

研报精选

2024年2月7日 第158期

宏观专栏

对当前经济形势的几点思考

促进经济增长回稳向好的关键在于消除实际利率与其均衡水平的缺口，以提振有效需求。在未来相当长的一段时间，“财政扩张、央行扩表”是促进经济可持续复苏的有效手段，有利于提升均衡利率水平、降低风险溢价，支持金融强国所要求的强大货币。

国债靠前发行，财政脉冲或延续回升

回顾2023年，一般公共预算收支基本接近年初预算目标，政府性基金收支则低于预算目标，反映土地市场调整影响。在财政支出节奏方面，报告预计今年年初财政将前置发力，3月基建施工或有显著改善。

宏观专栏

对当前经济形势的几点思考

当前经济面临的有效需求不足具有跨周期特征，背后有全球产业链调整、疫情冲击的长远效应和金融周期下半场等超越传统经济周期的因素。总需求不足在实体层面体现为储蓄过剩，意味经济供求平衡所要求的实际利率的均衡水平下降，同时，预期偏弱在金融层面体现为安全资产需求增加，导致包括风险溢价在内的实际利率上升。促进经济增长回稳向好的关键在于消除实际利率与其均衡水平的缺口，以提振有效需求。目前看，这个政策方向是明确的，但市场更关注政策实施的路径、工具、节奏。货币宽松可以降低货币（名义）利率，意味安全资产收益率下降，促进风险偏好上升、降低风险溢价。金融的顺周期性可能使得逆周期调节要求的利率下降幅度较大，由此带来对汇率贬值压力和银行利差过度收窄的担心。更有效的方式是货币宽松配合财政扩张，政府加大支出力度以直接拉动需求、提升均衡利率水平，同时国债发行等增加安全资产供给，降低风险溢价。中国的财政扩张也可能体现在央行的准财政行为，在资产端促进非银行部门（企业和家庭）的支出，在负债端增加全社会的安全资产供给。在未来相当长的一段时间，“财政扩张、央行扩表”是促进经济可持续复苏的有效手段，有利于提升均衡利率水平、降低风险溢价，支持金融强国所要求的强大货币。

以上观点来自：2024年2月6日中金研究院已发布的《对当前经济形势的几点思考》
彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

国债靠前发行，财政脉冲或延续回升

近日财政部发布2023年全年数据并召开新闻发布会¹。回顾2023年，一般公共预算收支基本接近年初预算目标，政府性基金收支则低于预算目标，反映土地市场调整影响。在财政支出节奏方面，去年8月以来财政脉冲持续回升，我们预计今年年初或将呈现财政支出前置特征，3月基建施工或有显著改善。

2023年一般公共预算收支基本实现年初预算目标。其中一般公共预算收入同比+6.4%（预算收入目标+6.7%），支出同比+5.4%（预算目标+5.6%），不过12月单月一般公共预算收入增速从11月的4.3%回落至-8.4%，我们认为可能在年末税费缓缴退力度有所加大。财政部指出，2023年新增减税降费及退税缓费超2.2万亿元，其中下半年根据经济形势的变化，再延续、优化、完善一批到期的税费优惠政策，大部分政策直接延续到2027年底²。在一般公共预算支出领域，12月基建支出提速，而这也与去年12月传统基建投资提速相互印证（传统基建从11月的1.5%提速至10.1%）。

2023年政府性基金收支增速均为负增长，主要反映土地市场仍在调整中。12月卖地收入跌幅继续收敛，2023年政府性基金收支增速分别为-9.2%和-8.4%，收支差额为3.1万亿元，低于新增专项债的额度，或反映仍有部分专项债被结转结余至今年，对今年基建形成一定资金支持。从各省卖地收入情况看，区域分化差异愈发拉大。

我们预计今年财政政策将前置发力，3月开始基建投资增速或有明显起色。财政部相关发言人指出，将在全国人大审查批准的国债余额限额内，拟靠前安排发行，为保障必要的支出强度提供支撑³。近几年国债提前发行的情况不多、金额也不高，今年国债和地方债靠前发行，意味着年初财政将前置发力，我们预计3月基建或有改善，全年基建或呈前低后高态势。

前瞻1月经济数据，我们预计物价同比或仍较低迷。从PPI看，PMI出厂价蕴含的PPI环比或为-0.4%，PPI同比降幅或从12月的-2.7%小幅收窄至-2.6%。能化方面，尽管受中东地缘局势、红海贸易风险、北美寒潮短期扰动及美国需求提速影响，国际油价上涨，但国内成品油价下跌，化工价格同样回落，电厂库存充足，节前需求回落，煤价下跌。金属方面，钢材和铜继续累库，尽管降

¹ https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240201_3928049.htm

² https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240201_3928049.htm

³ https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202402/t20240201_3928049.htm

准阶段性提振预期和价格，但需求预期仍偏弱，近期黑色有色期货价格重新回落，全月期货和出厂价环比均回落。随着春节临近，农民工返乡，**建材价格**亦回落。**从CPI看**，1月猪价先跌后涨，全月较12月仍跌，节前出栏积极，供给压力释放，但旺季需求对猪价提振幅度有限。小麦、粳稻、大豆、玉米等粮食价格普跌。蔬菜价格涨幅亦不及去年同期，同比回落。工业消费品价格同比降幅随PPI小幅收窄。节前执行航班数环比上涨，出行相关服务价格或季节性上涨，尽管有春节错位，但去年同期旅游价格环比创历史同期新高，或不利于同比。**我们预计CPI同比降幅或维持于上月的-0.3%。**

高基数下金融数据同比增速回落，但PSL落地支持信贷投放环比增长。从去年12月到今年1月，央行累计投放PSL资金5000亿元。随着PSL落地，我们预计1月信贷投放得到一定支持，但由于去年的高基数，同比增速会继续下降。我们预计1月新增信贷4.6万亿元，新增社融5.4万亿元，社融同比增速回落到9.2%，信贷同比增速回落至10.2%，M2增速回落至9.5%。

周度高频

中金房地产景气指数与上周基本持平(97.3vs.前周值97.3)，其中销售指数⁴(94.1vs.前周值92.8)有所回升、供给指数⁵(98.8vs.前周值99.2)和融资指数(99.1vs.前周值99.9)均有所下降。

从需求看，二手房成交与往年持平，新房成交整体弱于往年同期。1月27日-2月2日15个样本城市⁶二手房销售面积相较2019年春节前同期增速有所回暖⁷(54.7%vs.前周值17.3%);30城新建商品住宅销售面积降幅小幅收窄(-41.2%vs.前周值-49.0%)，其中一线(-18.6%vs.前周值-3.8%)降幅走扩，二线(-44.9%vs.前周值-50.8%)和三线(-49.1%)vs.前周值-68.4%)降幅收窄⁸。新开盘房源数相较2019年同期降幅有所收窄(-55.8%vs.前周值-76.2%)，整体去化率(47%vs.前周值42%)有所回升。

⁴ 我们对销售指数进行了调整，采用了30大中城市新房销售额与2019年同期相比的增长率与中金同质二手房价格指数与2019年同期相比的增长率进行计算。

⁵ 我们对供给指数进行了调整，采用300城土地成交建面与2019年同期相比的增长率与新开盘房源数与2019年同期相比的增长率和流拍率进行计算。

⁶ 我们选取了北京、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、南京、厦门、无锡、东莞、扬州、南宁、佛山、金华、江门共15个城市的二手房成交数据作为样本。

⁷ 为消除春节假期的影响，我们将2019年2月5日与2024年2月10日对齐，然后按照距离春节的距离来计算同比，下面新房销售计算采用了相同的方式。

⁸ 为了显示趋势，我们对30城销售面积的相关数据都做了四周的移动平均。

从供给看，土地市场持续低位。成交方面，1月22日-28日，300城宅地规划建筑成交面积相较2019年同期相比下滑（-70.8% vs.前周值-46.6%），土地成交均价较2019年同期有所回升（14.1% vs.前周值-11.1%），拿地谨慎态度持续。热度方面，杭州进行了年内首次集中出让，多宗地块高溢价成交，带动300城土地平均溢价率上升（9% vs.前周值4%），但流拍率小幅上行（7% vs.前周值2%）。

从融资看，企业债融资仍维持低位。1月29日-2月4日，房企境内信用债净融资短暂转正后又有所下滑（-37.7亿元 vs.前周值78.2亿元）。

从政策看，重点城市需求端政策进一步放松。1月地方出台房地产调控政策55条，其中宽松性政策52条，中性政策1条，紧缩性政策2条。1月27日广州调整限购方面，新政提出购买建筑面积120平方米以上住房，不纳入限购范围⁹。苏州宣布自1月30日起不再审查套数和购房资格，正式全面取消限购¹⁰。上海自1月31日起对非本市户籍人士购房需满足“5年社保”和“已婚”两个条件中的后者进行放松，“单身”人士可在外环以外区域（崇明区除外）限购1套住房¹¹。

上周信用债净发行增加，流动性有所放松，国债收益率曲线下移。上周R007下降28bp至2.23%，高于央行7天逆回购利率1.80%。3个月SHIBOR下降3bp至2.37%。1年期国债收益率下降13bp至1.89%，10年期国债收益率下降8bp至2.42%。

以上观点来自：2024年2月6日中金公司研究部已发布的《国债靠前发行，财政脉冲或延续回升》

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁹ https://www.gz.gov.cn/gkmlpt/content/9/9464/post_9464838.html#12624

¹⁰ <https://www.bjnews.com.cn/detail/1706602493129692.html>

¹¹ <https://www.shanghai.gov.cn/nw4411/20240131/72e52e30915a4ef3af8d468b4aa134dc.html>

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.2.5 海外宏观周报：非农强劲，市场削减降息押注
2024.2.6 中国图说中国宏观周报：国债靠前发行，财政脉冲或延续回升

策略及大宗商品

- 2024.2.5 海外市场观察：中金公司全球研究-全球区域行业市场动态

固定收益

- 2024.2.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
2024.2.6 简评：信用债行情强劲，低等级产业及城投表现均突出——2024年1月行业利差跟踪
2024.2.6 简评：规模下半年回升明显，现金和银行存款占比持续提升——2023年理财年报点评

行业

- 2024.2.5 农业：锚定农业强国，推进乡村振兴——一号文件速评
2024.2.6 保险：保险行业2023年报前瞻：权益亏损导致利润承压，股息有望保持稳定
2024.2.6 银行：欧美银行风险推演（3）：纽约社区银行风险再起
2024.2.6 家电及相关：海外需求持续稳健增长
2024.2.6 传媒互联网：广告12月：低基数下2023年大盘同比修复
2024.2.6 不动产与空间服务：周评#377：上周新房销售同比跌势延续

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn