

周度经济观察

——流动性环境波动，债市小幅逆风

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 7 月 5 日

内容提要

随着疫情形势的好转，经济的供需两端双双恢复，进而推动经济增速稳步回升，这一过程有望在 7 月延续。

近期央行在公开市场的缩量操作与 2021 年 1 月类似，流动性环境面临逐步回归正常化的可能。

不过从经济恢复的情况来看，当前经济的表现弱于 2020 年、以及 2021 年初，银行间市场利率出现剧烈抬升的概率较低，债券市场收益率总体上行的空间可能有限。

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、经济活动延续恢复

6月中采制造业PMI为50.2，较上月回升0.6个百分点，反映出随着疫情受控，经济活动逐步恢复。

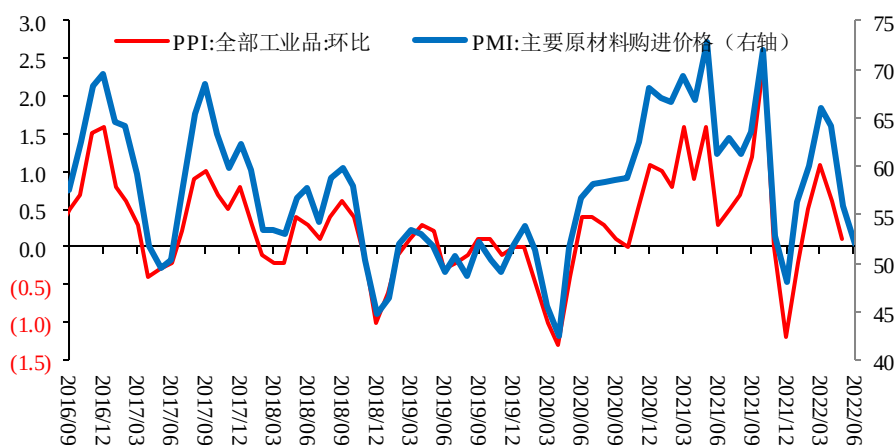
分项来看，生产、新订单、新出口订单和在手订单出现全面回升。此外，供货商配送时间指数为51.3，较上月大幅提升7.2个百分点，显示物流状况显著改善。由于供货商配送时间指数是逆指数，这一指标的回升反而对PMI整体有拖累，因此实际经济活动恢复的情况可能更强。

与此同时，服务业PMI大幅回升7.2个百分点，同样体现了消费活动出现改善。建筑业PMI为56.6，较上月上升4.2个百分点，表明房地产市场也在逐步回暖。

价格层面，原材料购进价格分项为52，较上月大幅回落3.8个百分点，与大宗商品价格回落的趋势一致，6月PPI同比延续下行趋势。

总体而言，6月PMI的抬升是疫情冲击缓解、供需恢复推动经济活动回暖的结果，这一力量有望在7月延续。

图1：PMI原材料购进价格和PPI环比，%



数据来源：Wind，安信证券；

近期 30 城商品房成交数据持续回暖。尽管这一数据的代表性存疑，但背后也在反映出前期金融条件宽松的效果正在显现，全国商品房销售的底部可能在形成的过程中。我们此前预计中国的房地产市场在步入长期的下行周期，而政策的强力干预加速了这一进程，今年 1-5 月销售面积累计同比为-23.6%，5 月份同比为-32%，如此深度的销售负增长在年内似乎难以维持，下半年商品房销售是否会缓慢回暖，值得密切留意。

对于房地产投资而言，当前民营房地产企业仍然面临流动性压力增加的问题，企业拿地、开工、投资的意愿较低。此外从历史的经验来看，房地产投资的反弹滞后于销售，因此房地产投资在下半年可能维持负增长，对经济形成主要拖累。

6 月 29 日国务院常务会议决定，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、或为专项债项目资本金搭桥。此举有助于解决基建项目资源来源的问题，在短期之内对冲地方政府卖地收入下滑的影响，进而推动三季度基建投资维持高位。不过在地方政府卖地收入下滑、隐性债务严控的背景下，四季度基建投资可能面临减速的压力。

总体而言，疫情形势的好转、基建的发力、房地产销售的回暖在推动经济持续复苏，这一过程有望在下半年维持，但经济恢复的力度和高度将弱于 2020 年。

二、流动性环境收敛，债市短期承压

上周以来市场持续反弹，交易量放大，成长风格表现更好，消费也开始回暖。

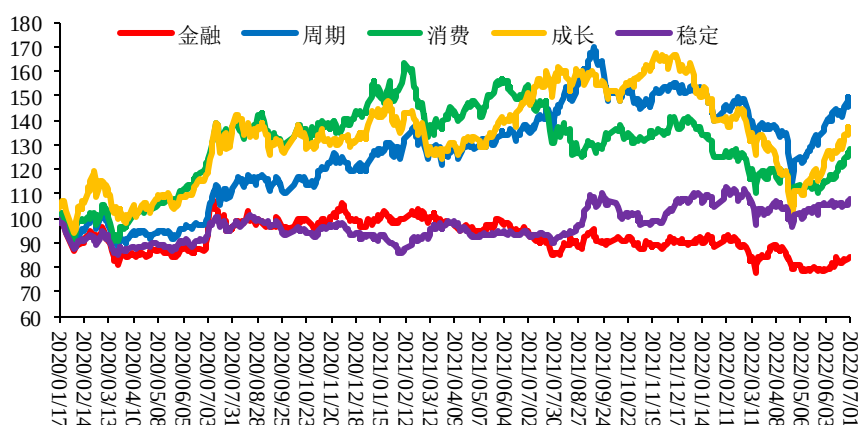
在经历完前期的估值下沉后，5 月开始流动性环境的宽松、疫情形势的好转均对权益市场形成边际支撑。

从微观的反馈来看，6 月以来商业银行信贷的投放出现加速，这种信贷供应的扩张往往会对权益市场形成积极影响，尤其是对流动性敏感的成长板块。

站在中期来看，消费活动的恢复有望延续。尽管下半年国内的疫情管控政策维持偏严，但居民消费倾向的中枢抬升概率较高，在收入水平相对稳定的背景下，消费倾向的抬升有助于推动消费活动温和复苏。而如果疫情管控政策出现方向性调整，那么消费活动恢复的节奏有望加速。

因此，在信贷投放积极、经济活动恢复的影响下，权益市场的上涨过程尚未结束，消费板块中期之内盈利的恢复值得关注。

图2：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 1 月 2 日为 100

本周一，央行在公开市场进行了 30 亿逆回购的操作，这一水平低于过去三个月 100 亿左右操作的规模，引发市场对流动性环境收紧的担忧，进而导致债券市场收益率出现调整。

回头来看，2021 年 1 月央行也通过此举来向市场传递收紧的信号，最终带来银行间资金利率的剧烈抬升，以及债券市场收益率的上行。

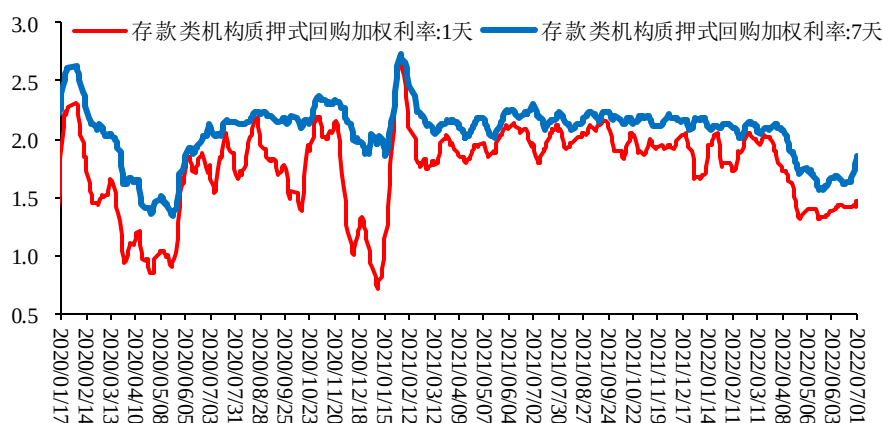
本次央行在公开市场的操作可能与诸多因素有关，比如 6 月信贷的大量投放、以及提醒市场注意杠杆风险。

不过从经济恢复的情况来看，当前经济的表现弱于 2020 年、以及 2021 年初，因此银行间市场流动性重现 2020 年 5 月下旬以及 2021 年 1 月中旬场景的概率较低。

合并而言，信用的扩张、经济的复苏、以及流动性环境的边际收紧可能对债券市场形成不利影响。

但从过去两年的经验来看，在经济总体表现偏弱、各主体投资回报率较低的背景下，相应的利率水平也将受到压制，同时叠加政策对房地产和城投平台资金流向的限制，利率总体上行空间可能较为有限。

图3: DR001 和 DR007, %



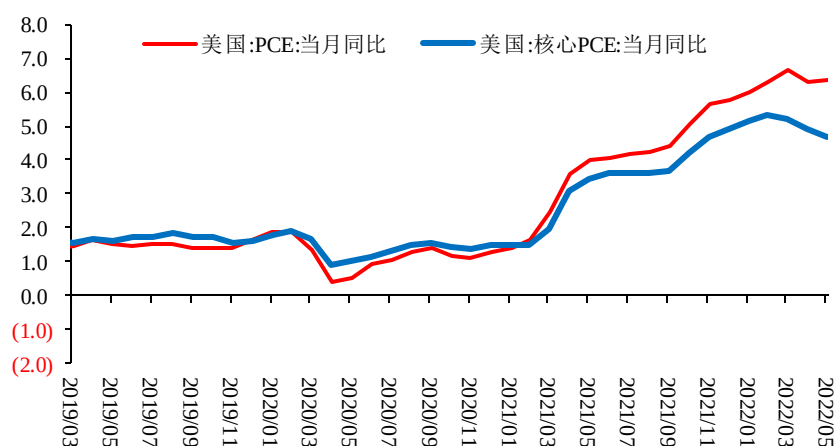
数据来源：Wind，安信证券

三、警惕美国通胀预期“脱锚”的风险

美国 5 月 PCE 物价数据整体居于近 40 年来历史高位，但由于其与前期公布的 5 月 CPI 数据走势相近，市场反应相对平稳。

美联储所青睐的衡量通胀水平的主要指标之一——剔除食品和能源分项后的5月核心PCE同比4.7%，较上月下滑0.2个百分点，为今年2月（5.3%）以来连续3个月走弱，但环比依然维持在0.3%以上；5月PCE同比6.35%（前值6.3%），环比0.6%（前值0.3%），主要反映出原油、粮食等价格上行压力。

图4：美国PCE和核心PCE物价指数同比，%



数据来源：WIND，安信证券

从不变价的个人消费支出金额来看，5月环比-0.4%，较上月下滑0.7个百分点，为今年以来首次转负，主要受到商品消费的拖累。

分品类看，结构上依然体现出疫情好转之后、服务消费对货物消费的替代效应。耐用品支出环比从1.5%大幅降至-3.5%，除了涨价对需求存在抑制作用以外，

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_43551

