

2023年06月03日

# 非理性预期的纠正与供给创造需求

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第12期）

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 投资要点

- ◆ **美国5月就业数据再超预期，连续数月以来预期系统性的弱于真实经济表现情况，反映出市场当前预期出现了罕见的非理性特征，需要宏观经济理论性更强、更完整的分析对其进行纠正。**美国5月非农就业好于预期，时薪维持强劲增长，失业率暂时上行，预计后续再度回落，非农职位空缺重回千万以上，劳动力市场再趋紧，薪资通胀螺旋强化，美联储下半年仍将纠结于是否零星加息，降息不是年内选项。
- ◆ **理性的预期应围绕实际经济表现上下波动，连续数月市场预期系统性偏低反映出市场对美国前期过度扩张的需求政策理解不足。**当前美国实体经济供需两侧与正常经济周期轮动时期的最大区别就在于，一方面，前期激进的财政扩张导致美国国内需求持续过热，在全球疫情明显缓和的阶段美国政府在高端制造业领域采取了更具保护主义和逆全球化特征的产业政策，滞后地对美国供给侧形成了一轮拉动作用；另一方面，也正是因为前期现金补贴计划导致居民薪资预期瞬间抬升，这一轮美国供给侧和就业相对强劲的表现实际上同时具备薪资增速上行较快的特征，薪资通胀螺旋持续演绎。美国经济增长可能较长时间维持平稳态势，走向衰退的风险确实很低。
- ◆ **但美国政府的财政赤字货币化+大规模现金补贴模式并不能简单复制在我国经济现实之上，关键假设的差异决定了其中蕴含着巨大的长期风险。**近两年来市场经常讨论：如果美国政府可以用财政赤字货币化、给居民部门大量现金补贴的方法拉动经济增长，我国为什么不进行类似的尝试？美国这种极端财政货币扩张政策组合有一个重要假设，就是这种赤字货币化的方法不会导致本币的连续大幅贬值，而目前可能只有美元能够做到这一点。美国自工业革命以来长期积累的制造业产业链绝对优势地位给了美国政府在短期内任性过度宽松的机会，但这显然是对美国历史荣耀的透支。我国近年来、特别是2020-2021年，同样受益于美国激进的需求刺激政策，通过出口高增长加速提升了国内汽车、计算机电子通信设备、电力机械设备等高端产业链的完整性和韧性，但我们仍应清醒看到，当前国内产业链特别是生产技术方面，尚不能与美国全面抗衡，我国仍在人均水平、发展质量和科技创新领域是一个赶超者而非领先者的地位。如果贸然学习美国实施激进的“财政赤字货币化+天量消费券（或现金）补贴”措施，可能导致汇率市场瞬间承受巨大贬值压力。
- ◆ **年内稍多使用货币政策刺激但强调传导效率提升，同时更加强化“供给创造需求”的长期政策导向需要我们给予更大程度的重视。**本周五国常会对于提振发展信心、大力发展新能源汽车两个问题上的政策表述，凸显了“供给创造需求”的长期逻辑。
- ◆ **总结本周我们的宏观思考：一、不低估美国前期过度需求刺激对经济的稳定作用；二、美国政府透支历史形成的科技金融优势地位，我国盲目效仿风险较大；三、我国今年可能稍多使用货币政策空间并强调传导效率，同时“供给创造需求”的政策导向正在持续强化；投资方面推论是：对大周期调整的非贸易品领域不期待短期的需求刺激，对结构优化但盈利改善需要一定时间的基础性产业可以相对乐观，对国际竞争日趋激烈但科技创新意义很强的先进制造业保持长期的信心。**
- ◆ **风险提示：美联储超预期加息。**

