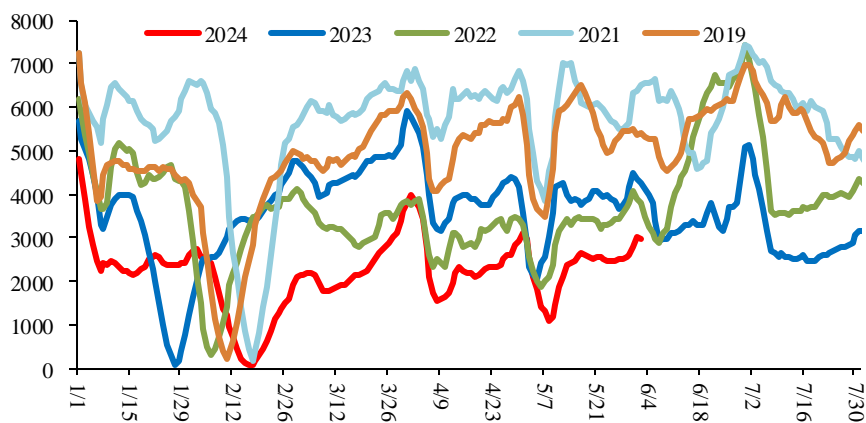
从新房成交量来看，5.17 号的一揽子政策落地已经超过三周，但新房市场表现波澜不惊，对政策反应平淡，而二手房市场表现更好。这可能反映居民部门对期房交付风险的担忧延续。

当前市场对房地产政策的讨论聚焦于两个链条。一是政策能否快速扭转居民部门收入预期，通过收入预期的扭转带来商品房销量和价格的企稳，最终彻底解决房企的清偿力问题。沿着这个链条出发，有效的政策主要包括政府对居民部门发放大量补贴，或者大幅下调存量房贷利率。但从现实的情况来看，大量补贴的发放似乎政策存在顾虑，而房贷利率的大幅下调也受到银行净息差和稳汇率的约束。

另一个链条是，政府通过收储等政策首先彻底解决房地产企业流动性问题，进而恢复一手房市场的正常运转，在一手房和二手房市场恢复正常联动的背景下，叠加房价下跌对需求的牵引、以及其他需求端政策，房地产市场逐步在量价层面企稳。

当前政策在沿着第二个链条尝试和推进，尽管在推进过程中涉及多主体博弈，效果难以立即显现，但我们倾向于认为这一思路有助于房地产市场最终的企稳。

图3：30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、两条线索交织

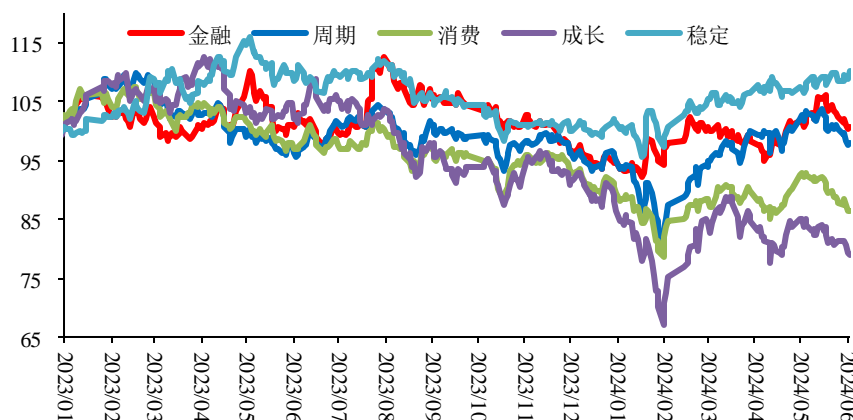
上周权益市场小幅下跌，出海和高股息链条跑赢指数，成长风格承压，微盘股跌幅最大。

我们认为市场沿着两条线索进行交易。一条是我们此前反复提及的房地产的政策评估期，政策在新房市场的效果不明显，市场对当前房地产政策能否最终带来行业的企稳心存疑虑，因此相关行业股价持续调整。此外，国九条提高了退市标准，对行业生态带来挑战，此前“炒小、炒新、炒烂”的交易模式被深刻动摇。

伴随国常会的召开，房地产政策未来有望继续推进，市场对政策的评估或将延续。而监管当局也在近期对退市情况做出澄清，控制退市的节奏，这意味着这一影响将逐步弱化，而且退市制度的优化长期来看对权益市场影响并非负面。

