

周度经济观察

——国内财政压力突出，海外降息周期临近

袁方¹ 束加沛² 张端怡（联系人）³

2024 年 08 月 27 日

内容提要

财政收入的持续收缩与支出的刚性，一定程度上体现了政府部门的收支矛盾，预计这一过程在短期内难以明显改善。需要警惕其与经济减速的互相强化。

美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上表态偏鸽，认为政策调整的时机已经到来。这意味着 9 月美联储大概率首次降息，市场也在沿着这一方向开启降息交易。美债收益率和美元指数下行正在途中，美股也将交易经济软着陆的场景。

在市场启动降息和经济软着陆交易的背景下，纳指表现远远强于中概股，表明市场对基本面的变化高度敏感。因此尽管美国降息有助于我国货币政策的宽松，但仅仅通过利率政策或许难以完全解决我国需求不足的问题。A 股或许仍处于寻底过程中。

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

3联系人，zhangdy2@essence.com.cn

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

一、财政收支矛盾突出、地产政策温和推进

7月一般公共预算收入同比-1.9%，较6月小幅回升0.7个百分点，处于偏低水平。

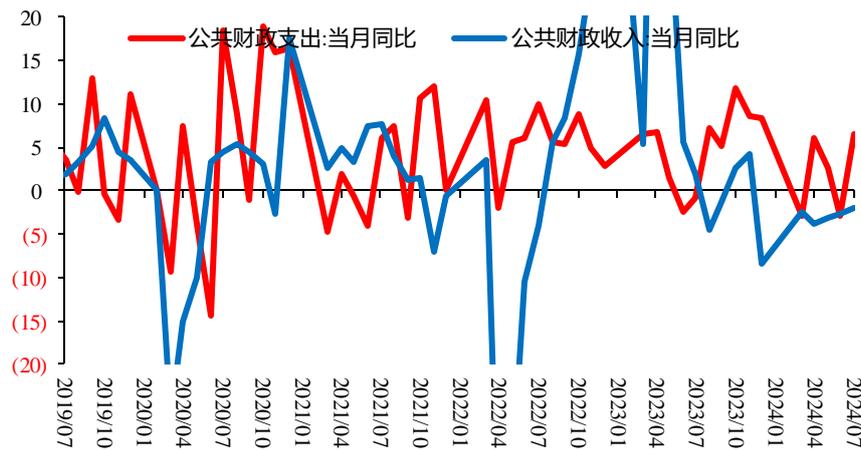
其中税收收入同比-4.0%，较上月大幅回升4.6个百分点，但仍处于历史低位。而非税收入同比14.6%，较上月小幅下滑1.9个百分点，位于历史高位。分项来看，企业所得税、车辆购置税、关税出现大幅抬升，同时增值税、个人所得税持续回落。财政收入偏低的增长反映出总需求不足的局面延续。

7月全国政府性基金预算收入同比-33.3%，较上月小幅下滑0.7个百分点，接近历史低点，反映出土地市场持续遇冷。土地市场的大幅降温与期房市场的成交量均表明，居民对交付风险的担忧与地产开发商被动缩表形成了互相强化的影响。居民担心开发商难以正常交付期房，进而减少期房的购买，同时开发商由于60%以上资金来自预售，预售资金的大幅收缩导致开发商被迫快速缩表，而开发商被迫缩表的过程带来了市场波动的放大，影响自身经营的稳定性，反过来加剧了居民的担忧。这也表明土地市场的回暖既需要居民购房意愿和能力的恢复，也依赖于开发商流动性环境的改善。

在广义财政收入偏低的同时，财政支出出现提速。7月公共财政支出同比增速为6.6%，较上月大幅抬升9.5个百分点，其中基建、科教、社会保障支出出现广泛回升；全国政府性基金支出同比-5.2%，较上月抬升5.8个百分点。尽管广义财政支出出现扩张，但从螺纹、焦炭、铜等价格来看，用于基建投资的支出力度可能偏弱，更多财政支出或许集中在工资支付、化债领域。

财政收入的持续收缩与支出的刚性，一定程度上体现了政府部门的收支矛盾。在经济减速的背景下，预计这一过程在短期内难以明显改善，或需等待财税体制改革相关政策的进一步细化与落实。

