

宏观经济热点分析与大类资产配置展望

永安期货研究中心 华翔
2024-04-18

研究创造价值 一切只为客户
RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU

目录

一、地产

二、国内宏观——仍需努力

三、海外宏观——韧性下的为难

四、大类资产配置展望

地产投资对于GDP的影响

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
GDP累计同比 (%)	18.30	12.70	9.80	8.10	4.80	2.50	3.00	3.00	4.50	5.50	5.2	5.2	5.30
规模以上工业增加值累计同比 (%)	24.5	15.9	11.8	9.6	6.5	3.4	3.7	3.6	3	3.8	4	4.6	6.1
社零总额累计同比 (%)	33.9	23	16.4	12.5	3.26	-0.7	0.7	-0.2	5.8	8.2	6.8	7.2	4.7
固定资产累计投资同比 (%)	25.6	12.6	7.3	4.9	9.3	6.1	5.9	5.1	5.1	3.8	3.1	3	4.5
制造业 (%)	29.8	19.2	14.8	13.5	15.6	10.4	10.1	9.1	7	6	6.2	6.5	9.9
基建 (%)	26.76	7.15	1.52	0.21	10.48	9.25	11.2	9.4	10.82	10.15	8.64	8.24	8.75
房地产开发投资 (%)	25.6	15	8.8	4.4	0.7	-5.4	-8	-10	-5.8	-7.9	-9.1	-9.6	-9.5
进口累计同比 (美元%)	29.41	36.82	32.53	30.05	10.44	5.47	3.58	0.84	-7	-6.9	-7.5	-5.5	1.5
出口累计同比 (美元%)	48.64	38.31	32.63	29.62	15.03	13.2	11.73	6.06	-1.9	-3.4	-5.7	-4.6	1.5
CPI当月同比 (%)	0.4	1.1	0.7	1.5	13.86	2.5	2.8	1.8	0.7	0	0	-0.3	0.1
PPI当月同比 (%)	4.4	8.8	10.7	10.3	12.51	6.1	0.9	-0.7	-2.5	-5.4	-2.5	-2.7	-2.8
社融存量同比 (%)	12.3	11	10	10.3	0.5	10.8	10.6	9.6	10	9	9	9.5	8.7

地产——价格

3月，二手住宅环比继续走弱，新建住宅略有好转。

图：2021年1月至2024年3月百城新建住宅价格及环比变化



图：2021年1月至2024年3月百城二手住宅价格及环比变化



图：2021年6月至2024年3月50城住宅平均租金及环比变化

数据来源：中指数据CREIS

地产——价格

根据中国房地产指数系统百城价格指数，3月，百城新建住宅价格环比下跌城市数量为35个，百城二手住宅价格环比下跌城市数量为98个，二手房价格下跌城市已连续10个月超90城。

图：2021年1月至2024年3月百城新建及二手住宅价格环比下跌城市数量



地产——价格

根据百城价格指数，新建住宅方面，2024年一季度，一线及二线城市新建住宅价格累计分别上涨1.05%和0.49%，涨幅较2023年四季度分别扩大0.67个百分点、0.25个百分点；三四线代表城市由跌转涨，一季度累计涨幅为0.04%。

二手住宅方面，2024年一季度，各梯队城市二手房价格均继续下跌，部分城市下跌收窄。

图：2023年四季度-2024年一季度各梯队城市新建住宅价格季度累计涨跌变化



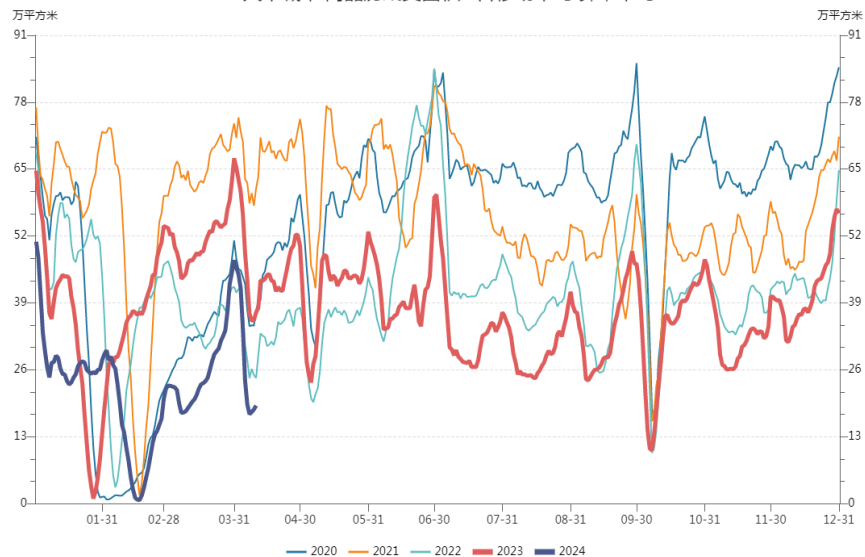
数据来源：中指数据CREIS

图：2023年四季度-2024年一季度各梯队城市二手住宅价格季度累计涨跌变化



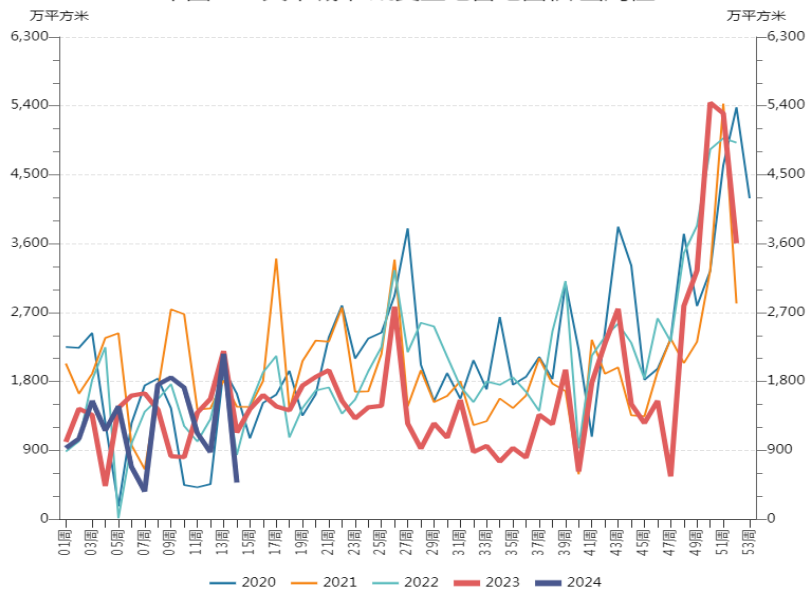
30大中城市商品房成交面积（不包含二手房）和100大中城市土地成交面积依然偏弱。

