

# 周度经济观察

——需求加速收缩，政策预期转弱

袁方<sup>1</sup> 束加沛<sup>2</sup> 张端怡（联系人）<sup>3</sup>

2024年09月03日

## 内容提要

8月PMI数据持续下行、原材料购进价格大幅下跌，表明总需求在加速收缩，企业盈利也在继续下滑。而7月以来央行的降息和中央财政的扩张对经济影响有限。

房地产行业的走弱，既源于房地产主体受到流动性问题的长期困扰，也与居民收入和收入预期下行有关。房贷利率的温和下调边际上有助于房地产市场的恢复，但难以解决房地产行业面临的根本问题。

二季度多数行业盈利出现下滑、股价相应调整，同时红利资产也逐步缩圈，这表明基本面是决定当前市场走向的主要力量。在此背景下，尽管流动性环境有望进一步宽松，但企业盈利的恶化或将使得权益市场持续处于寻底过程中。

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

## 一、需求加速收缩，政策预期转弱

8月制造业PMI为49.1，较上月回落0.3个百分点。2016-2019年同期较上月平均上升0.2个百分点，今年8月的数据显著弱于季节性。从分项来看，在手订单回落幅度较大，其余项目多数持平或小幅回落。

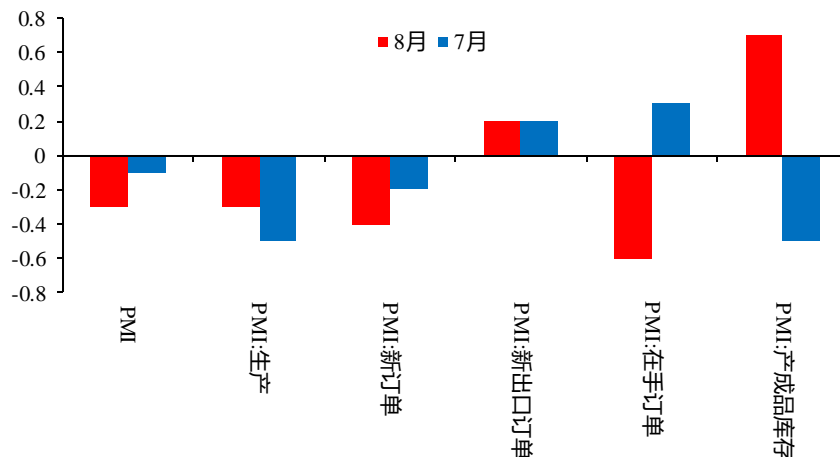
价格层面，原材料购进价格回落6.7个百分点至43.2，和7月以来南华工业品指数大幅下行一致。

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。5月以来，在需求始终偏弱的背景下，价格信号引导企业开始减少生产，供应出现回落。7月以来大宗商品价格进一步下行或许反映出总需求进一步走低。

考虑到去年PPI的基数效应，今年二季度PPI同比改善，但随着需求减弱，预计今年三季度PPI环比或将承压，同比可能接近-2%。价格的加速下行可能带来名义增长的走低，进而对企业盈利产生负面影响。

8月服务业PMI为50.2，较上月小幅回升0.2个百分点，服务业市场的恢复更可能是短期数据扰动，居民消费倾向回升缓慢，消费降级的叙事还在延续，拼多多作为消费降级的受益者，也在业绩会上给出负面指引。建筑业PMI环比下行，和水泥、粗钢价格走弱一致，显示房地产行业仍然承压。

