

# 周度经济观察

## ——降息周期或未结束

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2022年8月23日

### 内容提要

本次基准利率的下调，是发生在7月以来房地产市场下行压力增加、居民和企业信贷需求收缩的背景之下，而基准利率的下调有助于刺激实体部门信贷需求的扩张，对冲经济下行压力。

考虑到下半年国内通胀温和、外资流出压力趋缓、房地产行业下行和疫情反复对实体部门资产负债表的冲击，我们倾向于认为基准利率仍然存在下行可能。

在经济弱势复苏、流动性环境宽松的背景下，预计债券市场收益率总体易下难上，收益率曲线趋于平坦。权益市场或以震荡为主，成长板块的表现有望继续占优，而从成长向价值的切换，需要等待更为明确的政策和基本面信号。

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、地产政策频出，经济延续弱势

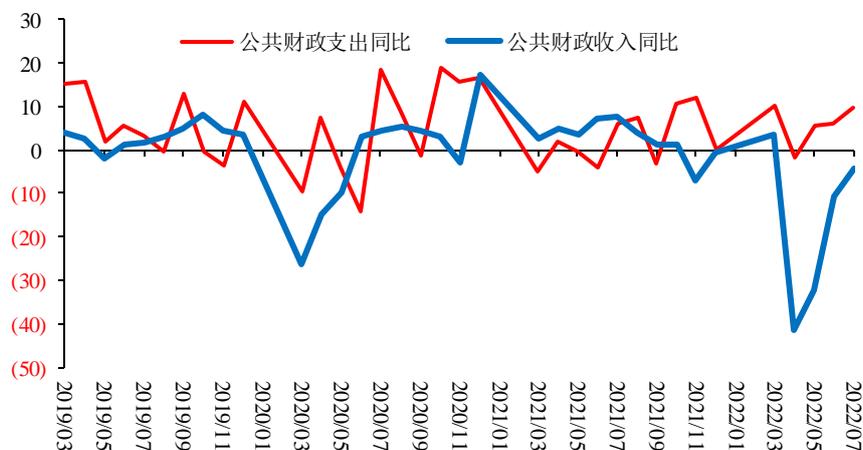
7月公共财政收入同比增速为-4.1%，较6月回升6.5个百分点，这主要是留抵退税力度减弱所致。扣除留抵退税后的7月财政收入增速小幅下行，和经济数据边际回落的趋势一致。

7月公共财政支出同比增速为9.9%，较6月上行3.9个百分点，公用事业和疫情防控是主要支出方向。

而观察政府性基金所代表的土地财政，7月政府性基金收入同比-33.2%，较6月回升6.7个百分点，但受制于房地产市场的走弱，这一增速处于显著偏低的位置。相应的政府性基金支出也出现明显减速。

从财政数据显示的情况来看，房地产行业的下行对广义财政收入的影响较大，部分地区出现公务员薪资发放困难的问题。当前基建投资主要的资金源自专项债，随着广义财政收入的收缩和专项债的集中使用，四季度基建投资可能面临减速的风险。

图1：公共财政收支月度同比，%



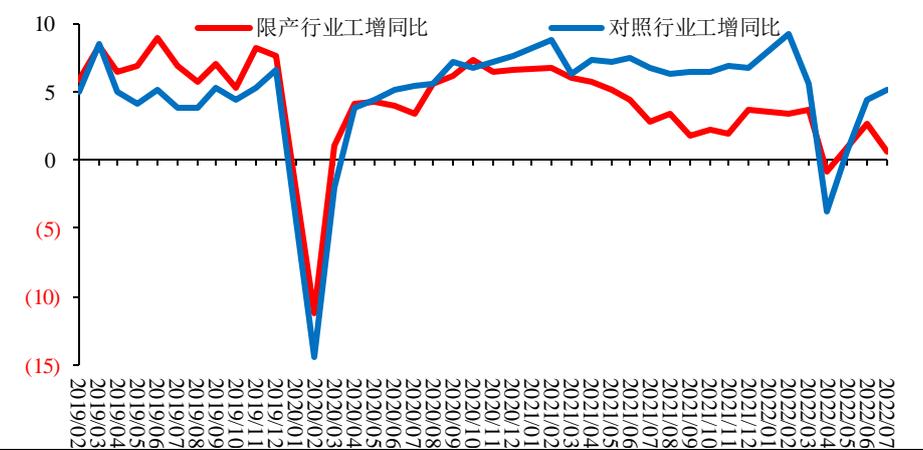
数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

近期四川出现限电的情况，这与该地区的高温天气有关。高温推升了居民和第三产业的用电需求，同时干旱降低了四川的水电供应，而水电在四川供电占比比较高，这一极端天气导致电力供需缺口的放大。

不过与去年相比，今年限电的区域更小，能耗双控政策的总体基调温和，而且后续高温天气的持续性存疑，因此四川的限电事件对全国宏观经济和能源价格的影响有限。

从7月公布的工业数据来看，限产组和对照组之间的裂口快速放大，我们怀疑这与同期房地产市场的加速下行有关，其对上游工业企业的冲击显著高于下游，这一过程或将延续。

图2：限产组和对照组工业增加值同比，%

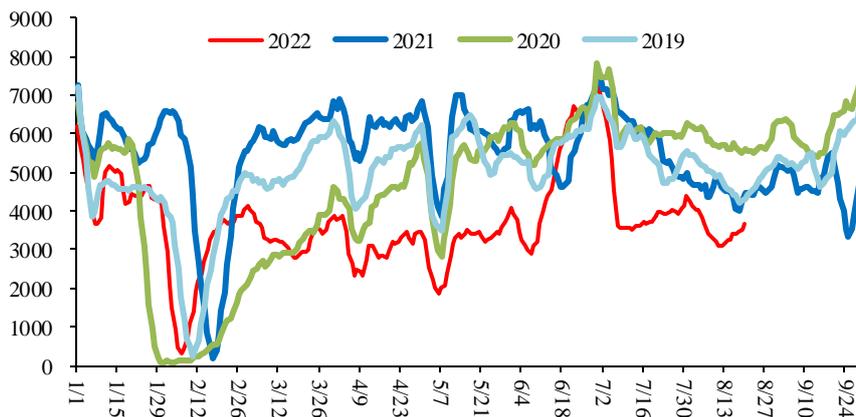


数据来源：Wind，安信证券；2021年使用两年复合同比

上周房地产市场利好政策频出。在企业端，监管为部分示范房企境内融资提供支持；在居民端，住建部、财政部、人民银行等部门完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款的方式支持已售逾期难交付的住宅项目建设交付。

伴随这些政策的出台和落地，房地产行业股票和债券价格低位反弹，市场信心修复。不过 8 月以来的高频数据显示，商品房销售仍然显著低于季节性，实体端销售和投资数据的趋势回暖仍然需要时间。

图3：30 大中城市商品房成交套数（7D，MA），%



数据来源：Wind，安信证券

总体而言，房地产政策的密集出台有助于改善市场主体信心，但其对实物数据的影响仍需时间体现，同时国内疫情防控压力趋增，疫情对海南、新疆、西藏等地经济层面的冲击在持续，预计 8 月国内经济处于偏弱水平。

## 二、降息周期尚未结束

上周人民银行下调 MLF 利率，本周 1 年和 5 年 LPR 均出现下行。本次基准利率的超预期下调，是发生在 7 月以来房地产市场下行压力增加、居民和企业信贷需求收缩的背景之下，而基准利率的下调有助于刺激实体部门信贷需求的扩张，对冲经济下行压力。

本次基准利率下调后债券市场收益率大幅下行，30 年期国债收益率下行幅度尤其明显，权益市场总体抬升，成长板块表现较强。

我们倾向于认为未来基准利率仍然存在下行的可能。

从通胀的角度来看，国内 3 季度 CPI 同比的抬升更多是猪价和低基数所致，而核心通胀表现低迷，这一通胀形势难以对货币政策形成制约。

此外，外部环境的约束也在放松，伴随美国通胀的见顶，美国加息交易也步入尾声，人民币贬值的压力趋弱、资本外流的力量放缓。

尤为重要的是，房地产流动性问题的演化、以及疫情的反复，对居民和企业部门的资产负债表形成冲击，进而制约了信用扩张的进程，拉低了经济增长水平。而短期之内，为了对冲这一影响，调降基准利率或许是央行的主要选择。

而且考虑到地产的下滑和疫后居民储蓄意愿的大幅抬升，我国的中性利率可能也在经历着下行的过程，政策利率向中性利率靠拢可能也符合监管当局的意图。

此前我们的报告中讨论过，2018 年以后伴随监管对房地产和地方政府债务的约束加强，债券市场利率水平与经济减速、投资回报率下行的趋势越发同步，这是主导最近两年债券市场利率中枢变化的核心因素。也是因为这样的原因，当前的利率水平与 2018 年之前不具有可比性（2018 年之前巨量资金涌入房地产和城投平台，推升利率中枢，使得利率与经济变化的趋势不一致），我们仍处于长周期利率下行的趋势之中。

往后看，在经济弱势复苏、流动性环境宽松的背景下，预计债券市场收益率总体易下难上，收益率曲线趋于平坦。权益市场或以震荡为主，成长板块的表现有望继续占优，而从成长向价值的切换，需要等待更为明确的政策和基本面信号。

图4: 中国 10 年期国债收益率, %



数据来源: Wind, 安信证券

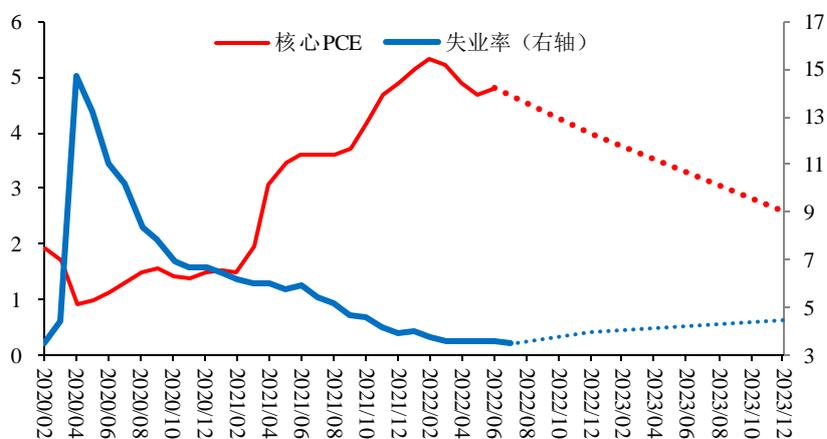
### 三、关注杰克逊霍尔年会

相比今年以来前三次(3月、5月、6月)美联储议息会议纪要而言,上周四公布的7月议息会议纪要不变的是:通过加息来打压需求、进而抑制通胀的根本思路,变化的是:开始关注因货币政策对经济影响滞后而出现过度紧缩的风险。这背后本质上反映了平衡通胀与增长的困难。

从增量信息的角度来看,7月议息会议纪要主要提供了三点内容:

一是对经济周期的估计,即今年美国经济增长仍将高于潜在水平,但超出的部分将于明年下半年收窄;失业率将从今年下半年开始上升,并于明年年底回升至自然失业率水平;核心PCE同比将于今年年底降至4%,并持续回落至明年的2.6%、后年的2%。

图5: 美国核心通胀率和失业率, %



数据来源: 美联储, 安信证券

注: 虚线部分为估计值, 其中失业率参考布拉德、布兰查德、萨默斯等人的估计值, 至今年底从 3.5% 升至 4%, 至明年底升至 4.5%。

二是强调滞后性, 即劳动力市场紧张状态的缓解滞后于经济放缓, 货币政策对经济的影响滞后, 而通胀对经济放缓和货币紧缩的反应同样也存在滞后, 因此可能出现政策过度紧缩的风险。

三是预计加息对总需求的压制将更加强大且广泛。相比起投资和消费的放缓而言, 目前房地产市场的放缓更为明显, 但直接计入 CPI 的住宅租金费用仍有可能上升。

由此可以做出三点推论:

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\\_45478](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45478)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn