

| 证券研究报告 |

雨过待天晴

——宏观经济和资本市场展望

2022.06.10

陈兴 博士

中泰宏观首席分析师

S0740521020001

内容提要

- **疫情好转，消费待起。**随着疫情态势缓和，我们预计，本轮复苏经济恢复速度较快。而政策对于稳增长仍有迫切诉求，若使得经济增长明显恢复，今年居民加杠杆是大概率事件，当前居民存款创下历史同期新高，但居民财富或面临缩水，居民部门加杠杆有能力缺意愿，这主要是由于实物资产特别是房地产价值下滑，导致居民财富缩水所致。我们认为，在坚持房住不炒的定位之下，房价全面普涨带动居民资产规模快速扩张的概率较小，本轮地产恢复更多地或依赖于结构升级带动居民资产稳定增长。如果地产改善更加地依赖于销量的增长，则这对后周期行业特别是部分可选消费收入的拉动作用，或将比地产行业本身要更为显著。
- **财政收支，矛盾多大？**我们预计，从收入端来看，一般公共预算新增减收规模为2000亿元左右，广义财政收入也有回落。从支出端来看，财政促消费的政策力度也在持续加大，消费刺激同样加强。综合收支两方面因素考虑，新增财政收支缺口或超2万亿元，多数均属广义财政，政府融资下半年很可能有所加码。
- **美国经济，仍较稳健。**当前美国经济衰退的风险并不算高，事实上，通胀增速高企本身就会抑制需求释放，而美联储加息缩表有助于压制通胀上行，对需求存在着支撑作用。本轮美联储缩表，其主要目的在于配合加息这一方式，加快抑制通胀上行，推高长端利率进而扩大期限利差，为持续加息创造条件。缩表一方面通过降低负债端的准备金规模减少货币供给，另一方面，通过释放政策信号与资产组合再平衡的途径推高利率水平，其结果是短端利率上行，长端利率也会有明显推升。我们发现，上次缩表对于新兴市场的冲击较大，而美股得到支撑。不过，这一次由于资金流动规模不足，新兴市场风险也有一定释放，很可能美股调整的幅度更大。
- **货币宽松，扩量稳价。**今年以来，以降准降息为代表的国内货币政策宽松举措，力度有所收敛。而在以美国为代表的多数经济体开启全球加息潮的背景下，我国利率水平恐将面临着下限约束，当前货币政策已经显现出“扩量稳价”的宽松意图。我们预计，本轮降准降息可能也已步入收尾阶段，货币宽松适可而止。在外部流动性环境收紧制约国内货币宽松，叠加财政融资压力加大的背景下，国内债市收益率水平短期易上难下。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，历史规律失效的风险。**

目录

CONTENTS

中泰证券研究所

专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01.

疫情好转，消费待起

02.

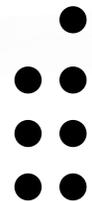
财政收支，矛盾多大？

03.

美国经济，仍较稳健

04.

