

周度经济观察

——海外通胀担忧暂缓，国内迎来供需修复

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年5月31日

内容提要

随着疫情管控政策的边际放松，5月制造业和服务业 PMI 数据双双回升，这是经济供需两端共同恢复的结果，这一过程在6月有望延续。

面对内外部形势的恶化，5月政策密集出台，市场参与者信心改善，对负面信息的反应钝化，这或许表明权益市场的底部在逐步形成。市场上涨的持续性需要关注信用环境改善的情况、稳增长和行业政策的落地效果。

随着美国 PCE 见顶回落，全球通胀担忧暂时缓解，海外市场迎来反弹，这一反弹在6月有望延续。未来通胀回落的节奏以及新的中枢水平，将决定9月以后美联储的货币政策，流动性收紧对海外市场在中期之内的冲击或未结束。

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

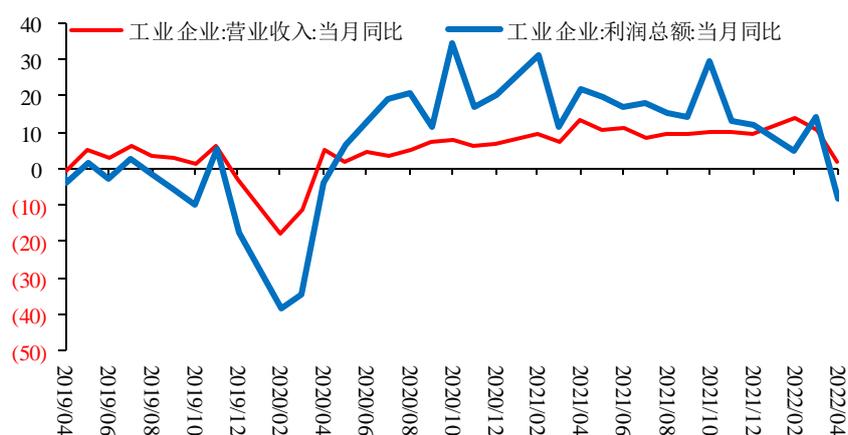
一、供需恢复，经济反弹

4月规上工业企业利润当月同比为-8.4%，较3月大幅回落22.3个百分点。疫情导致供需收缩，进而带来工业增速的显著下滑以及PPI的回落。

从行业细分结构来看，上游企业的利润率水平仍然显著高于中下游，价格的传导机制尚不顺畅，这也和PPI与CPI的裂口居高不下相一致。

往后看，随着疫情逐步受控，未来工业生产将开始恢复，企业营收和利润均将恢复增长，工业企业短期盈利底部可能已经出现。

图1：工业企业利润与营收当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

5月中采制造业PMI为49.6，较上月回升2.2个百分点，反映出随着疫情受控，经济活动逐步恢复。

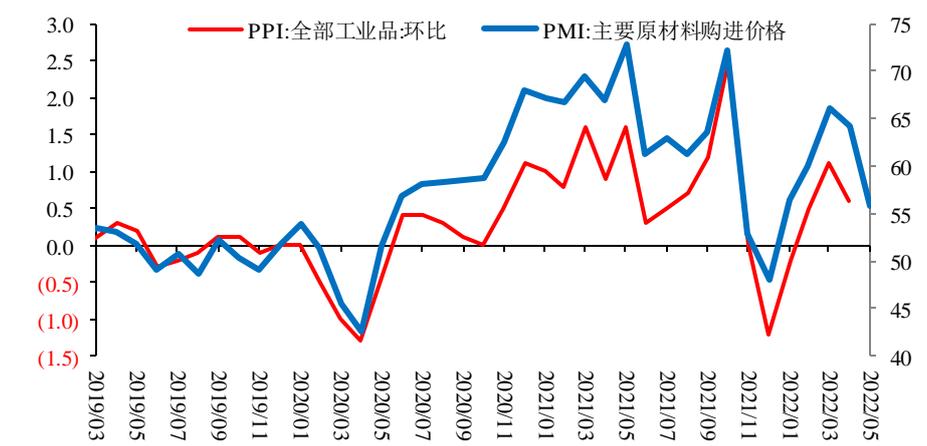
分项来看，PMI回升的主因是新订单、新出口订单和在手订单环比均较上月大幅回升，生产小幅走强。此外供货商配送时间为44.1，较上月大幅提升6.9个百分点，反映出物流状况显著改善，但仍然显著低于2021年以来48的均值水平。

与此同时，服务业 PMI 大幅回升 5.9 个百分点，同样体现了消费活动出现改善。而建筑业 PMI 为 52.2，较上月回落 0.5 个百分点，从历史水平看，这是近十年以来除 2020 年 2 月外的低点。

