

周度经济观察

——国内宽松政策延续，海外紧缩预期重启

袁方(S1450520080004)¹束加沛(S1450520080004)²

2023年06月27日

内容提要

端午假期数据显示居民部门消费活动的恢复进展缓慢。除了劳动力供应增加、收入增速放缓的影响以外，居民部门消费倾向的抬升也存在波折，经济总体处于自然回落的过程中。

当前国内银行资产负债表稳健，政府底线思维意识强烈，经济回落和磨底需要时间，但重大风险可控。市场对刺激政策仍充满期待。

疫后美国劳动参与率下降、超额储蓄快速释放，使得美国通胀压力居高不下、经济表现始终偏强，这也最终导致美联储货币政策总体偏鹰，美联储加息仍在途中。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

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

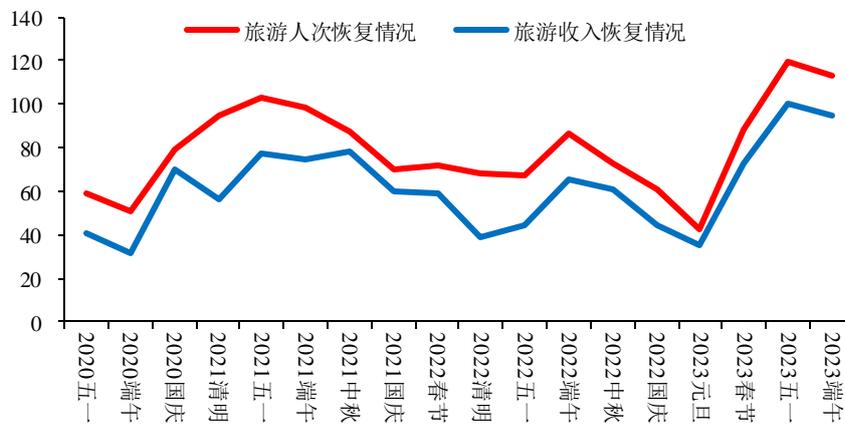
²宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、经济在寻底过程中

端午假期，全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量 14047 万人次，比 2019 年同期下降 22.8%。全国国内旅游出游 1.06 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 112.8%；实现国内旅游收入 373.10 亿元，按可比口径恢复至 2019 年同期的 94.9%，但较五一期间边际回落约 5 个百分点。

总体来看，居民部门消费活动的恢复进展缓慢，除了劳动力供应增加、收入增速放缓的影响以外，居民部门消费倾向的抬升也存在波折。考虑到经济增速的趋势下行、以及疫情与相关政策对居民消费倾向的影响，预计疫后居民消费的增长中枢低于疫情前，但当前消费的中枢相较新均衡水平或许仍有空间。

图1：旅游收入恢复情况，%



数据来源：Wind，安信证券
以 2019 年同期为基准

6 月高频的地铁客运量、航班执飞量等人流数据走平，与端午的出游数据一致，表明服务消费维持韧性。整车货物物流指数和快递物流指数小幅抬升，显示工业生产与货物消费平稳。伴随企业去库存接近尾声，生产活动减速的进程有望逐步放缓。

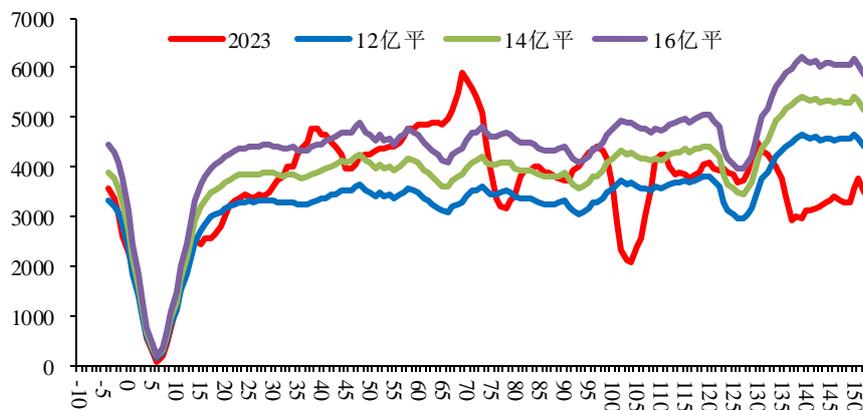
6 月 30 大中城市商品房销售面积显著弱于往年同期。从历史规律上看，6 月是房企半年销售目标冲刺期，新房销售季节性偏强部分来自新开盘数量上升。

而今年 6 月销售总体没有体现出环比改善的特征，部分原因可能来自于房企在预期转弱的背景下供给增加有限。与此同时，二手房销售在 5 月底的低位上持平，房地产市场仍在磨底中。

