

周度经济观察

——权益市场调整的基本面线索

袁方¹束加沛²

2024年06月25日

内容提要

5月税收收入下滑、土地成交低迷，反映出总需求在持续收缩。同时非税收入的高增长、以及部分省份税收倒查追缴的行为，加大了市场主体预期的波动，也反过来对总需求形成了压力。

6月以来权益市场单边下行的背后或许与两条基本面线索有关。房地产行业的持续下行和地方财政突出的收支压力对经济基本面、市场预期形成了不利影响，这一影响仍在吸收定价的过程中。

考虑到债券市场更多基于现实定价，而通过政策扭转经济下行的趋势需要较长时间。因此资本回报率的下行相对确定，这意味着利率中枢的回落未来将延续。

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、财政收支矛盾突出，市场预期波动加剧

5月一般公共预算收入同比-3.2%，较4月小幅回升0.6个百分点。

其中税收收入同比-6.1%，较上月回落1.2个百分点。而非税收入同比15.8%，较上月大幅抬升10个百分点。分项来看，增值税、企业所得税、个人所得税和消费税总体处于偏低位置。这一组合延续了今年以来的趋势，也与5月经济数据指向的总需求回落一致。

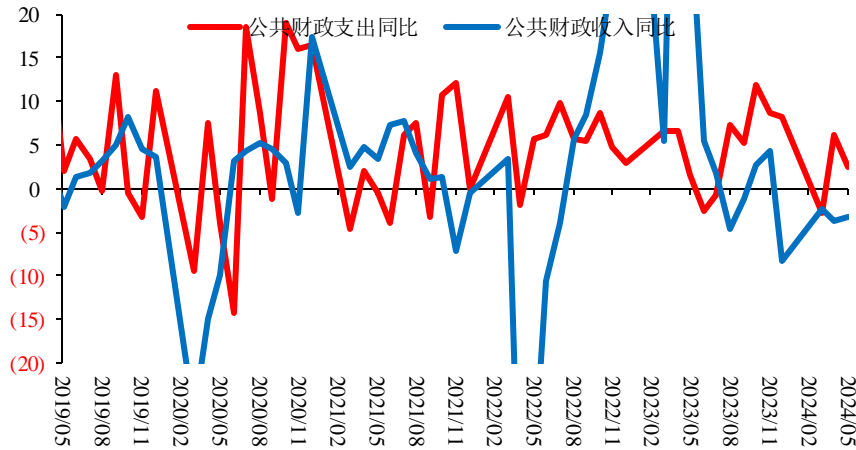
5月全国政府性基金预算收入同比-22%，较上月下滑3.8个百分点，反映出土地市场持续遇冷。考虑到当下新房市场仍然较弱，517新政对二手房市场的提振力度明显，而对新房市场边际变化不大。短期内，监管层或许仍在观察房地产政策效果，而新房市场在短期内大幅改善的可能性不高，土地市场的改善仍然需要等待。

在财政收入低迷的同时，财政支出强度也偏弱。5月公共财政支出同比增速为2.6%，较上月下滑3.5个百分点；全国政府性基金支出同比-14.1%，剔除基数后与上月持平，处于偏低水平。

总体而言，税收收入下滑、土地成交低迷，与市场参与者的体感一致，反映出总需求收缩的影响。同时非税收入的高增长、以及部分省份税收倒查追缴的行为，加大了市场主体预期的波动，也反过来对总需求形成了压力。

此前市场对经济的关注主要聚焦于房地产行业，而从当前的情况来看，房地产行业的问题在逐步对地方财政收支形成压力，这一压力开始显现，并对总需求形成新一轮冲击。在此背景下，尽管政府债在加速发行，但考虑到地方政府支出的压力以及债务偿付的问题，财政扩张的进程或许相当缓慢，出口仍然是经济增长为数不多的亮点。

图1：公共财政收支月度同比，%

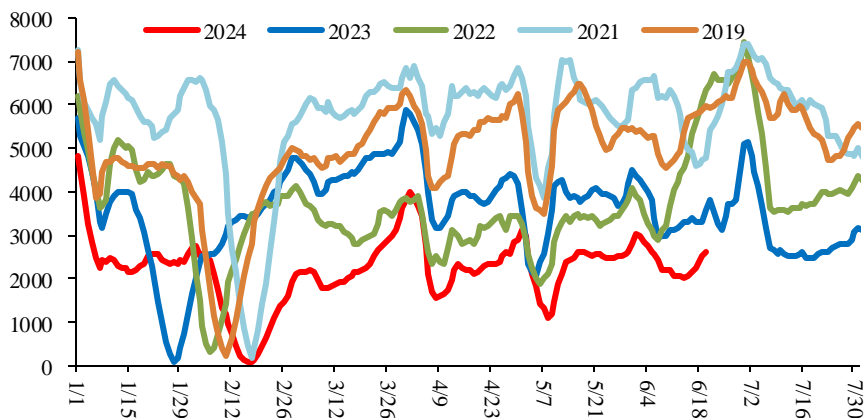


数据来源：Wind，国投证券研究中心

2021年为两年复合同比

当下市场参与者房地产市场的认知也存在较大差异。一种观点认为房地产市场的调整不可避免，行业此前积累了过多的投资，人均住房面积过剩。因此房地产市场的调整主要源于基本面的压力，而非房地产企业的流动性问题。沿着这一思路，房地产市场调整的时间会相当漫长，幅度也会更深。但从现实的情况来看，去年以来我国二手房和现房市场成交表现活跃，期房市场持续低迷，这一成交上的分化难以完全用需求收缩来解释。所以房地产行业当前至少当务之急在于解决房地产主体流动性问题，延缓预售制度解体的速度，一定程度恢复期房市场的运转。而房地产行业基本面问题的解决或许需要更长时间。

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、权益市场调整的基本面线索

上周权益市场持续下跌，本周跌幅加深，石油石化、银行行业表现相对更强，反映出市场风险偏好的走弱。

实际上从6月以来，权益市场处于持续回落的状态中，我们倾向于认为房地产问题和财政收支压力对经济基本面、市场预期形成了不利影响，进而带来了市场的大幅调整。

517新政以来尽管二手房市场成交活跃，但房价仍在加速下跌过程中，新房市场也未有起色。此前市场对收储政策的期待较高，而从现实的推进来看，收储过程中各主体的利益协调存在困难，政策的效果以及后续的跟进低于市场预期。

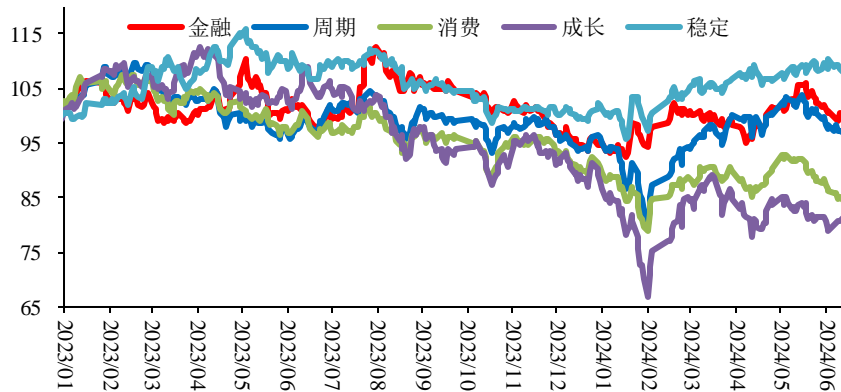
在政府债加速发行的过程中，市场参与者期待看到实物工作量的落地，对基建投资的抬升抱有信心。而6月以来地方财政收支矛盾凸显，卖地收入下滑、非税收入上升、以及部分省份针对民营企业税收追缴，导致市场信心预期快速回落，也对总需求形成不利影响。

而在房地产政策推进偏慢、财政收支压力增加的背景下，居民部门的收入和收入预期也相应下滑，在行为上削减支出、增加储蓄，构成总需求收缩的重要一环。这也表明，在经济惯性下滑的过程中，各主体预期的变化是非线性的，而且往往会形成共振，这也使得经济自发企稳的难度较大，因此快速、适度的需求刺激政策是必要的。

往后看，经济基本面的企稳高度依赖于政策的取向，核心的问题仍然在于房地产。房地产主体流动性问题如何解决、主要城市房屋租金何时见底、居民预期

怎样改善，是未来的关注重点。在此过程中，考虑到基本面的走弱，市场可能在较长时间里维持偏弱状态。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

