

研报精选

2024年5月26日 第172期

宏观专栏

双周期下的财政政策

报告认为，新形势下我国财政格局呈现两大主要特征，一是现代预算制度继续健全完善，二是财政政策也跟随经济基本面需要兼具跨周期和逆周期调节特征。报告预计今年财政对居民部门的消费支持主要体现在医保等转移支付和大宗消费两方面。

“浅降息”的经济逻辑与资产主线

市场今年以来对美国经济情况和降息节奏的判断持续波动。报告认为，由于美国经济内生动能仍然较强，美联储降息更可能是“浅降息”，呈现审慎微调、循序渐进和预防性的特征。

专题聚焦

新宏观策略研究（二）：黄金定价的国际货币体系视角

报告认为，黄金定价与实际利率的背离不能简单理解为美元体系信用崩塌与地缘政治风险上升；这一背离根本上反映了不同国家对全球储备货币的观念分歧，体现国际货币体系的分裂。

降息交易的钟摆与“终局”

报告分析了美国金融条件松紧程度对于实体需求的影响，认为近期美国金融条件的转松可能在未来1-2个月推动需求或价格再度小幅回升，美联储降息也可能被推后。

宏观专栏

双周期下的财政政策

2023年财政政策整体保持温和扩张态势，年内节奏先快后慢，结构上坚持“三保”底线。伴随着新旧经济动能转换，土地财政在政府可用财力中明显降低，地方化债背景下城投净融资趋紧，地方财政收支维持紧平衡态势，财政政策也随之迎来变局。新形势下财政格局呈现两大主要特征，一是现代预算制度继续健全完善，二是财政政策也跟随经济基本面需要，兼具跨周期和逆周期调节特征。

结合《党的二十大报告辅导读本》和央地财政预算报告，我们对现代预算制度改革的主要方向做出如下总结：一是继续深化财税体制改革，具体包括央地财政事权和支出责任划分改革、省以下财政体制改革、预算管理制度改革等，近年来财政绩效管理被提及的次数明显增加；二是优化支出结构，一般公共预算支出持续处于压降状态，同时地方仍保持对“三保”、科技、教育和现代化产业体系建设等领域较强的支持力度；三是基本公共服务均等化进行中，支出责任上移；四是地方加力多方面统筹财政资源，土地财政逐步转型。

财税体制改革思路兼具跨周期和逆周期调节特征，反映地方政府在努力平稳化解地方债务风险的同时，通过改革推动经济高质量发展，涵养税源以促进中期内财政收支平衡。财政政策的跨周期调节主要体现在规范产业政策，通过科技、产业基金等形式支持新质生产力发展；提升居民中长期消费能力，通过推动基本公共服务均等化，适度提高居民社会保障标准，扩大保障性住房供给，发展以县域为载体的新型城镇化等多举措改善居民收入分配格局。财政政策的逆周期调节在今年主要体现为基建投资的适度发力，通过财税政策引导企业设备更新和消费品以旧换新。

财政政策对今年消费和投资均有着一定含义，整体上基建投资仍是重要抓手。在财政收支紧平衡背景下，政府消费总体或增长趋缓，财政对居民部门的

消费支持或主要体现在医保等转移支付，以及对大宗消费的支持。我们预计今年基建投资增速或小幅低于年初预测的10%，项目新开工偏慢，今年投资或更多依靠在建项目建设，不过实物量或仍较去年有所改善。基建细分领域投资增速从高到低排序或为公用事业、水利、铁路、道路投资和公共设施管理。受益于企业设备更新改造支持政策，市政和交运行业设备开支增速或提振，推升设备工器具购置在基建投资中占比。政策类住房政策加码，但对投资影响有限。结合近期央行设立保障性住房再贷款政策，我们预计今年地方保障性住房供应套数或超过年初计划值，不过由于收购的住房前期基本完成投资，保障房收购这一举动对今年投资和GDP的直接影响会比较边际。



以上观点来自：2024年5月22日中金公司研究部已发布的《双周期下的财政政策》

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

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

宏观专栏

“浅降息”的经济逻辑与资产主线

今年以来，美国经济高开而后放缓。1-3月数据持续超预期，通胀上行，而4月下旬以来，PMI、非农、住宅销量等数据表现均不及预期，通胀回落，引导市场对经济情况进而降息节奏的判断持续波动。那么，美国经济周期走到了哪里？未来往哪里去？降息交易如何演绎？降息后的交易又有何不同？

未来几个季度，我们维持自去年12月的报告《[2024年破立之间：海外市场的共识与变数](#)》以来的判断，美国需求有韧性，家庭资产负债表比较健康，地产、制造业周期的短期波动尚未影响其总体态势，“快降息”、“强降息”门槛仍较高。但经济裂缝初现端倪，居高不下的短端利率造成小企业融资困难。小企业对就业的影响不小，但受关注度不高，一再推迟的降息周期可能正压制小企业经营、进而使就业市场降温。美联储理事沃勒5月22日讲话表示，“如果未来三到五个月的数据持续疲软，美联储可能会在2024年底考虑降息”¹。我们认为，小企业经营困难或将是促使经济数据边际疲软的重要因素，进而触发降息。但在经济内生动能仍较强的情况下，降息将更可能是“浅降息”，呈现审慎微调、循序渐进和预防性的特征，对终端需求进而企业盈利的拉动将可能大于对于资产估值的拉动（详见《[提前降息，低利率时代的确认终结](#)》）。

韧性仍在：金融周期上半场，内生动能较强

支撑美国经济韧性的中长期基础仍然比较扎实。

首先，负债端，美国家庭自2009年以来持续去杠杆，债务负担降至历史低位。分不同收入水平来看，杠杆率亦均处于历史低位。中高收入段人群（60-80百分位和80-99百分位）的债务杠杆均处于三十年来低位，而中低收入段人群（20-40百分位及40-60百分位）的杠杆水平在疫情后大幅下行，处于过去二十

¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20240521a.htm>

年的低位。从资产端来看，家庭净资产过去四个季度连续上行，疫情以来累积了显著的“超额”净资产。此外，家庭收入端亦并不弱，劳动力市场从紧到松的调整可能已经告一段落，私人部门离职率基本回归疫情前与失业率的负相关区间，同时工资环比增速在过去几个月趋势反弹。高利率中枢下，耐用品消费在一季度环比增速下跌0.3%。但从结构上来看，这更多体现在机动车消费下行²，剔除机动车的耐用品消费在一季度环比上涨1%。

其次，住宅地产仍有较强支撑。周期性因素来看，地产价格略落后于新屋销售（3个月至1年不等），本轮新屋销售同比自去年11月已明显触底，我们判断房产价格的趋势回升是大概率事件。长期来看，地产价格受人口结构支撑。历史上，除1930年代“大萧条”和2005年前“房地产泡沫”两个时期外，美国房价增速基本与25-54岁中青年人口增速大致同步，且房价增速高点领先人口增速高点约3-5年。根据CBO估计，美国本轮中青年人口上行将持续至2033年，即对应房价增速高点可能出现在2028-2030年。此外，美国住宅地产存在明显的供不应求。供给端来看，可供出售房屋库存仍处历史低位，成屋挂牌量虽有所回暖，但仍远低于历史季节性。需求端来看，住房贷款同比增速已触底反弹，其中刚需较强的“千禧一代”新增贷款规模领先。最后，史低的空置率（用以衡量泡沫大小）和高于历史均值的房贷质量显示美国住宅地产的系统性风险不高。而住宅地产周期的上行又支撑家庭韧性，通过显著的财富效应刺激实际消费。

制造业、补库和资本开支周期上行的趋势也并未出现明显扭转。自2023年下半年，企业盈利状况已触底反弹，而在财政持续投放货币的情况下金融条件亦逐步宽松，我们判断制造业PMI的上行趋势大概率持续。美国补库周期正在重启，其中制造业库存同比已触底反弹，细分来看，多数行业的库存增速仍处历史低位，其中地产链商品如家具家居、五金水暖、建材等仍在持续补库。最

² 汽车消费的下行或主要受美国当前车辆人均拥有率较高、美国车辆平均可使用寿命延长、电动汽车前期推广过快和车贷利率水平偏高等具体行业因素影响。

后再来看稍长维度的资本开支周期，资源品工业品和信息技术两个领域的资本开支维持高增速扩张，同时当前这两个领域的产能利用率仍处周期高位，意味着资本开支有望维持高强度。

裂缝显现：高短端利率下，小企业压力加剧

需求韧性并不意味着高利率没有影响到经济运行。从上市公司表现来看，虽然标普500所代表的大型上市企业ROE持续上行，但罗素2000指数所代表的小上市企业ROE自加息以来持续下行。NFIB公布的小企业信心指数亦呈下行趋势，并已持续27个月低于20年均值。与大企业拥有相对多样化的融资渠道和融资优势³不同，小企业由于资本金少、经营风险大等原因，融资难度大，渠道单一，更多依赖短期银行贷款⁴。融资约束下，小企业难以在加息前锁定低利率，是典型的“短端利率敏感型部门”。加息以来，小企业实际支付的融资成本随政策利率快速走高，近期徘徊在9.5%-10%之间⁵，小企业认为贷款更难获得的比例亦持续攀升并徘徊高位，与市场整体金融条件自2023年下半年以来的趋势性宽松形成较大反差。这说明，在不降息的情况下，单纯藉由金融条件的改善⁶对小企业的影响或相对有限。

由于多数小企业知名度及市场影响力低，其融资问题可能并未得到市场的足够重视。但小企业压力对就业市场进而整体经济的影响不容忽视，根据美国人口普查局最新数据，规模500人以下的企业吸纳了美国46%的就业，并创造了40%的个人工资收入⁷。同时，小企业的经营状况也会影响到上游大中型企业的需求，NFIB小企业信心指数与ISM服务业PMI新订单分项基本同步波动，而计划增加库存的小企业净比例则与ISM制造业PMI同步波动。

³ 2020-2021年史低利率期间，大企业大量发行企业信用债，而美国企业信用债平均久期5-6年左右。

⁴ <https://www.hiltgenbrewer.com/business-organization-and-transactions-faq-archives/what-are-sources-for-small-business-financing/>

⁵ 较加息前上涨450至500个基点，基本与本轮加息幅度相当。

⁶ 股票和信用债是金融条件的重要因素，与小企业基本无关。

⁷ <https://www.census.gov/programs-surveys/susb/about/glossary.html>

因此，我们看到，激进加息已经对“短端利率敏感部门”带来了压力，且在较长期不降息的情况下，压力会持续存在进而遏制以小企业和耐用品消费为代表的终端需求，进而可能成为美联储在今年下半年开启降息的催化剂。但小企业的融资压力并未触及美债市场、回购市场等可能触发系统性金融风险的部门⁸，因此迥异于2007年和2020年降息前迅疾猛烈的金融市场压力。在经济韧性底色不变的情况下，下一轮降息将更多呈现谨慎微调、循序渐进和预防性的特征，我们称之为“浅降息”。在历史上类似的经济韧性偏强时期，如1985和1995年，加息结束后美国经济实现软着陆，伴随较浅的降息周期，小企业信心指数亦触底反弹。因此，我们判断，美联储开启降息将有效改善终端需求，经济周期有望全面启动，加剧“不着陆”的可能性，通胀和长端利率可能重回上行通道。

资产主线

我们认为短期内市场的预期波动并不影响我们自去年底以来所强调的资产定价逻辑：降息前，成长风格或继续受益于间歇性降息交易；而降息后，顺周期和价值风格有望跑赢。

首先，美联储下半年可能开启的降息周期将更多利好实体经济进而改善美股盈利，而非提振美股估值。在新宏观范式逐步确立，利率中枢维持高位的情况下，我们重申在《[新宏观范式下的全球“现金牛”](#)》中的观点，更加注重资产标的的盈利质量和自由现金流，而不过度寄希望于低利率时代美联储大幅降息带来的估值改善。

其次，在住宅地产、制造业、补库等多周期共振开启的阶段，继续看好铜、油等顺周期资产的长期表现(详见《[继去年底，为何我们继续看好铜和油？](#)》)，以及美国地产链、消费韧性等利好的国内相关出口板块。降息后，美国经济潜

⁸ 小企业压力可能对银行系统有所影响，但并未涉及美元流动性派生的核心“抵押品”，即美债。详见《[新宏观范式下的金融裂缝](#)》

在“不着陆”将利好向全球提供资源品、资本品和消费品的新兴市场经济体。伴随美国通胀中枢上移、宏观波动加剧，以及美国趋势性做大财政，我们看好黄金的长期配置价值(详见[《美国二次通胀初现端倪，铜油金大周期共振开启》](#))。但在短期内，我们提示大宗商品价格可能存在回调风险。

最后，对于美债，我们仍维持在[《美债季报：再通胀下的美债需求转弱》](#)中的判断，降息前，随着高利率逐步压制经济，降息预期打入，美债利率可能下行至4.2%-4.4%。而降息开启后，伴随经济“不着陆”概率提升，美债利率曲线可能中短端牛陡同时长端熊陡，10年期利率可能在降息后至年底升至4.5%-4.7%。



以上观点来自：2024年5月23日中金公司研究部已发布的《“浅降息”的经济逻辑与资产主线》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

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

专题聚焦

新宏观策略研究（二）：黄金定价的国际货币体系视角

黄金内在价值存在争议：稀缺投资品还是“博傻”游戏？黄金作为一种贵金属资源，自古以来承载着货币和商品双重属性。正如马克思所说，“金银天然不是货币，但货币天然不是金银”。黄金作为交换媒介的功能源远流长，在最高峰时发展成金本位制。1970年代布雷顿森林体系瓦解，信用货币体系取代金汇兑本位制，美元发行不再挂钩黄金，但黄金的货币属性仍深入人心。除了货币属性，黄金还具有商品属性。但是相比一般的工业金属，黄金重且柔软，工业用途相对受限。事实上，工业需求在黄金的占比自2010年以来持续下降，截至2023年占比不足7%。在现代金融体系之中，黄金逐渐被视作一类特殊的金融资产，它既可以作为抵御通货膨胀的对冲工具，也是将价值储存在金融体系之外的“避风港”。截至2023年底，全球总共开采出了21.26万吨黄金，按照报告发布时的最新价格估算，总价值约18万亿美元。其中近一半为流通性较差的黄金首饰，真正的黄金市场规模约为8万亿美元，主要由金条、金币、黄金ETF、央行及官方机构黄金储备等构成。但与股债等传统金融资产不同，黄金既不是生息资产，也没有统一的定价公式。股票持有者可以从公司的利润增长中获得分红，债券持有者可以获取固定的债券利息（不考虑信用风险），而黄金持有者只能从黄金价格上涨中获取收益，它的价值似乎更多地建立于一种“高阶信仰”——黄金的购买者不仅自己相信黄金有价值，也相信“别人相信黄金有价值”。换言之，黄金的价值形成依赖于市场的广泛共识，一些极端观点甚至以“博傻理论（The Greater Fool Theory）”来解释黄金市场的上涨：投机者购买他认为本质上价值很低的东西，因为他相信将来会有其他人非理性地以更高的价格接手。沃伦·巴菲特10年前指出，如果把人类历史上开采的所有黄金堆积在一起，可以组合成一个边长约20米的立方体，这个立方体的现金价值足以购买16个当时全球利润最大的公司埃克森美孚（XOM）的全部股份以及美国的

所有耕地。这一比较直观地展示了黄金与其他生产性资产之间的巨大差异。一个理性的投资者，面对一个巨大的闪光立方体，和一个能为世界提供动力且向所有者支付股息的生产性资产的选择时，应该都会不假思索的选择后者。巴菲特的观点侧面反映黄金的绝对价值存在较大争议，黄金的绝对价值在投资者认知中存在较大的争议。它既可能是天然稀缺的投资品，也可能是“博傻”游戏参与者所追逐的梦幻泡影。

黄金定价规律发生变化：与实际利率“脱锚”。尽管黄金的绝对价值并无定论，我们仍能观察到市场对于黄金的相对定价存在一些共识。首先，黄金历史上曾被视为很好的抗通胀资产。通货膨胀往往伴随货币供应量增加，而黄金的供给稀缺性使得黄金的价值相对上升，使消费者的购买力得以维持。但黄金与通胀的相关性逐渐减弱，并不是通胀上升黄金就一定涨价：如1980年代里根上台初期，美国年通胀率飙升到前所未有的13%，迫使美国将利率大幅提高到13.35%，由于名义利率比通胀上升更快，导致真实利率上升，黄金反而下跌。随着现代中央银行体系的发展，以美联储为代表的海外央行逐渐建立信誉，市场相信央行有意愿和能力将通胀控制在合理的水平，通胀预期长期稳定，因此黄金对冲通胀的意义大幅下降。虽然通胀不再作为黄金走势的参考变量，但由于持有黄金的机会成本是实际利率，因此黄金和美债实际利率走势长期具有非常强的负向关系。但自2022年开始，这一规律也发生了变化：2022年，美联储开始大幅加息，实际利率快速上行，但黄金反而逆势屡创新高，引发不少投资者的困惑：黄金定价的“锚”消失了？

宏观视角：黄金定价“脱锚”，本质上反映国际货币体系的分裂。回归黄金的货币属性，1944年布雷顿森林协议确立了国际金价以美元标价的开端，当美元升值，购买需求下降，黄金价格就会相应降低以出清市场。黄金的货币属性决定黄金价格和美元反向波动。因此有观点将黄金的逆势上涨解释为美元国

际信用的崩塌，甚至出现了“外部货币”（黄金和大宗商品）再度兴起的“布雷顿森林体系3.0”之说⁹。但是国际货币体系发生根本性变革的动力，是现有储备货币的主要发行国与其他国家在经济实力、金融资产定价权、国际影响力等方面的演变趋势。从数据上看，当前美元作为储备货币的主导地位仍然稳固。截至2023年，美国在全球经济中的份额约1/4，保持第一地位。在交易支付领域，SWIFT数据显示美元在全球货币支付中的占比从俄乌冲突前的39%进一步上升至2023年的48%。在国际外汇储备中，美元在全球的占比维持59%，显著高于占比第二的欧元（20%）。美元指数过去3年维持在周期高位，国际金融市场上并未出现如20世纪60年代的美元抛售潮，本轮黄金的上涨幅度更是远远不及1970年代布雷顿森林体系解体之后的涨幅。此外，也有观点将黄金的上涨归结为地缘政治因素。但如果是处于避险考虑，我们在看到黄金上涨的同时也应观察到全球风险资产下跌，但实际上美国股市反而屡创新高，并未计入极端地缘政治风险。因此，我们认为黄金定价“脱锚”不能简单理解为美元体系信用崩塌与地缘政治风险上升。黄金与实际利率的背离，本质上反映不同国家对全球储备货币的观念分歧，是国际货币体系的分裂：此前全球在同一体系下运转，各国通过国际贸易实现合作共赢，美元是各国认可的储备货币。疫情和俄乌冲突之后，经济国家主义的兴起加速了全球货币体系的分裂（《[大分化时代的资产配置](#)》）。信任美元的国家仍然选择美元，不信任美元的国家转而寻求黄金作为替代品，形成了“One gold, two world”。因此，即使实际利率大幅攀升，寻求“去美元化”的国家仍愿意支付高昂的“保险费用”持有黄金，推动黄金价格的逆势上涨。值得注意的是，对现行货币体系的替代既可以是黄金为代表的实物资产，也可以是比特币等虚拟资产。比特币与黄金一样具有“非垄断、稀缺、不可仿冒”的特性，因此也被部分投资者视为潜在的替代货币。我们发现恰好以2022年为时间节点，比特币和黄金的正相关性出现大幅提升，或反映

⁹ Pozsar Z. Bretton Woods III[J]. Credit Suisse Economics, 2022, 7.