往后看，经济总体还在自然回落的过程中，居民和企业部门扩大消费和资本开支的意愿偏弱，房地产和城投平台债务压力渐增，这使得市场预期也在逐步转弱。

但从过往经验来看，经济出现失速往往伴随着金融条件的收紧，金融条件的收紧加速了经济下行的过程，经济的减速也反过来使得金融机构坏账增加、信贷投放谨慎，两者的互相强化往往会导致经济经历时间较长、幅度较深的下滑。今年总体上我国货币政策维持宽松，商业银行扩大信贷供应的意愿较强，银行资产负债表稳健，同时政府底线思维意识强烈，因此从这个角度来看，我们倾向于认为经济出现失速的可能性不高，经济回落和磨底需要时间。

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、权益市场仍在磨底中

上周以来权益市场出现下跌，成交量小幅走低。此前涨幅居前的传媒、计算机、通信等行业回落幅度较大，环保公用等防御性行业表现偏强。

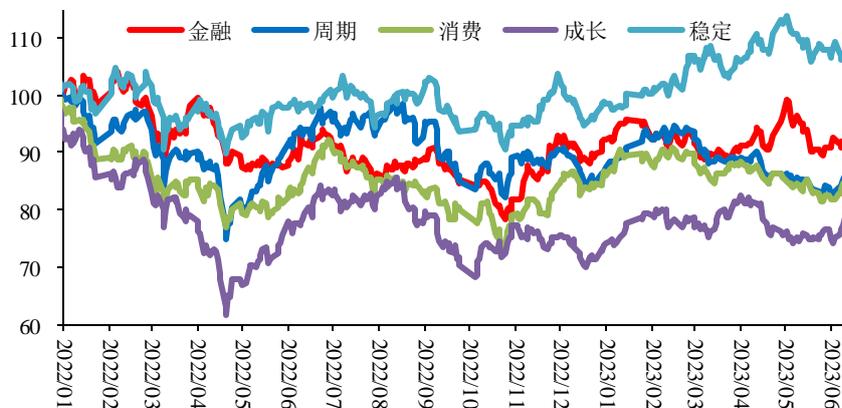
近期市场的调整更多反映了市场对稳增长政策的期待。实际上此前 OMO 利率下调后，市场出现幅度不小的反弹，成长、消费和周期板块表现占优，显示市场对政策的反馈积极。

在利率调降后，市场转入政策观望期，市场参与者对财政、房地产、消费领域的刺激政策始终抱有较高期待。这一期待在短期之内形成的落差反映出市场与监管当局在看待发展与安全层面存在分歧。

而另一方面，端午假期的数据显示居民消费活动的恢复一波三折，经济本身处于减速的过程中，而且这一过程中伴随着房地产、城投平台债务问题的显现，这对市场情绪、风险偏好形成额外的压制。

在经济减速、政策出台需要时间的背景下，权益市场寻底的过程仍在进行，未来底部的确认依赖于政策出台的力度、以及基本面改善的幅度。

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

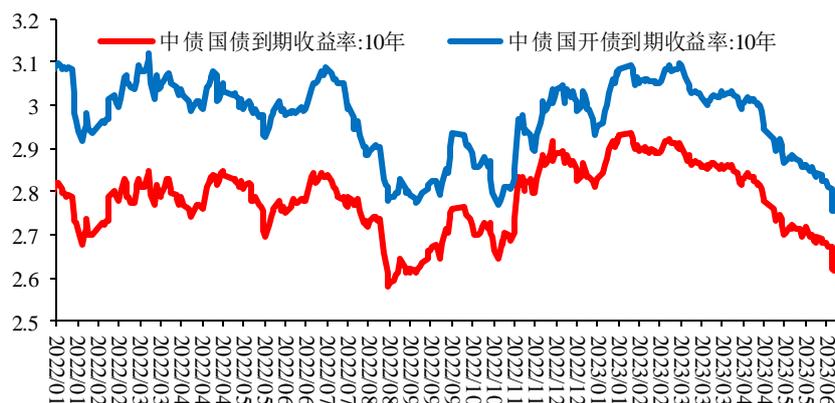
上周债券市场小幅波动，经历此前的降息后，资金利率反而在上周边际上行，进而推升短端利率，而长端利率相对稳定。

当前影响债券市场的核心仍然在于经济运行的情况以及政策力度。在政策出台需要时间的背景下，经济基本面的变化决定了债券市场利率的走向。

目前居民部门消费倾向和风险偏好处于历史低位，企业的投资意愿也持续偏弱，与此同时房地产和城投平台债务问题也在对市场主体的预期形成压制，这些因素的共同影响下经济处于寻底的过程中，短期难以企稳回升。而总需求的收缩也导致通货膨胀维持低位、货币政策易松难紧，这意味着债券市场仍然处于有利的宏观环境中。

对信用市场而言，房地产领域的债务违约风险仍然存在。尽管市场高度关注地方政府偿债能力，但考虑到今年宏观政策对安全的关注，预计出现城投平台公开债务违约的概率较低。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