30大中城市:商品房成交面积:7日移动平均:算术平均



数据来源: Wind

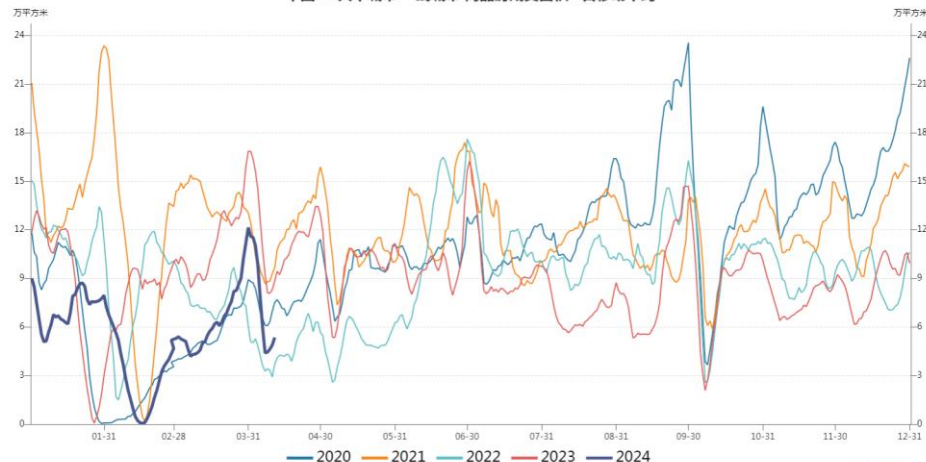
中国:100大中城市:成交土地占地面积:当周值



数据来源: Wind

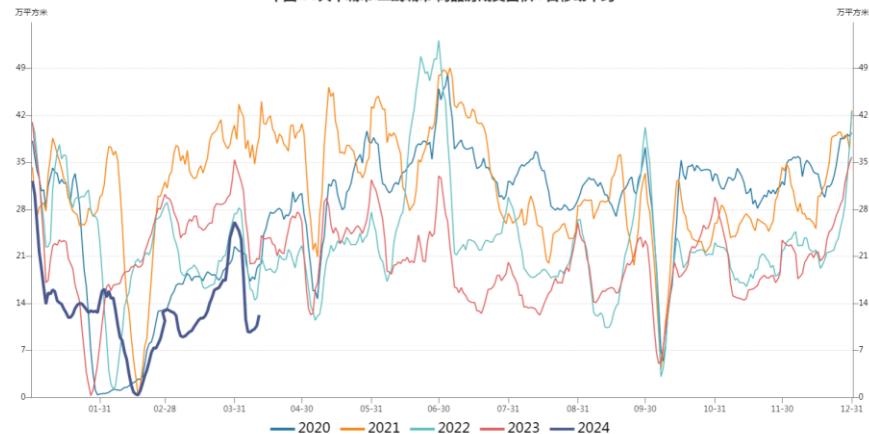
一线城市成交量季节性好转较二线更明显（数据不包含二手房）。

中国:30大中城市:一线城市:商品房成交面积:7日移动平均



数据来源: Wind

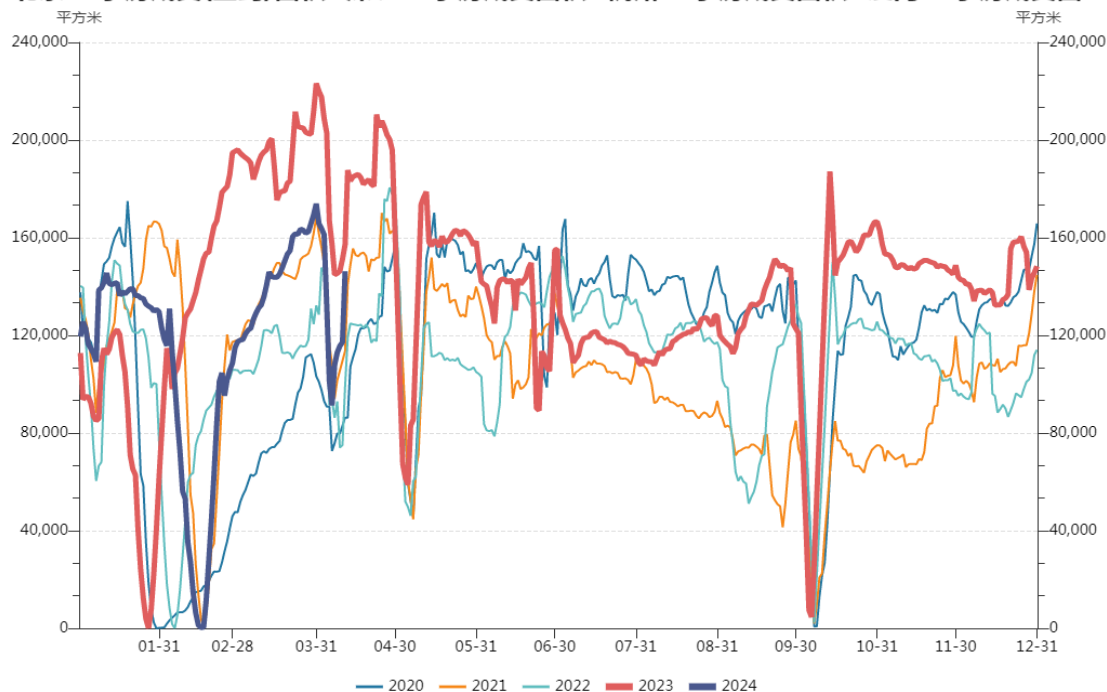
中国:30大中城市:二线城市:商品房成交面积:7日移动平均



数据来源: Wind

当前二手房市场的热闹、部分城市的成交改善，多是以价换量所致，市场并未真正进入景气的态势。二手房持续以价换量的另一个结果，是让新房逐渐丧失价格优势，形成竞争关系。

北京:二手房成交(签约)面积+深圳:二手房成交面积+杭州:二手房成交面积+厦门:二手房成交面...

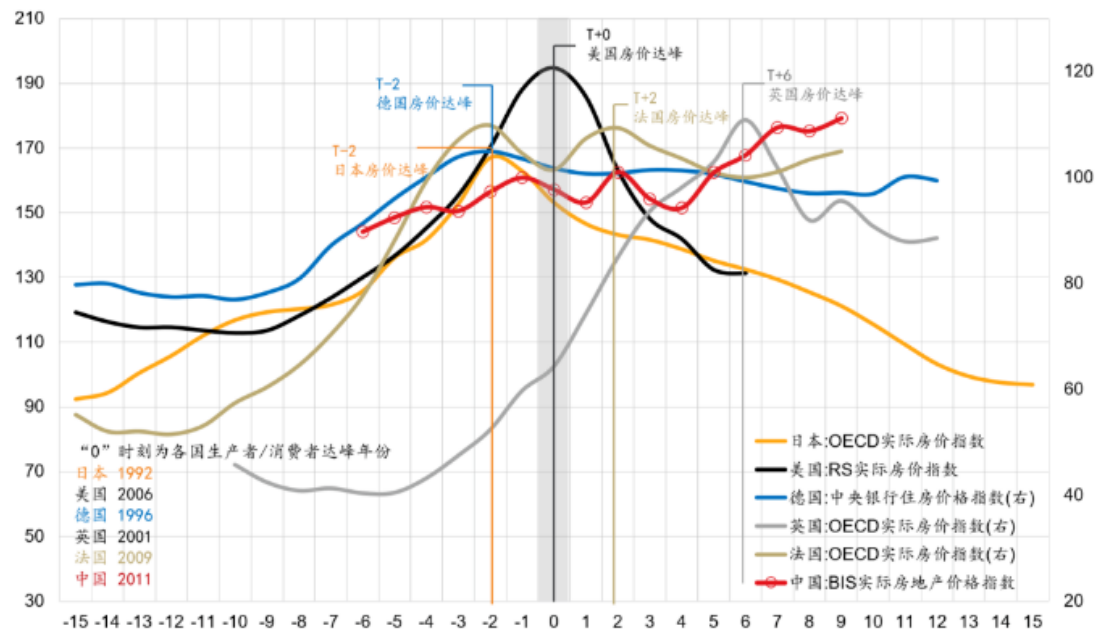


数据来源: Wind

地产——人口结构

房地产价格的快速上涨主要发生在人口红利（生产者/消费者）的上升期。

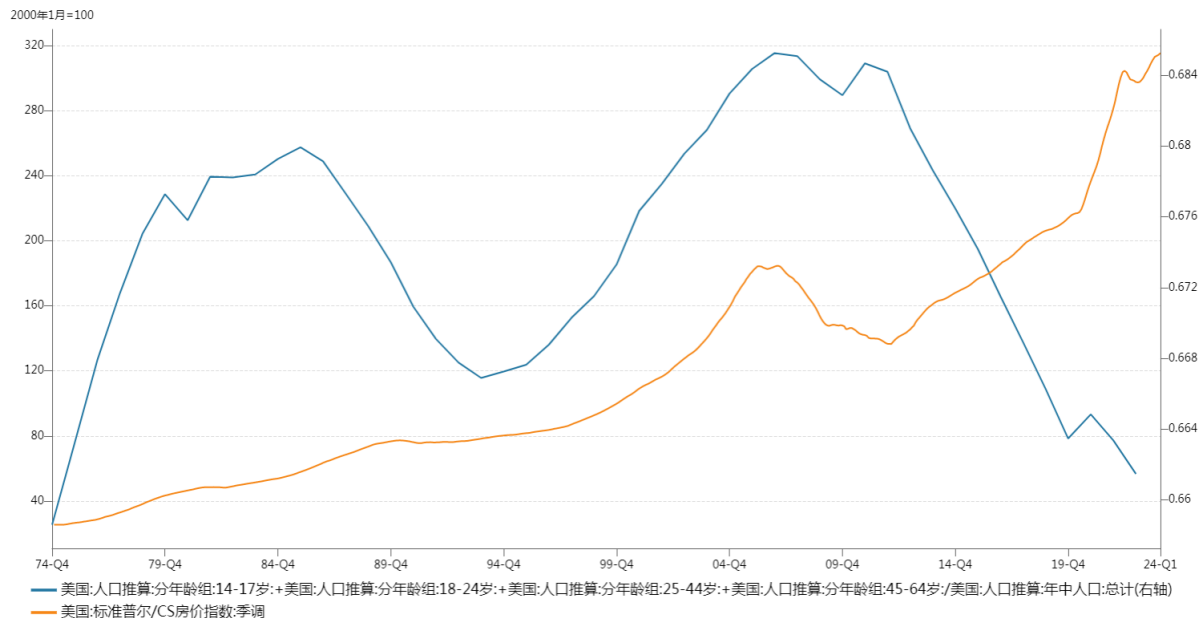
图表1：人口达峰与房价达峰



数据来源：联合国、OWID、Robert Shiller、WIND、东方证券财富研究

地产——人口结构（美国）

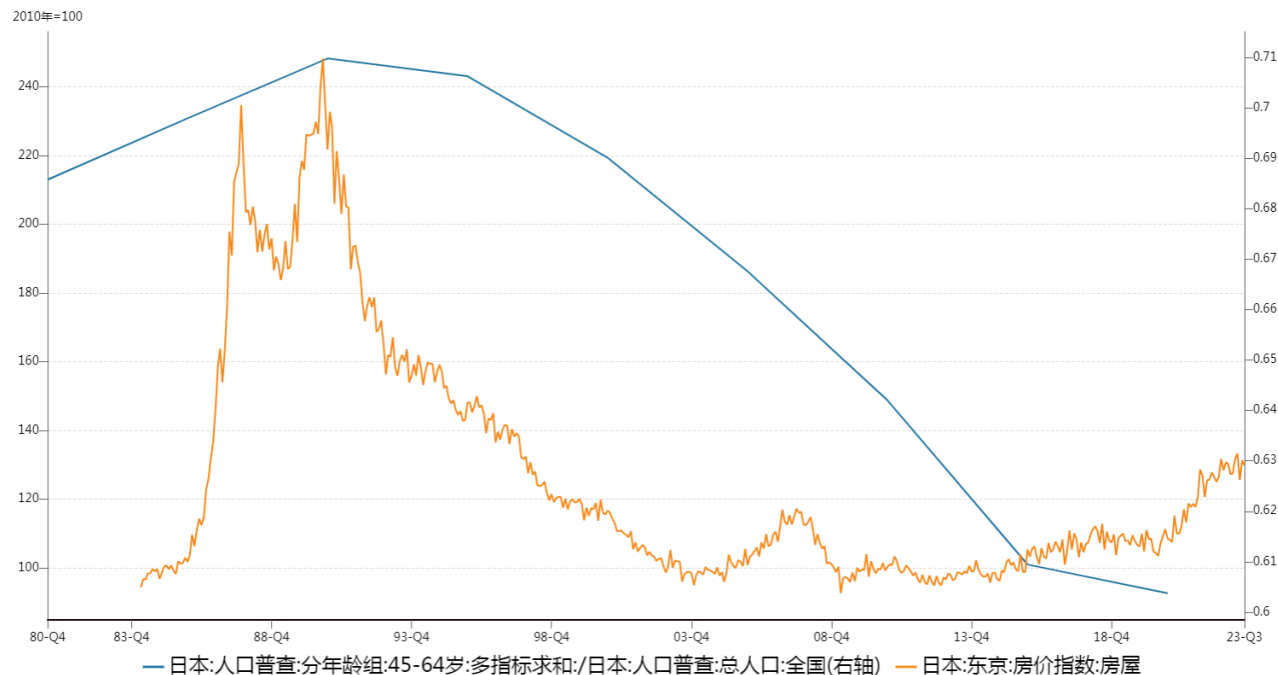
我们可以发现人口结构影响美国地产价格，例如在14-64岁人口占比总人口较高的时期，房价上行，14-64岁人口占比总人口较低时期，房价上行偏慢或者有下跌。但这个逻辑在2012年之后似乎失灵