比特币开始被赋予了类似黄金的资产属性。从稀缺性角度而言，比特币的供应甚至比黄金更有限。根据设计，比特币约每四年减半一次，假定在减半的过程中不会出现变速，比特币理论的供应上限低于2100万枚¹⁰。而当前流通的比特币总量约为1964万枚¹¹，已经相当接近于理论上限。但由于其去中心化、匿名性以及与传统金融体系的相对独立，比特币也引发了一些政府的担忧，并对其交易进行了限制，如印度央行行长曾将加密货币称为投机性赌博活动¹²。因此，对于这些国家的投资者而言，黄金仍是美元之外最主流的替代选择。

微观视角：谁是黄金的边际定价者？ 前文从宏观视角为黄金与实际利率的脱锚提供了一种可能的解释。与此同时，我们从交易层面也发现了一些微观佐证。从黄金的购买方出发，亚洲国家央行购金形成了黄金市场的关键边际需求。全球央行净购金规模从2020年的255吨大幅上升至2023年的1037吨，其中黄金的主力购买者主要集中在亚洲国家。在国际货币体系分裂的背景下，新兴国家央行希望降低对于主流货币的风险敞口，而新兴国家黄金储备本来就低于欧美国家，因此增配黄金的动机更强、空间更大。瑞士海关数据显示印度与中国近十年间从瑞士累计进口了约8000吨黄金，而欧美主要国家仅进口约4000吨。在央行以外，新兴国家私人部门的黄金需求也在上升，亚洲黄金ETF持仓规模由2022年的约120吨增长至约150吨，增幅超过25%，而同期欧美黄金ETF持仓规模反而下降19%。黄金在不同市场间的溢价也提供了侧面印证。当前中国沪金相对伦敦金的溢价正在扩张，接近历史高位。黄金作为一种金融资产，天然地需要面对和其它资产的竞争。在国内、海外金融周期分化的大背景下，国内资产预期回报下行，而中国投资者海外资产配置的渠道又相对受限，因此黄金对于国内投资者的资产保值作用尤为凸显，推升沪金相对伦敦金的溢价上行。从黄金的供应方出发，需求扩张拉动金价上涨，让矿企有激励进一步扩大生产，

¹⁰ <https://www.ccn.com/education/how-does-the-bitcoin-source-code-define-its-21-million-cap/>

¹¹ <https://www.528btc.com/zhuanti/535276.html>

¹² <https://www.cebnet.com.cn/20231231/102928883.html>

但是黄金勘探和开采面临困难重重：大部分黄金储量位于地下深处，需要进行大规模的开采和开凿工作。除了采购和维护昂贵的采矿设备外，开采过程还需要巨大的能源和水资源，导致黄金的开采成本较高，而且呈现逐年攀升趋势。根据世界黄金协会的数据，2016年至今，全球黄金企业生产成本持续上升，2020年起全球黄金企业生产成本（AISC）加速上行，从2020年的约1000美元/盎司上涨至2023年的1342美元/盎司，再创历史新高。从2023年的全球金矿生产边际成本曲线来看，俄罗斯、印尼、乌兹别克斯坦居成本曲线最左端，中国居成本曲线中部靠左位置，澳大利亚、美国、南非黄金生产成本偏高，处于靠右位置。其中，澳大利亚、加拿大、美国、俄罗斯近三年来稳定在黄金供应量的前列，总现金成本3年复合增速在4%-10%不等。最终，生产成本与黄金价格形成正反馈机制，放大了黄金上涨空间。



以上观点来自：2024年5月20日中金公司研究部已发布的《新宏观策略研究（二）：黄金定价的国际货币体系视角》

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

专题聚焦

降息交易的钟摆与“终局”

5月以来陆续公布的多项经济数据全面转向，PMI、非农与通胀接连低于预期，促使降息交易再升温，美债利率从高点降40bp至4.3%，美股再创新高，黄金与大宗商品也再度上涨。就在仅仅在一个月前，美国制造业PMI意外重回扩张区间、CPI、PPI和非农接连走强，不仅将年内降息预期推后至9月和1次，更引发了市场关于二次通胀与加息重启的讨论，美债利率一度上冲超过4.7%，标普500回撤5.5%。这一个月内如同镜像一样的摇摆和反复并非看似的“无用功”，恰恰是市场走势通过金融条件对经济反身性效果的直接体现。我们此前就明确提出，并不认同预期从一个极端（年初预期6-7次降息）走向另一个极端（预期不降息甚至要加息），建议避免过度线性外推，需要适度“逆向思考”，近期数据走弱和降息预期再升温也印证了我们的看法（《[全球制造业与补库周期开启了么？](#)》、《[美联储降息的门槛](#)》）。