图1：公共财政收支当月同比，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

8月23日国新办举行的新闻发布会上，住房城乡建设部副部长董建国表示，加快构建房地产发展新模式将重点围绕完善住房供应体系、建立“人、房、地、钱”要素联动机制、有力有序推进现房销售、建立城市房地产融资协调机制、研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度等方面进行。

其中多数内容在此前都有涉及，研究建立房屋体检、房屋养老金、房屋保险制度是相对较新的提法，提出的背景是未来国内老旧小区将不断增加，存量住宅进入30年以上房龄的数量和占比将不断增加。住建部计划今年完成好5万个以上老旧小区改造任务。

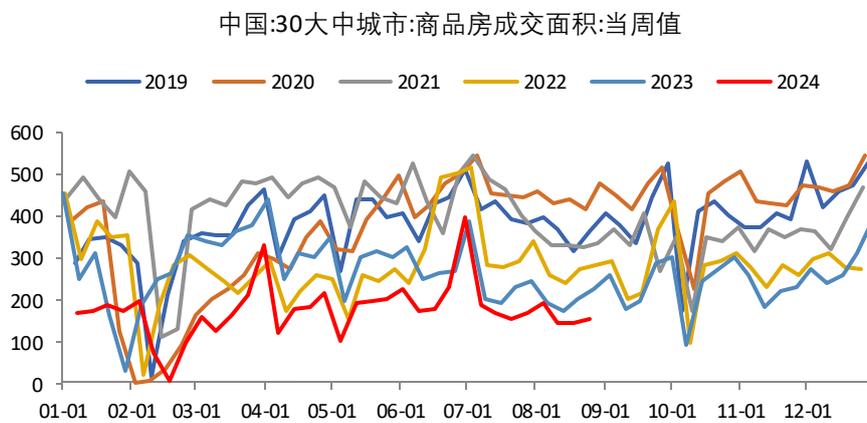
市场相对关心的是存量住房收储的情况，会议提及“结合当地房地产市场情况，积极推进收购已建成的存量商品房用作保障性住房工作，推动条件成熟的项

目加快完成收购，及时配租、配售”，从央行二季度货币政策执行报告披露的收储再贷款余额，显示当下收储工作进行缓慢，未来机制能否打通需要进一步观察。

此外，对于交付风险，给出了数字“全面排查在建已售未交付的商品住房项目，锁定了按照合同约定应该在今年年底前交付的 396 万套住房”，这和我们此前在《日本化还是韩国化》的报告中显示的推算竣工面积和实际竣工面积的 45 亿平米的裂口大体一致。

从高频销量数据来看，房地产市场成交量同比跌幅收窄，但这主要受到基数效应的影响，517 新政已经过去一个季度，二手房的销量再次走低，新房市场也延续低位。从上周住建部新闻发布会的表态看，增量政策力度或将平缓，房地产市场未来或将延续成交量收缩、价格下行的趋势。

图2：30大中城市商品房成交面积当周值，万平方米



数据来源：Wind，国投证券研究中心

二、内需收缩下的资产配置

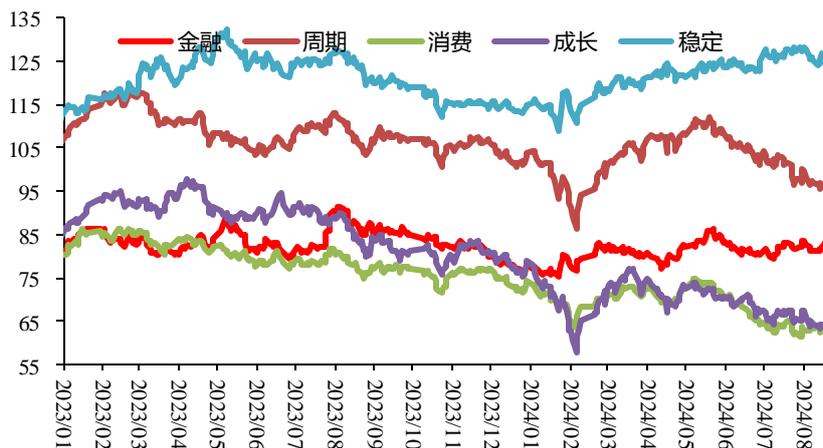
上周权益市场持续下跌，成交量继续收缩。除家电和银行外，其余多数行业出现下跌。

尽管央行不断对长期利率进行风险提示和干预，但长期利率下行趋势延续，背后的根本原因是总需求不足的局面短期内没有出现反转的迹象。在这样的模式下，市场风险偏好走低，内需关联度低的行业表现占优。