数据来源: Wind

地产——人口结构（日本）

日本房价的长期转折点出现在人口结构转折的2到3年内，并且下跌迅速，日本地产价格、建设与销售快速下跌有人口的背景因素，也存在日本金融、地产政策错误操作的因素（1990年3月，日本大藏省发布《关于控制土地相关融资的规定》，对土地金融进行总量控制同时，控制不动产贷款。）

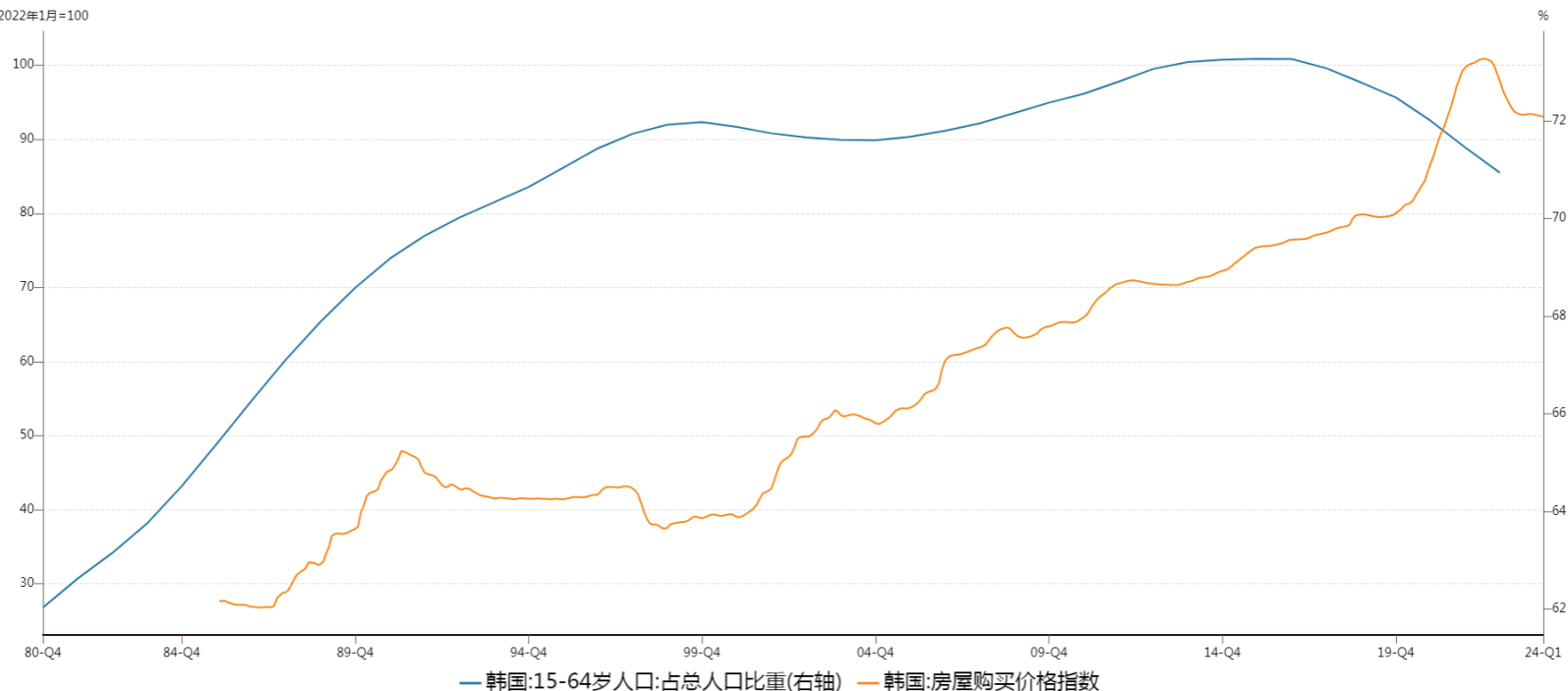


数据来源: Wind

地产——人口结构（韩国）

从人口角度看，疫情以来的房价上涨也已偏离人口的基本面，从韩国地产的建设端来看，2015年之后就已转入下行。

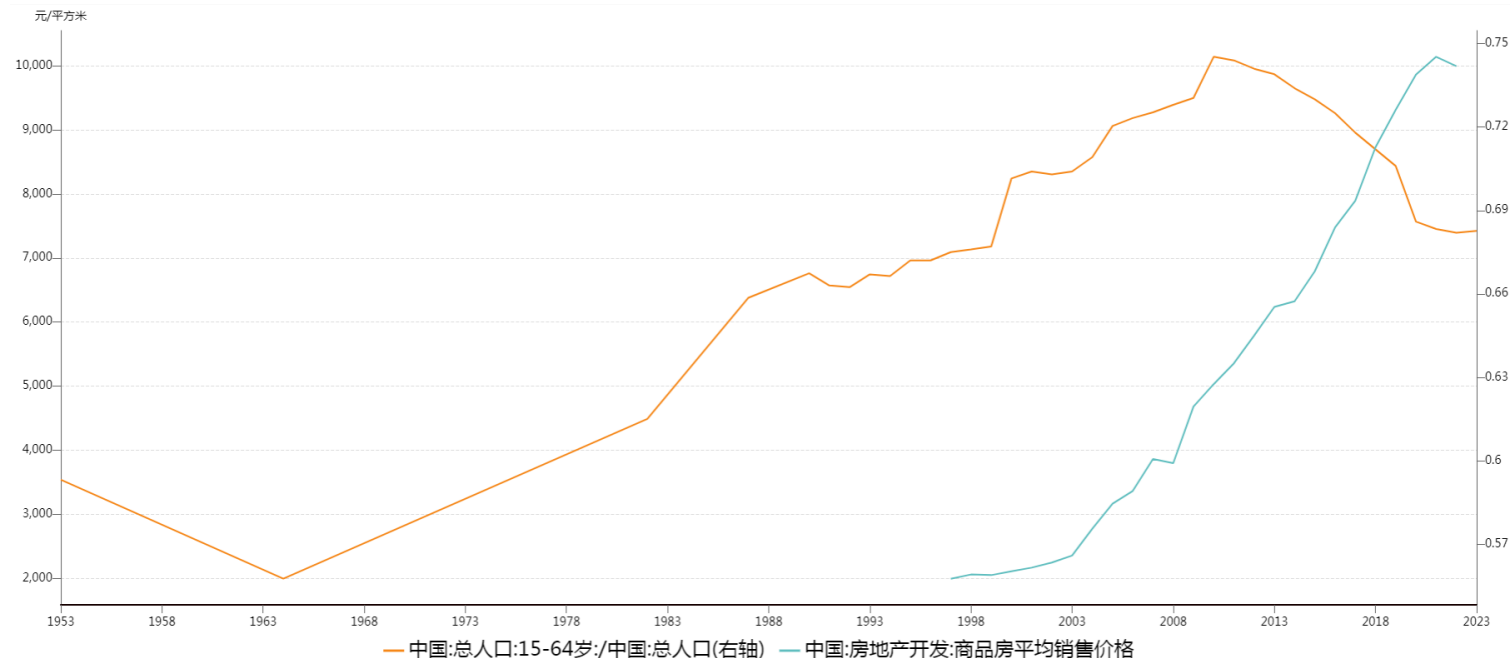
2022年1月=100



数据来源: Wind

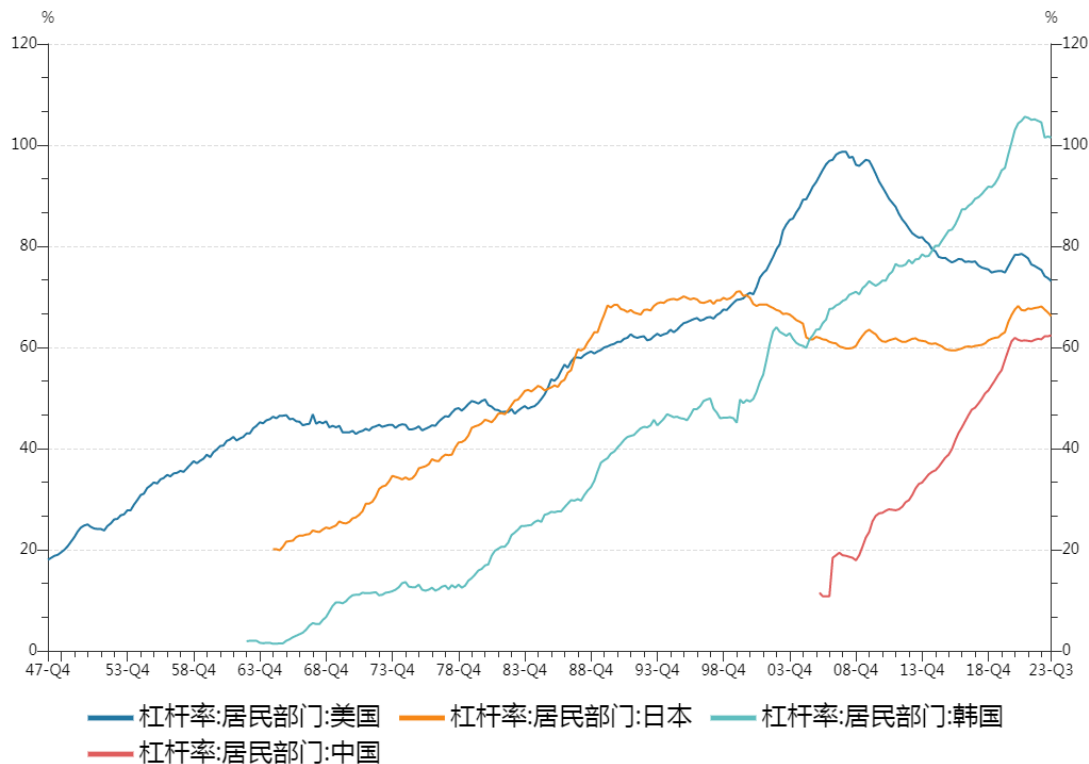
地产——人口结构（中国）

1998年，中国开始停止住房分配制度，逐步建立商品房市场。中国房地产市场化改革的时间点与人口结构中人口红利变化的时间点基本吻合。在2011年前后，中国人口红利到达顶峰，从总量层面看，中国房地产价格上涨也出现了波动。经济增速也出现了调整与换挡。



