

周度经济观察

——价格加速下行，市场持续承压

袁方¹ 束加沛² 张端怡（联系人）³

2024年09月10日

内容提要

8月通胀数据显示总需求不足的局面还在蔓延和深化，价格的加速下行带来名义增长的走低，进而对企业盈利产生负面影响。

在内需收缩、盈利下滑的背景下，部分红利股票的“类债”属性受到质疑，这是红利指数调整的原因。如果没有强有力的稳增长政策出台，低内需关联度的公司以及利率债的配置价值仍存。

美国劳动力市场虽小幅修复，但不改降温趋势，导致市场对美国陷入衰退的担忧再起。随着美国大选临近，宏观不确定性增强，市场风险偏好也因此明显回落。这些因素或许将共同导致美股市场波动加剧，上行动能不足。

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、价格下行加速

8 月 PPI 环比为-0.7%，较上月大幅下降 0.5 个百分点；PPI 同比为-1.8%，较上月下降 1 个百分点。

分项来看，石油、黑色和有色金属等上游产品价格环比跌幅最大，与同期大宗商品价格走弱一致，而其余下游行业价格指数环比也表现偏弱，工业品需求不足的特征较为明显。

考虑到全球制造业 PMI 走弱，叠加国内总需求的不足还在延续，年内 PPI 环比或难转正。考虑到去年同期的基数效应，三季度 PPI 或将同比接近-2%。如果没有大力度需求扩张政策落地，PPI 同比年底可能存在进一步走低的风险。

8 月 CPI 同比 0.6%，较上月回升 0.1 个百分点；核心 CPI 同比 0.3%，较上月回落 0.1 个百分点。

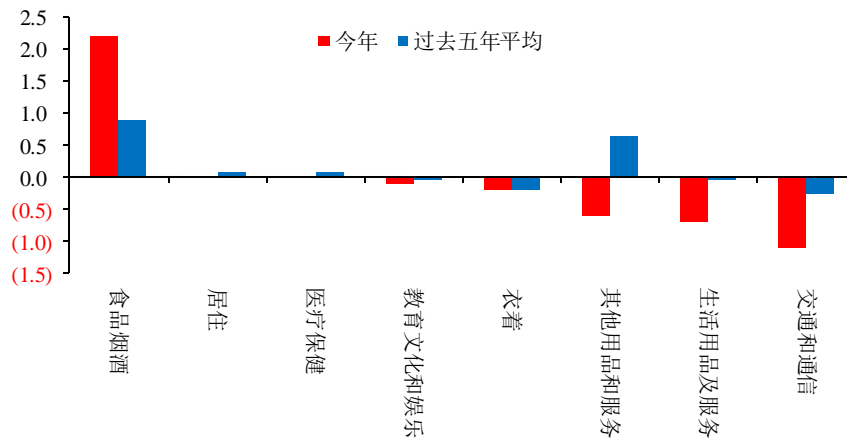
食品价格的上涨是推升通胀的主要力量，非食品领域价格广泛弱于季节性。

食品分项的走强主要受到鲜菜与鲜果上涨的影响，这与极端天气对供应的冲击有关。猪肉价格尽管环比上涨，但是和往年季节性差别有限，这些推动价格上涨的力量是一次性的。随着夏季结束，洪涝灾害影响消退，鲜菜和鲜果的供应有望恢复，未来食品价格大概率环比回落。

而非食品分项的除了油价下跌推动交通和通信走低外，其他用品和服务、生活用品服务价格也显著低于季节性，表明服务业需求持续低迷。

往后看，食品价格有望随着供应改善逐步回落，而居民消费降级的模式可能还在延续和强化，这可能导致服务业价格的走低，CPI 同比增速或将维持低位，核心 CPI 的提振仍需等待。

图1: CPI 细项环比



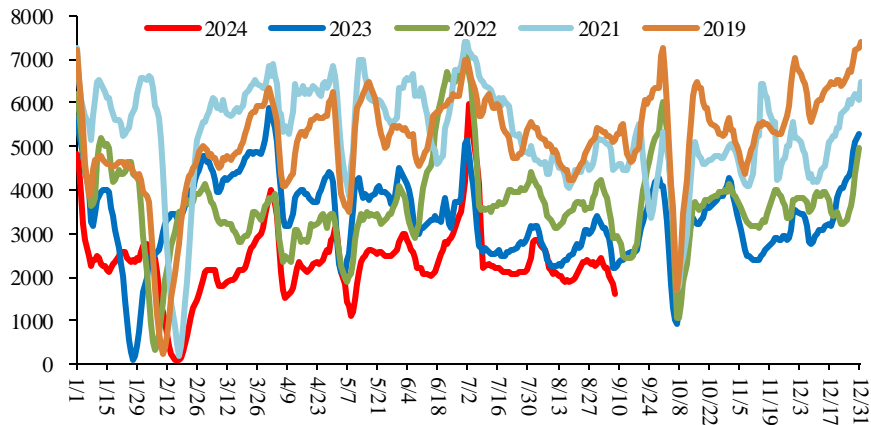
数据来源: Wind, 国投证券研究中心

进入 9 月以来，高频数据显示房地产市场出现新的压力。通常而言，随着秋天到来，看房客群体数量将出现季节性增长，这也是房地产行业“金九银十”的规律。此外，上半年二手房市场总体成交量不弱，但是下半年以来逐渐走低，二手房市场的转冷可能体现了长期预期的走低。

回头看，517 新政对房地产市场的改善是脉冲性的。随着效果逐渐褪去，市场越来越多地期待新一轮的地产和财政政策发力。

但在政策总体保持定力，不搞大水漫灌的背景下，市场的乐观预期可能需要修正，这是过去一年多以来的大多数场景。

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、需求不足下的红利缩圈

上周以来权益市场持续下跌，成交量维持低位，红利指数也跌幅不小。

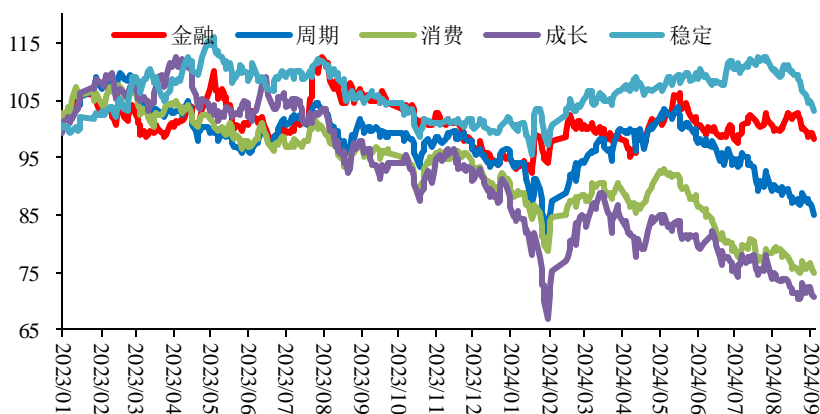
随着总需求的收缩和价格持续低迷，此前一些高股息公司的红利属性受到质疑，担心这些企业未来的营收和利润面临挑战，这是近期红利指数调整的主要原因。红利资产的缩圈也表明伴随经济的长时间大幅度减速，多数行业和企业将会受到波及。因此当前股票市场的走向更多取决于基本面的变化，而非流动性环境的宽松。

即便本月美联储迎来降息，我国央行跟随式宽松，但货币政策的宽松或许难以解决当前经济面临的问题。分部门来看，居民部门面对收入下滑、资产缩水和预期走弱，不得不进入节衣缩食的模式中，而部分地方消费券的发放似乎难以改变这一趋势。企业部门面对终端价格的持续下跌、以及部分区域的税收倒查，资本开支的意愿普遍偏低，只能通过降本裁员来维持正常运转。地方政府受制于土地出让金下滑和财政收入减速的影响，财政扩张的动力偏弱，大量资金用于维持政府运转与化解债务问题。中央政府尽管扩张的空间巨大，但对债务的顾虑较重，实际的财政支出力度温和。

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。

在此背景下，各部门偏保守的行为互相交织影响，形成较大的经济下行压力，这一压力目前尚未看到明显缓解的迹象。这意味着企业盈利或将持续受到压制，权益市场寻底的过程可能持续。