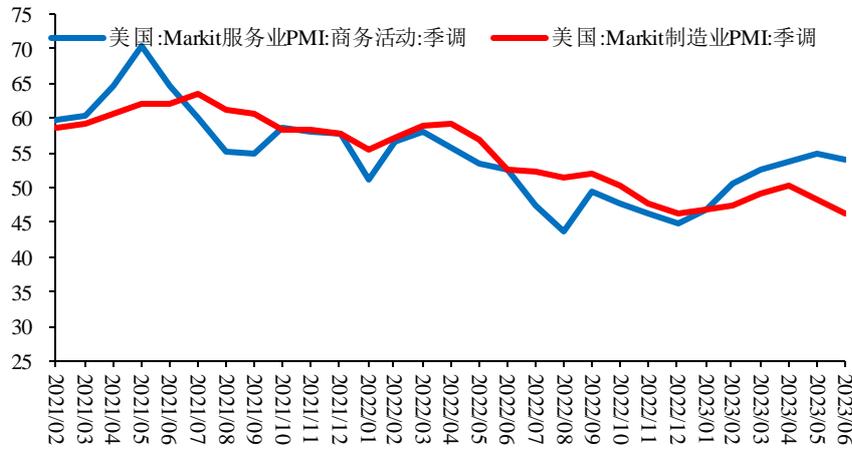
三、美联储表态偏鹰，经济小幅走弱

6月22日美联储主席鲍威尔在国会听证会上表示，绝大多数的联储官员支持年内继续加息，未来需要参考更多的经济数据，谨慎加息的步伐是合适的，同时预计年内仍会有两次加息。芝加哥联储主席古尔斯比认为美联储处于观望模式，最大的谜团在于为什么商品通胀没有更快地恢复到零或者负值。当然也有少数官员支持不加息，亚特兰大联储主席博斯蒂克认为美联储应该在今年剩余时间保持目前利率水平。

从市场预期来看，7月美联储加息25BP的概率较高，此后维持这一水平至今年底，明年1月份美联储启动降息。这表明市场预期和美联储预期之间仍然存在分歧，未来通胀、就业市场的走向将主导美联储货币政策的变化。但总体而言，疫情后美国劳动参与率的下降、以及超额储蓄的释放，导致美国通胀压力较大、经济表现偏强的局面可能会在较长时间延续，这也对美联储货币政策、大类资产价格形成持续影响。

在美联储主要官员表态偏鹰派的同时，近期美国经济数据出现走弱。6月美国Markit制造业PMI为46.3，较上月大幅下滑2.1个百分点；服务业PMI为54.1，较上月回落0.8个百分点。疫情管控政策放开后美国经济表现出明显的服务消费对货物消费的替代，这与疫情期间正好形成镜像，当前这一趋势仍在延续。不过从绝对水平来看，当前服务业仍处于偏强位置，进而对经济增长以及劳动力工资形成支撑。

图5：美国 Markit 服务业和制造业 PMI，%



数据来源：Wind，安信证券

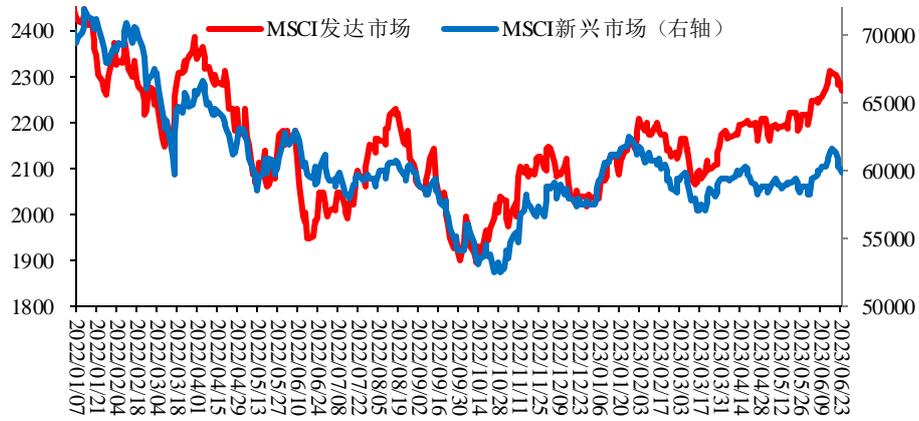
在 6 月欧央行加息后，英国央行也加息 50BP 至 5.0%，这主要与英国通胀风险上行有关。5 月英国 CPI 和核心 CPI 同比增速分别达到 8.7%、7.1%，超预期的通胀数据也使得英国央行加快紧缩步伐。

在市场调整货币政策预期、经济数据短期走弱的背景下，上周全球股票市场出现下跌，主要国家的国债收益率小幅下行，美元指数轻微走高。

往后看，市场的焦点在于年底之前美联储加息的力度和美国经济减速的幅度，我们倾向于认为未来美国经济的韧性偏强、软着陆的概率较高。这背后最主要的原因在于美国劳动力供应短缺导致的薪资上涨短期难以扭转，居民工资预期的抬升也导致其风险承担意愿提升、储蓄倾向回落，最终使得美国经济表现强劲。因此，即便基准利率在较高水平维持，但经济基本面的表现也将对权益市场形成有力支撑。

在此背景下，美国权益市场有望延续震荡上行的格局，美债利率水平或将高位震荡。

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