

周度经济观察

——政策调整进行中

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 12 月 6 日

内容提要

当前宏观经济呈现出预期改善，但现状偏弱的局面。经济恢复的核心在消费和房地产两个领域。前者的恢复方向清晰，但过程波折。后者的企稳改善仍需要时间。这意味着目前的宏观局面在未来一个季度或将延续。

近期美元指数趋势下行，国内疫情和地产政策持续调整。在此背景下，人民币汇率快速升值，未来这一升值趋势有望延续。

鲍威尔最新关于通胀和劳动力市场的讲话偏鸽派，意味着 12 月议息会议将开始放缓加息速度。但是，11 月美国服务业 PMI 数据反映出通胀与就业的结构性压力短期难有缓解，美国市场对本轮政策利率终点的预期从明年 3 月的 4.75%-5% 重新回升至 5%-5.25%，而这一预期将在 11 月 CPI 数据和 12 月中旬议息会议的 SEP 中得到再次检验，预计美国市场短期表现偏震荡。

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 联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

³ 联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、现实经济仍然偏弱

11 月中采制造业 PMI 为 48，较上月回落 1.2 个百分点，疫情扩散对经济活动产生了显著的负面影响。

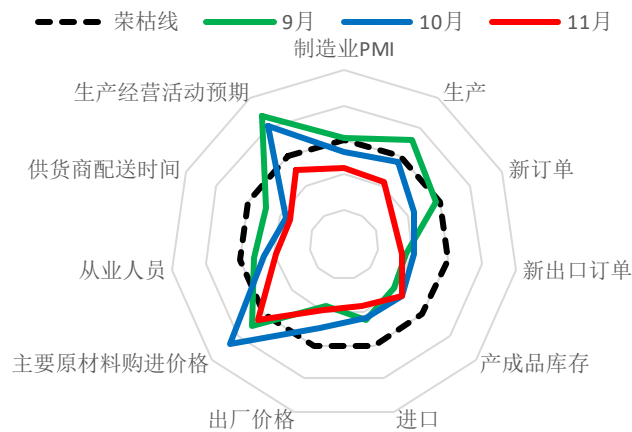
分项来看，生产和新订单的下降主导了 PMI 的回落，而且新订单指数已经连续 5 个月处于收缩区间，需求回落在不断确认。同期供货商配送时间指数小幅下降 0.4 个百分点至 46.7。最近一周以来，随着疫情再次蔓延，整车货运物流指数显著回落，12 月供应链扰动或将显著加剧。

价格层面，原材料购进价格小幅回落 0.6 个百分点至 50.7%，尽管终端需求走弱显著，但大宗商品价格相对跌幅不大，供给偏紧的影响或许一直在持续。

11 月服务业 PMI 为 45.1，较上月回落 1.9 个百分点。建筑业 PMI 为 55.4，较上月回落 2.8 个百分点。尽管 11 月以来疫情和地产政策的调整在资本市场上产生了积极的影响，但政策落地到对经济活动改善还存在时滞。

总体而言，伴随国内疫情感染人数增多，11 月经济在供需两端均受到明显冲击，经济活动再度走弱。从最新的病例和人流数据来看，疫情的传播还在延续，人流和物流高频数据均显著回落。尽管管控政策的调整对未来经济恢复的预期影响积极，但短期之内病例数量的激增以及居民对染病的恐惧，将使得消费和服务业的表现受到压制。

图1：PMI 分项，%



数据来源：Wind，安信证券

房地产政策的调整还在不断进行，但正如我们此前所强调的，当下房地产行业仍处于融资条件改善的早期阶段。在居民预期偏弱的背景下，销售和投资等实物工作量的改善仍需等待。但行业从无序违约到有序出清的节奏是确定的，房地产行业债券价格的大幅回升也表明投资者预期在改善。

当前宏观经济总体呈现出预期改善，但现状偏弱的局面。基建投资从年内高位逐步回落，制造业投资也难有上行动力，海外需求减速对出口的拖累持续显现，经济恢复的核心在消费和房地产这两个领域。从东亚经济体消费恢复的进度来看，管控政策的放松伴随着病例数的抬升，这一过程中消费和服务业难以出现报复性反弹。房地产领域从企业资产负债表修复的结束到拿地、开工、投资的展开也需要时间。因此这种偏弱的经济基本面或许在四季度乃至明年一季度会维持。

二、汇率重新步入升值

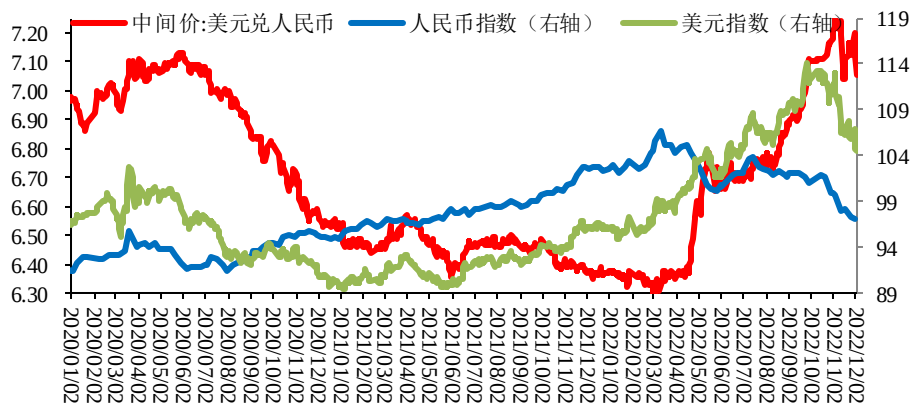
12月以来人民币汇率快速升值，美元兑人民币汇率回到7以内。这背后反映了内外部两股力量的影响。

从外部来看，美元指数见顶的时间略早于人民币兑美元的汇率，而美元指数趋势下行主要受到美联储加息节奏放缓的影响。当前市场与美联储对加息终点的预期接近，距离加息终点的空间大约为 100BP，在此过程中通胀和劳动力市场数据的波动无疑仍会对市场预期形成扰动，但总体而言目前已经步入加息的后半段。而且从近期公布的消费、工业、PMI 等数据来看，美国经济已经持续表现出走弱的迹象，需求减速叠加加息放缓将推动美元指数从高位继续回落。

从国内环境来看，今年疫情和地产对经济形成明显冲击，在此背景下，央行往往通过宽松的货币政策环境来对冲经济下行。这种经济基本面格局和流动性环境推动人民币汇率在 11 月之前持续贬值。但近期国内政策环境出现实质变化，疫情管控政策的调整和房地产政策的纠偏，对经济预期的改善、潜在的实体部门信用扩张形成支撑。在政策转向的初期，尽管经济层面的表现并不明显，但预期的转向在资金流动和资产价格上率先反应，进而推动国内债券市场利率抬升和汇率的升值。

往后看，美元指数下行的过程有望维持，而国内经济基本面的弱复苏、以及流动性环境的收敛，或将在明年推动人民币汇率延续升值的进程。

图2：人民币汇率和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

对权益市场而言，当前市场在定价疫情和房地产政策转向的影响，这也是11月初以来金融和消费板块表现更强的原因。

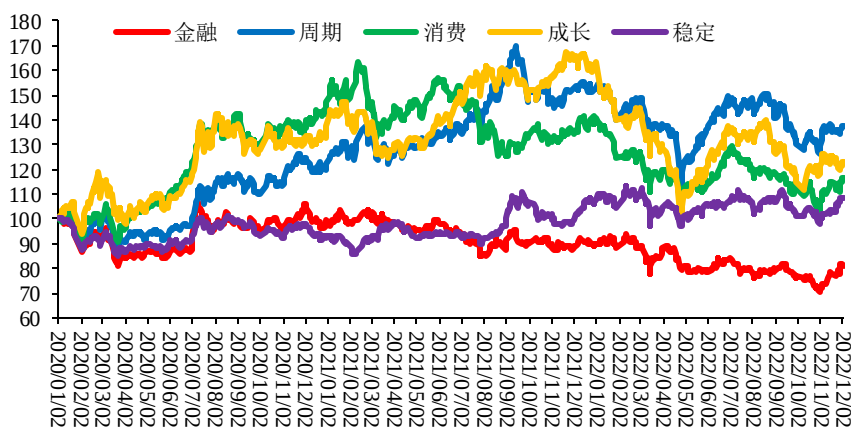
从基本面的角度来看，未来一段时间受病例数激增和居民恐慌情绪的影响，经济活动难以快速恢复正常，企业盈利或将表现偏弱。随着时间的推移和经验的积累，居民部门有望逐步转入正常的生产生活中，经济活动将弱势恢复，企业盈利温和改善。

因此市场的分歧在于，当前定价是否已经充分反映了疫情政策放松初期经济活动遭受的冲击。尽管长期来看经济活动终将恢复正常，但至少未来一个季度，病例数激增可能带来的生产生活秩序的混乱，会不会让市场重新评估疫后经济修复的路径，进而短期之内对市场形成冲击，这是部分投资者的主要担心。当然，考虑到周边东亚经济体防控政策的放松对我国形成的有利借鉴，市场在学习效应之下可能也会更早转入对后疫情时代的定价。

我们倾向于认为当前市场可能仍然处于政策预期推动的上涨过程中，疫情防控政策的进一步放松、房地产政策的持续纠偏，对权益市场情绪层面的积极影响

尚未结束。在这样定价结束后，经济秩序恢复的前景、信用扩张的进程、经济可以维持的增长水平将决定市场上涨的时间和空间，这些因素仍需要持续关注和评估。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 1 月 2 日为 100

三、鲍威尔表态偏鸽，放缓加息成明牌

即将于 12 月 14 日召开的美联储议息会议临近，市场的关注点聚焦于上周美联储主席鲍威尔关于通胀和劳动力市场的讲话、以及 11 月的就业数据。

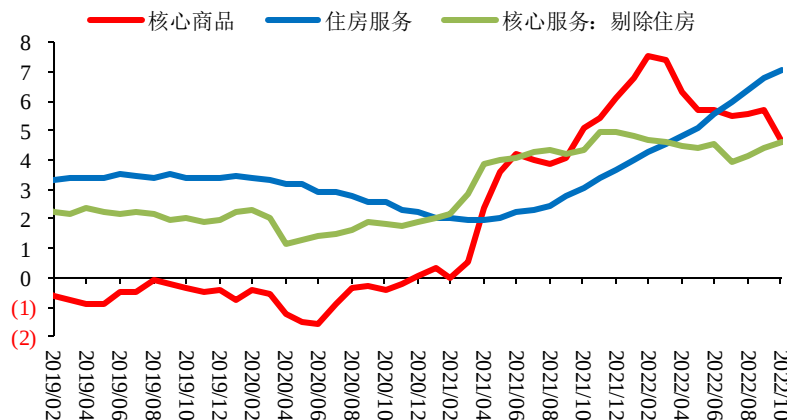
从鲍威尔的总体表态来看，相比杰克逊霍尔会议和 11 月议息会议而言总体偏鸽派。这或与近期通胀数据的回落、通胀预期“脱锚”风险未有明显上升、以及金融市场对加息的预期与美联储的引导相对一致有关。

就鲍威尔对通胀和劳动力市场的具体解释而言，可归纳为以下三点：

一是核心通胀更能够体现通胀趋势，将核心通胀拆解为商品、住房、以及剔除住房后的服务三个部分。其中，核心商品价格自年初以来的放缓趋势已经形成、并将延续；住房服务价格已是强弩之末，明年某个时候将会掉头向下，而这是预期明年美国通胀中枢下行的重要前提；剔除住房后的服务价格，占核心通胀比重

超过 50%，是预测未来通胀变化的关键因素，其目前仍处于高位、且未见明显放缓。

图4：美国核心 PCE 分项同比，%



数据来源：FED，BLS，安信证券

二是剔除住房后的服务分项的最大成本在于工资，因此劳动力市场是理解通胀形势的关键。而工资的高涨来自于劳动力供需缺口的扩大（约 400 余万），从趋势增长的角度来讲，主要由劳动力供应端的限制因素所主导。

其中，造成劳动力供应短缺超预期的第一个因素、以及最主要的因素是：55 岁以上人口提前退休的影响，超过了此前从人口老龄化（婴儿潮）角度所预期的劳动力供应限制。而提前退休的原因，则与年长者担心感染病毒、以及 2020 年至 2021 年美国股市和房地产所带来的财富增长有关，并且未来这部分劳动力可能难以重返就业市场。

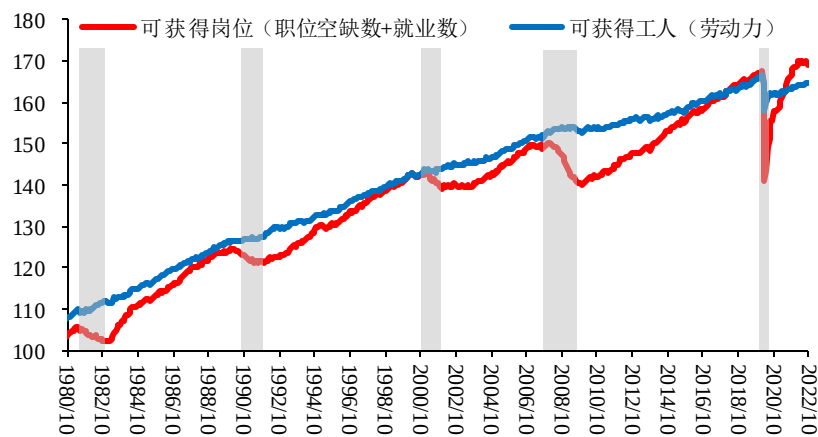
第二个因素是：美国因新冠病毒死亡的人数约 100 万，但考虑到死亡人数年龄结构的分布，这一渠道对劳动力人数的减少约 40 万。

第三个因素是：美国净移民数量骤降，大约导致劳动力人数减少 100 万。

因此可以推测，以上三个因素对劳动力供应短缺的影响占比依次约为 65%、10%、25%。

而美联储并不负责解决劳动力供应问题，因此其更多地从降低劳动力需求着手，使得经济增长维持在潜在增速之下一段时间，以整体经济的降温来弥合劳动力供需的缺口。

图5：美国劳动力市场供需指标，百万人



数据来源：FED，BLS，安信证券；阴影部分为衰退时期。

三是考虑到货币政策对经济和通胀影响的滞后性以及不确定性，过往实施的快速紧缩政策尚未完全展现出其抑制效果，因此有理由在接近限制性利率水平时，放缓加息步伐，而这可能会在 12 月议息会议上落定。

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_49756

