

周度经济观察

——避险交易延续

袁方¹束加沛²

2024年07月09日

内容提要

6月以来部分地区税收倒查、以及债券市场利率的大幅波动，可能对权益市场投资者预期带来冲击，而经济的持续减速、企业盈利的连续下滑主导了权益市场的方向。

往后看，三中全会、政治局会议的政策，能否重塑市场主体的信心、完善与市场经济匹配的激励约束机制、平衡处理经济面临的短期和中长期问题，将对宏观经济和资本市场产生深远影响，这无疑需要我们密切关注。

考虑到房地产行业的见底需要时间、财政政策对经济的支持力度温和，未来总需求下滑的状态或将延续。这意味着债券市场利率中枢趋势上行的风险有限，中期之内有望逐步回落。

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、经济持续偏冷

7月8日，央行宣布“为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日 16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。”

我们认为，这一举措总体上是落实潘功胜行长在陆家嘴论坛上的讲话，在第二部分“进一步健全市场化的利率调控机制”中，他指出“如果未来考虑更大程度发挥利率调控作用，需要也有条件给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，让市场心里更托底。除了刚才谈到的需要明确主要政策利率以外，可能还需要配合适度收窄利率走廊的宽度。”

从央行设置临时隔夜正、逆回购的加点幅度和时间来看，此举有助于将利率走廊限定在更窄范围内，同时更大限度平抑资金面的波动。这一利率走廊的设计既有央行引导债券市场利率的背景，同时也是长期结构性改革的一部分。尽管市场参与者关于临时正回购对流动性的冲击存在担忧，但目前来看这一操作可能并非意在收紧流动性，央行未来一段时间的操作或许更多针对于长端利率。

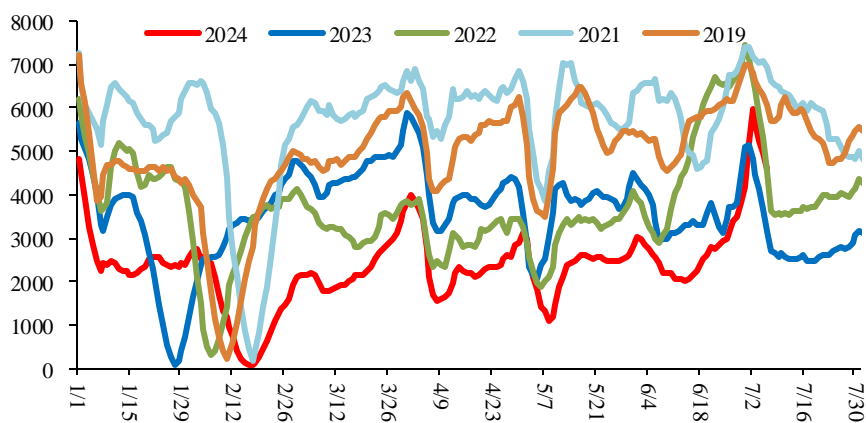
7月以来，高频数据显示新房市场销售重新出现回落，这也表明6月新房销售的上升是季节性因素所致。同期二手房市场的表现更强，高频数据显示6月份以来同比大体正增长，这主要与基数效应有关。市场总体热度边际变化不大。

展望未来，如果新房市场的销售迟迟不能改善，二手房市场由于 517 政策激发脉冲式需求转弱，不排除需求侧政策边际放松的可能。但问题的关键在于，在房地产企业的流动性状况没有实质改善的情况下，需求侧的政策只能发挥短期作

用，而且对期房市场的恢复影响有限。而期房市场的变化主导了房地产企业的走向，在预售制度加速瓦解的条件下，房地产企业将进入长期的资产负债表收缩进程，这将对金融体系和宏观经济形成持续拖累。二手房市场尽管在经历成交量放大的过程，但价格始终没有看到企稳的迹象，这或许与居民部门收入和收入预期下滑有关，和城市租金下滑的指向一致。未来房价触底的前提，或许需要首先观察到租金的普遍企稳，我们距离这一状态仍有较长时间。

因此7月经济形势或许会延续6月的表现。房地产行业在持续减速、地方政府收支矛盾带来的偏紧缩性影响在扩散、居民行为模式趋于保守，这些因素的叠加使得经济下滑的压力逐步增加，各类资产价格也在沿着这一方向定价。未来经济的走向高度依赖政策的应对，而根据过往的经验，强有力的政策部署可能出现在重要的会议上，当然政策在面对一些超预期冲击时也会有相机抉择的应对，这也需要我们密切留意汇率、金融市场的变化，以及舆论的走向。

图1：30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

上周权益市场缩量下跌，市场情绪低迷，延续了6月的走势。

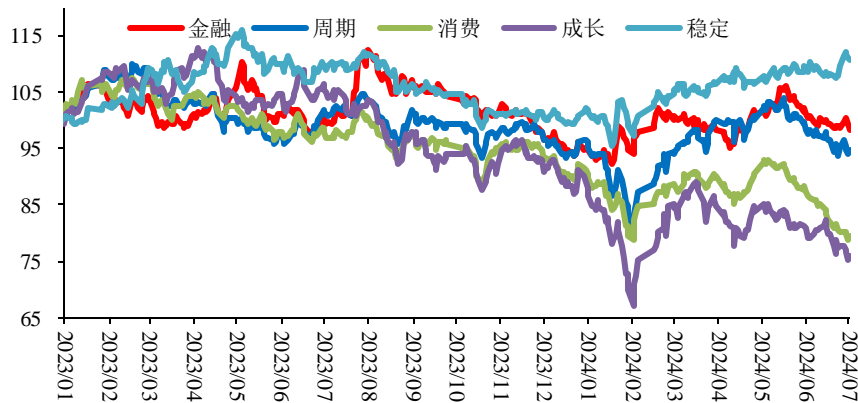
与 6 月相比，一个新的变化是央行尝试干预长端利率，这一度对高股息板块形成冲击。高股息板块的定价核心是股息率，长端国债利率无疑是其比较的基准。当长端利率上行，合意的股息率无疑需要上行，高股息板块面临调整的风险。

上周房地产行业指数一度出现上涨，市场基于 6 月新房销售环比改善进行定价，但这可能更多是季节性影响，新房销售的趋势改善尚不明显。在这样的背景下，房地产及其链条的反转需要等待。

6 月以来部分地区税收倒查、以及债券市场利率的大幅波动，可能对权益市场投资者预期带来冲击，而经济的持续减速、企业盈利的连续下滑主导了市场的方向。

往后看，三中全会、政治局会议的政策，能否重塑市场主体的信心、完善与市场经济匹配的激励约束机制、平衡处理经济面临的短期和中长期问题，将对宏观经济和资本市场产生深远影响，这无疑需要我们密切关注。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，国投证券研究中心

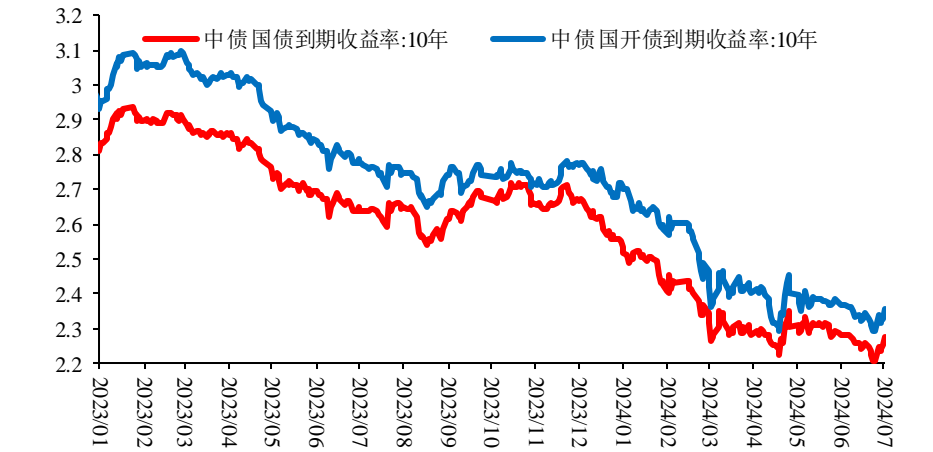
2022年12月31日为100

上周以来，尽管资金面总体宽松，但受央行政策干预的影响，债券市场利率普遍上行。

央行借券、建立利率走廊的行为在短期之内或将引导利率上行，但债券利率的趋势更多依赖于基本面的变化。当前总需求不足的局面相对清晰，除了经济自身趋势下行以外，部分地区税收倒查、地产政策进展偏慢，也放大了经济的波动。

往后看，考虑到房地产行业的见底需要时间、财政政策对经济的支持力度温和，未来总需求下滑的状态或将延续。这意味着债券市场利率中枢趋势上行的风险有限，中期之内有望逐步回落。

图3：10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

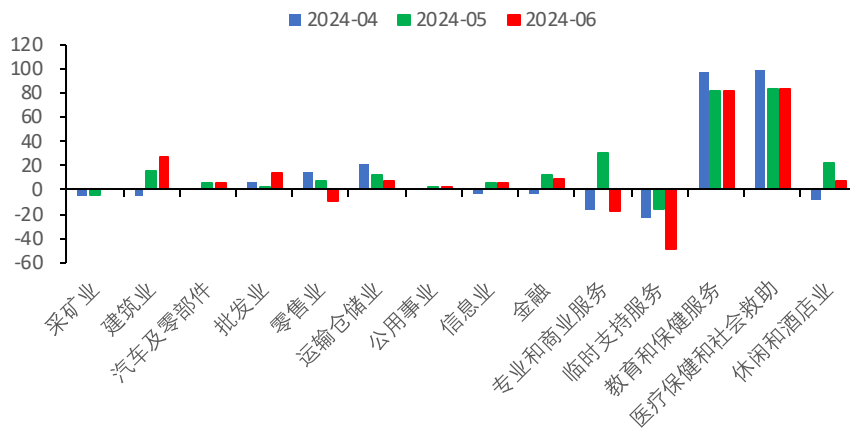
三、劳动力市场逐步降温

6月美国新增非农就业人口为20.6万，较上月小幅回落1.2万。虽然当月数据超出市场预期，但考虑到5月、4月新增非农就业数据合计大幅下修11.1万，美国就业市场仍在持续降温。

本次新增非农就业数据虽略超预期，但表现出冷热不均的信号。私人部门新增就业较前值显著下降，主要受到服务部门拖累；政府部门新增就业则较前值有较大幅度回升。

具体来看，服务部门各分项出现广泛回落，此前偏强的休闲和旅游业、零售业、专业和商业服务业均大幅下降，与6月ISM服务业PMI的走弱指向一致，显示服务业消费出现缓慢降温趋势。政府部门的大幅抬升主要集中在地方政府，或与近期将要举行大选有关。考虑到大选时间临近，政府部门的新增就业或将持续处于高位。

图4：新增非农分项，千人



数据来源：Wind，国投证券研究中心

6月劳动参与率为62.6%，失业率为4.1%，均较上月小幅抬升0.1个百分点，且失业率创2021年11月以来新高，超出市场预期。失业率的上升主要受到劳动力人口较就业人数大幅上升的影响，显示企业雇佣需求下降，劳动力市场仍在降温途中。

工资方面，6月时薪环比增速为0.3%，同比增速3.9%，均较上月小幅回落，与新增非农就业数据指向一致。

总体而言，非农就业数据小幅走弱、失业率超预期抬升、劳动参与率修复以及时薪增速回落显示美国劳动力市场呈温和放缓趋势。这种缓慢的降温趋势显然尚未达到美联储提前开启降息的条件，即“劳动力市场超预期向下”，因此本周即将公布的6月通胀数据或能为联储后续的降息路径提供更多指引。

与非农就业数据指向一致，6月美国经济数据表现偏弱。6月ISM制造业PMI为48.5，除新订单之外，各分项均出现广泛下行；ISM服务业PMI走弱至48.8，创2020年5月以来新低，与非农就业数据中服务部门新增就业的广泛回落相互印证，显示服务消费正在温和降温。

近期美联储官员发声整体偏鸽。美联储主席鲍威尔表示在通胀方面取得相当大的进展，希望在降息开启前看到更多显示通胀降温的证据来确认关于降息的信心。纽约联储主席威廉姆斯关于通胀的观点与鲍威尔相似，此外，他还反驳了中性利率上升的说法，认为美国经济增长良好。

受 6 月劳动力市场、PMI 数据走弱及联储官员发声偏鸽的影响，市场维持 9 月首次降息预期不变，但降息概率小幅上升；年内预期降息次数维持在 2 次左右，全年降息幅度为 50BP。

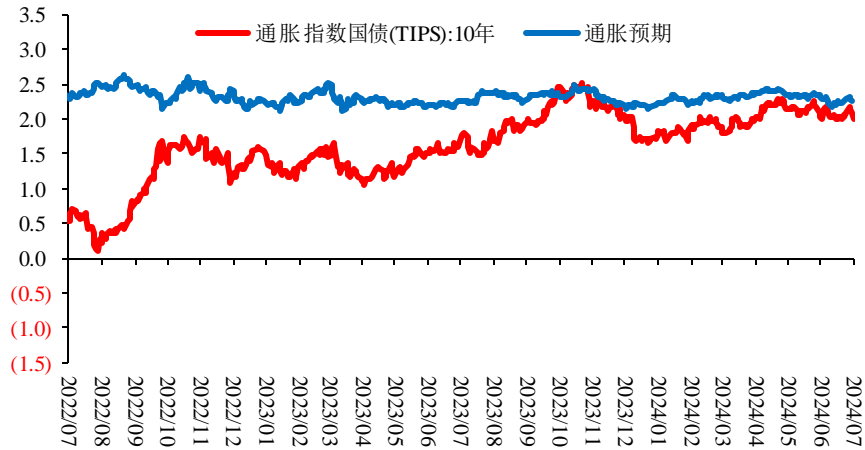
欧元区 6 月调和 CPI 同比增速为 2.5%，较上月小幅回落 0.1 个百分点；核心调和 CPI 同比增速为 2.9%，与上月持平，整体符合市场预期。

近期欧央行官员发声与之前变化不大，仍未对后续降息路径给出明确指引。欧央行行长拉加德表示还需更多时间权衡通胀的不确定性，当前劳动力市场强劲，抗通胀工作尚未完成，需要保持警惕。欧央行管委 Simkus 认为，如果数据符合预期，欧央行可能在 2024 年内降息两次，但降息行动不应局限于欧央行发布预测的会议。

受降息预期升温影响，10 年美债利率下行 8BP 至 4.28% 左右；美元指数回落至 104.88；黄金价格小幅上涨；美股整体收涨。

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5: 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