图1：7月和8月 PMI 环比变化，%



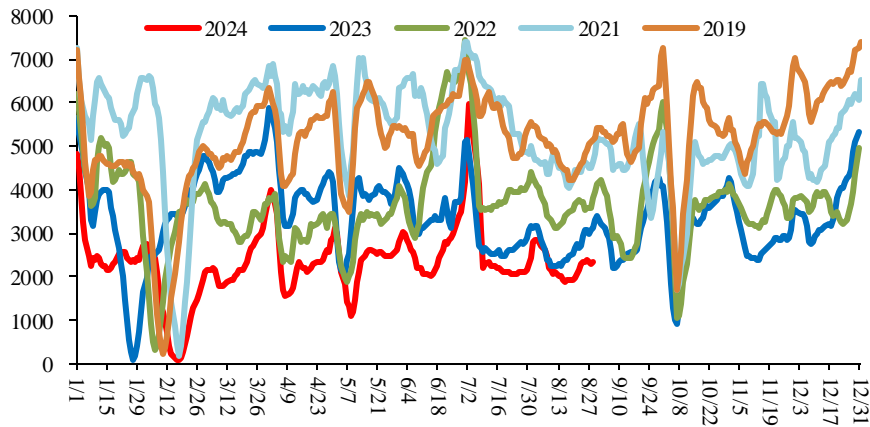
数据来源：Wind，国投证券研究中心

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，新房市场延续低位。

房地产行业的持续走弱，既源于房地产主体受到流动性问题的长期困扰，也与居民收入和收入预期下行有关。房贷利率的温和调整边际上有助于房地产市场的恢复，但难以解决房地产行业面临的根本问题。

我们认为房地产关键的问题在于解决企业流动性问题，改善交付风险，通畅居民、房企和地方政府的循环。而当下预期偏弱的背景下，如果增量政策力度和缓，不足以改变预期，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套数(7D, MA)



数据来源：Wind，国投证券研究中心

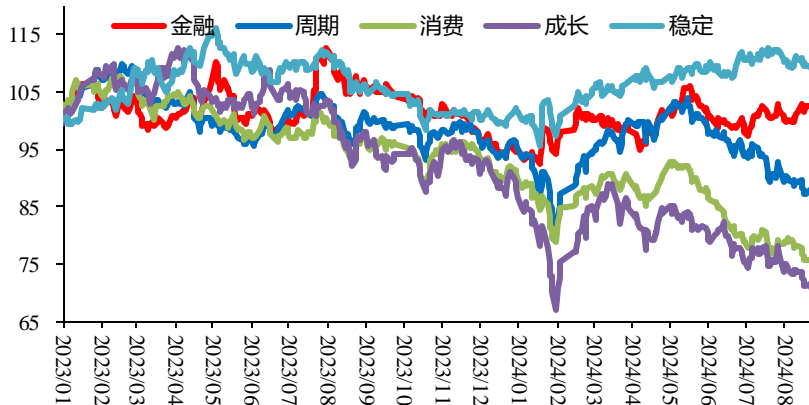
## 二、盈利减速主导股市调整

上周权益市场小幅上涨，成交量边际改善。包含银行在内的红利板块表现偏弱，成长、消费和周期板块表现较强，或与沙利文访华带来的地缘改善预期相关。不过随着定价的结束，本周一市场重新调整，红利类资产重新取得超额收益。

从二季度的上市公司季报数据来看，除金融以外，多数板块盈利出现下滑，这一盈利的减速也与股价的调整步调一致。而且从红利资产内部来看，纺织服装、煤炭、钢铁等此前市场追逐的红利资产，也开始因为盈利的下滑出现股价持续下跌，红利资产在逐步缩圈。

这些现象表明经济基本面的变化是决定当前市场走向的主要力量。而目前居民、企业、地方政府均出现缩表的迹象，中央政府扩表的进展温和，这意味着经济减速的趋势在未来或将延续。在此背景下，尽管流动性环境有望进一步宽松，但企业盈利的下滑或将使得权益市场持续处于寻底过程中。

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

8月30日央行发布《国债买卖业务公告》第1号公告，明确其于今年8月开展了公开市场国债买卖操作，总体方向是买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值达1000亿元。首次披露在公开市场业务中的国债买卖操作情况。央行这一操作意在调控收益率曲线，避免曲线过于平坦。