#### 相关报告

2023年中全球宏观经济金融展望-山止川行  
2023.6.2

PMI 点评（2023.5）-去库存刚刚开始，基建稳增长是合理选项 2023.5.31

华金宏观·双循环周报（第11期）-美高通胀我高库存，政策刺激何去何从？

2023.5.28

华金宏观·双循环周报（第10期）-中美财政时空交错的汇率演绎 2023.5.21

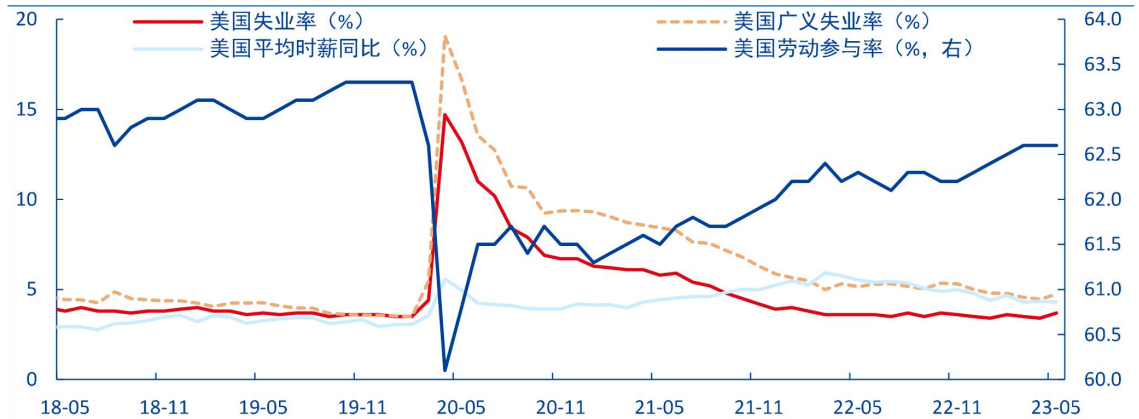
经济数据点评（2023.4）-内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费 2023.5.16



美国 5 月就业数据再超市场预期，连续数月以来预期系统性的弱于真实经济表现情况，反映出疫情冲击后货币财政政策走向极端的背景下，市场当前预期出现了罕见的非理性特征，需要宏观经济理论性更强、更完整的分析对其进行纠正。

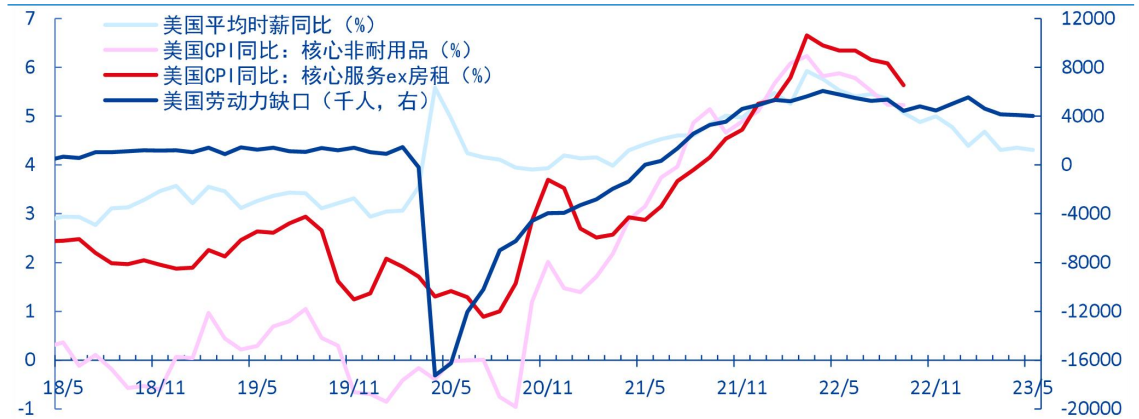
美国 5 月非农就业好于预期，时薪维持强劲增长，失业率因调查口径不同暂时上行，预计后续再度回落，非农职位空缺重回千万以上，劳动力市场整体再度趋紧。美国劳工统计局当地时间 6 月 2 日公布了好于市场预期的 5 月非农就业数据。当月新增非农就业 33.9 万人，其中私人部门新增 28.3 万人，环比前月分别多增 4.5 万、3.0 万人，好于市场预期。分行业来看，批零交运公用事业（单月新增 3.7 万，本段括号内同）、建筑业（2.5 万）就业加速复苏，专业商务服务、教育医疗大类（16.1 万）、休闲酒店业（4.8 万）就业保持较快改善趋势。本月休闲酒店业就业人数为疫情以来首次超过 2019 年月均水平，服务业就业的强劲表现显示美国居民服务消费意愿强烈。调查口径不同的劳动参与率、失业率数值分别录得 62.6%、3.7%，前者与上月持平，后者本月上行 0.3 个百分点。但疫情以来两大统计口径的数据交错回归，非农就业大体领先于劳动参与率和失业率数据一个月左右，预计下个月失业率数据大概率重新下降。平均时薪当月环涨 0.3% 涨幅仍然高于正常年份，同比 4.3% 较前月下行 0.1 个百分点但仍然高增。代表劳动力市场紧张度的非农职位空缺数时隔两个月重回千万以上，达到 1010.3 万，并且上个月的数据也有所上修，由此我们测算美国劳动力缺口已经连续 3 个月呈现高位黏性。总体上我们从 5 月美国就业数据中可以明显看出薪资通胀螺旋正在强化，年内美国核心 PCE 通胀下行速度预计比之前预期更为缓慢、失业率可能明显低于美联储预期，美联储下半年仍将纠结于是否零星加息，降息不是年内选项。