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

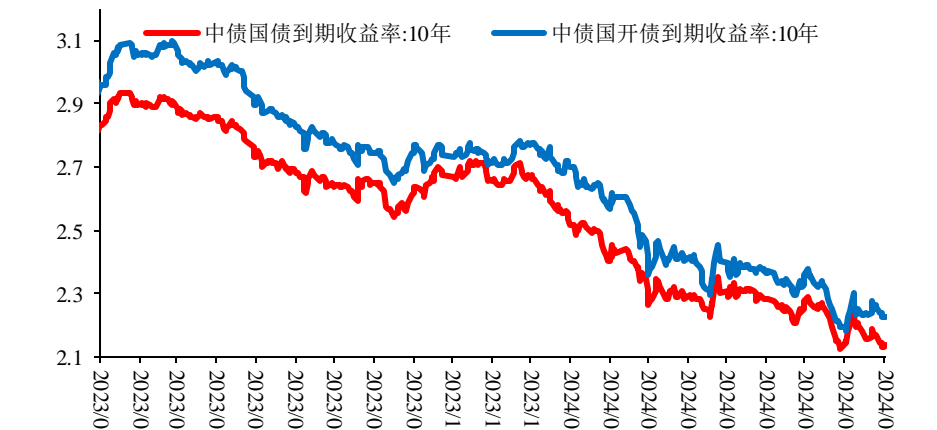
央行在国新办“推动高质量发展”系列主题新闻发布会上答记者问上提到“年初降准的政策效果还在持续显现，目前金融机构的平均法定存款准备金率大约为7%，还有一定的空间。”这意味着近期降准的概率较高。

当下市场关切的核心问题仍然是降息的空间。央行对此的回应是“受银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束。”资产收益率的下行可能仍然需要存款利率下行的配合。

债券收益率近期小幅下行，10年期国债再次回到前期低点，而信用债的调整可能正在接近尾声，如果未来负债端大体稳定，信用利差可能进一步走低。

总体上，经济基本面延续弱势、市场风险偏好处于低位。如果强有力的政策没有出现，私人部门预期仍然偏弱，总需求不足的局面还将延续。尽管可能面临波动，但我们倾向于认为债券市场的配置价值在仍存。

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

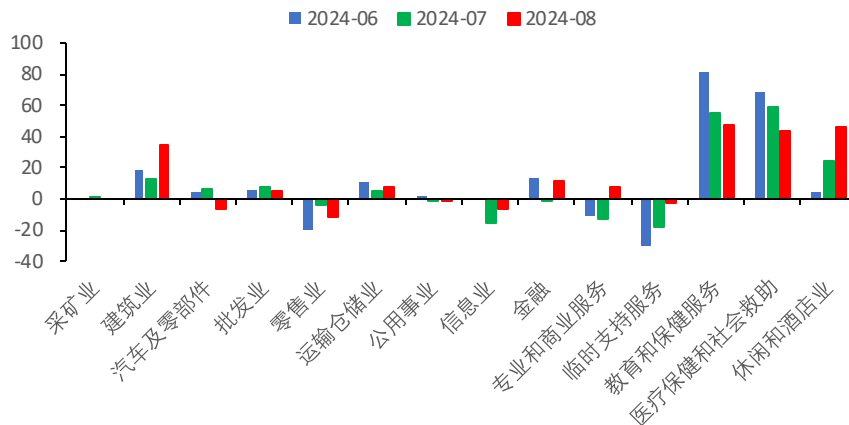
三、劳动力市场趋于降温

最新公布的美国 8 月新增非农就业人口为 14.2 万，较上月初值小幅回升 2.8 万，但不及市场预期；同时，6、7 月合计大幅下修 8.9 万人。美国劳动力市场整体延续降温趋势。

本次非农数据虽较前值小幅修复，但传递出就业市场冷热不均的信号，商品部门与服务部门的温差进一步扩大。

具体来看，服务部门新增就业较上月大幅回升，其中休闲和酒店业、教育和保健服务为主要贡献项，表明上月服务部门意外走弱的新增就业或更多受到极端天气影响，并未出现显著走弱的迹象。商品部门新增就业则受制造业的拖累大幅回落，与近期持续偏弱的美国制造业 PMI 数据指向一致，显示制造业的景气度仍较为低迷。