投资者可能经常会注意到一个有趣的现象，即美国的经济数据会在一段时间内集中“低于预期”或者“超出预期”，其实这并不奇怪，是金融条件松紧的反身性使然，偏紧的金融条件会大概率使得需求和价格数据在1-3个月低于预期，反之亦然（《[美联储降息的门槛](#)》）。那么向前看，当前利率下行和美股反弹带动金融条件转松是否又会造成未来数据超预期，成为9月降息的“绊脚石”，是否又到了需要适度“逆向思考”的时候？我们通过拆解金融条件变动与各实体部门的需求之间的关联来回答上述问题。

一、金融条件是什么？如何影响实体需求？长端利率、信用利差与股价贡献最大；影响居民购房、消费与企业投资

金融条件由长短端利率、信用利差、股价及汇率几部分组成，其中长端利率、信用利差与股价影响最大。长端利率对应10年期美债利率、信用利差对应BBB级企业债信用利差（投资级债券）、汇率对应贸易额加权的美元汇率、股票对应标普500表现、短端利率为联邦基金利率。从构成看，长端利率权重最高（45.1%）、信用利差次之（36.6%）、汇率、股票及短端利率权重分别为6%、

4.8%和4.4%，但从贡献上，长端利率、信用利差与美股对金融条件变动贡献最大。上述分项与实体部门投资、消费需求息息相关，尤其是在金融周期上行阶段，私人部门资产负债表相对健康，广泛的金融条件宽松放大了预期引导的作用。

居民部门：长端利率影响新增抵押贷款需求，股价影响财富效应与消费能力

长端利率与按揭贷款利率高度相关，其变动基本在周内反映在30年期抵押贷款利率上。历史上看，30年期抵押贷款利率与10年期美债利率周度数据高度相关，1971年以来二者相关性达98.6%，10年期美债利率作为单变量拟合周内30年期抵押贷款利率的R方达97.3%。作为居民地产投资的融资成本，30年期抵押贷款利率与新增抵押贷款与房屋销售间呈现负向变动，由于合同签订与销售数据统计的时滞，贷款利率变动则通常体现在一个月后地产销售上，例如去年10月底以来的降息交易推动30年期抵押贷款利率从7.8%连续三个月下行至6.6%，房屋销售折年数由11月452万套的低点在12月、今年1-2月连续3个月回升至502万套。不过，随着按揭利率在2月再度回升至6.9%，3月房屋销售数据应声回落至488万套。

本轮居民购房对长端利率变化尤为敏感的原因在于：1) 地产处于周期磨底超两年，成屋库存也处于低位。自2022年年初以来，美国新屋及成屋销售均转为下行，房屋销售折年数由2022年1月峰值的715万套下滑至2022年10月的502万套，并维持在450-500万套的历史低位水平近1年半；2) 当前租金回报率与按揭利率“基本持平”，使得需求对成本的小幅变化异常敏感，融资成本上，加息以来30年期抵押贷款利率从3%抬升至最高7.8%的水平、并自2023年以来在6-8%的区间波动；而地产投资回报方面，主要包含租金回报与房价预期，租金回报2015年以来稳定在7-8%之间、房价在偏低的成屋库存下维持坚挺。综合来看，房产投资回报与融资成本“基本持平”，因此按揭利率略有变动会对需求影响较大，这也解释了去年四季度按揭利率走低后房屋销售在今年一季度的反弹，以及3月抬升后地产销售的再度回落。3) 居民杠杆率水平较低、有加杠

杆空间。根据BIS统计，美国居民部门杠杆率自金融危机后持续下行，在2023年三季度末为73.1%，远低于2007年四季度98.7%的高点，资产负债表相对健康。

股价上涨带来的财富效应推动居民消费增长高于趋势水平。标普500去年11月至今年3月底涨幅高达26%、4月回调4%。相应的，3月美国零售数据全面超预期，环比抬升0.7% (vs. 预期0.4%)，核心零售环比抬升1.1% (vs. 预期0.4%)。与之相反，4月零售数据则明显走弱、不及预期，环比0% (vs. 预期0.4%)，核心零售环比转负为-0.3% (vs. 预期0.1%)。此外，疫情期间的财政补贴使得居民部门积累超2.3万亿美元的超额储蓄，若按照疫情前2015年-2019年收入与消费趋势推算，这些超额储蓄或在2023年年末消耗殆尽，然而截至今年3月底，美国居民部门超额储蓄仍有6570亿美元，这与自2023年以来的美股牛市推升居民财富收入或有关联，数据显示2023年标普500的月度上涨推升了居民财产性收入与可支配收入增速。

企业部门：长端利率和信用利差影响企业融资成本，汇率影响海外收入

企业债今年一季度发行规模显著抬升、受长端利率下行与信用利差收窄的共同影响。当前美国投资级企业债收益率5.1%，较去年10月的5.7%的高点回落60bp，高收益级企业债收益率7.9%，自去年10月9.4%的高点下行150bp，均已经低于标普500指数10%的ROIC。对于美国整体企业部门，截至四季度，非金融企业ROIC为5.9%，也已高于5.1%的发债成本。除了得益于长端利率从去年10月5%的高点大幅回落外，自2023年银行业危机以来，商业票据、CDS和企业信贷市场的利差均有所下降，并且均低于过去二十年的平均水平。此外，银行贷款条件也在改善，大中型企业工商贷标准净收紧比例由去年第三季度的50.8%降至今年一季度的14.5%，小企业工商贷标准净收紧比例由去年第三季度的49.2%降至今年一季度的19.7%，均为两年来的最低水平。

利率走低与信贷条件宽松对增量需求的支撑已经开始显现，尽管当前利率和金融条件仍处于历史高位，但由于疫情后企业盈利能力的提升，贷款利率与发债成本也与企业ROIC基本持平。企业工商业贷款规模自去年底以来企稳，增速从去年10月末的负增长(-1.1%)转正；企业债发行同样回升，一季度发债

规模为6251亿美元，相比去年四季度和去年同期分别抬升135%和37.9%。

汇率方面，美元走弱一方面提升出口企业的竞争力，一定程度反映在今年一季度制造业与服务业PMI中出口订单分项的好转；另一方面，汇率走低增厚跨国企业以美元计价的海外收入，美元指数自去年11月初高点106.7走弱至12月底的100.6，本币贬值的利好也会体现在部分跨国经营的美股四季度业绩中。

二、5月金融条件再度转松如何影响通胀和降息？未来1-2个月需求和价格有再度回升可能

当前金融条件走到哪了？利率下行、美股新高推动金融条件转松至年初水平。本轮自5月初以来的宽松交易推动金融条件由99.63下行45bp降至当前的99.18。从各分项贡献看，美股上涨贡献最多为23bp，长端利率下行贡献14bp，美元走弱贡献9bp，信用利差走阔拖累2bp。那么，当前金融条件的再度转松对未来需求和降息预期又会产生何种影响？

近期的金融条件转松可能在未来1-2个月推动需求和价格或再度小幅回升：

1) 整体看，本轮由99.63下行45bp降至当前的99.18，类似于去年12月金融条件持续宽松的情形（由99.68下行42bp至99.26的情形），这也直接带动今年1-2月PMI、CPI以及非农在内的多项经济数据超出预期；2) 分部门看，根据前文分析，地产需求激活相对较快且本轮受利率驱动效率较高，长端利率领先地产需求约1个月，因此当前30年期抵押贷款利率由7.2%下行至7.0%，可能再度激活部分6月地产需求，但由于当前10年期美债的下行幅度不及年初（年初30年期抵押贷款利率下行至6.6%），我们预计房屋销售不及1-2月反弹；对于企业部门，企业债本身信用利差走阔不够，当前投资级及高收益级企业债收益率仍低于非金融企业ROIC，因此企业债券发行与企业投资需求仍有向上空间。

三、降息预期不断摇摆的可能“终局”？以时间换空间，资产摇摆幅度越来越窄，直到弱平衡被打破

今年年初以来资产风口切换频繁，背后隐藏的主线恰是金融条件松紧驱动的经济基本面与政策预期（《[如何把握不断轮动的资产“风口”](#)》）。随着5月以

来金融条件的再度转松，我们提示后续经济数据有再度走强的可能性，如果走强过多，甚至可能影响三季度的降息窗口，类似年初的“翻版”，从而限制在这个位置上市场与资产风险偏好抬升的空间与持续性。换言之，越不预期降息，才越可能促成降息；越预期降息，反而只会使得降息被推后。因此，即便在当前环境下继续参与降息交易，也要注意反弹的持续性和金融条件转松的反身性。

对于美联储而言，可能会吸取去年底过快转向导致年初通胀走高的教训，维持当前偏紧姿态，等待更多数据兑现（例如下个月通胀继续回落）再松口（《[美国二次通胀风险有多大？](#)》）。此外，美联储的态度或使得金融条件的放松与收紧存在“非对称性”：一方面，美联储只通过不降息但也不加息的姿态使得利率上行与金融条件收紧空间有限，但另一方面，市场会天然的提前交易降息预期（如同当前情形），使得一旦数据转弱，利率就更容易下行。因此，金融条件的反身性和预期不断摇摆的大概率结果是，美联储试图用时间换空间，被迫维持不降息姿态更久，最终实现缓慢压制通胀目的，利率与资产在这个过程中来回摇摆，只不过幅度越来越窄。

但这种以时间换空间式的弱平衡很容易被一些意外冲击所打破。一方面，意外的供给冲击，如地缘风险和美国大选临近导致的因素政策人为造成的供给瓶颈，都可能使得通胀面临上行甚至失控风险，迫使美联储收紧政策应对。另一方面，持续高利率可能导致一些薄弱环节出现意外的信用风险，导致需求快速走弱甚至衰退。