原材料购进价格分项为 55.8，较上月大幅回落 8.4 个百分点，俄乌冲突导致的大宗商品价格上涨已经接近吸收完毕，PPI 或将延续回落。

总体而言，5 月 PMI 的抬升是疫情冲击缓解后供需恢复的结果，这一力量在 6 月份有望延续。

图2: PMI 购进价格与 PPI, %



数据来源: Wind, 安信证券

尽管 4 月以来各能级城市房地产需求侧放松政策不断，全国性的房贷利率下行政策也已经出台，但从高频数据来看，商品房销售仍然延续弱势。当前需要高度关注居民对房价预期的变化，过去 20 年中国房价总体持续抬升，这推升了居民部门配置房产的意愿，而伴随房住不炒政策的约束，以及低能级城市商品房过剩供应的累积，可能部分城市居民的房价上涨预期在减弱甚至逆转，这使得同等强度的政策放松难以取得过往的效果。如果这一局面得到广泛确认，那意味着房地产市场的减速短期难以终结，这将对宏观经济形成重大拖累。

近期全国疫情形势好转，各地复工复产逐步推进。2022年5月29日，《上海市加快经济恢复和重振行动方案》发布，北京也宣布疫情基本受控。从地铁客运等人流数据来看，管控措施的影响在边际减弱。

以2020年3月经济恢复的情形为参照，在经历疫情的冲击后，经济回升的主要力量来自于供应和需求两端的均值回归，这一力量发生在经济的各个领域，随后均值回归力量逐渐耗竭，经济各分项形成的新中枢会出现分化。因此今年5月和6月经济回升的确定性较高，消费和投资端会出现广谱反弹。

不过与2020年经济“填坑”状态不同的是，本次疫情防控的难度显然更大，相应的消费复苏的斜率和持续时间可能不及2020年。此外在房地产企业流动性压力巨大、居民购房意愿转弱的背景下，房地产市场的恢复也将弱于2020年。受此影响，今年经济实现既定增长目标之路充满曲折。

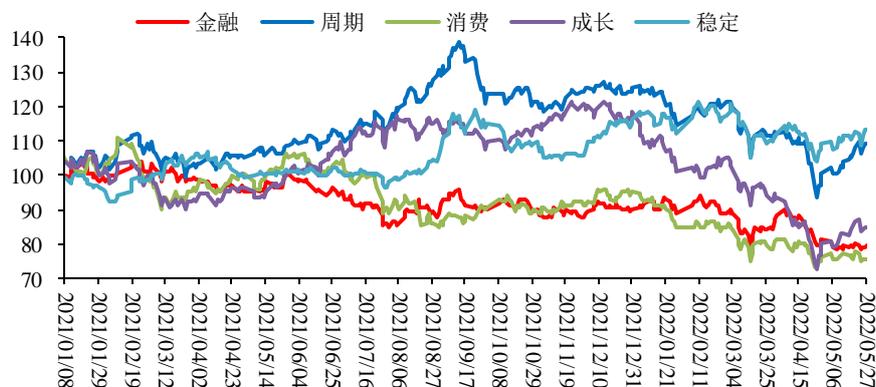
二、债券市场收益率下行过程尚未结束

面对内外部形势的恶化，5月政策持续密集出台，市场信心改善，对负面信息的反应钝化，显示市场已经相对彻底吸收了此前我们提及的中长期不确定性。

尽管年初以来，在一系列会议后，权益市场最终都由于政策落地不及预期而出现了回落，但当前与5月以前的市场区别在于，疫情形势出现好转、市场估值对不利因素的吸收更为充分、海外市场迎来喘息。因此当前权益市场系统性下行的风险在减弱，底部在逐步形成。换句话说，即便是后续的稳增长政策效果弱于市场预期，可能市场的反应也会比较平淡。

往后看，市场上涨的持续性需要关注信用环境改善的情况、稳增长和行业政策的落地效果。

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

当前债券一级市场发行火爆、二级市场收益率出现普遍下行，长端利率下行幅度尤其明显，收益率曲线趋于平坦。

此前市场普遍担忧政策的出台会推动经济快速上行以及信用环境的改善，但随着上周相关会议的召开，货币政策的宽松被认为是缓解经济下行压力的重要抓手，银行间流动性的宽松最终带动长端利率下行。这种流动性环境下债券市场的表现，与 2020 年疫情爆发之初，以及 2020 年底永煤违约后央行流动性呵护的场景类似。

