

周度经济观察

——债市波动加剧，趋势或难扭转

袁方¹束加沛²

2024年07月02日

内容提要

最新公布的利润和 PMI 数据显示，总需求不足的局面延续，企业的库存出现堆积，经济下行压力趋增。

房地产行业的持续减速、部分制造业领域的产能过剩、居民部门的消费降级或许将在较长时间里拖累需求的表现。而短期需要留意的问题在于地方政府税收倒查的进展，这一行为对企业生产秩序、实体部门预期、以及宏观经济的影响不容忽视。

近期央行政策的引导或将加剧债券市场的波动，但不构成债券市场利率趋势上行的基础，根本的原因在于当前宏观经济基本面没有实质改变，资本报酬率仍在下行区间。

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、需求持续减速，库存逐步累积

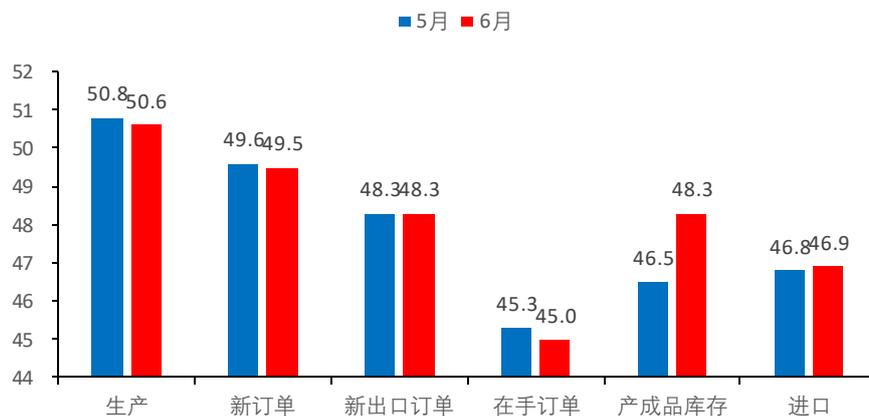
6月制造业PMI为49.5，持平上月。从分项来看，除库存大幅上升外，其余项目多数持平或小幅回落。

价格层面，原材料购进价格回落5.2个百分点至51.7，同期南华工业品价格指数回落。

从这一量价组合来看，经济仍然存在减速的压力。在1-4月，经济总体呈现生产强、需求弱，价格走低的模式，供应扩张推动经济修复。从5-6月的数据来看，在需求始终偏弱的背景下，企业开始减少生产供应，同时前期供应的扩张形成了存货的累积，这一累积也逐步对价格形成拖累。

6月服务业PMI为50.2，较上月小幅回落0.3个百分点，服务业表现偏弱，居民消费倾向回升缓慢。建筑业PMI环比下行，基建和房地产仍然承压。

图1：分项制造业 PMI，%



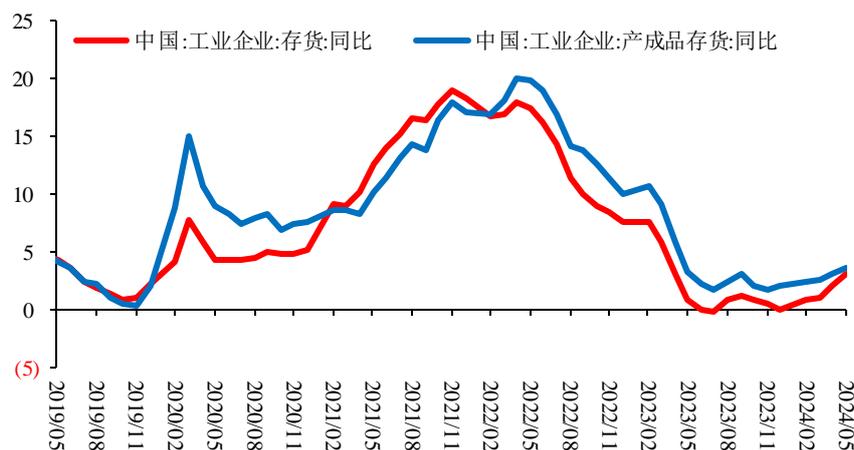
数据来源：Wind，国投证券研究中心

5月工业企业利润当月同比0.7%，较4月回落3.3个百分点。终端需求走弱对企业利润的影响延续。5月工业企业产成品存货同比3.6%，较4月上升0.5个百分点，表明企业库存出现累积。

一季度工业企业的产能利用率大幅下滑，显示供应过剩的局面在加剧，这也带来价格水平的低迷，相应的企业利润率受到压制。而二季度从价格和库存的变化来看，供应过剩的局面可能进一步加强，产能利用率可能持续下降。

当下宏观政策在需求侧发力总体审慎。货币政策或许受到汇率和银行净息差的约束，地方财政的执行落地与此前市场预期存在落差，地产和产业政策的推进过程温和。在这样的背景下，总需求不足的局面或将延续，未来工业企业盈利的增长存在不确定性。

图2：工业企业存货和产成品存货当月同比，%



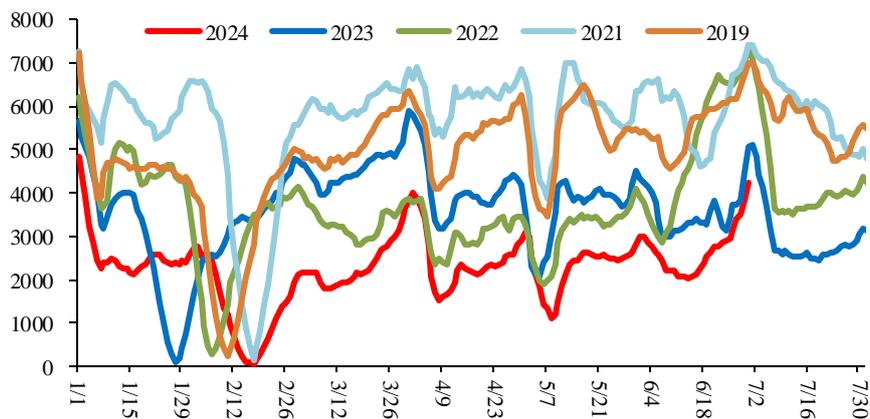
数据来源：Wind，国投证券研究中心

6月下旬以来，高频数据显示新房市场销售回暖，二手房延续此前改善的趋势。中指和克尔瑞等第三方机构的数据也显示头部房企销量环比增长。季节性的波动和政策的影响可能存在，问题在于这一回升的可持续性如何？从香港“撤辣”的经验来看，在房地产行业的约束性政策取消后，会出现一次性的需求释放，但这一释放或许难改变基本面的走向。

房屋租金价格的承压，意味着居住需求可能受到消费降级、产业和人口变化等多种因素的影响。在这样的背景下，房地产市场的整体回暖可能仍然需要等待。

近期的宏观数据显示总需求不足仍然是当下经济运行的主要特点。房地产行业的持续减速、部分制造业领域的产能过剩、居民部门的消费降级或许将在较长时间里拖累需求的表现，而短期需要留意的问题在于地方政府税收倒查的进展，这一行为对企业生产秩序、实体部门预期、以及宏观经济的影响不容忽视。

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、避险交易延续

上周权益市场小幅下跌，高股息板块走强，其余板块均承压，市场成交量偏低，情绪较弱。

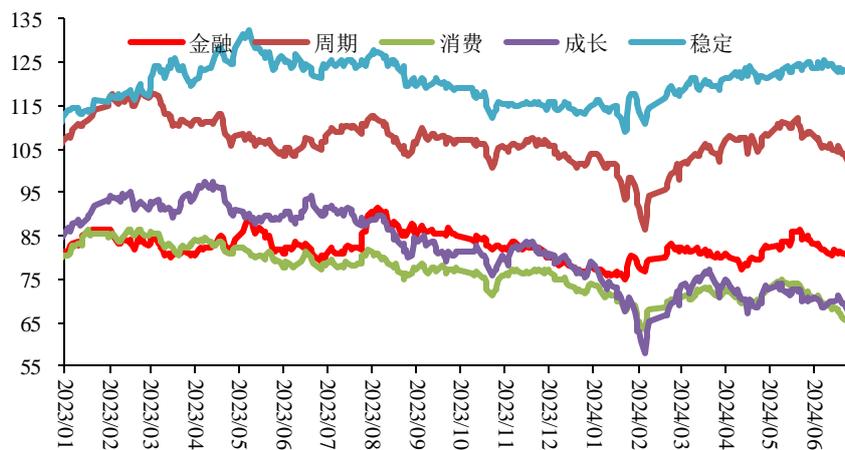
我们认为市场沿着两条线索进行交易。一条是我们此前反复提及的房地产政策评估期，政策在新房市场的效果尚不明显，当前房地产政策能否最终带来行业的企稳仍需观察，房地产链条和消费股出现调整。