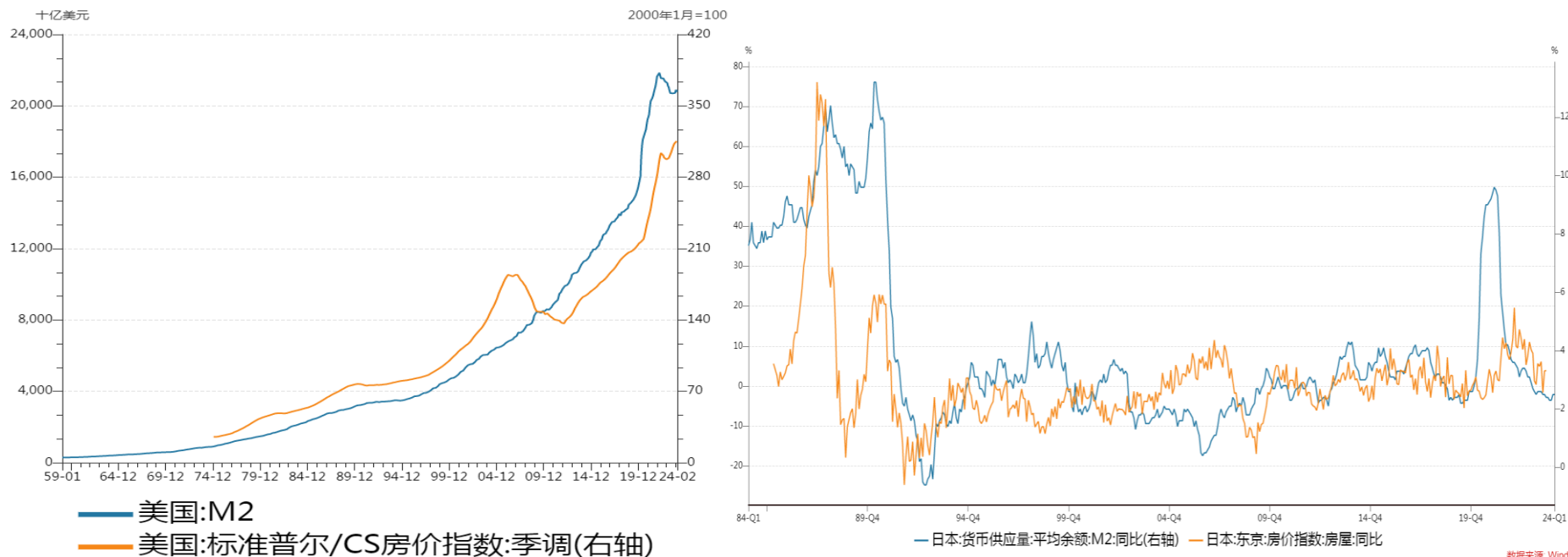
地产——杠杆

- 加杠杆的空间和去杠杆的时间



地产——货币

- 美国与日本的货币供应量增速与房价密切相关。

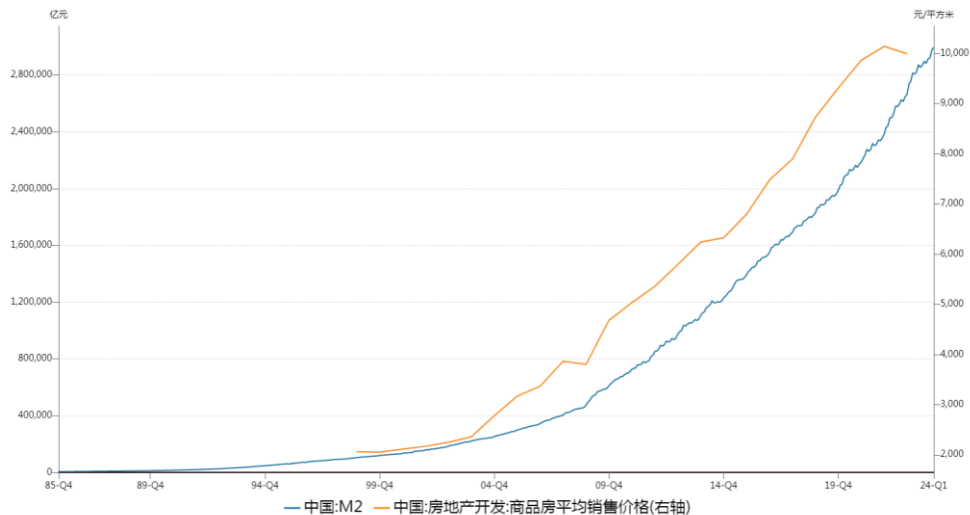


数据来源: Wind

数据来源: Wind

地产——货币

中国的货币供应增速目前稳定。



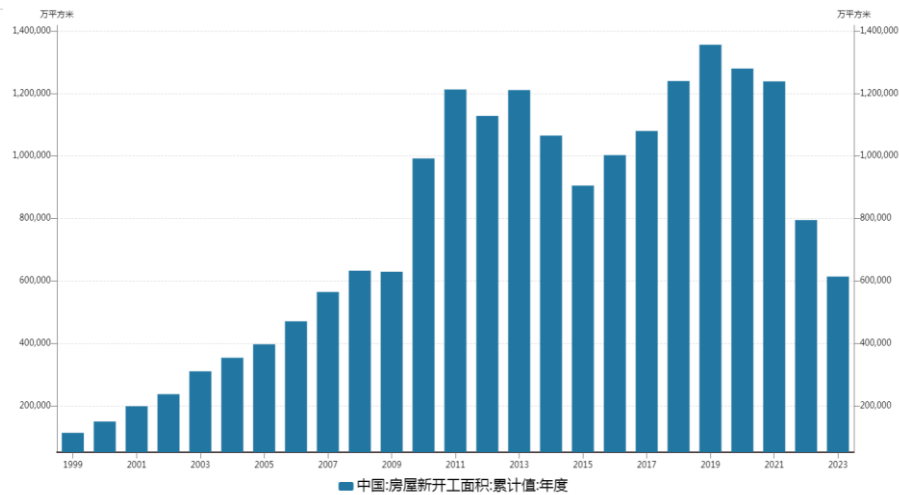
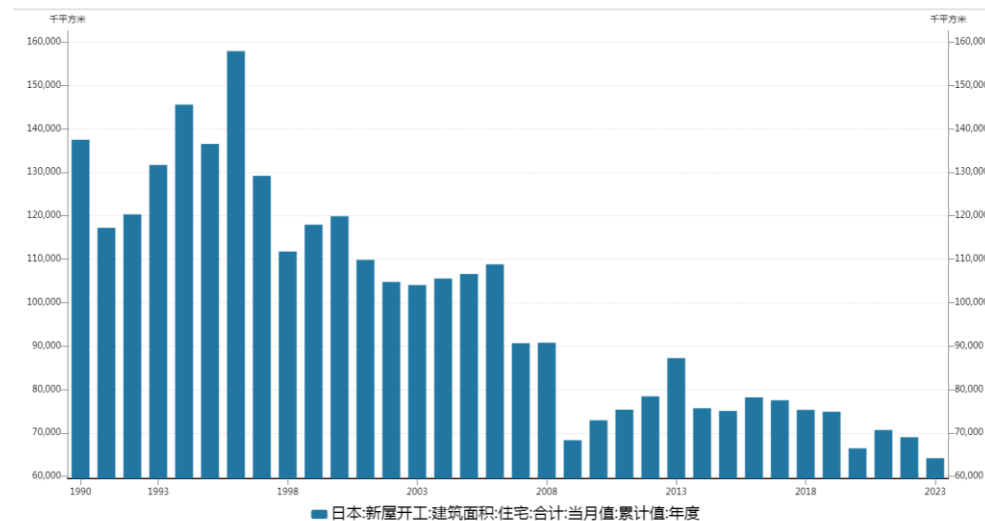
数据来源: Wind



数据来源: Wind

地产——新开工

日本的新屋开工面积在房价见顶之后又维持了几年的高位，在14000万平米/年左右，然后降到2023年的6417万平，降低了一半多，用时20年+。国内新开工最高是2019年的135.5万万平方米，2023年为61.35万万平方米，新屋开工面积降了接近一半，用时4年。



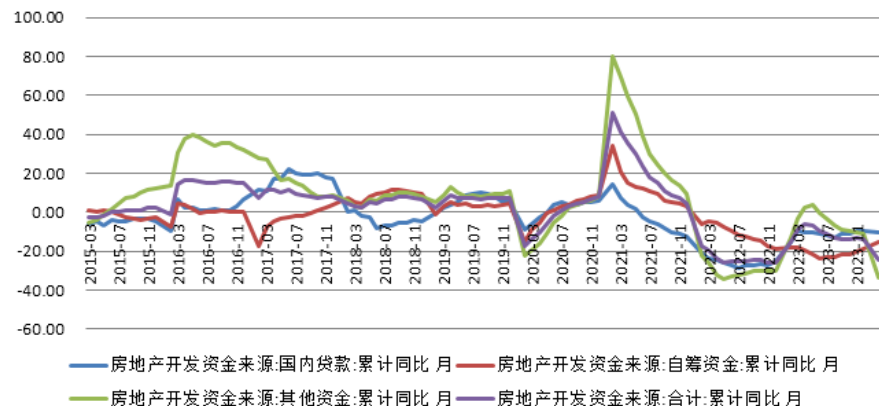
地产——总结

当前房地产开发资金来源紧缩是造成房企出现风险的主要原因，而由于新开工面积降低，施工和竣工的情况也不会快速改善。但目前来看，我国并不会简单重复日本的房地产历史。人口结构是地产疲软的因素之一，但不是决定性的唯一。居民资产负债表的修复时间与空间，以及货币政策对于地产行业平稳过渡至关重要。

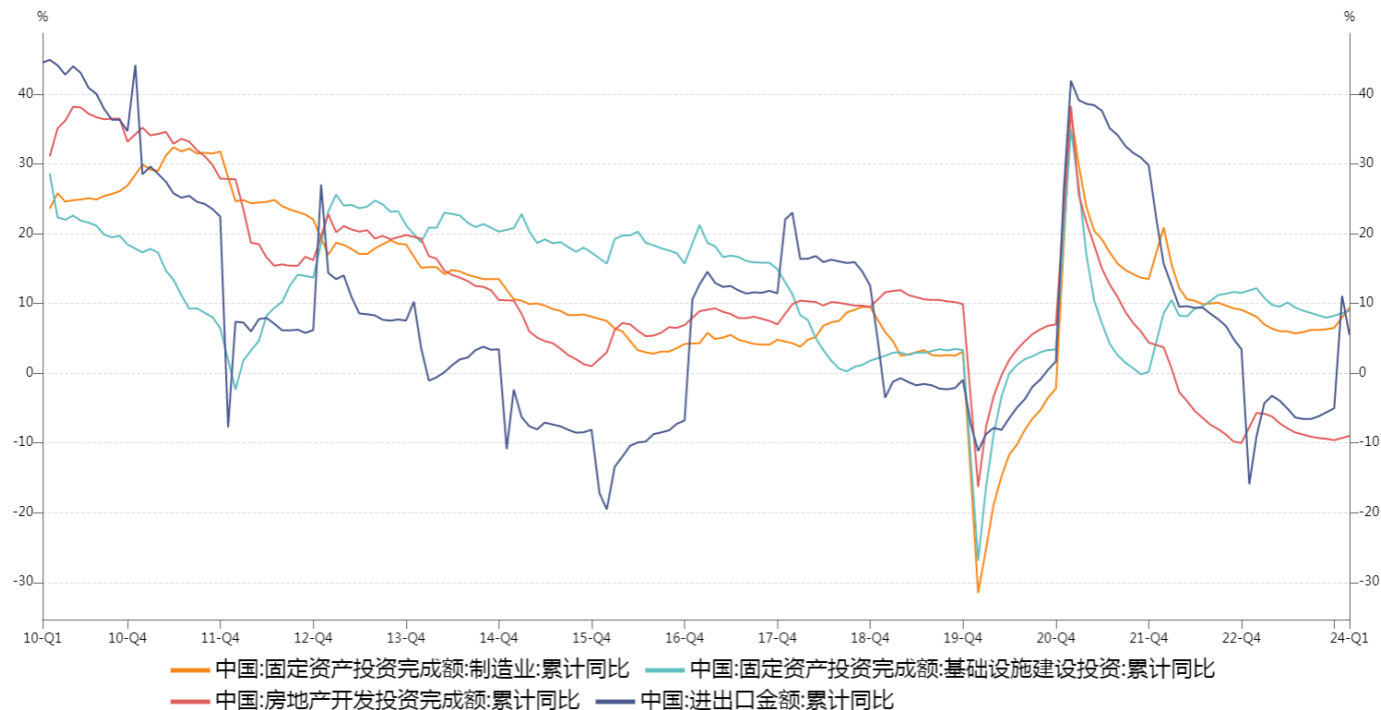
房地产行业



房地产开发资金来源

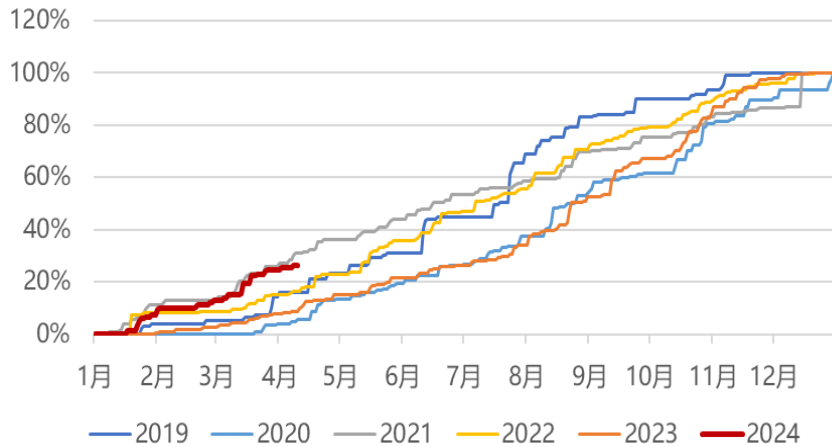


- 当房地产投资增速疲弱时，制造业投资、基建投资和进出口的表现就非常重要。



数据来源: Wind

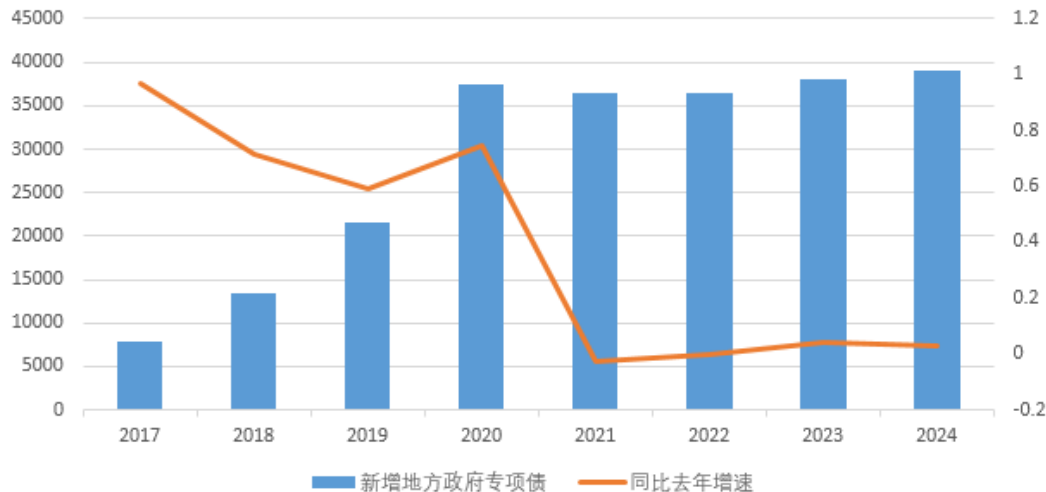
- ## 新增专项债发行进度



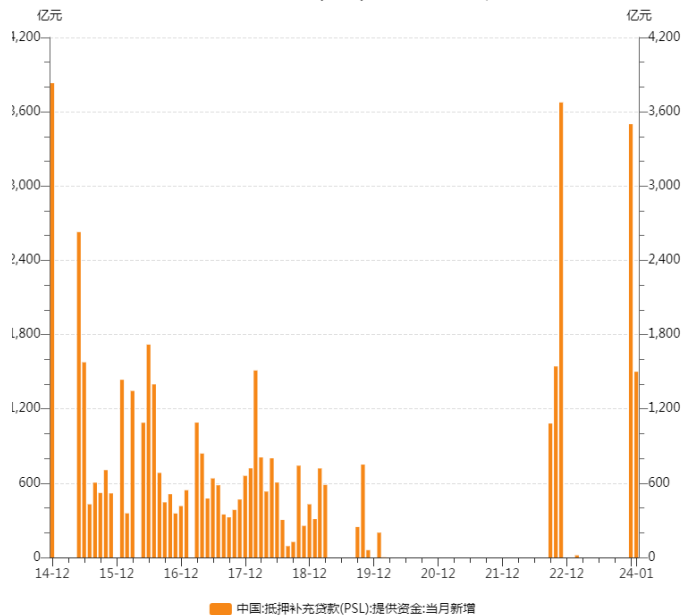
国内宏观——基建

- 地方政府新增专项债3.9万亿元，在地方政府化债的背景下，新增专项债额度不降反增难能可贵。加上去年发行的1万亿元国债预计有8000亿元在一季度发行使用，今年新发行1万亿特别国债，以及最近新增5000亿元的抵押补充贷款（PSL）有一部分投入基建，今年基建力度依然可期。

新增地方政府专项债



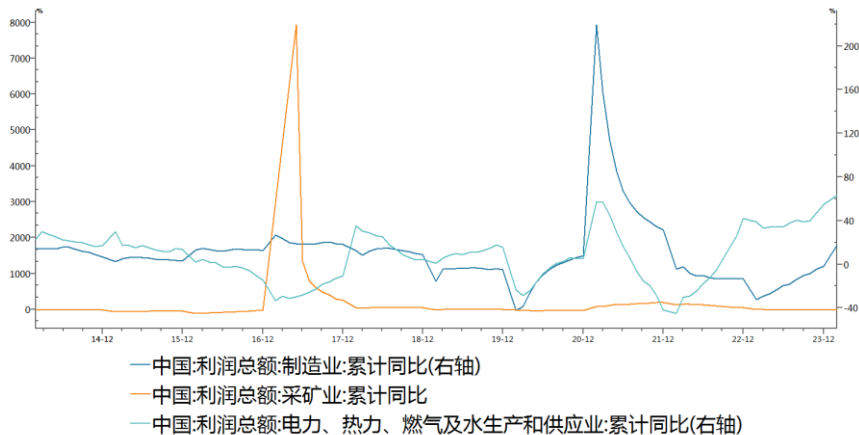
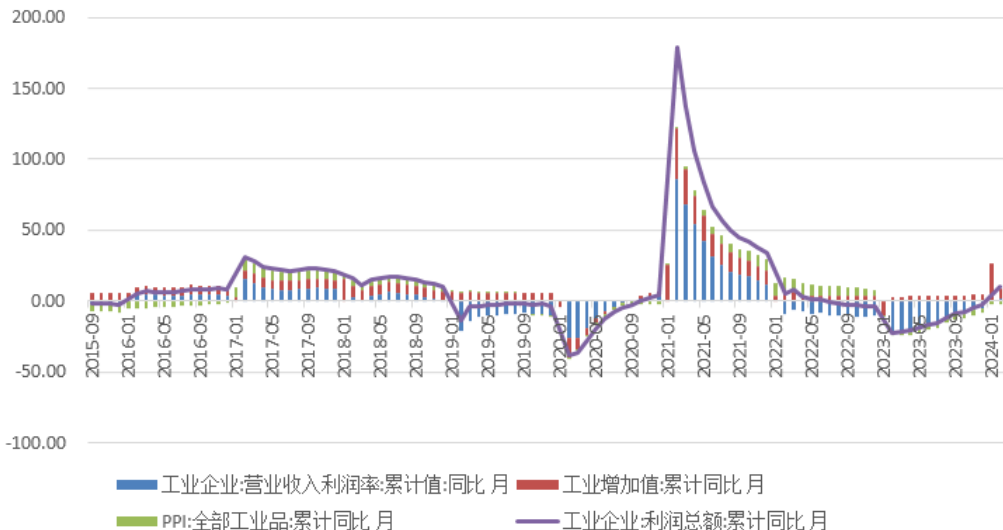
中国:抵押补充贷款(PSL):提供资金:当月新增



