

# 周度经济观察

## ——去库存进程进入后期

袁方(S1450520080004)<sup>1</sup>束加沛(S1450520080004)<sup>2</sup>

2023 年 07 月 04 日

### 内容提要

从近期的大宗商品价格、PMI 原材料购进价格数据来看，企业存货去化的进程已经进入后期，但由于终端需求仍然偏弱，经济减速的过程或将延续。

5 月初以来，人民币汇率开始贬值、国内债券市场利率下行、股票市场下跌，这背后反映了经济减速、市场预期恶化的结果。而经济的减速带来通货膨胀低迷、货币政策宽松，进而放大了汇率的波动，这一趋势尚未看到扭转的迹象。

近期欧美央行行长表态偏鹰，但由于超额储蓄的释放和居民工资的抬升，市场对欧美经济的预期普遍偏强。在此背景下，发达经济体权益市场有望中枢抬升，债券市场利率或将延续高位震荡。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

<sup>1</sup>宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup>宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、去库存进程进入后期

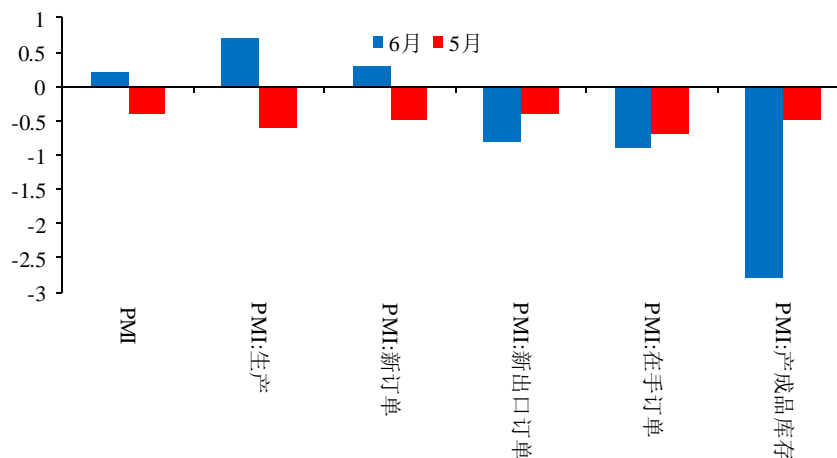
6月制造业 PMI 为 49，较上月小幅回升 0.2 个百分点，略强于季节性，结束了连续 3 个月的回落；建筑业 PMI 环比下降 2.5 个点至 55.7，基建维持偏强，房建走弱；服务业 PMI 为 52.8，较上月回落 1 个百分点。

分项来看，生产和新订单的回升是推升 6 月 PMI 的主要力量，产成品库存大幅回落 2.8 个百分点，处于偏低水平。

价格层面，原材料购进价格回升 4.2 个百分点至 45，南华工业品指数从 5 月底以来中枢抬升，同时指示终端需求的水泥价格维持低位。此外，公布的工业企业数据也显示产成品存货延续回落。

合并生产、存货以及价格数据，存货去化的进程可能正在接近尾声。随着产成品库存回落到偏低水平，企业有望在未来重新回补库存，这一力量或将对经济形成支撑。

图1：PMI 分项绝对值变化，%



数据来源：Wind，安信证券

央行于6月底公布了2季度问卷调查数据,其中居民收入感受指数为49.7%,比上季下降1.0个百分点,居民就业感受指数为37.6%,比上季下降2.3个百分点。这显示居民信心和预期较一季度小幅转弱,但已经回到了正常区间,较去年二季度显著改善。

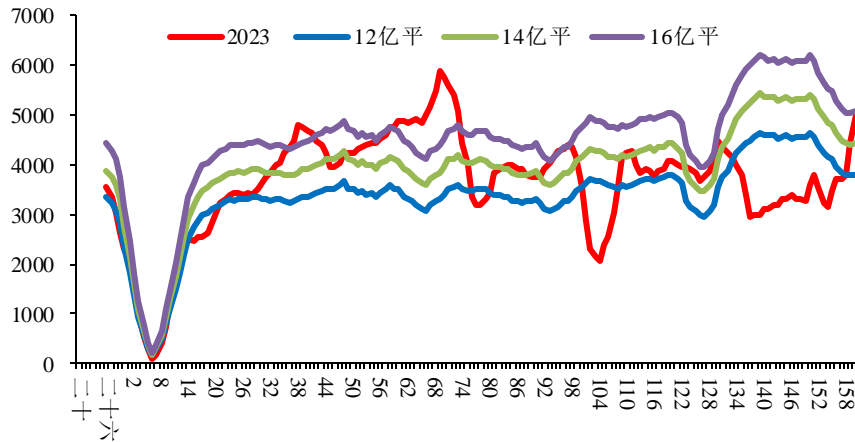
在二季度经济转弱、居民收入预期和信心回落的背景下,储户调查显示倾向于“更多消费”的居民占24.5%,比上季增加1.2个百分点;倾向于“更多储蓄”的居民占58.0%,比上季增加0.1个百分点,总体上看居民的消费倾向没有恶化,也说明经济进一步回落空间有限。

