

周度经济观察

——经济底部抬升，市场中枢上行

袁方¹ 束加沛（联系人）²

2023 年 01 月 10 日

内容提要

伴随疫情冲击的洪峰度过，近期国内地铁客运量、交通拥堵、航班、物流等诸多数据显示经济供需两端在持续恢复，同时地产需求端政策快速出台，经济活动有望从底部稳步复苏。

在生产生活秩序恢复正常的过程中，市场情绪逐步回暖，信用环境企稳改善，经济基本面弱势复苏，这些力量共同推动权益市场中枢抬升，这一过程或将延续。

近期公布的多项数据显示美国经济出现明显减速的迹象，而当前美股尚未充分对经济基本面进行定价。未来随着更多数据的披露以及趋势的确认，美股面临进一步下跌风险，同时美元和美债收益率仍处于下行的过程中。

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

安信证券宏观研究

一、疫情洪峰已过，经济持续恢复

1月7日，人民银行党委书记、银保监会主席郭树清接受新华社专访。谈及14家平台企业金融业务专项整改已经基本完成、努力促进房地产与金融正常循环、积极配合化解地方政府隐性债务风险以及货币政策和金融管理等问题。

在房地产方面，提及“鼓励住房、汽车等大宗商品消费”和“努力促进房地产与金融正常循环。落实‘金融十六条’措施，以保交楼为切入点，以改善优质头部房企资产负债表为重点”。这进一步确认了监管对房地产政策基调的变化，今年地产政策总体上对房地产企业将更为友好。

2022年房地产市场超预期走弱是多种因素共振的结果，既有行业流动性危机引发居民交付担忧，也有居民收入和房价上涨预期大幅恶化的影响，同时也有城镇化进程放缓的长期背景。

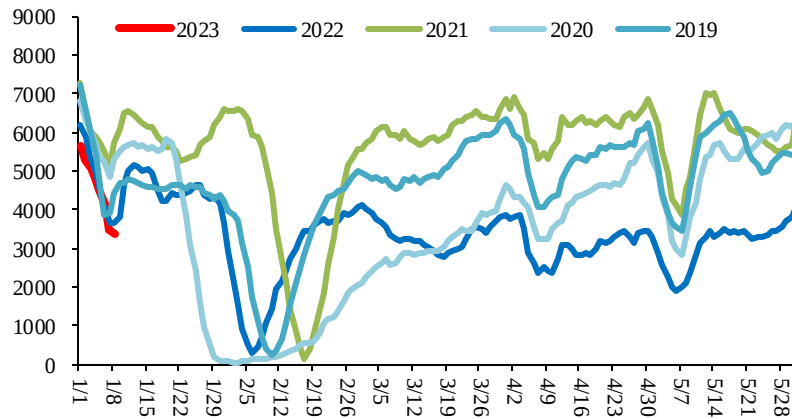
正如我们此前报告所讨论的，当下房地产市场供给收缩的幅度远大于需求减速的幅度，导致全国的库存处于极低水平。伴随居民预期恢复正常，部分核心城市的房价可能面临上行的压力，这也使得需求端政策刺激的力度相对温和。

人民银行《中国银行保险监督管理委员会关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》也明确了房贷利率阶段性下降的进入和退出机制，对稳定预期有较大帮助。房住不炒可能仍是未来相当长一段时间内的调控基调。

从现实的情况来看，当下房地产销售、投资等实物数据仍然表现不佳，这本身也与疫情扩散对生活秩序的冲击有关。伴随2月份生产生活秩序的逐步恢复，居民的购房活动可能会逐步正常化，但考虑到居民部门长期预期的转向、以及资

产负债表受到的冲击，预计居民购房支出的回升进程比较温和。

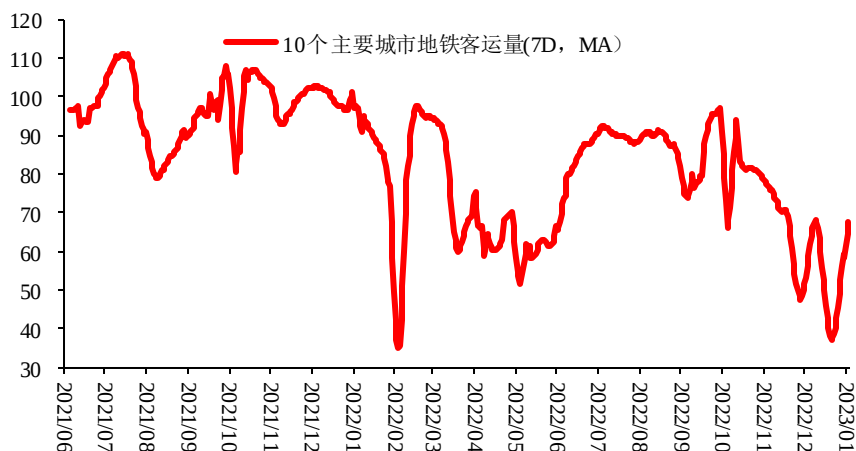
图1：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

近期代表大城市的地铁客运量、代表全国的高德拥堵指数均环比回升，整车货运物流指数、航班执飞量底部修复，这些数据显示生产生活秩序正在逐步回归正常化，消费、服务业、物流在复苏的进程中，经济供需两端恢复的过程有望延续。

图2：地铁客运量指数



数据来源：Wind，安信证券

往后看，全国的疫情达峰早于此前预期，这意味经济恢复的启动时点也在提前，当前我们已经处于经济恢复的过程中。

不过考虑到疫情对居民部门在财务和心理层面形成的疤痕效应，未来消费和服务活动的恢复进程将相对缓慢。疤痕效应的消退需要时间和政策的对冲，需要密切留意未来消费和收入领域政策的情况。

二、权益市场持续回暖

近期权益市场延续反弹，前期涨幅最大的线下接触服务业表现偏弱，此前下跌的成长风格表现最好，市场成交量回升至 8000 亿的水平。

伴随疫情冲击峰值的逐步度过，经济复苏的进程开始启动，市场参与者情绪改善。当前市场主要关心未来政策发力的方向，主要包括：地产需求端政策是否会进一步出台？生活秩序正常后消费自发恢复的力度如何？是否会有广泛的消费券发放和收入补贴政策落地？

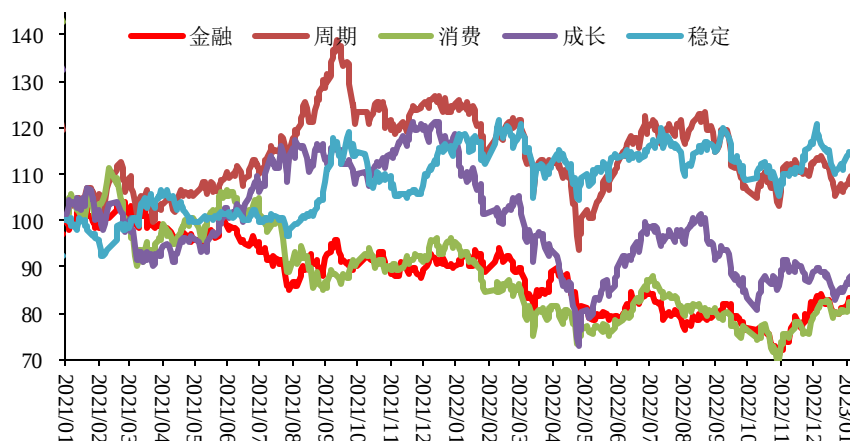
从当前地产的情况来看，前期大量供应和需求端政策的落地，并未实际反映在地产实物量数据上（如销售、投资、拿地），这背后主要与去年 12 月以来疫情对生产生活秩序的冲击有关。伴随生产生活秩序逐步恢复正常，前期政策的效果会逐步体现。考虑到监管当局对房地产行业政策基调的转向，未来更多地产支持政策有望出台，地产行业基本面数据的改善值得期待。

从欧美、东亚经济体疫后消费恢复的情况来看，居民部门储蓄率的回落过程相对缓慢，同时居民收入水平的提升也并非一蹴而就，因此多数经济体疫后消费活动的恢复都是渐进的。对于我国而言，考虑到疫情对我国居民部门冲击的时间

较长、收入补贴的力度偏弱，我国居民消费的恢复将呈现温和抬升的态势。尽管市场持续期待政府在居民收入和消费层面进行广泛补贴，但考虑到中国与其他经济体在价值观念、政策取向、绩效衡量上的差异，收入和消费层面出台的大规模政策补贴的可能性似乎有限。不过从趋势上而言，消费增速的底部已经出现，未来消费活动恢复的方向相对确定，这也将对企业盈利形成持续支撑。

总体而言，疫情对生产生活秩序、居民信心冲击最剧烈的时间已经度过。伴随经济活动的恢复，市场情绪逐步回暖，信用环境稳步改善，经济基本面出现复苏，这些力量在共同推动权益市场中枢抬升，这一过程有望延续。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

以 2021 年 1 月 2 日为 100

债券市场上，利率债整体波动不大，高等级信用债利差延续回落，短期限的信用利差也普遍出现拐点，信用债的抛压或许进入尾声阶段。

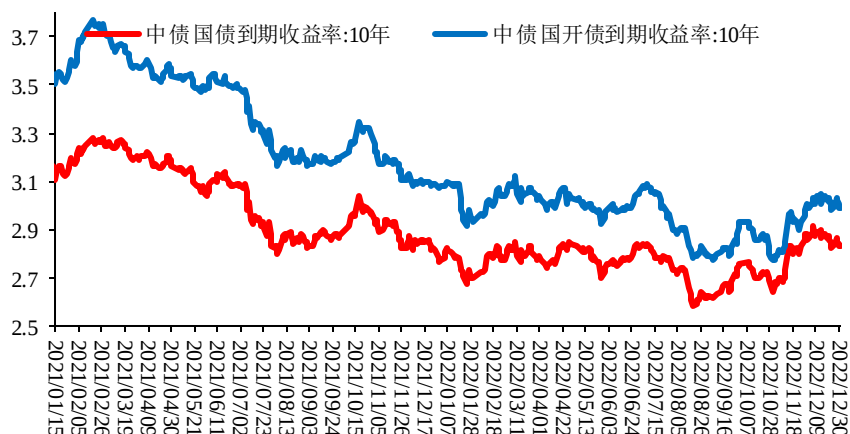
债券市场定价重新回到基本面阶段。当前市场定价的核心仍然是疫后经济的恢复情况和流动性环境。

短期来看，由于消费活动的恢复缓慢，地产实物数据延续偏弱，宏观经济的表现仍然乏善可陈，实体部门信贷需求延续低迷。在此背景下，央行有愿意维持宽松的流动性环境，市场降息的讨论也逐渐增多。

但站在中期来看，消费修复和地产的触底均是大概率事件，宏观经济有望温和抬升，信用环境重回扩张，债券市场仍然在弱现实和强预期之间摇摆。

合并来看，短期内 10 年期国债收益率还将在 2.8% 的中枢延续震荡，年后可能伴随高频数据显示的经济情况朝某个方向摆动，直到 3 月后经济数据出炉，市场的预期将向现实靠拢，收益率中枢或将温和抬升。

图4：10 年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美国薪资增速放缓，服务业大幅下滑

美国最新公布的 2022 年 12 月新增非农就业人口为 22.3 万，高于市场预期的 20.3 万，较上月回落 4 万。尽管其处于今年的最低水平，但依然高于疫情前非农单月新增 15 万人左右的水平。这表明劳动力市场紧张状态的缓解迟迟滞后于经济增长的放缓，更多的是因劳动力供应短缺所造成的影响。从结构上看，教育和保

健服务、休闲酒店、建筑业对非农就业形成主要支撑，服务业就业的高增长主要与圣诞假期需求改善有关，未来非农就业人口的下滑趋势有望延续。

12 月失业率进一步从 3.6%的水平下降至 3.5%，劳动力参与率从 62.2%回升至 62.3%，劳动力供应的恢复延续此前偏慢的局面。

工资方面，时薪环比、同比增速分别为 0.3%，4.6%，较上月回落 0.1、0.2 个百分点，这一回落短期缓解了市场对美国通胀居高不下的担忧。从细分行业来看，零售、运输仓储等服务业对工资的下滑构成主要贡献。

总体而言，12 月的就业数据显示美国劳动力市场仍然偏紧，供应不足的问题依然突出。不过服务业需求的下滑在薪资层面的拖累开始显现，这也使得市场对核心通胀下滑的预期升温。当前市场的关注在于美联储是否可以在维持低失业率的同时，降低职位空缺率或者工资水平，进而实现经济的软着陆。从过往全球治理通胀的经验来看，这一结果的实现难度较高，通胀和劳动力市场压力的缓解，往往伴随着深度衰退的发生。

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_51031