货币宽松，扩量稳价



1

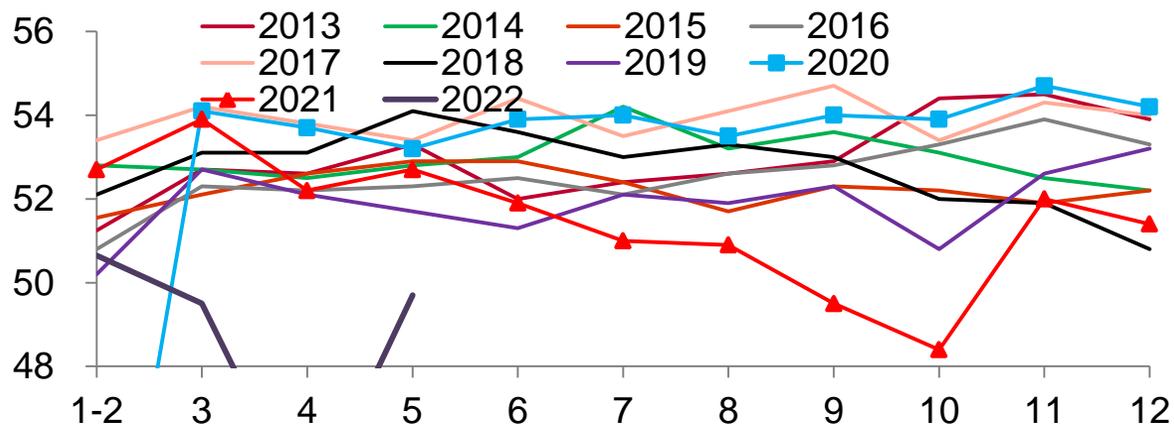
疫情转好，消费待起

领先一步

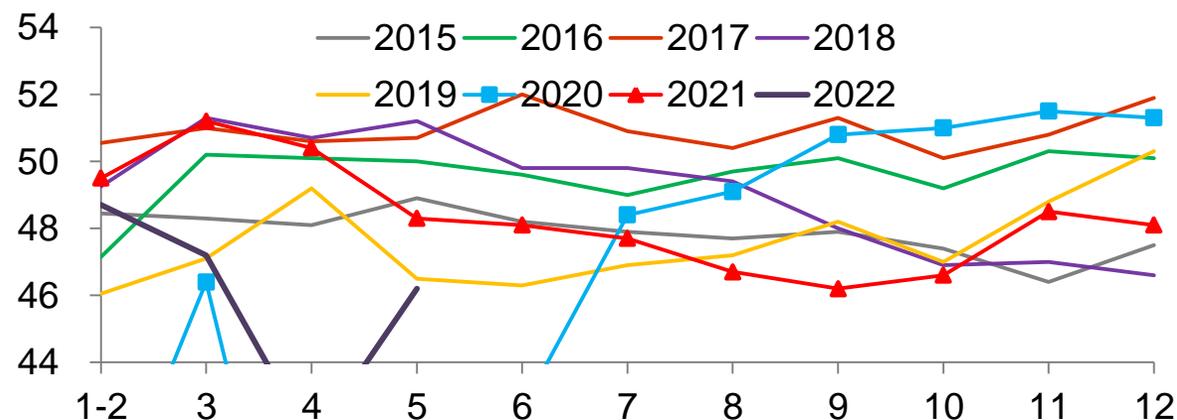
供需好转已经出现

- 此前疫情制约经济恢复和市场表现，而今国内疫情已经出现好转迹象。
- 5月PMI仍在荣枯线下，但较4月录得显著回升，且上升幅度达到2.2个百分点，已经是2013年以来除武汉疫情时期的新高。
- 从各分项来看，带动本月PMI反弹的主要力量在于生产，需要注意的是，新出口订单和往年同期水平已较为接近，这预示着出口短期很可能会趋于稳定。

PMI生产指标 (%)



PMI新出口订单 (%)

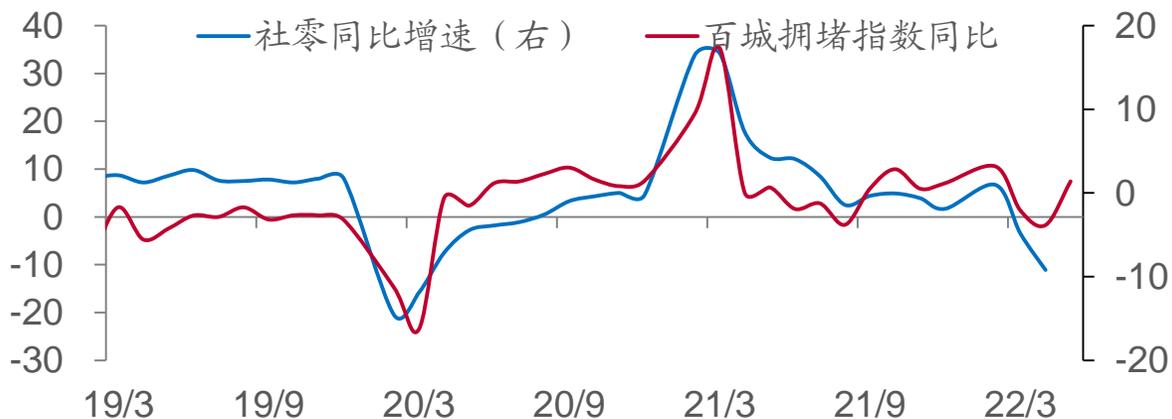


来源: WIND, 中泰证券研究所

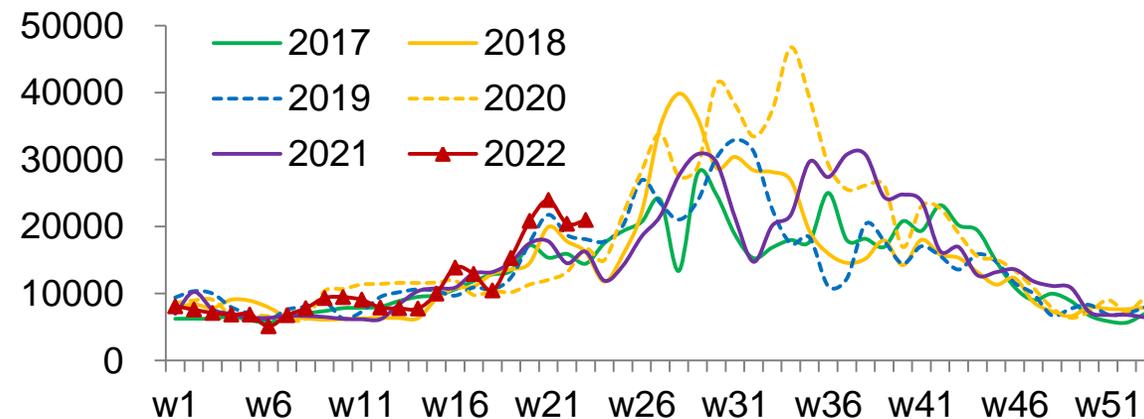
经济恢复速度很快

- 从消费端来看，百城拥堵指数的变化和社消零售增速的走势趋于一致。5月百城拥堵指数同比增速已经由负转正，虽不及今年前两月的平均增速，但要超过去年四季度的水平，目前6月的数据也反映出市内交通流量状况进一步向好。
- 从生产端来看，5月以来沿海八省电厂发电耗煤增速属实不容乐观，同比增速降幅进一步扩大。但以此作为生产转差的依据并不充分，这是由于汛期来临使得水电出力更多，一定程度上压制了火电表现，如5月中下旬以来三峡水库站出库量水平持续高于2017年以来同期。