图 1：美国失业率、平均时薪同比、劳动参与率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2: 美国劳动力缺口视角下的薪资通胀螺旋



资料来源: Wind, 华金证券研究所

理性的预期应围绕实际经济表现上下波动，连续数月市场预期系统性偏低反映出市场对美国前期过度扩张的需求政策理解不足。当前美国实体经济供需两侧与正常经济周期轮动时期的最大区别就在于，美国政府前期实施了直接面向中低收入群体居民的超大规模但阶段性的现金补贴计划，导致并不掌握大多数金融和房地产资产的人群迅速积累超额储蓄和超额的消费购买力，此外在全球疫情明显缓和的阶段美国政府在高端制造业领域采取了更具保护主义和逆全球化特征的产业政策，令美国居民今年以来在商品和服务两方面的消费需求都较为旺盛，并且主要向美国本土的供给链条传导，从而对本土就业持续形成拉动。总结起来，前期激进的财政扩张导致美国国内需求持续过热，在前两年拉动我国出口之后，滞后地对美国供给侧形成了一轮拉动作用。

另一方面，也正是因为前期现金补贴计划导致居民薪资预期瞬间抬升，这一轮美国供给侧和就业相对强劲的表现实际上同时具备薪资增速上行较快的特征，再加上通胀走高与薪资预期的相互强化，薪资通胀螺旋仍在美国劳动力市场和商品服务市场上持续演绎。总结起来，美联储始终不愿在停止加息问题上做出正式的表态，也主要是因为上述两方面的原因，既可能推升通胀在更高水平维持更久，也可能压低美国失业率，劳动参与率缓慢回升的路上菲利普斯曲线被薪资通胀螺旋所强化，美国经济增长可能较长时间维持平稳态势，走向衰退的风险确实很低。

图 3: 市场预期的美联储加息路径在美国银行业动荡得到局部控制后缓慢抬升 (%)

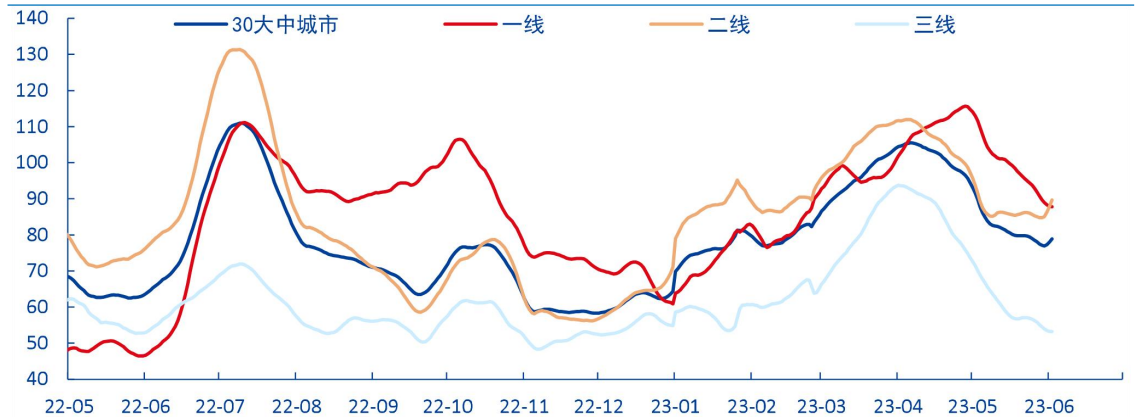


资料来源: Wind, 华金证券研究所

但美国政府的财政赤字货币化+大规模现金补贴模式并不能简单复制在我国经济现实之上，关键假设的差异决定了其中蕴含着巨大的长期风险。我们从大洋彼岸映射回我国经济，近两年来市场经常讨论的一个问题是：如果美国政府可以用财政赤字货币化、给居民部门大量现金补贴的

方法拉动经济增长，我国为什么不进行类似的尝试？对于这个问题，我们建议以更加宏观的大国经济视角进行对比分析。美国这种极端财政货币扩张政策组合的短期成功，有一个重要假设，就是这种赤字货币化的方法不会导致本币的连续大幅贬值，而这件事在目前的全球经济环境下，可能只有美元能够做到。当前全球发达经济之中，从实体层面商品和服务市场、人口和劳动力市场、科学技术领域的产业链国际竞争力和全球控制力来说，美国经济都仍然是结构最为健康、最具可持续性的存在，这一点令美元指数可以在全球经济冲击模式下无视其自身过于激进的政策宽松，而持续保证中期的强势地位。当前欧洲、日韩先进制造业产业链或是面临国际专业分工链条断裂的事关生死存亡的风险，或是面临产业链供需关系不由自主、随风飘摇的脆弱性，相比之下美国联邦政府和国会两院两党之间一番争论之后不出意外地又一次暂缓了债务上限约束的操作都不是那么的令人生厌了。美国自工业革命以来长期积累的制造业产业链绝对优势地位给了美国政府在短期内任性地进行过度宽松操作的机会，但这显然是对美国经济历史荣耀的透支。我国近年来、特别是 2020-2021 年，同样受益于美国激进的需求刺激政策，通过出口高增加速提升了国内汽车、计算机电子通信设备、电力机械设备等高端产业链的完整性和韧性，也正因如此，我们得以目睹人民币有效汇率极为不易的一轮稳定升值，CNY 再度“破 7”时美元指数已经处在 103 左右的高位，而此前的两轮“破 7”美元指数分别仅有 95、97 左右。但我们仍应清醒地看到，当前国内产业链、特别是生产技术方面，尽管多点开花点状突破此起彼伏，但尚不能与美国全面抗衡，我国仍在人均水平、发展质量和科技创新领域是一个赶超者而非领先者的地位。如果在当前的中长期全球经济竞合格局下我国也贸然学习美国实施激进的“财政赤字货币化+天量消费券(或现金)补贴”措施，大概率会导致汇率市场瞬间承受巨大贬值压力，跨境资本可能从国内金融市场和生产实体中迅速撤出、本国资本也可能加速外流其他汇率稳定的地区，沙盘推演的结果可能触发类似于 1997 年东南亚金融危机、甚至 1980 年代拉美债务危机的严重后果。

图 4: 30 大中城市地产需求与疫情前趋势之比 (%)：二线近期企稳，一线三线再跌

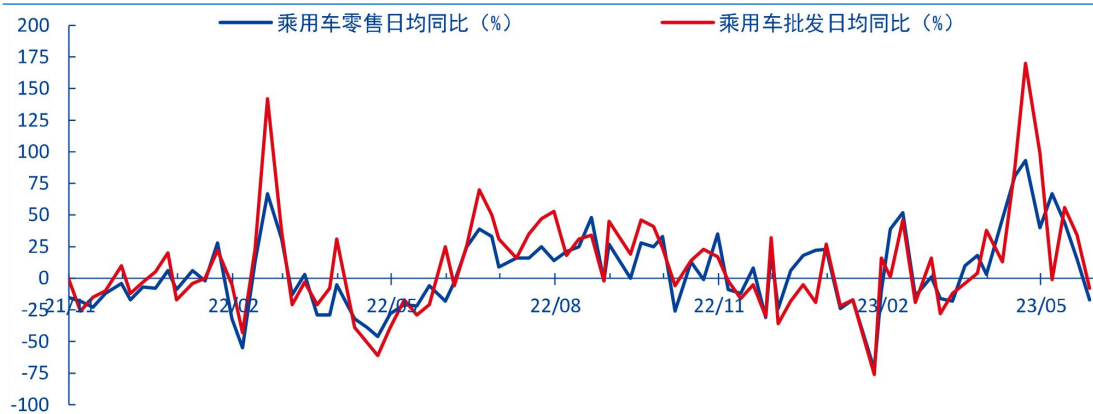


资料来源: Wind, 华金证券研究所

年内稍多使用货币政策刺激但强调传导效率提升，同时更加强化“供给创造需求”的长期政策导向需要我们给予更大程度的重视。从中短期视角来看，在财政资源已经有所透支、政府债务融资空间需保持谨慎的背景下，需求侧政策不是不能松，而是只能结构性地在今年稍稍多用货币政策、并且务求提升传导效率。除此以外，二十大之后的第一年，我国宏观调控政策已经开始呈现日益明显的“供给创造需求”特征，这可能意味着虽然短期经济增速大幅反弹的概率有所下降，但中长期经济增长趋势稳步抬升、结构有所优化的前景是更加乐观的。