图5：美国新增非农分项，千人



数据来源：Wind，国投证券研究中心

8月劳动参与率为62.7%，与上月持平；失业率为4.2%，较上月小幅回落0.1个百分点，整体符合市场预期。失业率的回落与临时失业人数大幅降低有关，显示前值意外走高或主要受到极端天气影响，并不具备持续性。

工资方面，8月时薪环比增速为0.4%，同比增速3.8%，均较上月小幅回升0.2个百分点，超出市场预期，表明工资通胀粘性仍存。

总体而言，8月非农就业数据虽较前值温和修复，缓解了市场对于上月非农数据超预期走弱并意外触发萨姆法则的担忧，但整体延续降温趋势，劳动力市场呈现弱而不衰的特点。美联储理事沃勒在非农数据发布后发表演讲，认为劳动力市场“继续走弱，但并未恶化（continuing to soften but not deteriorate）”。对此，我们认为，当前劳动力市场的走弱仍符合美联储预期，9月议息会议大概率开启预防式降息，降息幅度为25BP。

美国经济数据也呈冷热不均的局面。美国8月ISM制造业PMI为47.2，较上月回升0.4个百分点；ISM服务业PMI为51.5，较上月小幅回升0.1个百分点。美国制造业与服务业PMI数据与非农数据指向一致，显示当前美国制造业修复动

能偏弱，但服务业韧性犹存。

近期美联储官员发声整体偏鸽。美联储理事沃勒表示，当前风险已转向双重任务中的就业方面，货币政策需要做出相应调整；如果合适，将提倡提前降息。纽约联储主席威廉姆斯表示，现在下调联邦基金利率是合适的，劳动力市场大致处于平衡状态，不太可能引发通胀压力。芝加哥联储主席古尔斯比和旧金山联储主席戴利也有类似的观点。

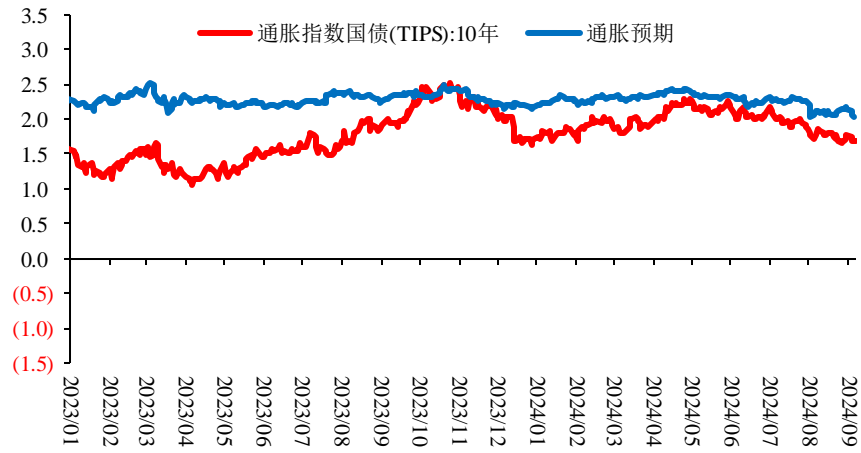
受劳动力市场延续降温趋势以及美联储官员偏鸽派发言影响，降温预期小幅上升。当前市场维持9月首次降息预期不变，基准预期为降息25BP；年内预期降息次数仍维持3次，但全年降息幅度上升至125BP。

近期欧央行官员发声整体中性偏鸽，虽给出9月降息预期，但未对后续降息路径给出明确指引。欧洲央行管委 Simkus 认为，欧央行9月降息是显而易见的，但10月降息的可能性较小。欧央行管委 Villeroy 指出，决定再次降息是合理的。

美国劳动力市场虽小幅修复，但不改降温趋势，导致市场对美国陷入衰退的担忧再起；此外，随着美国大选临近，宏观不确定性增强，投资者或倾向于获利了结，近期风险偏好也因此明显回落。在此影响下，10年美债利率下行19BP至3.72%左右；美元指数小幅下行0.5%至101.2；黄金价格小幅下跌；美股整体收跌，纳斯达克的跌幅较道琼斯更深。

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