

周度经济观察

——经济减速主导资产价格波动

袁方¹束加沛²

2023 年 05 月 23 日

内容提要

剔除基数影响后，4 月财政收入小幅回落，反映了经济增长动能放缓的影响。近期部分地市在 2023 年预算草案报告中提及财政收支压力和偿债风险，这表明地方政府债务问题不容忽视，其对信用市场的潜在影响需要密切关注。

5 月以来债券市场利率加速下行、人民币汇率贬值、大宗商品价格下跌、权益市场震荡，反映出市场在对国内经济减速定价，这一过程或将在二季度延续。

考虑到美国经济的软着陆、以及美联储货币政策可能的转向，美元趋势上行的概率偏低。同时国内经济增长动能二季度放缓，但年内仍有望复苏，因此人民币汇率短期可能表现偏弱，不过单边贬值的风险不高。

风险提示：（1）地缘政治风险

一、地方债务压力浮出水面

4 月公共财政收入当月同比增速为 70%，主要受到留抵退税带来的低基数影响，剔除这一影响后财政收入同比为 4.8%，略低于 3 月 5.5% 的增速。

4 月公共财政支出当月同比增速为 6.7%，较 3 月上升 0.2 个百分点。教育和社保就业支出同比增速延续高位，卫生分项大幅收缩，而基建相关分项增速维持低位，显示预算内资金对基建投资支出力度有限。

观察政府性基金所代表的土地财政，4 月政府性基金收入同比 1.4%，较 3 月上升 16.1 个百分点，这主要是基数效应影响，两年复合同比为 -18%，较 3 月回升 2 个百分点，仍然处于偏低位置，表明土地市场压力犹存。

而合并公共财政支出和政府性基金支出，将其视为广义财政，可以看到广义财政扩张力度在 4 月延续走低。鉴于一季度 GDP 增速不低，以及二季度经济减速可能尚处于政策容忍区间之中，短期内加大刺激力度的可能性不高。

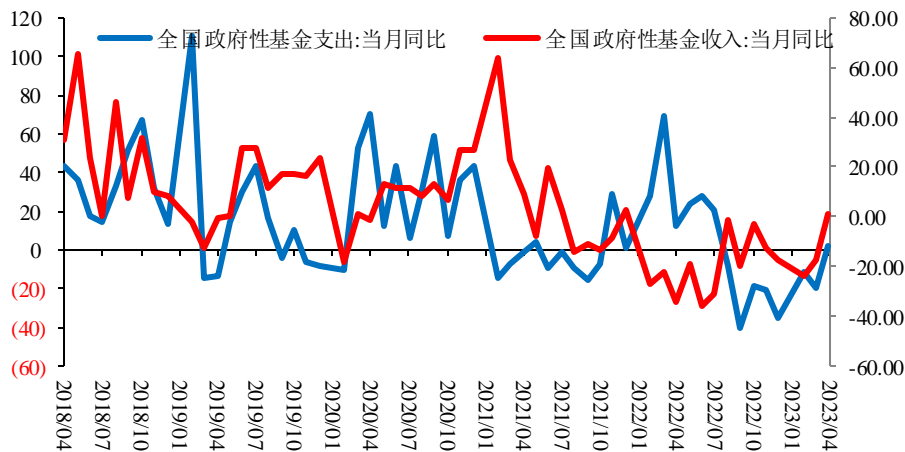
在财政收支减速的背景下，城投平台的债务问题成为今年市场关切的重要风险因素。近期一些地市在 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案报告中，出现对财政收支压力和偿债风险的表述。

这一方面表述了现实的困境，面对卖地收入的下滑、税收的减速，地方政府财政收支普遍面临不小的缺口。短期内，土地市场延续弱势，税收增速处于低位，进而使得相应的城投平台债务偿付能力受到削弱。另一方面，这也是地方政府寻求上级支持的喊话。

我们认为，当下地方政府债务困难，既有疫情这一临时性因素的影响，也有房地产行业压力、居民风险偏好降低等周期性的波动，还有长期结构调整的压力，包括房地产长期顶部出现、城镇化进程减速、土地财政模式面临调整。

在影响层面，城投平台的债务问题又与金融机构资产质量、区域金融安全、债券市场平稳运行紧密相关。预计需要各方主体进行较为充分的博弈后，相应处置方案或将落地，这一进程中，信用债市场的波动可能会放大。

