

# 周度经济观察

## ——股市反弹进行中

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2022年6月7日

### 内容提要

从端午节的旅游数据来看，伴随疫情的逐步受控，全国消费活动的恢复在缓慢推进，这一复苏的过程有望在6月延续。

经历前期的大幅调整后，权益市场充分吸收了盈利层面的诸多不确定性，市场总体进入反弹的过程中。信贷市场改善的情况、互联网行业政策的具体细则、以及稳增长政策的落地效果或将决定市场未来反弹的高度。

5月超预期的美国非农数据表明美国经济基本面尚佳，通胀仍然是主导美联储未来货币政策的主要因素。考虑到本轮美国通胀形成机制的变化，下半年美联储货币政策可能沿着偏鹰派的路径演进，海外市场的波动尚未结束。

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、经济恢复正在展开，地产放松效果不佳

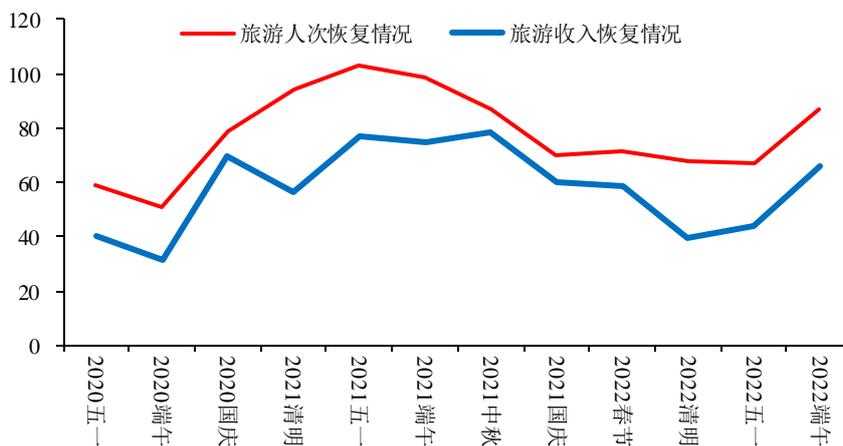
伴随疫情的逐步受控，复工复产有序推进，经济活动的恢复正在展开。

从旅游数据上看，端午假期境内旅游出游 7961.0 万人次，按可比口径恢复至 2019 年同期的 86.8%；旅游收入 258.2 亿元，恢复至 2019 年同期的 65.6%。

对比疫情后的旅游恢复情况，端午期间的情况显著好于今年上半年的节假日，和去年下半年中枢接近，但仍显著弱于去年同期水平。往后看，未来消费活动的恢复尚在途中。

从高频的人流和物流数据来看，经济修复还在进行，生产端的恢复速度快于消费端，物流的情况好于大城市的人流。考虑到病毒的传染性更强，疫情防控措施的升级，本次修复的斜率或许低于 2020 年同期。

图1：旅游收入恢复情况，%



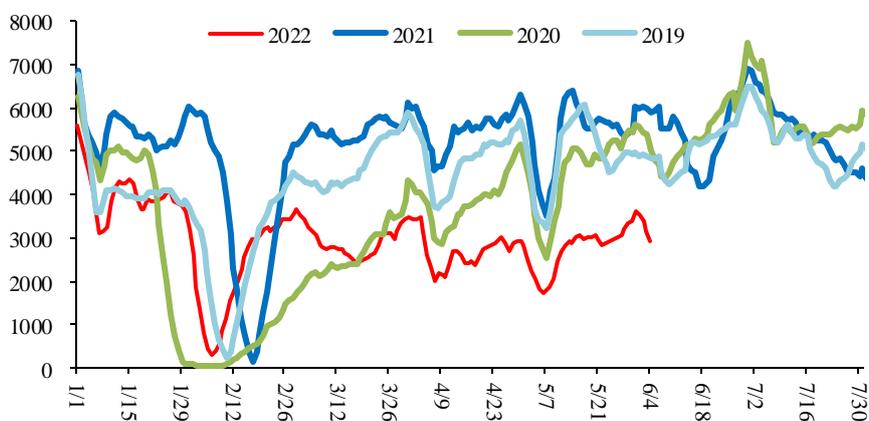
数据来源：Wind，安信证券  
以 2019 年同期为比较基准

今年 2 月以来，各地普遍放松房地产调控政策，从低能级城市扩散到高能级城市，总体上看放松举措也不断加码，但是销售始终没有出现改善。

出现这一情况的原因有多种：首先，疫情形势影响销售活动的展开；其次，本轮调控放松是在房住不炒的框架下进行，托而不举是政策意图，本次政策刺激的力度不够；第三，房地产企业流动性压力尚在，居民对期房交付存在担忧；第四，居民的房价上涨预期和未来收入预期可能出现恶化，进而导致居民自发调整资产负债表，降低负债，减少购房支出；第五，政策出台落地到销售好转存在时滞，有待于进一步观察。

考虑到多数三四线城市的疫情形势总体平稳，且限购、限贷、按揭利率政策的放松已经持续两三个月时间，我们怀疑民营房企的流动性问题、以及居民的房价上涨预期和未来收入预期弱化，共同导致当前房地产销售的弱势，这意味着房地产市场对宏观经济的拖累将延续。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券；

## 二、股市反弹进行中

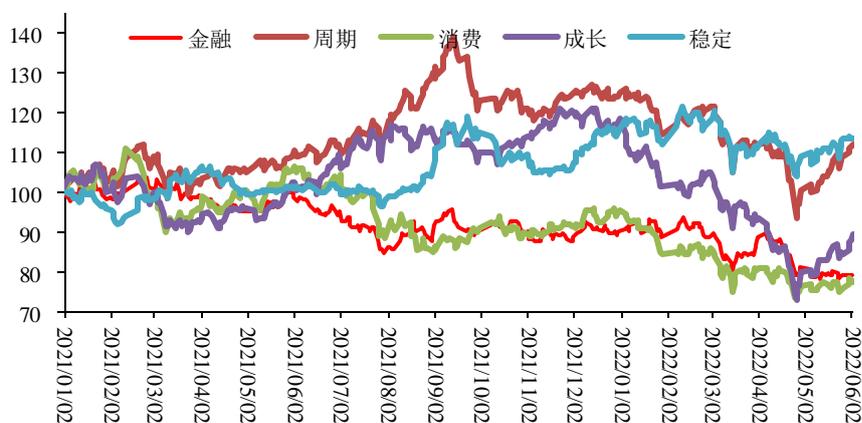
5月以来，从交易的角度来看，权益市场对利空因素的反应钝化，而对利多因素反应积极，这表明市场开始运行在底部区间，市场此前面临的盈利不确定性

已经得到了充分的吸收。尽管经济总体仍然运行在偏弱的状态，但这一力量难以对市场形成实质冲击，这是当前市场与今年4月之前最大的区别。

此外，海外市场的波动对国内的影响也在趋于弱化。一方面美联储货币政策的紧缩进入观察期，这使得海外市场的调整趋于缓和。另一方面，俄乌战争引发的外资剧烈抛售过程在5月份也进入平稳期，其对国内市场的冲击也在减弱。尽管未来美联储货币政策的收紧、海外市场的波动可能仍会延续，但考虑到国内周期的领先、以及外资流出的缓和，海外市场难以对国内资产价格形成趋势性影响。

往后看，国内权益市场的底部已经在4月份出现，市场总体进入反弹的过程中。信贷市场改善的情况、互联网行业政策的具体细则、以及稳增长政策的落地效果将决定市场未来反弹的高度。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券  
以2021年12月31日为100

尽管上周银行间市场利率延续低位，但债券市场利率多数出现抬升，其中长端利率上行幅度较大。

当10年期国债收益率下行至2.7%附近时，在短期缺乏增量利多信息的背景下，市场普遍担心宽松流动性环境难以维持，以及潜在的信用改善、经济回暖。

这种担忧主要的参考时间段为 2020 年 5 月。当时伴随经济的快速反弹、以及信用环境的大幅改善，央行的货币政策也出现转向，进而推动收益率显著上行。

不过我们倾向于认为本轮收益率反弹的空间有限。最主要的原因在于，考虑到房地产市场当前仍然在经历去杠杆的过程、地方政府隐性债务处于严控的状态，未来信用环境的改善可能相对温和，这一过程很难与 2020 年二季度相比。此外，尽管供需的恢复将推动 5 月、6 月经济的反弹，但由于本轮疫情管控的难度较大，疫后经济恢复的动能也将弱于 2020 年同期，同时叠加房地产市场的减速，这将使得流动性偏宽松的环境有望延续。