百城拥堵指数预示社零将较快迎来修复 (%)



三峡水库站出库量 (立方米/秒)



来源: WIND, 中泰证券研究所

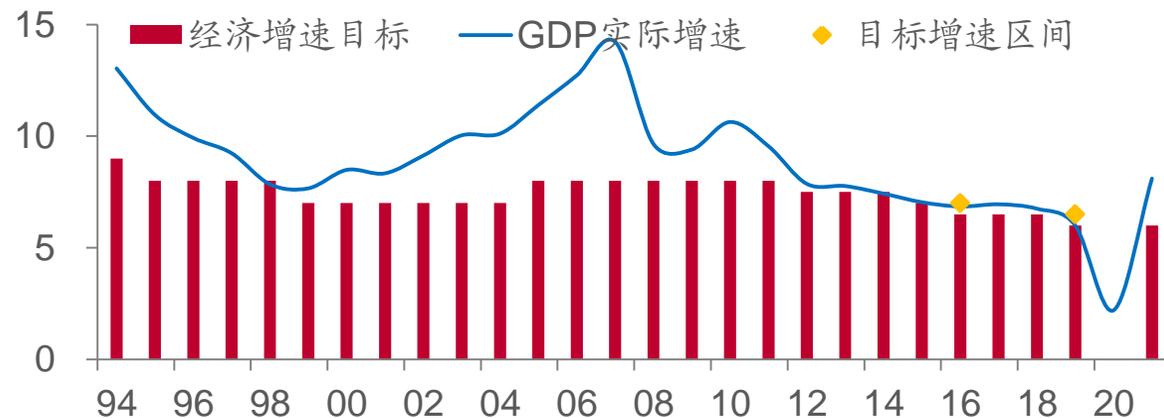
稳增长诉求迫切

- 政策对于稳增长仍有迫切诉求。每年设定的经济目标具备约束力。从1994年以来的情况看，实际经济增长很少未达标，严格来说，仅有1998年和2014年两年经济增长未达政府工作报告中所提出的目标增速，而差距也均未超过0.2个百分点。
- 即便经济增长目标调整，但幅度可能也不会很大，政策有持续发力的意愿和诉求。

GDP实际增速与潜在增速 (%)



GDP实际增速与增速目标 (%)

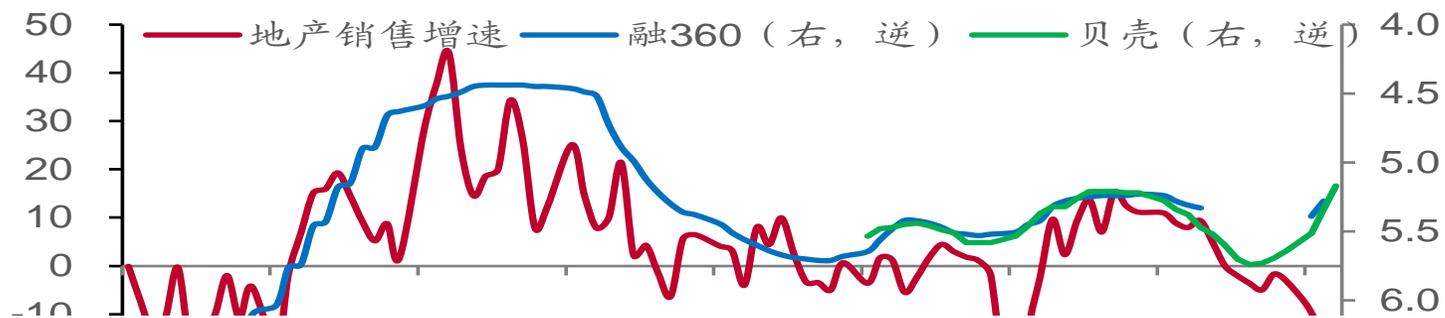


来源: WIND, 中泰证券研究所

地产终究不会缺席

- 我们认为，若使得经济增长明显恢复，今年居民加杠杆是大概率事件，而居民部门债务占比中超过一半都是住房贷款，并且大量经营性贷款也是以房地产为主要抵押品，因此，居民杠杆率的提升需要和地产行业经营状况的改善相配合。
- 根据融360的数据，一线城市北京、上海、广州和深圳的房贷利率均跟随LPR下降15BP。此外，据证券日报的报道，天津、苏州和青岛等多个二线城市的部分银行，已经按照最低4.25%的利率水平办理新增首套房贷款。我们认为，后续如果观察到销售和拿地两方面数据的改善，将是地产预期转向的重要标志。

地产销售增速与房贷利率



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42961

