

周度经济观察

——经济寻底过程中

袁方¹束加沛²

2023 年 06 月 06 日

内容提要

从 PMI 数据来看，5 月总需求的收缩主导了经济活动的变化，这背后既有积压需求释放结束的影响，也反映了房地产市场下滑的冲击。

往后看，总需求的收缩在未来一个月或将延续，经济仍在经历自然寻底的过程。考虑到银行体系信贷供应稳定、以及存货的波动，预计经济在三季度有望见底，经济年内大概率不会单边下行。

在经济减速、政策相对克制的背景下，权益市场震荡的格局有望延续。未来市场的触底回升需要关注经济面的转折，以及价格信号对基本面信息的反应。

风险提示：（1）地缘政治风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济延续回落

5 月中采制造业 PMI 为 48.8，较上月回落 0.4 个百分点，经济延续了走弱的特征。

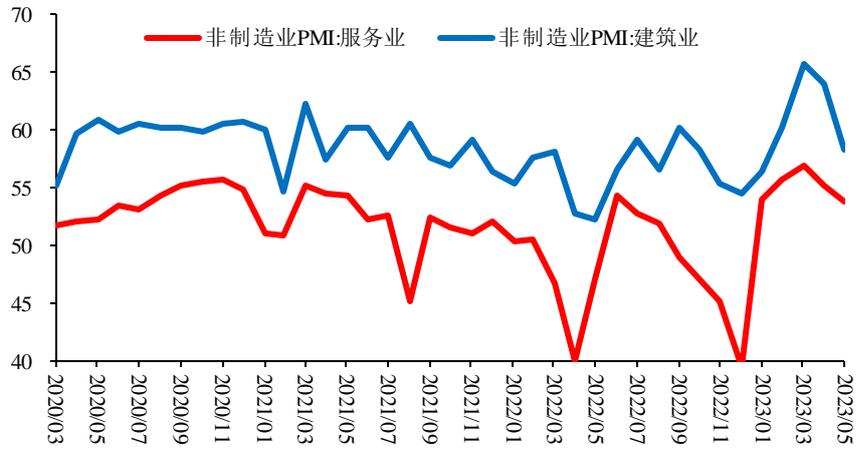
分项来看，生产、新订单、就业和新出口订单均出现明显下滑，显示经济活动的减速在广泛展开。产成品和原材料库存小幅下行，反映出一季度市场主体对复苏抱有较高预期，出现库存回补，但 4 月以来随着积压需求释放结束，需求快速下滑，导致企业部门转入库存去化的过程中，进而放大了经济下行的幅度。

价格层面，原材料购进价格大幅回落 5.6 个百分点至 40.8，和大宗商品价格走低的指向一致。

5 月服务业 PMI 为 53.8，较上月下滑 1.3 个百分点，服务业的持续减速体现出积压需求释放结束的影响。建筑业 PMI 为 58.2，较上月大幅回落 5.7 个百分点，表明房地产市场在快速走弱。

从量价数据来看，5 月总需求的收缩主导了经济活动的变化，这背后既有积压需求释放结束的影响，也反映了房地产市场下滑的冲击。

图1: PMI服务业和建筑业, %



数据来源: Wind, 安信证券

5月下旬以来,高频的地铁客运量、航班执飞量等人流数据小幅回落。整车货物物流指数走平,显示工业生产和货物消费总体偏弱。

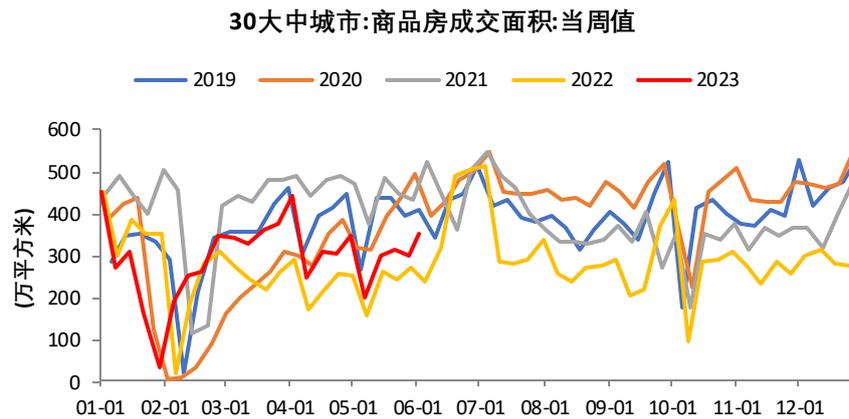
6月初30大中城市的商品房销售面积小幅回升,但弱于季节性。从贝壳研究院公布的重点50城二手房折价率走势来看,当下折价率和去年同期相当,好于去年下半年的水平。