往后看，在 10 年期国债收益率逐步回升至 2.8% 左右的中枢后，收益率系统性上行的动能或将减弱，债券市场总体处于有利的环境中。

图4：10年期国债和国开债



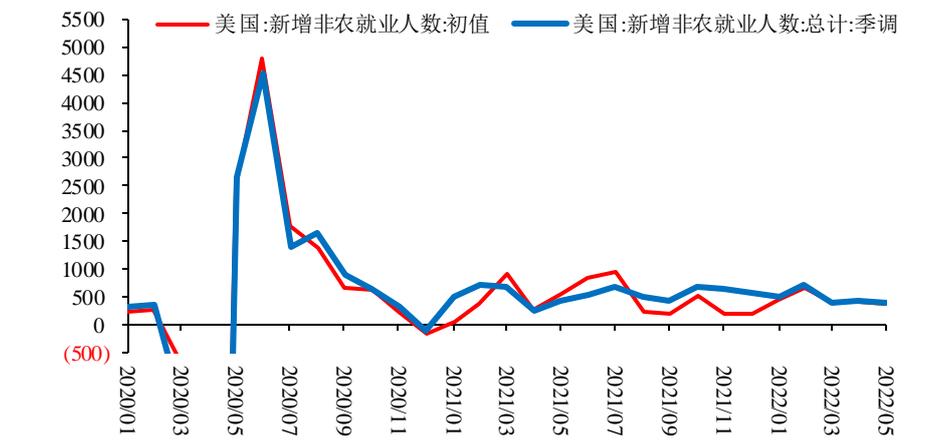
数据来源：Wind，安信证券

### 三、美联储的紧缩预期重新升温

5 月美国非农新增就业 39 万人，虽然增长幅度下滑，但仍高于预期的 32 万人；前值从 42.8 万人上修至 43.6 万人，自 2021 年以来累计上修 146 万人，占同

期新增非农总人数的 16.6%。更高频的当周初次申请失业金人数自 5 月以来稳定在 21 万人左右的低位，显示出美国就业表现依然偏强。

图5：美国新增非农就业初值与季调值，千人

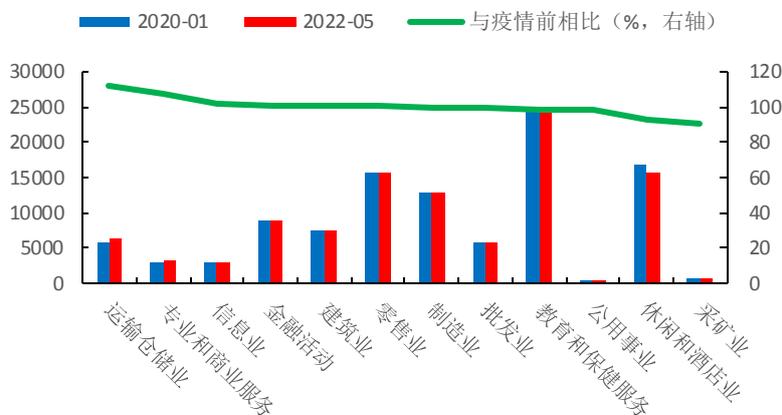


数据来源：Wind，安信证券

分行业就业数据体现出疫后复苏的特征，服务业就业缺口仍在修补中。5 月服务业贡献了新增非农就业的 85%，其中近 4 成来自于休闲和酒店业（8.4 万人）、教育和保健服务业（7.4 万人）。

从疫后修复进度来看，在当前分行业累计就业人数中，运输仓储业就业人数已高出疫情前水平（不考虑趋势性增长）约 12%，而休闲和酒店业、采矿业的就业人数仍低 10% 左右。

图6: 美国非农分项就业人数疫后恢复情况, 千人, %



数据来源: Wind, 安信证券

从美国劳动力市场的供求情况来看, 紧张状态在 5 月出现了边际缓解。5 月劳动参与率从 62.2% 回升至 62.3%, 但距疫情前仍相差近 1 个百分点; 失业率连续三个月维持 3.6% 的历史低位, 距离疫情前仅相差 0.1 个百分点。截止 4 月的职位空缺率小幅下滑 0.3 个百分点至 7%, 使得每个求职者所面对的空缺岗位数量从 2 个略微降至 1.9 个。劳动力价格增速也相应下滑。5 月非农时薪同比 5.2%, 自 3 月高点以来累计下滑 0.4 个百分点。在结构上, 非管理人员和服务业人员薪资增速仍分别强于全体人员和制造业人员。

图7: 美国非农平均时薪同比与环比, %

0 % 美国, 私人非农企业生产和非管理人员, 平均时薪, 环比, 季调

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\\_42682](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42682)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn