周度经济观察

——分化的政策，割裂的市场

袁方[1] 束加沛（联系人）[2] 章森（联系人）[3]

2022 年 6 月 21 日

内容提要

6 月中旬以来 30 大中城市商品房成交回暖，暗示前期终端需求刺激政策的效果可能开始显现。不过考虑到 30 大中城市中三、四线城市占比较低，其对全国商品房销售的代表性有限，仍然需要密切留意房地产市场回暖的广泛性和持续性。

近期全球大宗商品价格普遍下跌，这背后反映了美联储加速加息对市场风险偏好的影响、以及对总需求层面的抑制。下半年伴随海外需求的持续收缩、以及供应的缓慢恢复，大宗商品价格可能面临中枢下沉的前景。

尽管货币政策的紧缩已经促使美国经济部分领域出现降温迹象，但在通胀数据持续回落之前，美联储难以放缓加息节奏。下半年美国经济和资本市场仍将承受货币政策加速收紧的压力。而我国宽松的流动性环境对资本市场形成持续支撑。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043
3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、经济活动的恢复将延续

5 月公共财政收入同比增速为-32.5%，较 4 月回升 8.8 个百分点。从结构上看，税收收入同比-38.1%，较 4 月大幅回升 10.8 个百分点；非税收入同比 11.7%，较 4 月回升 1.4 个百分点。

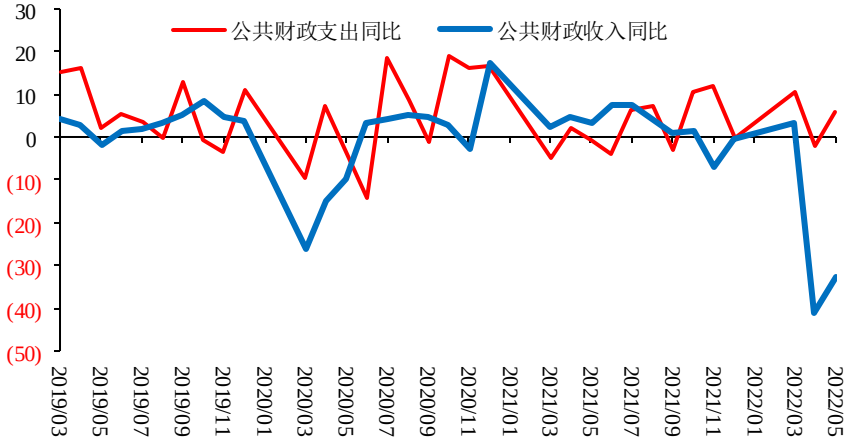
今年留抵退税主要在 4 月和 5 月进行，导致这两个月财政收入出现大幅负增长，扣除这一影响后，5 月的税收收入同比约为-6%，较上月略有好转。

而观察政府性基金所代表的土地财政，随着疫情的好转，地方政府性基金收入也出现了回升。

公共财政支出和政府性基金支出也同步出现回升，这与同期基建增速的上行相一致。

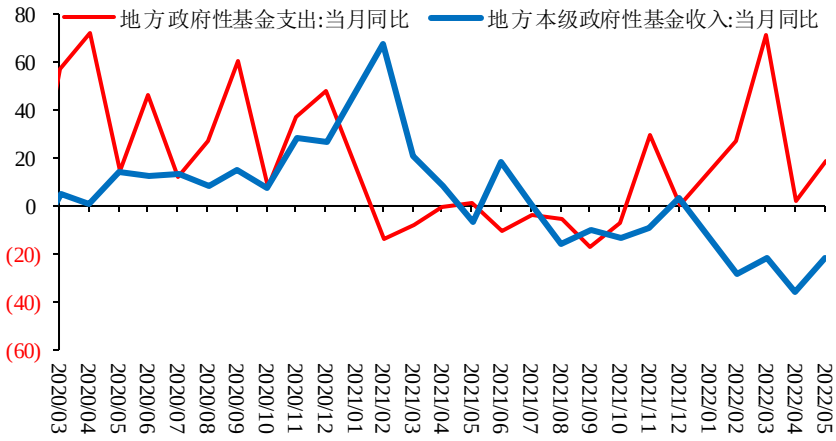
值得注意的是今年以来广义财政收入和支出之间的裂口快速放大，这背后反映了减税降费和卖地收入下滑的影响。随着专项债和预算内资金的大量使用，广义财政支出的空间或将受到限制，这也意味着财政领域稳增长政策的效果将逐步走弱。

图 1：公共财政收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年为两年复合同比

图2：政府性基金收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021年为两年复合同比

近期30大中城市商品房成交数据显著回暖，这背后既有北京、上海等一线城市积压需求释放的影响，也有部分二线城市数据层面的扰动。但即便剔除这些因素的影响，30大中城市商品房销售的回暖仍然明显，这反映了前期终端需求刺激政策的效果开始显现。不过考虑到30大中城市中三、四线城市占比较低，其对全国商品房销售的代表性有限，仍然需要密切留意房地产市场回暖的广泛性和持续性。

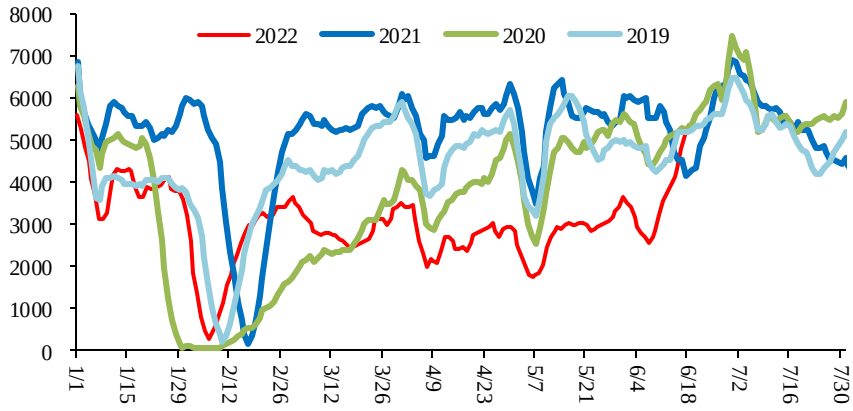
从5月公布的经济数据以及6月的高频数据来看，经济活动的修复正在途中，这一经济压制后反弹的过程与2020年类似。当时经济从2020年3月开始反弹，这一反弹持续到2020年4季度，并推动GDP增速超过疫情前的中枢水平。与上一轮反弹相比，本轮经济反弹的力度和高度均弱于当时。

这主要与三个变化有关，一是本次疫情的影响时间更久，叠加部分政策的影响，企业和居民部门长期预期转弱，进而使得企业投资和居民消费的恢复存在诸多不确定性；二是本次房地产市场处于下行周期，房地产投资新的中枢水平将显著低于上一年；三是海外需求收缩、供应恢复使得中国的出口红利也在消退。

对明年而言，需要密切关注今年四季度以及明年初，疫情防控和房地产政策

的定调，这两个领域政策的基调将最终决定经济运行的方向。

图3：30大中城市商品房成交套数（7D，MMA）



数据来源：Wind，安信证券

二、宽松的流动性环境支撑权益市场

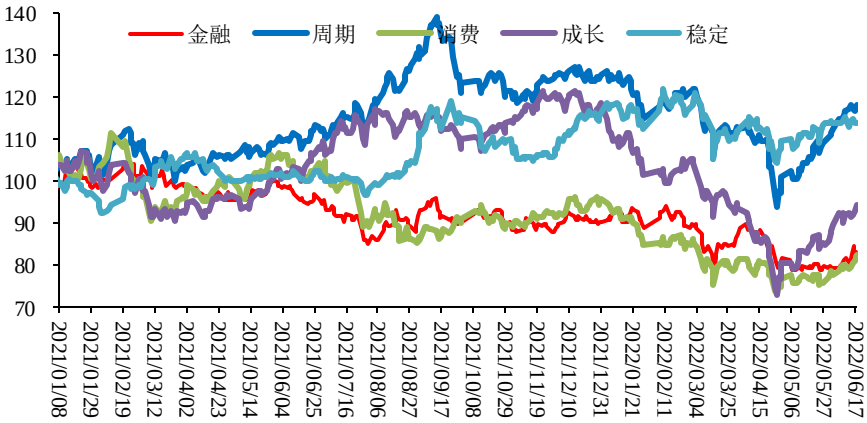
尽管上周美联储加息对全球权益市场形成显著冲击，但国内市场总体表现积极。这或许和国内经济、政策周期相对领先，以及 3-4 月份巨量外资已经流出有关。

就国内权益市场而言，流动性环境的宽松是推动市场持续上涨的主要力量，这一环境与 2020 年 3-5 月、2020 年 12 月的情况类似。参照过往经验，在通胀压力温和、经济恢复缓慢的背景下，这一宽松的流动性环境有望延续。

从通胀的走势来看，猪肉价格的触底反弹、粮食价格的上涨都将对 CPI 形成助推，但偏低的消费倾向、转弱的收入预期将持续对核心通胀形成压制，因此下半年 CPI 的表现或许难以对央行货币政策形成实质制约。

