

周度经济观察

——国内复苏存波折，海外收紧进行中

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 5 月 24 日

内容提要

面对疫情的冲击，居民部门储蓄率大幅抬升，这些额外的储蓄流入存款和理财市场，同时预期的转弱推动居民提前偿还贷款，进而导致信贷增速的下滑。企业部门的表现类似。这些微观行为最终带来 M2 与贷款增速之差的放大。

这一资金流动的过程对冲了外资流出的影响，使得我国 10 年期国债收益率中枢震荡，表现强于同期海外主要国家债券，这一趋势未来有望延续。

从当前美国通胀、经济数据以及美联储官员表态来看，通胀仍然是美联储最为关注的指标，经济走势和资产价格波动尚不足以扭转紧缩的方向，下半年美联储货币政策的快速收紧将持续对全球大类资产形成冲击。

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、政策密集出台，经济缓慢恢复

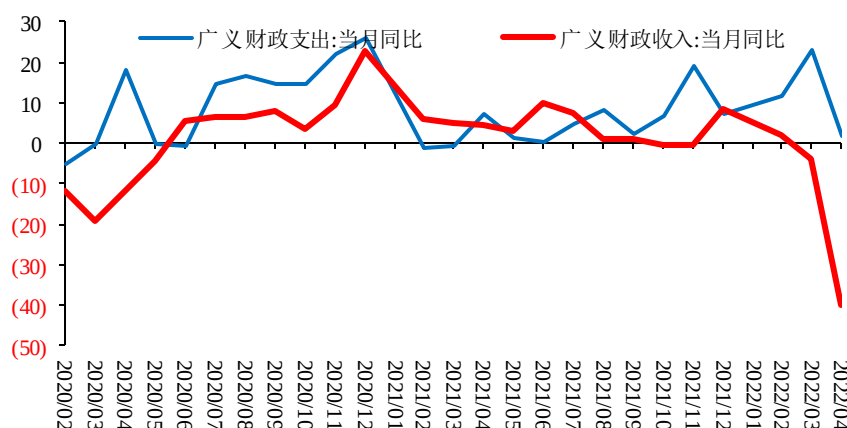
4月公共财政收入同比增速为-41.3%，较3月份大幅回落44.7个百分点。从结构看，税收收入同比-47.3%，较3月大幅回落47.1个百分点，非税收入同比10.3%，较3月回落4.6个百分点。

这一大幅回落，除了疫情的影响，更重要的原因是留抵退税对增值税产生巨大影响。4月增值税为-1555亿元，由于4月有8015亿的增值税留抵退税退到145.2万纳税人账户中，因此增值税和财政收入的大幅回落不能完全反应当期经济活动的状态。扣除退税的影响后，财政收入同比可能在-10%附近的区间，和4月经济数据反应的情况接近。

而观察纳入政府性基金收入的广义财政，由于疫情加剧了房地产市场的走弱，房地产企业的拿地意愿加速下滑，4月土地出让金收入大幅下行，进而拖累了广义财政的表现。与此同时，财政支出增速回落的幅度远小于收入。

考虑到居民、企业部门预期转弱，以及房地产市场恢复缓慢，未来广义财政收入层面或许仍然面临压力，财政支出相对高增长的持续性存疑。

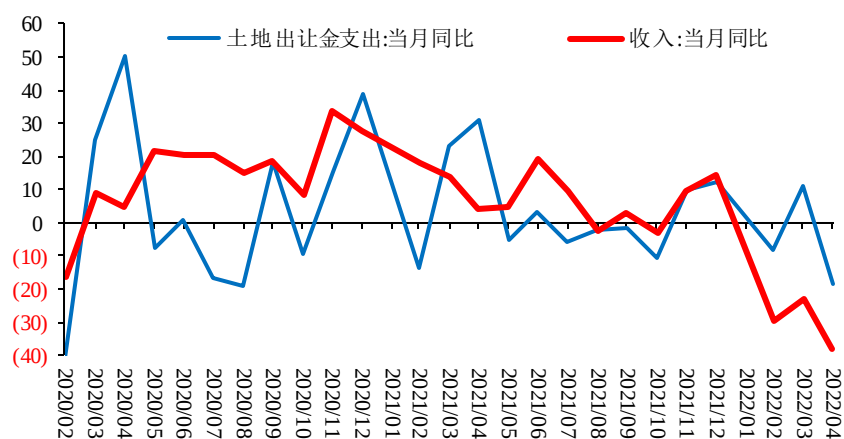
图1：广义财政收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券；

2021 年使用 2 年复合同比，广义财政为公共财政+政府性基金。

图2：土地出让金收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券；

2021 年使用 2 年复合同比。

疫情的影响除了体现在宏观经济数据层面，也反映在微观个体行为中。居民部门面对疫情的重大冲击，储蓄率会出现大幅抬升，这些额外的储蓄在冲击的早期流入存款市场和理财市场，推动银行存款和理财的抬升，同时个体在对未来预期转弱的背景下，倾向于提前偿还贷款，进而导致居民信贷增速的下滑。企业部门的表现类似，企业对信贷的需求将出现下降，同时存款相对高增长。最终这些微观的行为合并带来 M2 与社融增速（或者人民币贷款）之差的放大。

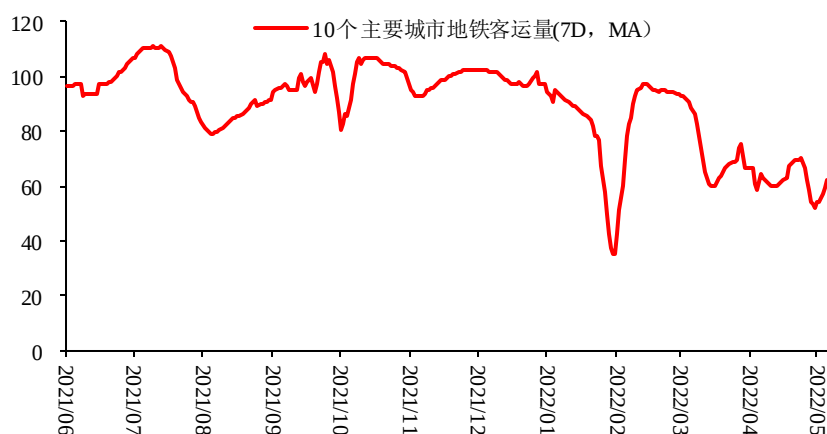
从过往的经验来看，疫情对居民储蓄率的影响会随着时间的推移、以及社交隔离措施的放松而减弱，随后储蓄率的下降将推动经济活动的正常化。从 5 月的高频数据来看，这一过程在缓慢推进。不过站在当前，疫情的前景尚不明朗，经济的恢复之路存在变数。

值得一提的是，近期稳增长政策在密集出台，显示政策当局对民生、就业问题的关注。比如 5 年 LPR 下调 15bp，首套房贷利率下限下调 20BP；在更多行业实施存量和增量全额留抵退税；对特定困难群体实施信贷支持和救助；加快供应

链恢复；促进消费和有效投资等。这些政策有助于改善市场主体信心，边际上缓解经济下行压力。

不过对当前经济而言，最主要的影响变量包含两个，一个是疫情和社交隔离措施的进展，需要我们密切留意物流、人流的高频数据，以及政策的表态；另一个是房地产行业流动性问题的动向，考虑到终端需求政策的效果需要的传导链条较长，短期之内需要更多关注针对民营企业融资的政策落地情况。

图3：地铁客运量指数



数据来源：Wind，安信证券；
2021 年使用 2 年复合同比。

二、债券市场处于有利环境中

从银行资产负债表的角度来看，居民和企业存款的增加，贷款的减少，使得资金更多流入金融市场，理应带来广谱利率的下行，而我国 10 年期国债收益率却中枢震荡，这背后或许反映了外资流出的影响。

在美国货币政策快速收紧的影响下，美债收益率加速上行，外资回流进而牵引其他经济体收益率走高。这一影响在日本体现的尤其明显，日本总体通胀压力

有限，货币政策宽松，日元剧烈贬值吸收外资流出冲击的同时，日本 10 年期国债收益率也出现大幅上行，这一上行可能主要来自于国际资金流动的影响。

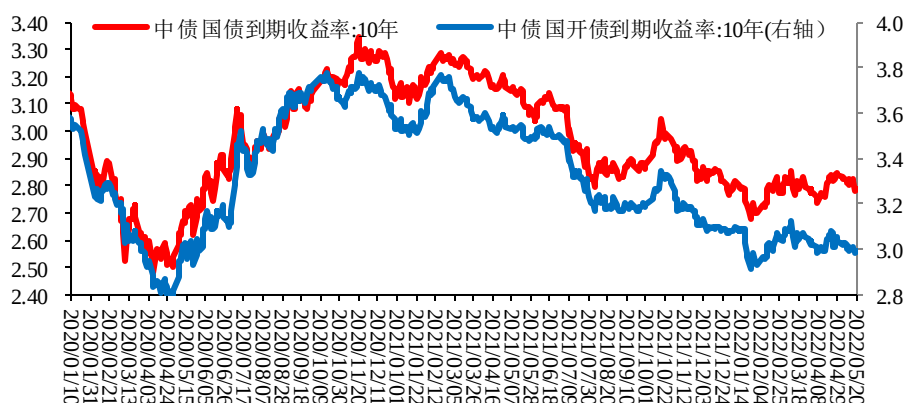
从数据上看，今年 2 月我国债券市场上开始经历大量的外资流出，外资持有国债的占比回落至略高于 10% 的水平。