房地产企业股票、债券价格的表现显著弱于高频的商品房销售数据,当前投机级港股的股价接近于去年的低点,民营房企的股价自今年3月以来持续下跌,也趋近历史低点。这表明房地产企业,尤其民营房地产企业在经历严重的流动性冲击,违约风险在快速累积。

近期青岛出台楼市优化政策,通过限售条件放松、首付比例下调、政府购买等多种手段试图稳定当地房地产市场。不过一线城市需求端放松、全国房地产企业流动性层面的大力救助尚无明确政策。在此背景下,房地产行业仍在经历市场化出清的过程,居民部门购房意愿的全面提升仍需时间,房地产行业对上下游产业链及宏观经济的拖累或将延续。

往后看，总需求的收缩在未来一个月或将延续，经济仍在经历自然寻底的过程。考虑到银行体系信贷供应稳定、以及存货的波动，预计经济在三季度有望见底，经济年内大概率不会单边下行。

图2：30大中城市商品房成交面积当周值，万平方米



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场仍在震荡寻底过程中

5月以来权益市场震荡下行，这背后主要反映了市场对经济的预期向现实靠拢的影响。市场预期的快速弱化，也加剧了投资者对房地产和城投平台大面积违约的担忧，进而放大了权益市场的波动。

从当前的高频数据来看，经济活动的减速或许仍在延续，居民和企业部门的风险偏好仍然偏低，房地产企业的违约风险正在累积，通过经济基本面的触底回升来推动市场上行仍然需要时间。

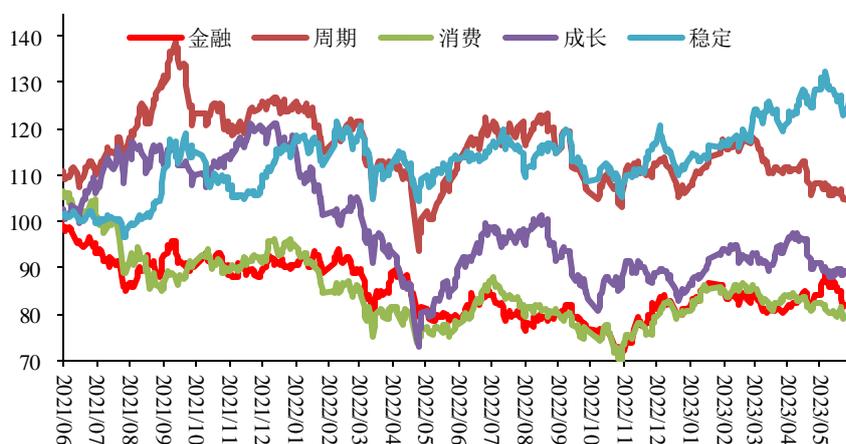
从今年的经验来看，市场的转折或许也会出现在预期对现实全面定价甚至超调之后，当然市场预期里包含了多少对现实的定价难以完全量化，而且市场预期本身也在快速变化。一个参考的思路在于如果市场开始对基本面的负面信息表现得钝化，对一些积极的信号反应敏锐，那么此时可能市场的价格里已经相对充分

吸收了市场的悲观预期，换句话说市场的底部已经出现。从当前市场的情况来看，尽管市场在讨论中长期的问题，对经济的前景担忧加剧，但从价格信号来看市场难言已经转入上升趋势。

就权益市场的底部而言，去年 10 月底为我们提供了极限情形下的压力测试，当时疫情、地产以及外部因素对宏观经济和市场预期形成巨大冲击，而今年总体上经济、政策环境优于去年 10 月，因此市场的底部大概率会高于当时。当然部分的担忧在于，这一轮房地产市场是否会转向全面的泡沫破裂，进而导致金融体系危机的发生。我们认为这一前景发生的概率较低，一方面在于信托、理财、中资美元债等产品前期已经通过价格信号吸收了地产的冲击，而银行表内的资产负债表总体得到了较好的保护；另一方面尽管长周期来看中国商品房销售进入下行周期，但去年疫情和地产政策冲击之下，地产销售下滑的斜率陡峭，今年的地产销售面积可能不会显著低于去年，而且部分城市偏低的库存水平也为价格形成了支撑。

因此总而言之，在经济减速、政策相对克制的背景下，权益市场震荡的格局有望延续。未来市场的触底回升需要关注经济基本面的转折，以及价格信号对基本面信息的反应。

图3：各风格指数表现



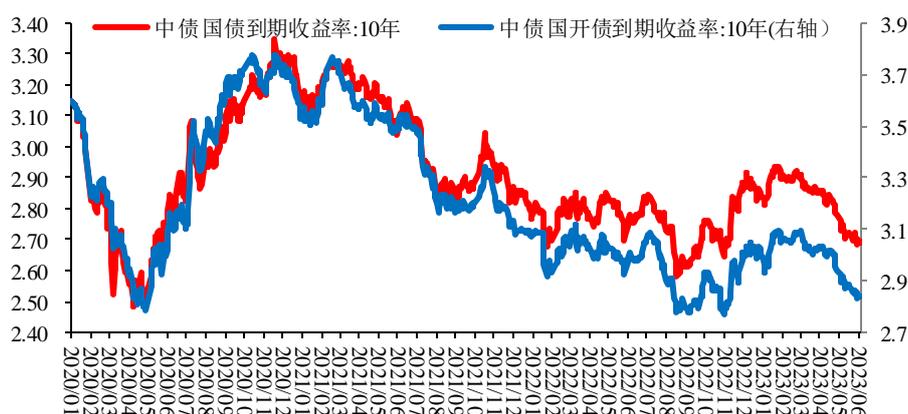
数据来源：Wind，安信证券
 2021年12月31日为100

6月以来流动性环境转向宽松，DR001和DR007中枢重新下行。受此影响，债券市场利率出现普遍回落，期限利差走阔。

当前影响债券市场的核心因素仍然在于总需求的变化。如果总需求持续收缩，这将使得通货膨胀表现温和，企业和居民信贷的扩张缓慢，以及流动性环境的宽松。从高频数据来看，6月总需求的收缩或将延续，这使得债券市场收益率水平易下难上。

债券市场收益率达到较低水平后，市场担心政策的调整对价格的冲击。从近期的国常会表态来看，当局通过大规模需求政策来刺激经济的可能性不高。此外，考虑到经济活动存在惯性，即便需求刺激政策出台，其最终扭转经济减速的趋势仍然需要时间。在此过程中，政策的传闻或许会对债券市场形成短期冲击。但从趋势上来看，未来一个季度债券市场处于有利的宏观环境中。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、海外市场波澜不惊

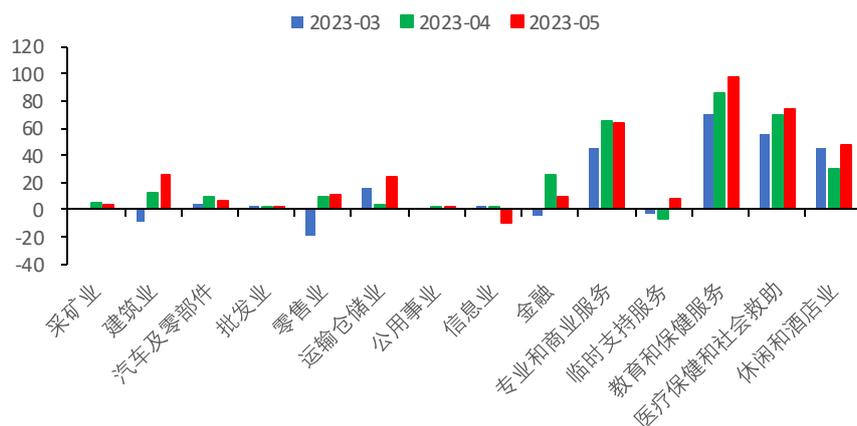
美国最新公布的 5 月新增非农就业人口为 33.9 万，较上月抬升 4.5 万。从结构上看，教育和保健服务、医疗保健和社会救助、休闲酒店新增就业持续扩张，主导了新增非农数据的抬升，这些领域仍然存在明显的就业供需缺口。

5 月失业率从 3.4% 的水平上升至 3.7%，劳动力参与率持平，新增非农就业的扩张与失业率的上升背后反映了就业口径上的差异，剔除灵活就业影响后失业率维持低位，显示劳动力市场仍然偏紧。

工资方面，时薪环比增速为 0.33%，较上月小幅下滑 0.06 个百分点；同比增速 4.3%，较上月下滑 0.05 个百分点。薪资增速在波动中下行，不过当前水平仍然显著高于疫情前。

总体而言，5 月偏强的新增非农数据，以及抬升的失业率、走弱的时薪使得美联储 6 月的货币政策转向观望。根据 CME Fedwatch 工具，市场预期 6 月美联储暂停加息，可能 7 月会出现一次加息，随后转入降息。

图5：新增非农就业分项，千人



数据来源：Wind，安信证券

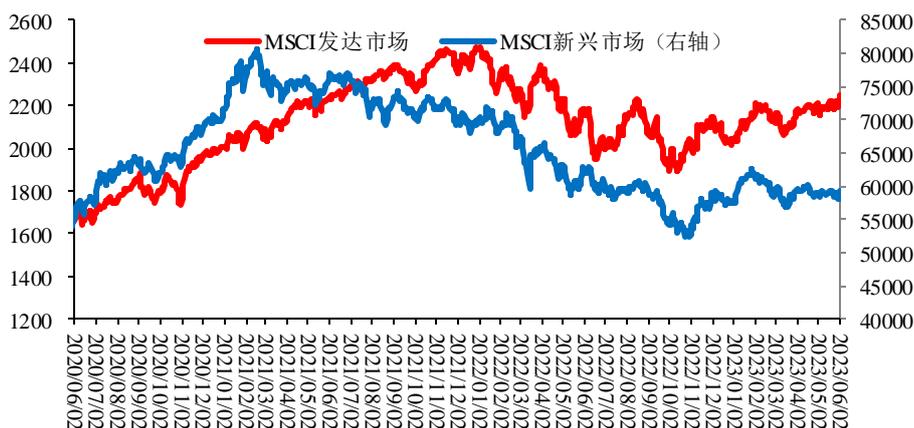
海外市场上，美国、欧洲股票市场高位震荡，发达经济体债券收益率在高于疫情前的中枢上波动。

回头来看，发达经济体股票指数和债券市场利率的上行可能与劳动力供应的收缩有关。疫情导致欧美经济体大量 55 岁以上的劳动力提前退出劳动力市场，跨国间劳动力的运输也受到阻碍。因此劳动力供应的收缩使得劳动力工资水平出现明显抬升，工资的上行推升通胀的压力，同时也带来消费加速恢复，消费的加速恢复反过来助推通胀上行，强化了经济的韧性。这一模式在 1918 年西班牙大流感后也曾经出现，并在较长时间内使得工资维持高增长。

从当前欧美的情况来看，劳动力供应的恢复进展相当缓慢，宏观经济总体表现偏强，通货膨胀的压力持续存在。在此背景下，权益市场受益于稳定的经济基本面，债券市场对通胀中枢抬升定价。

考虑到劳动力供应的变化，与社会保障体系、政府应对冲击的手段、文化价值观念等因素有关，预计未来欧美劳动力供应的恢复仍有漫漫长路，当前资产价格变化的趋势有望维持。

图6：MSCI 发达和新兴市场指数



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10页，共10页

2023年6月