因此对大类资产价格而言，如果未来银行间流动性的宽松最终能推动信用市场的改善，那么这将带来股市相比债市更好的表现，而如果这一信用改善的过程缓慢，那么意味着债券市场占优的格局有望延续。

当前我们倾向于认为债券市场仍处于有利的环境中。尽管 5 月和 6 月经济会出现改善，但这一改善的幅度可能弱于 2020 年 2 季度，与此同时，银行间流动性的宽松有望维持，叠加房地产企业流动性问题短期难以化解，地产政府隐性债务监管偏严，这些力量都有助于收益率进一步下行。

图4：10年期国债和国开债收益率，%

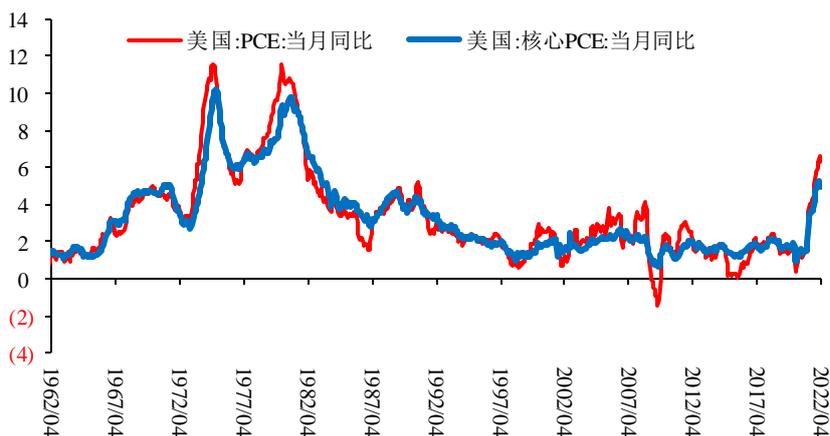


数据来源：Wind，安信证券

三、通胀确认见顶回落，海外市场迎来喘息

4月美国PCE价格指数同比6.3%，较上月下滑0.3个百分点，为2020年11月以来首次下滑，但依然居于近40年的高位。美联储关注的核心PCE同比4.9%，较上月回落0.3个百分点，已连续两个月下滑，为今年以来的最低值。

图5：美国PCE和核心PCE价格指数同比，%



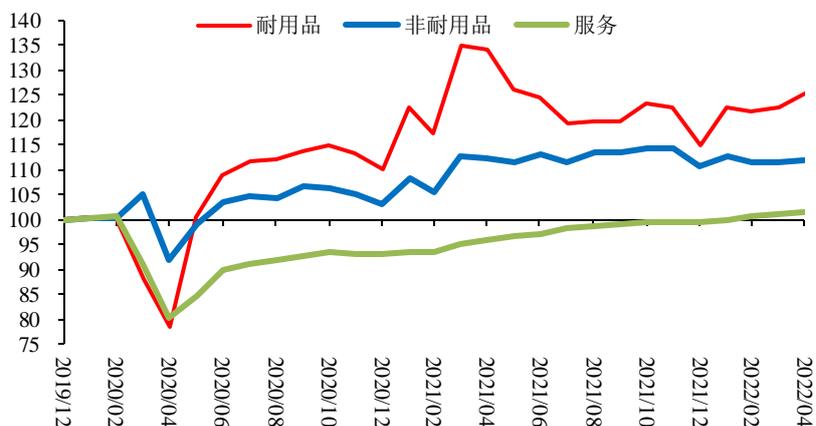
数据来源：Wind，安信证券

从占美国经济超过三分之二的消费支出情况来看，4月数据延续了3月以来的放缓态势。4月美国个人消费支出同比9.2%，较上月小幅下滑0.2个百分点；

剔除通胀后的实际支出同比 2.8%，较上月抬升 0.2 个百分点，但显著低于去年下半年至今年年初的中枢水平 6.8%。

从支出分项来看，与 4 月美国零售销售数据的表现较为一致。剔除通胀后的服务消费支出继续维持在奥密克戎疫情缓解后环比 0.5% 的中枢，这主要与餐饮和住宿消费的恢复有关；而耐用品同比增速连续两个月为负增长，但 4 月环比增速升至 2.3%，较上月提高 1.6 个百分点，其中汽车方面表现较强。

图6：美国个人消费支出分项不变价折年数（定基数）



数据来源：Wind，安信证券；2019 年 12 月为 100。

从美国个人收入情况来看，4 月环比增速为 0.4%，已连续 3 个月放缓，主要受转移支付和经营性收入拖累，薪资收入表现仍然较强；而同期的个人支出环比

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_42459



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn