



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

自从4月经济数据走弱以来，市场便不断降低预期，并在弱现实交易中等待政策强刺激。上周五，一则关于青岛房地产房票制度的消息，点燃了市场乐观情绪，确切说情绪颇为高涨。

当日上证综指走高0.79%，等顺周期板块领涨。与此同时玻璃、纯碱等大宗迎来反弹，单日涨幅分别4.39%和9.04%；十年国债利率小幅上行1.3BP；美元对人民币汇率也收在了7.09，5月开启的人民币贬值趋势暂时止稳。

我们之前在《Q2 关键的三个数据》中提示，二季度或迎来出口同比转负、地产销售走弱、青年失业率维持高位，**这三大数据组合意味着有可能启动逆周期政策。**

我们还在《还有多少政策可以期待》中，梳理历史既有逆周期政策，给出经验维度答案：**逆周期政策一般在七个维度给出综合解决方案。**分别是传统工具放松、地产宽松、消费刺激、就业改善、民营扶持、外资吸引、债务风险控制。

如果说市场将青岛房票政策解读为，政策层面已经关注并着手积极应对经济疲弱，市场之前期待得到初步回应。那么现在市场又迎来一个新的困惑，我们应该用怎样的视角等待未来或有的政策组合？**换言之，推动经济走出疲弱态势，政策的底层逻辑是什么？**

当下经济的现实矛盾是有效需求不足，政策应对无外乎解决一个问题，如何推动经济走出有效需求不足。

理解有效需求不足的微观成因之后，我们认为政策应对或在三个方面有所着力。

提振预期，提振风险资产价格信心并稳定居民收入预期；

缓解缩表，延缓居民缩表节奏以及控制城投风险；

修复就业，关键在于修复民营和外资企业投融资意愿。

➤ **资本市场定价反映有效需求不足，既是当下经济面临的主要矛盾，也是未来政策应对的现实背景。**

年初至今市场定价主线非常清晰，从强复苏到弱复苏，再到 risk off，预期快速走弱。市场到底在定价什么？我们认为答案在于4月两个关键数据变化。

（一）高频数据显示地产销售量价从4月中下旬开始快速走弱，宣告开年2-3月地产销量反弹只是疫情达峰后需求集中释放，地产持续动能偏软。

相关研究

1.流动性跟踪周报：短久期策略占优-2023/06/04

2.2023年5月PMI数据点评：5月PMI的成色-2023/05/31

3.流动性跟踪周报：当前债市博弈资金面-2023/05/29

4.全球大类资产跟踪周报：寻找下一个锚-2023/05/28

5.宏观专题研究：还有多少政策值得期待？-2023/05/27

(二) 5月公布4月通胀和金融数据, 央行一季度货政执行报告提到, “不存在长期通缩或通胀的基础”, 但面对同比为负的PPI以及持续在零值左右的核心通胀, 加上4月新增居民信贷-2411亿元, 市场担忧实体需求偏弱。

事实上今年3月初两会宣布5%的全年GDP增速目标, 此后市场扭转定价预期, 从强复苏转向弱复苏, 说明市场在3月初已有心理准备, 全年经济不会有太强表现。

4月地产、通胀和金融数据之所以能够引发资本市场 risk off, 这是因为实体增长和金融资产资产负债表共振走弱, 我们理解这是有效需求不足的典型表现。正如4月政治局会议提到的, 当下宏观经济“需求仍然不足”。

➤ 有效需求不足的微观成因以及宏观表现。

4月政治局会议直言“当前我国经济运行好转主要是恢复性的, 内生动力还不强, 需求仍然不足”。

宏观层面的有效需求不足, 可以在微观机制上找到成因。

居民和企业个体收入现金不足, 当期消费和未来投资预期转为谨慎。私人部门缩减消费, 降低投资, 甚至主动降杠杆, 收缩资产负债表。

微观层面收入预期下降同时降杠杆, 可以在宏观数据上得到印证。

(一) CPI 同比持续低于2%, 核心通胀同比约在1%, 代表居民消费倾向偏低。

(二) 存款增速高增, 居民避险情绪较高, 因为存款可以说是居民主要资产配置中安全系数最高的配置选择。近来中国居民存款增速攀至十年新高, 反映居民风险偏好降至偏低水平。

(三) 还有就是居民信贷新增净投放量与去年同期几乎持平。尤其4月, 居民信贷甚至弱于去年同期, 要知道去年疫情原因人流活动受限, 居民购房活动难以正常进行。4月居民信贷负增直观反映提前还贷微观行为, 实则深刻描述当下居民部门资产负债表收缩。

➤ 应对有效需求不足, 未来政策或有三个着力方向。

居民的收入和消费, 企业部门的利润和投资均属于现金流量问题。当现金流量预期不稳定, 遇上存量资产负债扩表降速, 两者共振带动全社会需求走弱。

这种情况下, 单靠市场自身的运行机制走出有效需求不足, 存在一定困难。这也是为何面对有效需求不足, 政策开始积极应对。

4月政治局会议提到“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”, 我们理解4月政策层面对现实经济给出更客观的回应。

既然当下经济的短期矛盾是有效需求不足, 政策目的在于恢复和扩大有效需求, 则未来政策着力点或落在三个方面——提振预期、缓解缩表、修复就业。

➤ 应对有效需求不足, 我们重点可以期待三类政策。

回溯历史, 我们可以清晰获知, 中国应对经济疲弱可以启用七个维度的政策方法。针对当下现实矛盾, 政策只有着力提振预期、缓解缩表以及修复就业这三方面, 才能够真正带动中国走出有效需求不足。

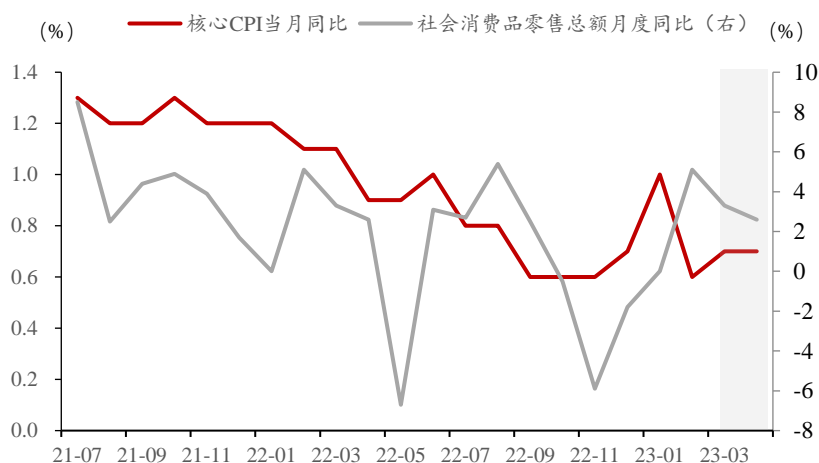
提振预期，一是改善风险资产价格预期，二是改善收入增长预期。

缓解缩表，首先缓解提前还贷所致的居民缩表进程；其次控制城投债务风险。

修复就业，关键在于修复民营和外资企业投融资意愿。

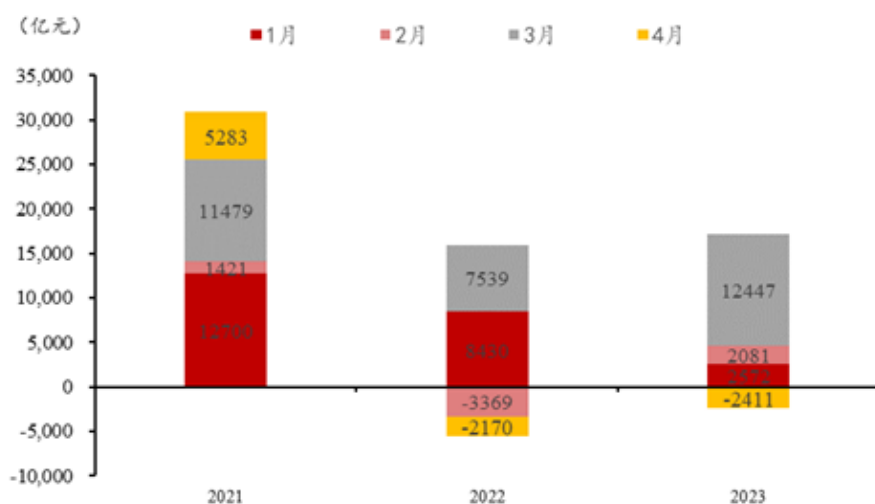
➤ **风险提示**：地产修复不及预期；海外衰退超预期；国内政策调控超预期。

图1：当前居民消费疲弱



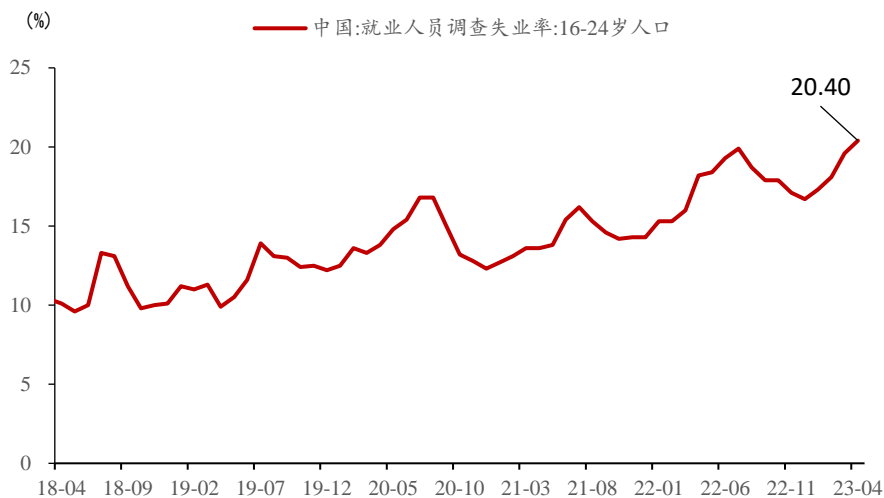
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：4月居民信贷收缩



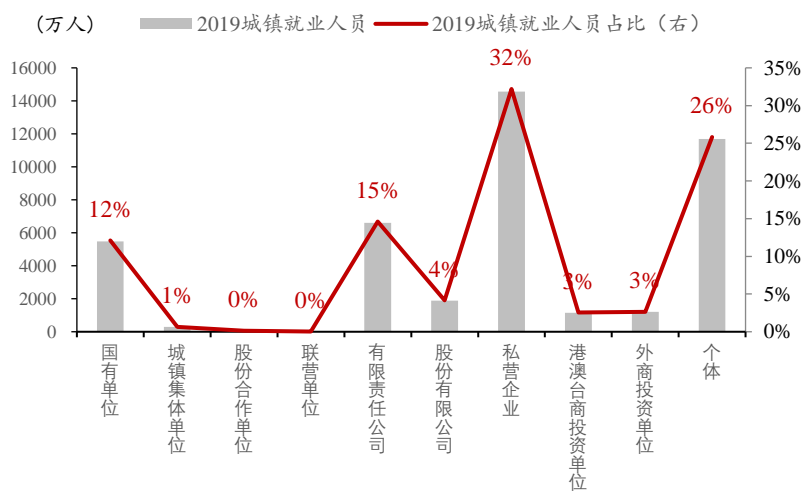
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：当前青年失业率偏高



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：吸纳就业主体为民营企业



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：去年以来外资工增持续下降



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026