在经历了前期外资的集中流出后，当前外资流出的压力在边际缓解，同时美债收益率尽管可能尚未见顶，但上行的斜率也在逐步趋缓，海外因素对国内债券市场的影响在减弱。

从国内情况来看，疫情冲击之下经济的恢复相对缓慢，这一方面使得流动性宽松的环境延续，另一方面也带来商业银行存款相比信贷更大幅度的扩张，这些力量有望共同推动国内债券市场利率下行。

对权益市场而言，伴随监管当局密集的发声和政策出台，市场的政策底已经出现，市场反弹持续的时间以及达到的高度需要密切留意政策落地的效果。在宏观层面需要关注社融改善的情况、相关行业监管政策的细则、以及疫情的演化进展。

图4：10年期国债和国开债



数据来源：Wind，安信证券

三、美国市场仍将进一步吸收美联储加息缩表的压力

上周，美联储主席鲍威尔在接受采访时表示，美联储抗击 40 年来最严重通胀的决心不应受到质疑，并认为：（1）中性利率没有确定（此前其他美联储官员对中性利率区间在 2.5%-3%还是 3%-3.5%存在分歧）；（2）从经验来看，几乎没有迹象表明能够在不刺激失业率大幅上升的情况下抑制高通胀，符合通胀稳定目标的失业率水平可能高于 3.6%（即当前美国失业率）；（3）与那些认为美联储实现“软着陆”存在困难的人士之间并不存在意见分歧。

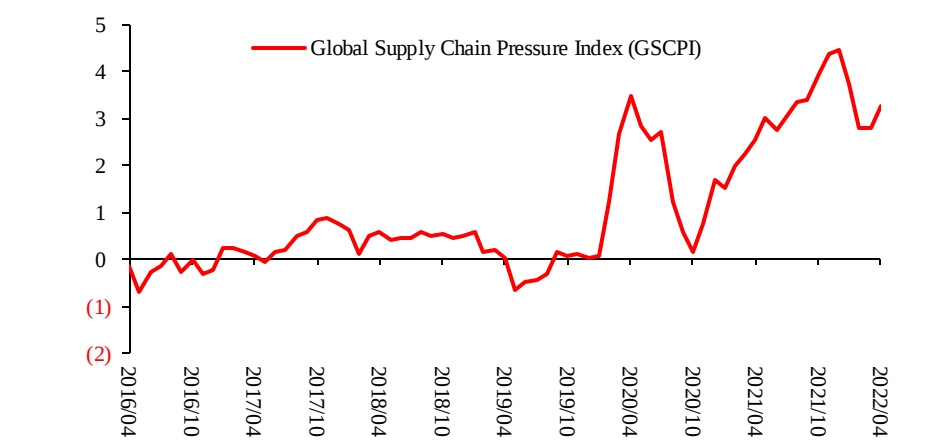
从鲍威尔的表态来看，一方面强化了市场对美联储继续大幅加息的预期（6月、7月议息会议各加 50BP）；另一方面也透露出经济增长放缓的担忧，但是当前决定美联储政策节奏最关键的因素仍然是通胀的表现。

尽管 4 月美国 CPI 同比小幅回落至 8.2%，但近期供应链压力再度加剧，美国短期通胀大概率居于高位，这决定了美联储将继续保持较强的货币紧缩节奏。而通胀和加息反过来对经济的影响也正在逐步体现。

从近期数据来看，在俄乌冲突和疫情防控影响下，近期全球供应链压力再度加剧。美国费城联储编制的全球供应链压力指数（GSCPI）在 4 月升至 3.29，较上月增长 0.49，结束了自去年 12 月见顶之后连续 3 个月的下滑趋势；4 月美国 ISM 制造业和非制造业的 PMI 供应商交付时间分别反弹至 67.2 和 65.1。

尽管全球制造业 PMI、货物贸易和大宗需求边际回落，但 5 月波罗的海干散货指数环比上升 39.1%，显示出货物运输环节压力较大。

图5：全球供应链压力指数（GSCPI），点



数据来源：费城联储，安信证券

物价和通胀预期的高涨打击了美国消费者信心，对消费增速的拖累开始愈发显现。4月美国零售销售额同比增长 8.2%，较上月增加 0.9 个百分点，居于 2021 年 3 月以来的第二低点，剔除 CPI 后的实际值已连续 2 个月同比为负；环比增长 0.9%，较上月下滑 0.5 个百分点，其中机动车、电子产品和餐饮等分项表现相对更强。

伴随着零售销售额增速的放缓，美国零售商一季度库存销售比上升至 1.15，较去年四季度增长 0.03，为去年二季度以来的最高值。近期个别美国头部零售商一季度财报不及市场预期，股价出现较大幅度调整。这些公司在成本端依然存在

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_42245