图1：政府性基金收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券

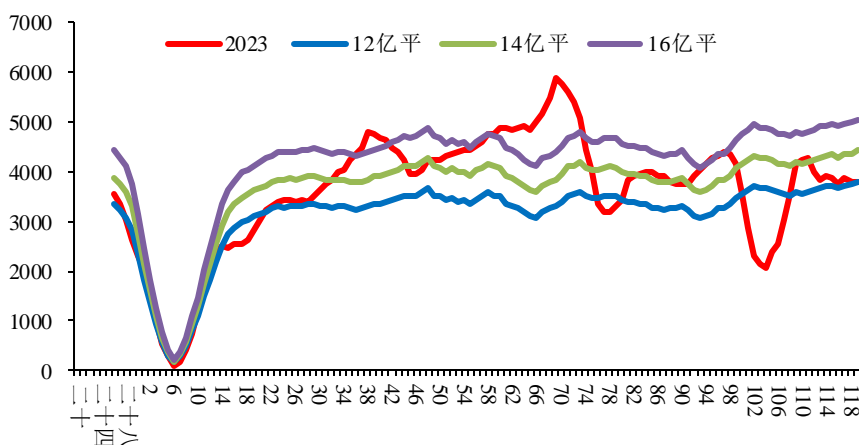
2021年为两年复合同比

5月以来，30大中城市的商品房销售面积回落，二手房销售同样下滑，居民部门仍然处于避险模式。

观察高频的人流数据，以地铁客运量、拥堵指数代表的市内人流基本稳定，而航空执飞代表的城市间的人口流动边际走强，整车货运物流数据也维持稳定，经济活动仍然在逐渐修复。

总体而言，5月高频数据表明经济延续了4月份环比增速放缓的态势，房地产行业出现加速下滑的迹象，居民和企业部门信心预期的恢复需要时间，经济仍处于减速的过程中。

图2： 30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算

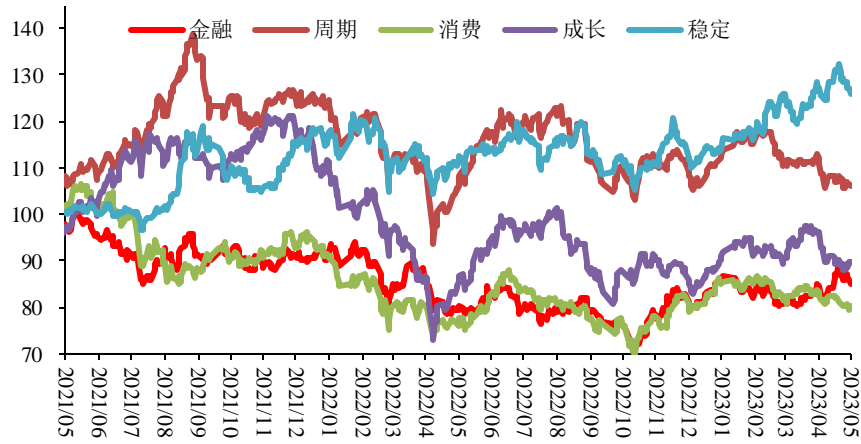
二、经济减速主导资产价格波动

上周权益市场总体震荡，成长和消费风格表现占优，中特估小幅回落，成交额回落至八千亿。

当前权益市场上行业轮动较快，市场预期分化，这背后主要反映出经济增长动能放缓、政策基调保持克制、以及主题投资在商业模式上落地存疑的影响。从二季度来看，经济增长动能放缓的过程有望延续，大规模需求端刺激政策出台的概率偏低，这意味着市场交易的重心或许难以回归价值板块，而成长板块占优的局面或将延续。

从指数整体来看，当前狭义流动性仍然宽松，无风险利率处于较低水平。尽管市场的风险偏好没有显著抬升，但由于政策环境总体友好，市场风险偏好趋势回落的概率有限。从基本面看，在经历积压需求释放结束的减速后，年内经济可能不会呈现单边下行的状态，这意味着企业盈利改善的过程尚未完结。合并来看，权益市场总体处于震荡的环境中，系统性下跌的风险有限。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2021年12月31日为100