6月高频的地铁客运量、航班执飞量等人流数据小幅抬升,表明服务消费维持韧性。整车货物物流指数和快递物流园指数同样边际走高,显示工业生产与货物消费可能同样恢复增长,这和PMI数据显示的去库存进程接近尾声一致。

6月30大中城市的商品房销售面积偏弱,尽管月底出现抬升,但总体销售弱于往年。与此同时,二手房销售延续低位,房地产市场仍在磨底中。

往后看,居民、企业信心预期偏弱,房地产行业减速的过程或将延续,经济仍处于潜在增速以下。但随着企业去库存走向后期,存货回补对经济的支撑有望逐步体现。

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，横轴使用农历日期对齐

## 二、债券市场利率易下难上

上周以来权益市场中枢震荡，成交量小幅回落至日均九千亿水平。

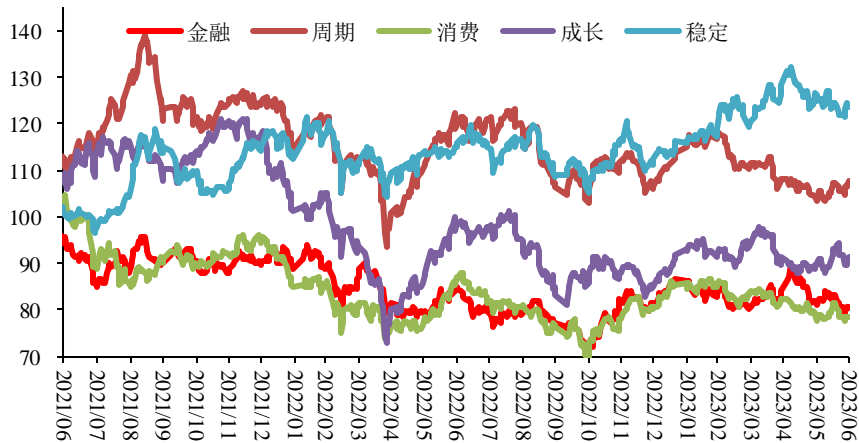
尽管总量波动不大，但结构分化突出，此前上涨较多的 TMT 上涨出现幅度不小的回调，而前期跌幅较大的新能源出现反弹，周期板块表现占优。

当前市场的关注仍在于政策的走向，国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，表明政策对当前经济运行情况保持关注，后续稳增长政策的出台值得密切留意。

从基本面的表现来看，6 月的 PMI 数据显示制造业部门出现小幅回升，服务业领域继续减速，总体而言终端需求环比仍在减速，但下滑的斜率出现放缓。市场也在对经济下滑斜率放缓这一局面进行定价，周期板块表现占优反映了当前市场的定价逻辑。

往后看，伴随去库存过程逐步进入后期，经济未来有望触底企稳，基本面的改善也有助于扭转市场悲观预期，权益市场仍在磨底过程中，距离底部或许空间有限。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