这一条线索新增的边际变化是，在卖地收入下滑和税收增速偏低的背景下，地方政府面临支出刚性、严控债务规模的约束条件，这一定程度上导致地方政府行为模式调整，表现为非税收入上升、税收追缴较为普遍。这一行为模式的调整也对市场预期、宏观经济形成冲击。

6月的政治局会议宣布三中全会将于7月15号开幕，从市场走向来看，市场对会议的定调和走向此前可能吸收的较为充分。

往后看，考虑到总需求不足的局面未来或将延续，而财政和货币政策的力度总体偏弱，这意味着权益市场可能仍然承压。

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，受跨季影响，资金利率小幅上行，但债券市场交易活跃，各期限利率普遍下行，信用利差收窄。

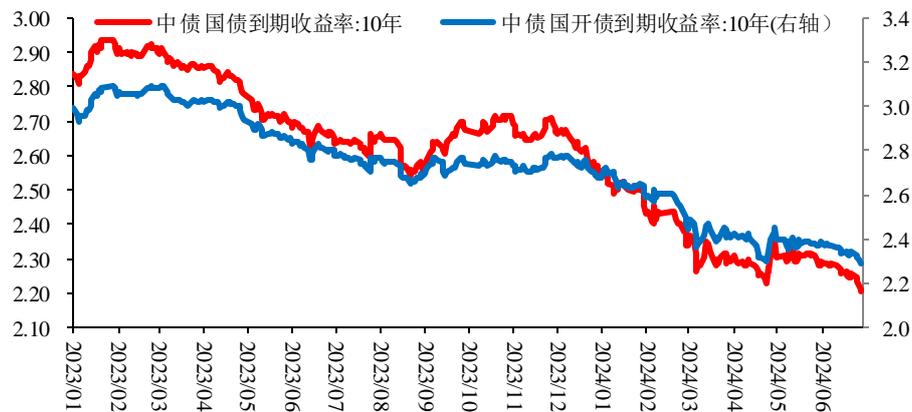
7月1日央行宣布“为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。”长端国债收益率随之大幅上升。

我们认为，央行的行为是基于宏观审慎的考虑，吸取了硅谷银行的前车之鉴。政策的引导干预无疑对市场交易形成冲击，尤其在市场交易拥挤的背景下。部分市场参与者担心市场重现2022年10月的场景，当时在疫情和地产政策调整的背景下，债券市场出现踩踏，收益率大幅上行。我们倾向于认为当前央行政策的引

导不构成债券市场利率趋势上行的基础，根本的原因在于当前宏观经济基本面没有实质改变，资本报酬率仍在下行区间，政策干预将加大市场波动。

往后看，市场将基于央行操作的进展进行交易，不同期限的债券品种可能由于政策干预的力度而表现分化，但债券市场整体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，%

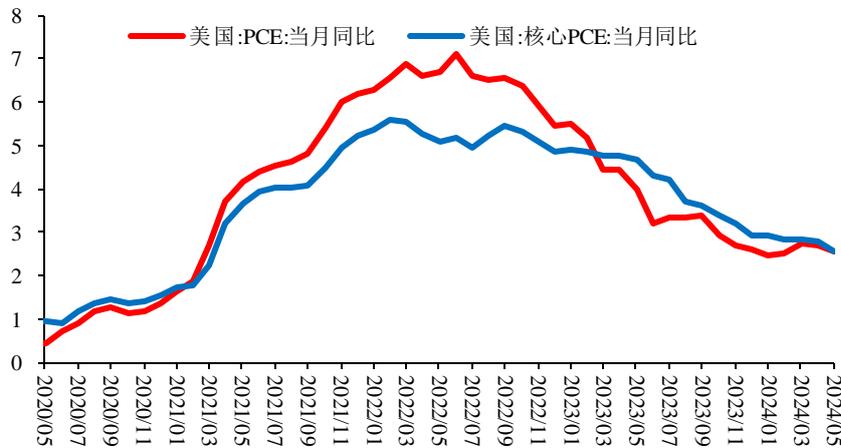


数据来源：Wind，国投证券研究中心

三、通胀压力缓解，经济韧性犹存

最新公布的美国5月PCE同比增速为2.6%，环比增速为0；核心PCE同比增速为2.6%，环比增速为0.1%，均较上月小幅回落，整体符合市场预期。持续下降的PCE数据与近期边际走弱的CPI和PPI数据相互印证，表明美国通胀仍在缓慢回落进程中。