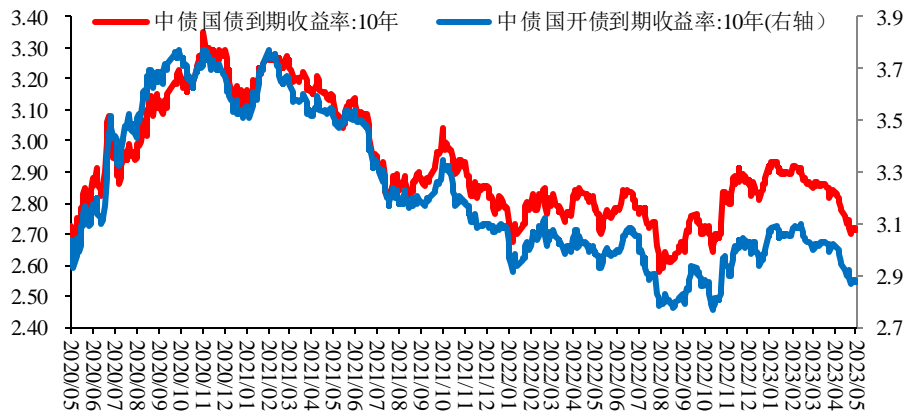
5月中旬以来流动性环境转向宽松，DR001和DR007中枢均出现下行，债券市场在经历了5月上旬的加速下行后转入震荡，对4月经济数据的反应钝化。

当前债券市场的核心问题是经济复苏的斜率将如何演化。1-2月由于积压需求的释放和存货回补的力量，服务业和工业市场表现较强，而3月以来，这两股力量趋于消退。同时国内需求的快速回落，叠加前期企业库存的回补，带来出口的大幅抬升和贸易顺差的扩大。4月经济延续了3月的表现，此外库存的去化、地产的下滑使得经济减速的斜率更为陡峭。5月高频数据显示经济仍处于环比增产动能放缓的过程中。

经济中期的情况取决于实体部门疤痕效应如何演化，如果疤痕效应迟迟不能消退，居民和企业增加储蓄，减少消费和投资，那么经济可能面临持续下行的风险。当然存货的摆动、地产流动性问题的演绎也对放大经济的波动。

总体来看，至少今年二季度经济仍将处于偏弱的局面，这也对通货膨胀、信用扩张形成牵制，这也使得债券市场收益率处于易下难上的过程中。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

年初以来人民币汇率总体经历贬值，而美元指数也在中枢下行。与2月-3月上旬的反弹相比，本轮美元指数的中枢和高点均低于上一轮，但美元兑人民币汇率贬值的幅度却大于上一轮，这背后或许主要反映了中国国内经济基本面的变化。

2月-3月上旬，国内经济正在经历积压需求释放的阶段，经济基本面表现强劲，市场主体对经济复苏普遍满怀信心，这使得面对美元指数的上行，人民币贬值幅度有限，对一揽子货币维持稳定。

5月中旬以来，由于美国经济数据偏强，市场对宽松预期的小幅降温，美元指数再次抬升。尽管本次美元指数抬升的幅度弱于上一轮，但美元兑人民币快速贬值，人民币汇率破“7”。这背后主要反映了国内经济减速的影响，在基本面减速、市场信心弱化的背景下，汇率的波动被放大。

实际上5月以来债券市场利率加速下行、人民币汇率贬值、大宗商品价格下跌、权益市场震荡，反映出市场在对国内经济减速定价。从这个角度来看，汇率市场的变化与股票、债券市场的波动一样，更多是经济基本面恶化的结果，各类资产价格相互的因果关系偏弱。

往后看，考虑到美国经济的软着陆、以及美联储货币政策可能的转向，美元趋势上行的概率偏低。同时国内经济增长动能确实在放缓，但年内经济仍有望复苏，因此人民币汇率短期可能表现偏弱，但单边贬值的风险不高。