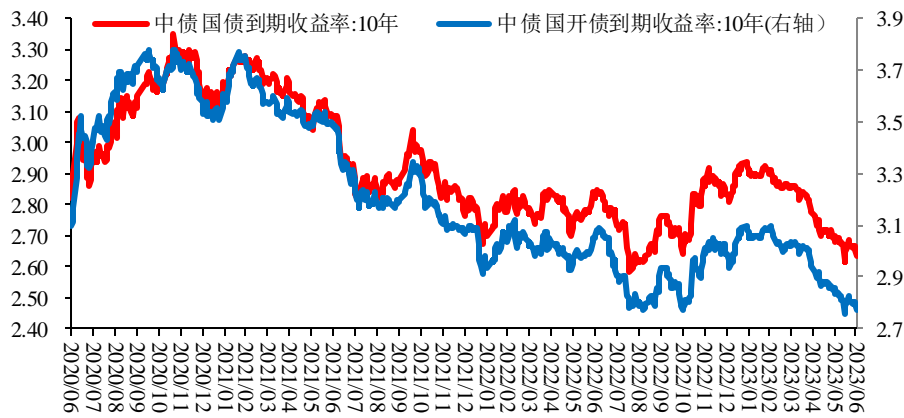
2020年12月31日为100

上周债券市场总体利率小幅下行，资金利率受跨季影响出现季节性上升，1年期国债利率和10年期国债利率分别下降4BP、3BP。

从央行二季度例会表态来看，新增了“克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度”的提法，以及“内生动力还不强，需求驱动仍不足”的判断，预计未来政策取向或将进一步趋于宽松，这也是债券利率走低的背景之一。

而从央行二季度银行家调查问卷来看，贷款总体需求指数为62.2%，比上季下降16.2个百分点，仅仅高于去年同期水平，处于偏弱位置。一季度企业积压性的融资需求释放完毕后，信用扩张意愿回落。在政策保持定力的背景下，企业信心预期难以大幅改善，融资意愿偏弱的格局或将延续，这意味着债券收益率易下难上。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

近期人民币兑美元汇率承压，逼近去年 11 月的位置，而且考虑到美元指数从当时的 113 回落至 103，人民币走弱并非是美元升值的结果，实际上本轮人民币兑一篮子汇率也下行至近两年低点。

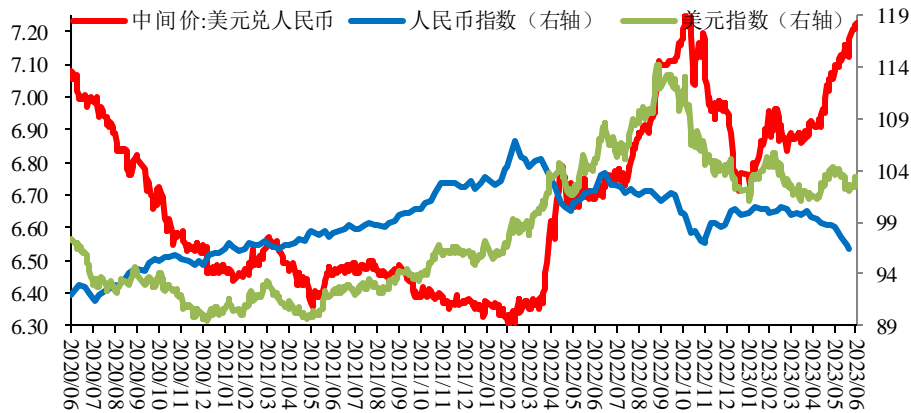
5 月初以来，人民币汇率开始贬值、国内债券市场利率下行、股票市场下跌，这背后均反映了经济减速、市场预期恶化的结果，而经济的减速带来通货膨胀低迷、货币政策宽松，进而放大了汇率的波动。

尽管 6 月以来央行降息、消费相关刺激政策出台，但经济基本面走弱的局面仍在延续，市场的预期仍未明显改善。

从过往的经验来看，在人民币汇率达到关键位置后，监管当局会通过政策引导市场预期，延缓人民币贬值的过程，但最终人民币汇率的走势仍然取决于市场力量，也就是经济本面的方向。

