

周度经济观察

——经济弱势复苏，市场转入修整

束加沛¹袁方²

2023 年 02 月 07 日

内容提要

当前处于经济数据的真空期，从物流、人流数据来看，居民消费活动在温和恢复，房地产市场也在缓慢触底回升。与此同时，消费、地产等相关稳增长政策的推出相对克制。

随着时间的推移，估值中枢的抬升，春节后权益市场开始从此前的强预期向现实靠拢。在增量政策跟进温和、地缘政治风险上升的背景下，市场出现短期回落。

当前权益市场的核心矛盾或许仍然在于，经济回升的节奏能否与市场预期匹配，或者稳增长政策的出台能否弥合预期与现实之间的裂口，这意味着市场可能在转入修整期。

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，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

2宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

证券研究报告/周度报告

一、经济弱势修复，政策温和推出

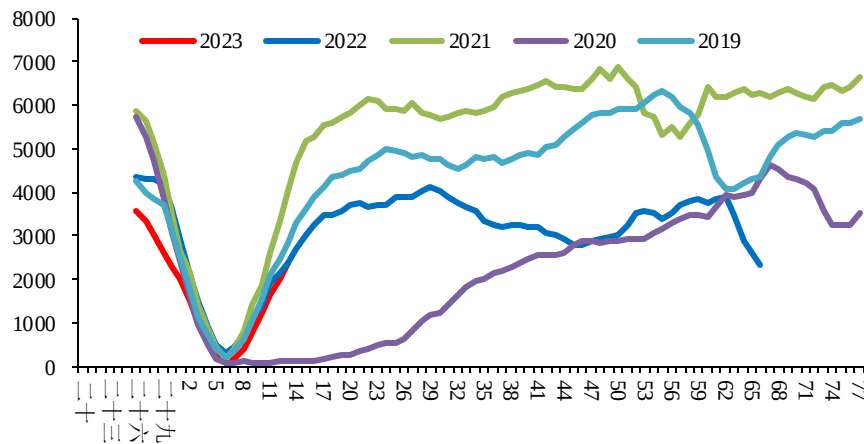
1月31日中共中央政治局就加快构建新发展格局进行第二次集体学习。会议提及“要搞好统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，实现国民经济良性循环。着力扩大有收入支撑的消费需求、有合理回报的投资需求、有本金和债务约束的金融需求。建立和完善扩大居民消费的长效机制，使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费、消费环境优获得感强愿消费。”

从这一表述来看，未来宏观政策总体将保持定力，短期提振经济但长期有负面影响的刺激政策推出的难度较高。基建等领域预计仍将维持托而不举的节奏，消费方面出台广泛补贴政策的概率有限。

短期内，房地产市场的恢复情况仍然是市场关注的重点。从高频数据来看，新房销售在春节后的恢复略弱于往年同期，而由于没有交付风险，二手房恢复的情况相对更好。二手房房价出现企稳迹象，但考虑到春节后存在价格上行的季节效应，这一企稳的可持续性有待观察。

往后看，房地产市场的修复仍然需要等待，随着居民收入预期的改善和交付风险的减弱，房地产市场有望逐渐修复，大量企业出清的影响或许会逐渐显现。

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

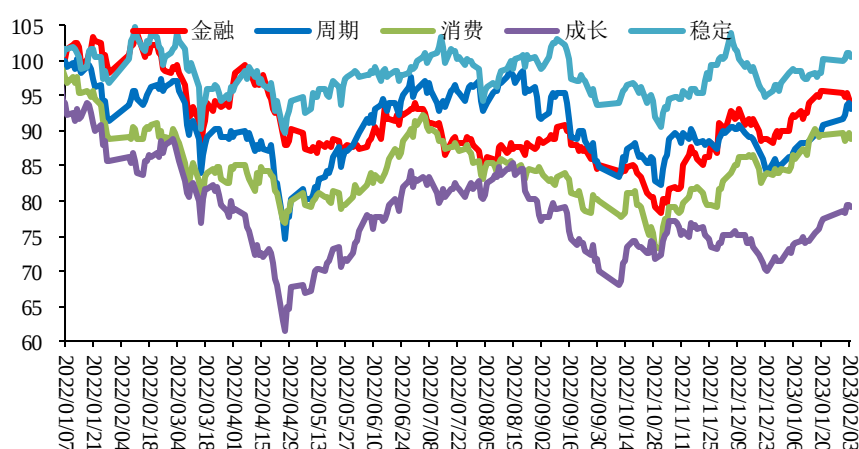
从地铁客运量、航班执飞量、物流数据来看，疫情的影响在逐步消退，消费活动的恢复在持续推进。由于当前处于宏观数据的空窗期，消费恢复的程度究竟如何难以精确衡量。不过参考恢复时间更久的美国、欧洲和东亚经济体，居民部门消费倾向的恢复与政府补贴力度密切联系，居民收入水平的提升与消费以外经济活动（投资、出口）的复苏进程高度相关。从这个角度来看，在自然条件下，考虑到疤痕效应的存在，我国居民部门消费活动抬升的过程将相对温和。

1月以来地方两会陆续召开，多数地方政府将今年经济增长目标设定在5%以上，东南沿海省份召开民营企业座谈会，各部委出台有助于经济提质增效的政策，这反映出政府对今年经济增长高度关注。不过要实现5%以上，或者5.5%左右的GDP增长，仅仅依靠经济自发恢复的力量或许远远不够，未来财政政策的发力以及货币政策的宽松值得期待。

从中美官方的表态来看，地缘政治风险可能在逐步得到控制，这将有助于市场风险偏好的回升。但市场的核心矛盾或许仍然在于，经济回升的节奏能否与市场预期匹配，或者稳增长政策的出台能否弥合预期与现实之间的裂口。

当然展望更长的时间，未来随着收入的恢复、疤痕效应的消除、预期的改善，居民部门会在资产配置方面再平衡，权益市场修复的空间仍然较大。

图3：各风格指数表现



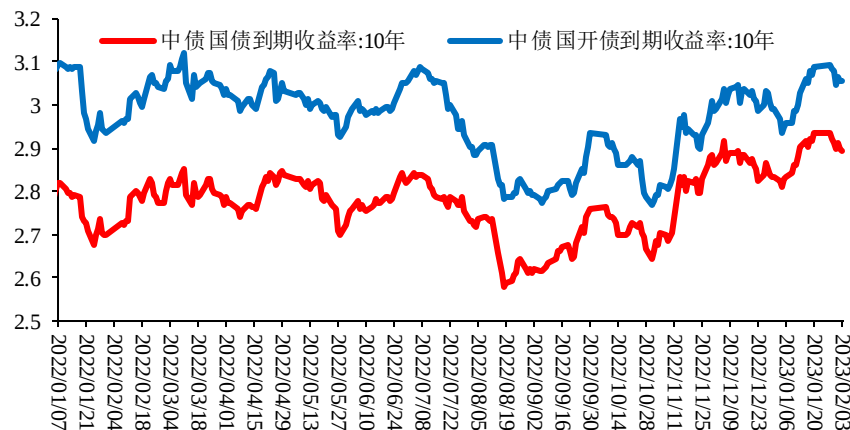
数据来源：Wind，安信证券

春节以来，资金市场利率抬升，推动短端利率上行。而长端则更多在定价经济的弱势修复，10年期国债利率小幅下行，期限利差收窄。

资金市场利率的抬升引发市场对货币政策收紧的担忧，但从当前经济本面、通胀环境、金融机构杠杆水平来看，货币政策趋势收紧的概率较低，流动性环境或将重回偏松的局面。

因此短期来看，由资金面边际收紧、经济预期改善而推动的债券市场收益率上行的动能在弱化。伴随经济的预期向现实靠拢，债券市场利率短期存在回落的可能。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、美国经济出现软着陆迹象

美国最新公布的1月新增非农就业人口为51.7万，高于市场预期的19万，较上月回升25.7万，单月新增接近去年的最高点，表明劳动力市场供需依然偏紧。

从结构上看，休闲酒店、专业和商业服务、教育和保健服务对非农就业形成主要支撑，显示美国服务业部门需求依然强劲。尽管美国大型科技企业出现裁员潮，但这并未对服务业乃至整体就业市场带来拖累，疫后服务消费对商品消费的替代仍在延续，并成为美国宏观经济的重要支撑，在4季度GDP数据中也有明确体现。此外，美国劳工部对行业准则的调整也对非农数据形成推升，但这一影响

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_52067