图5：美元兑人民币汇率和美元指数

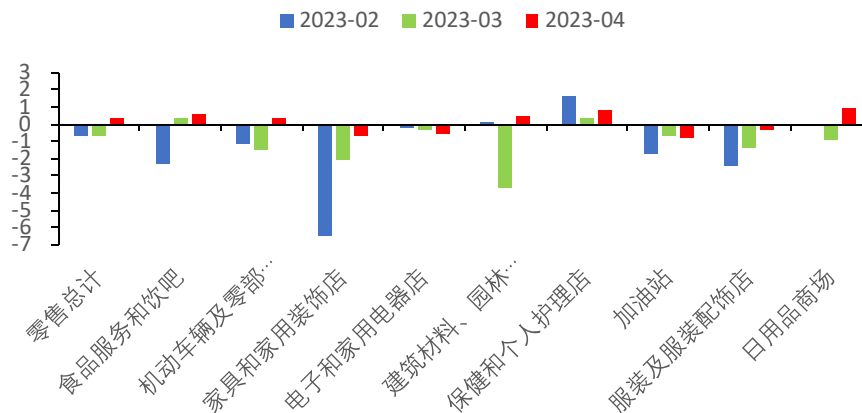


数据来源：Wind，安信证券

三、美联储官员表态偏鹰，权益市场环境仍有利

美国4月零售销售额环比增速为0.4%，低于市场预期的0.8%，高于前值-0.7%；同比增速为1.6%，较上月下滑0.8个百分点，创近三年新低。运动娱乐、电子、家具等出现减速。同时美国4月工业生产小幅提速，环比增长0.5%，较上月抬升0.5个百分点，制造业部门表现偏强，产能利用率达到年内高点。总体而言，美国经济短期波动不大，尽管中小银行带来了金融条件紧缩，房地产领域仍然存在风险，但监管部门对此高度警惕，市场也在持续关注。考虑到美国企业和居民部门没有出现严重的失衡、资产负债表在修复的过程中，未来美国经济软着陆的概率较高。

图6：美国零售销售额季调环比，%



数据来源：Wind，安信证券

近期美国债务上限的谈判引发市场关注，此前麦卡锡对债务上限谈判释放乐观信号，但谈判最终陷入僵局。双方争论的焦点在于 2024 年政府支出，民主党希望不增加政府支出，这与共和党要求增加国防支出、削减国内支出存在分歧。从过往的案例来看，每次债务上限达到后最终均得到了上调，历史上债务上限僵局维持的时间从 2-8 月不等，本次债务上限讨论已经持续了 4 个月的时间。从美国主权债务 CDS 上行的幅度来看，本次市场对国债违约的担忧高于 2011、2013 年，不过最终美国政府债务违约的可能性极低。

对资本市场而言，美联储货币政策的走向仍是定价的主要变量。近期达拉斯联储主席洛根表示通胀水平目前仍然偏高，6 月会议暂停加息的理由尚不明确，对议息会议持开放观点。克利夫兰联储主席梅斯特认为通胀顽固，下一步联邦基金利率上升和下降的概率是不相同的。这两位联储主席的偏鹰派表态导致市场预期 6 月加息的概率上升，不过 6 月停止加息仍是主导性看法。

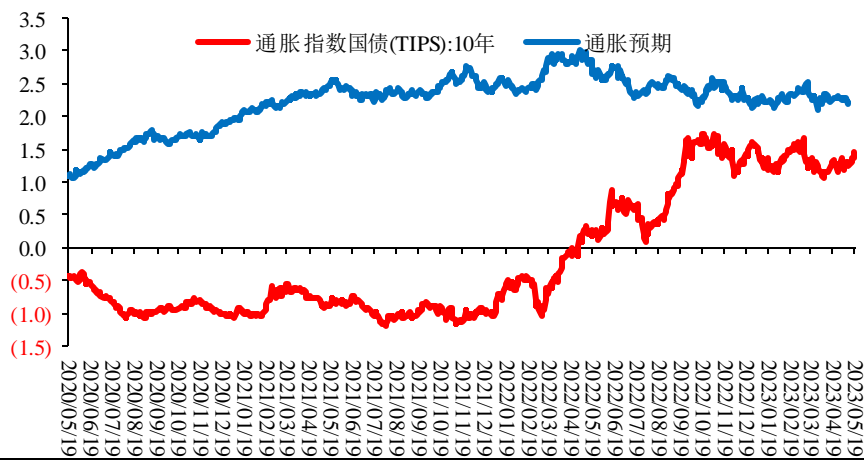
上周五美联储主席鲍威尔在货币政策观点的讨论上重申了让通胀重返 2% 的决心，但鉴于信贷压力可能对经济、就业和通胀形成的负面影响，可能无需加息

至那么高的水平就能成功打压通胀。他认为美联储在收紧货币政策方面做太多与做太少的风险正在变得更加平衡。面对紧缩政策的滞后效应和银行业压力导致的信贷收紧，美联储需要观察更多数据再决定提高利率的水平，尚未就货币政策应进一步收紧多少而做出决定。

在经济总体有韧性，美联储主要官员表态偏鹰的背景下，美国债券市场收益率上周以来普遍上行，美国 10 年期国债收益率上行 16BP，这一上行主要源于实际利率，美元指数也出现小幅抬升，美股维持震荡。

往后看，考虑到美国经济软着陆的概率在提升，美联储货币政策的紧缩接近尾声，美股处于有利的环境中。

图7：10年期美债实际利率和通胀预期，%



数据来源：Wind，安信证券

■ 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月加入安信证券研究中心。

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月加入安信证券研究中心。

■ 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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

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

证券研究报告/周度报告

第11页，共11页

2023年5月