从这个角度来看，人民币汇率的贬值或许仍然在进行中，本轮美元兑人民币的位置或将高于去年高点。

图5：美元兑人民币、美元指数和人民币指数



数据来源：Wind，安信证券

### 三、美国房地产市场表现强劲

5月美国PCE同比增速为3.8%，较上月下滑0.5个百分点；核心PCE同比增速为4.6%，较上月小幅回落0.1个百分点，PCE表现基本复合市场预期。

能源价格的大幅下跌是导致PCE快速回落至4%以内的主要原因，同时核心服务持续回落，但绝对水平仍然偏高。

总体而言，与CPI的指向类似，美国通胀正在从高位回落，但服务业部门通胀压力缓解的进展缓慢，这使得货币政策转向的时间不断推迟，今年7月美联储大概率加息25BP。

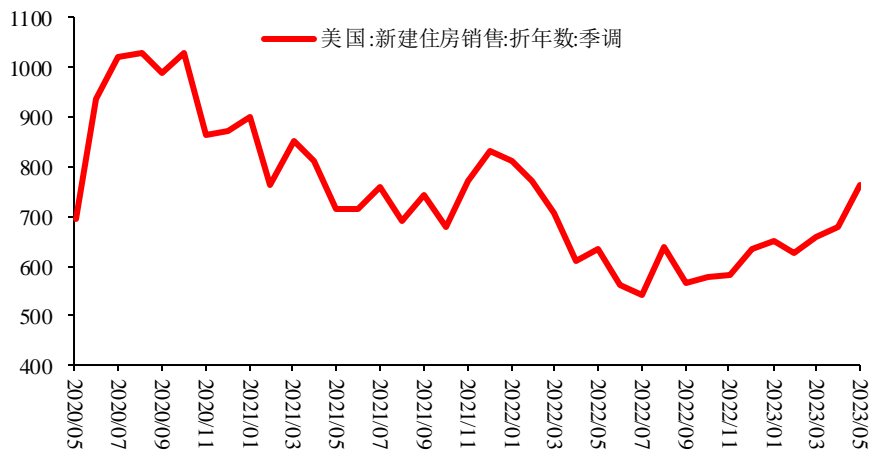
近期公布的美国房地产市场数据持续改善，新屋销售、开工数据均出现走强。在高利率的背景下，美国房地产市场的回暖源自三方面的力量：一是美国住户部门的资产负债表强劲，在财政刺激以及工资快速增长的影响下，美国居民部门购房能力持续改善；二是美国房地产市场面临供不应求的矛盾，高房贷利率迫使居民对二手房惜售（存量房贷利率此前已经锁定），进而使得更多需求转向新房市



场，总体房屋的供应偏紧，房价易涨难跌。三是租金的抬升带来部分居民购房意愿的上升。

往后看，美国居民部门资产负债表有望维持强劲，新屋供应的响应仍然需要时间，这意味着美国房地产市场的回暖或将延续。房地产市场的持续回暖对美国经济形成额外的支撑，也对美国通货膨胀的控制带来压力。

图6：新建住房销售折年，千套



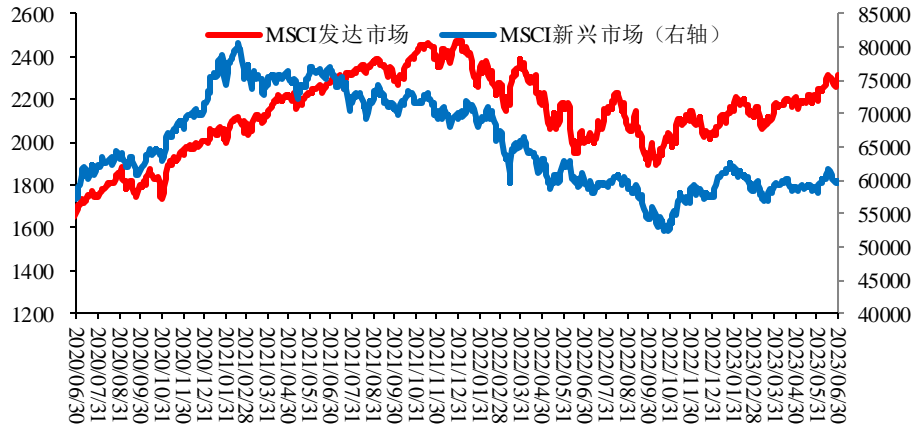
数据来源：Wind，安信证券

6月28日全球央行行长论坛上主要央行行长表态偏鹰。美联储主席鲍威尔强调可能进一步加息，并且不排除连续加息，这与美国房地产市场回暖、服务业表现强劲有关。欧央行多位官员支持7月欧央行继续加息，行长拉加德也表达了对通胀居高不下的担忧，劳动力工资的粘性使得高通胀持续时间更长。日本央行则延续宽松立场，行长植田和男认为当前的工资增速难以推动潜在通胀达到2%以上的水平，只有确信明年通胀回升后央行才会选择转向。

尽管欧美央行货币政策偏鹰派，但由于超额储蓄的释放和居民工资的抬升，市场对欧美经济的预期普遍偏强。在此背景下，发达经济体权益市场中枢抬升，债券市场利率高位震荡，这一趋势未来有望延续。



图7：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11页，共11页

2023年7月