往后看，除了房地产政策力度和效果评估以外，市场也将更多聚焦于三中全会的内容。在这样的背景下，考虑到经济失速的风险可控，权益市场总体处于平衡市的状态中。

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

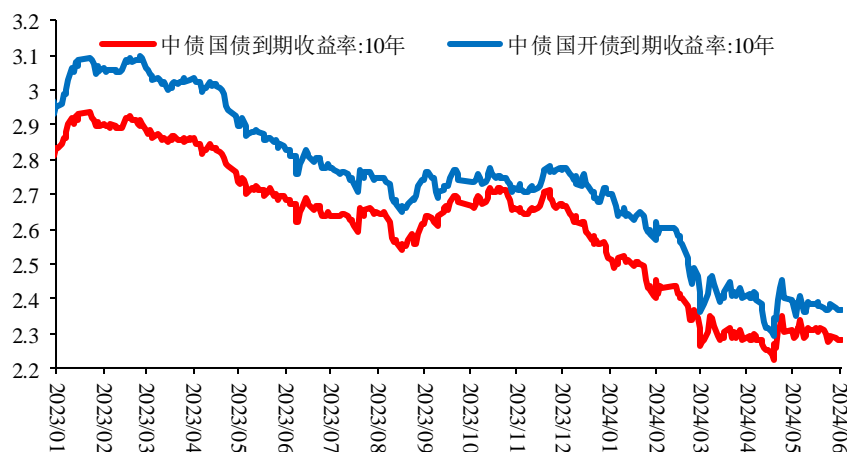
上周以来，资金环境延续偏宽松，短端利率小幅下行，长端利率总体稳定，利差小幅扩大。

尽管利率债收益率大体稳定，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”的现象还在延续和加强。

考虑到通胀相对偏低，当下经济大概率处于潜在增速下方，叠加负增长的 GDP 平减指数，名义的资本回报率处于低位，债券市场的资产荒同样可能在信贷市场存在。

往后看，债券市场走势还是取决于房地产循环能否通畅。在这一幕得到确认之前，风险偏好仍将处于低位，企业融资需求或难大幅改善；居民的消费倾向可能回升偏慢，总需求不足的格局或将延续；产能利用率偏低，价格承压或许依然存在。在这一背景下，利率水平或难趋势性上行。如果未来更多的发达国家央行开始降息，国内货币政策的空间有望打开，利率下行空间仍存。

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、非农数据超预期，降息时点推迟

5月美国新增非农就业人口为27.2万，远高于市场预期的18万与上月的16.5

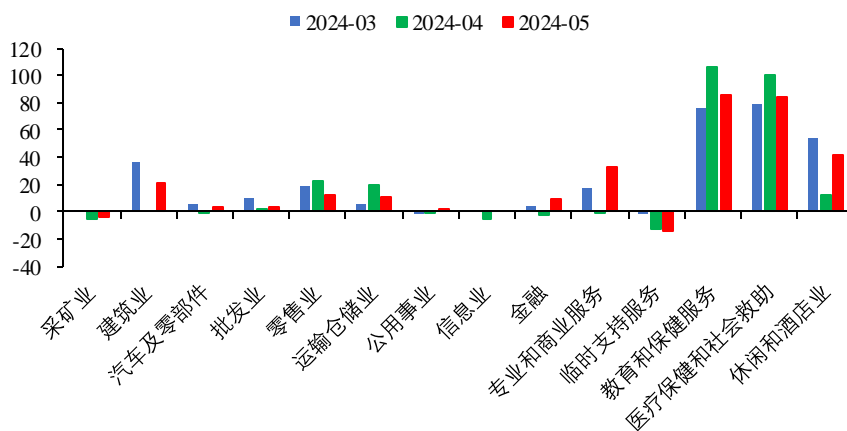


万。同时，4月、3月数据分别下修1.0万、0.5万，两个月合计下修1.5万人。私人部门、政府部门新增就业均较前值明显回升。其中服务业新增就业占比约75%，为主要贡献项。

具体来看，服务部门各分项出现广泛增长，此前意外回落的休闲和旅游业、商业服务大幅反弹，暗示前值或为暂时性波动；教育和保健服务、金融业也出现明显回升。商品部门新增就业的回升主要由建筑业大幅增长推动。美国房地产新屋销售与新开工维持相对高位或对此持续带来积极影响。

