

周度经济观察

——海外波动加剧，国内影响几何？

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 6 月 14 日

内容提要

下半年美国通胀仍然处于较高水平，短期经济和市场的走弱难以改变美联储遏制通胀的决心，美联储 6-9 月连续三次 50BP 加息的概率较大，伴随缩表的推进，未来全球资产价格将经历高波动的过程。

近期美股的下跌正在对我国股市形成冲击，前期国内股市超跌反弹的趋势可能开始休整，市场调整的幅度主要与美股的走向有关，这一过程仍需观察。

考虑到房地产领域减速的压力犹存、清零政策下消费倾向的温和回升、以及基建前高后低的表现，我们倾向于认为下半年经济增长的中枢可能处于偏低的水平，货币政策层面的宽松或许值得期待。

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

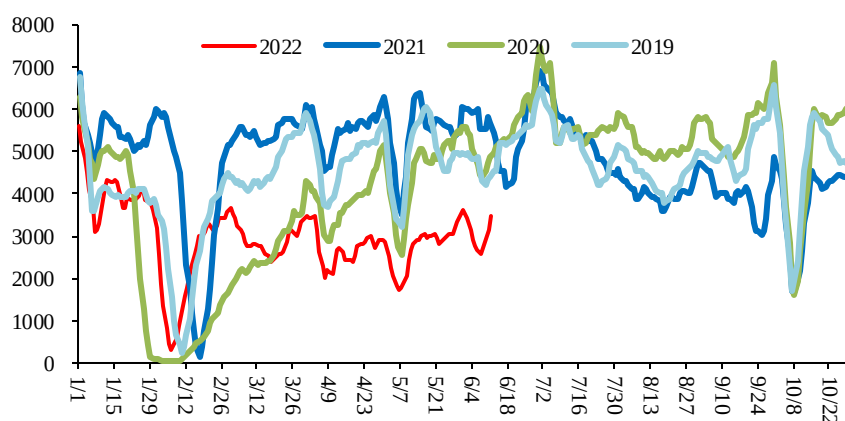
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

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

一、房地产市场的压力犹存

从 6 月以来的高频数据来看，随着疫情受控和复工复产的推进，居民购房的热度出现回暖，这一回暖复合季节性的特征，其持续性仍需观察。

图 1: 30 大中城市商品房成交套数 (7D, MMA)



数据来源: Wind, 安信证券

从恒大事件发生以来，居民对房地产企业能否如期交房的担忧上升，我们可以通过观察商品房市场现房和期房销售的差异，来理解这一担忧对商品房销售的影响。

在 2017 年至恒大事件前，由于高周转模式的驱动，期房销售增速显著高于现房。恒大事件后，居民开始产生对交房的担忧，进而使得现房的销售加速上行，最终导致现房销售的增速高于期房销售的增速。

由于期房销售仍然是当下的主流，现房销售占比不高，我们怀疑现房市场难以完全满足购房者从期房市场转移来的需求。换句话讲，居民部门对交房担忧的上升可能部分抑制了其购房活动的发生。因此针对房地产企业流动性的救助，既有助于缓解房地产开工、投资活动的下行压力，也可以改善商品房销售的局面。

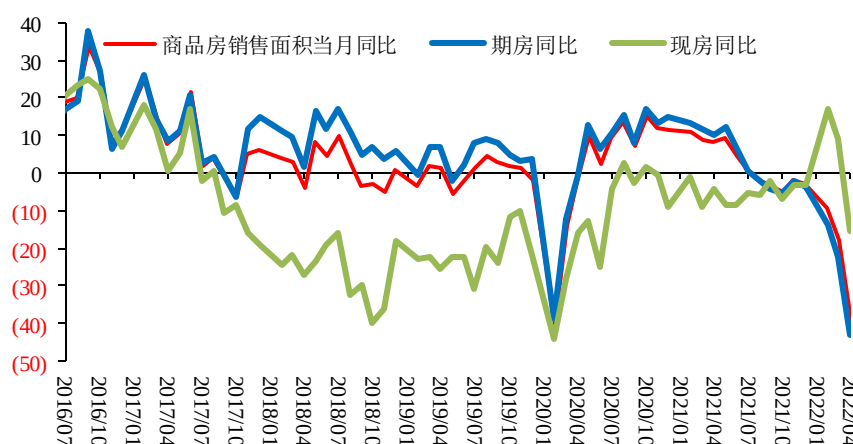
这一领域的政策进展值得密切留意。

从最新公布的中长期信贷数据来看，居民部门的购房需求仍然较弱，居民部门更多存款更少贷款，甚至提前还款的行为，表明居民部门对未来的收入预期、以及房价上涨的预期可能在弱化，这也使得终端需求刺激政策的效果弱于以往，房地产市场的企稳需要更长时间。

5 月的贸易、金融和通胀数据反映出，伴随疫情形势的好转，经济的供应端在加速恢复，需求层面也在经历弱复苏的过程，这一过程有望在 6 月份延续，并在经济数据上广泛显现出来，这种压制后的恢复在 2020 年下半年也发生过。

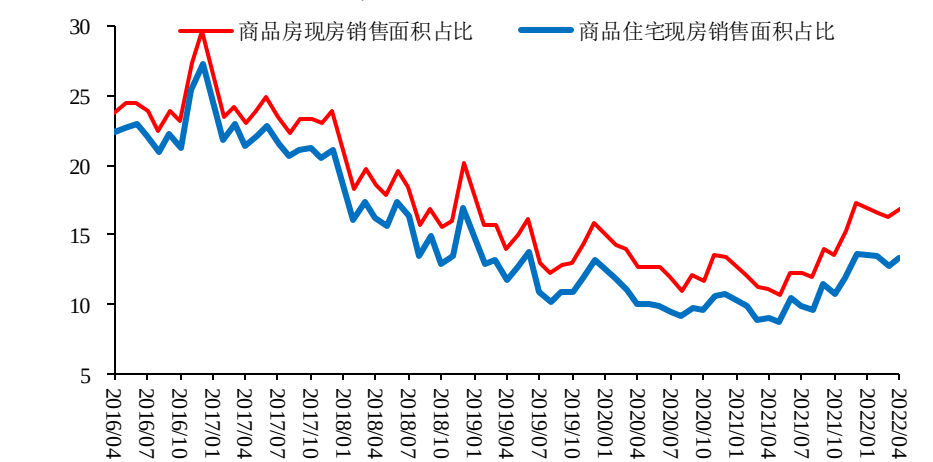
接下来相对重要的问题是，下半年经济增长的中枢将达到怎样的水平，这一水平下政策的发力点将在哪些领域？考虑到房地产领域减速的压力仍然存在、清零政策下消费倾向的温和回升、基建投资达到的高度受制于地方卖地收入下滑以及隐性债务控制，我们倾向于认为下半年经济增长的中枢可能处于偏低的水平，货币政策层面的宽松或许值得期待。

图2：商品房分类型销售面积当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

图3：现房销售面积当月占比，%



数据来源：Wind，安信证券

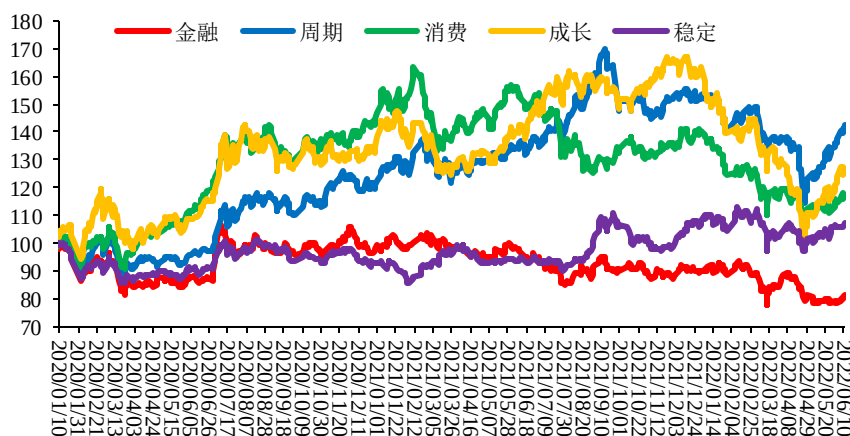
二、外部环境冲击国内市场

本周以来受美国通胀超预期的影响，美股大幅下跌，并对全球权益市场形成冲击，我国股票市场也出现下行。

就国内的情况而言，尽管经济总体表现的偏弱，但市场已经通过前期的估值下沉对盈利层面的情况充分吸收。信贷环境的改善、疫情形势的好转对市场形成积极影响。

因此本周以来国内市场的调整更多是受到美股下跌的影响，前期国内股市超跌反弹的趋势可能开始休整，市场调整的幅度主要与美股的走向有关，这一过程仍需观察。

图4: 各风格指数



数据来源: Wind, 安信证券

以 2020 年 1 月 2 日为 100

年初以来我国债券市场收益率总体中枢震荡，而海外主要经济体债券市场收益率均出现大幅抬升，这一抬升主要反映了美联储货币政策收紧通过资金流动对其他经济体资产价格的影响。

