

预期未必照进现实

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：王丰

研究助理：马骏

相关报告

- 1 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻
- 2 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点
- 3 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？
- 4 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望
- 5 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？
- 6 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？
- 7 宏观专题 20220419：食品价格上涨还会加速么？——物价系列报告之一
- 8 宏观专题 20220502：关于缩表，需要担心什么？
- 9 宏观专题 20220517：特别国债会如何安排？
- 10 宏观专题 20220526：疫情后居民财富有何变化？
- 11 宏观专题 20220608：加征关税取消，美国通胀能回落多少？
- 12 宏观专题 20220623：居民拒绝债务，是插曲还是序幕？
- 13 宏观专题 20220705：美国通胀还会上行么？

投资要点

- **宏观交流与思考：预期未必照进现实**
- **预期转变信心不足。**上半年全球局势风云变幻，而主导我国经济增长的因素毫无疑问仍是疫情。如果说这轮疫情和此前的疫情带来的冲击有什么不同，可能并非体现在实际的经济数据变化上，而更多地是疫情持续给人们预期带来的改变。比如各类信心指数屡创新低。
- **周期转向结构问题。**疫情到底属于周期性问题还是结构性问题？事实上，两者的界限并不十分清晰，所谓的结构性问题，放在更广的时间尺度上来看，其实无非就是长周期问题。而本轮疫情之所以特殊，是因为人们对于疫情的看法，已逐渐由武汉疫情时期的周期性问题向结构性问题在转变。
- **预期并不影响现实。**但预期毕竟只是预期，疫情对经济影响的性质，其决定要素还是取决于疫情本身。虽然预期存在着自我实现的机制，但那只适用于预期可以改变最终结果的案例之中，而疫情变化显然并不随着人们的预期而改变。一旦疫情明显减弱，预期就会得到扭转，断裂甚至倒转的经济循环又会重新恢复。这方面的例子我们已经屡见不鲜。
- **防控措施更富弹性，经济或可适度乐观。**即便疫情的压力并未消散，但是防控措施更为弹性、精准也会缓和疫情对经济造成的冲击，而近期这一积极变化业已显现。如防控方案的改进和行程码的调整，这些举措无疑进一步便利了人员往来。疫情以来交通流量的变化尤为重要，如果疫情导致的流量约束能够减缓乃至解除，则我们认为，对经济恢复的速度可以更加乐观，悲观预期并不会完全体现在我国经济现实之中。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内疫情出现反弹，多国迎来新一波新冠疫情。**截至7月7日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超400例和23万例。除我国港澳台地区外，现存**479个**中高风险地区。**多国迎来新一波新冠疫情。**全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约569万，相较前一周上升**14.4%**。**多数经济体新增死亡下降。**国内已发现**BA.5**变异毒株确诊病例。近日，西安、北京两地相继公布疫情测序结果为奥密克戎BA.5分支。这也是两地在本土疫情中首次发现这一新的奥密克戎变异株。**多国计划收紧防疫政策。各国扩大加强疫苗接种范围。**澳大利亚将为**50岁及以上人群**提供新冠疫苗**第四针接种**。**猴痘疫情形势严峻。**截至7月6日，全球猴痘病例累计报告总数**7200**余例，较上周大幅上升**41.8%**。
- **海外：美国劳动参与率回落，欧央行或采取激进加息。**美联储官员否认经济衰退论。6月份联邦公开市场委员会货币政策会议纪要显示，美联储多数官员认为，增长风险偏向下行，7月FOMC会议上将加息**50个基点或75个基点**，预计**第二季度经济增长将反弹**。欧央行或采取激进加息。欧洲央行6月货币政策会议纪要强调，不应将加息的“渐进主义”指导原则僵化地理解成“缓慢且小幅上调利率”。**多国修改税收措施以抗击通胀。**美国新增非农就业放缓。失业率保持不变，劳动参与率回落。非农时薪同

比下降、环比持平。运输仓储业时薪跌幅较大。加息预期再度回升。

- **物价：农产品批发价格持续上行，国际油价明显回落。**本周农业部农产品批发价格指数继续上行，羊肉、牛肉、鸡蛋和水果平均价格环比均下行，蔬菜平均价格环比继续回升。国际油价、国内螺纹钢均价均回落。
- **流动性：票据利率明显回落，人民币继续贬值。**本周 DR001 周度均值环比下行 23.8bp，R001 周度均值环比下行 44.9bp，DR007 周度均值环比下行 42.5bp，R007 周度均值环比下行 66.1bp；3 个月期 Shibor 利率周度均值环比下行 0.3bp，3 个月存单发行利率周度均值环比下行 20.5bp，票据利率明显回落。本周央行公开市场共进行了 150 亿元逆回购，同时累计有 4000 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场操作净投放-3850 亿元。下周央行公开市场共有 150 亿元逆回购到期。本周美元指数均值继续回升，人民币继续贬值。
- **大类资产表现：A 股暂时回调，国债收益率继续回升。**本周国内股票涨幅前三的行业分别为农林牧渔、公用事业和电力设备。本周 10 年期国债收益率周度均值环比上行 0.3bp，10 年期国开债收益率周度均值环比上行 3.0bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 宏观交流思考：预期未必照进现实	- 6 -
2. 疫情：国内疫情出现反弹，多国迎来新一波新冠疫情	- 7 -
3. 海外：美国劳动参与率回落，欧央行或采取激进加息	- 11 -
4. 物价：农产品批发价格持续上行，国际油价明显回落	- 14 -
5. 流动性：票据利率明显回落，人民币继续贬值	- 16 -
6. 大类资产表现：A 股暂时回调，国债收益率继续回升	- 18 -

图表目录

图表 1: 消费者和收入信心 (%)	- 6 -
图表 2: 近期疫情防控相关措施的变化	- 7 -
图表 3: 中国大陆及港澳台地区每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 4: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 5: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 6: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 7: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 10 -
图表 8: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 10 -
图表 9: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 10: 各经济体每日新增确诊猴痘病例数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 11: 美国各行业非农新增就业人数 (千人)	- 12 -
图表 12: 美国劳动力市场失业率和劳动参与率 (%)	- 12 -
图表 13: 非农就业平均时薪同比和环比增长 (%)	- 13 -
图表 14: 各行业平均时薪同比增长 (%)	- 13 -
图表 15: 市场预期美联储 6、7、9、12 月加息次数 (次)	- 14 -
图表 16: 农产品批发价格 200 指数	- 14 -
图表 17: 食用农产品价格指数	- 14 -
图表 18: 猪肉平均批发价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 19: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 20: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 15 -
图表 21: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 16 -
图表 22: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 16 -
图表 23: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 16 -
图表 24: R001 和 DR001 利率 (%)	- 17 -
图表 25: R007 和 DR007 利率 (%)	- 17 -
图表 26: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 17 -
图表 27: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 17 -
图表 28: 央行公开市场操作 (亿元)	- 18 -
图表 29: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 18 -
图表 30: 美元指数	- 18 -
图表 31: 全球主要股指表现 (%)	- 19 -
图表 32: 申万行业表现 (%)	- 19 -
图表 33: 国外主要商品期货表现 (%)	- 20 -

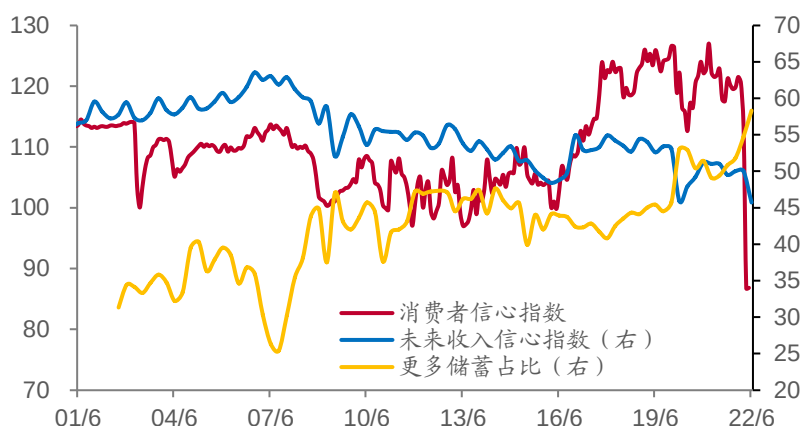
图表 34: 国内主要商品期货表现 (%)	- 20 -
图表 35: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 21 -
图表 36: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 21 -

1. 宏观交流思考：预期未必照进现实

疫情主导经济增长。回顾上半年全球局势可谓是风云变幻，俄乌冲突的加剧使得欧洲战火重燃，英国首相的辞任、依然活跃政坛的日本前首相遇刺身亡，都为政治前景增添了扑朔迷离之感。大洋彼岸美联储决意开启货币收紧周期，加息缩表纷至沓来，也对全球各类资产价格带来显著冲击。不过，今年以来我国经济增长的主导因素毫无疑问仍是疫情。年初较为稳定的疫情局面使得经济创下开门红。但随后 Omicron 变异毒株在我国本土的蔓延，特别是部分重点城市的封控措施，扭转了经济增长的向好态势，冲击程度甚至向最初武汉疫情时期接近。而在疫情逐渐得到遏制，稳增长举措频频发力的背景下，经济也在冲击过后再度开启了修复进程。

预期转变信心不足。如果说这轮疫情和此前的疫情带来的冲击有什么不同，可能并非体现在实际的经济数据变化上，而更多地是疫情持续给人们预期带来的改变。从消费者信心指数来看，今年 4 月和 5 月已经降至 90 以下，而在武汉疫情时期，这一指数最低也在 115 以上。从央行城镇储户问卷调查来看，今年二季度人们对于未来收入的信心指数录得 45.7%，也已经小于武汉疫情时期所创下的低点，与之相伴随的是，人们的预防性储蓄意愿明显上升，选择更多储蓄的城镇储户比例创有数据统计以来的新高。

图表 1：消费者和收入信心 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

周期转向结构问题。事实上，当前困扰经济增长的诸多问题，要注意区分周期性和结构性问题，有些甚至是两者的交织，界限并不十分清晰。所谓的结构性问题，放在更广的时间尺度上来看，其实无非就是长周期问题。而本轮疫情之所以特殊，是因为人们对于疫情的看法，已逐渐由武汉疫情时期的周期性问题向结构性问题在转变。

预期并不影响现实。但预期毕竟只是预期，疫情对经济影响的性质，其决定要素还是取决于疫情本身。虽然预期存在着自我实现的机制，但那只适用于预期可以改变最终结果的案例之中，而疫情变化显然并不随着人们的预期而改变。一旦疫情明显减弱，预期就会得到扭转，断裂甚至倒转的经济循环又会重新恢复。这方面的例子我们已经屡见不鲜，比如在去年二季度，疫情态势相对缓和的时期，清明、五一和端午三个假期国内旅游人次都已经恢

复到和疫情前相当的水平，再比如今年三季度目前疫情相比于二季度也有好转，全国影院营业率又迅速恢复到八成左右。

防控措施更富弹性。即便疫情的压力并未消散，但是防控措施更为弹性、精准也会缓和疫情对经济造成的冲击，而近期这一积极变化业已显现。根据公布的《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，相比于前版优化调整了风险人员的隔离管理期限和方式，而工信部也发布公告将“通信行程卡”查询结果的覆盖时间范围由“14天”调整为“7天”，并且不再进行星号的标注。这些举措无疑进一步便利了人员往来。

图表 2：近期疫情防控相关措施的变化

入境人员与密接	“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”
密接的密接	“7天集中隔离医学观察”调整为“7天居家隔离医学观察”
行程卡	取消星号标记，覆盖时间范围由14天调整为7天

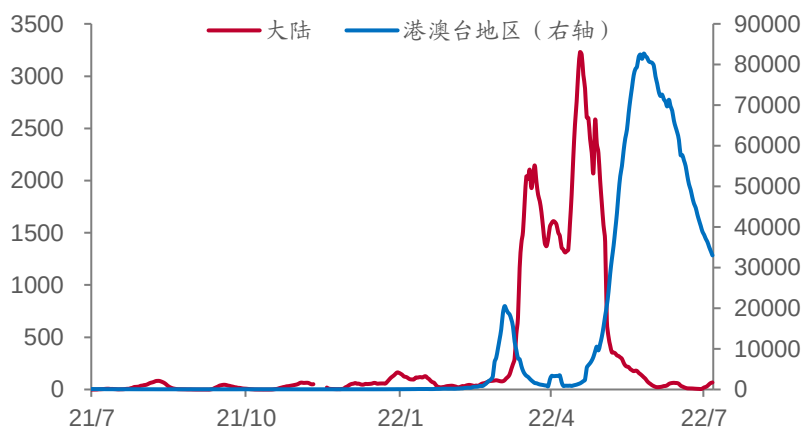
来源：《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，中泰证券研究所

经济或可适度乐观。疫情以来交通流量的变化尤为重要，作为人们生产生活正常化程度的反映，其与社零为代表的消费等经济指标走势尤为密切。6月一线城市拥堵指数同比增速降幅已有明显收窄，而从7月前9天的数据来看，同比增速由负转正，或意味着经济整体恢复态势尚较良好。随着部分措施的调整以及疫情的演变，如果疫情导致的流量约束能够减缓乃至解除，则认为，对经济恢复的速度可以更加乐观，悲观预期并不会完全体现在我国经济现实之中。

2. 疫情：国内疫情出现反弹，多国迎来新一波新冠疫情

国内疫情出现反弹。截至7月7日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超400例和23万例。除我国港澳台地区外，现存**479个中高风险地区**。**安徽泗县疫情**已隐匿传播一段时间，**传播力和隐匿性强**，10天累计新增1190例感染者。**陕西西安**4天时间累计新增29例感染者，西安市宣布从7月6日零点起，实施7天临时管控。除此之外，北京、上海、江苏、福建等地也出现了新一波的**社区传播疫情**。目前，全国约有9个省市出现本土散发疫情。武汉大学流行病学与卫生统计学教授**宇传华**表示，考虑到现阶段流行的奥密克戎变异株感染的潜伏期缩短，并参照国内外防控实践经验等情况，**缩短了入境隔离时间**。这并不是对疫情防控的放松，而是对**防控措施**做出了进一步更为科学、精准的优化。

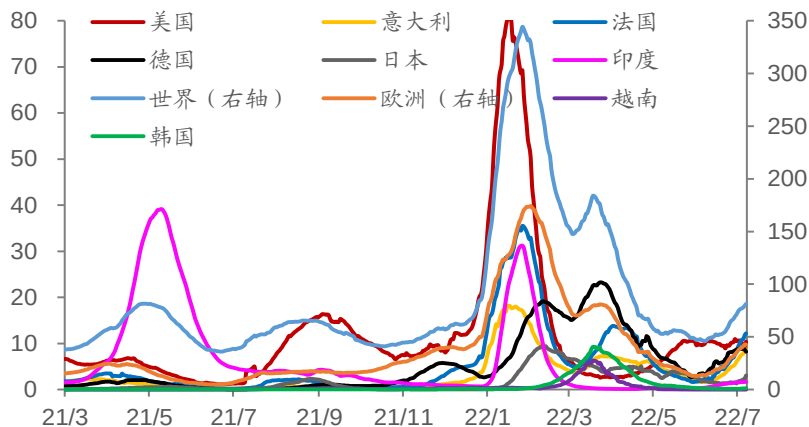
图表3：中国大陆及港澳台地区每日新增确诊（七日移动平均，例）



来源：WIND，中泰证券研究所

多国迎来新一波疫情。截至7月7日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约569万，相较前一周上升**14.4%**。欧洲本周新增约298万，较上周大幅上升**22.2%**，其中，意大利新增确诊数仍在上行，本周新增超60万例，较上周大幅上升**43.6%**。法国疫情有所反弹，本周新增超85万例，较上周大幅上升**46.1%**。美国稍有回落，本周新增约72万，较上周小幅下降**1.1%**。亚洲新增确诊明显反弹，日本本周新增21万，较上周大幅上升**132.2%**。韩国本周新增9万，较上周大幅上升**72.8%**。

图表4：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



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_43729

