

周度经济观察

——股市反转或需等待，汇率仍存贬值压力

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年4月26日

内容提要

本轮人民币汇率的贬值，与中美利差周期性变化，以及出口结汇活动走弱有关，这一趋势在二季度或将延续。

国内权益市场的下跌反映了市场对中美关系和国内政策框架调整的关注，市场需要时间去吸收政策的影响，以及观察政策的演进。

鲍威尔近期的鹰派表态强化了市场对美联储加快收紧的预期。参照上世纪80年代“沃尔克冲击”下美国大类资产价格的表现，未来美国股票市场存在进一步调整的风险。

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

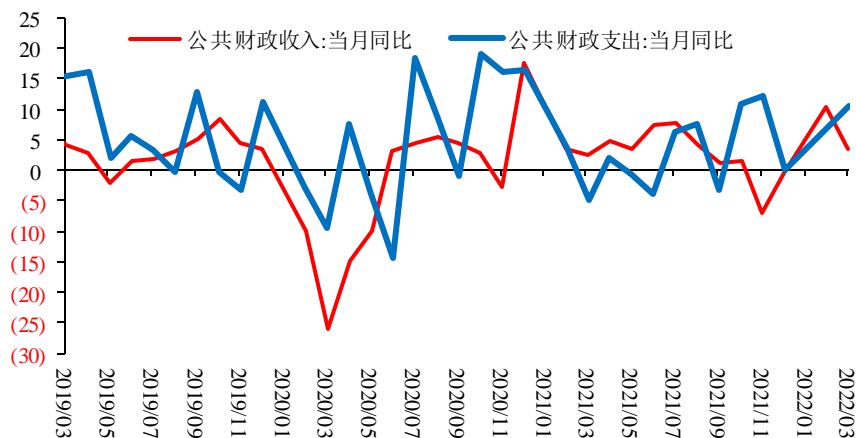
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

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

一、广义财政支出积极，房企纾困政策落地

3月一般公共预算收入同比增速3.4%，较1-2月的10.5%回落了7.1个百分点。收入下降主因是税收收入下降，分税种看，个人所得税、企业所得税、增值税和消费税3月同比均较1-2月出现大幅回落。除个人所得税的大幅回落可能与日历效应有关外，其余税种增速回落体现了疫情对经济的影响。从支出端来看，科技、文旅、社会保障、卫生健康和农林水事务维持高增长。

图1：公共财政收支月度同比，%



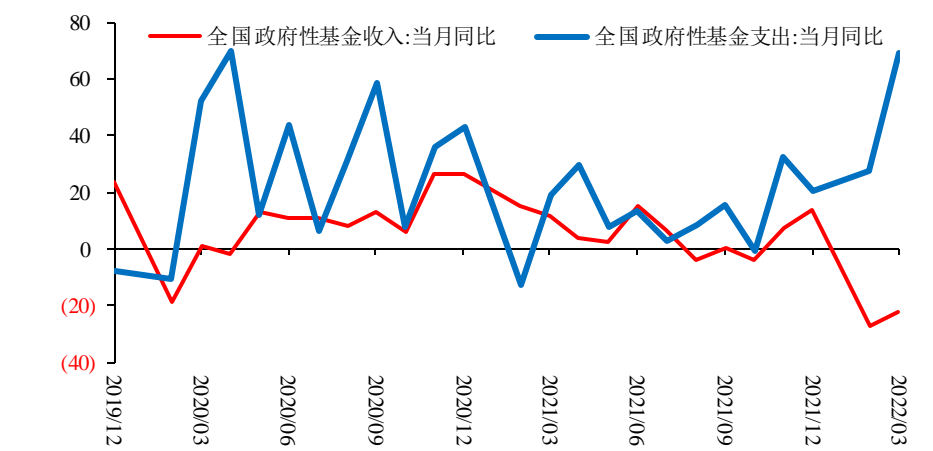
数据来源：Wind，安信证券

3月以土地出让收入为主的政府性基金收入增速较1-2月的-27.2%小幅回升至-22.2%。土地收入是收付实现制，此前土拍资金陆续缴纳支撑了当期收入的增长，土地市场的走冷对基金性收入的影响或将滞后体现。

在支出层面，3月政府性基金支出大幅抬升，体现了今年财政的积极发力，这也与专项债加速发行、基建项目加速落地形成呼应。

往后看，在土地市场仍然承压的情况下，地方政府性基金支出发力的持续性面临挑战。

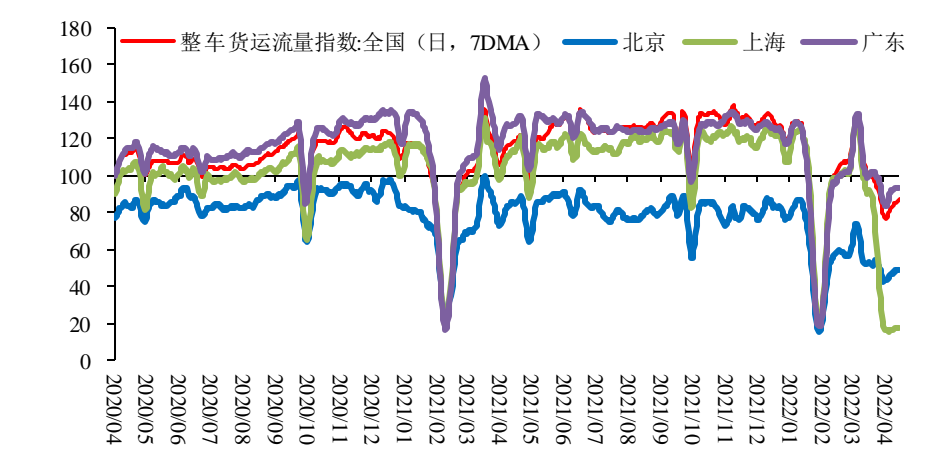
图2：政府性基金收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券

从高频的整车货运流量指数和快递分拨指数来看，随着政策的发力，物流受阻的情况从4月中旬以来出现边际改善，但整体物流水平仍然显著低于此前正常水平。而10城地铁客运量数据则维持底部运行，约平时水平的一半。这些数据表明疫情和管控措施对经济活动的扰动仍然在延续。

图3：整车流量指数

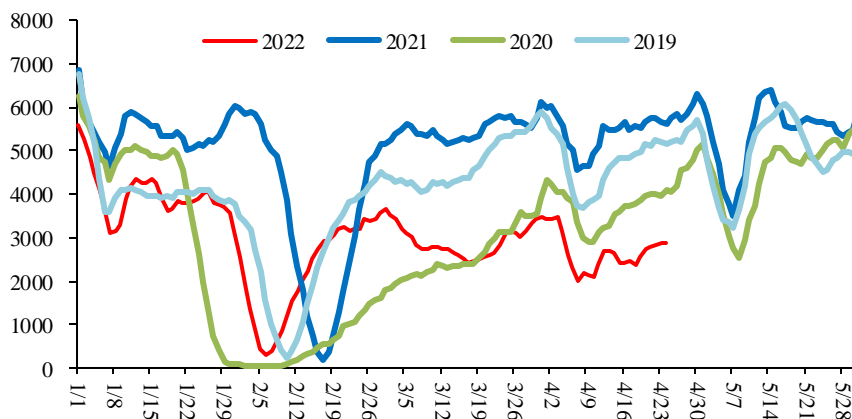


数据来源：Wind，安信证券

近期据中证报报道，金融监管部门向主要几家 AMC 和 18 家银行提供了 12 家房企的清单，针对其资产收并购等工作拟有 6 项政策指导。这一政策对缓解房地产企业流动性压力有积极帮助，政策落地的节奏值得密切留意。与此同时，从

郑州等地的政策放松效果来看，面对居民部门预期的转弱以及部分房地产企业违约风险的增加，终端需求政策的放松对房地产销售回暖的传导链条相对缓慢，房地产流动性压力的缓解可能需要主要依赖供应端政策的落地。

图4：30大中城市商品房成交套数（7D，MMA）



数据来源：Wind，安信证券

二、二季度人民币汇率贬值趋势延续

上周以来人民币汇率大幅贬值，美元兑人民币汇率突破 6.5，本轮人民币汇率大幅贬值可能与出口层面的变化有关，近期国内疫情防控措施收紧对出口结汇活动带来影响，此外中美货币政策的错位以及中美利差周期性变化也推动了人民币汇率的走弱。

为缓解人民币贬值压力，中国人民银行下调外汇存款准备金率 1 个百分点，随后人民币汇率出现反弹。从 2021 年 5 月 31 日和 2021 年 12 月 9 日人民银行上调外汇存款准备金率的经验来看，存款准备金率的下调短期之内有助于缓解人民币汇率的贬值预期，但难以改变人民币汇率变化的趋势。

往后看，国内复工复产政策的落地有助于出口活动的恢复，但考虑到全球贸易增速的下行，以及海外国家供应压力的缓解，我国出口增速下行的趋势相对确

定。此外，二季度美联储的加息和缩表，以及中国偏宽松的流动性环境，也在实际上对人民币汇率形成贬值压力。

图5: 美元兑人民币即期汇率



数据来源: Wind, 安信证券

2021/5/31、2021/12/9 公布上调外汇存款准备金率 2 个百分点, 黑色虚线为两个时间点。

年初以来, 在流动性环境总体没有出现收紧的背景下, 权益市场出现如此快速大幅的下跌, 放在 A 股过往 20 年历史来看相当罕见。尽管疫情的反复、房地产流动性问题的蔓延以及美联储的加息这些短期因素对市场形成了影响, 但从现金流折现角度来看, 这些短期因素难以对市场形成如此猛烈的冲击。

我们倾向于认为权益市场的下跌反映了两个中长期因素的影响, 这些中长期因素对企业的长期估值无疑形成了压制。

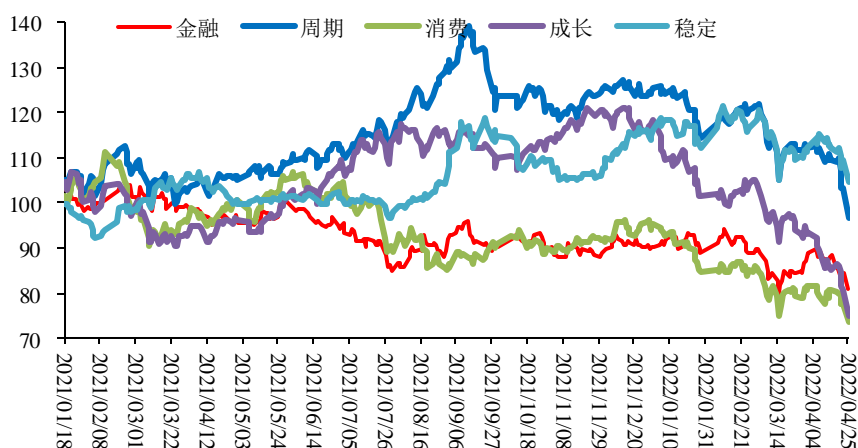
一个因素是俄乌战争以后海外投资者开始担心中美关系的变化, 外资机构从 3 月份以来减持人民币资产, 美联储加息节奏的加快可能会放大这一过程, 进而对汇率和人民币资产形成冲击。

另一个因素是国内从去年 7 月以来, 政策开始强调共同富裕和反对资本无序扩张, 这些政策对缩小贫富分化、维护市场公平竞争有积极意义, 但这也引发市

场对部分行业的商业模式重新思考。此外，2018年以来政府开始对地方政府隐性债务进行约束，对房地产企业债务去化，并摆脱经济对房地产和基建投资的依赖，这一政策框架的转变有助于经济效率的提升、以及金融风险的控制，但在经济下行的过程中，新的经济模式尚在建立之中，这使得信用创造的进程需要更长时间，宏观经济的表现总体偏弱。

这些中长期因素的变化解释了市场调整的主要部分，因此市场需要时间去吸收政策的影响，以及观察政策的演进。

图6：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券
以2020年12月31日为100

三、“沃尔克冲击”下的美国经济与美股表现

上周四，鲍威尔在IMF年会上表示，加快加息节奏并将政策前置是合适的，将在5月议息会议上讨论加息50bp；恢复价格稳定是必要的，美国的通胀与全球其他地区存在差异。

此番鹰派表态进一步强化了市场对美联储加快紧缩节奏的预期。利率期货市场的曲线暗示，投资者将政策利率在年底的预期，从一个月前的2.2%提升至当前的2.7%。

这意味着在今年接下来的 6 次议息会议上，预计出现 3-4 次单次 50bp 幅度的加息；个别期货产品的定价更是暗示可能单次加息 75bp。而在明年上半年，市场对政策利率的预期则进一步抬升至 3.4%，远高于过往中性利率 2%-2.5% 的水平。

在对美联储加速加息、并提升加息幅度的担忧下，上周五道琼斯指数下跌 2.8%，创 2020 年 10 月以来最大单日跌幅；标普 500 指数下跌 2.8%，纳斯达克综合指数下跌 2.5%。10 年美债收益率维持 2.9%。美元指数则突破 101，接近 2020 年疫情爆发初期的高点。

面对近 40 年来最高的通胀表现，美国政策层对于打压通胀的共识不断强化，财政部门近期也提出，试图通过削减对中国产品的关税以缓解价格压力。

而以稳定价格为法定目标之一的美联储，是否会在控制通胀的政策共识下，比照上世纪 80 年代保罗·沃尔克时期操作思路来打压通胀，仍值得警惕。

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_40892