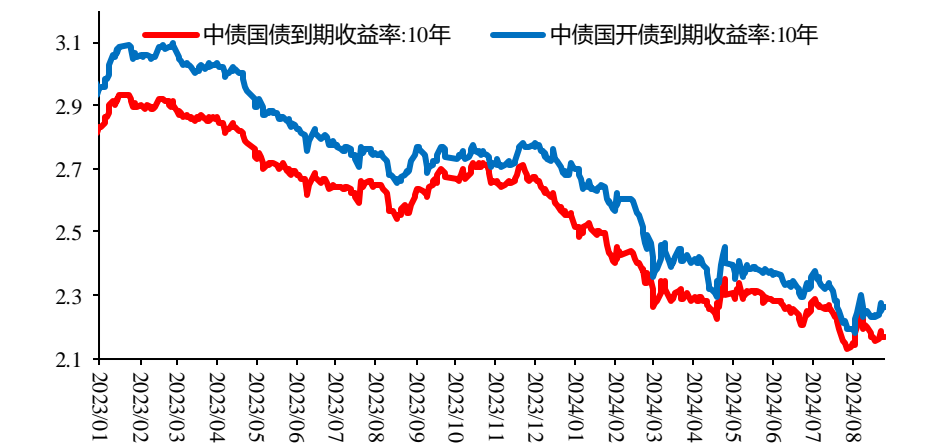
上周以来，流动性环境相对宽裕，信用债利率和利差在经历此前大幅上行后开始企稳回落，利率债收益率总体下行。

从对资金面的呵护来看，央行试图避免债券市场的单边波动。既担心收益率快速下行带来宏观审慎风险，又不愿在总需求不足时看到收益率的单边上行。因此央行不断通过债券买卖和资金面管理来传递这一信号。

尽管市场对当前的收益率水平，究竟多大程度定价了经济减速和通缩预期存在分歧。但9月在国内汇率压力环境的背景下，政策利率下调的概率似乎较高。如果政策利率出现下调，那么债券市场收益率向下突破存在可能。

总体而言，经济基本面、价格水平、政策利率走向均对债券市场影响积极，尽管市场对央行的干预存在顾虑，但基本面的变化更为根本地决定了利率的方向，债券市场中枢下行仍在途中。

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、消费数据韧性犹存

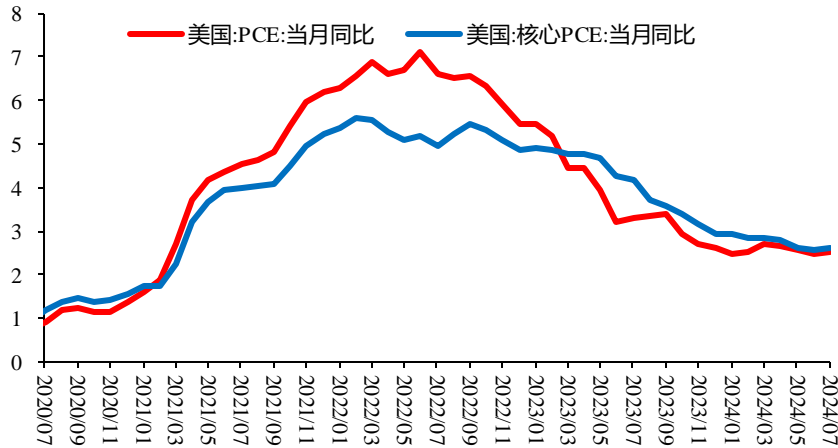
最新公布的美国二季度实际 GDP 年化季环比修正值为 3%，较初值上修 0.2 个百分点，主要受到大幅上修的消费数据带动。

与此同时，美国 7 月耐用品新订单与 7 月零售库存数据均大幅超出前值与市场预期，叠加 8 月密歇根大学消费者信心指数较上月小幅抬升，显示在近期劳动力市场逐步降温的背景下，美国消费韧性犹存，进一步缓解市场对于美国陷入衰退的担忧。