国内宏观——制造业

- 2024年1-2月，全国规模以上工业企业实现利润总额9,141亿元，同比增长10.2%，增速较去年全年-2.3%大幅回升。供给端动能回升是工业企业利润修复的主要支撑，而需求端仍显疲弱。制造业、基建的利润累计同比有所回升。

工业企业利润和构成

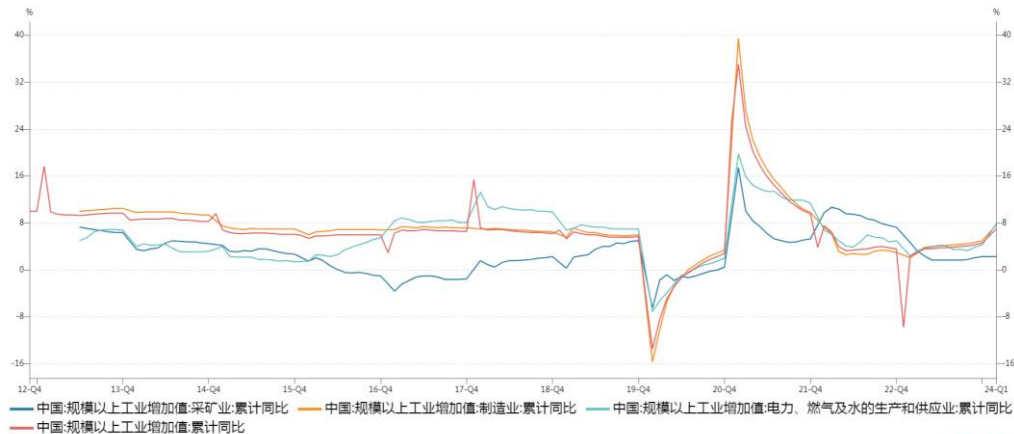
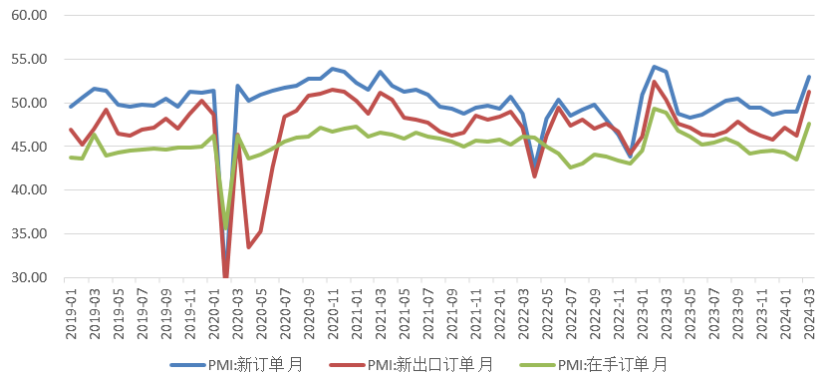


数据来源: Wind

国内宏观——制造业

- 3月份，制造业采购经理指数为50.8，较上月49.1提升，需求端表现环比大幅改善，或有一部分节日效应影响。
- 工业生产复苏。1-2月份，全国规模以上工业增加值同比增长7.0%，比上年12月份加快0.2个百分点。分三大门类看，采矿业增加值同比增长2.3%，制造业增长7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长7.9%。

PMI需求端



国内宏观——进出口

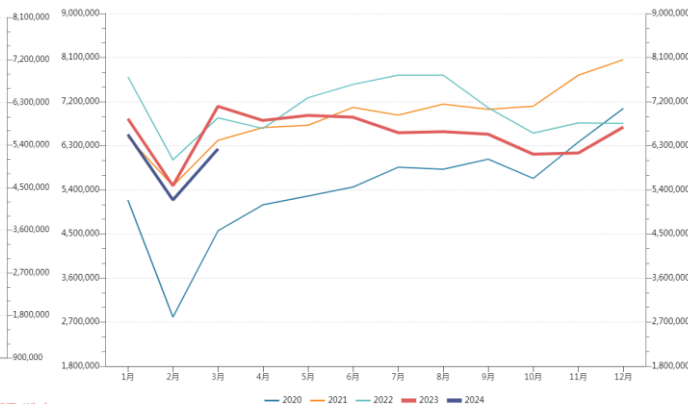
- 3月进出口当月同比-5.1%，1-3月累计同比增速1.5%，进出口数据低位震荡，由于基数原因，后续可能转好。