近期市场参与者期待的一个宏观叙事是，如果美联储降息，国内降息空间打开，A股是否会启动反弹？从美股和中概股的走势来看，随着美国降息和软着陆场景被进一步定价，纳指反弹幅度较大，而中概股仅小幅回升。市场或许认为分子端的影响更大，降息对A股估值的支撑力度有限。而且去年6月、8月，今年2月、7月我国均有降息发生，但降息后无论宏观经济还是权益市场表现总体偏弱，这也表明在总需求持续收缩的局面下，仅仅通过利率政策难以完全解决需求不足的问题。

从这个角度来看，在经济持续减速、政策力度温和的背景下，权益市场或许持续处于低位震荡的状态，高分红板块的配置价值仍存。

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

上周以来资金面总体偏紧，DR001 和 DR007 小幅上行，1 年期国开和存单利率经历完此前上行后中枢波动，10 年期国债和国开债收益率持续下行，市场成交量偏低。

在长端利率下行的同时，信用债市场显著调整，信用债利率和利差均经历大幅上行，这一上行背后可能与市场流动性不足、流动性溢价上行有关。

针对市场近期成交的快速收缩，近期交易商协会副会长徐忠发文指出，债市三大“认识误区”亟待厘清。特别强调一些金融机构在央行提示风险后，又从一个极端走向另一个极端，“一刀切”地暂停了国债交易，这既是其风险管理能力弱的体现，也是对央行意图的误读。

无论是最近资金面的收紧，还是央行对利率的引导干预，可能更多意在避免利率下行过快进而积累风险，而非推动利率趋势上行。在经济减速、实体部门需求不足的背景下，利率的趋势上行无疑会对经济形成额外的冲击，这也与 7 月政治局会议的基调不符。

因此我们倾向于认为当前资金面偏紧的局面难以长时间维持，美联储降息周期的启动也有助于我国流动性环境的宽松。尽管市场担忧债券市场多头交易的反转，但经济的趋势下行、通缩压力的累积、政策利率的潜在调整，这些因素可能是推动债券市场收益率下行的根本力量，利率下行的趋势未来或将延续。

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、宽松交易重新启动

8月23日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上发表题为“回顾与展望”的演讲，总体表态偏鸽。

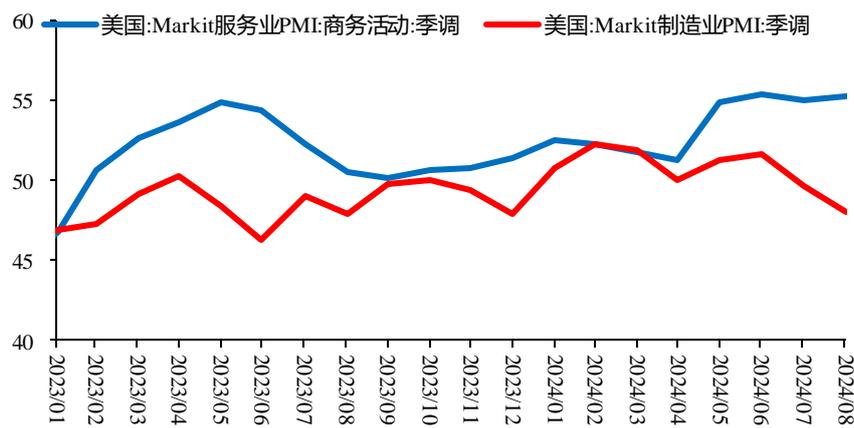
鲍威尔在演讲中传递了以下两点鸽派信号。第一，鲍威尔认为当前通胀已“很接近目标水平（much closer to our objective）”，且“对于通胀能够回到2%的信心有所增加（My confidence has grown that inflation is on a sustainable path back to 2 percent）”。第二，鲍威尔认为“美国就业市场的降温是不可否认的（the cooling in labor market conditions is unmistakable）”，且明确表示“不希望看到劳动力市场进一步降温（We do not seek or welcome further cooling in labor market conditions）”，因此“政策调整的时机已经到来（The time has come for policy to adjust）”。