以上观点来自：2024年5月19日中金公司研究部已发布的《降息交易的钟摆与“终局”》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

王子琳 联系人 SAC 执证编号：S0080123090053

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.5.20 中国图说中国宏观周报：如何看待公用事业价格上涨？
- 2024.5.22 中国宏观专题报告：双周期下的财政政策
- 2024.5.23 海外宏观简评：“浅降息”的经济逻辑与资产主线
- 2024.5.24 中国宏观热点速评：服务价格复苏缘何偏慢？

策略及大宗商品

- 2024.5.20 主题策略：新宏观策略研究（二）：黄金定价的国际货币体系视角
- 2024.5.22 海外中资股策略：全球头部基金中资股持仓情况
- 2024.5.25 全球资金流向监测：被动外资大幅流入

固定收益

- 2024.5.20 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.5.20 专题研究：内外部现金流下降，流动性弱化——债券发行人2023年年报和2024年一季度报点评
- 2024.5.20 招投标备忘录：国开债24年第3、10期增发——利率债招标分析
- 2024.5.22 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.5.23 简评：债券基金发行占比进一步提高，债基表现较3月整体有所提升——公募基金月度分析
- 2024.5.23 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.5.24 中国可转债策略周报：境外转债条款特征与对比
- 2024.5.25 信用债收益率跟踪周报：理财规模延续增长，中长期信用债收益率下行
- 2024.5.25 专题研究：地产政策是否影响债市运行？——中金债券市场调查2024年5月期

行业

- 2024.5.20 交通运输物流：海空运价上行，我们对货代板块更为乐观
- 2024.5.20 金融：低利率时代的理财委外配置：聚焦存款收益压降后的合作空间——1Q24&4Q23回顾

- 2024.5.20 电力电气设备：电新周报：工控关注下游需求结构性改善，电力市场运行基本规则发布
- 2024.5.20 银行：银行如何支持地产重大举措？
- 2024.5.20 REITs：公募REITs周报（5.13-5.17）：缩量回调，新发项目关注度提升
- 2024.5.20 可选消费：美妆医美月报：4月美护国货龙头线上延续高增，关注新品及618大促表现
- 2024.5.20 交通运输物流：积极布局快递系列一：行业量价超预期，重点推荐
- 2024.5.20 有色金属：钨加速上行，铽创出历史新高
- 2024.5.20 有色金属：美国CPI强化降息预期，国内超长国债与地产优化政策有望提振需求
- 2024.5.20 煤炭：煤炭周度观察（5.10~5.17）：山西增产预期发酵；电煤日耗环比回升
- 2024.5.20 银行：微众银行2023年报点评：ROA上行，我们持续关注资产质量
- 2024.5.20 有色金属：锂盐下游库存累积，短期镍价有所提振
- 2024.5.20 机械：光伏设备新技术系列（1）：去银化技术加速量产
- 2024.5.21 电力电气设备：1Q24全球动力电池回顾：海外需求增速放缓，日韩头部厂商业绩承压
- 2024.5.21 不动产与空间服务：周评#391：上周楼市整体平稳，待政策效果
- 2024.5.21 主题研究：4月逆变器出口台数环比+30%，超市场预期
- 2024.5.21 公用事业：FY23&1Q24电力回顾（新能源篇）：消纳担忧逐步落地，但政策支持力度或强于预期
- 2024.5.21 科技硬件：全球观察-Keysight：电子工业业务承压，AI驱动商业通信订单同比转增
- 2024.5.21 金融：全球观察-Nubank：1Q24业绩快速增长
- 2024.5.21 交通运输物流：大宗供应链行业或现边际回暖，看好龙头公司
- 2024.5.22 科技硬件：全球观察-NXP：汽车市场贡献较大营收，持续推出多款汽车领域创新产品
- 2024.5.22 金融：区块链产业系列（2）：境外主要市场虚拟资产监管现状
- 2024.5.22 银行：“资产荒”还是新机遇？再谈手工补息监管下的理财发展趋势
- 2024.5.23 主题研究：光伏行业高质量发展座谈会给出“光伏供给侧改革”预期
- 2024.5.23 汽车及零部件：汽车零部件出海系列三：海外政策短期实质性影响有限；关注东南亚及欧洲出海机遇
- 2024.5.23 科技硬件：全球观察-MPS：服务器需求带动企业数据业务高增，收购Axign进入高端音频市场

- 2024.5.23 REITs: 重庆仓储市场调研反馈: 短期供给高峰已过, 需求承压慢复苏
- 2024.5.24 电力电气设备: 外企23年营收高增, 电解槽出海潜力高
- 2024.5.25 不动产与空间服务: 当下可关注前期跑输洼地股的交易型机会
- 2024.5.26 传媒互联网: 互联网周思考: 多数公司利润释放较为强劲



CICC
中金公司

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