本周五国常会对于提振发展信心、大力发展新能源汽车两个问题上的政策表述，凸显了“供给创造需求”的长期逻辑。周五国务院总理李强主持召开的国务院常务会议上对两个问题的论述，令我们相信金融市场应对“供给创造需求”的长期逻辑给予更大程度的重视。其一，会议指出要进一步稳定社会预期、提振发展信心的方法主要集中于供给侧，包括“在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产权、建设统一大市场等方面，分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施”，以及“通过深化营商环境重点领域改革，切实增强政策有效性”。我们认为这些提法主要针对的可能是先进制造业产业链，一方面希望通过供给侧减少生产方面的机制性摩擦成本，提升先进制造业企业迎难而上、积极参与国际竞争的能动性，另一方面希望通过降低要素市场的机制性本地固化特征，打造土地、劳动力的国内统一大市场，提升国内产业链的完整性、韧性和安全性，以生产和就业稳定和创造中长期的国内需求市场。其二，会议在发展新能源汽车产业方面，也令“供给创造需求”的政策模式更加明确化。会议提出三点具体要求，一是要“进一步优化产业布局，加强动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等重点领域关键核心技术攻关，统筹国内国际资源开发利用”，我们理解是鼓励进一步提升新能源汽车的生产技术水平和能力；二是要“健全动力电池回收利用体系，构建“车能路云”融合发展的产业生态，提升全产业链自主可控能力和绿色发展水平”、“构建高质量充电基础设施体系”，我们理解是要通过供给侧的方法构建更高水平的新能源汽车消费场景和可能性；三是“延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策”、“进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力”，我们理解原先实施的新能源汽车购置税免征政策大部分会得到保留，小部分可能随着技术标准的提升而有所退坡，总体上不太倾向于再通过消费补贴的方法鼓励新能源汽车消费，供给创造需求在政策层面和中长期供需健康度层面可能是更好的选择。

图 5：乘联会汽车零售、批发日均同比（%）：5 月汽车需求加速降温



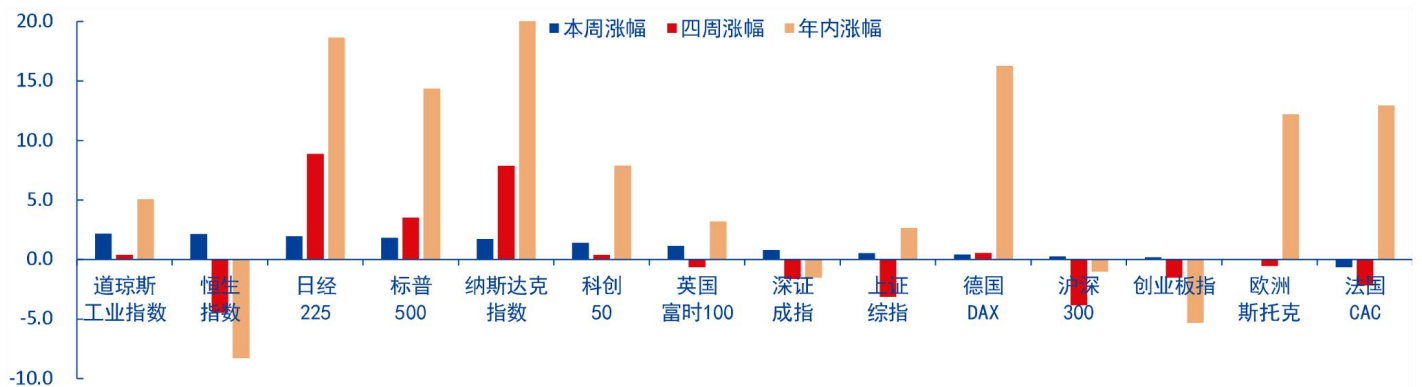
资料来源：Wind，华金证券研究所

总结一下本周我们的宏观思考：一、不能低估美国前期过度的需求刺激政策对美国经济和通胀的稳定作用，二、美国政府的任性是在透支历史形成的科技和金融优势地位，我国盲目效仿风险较大，不是政策主要选项，三、我国当前短期需求刺激政策（特别是财政政策）空间有限，需求侧今年可能稍多使用货币政策空间但会更加强调稳投资稳就业的传导效率，同时“供给创造需求”的政策导向正在持续强化，金融投资方面的一个推论可能是，对于大周期调整的非贸易品领域不建议期待短期的进一步需求刺激，对于结构优化但盈利改善需要一定时间的基础性产业可以相对乐观，对国际竞争日趋激烈但科技创新意义很强的先进制造业保持长期的信心。

风险提示：美联储超预期加息。

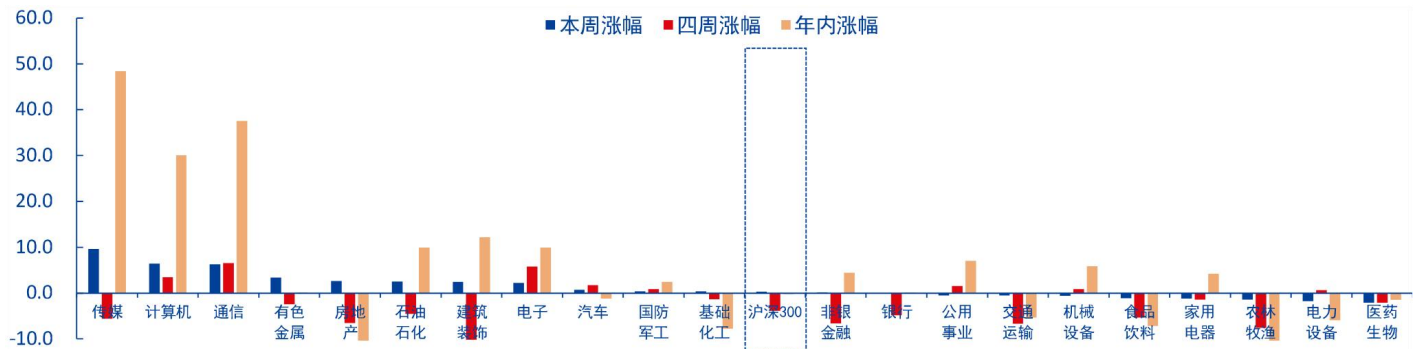
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 美股、港股领涨, A 股微涨



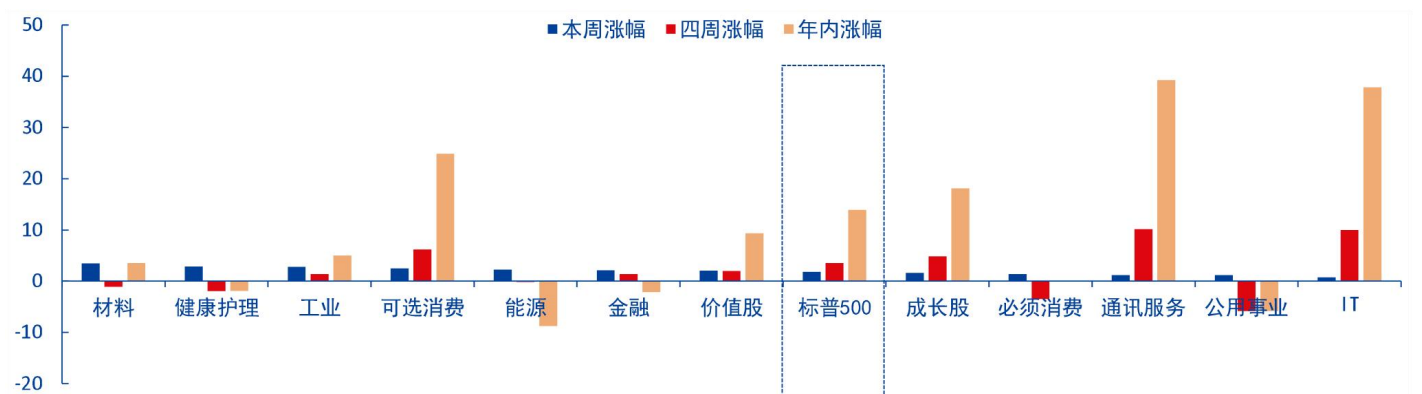
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股 TMT 领涨



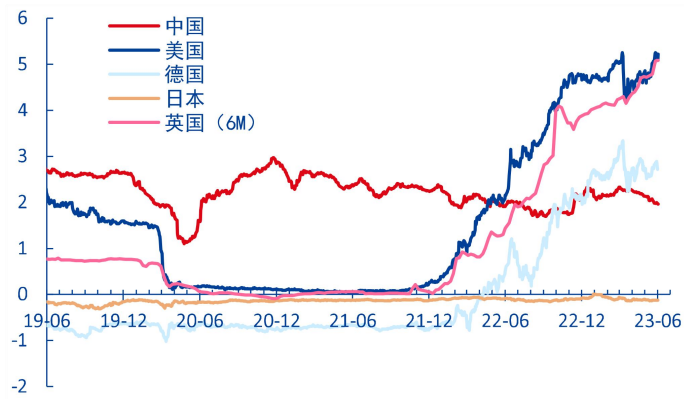
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 各行业均上涨, 其中材料、健康护理、工业涨幅最大



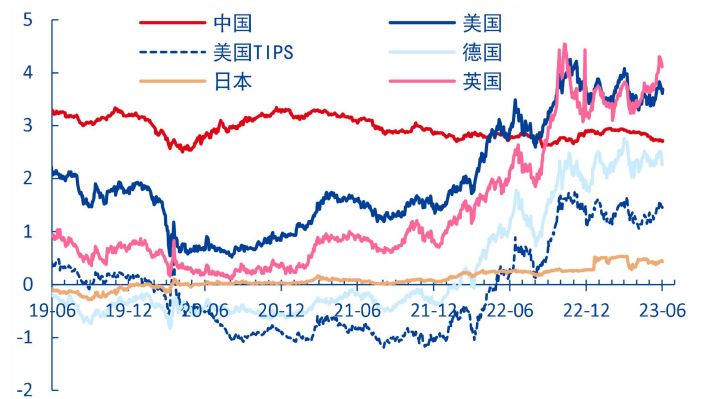
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 1Y 美债收益率小幅下行 (%)



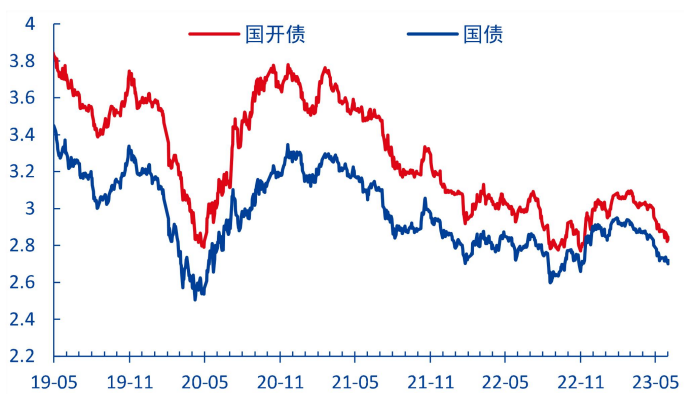
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 中美 10Y 利差收窄 (%)



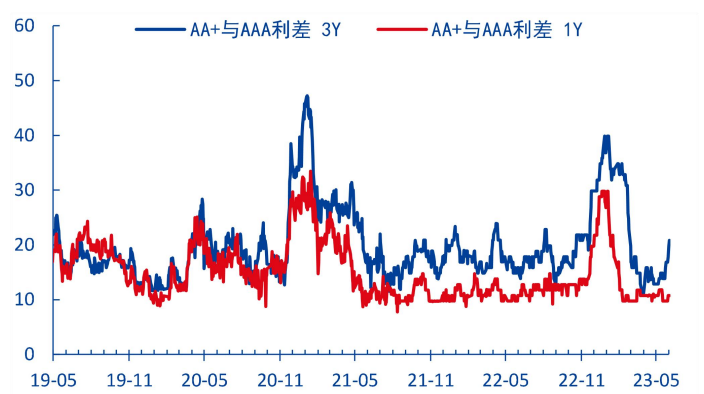
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



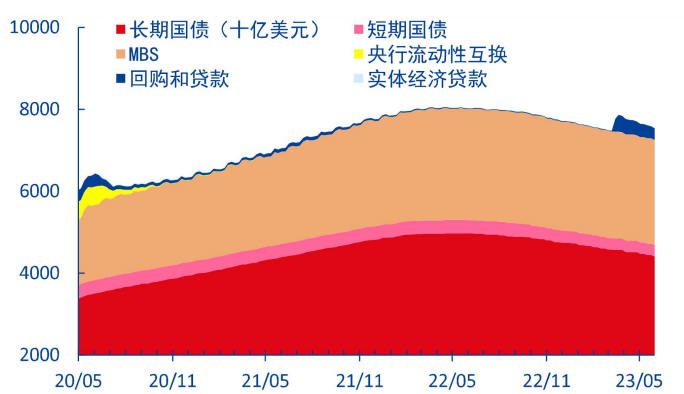
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 1Y 信用利差低位持平, 3Y 扩大 4BP



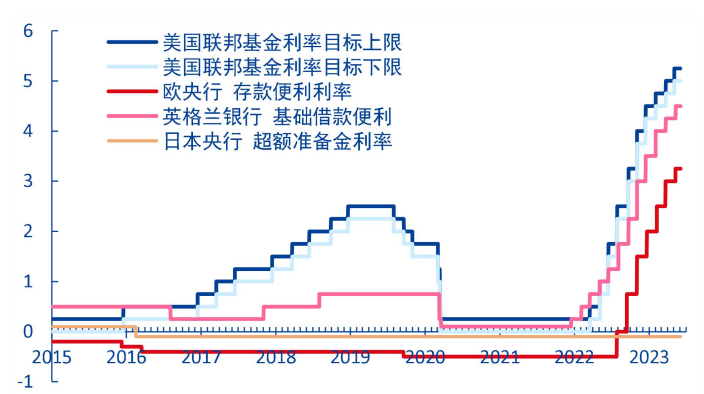
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 美联储资产规模缩小 (USD bn)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

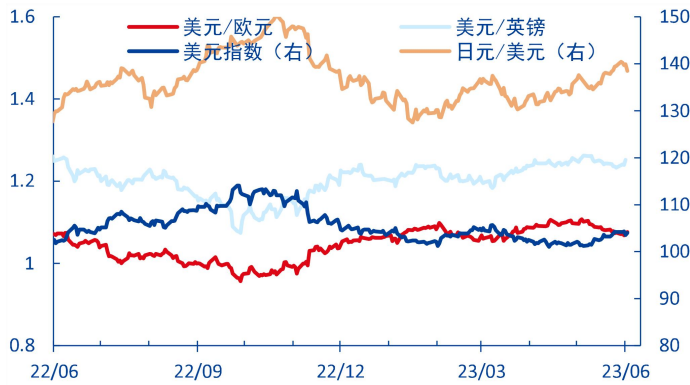
图 14: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所



图 15: 全球汇率: 美元指数小幅回落



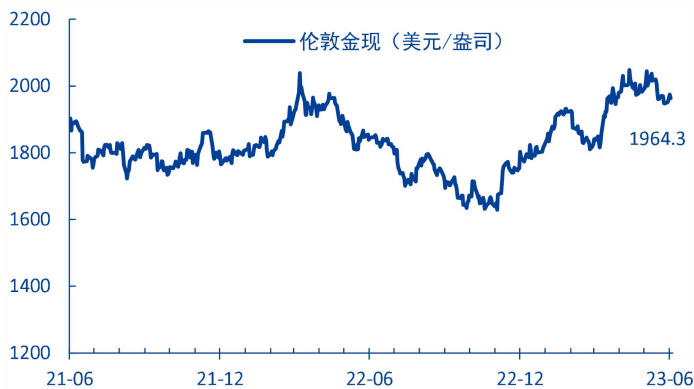
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 人民币持续被动贬值



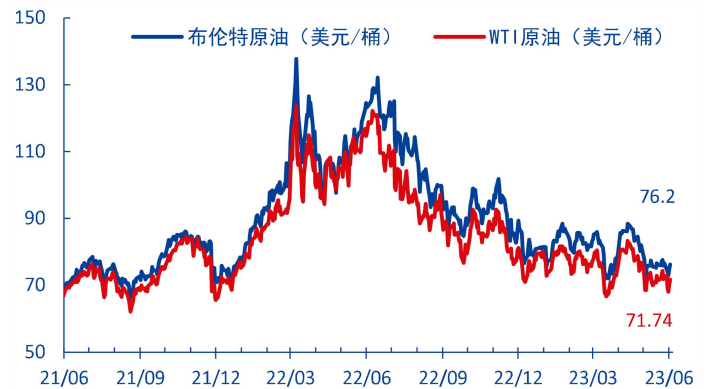
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 金价本周小幅反弹



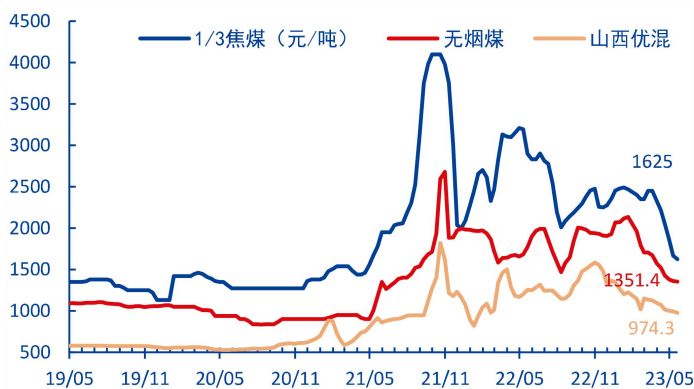
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 油价小幅回落



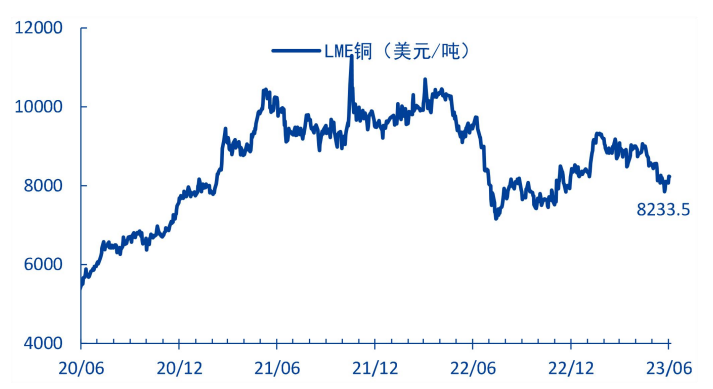
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 煤炭“保供”致煤价持续大幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 本周铜价小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)