总体来看，虽然鲍威尔并未对后续降息路径给出明确指引，但其鸽派发言仍为美联储在9月开启降息进一步做好铺垫。此外，在抗通胀基本宣告胜利的背景下，美联储更为关注劳动力市场的变化，因此我们认为，近期即将公布的8月非农数据会对美联储9月议息会议的降息幅度产生影响。若非农数据温和放缓或保

持稳定，则小幅降息 25BP 为基准概率；若非农数据超预期走弱，则不能排除一次性降息 50BP 的概率。

最新公布的美国 8 月 Markit 制造业 PMI 为 48，较上月回落 1.6 个百分点，创八个月以来新低；服务业 PMI 为 55.2，较上月小幅抬升 0.2 个百分点，已连续 19 个月处于扩张区间。偏弱的制造业 PMI 数据与 CPI 数据中商品部门持续走弱指向一致，表明美国制造业的修复进程并不顺畅；而服务业需求仍然强劲，显示美国经济基本面韧性犹存，进一步减弱市场对美国陷入衰退的担忧。

图5：美国 Markit 制造业和服务业 PMI，%



数据来源：Wind，国投证券研究中心

近期美联储官员发声整体偏鸽，与鲍威尔观点整体保持一致。旧金山联储主席戴利表示对通胀得到控制更有信心，且劳动力市场虽然放缓但并不疲软，现在可以考虑调整货币政策。波士顿联储主席柯林斯认为降息将是合适的选择，应逐步采取行动，且没有预设的降息路径。费城联储主席哈克与亚特兰大联储主席博斯蒂克也有类似的表述。

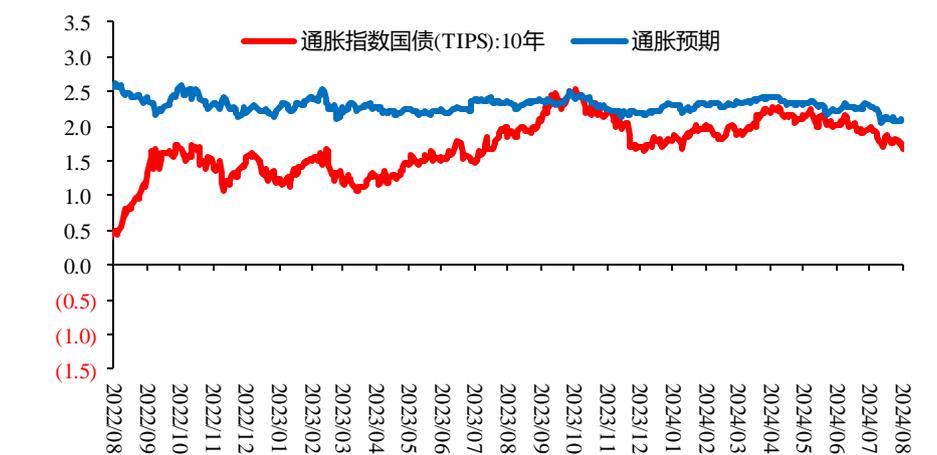
虽然鲍威尔及联储其他官员均有鸽派发声，但市场此前对降息的预期已经比较充分，因此并未对鸽派指引做出明显反应。当前市场维持 9 月首次降息预期不

变，基准预期为降息 25BP；年内预期降息次数仍维持 3 次，全年降息幅度维持 100BP 不变。

受鲍威尔及联储其他官员鸽派发声、服务业 PMI 超预期影响，衰退担忧进一步缓解，风险偏好回升。10 年美债利率小幅下行 8BP 至 3.8% 左右；美元指数下行 1.7% 至 100.7；黄金价格小幅上涨；美股整体收涨。

往后看，在美国经济降温、企业盈利走弱、美股交易拥挤的背景下，纳斯达克指数的调整过程或将延续，但由于美国监管当局政策应对经验丰富、工具充足，美国经济进入衰退的概率有限。

图6：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。

张端怡，宏观团队分析师助理，英国诺丁汉大学硕士。2023年2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