美国 7 月 PCE 同比增速为 2.5%，环比增速为 0.1%；核心 PCE 同比增速为 2.6%，环比增速为 0.2%，整体与上月持平，略低于市场预期。在近期通胀数据持续温和回落的背景下，PCE 数据的走平或进一步支撑鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的观点，即“当前通胀已很接近目标水平”，且显示美国经济仍具韧性，软着陆或

为基准情形。因此，若本周即将公布的 8 月非农数据并未超预期走弱，美联储 9 月议息会议大概率开启预防式降息，降息幅度为 25BP。

图5：美国 PCE 与核心 PCE 同比



数据来源：Wind，国投证券研究中心

欧元区 8 月 HICP 同比增长为 2.2%，核心 HICP 同比增速为 2.8%，均较上月小幅回落。虽然欧元区通胀压力暂缓，但服务通胀水平仍偏高。因此，欧央行官员近期关于降息的表态相对谨慎。欧洲央行管委 Knot 认为，决定 9 月降息与否需要更多数据。欧央行管委 Holzmann 也表示，9 月降息并未完全确定，不希望过早降息，但美联储降息可能使欧央行降息更容易。

近期美联储官员发声出现分化。亚特兰大联储主席博斯蒂克发表鹰派发言，认为当前通胀水平距 2% 的目标还有很大差距，需要等待更多数据来确定经济趋势，而非过早降息。旧金山联储主席戴利的观点则偏鸽，表示调整政策的时候到了，但现在判断降息幅度还为时尚早。里士满主席巴尔金也发表鸽派观点，认为通胀虽然存在上行风险，但在劳动力市场降温之际支持降低利率。

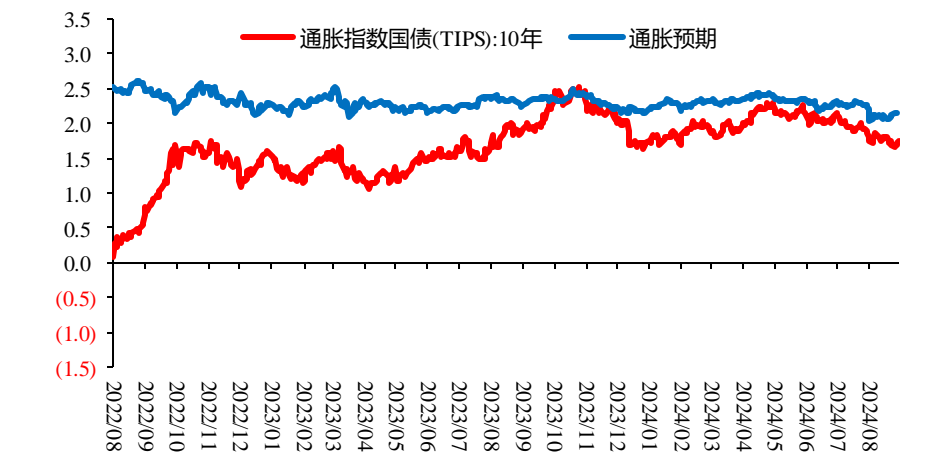
美国经济数据的边际回暖进一步减弱市场对于美国陷入衰退的担忧，并增强美国软着陆预期。当前市场维持 9 月首次降息预期不变，基准预期为降息 25BP，

且预计降息 50BP 的概率进一步缩小；年内预期降息次数仍维持 3 次，全年降息幅度维持 100BP 不变。

由于美国经济数据边际回暖，软着陆概率进一步提升，叠加美联储官员偏中性发声，市场对于大幅降息交易的热情小幅回摆。在此影响下，10 年美债利率上行 10BP 至 3.91% 左右；美元指数上行 1.04% 至 101.73；黄金价格小幅下跌；美股出现分化，道琼斯整体收涨，纳斯达克在头部科技股的拖累下小幅收跌。

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