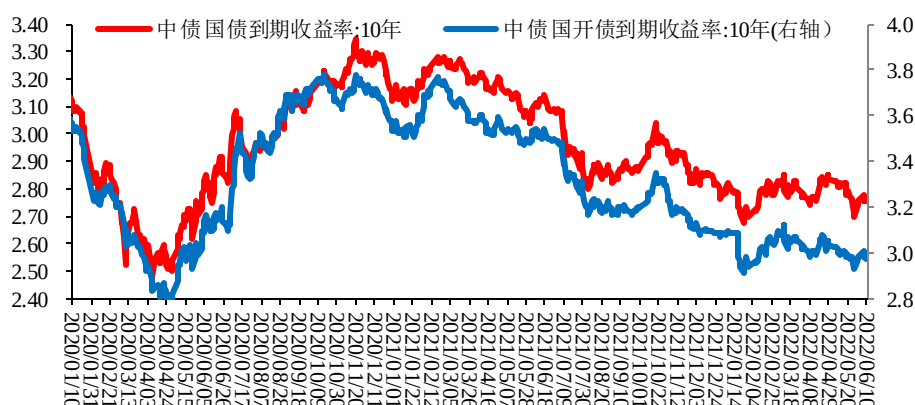
美国通胀的持续抬升和快速的加息推动美国国债收益率大幅上行，与此同时欧元区债券市场收益率也出现明显抬升，本地区通胀的上行和外资的流出是导致欧元区债券收益率上行的原因。

对日本而言，其本身通胀压力温和，货币政策维持宽松，也是因为这样的原因，日元贬值压力极大，而本国的通胀和政策环境难以解释如此大幅的日本国债收益率上行，这一上行主要反映了外资流出的影响。

回头来看，今年 3 月份外资从我国债券市场大幅流出，这背后既有美联储加息，也有俄乌战争引发的外资抛售人民币资产的影响，随后从 5 月以来这一流出趋于缓和，我们倾向于认为下半年海外市场的波动难以对我国债券市场形成趋势影响。

总体而言，下半年我国经济总体的表现偏弱，货币政策宽松的环境有望维持，信用扩张的过程缓慢，这些力量将共同导致我国债券市场收益率易下难上。

图5：10年期国债和国开债



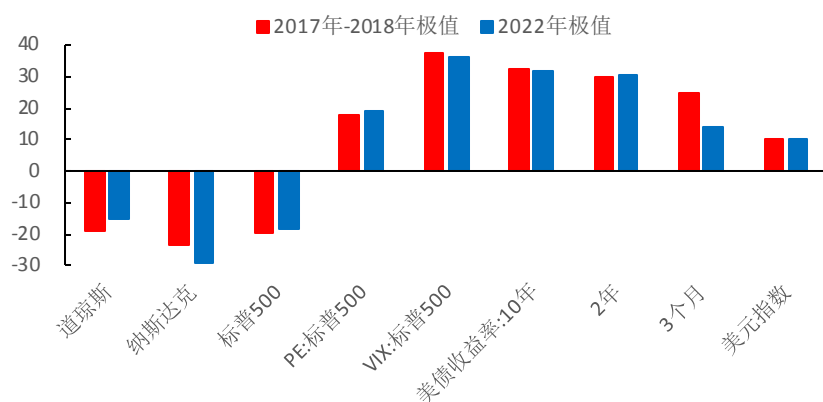
数据来源：Wind，安信证券

三、美国市场将继续吸收通胀与加息的压力

在上周五美国公布通胀数据后的两个交易日里，道指和纳指分别大幅下跌 5.5% 和 8.2%，10 年期美债收益率快速上行至 3.4%，美元指数突破 105，同期欧洲主要市场的股指、国债价格以及欧元汇率也大幅走弱。

从去年底美联储放弃“通胀暂时论”、加快货币政策紧缩节奏以来，美国市场大类资产的调整幅度已基本接近历史可比时期（如 80 年代“沃尔克冲击”、2018 年“加息+缩表”）。但即使经过近半年的持续调整，不断更新对通胀的认识，市场似乎依然低估了通胀的持续性。

图6：今年以来市场调整幅度与2018年相比



数据来源：Wind，安信证券

因此上周五美国资产价格的大幅调整表明，当前美国市场对通胀和加息的吸收可能仍然不够充分，并且结合道指以及长端债券收益率的表现来看，市场对经济衰退前景的定价也未有明显体现。

而如果连美国市场自身对通胀、加息以及经济衰退还有待进一步定价的话，其他外围市场对这些负面因素可能仍有吸收的空间。

往后看，加息对需求的抑制以及通胀的缓解程度，在三季度可能并不明显，其原因主要在于：（1）促使本轮美国通胀广谱上行的重要作用机制是劳动者涨薪与企业涨价的互动，打破这一互动至少需要看到工资增速的明显放缓以及失业率

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_42946