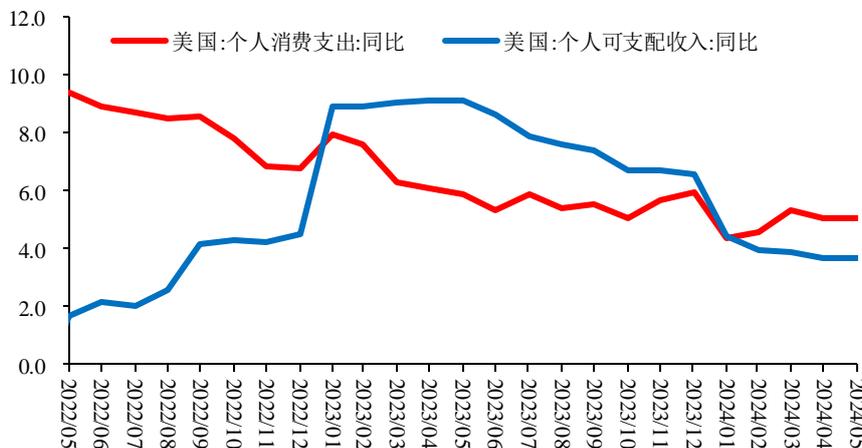
图6：美国 PCE 与核心 PCE 同比



数据来源：Wind，国投证券研究中心

5月美国居民个人可支配收入同比增速为3.7%，消费支出同比增速为5.1%，均与上月持平。虽然当前美国劳动力市场出现边际降温迹象，但居民消费需求仍然较强，显示美国消费活动或在短期内维持韧性。

图7：美国个人可支配收入和消费支出同比



数据来源：Wind，国投证券研究中心

5月美国新房销售同比增速为-16.5%，较上月大幅回落18.1个百分点。房地产市场的超预期降温或有助于通胀数据进一步回落。

近期美联储官员发声延续鹰派基调。美联储理事鲍曼认为，预计2024年不会有任何降息行动，降息时间或在2025年。旧金山联储主席戴利指出，美联储在控

制通胀的过程中需保持谨慎，避免过早宣布抗通胀胜利。

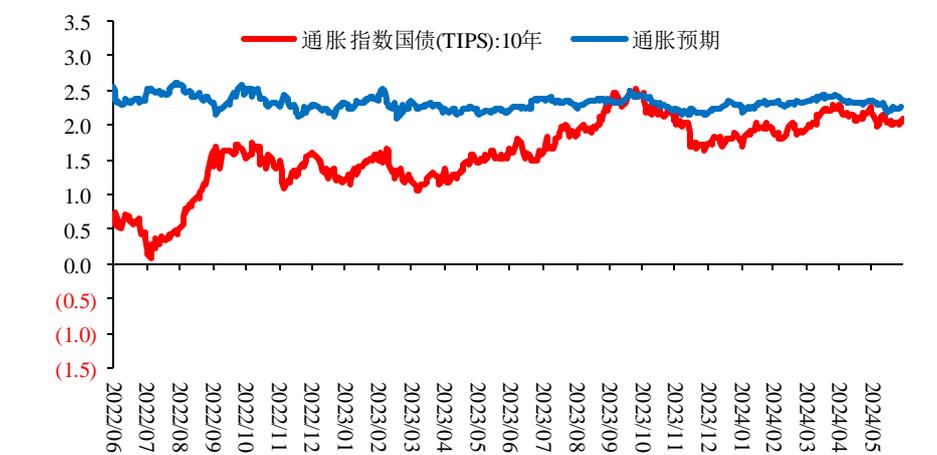
尽管 5 月 PCE 数据小幅下降，但美联储官员的鹰派发声使降息预期小幅降温。当前市场维持 9 月首次降息预期不变，但降息概率小幅下跌；年内预期降息次数维持在 2 次左右，全年降息幅度为 50BP。

近期欧央行官员发声整体偏鹰。欧央行管委 Kazaks 表示，无需急于放松货币政策，应该逐步采取降息措施。欧央行管委 Kazimir 认为通胀上升风险很大，预计今年还会降息一次。欧央行管委 Rehn 则相对偏鸽，认为 2024 年再降息两次是合理的。

虽然 PCE 数据小幅降温，但美联储官员的鹰派发声使市场延续此前紧缩预期的定价。10 年美债利率上行 11BP 至 4.36% 左右；美元指数高位震荡；黄金价格小幅上涨；美股内部分化，道琼斯小幅下跌，纳斯达克小幅收涨。

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