总体而言，美国劳动力市场的降温趋势并非一帆风顺。服务业的需求仍然强劲，可能对劳动力市场形成支撑，并加剧通胀压力。

图6：新增非农分项，千人

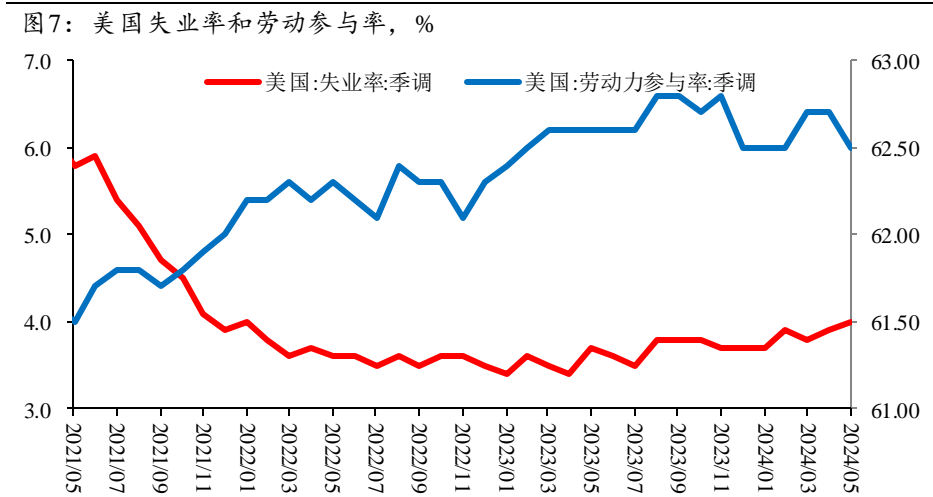


数据来源：Wind，国投证券研究中心

劳动参与率为62.5%，较上月小幅下降0.2个百分点；5月失业率为4.0%，较上月小幅回升0.1%。

劳动参与率下行主要受到20-24岁和55岁及以上人群的参与率降低影响。其中20-24岁人口就业人数大幅减少构成主要拖累，可能与毕业季或年轻群体就业意愿下降有关。

在劳动参与率下行的背景下，失业率的上升可能还受到其数据统计方式影响，这也导致了家庭调查中的失业率与企业调查中的新增非农就业数据出现背离。其一，兼职工作人数提升，而全职工作人数下降会引起失业率上行，因为对持有多个工作的人群而言，家庭调查中的就业数据仅统计一次，而企业调查中的就业数据会统计多次；其二，家庭调查中总就业人数和净移民人数的统计依赖人口普查数据，与企业调查的数据相比具有滞后性，可能导致失业率的基数被低估。由于企业调查的样本量更大，数据的稳定性和准确性更高，因此我们更倾向于以非农就业数据为准。



数据来源：Wind，国投证券研究中心

工资方面，5月时薪环比增速为0.4%，同比增速4.1%，均较上月小幅回升。服务部门的时薪增速上行是主要贡献项，与强劲的服务业新增就业人口指向一致，显示服务需求维持偏强水平。

从近期劳动力市场的表现来看，除5月非农数据之外，其他数据大多走弱，表明当前美国劳动力市场虽然偏紧，但也显示出边际降温趋势。往后看，相对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或对消费持续形成支撑，



美国经济短期内仍将维持韧性。

受非农数据超预期回升影响，市场降息预期显著降温，首次降息预期推迟至 11 月，年内预期降息次数降为 1 次，全年降息幅度收窄至 37BP。

与非农数据的广泛回升不同，美国经济数据略有分化。5 月美国 ISM 制造业 PMI 指数为 48.7，较上月小幅回落，主要受新订单大幅回落拖累。ISM 服务业 PMI 指数为 53.8，较上月大幅回升。其中新订单明显改善，显示服务业韧性仍然较强，与非农数据和时薪增速数据指向一致。

从过往数据来看，市场对劳动力市场解读和预测的差异最终需要通过通胀数据来校验，因此本月公布的通胀数据或许会对美联储货币政策的走向形成决定性影响。

欧央行于 6 月 6 日召开议息会议，存款便利利率、边际贷款利率和主要再融资利率分别下调 25BP 至 3.75%、4.5% 和 4.25%，为 2022 年 7 月以来的首次降息。

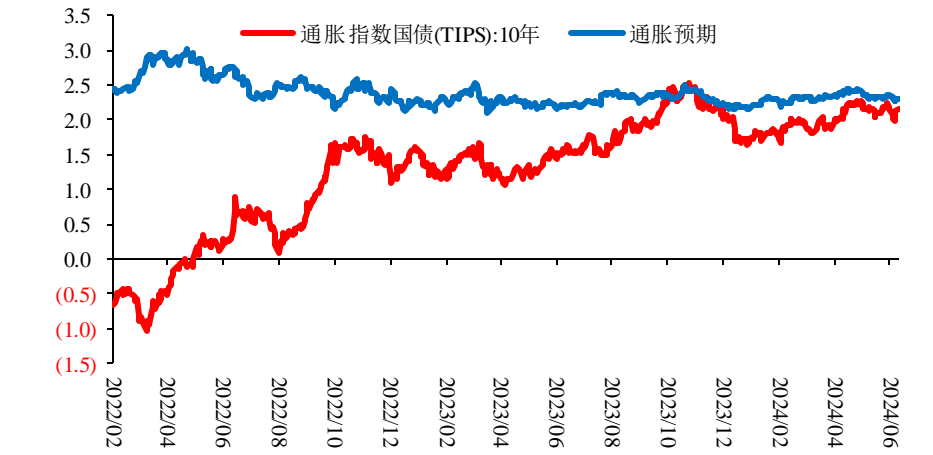
虽然欧央行如期降息，但其表态总体偏鹰。欧央行小幅上调了 2024-2025 年通胀预测，并强调当前薪资增速偏高，通胀压力或仍面对较大压力。此外，欧央行行长拉加德表示，由于通胀的未来走势可能有颠簸，欧央行的货币政策仍将取决于数据，因此不会预先承诺未来利率路径。当前市场预期欧央行 7 月大概率维持利率不变，年内降息两次，累计降息幅度约为 45BP。

周五公布的美国劳动力市场数据使降息预期降温，市场沿着这一方向交易。上周至今 10 年美债利率高位震荡；美元指数小幅上涨至 105 以上；黄金价格小幅下跌；美股整体走强。

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8：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