未来宽松流动性环境的维持、信贷增速的稳步抬升、经济数据的持续改善，都将有助于推动权益市场上涨的持续。

图4：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

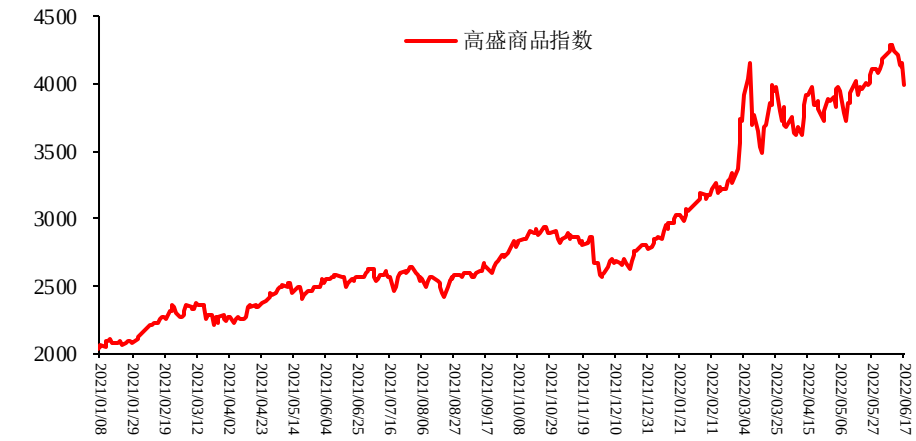
以 2021 年 1 月 2 日为 100

近期全球大宗商品价格普遍下跌，这背后反映了美联储加速加息对市场风险偏好的影响，以及对总需求层面的抑制。

过去两年对大宗商品价格形成支撑的因素包括：疫情放大了过往资本开支不足对供应的影响，疫情期间出现了广泛的货物消费对服务消费的替代。而从今年初以来，随着海外主要经济体疫情管控政策的放松，服务消费加速恢复、货物消费高位回落，在主要经济体总需求收缩的情况下货物消费需求的下滑可能会加速。与此同时，全球供应链压力也在从年初以来持续减弱，主要大宗商品的供应也在缓慢恢复。

在这种供需格局下，下半年我们可能会看到大宗商品价格回落的场景，但供应偏紧的局面将使得大宗商品价格新的中枢高于疫情之前。

图5：高盛商品指数



数据来源：Wind，安信证券

三、美联储对“软着陆”仍有信心

美联储 6 月议息会议决定加息 75BP，将联邦基金目标利率从 0.75%-1%提升至 1.5%-1.75%，3 月以来已累计加息 150BP。由于此前美国 5 月 CPI 同比重返 8.6%的历史高位，市场对本次美联储提升加息幅度已有预期，因此议息决议公布以来美国大类资产价格表现相对稳定。

就提升加息幅度的原因而言，除了美国 5 月通胀数据的超预期以外，鲍威尔还提及了消费者的通胀预期。密歇根大学数据显示，美国消费者对未来一年的通胀预期在 3 月 CPI 同比“破 8”以来维持在 5.4%的高位；10 年期美债收益率所反映的长期通胀预期也在 2.7%附近居高不下。而通胀预期的高企也使得美国消费者信心指数在 6 月初大幅下滑至 50.2 的历史低位。

在通胀预期面临“脱锚”风险的背景下，此次议息会议的声明删去了“预计通胀将回落至目标 2%”的表述，强调美联储“正在坚定地、迅速地采取行动，促使通胀回落至目标 2%”，并将“预计劳动力市场保持强劲”修改为“劳动力市场

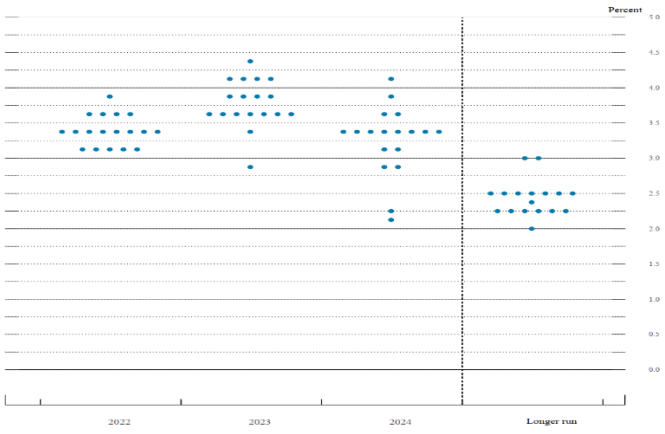
极度紧张”，暗示未来美联储将容忍失业率的回升，而这既是缓解工资通胀的必要条件之一，也是收缩总需求所付出的一部分代价。

此外，鲍威尔表示此次加息 75BP 并非常态化的选择，7 月议息会议加息 50BP 还是 75BP 将由数据驱动。

点阵图显示，当前 FOMC 委员们预计今年年底的联邦利率目标区间为 3.25%-3.5%、2023 年为 3.5%-4%、2024 年为 3.25%-3.5%，这意味着今年接下来 4 次议息会议的累计加息幅度仍有 175BP、明年继续加息 1 次 50BP、后年开始降息。

结合 CME 利率观察数据来看，市场预计今年下半年还有 1 次 75BP、2 次 50BP 和 1 次 25BP 的加息，累计加息 200BP，略高于点阵图所指。

图 6：美联储 2022 年 6 月议息会议点阵图



数据来源：FED，安信证券

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_43156