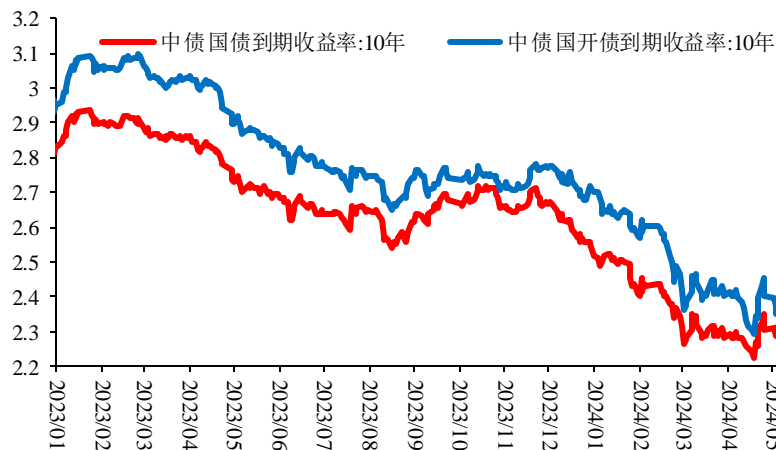
2022年12月31日为100

上周以来，尽管央行不断喊话，但是长端债券收益率持续下行。信用债收益率表现类似，信用利差创过去两年以来新低，“资产荒”的现象延续。

债券市场定价的逻辑与权益市场类似。此前债券市场一度担心债券集中发行对流动性的冲击，以及财政政策发力对总需求的支撑。但从现实情况来看，市场流动性相对充裕，债券发行对资金面的扰动有限。同时财政扩张的进展远低于市场预期，居民、企业、政府部门普遍处于偏收缩的状态，这一收缩的状态导致物价指标表现偏弱、信用扩张缓慢、广谱利率下行。

考虑到债券市场更多基于现实定价，而政策扭转经济下行的趋势需要较长时间。因此在总需求收缩的过程中，资本回报率的下行相对确定，这意味着利率中枢的回落未来将延续。

图4：10年期国债和国开债到期收益率，%

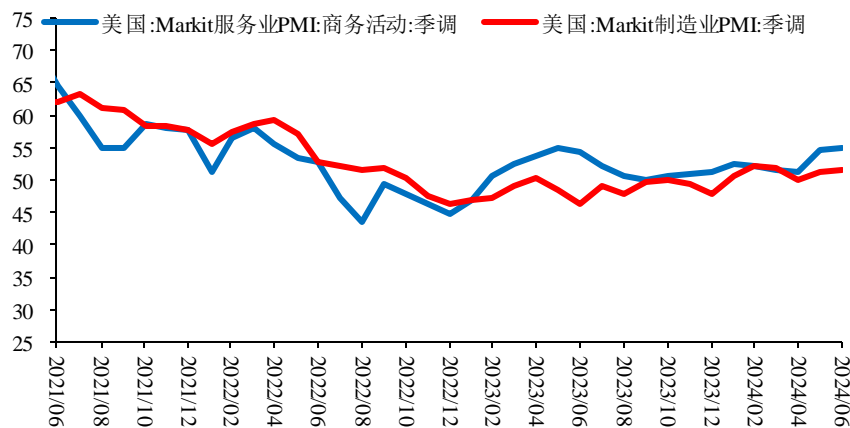


数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、美国经济韧性犹存

最新公布的美国6月Markit制造业PMI为51.7，较上月小幅抬升0.4；服务业PMI为55.1，较上月小幅抬升0.3，为2022年5月以来最高值。全面超预期的PMI数据与5月非农就业数据指向一致，显示美国制造业延续复苏趋势，服务业需求也在持续升温，美国经济短期内仍将维持韧性。

图5：美国Market制造业和服务业PMI，%

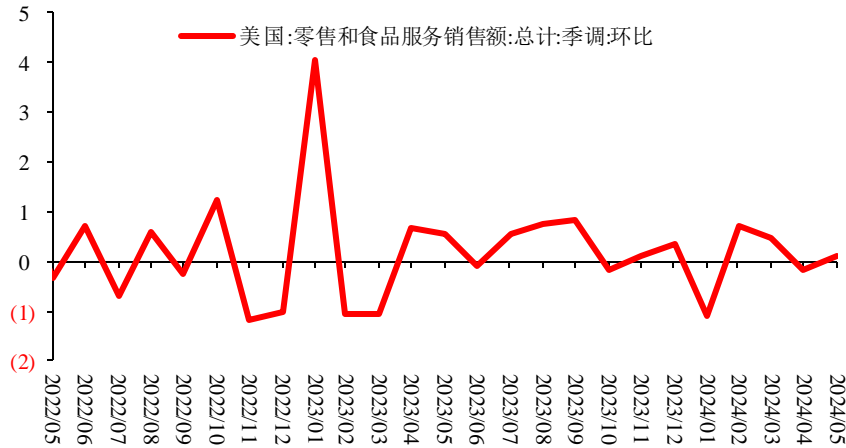


数据来源：Wind，国投证券研究中心

美国5月零售和食品服务销售额同比增速为2.3%，较上月回落0.5个百分点；季调环比为0.1%，较上月小幅回升0.3个百分点，整体不及市场预期。具体来看，

食品、加油站、建材与家具分项回落明显，构成主要拖累。其中，加油站收入的大幅下降或受5月油价下行影响。

图6：美国零售和食品服务销售统计额季调环比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

在经济数据总体表现偏强的背景下，近期联储官员发声整体偏鹰。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示，美国通胀可能需要一两年的时间才能回到美联储的目标水平，预测12月开始降息是合理的。波士顿联储主席柯林斯认为，目前确定通胀是否持久地回归到2%的目标水平还为时过早，美联储应当在货币政策问题上保持耐心。

受PMI数据全面超预期及联储官员偏鹰派发声影响，市场维持9月首次降息预期不变，但降息概率小幅下跌；年内预期降息次数维持在2次左右，全年降息幅度为50BP。

6月欧元区Markit制造业PMI为45.6，较上月回落1.7，创6个月新低；服务业PMI为52.6，较上月小幅回落0.6。PMI的全面走弱显示欧洲制造业与服务业的修复均不及预期，欧元区经济复苏态势或边际减速。

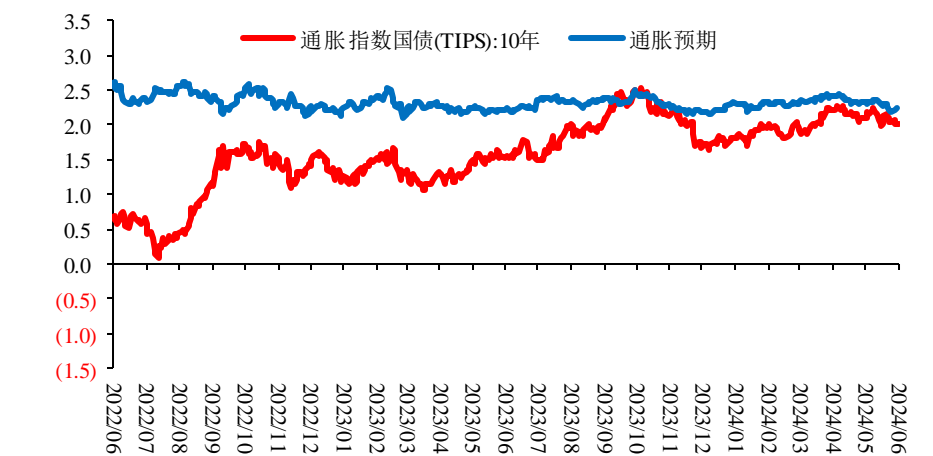
受偏弱的的数据及地缘政治因素影响，近期欧央行官员发声整体偏鸽。欧央行

主席拉加德强调，考虑到近期欧洲的政治动荡，官员们将密切关注金融市场的运行情况；当务之急是将通胀率降至 2%。欧央行管委 Centeno 表示，只要通胀继续缓和，欧央行就可以进一步降息。欧央行管委 Knot 认为，抗通胀正在顺利进行，尽管道路崎岖不平；市场对“略低于三次”的降息预期“大致符合”欧央行工作人员计算的最佳政策路径。

尽管美国 PMI 数据超预期上涨，受联储官员偏鹰派发声影响，市场整体延续紧缩交易。在此背景下，10 年美债利率震荡上行 5BP 至 4.25%；美元指数小幅上涨至 105.8；黄金价格小幅回落；美股小幅上涨。

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