中国:进出口金额:美国:当月值



数据来源: Wind

中国:进出口金额:欧盟:当月值



数据来源: Wind

中国:进出口金额:东南亚国家联盟:当月值



数据来源: Wind

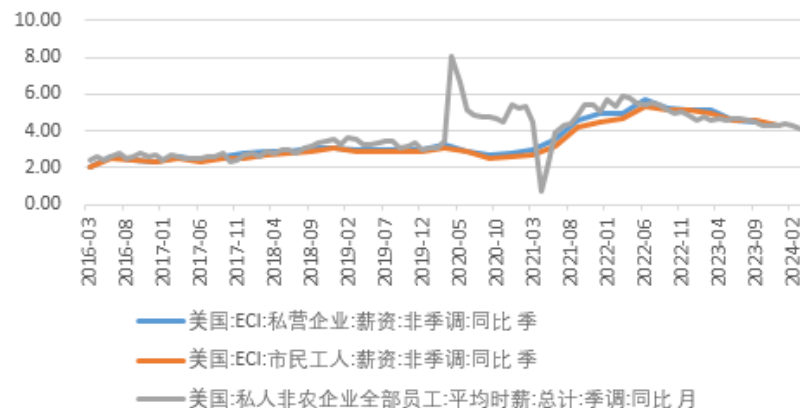
海外宏观——美国

美国1、2月份消费和收入数据平稳略回落，时薪同比虽然回落，但依然处于偏高位置。

美国个人收入和消费



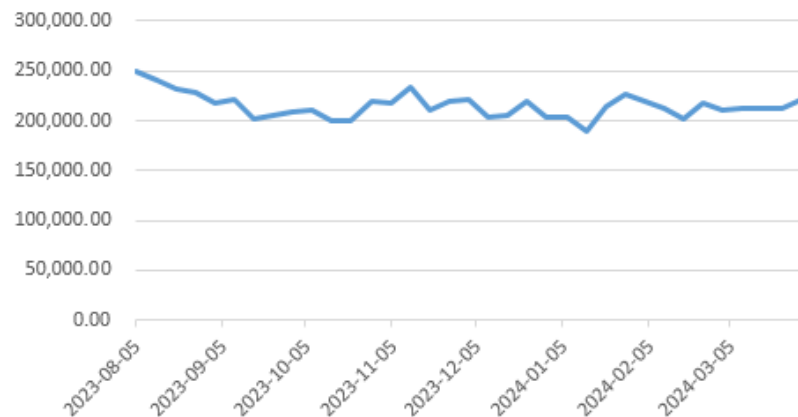
美国时薪同比



海外宏观——美国

- 职位空缺依然处于偏高位置，申领失业金人数低位震荡，就业表现良好

初次申领失业金人数

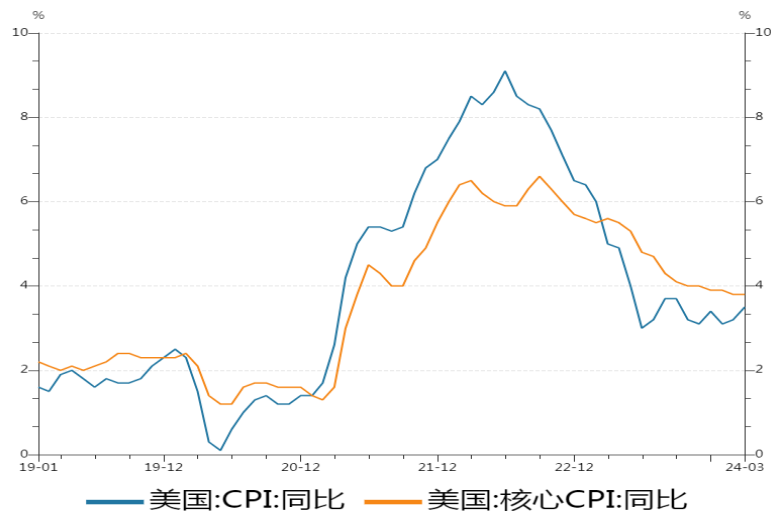


美国:职位空缺率:非农:私人:总计:季调 月



海外宏观——美国

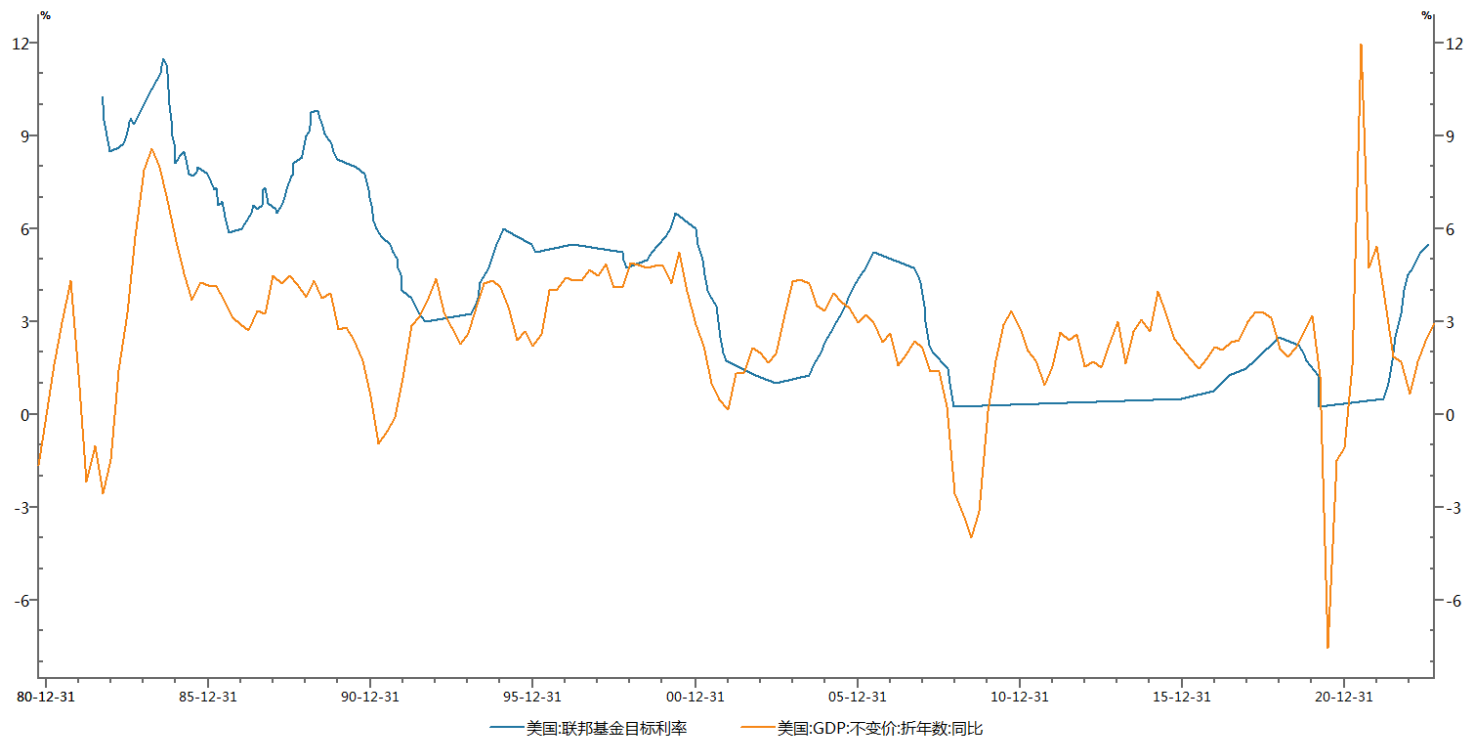
- 4月11日凌晨公布的3月美国CPI同比3.5%(前值3.2%，预期3.4%)，核心CPI同比3.8%(前值3.8%，预期3.7%)均超出市场预期。市场2024年降息预期从3次下降到2次。



CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	94.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	17.9%	81.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.3%	38.2%	55.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	20.0%	45.5%	31.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.3%	26.6%	41.9%	23.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	16.7%	34.1%	32.8%	11.9%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.6%	8.2%	22.5%	33.7%	25.9%	8.0%
2025/3/19	0.1%	0.8%	4.4%	14.4%	27.3%	30.3%	18.2%	4.5%
2025/4/30	0.3%	1.8%	7.2%	18.0%	28.2%	26.9%	14.4%	3.3%

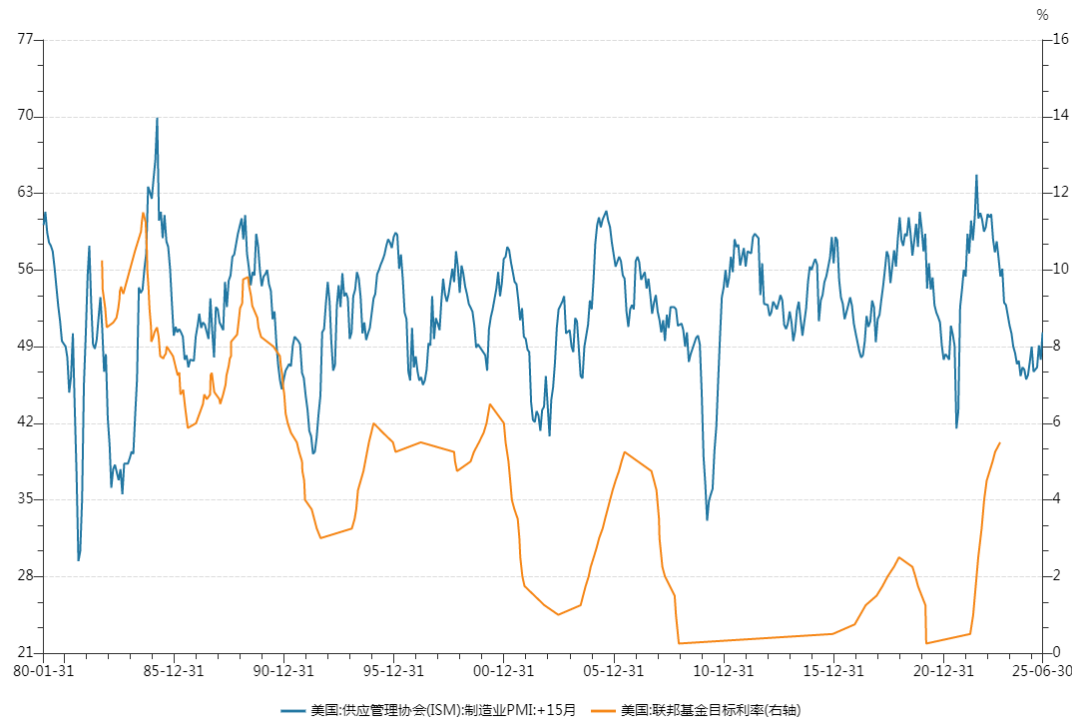
海外宏观——美国

在历次美国降息周期中，表现最好的是债券市场，基本都表现为牛市，权益市场在美国经济衰退较为严重或受突发危机影响时表现较差，其余表现上涨，黄金则由于和美债实际利率负相关而在大宗商品中脱颖而出。



海外宏观——美国

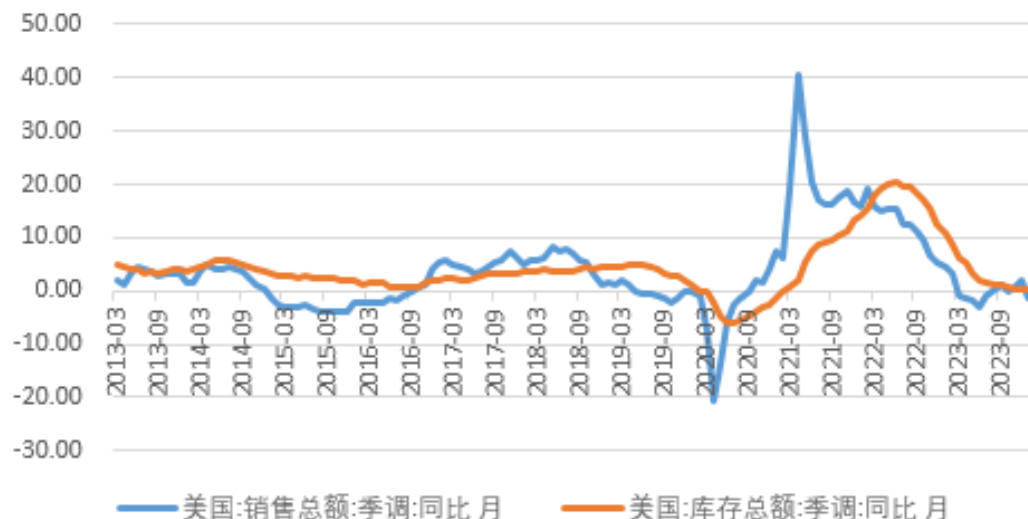
- 历史上，美国制造业PMI领先降息一年多，本轮加息比较迟，降息也比较迟。如果不发生危机，降息将进一步促进美国制造业从低位的复苏。3月美国ISM制造业PMI意外走高。



海外宏观——美国

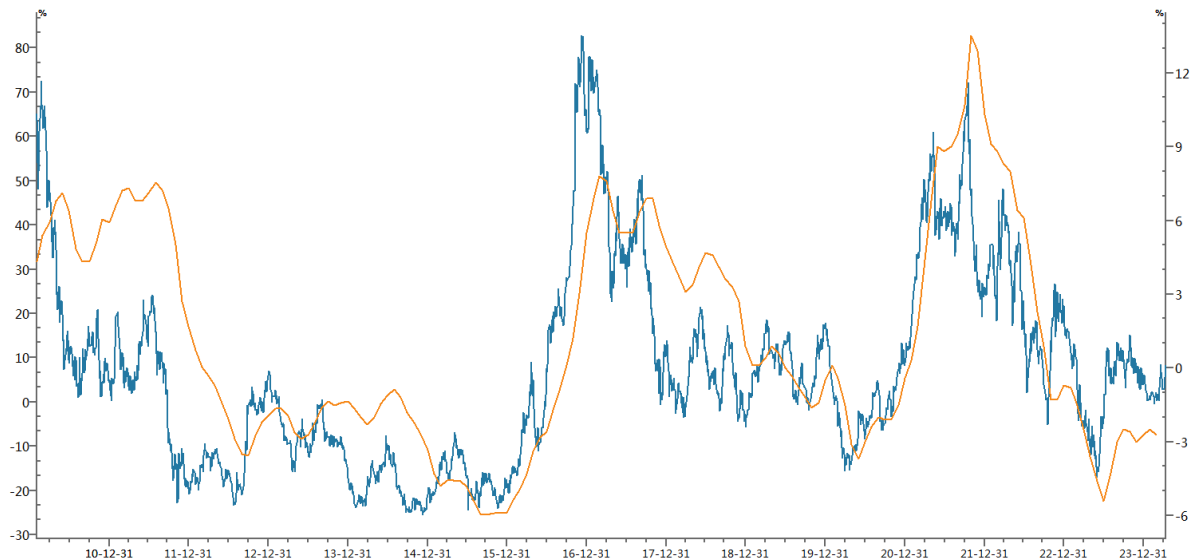
库存处于低位，未来有一定补库需求，销售还未完全企稳。

销售同比领先库存同比



2024年资产——商品

- 大宗商品（我们1月份的全年展望：上半年偏多，下半年看海外经济有没有衰退风险/再通胀风险）
- 国内经济温和复苏通胀温和反弹
- 美国降息+补库存

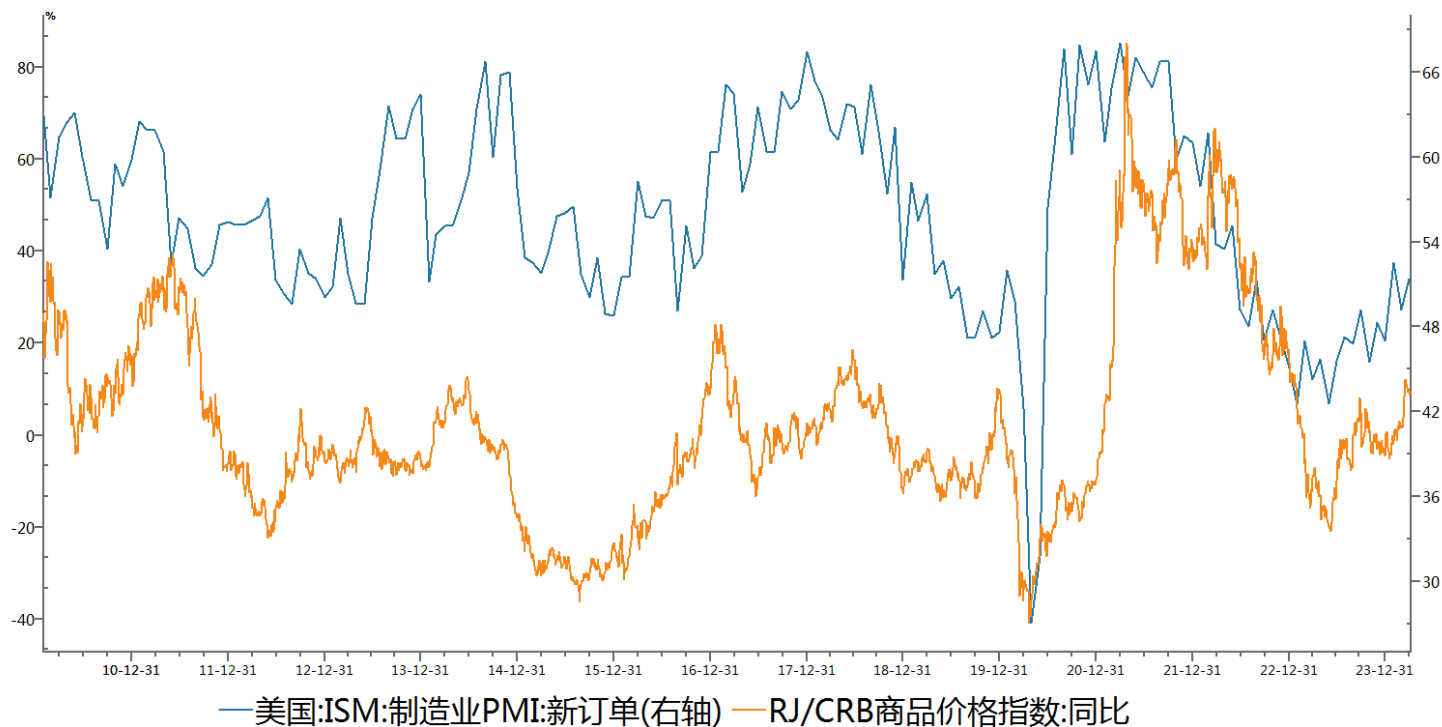


—南华工业品指数:同比

—中国:PPI:全部工业品:当月同比(右轴)

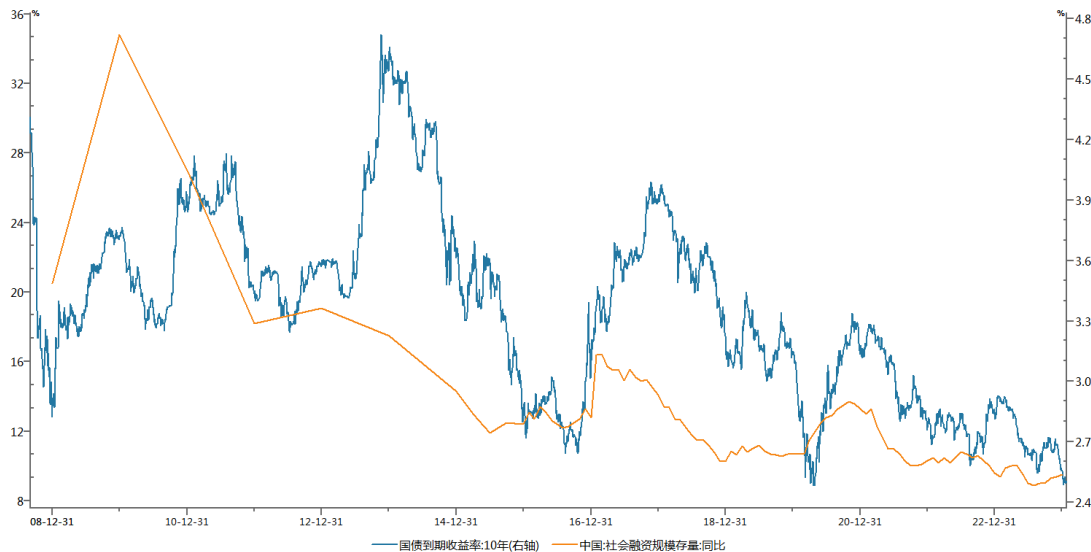
2024年资产——商品

商品价格与美国制造业新订单走势趋同



2024年资产——债

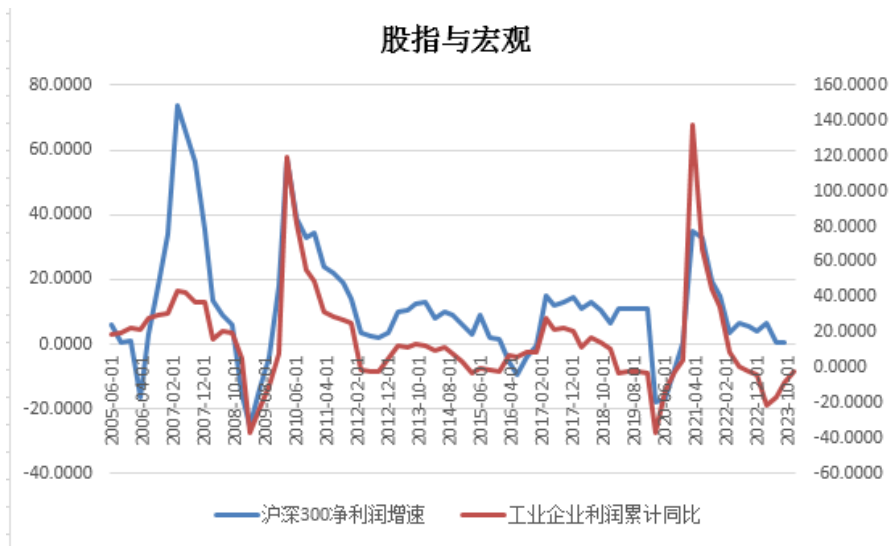
- 国内债券
- 经济温和复苏+化债需要情况下难以看到大幅的利率上行
- 关注美联储降息后是否国内跟进，但短期定价充分，3月29日召开的货币政策例会中，央行在强调推动实体融资成本下降后，也曾提到“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，在以往的货政例会中，央行很少会直接明确提及长期收益率。



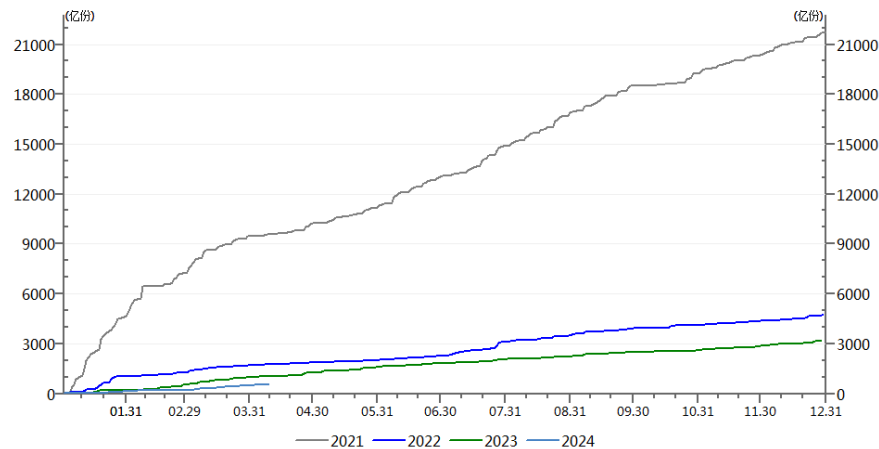
2024年资产——股

- 国内股票
- 盈利增速在经济温和增长的情况下改善
- 估值偏低
- 增量资金短期受限（目前较大的矛盾）

股指与宏观



中国:新成立基金份额:偏股型:累计值



数据来源: Wind

THANK YOU

免责声明：以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但公司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。且全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，客户应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我公司不承担任何责任。未经公司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我们均不承担任何责任。

研究创造价值 一切只为客户

RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU