

周度经济观察

——海外对通胀数据钝化，国内流动性维持宽松

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022年7月19日

内容提要

当前的断供风波与去年能耗双控政策的演进可能类似。当长期目标与短期现实出现分歧时，最终政策会做出务实快速的调整，未来政策落地的情况与居民端反应值得密切留意。

近期银行间市场利率水平重新回归至低位，市场对流动性收紧的担忧解除，债券市场短端和长端利率均出现回落。在通胀温和、经济弱复苏的背景下，流动性环境的宽松有望维持，债券市场处于有利的环境中。

美国6月的通胀数据公布后市场反应相对钝化，这可能表明市场对于通胀和加息的定价较为充分。如果这一趋势后续得到确认，这将有助于我国货币政策空间的进一步打开。

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、断供风波发酵，政策方向清晰

近期个别地区烂尾楼盘的断供风波发酵，引起市场关注。从 Github 的统计来看，停贷项目数量的增加在上周四后逐渐趋缓。与此同时，观察百度指数中关于“停贷”、“烂尾楼”、“期房”等词语的百度指数，也在上周四达到高点，随后持续回落。

图1：停贷项目数量，个

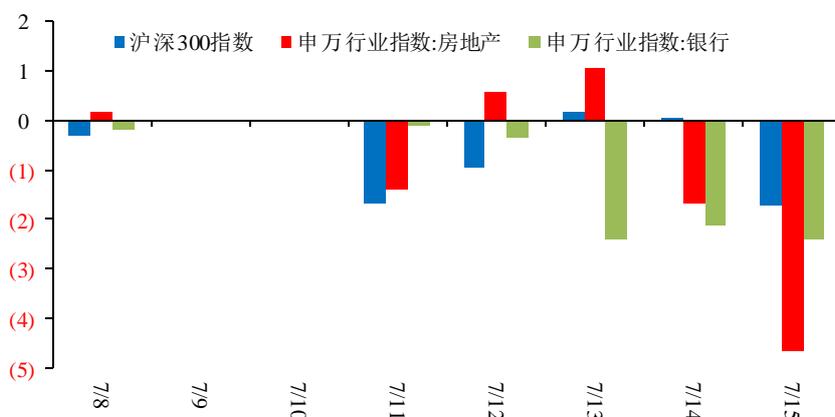


数据来源：Github，安信证券；

这一风波对权益市场产生了显著影响，尽管商业银行在此后的公告中披露按揭断供占比极低，但上周银行和房地产板块仍然显著跑输大盘。

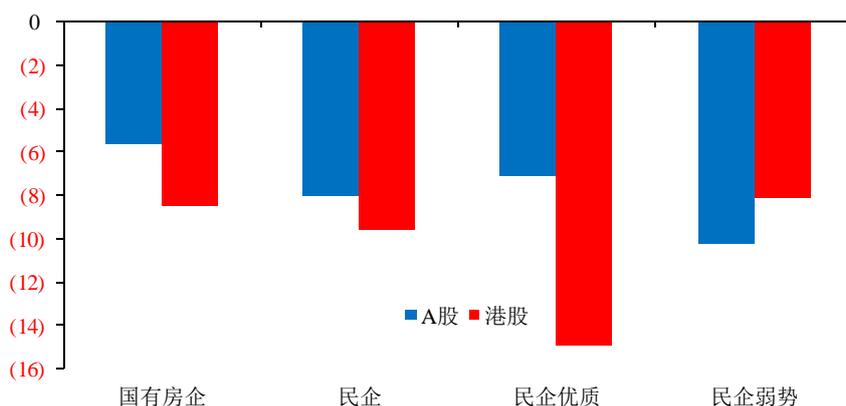
在港股市场，优质民企的跌幅最大，断供风波加剧了居民对民营房企的挤提，此外，银行的惜贷和地方政府对预售资金监管的强化，也对民营房企形成了冲击，市场在对这一前景进行定价。

图2: A股房地产、银行指数和沪深300指数, %



数据来源: Wind, 安信证券;

图3: 7.10-7.15细分房地产企业涨跌幅, %



数据来源: Wind, 安信证券;

注: 参考企业债券价格、经营模式, 将民企分为优质和弱势两类

断供本质上是房地产企业在流动性困境下, 作为债权人的购房者寻求自己资产得到保全的行为。相比于金融机构、建筑商和地方政府, 居民的反应更为滞后。居民部门这一行动的启动, 可能代表房地产行业流动性问题进入最后的阶段。

目前的断供风波, 可以类比于去年年中能耗双控政策带来的“拉闸限电”。当长期目标与短期情况出现分歧时, 最终政策都会做出务实的调整, 进而快速出台针对性措施。

我们倾向于认为“保交楼”这一涉及重大民生和社会稳定的问题将会得到妥善解决。回头来看，“保交楼”是去年恒大事件后处置房地产企业的核心原则，去年年底预售资金监管的收紧也是地方政府在这一要求下的政策应对。因此“保交楼”的政策方向清晰，最终政策的落地情况和居民端反映值得密切留意。

近期 30 城销售数据的回落引发市场的关注，但与此同时，14 城二手房的销售情况显著好转，已经接近 2018 年的同期水平，考虑到二手房的销售对疫情更加敏感，在疫情时有散发的背景下，当下的销售水平其实不低。二手房市场的成交触底回升可能表明调控政策放松在逐渐生效。

而对期房而言，市场当前担心其交付风险，如果最终政策能够在“保交楼”层面完全落地，全国房地产市场销售的触底回升在今年下半年有望出现，我们认为这一情形出现的概率不低。

不过考虑到房地产企业流动性问题仍需时间解决、地产投资表现滞后于销售，预计房地产投资最终的企稳反弹还需等待。

二、债券市场处于有利环境中

近期银行间市场利率水平重新回归至低位，市场对流动性收紧的担忧解除，债券市场短端和长端利率均出现回落。此前市场一度担忧信贷环境的改善会推升利率水平，但在超预期的 6 月信贷数据公布后收益率反而出现下行，显示债券市场已经对这一因素充分吸收。

从当前的情况来看，流动性环境的宽松对债券市场形成有力支撑，而流动性环境未来的变化取决于国内经济和通胀的走向。

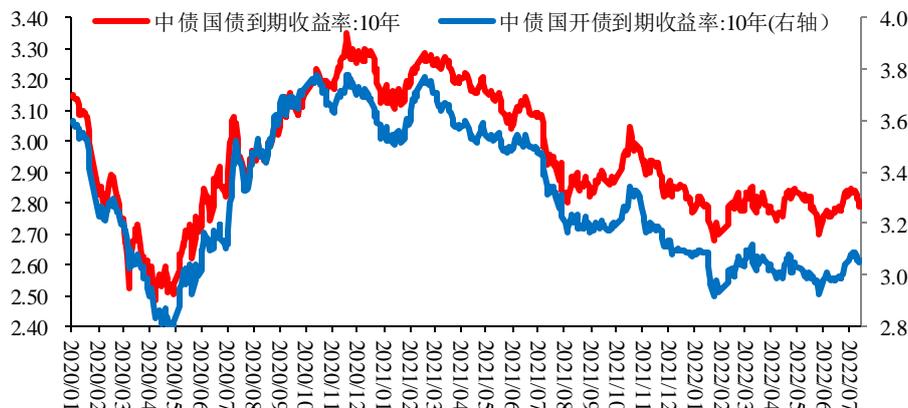
下半年通胀可能温和抬升，难以对货币政策形成实质制约。尽管当前生猪的供应偏紧，猪价上涨的过程有望延续，但猪价在CPI中的权重占比在2%以内，其波动对CPI整体的影响大大下降。此外，过去两年核心通胀表现偏弱，压制了国内CPI的表现，这主要与国内疫情政策的选择有关，这一形势下半年有望延续。因此，尽管9月国内CPI同比增速由于低基数的原因可能会突破3%，但这种通胀的格局对货币政策的宽松影响有限。

实际上当前流动性环境宽松的背景与2020年3-5月份类似，背后或许主要反映了政策在稳增长层面的决心。从这个角度来讲，未来经济恢复的力度与流动性水平密切相关。随着二季度经济数据的披露，未来经济恢复的进度也开始清晰。疫后供需恢复推动的经济复苏过程在下半年有望延续。在此过程中，出口的高位回落、房地产投资低位波动以及消费活动的弱复苏，将导致本轮经济恢复的斜率相比2020年更为平缓，4季度经济增长的中枢也更低，这也将使得流动性环境的宽松在更长时间里维持。

而且值得注意的是，年初以来美债收益率和美元指数的上行对人民币汇率带来贬值压力，对国内货币政策的进一步宽松也形成制约。未来一旦海外资本市场对美联储货币政策收紧的定价结束，美债收益率和美元指数见顶以后，人民币贬值的压力将减弱，这将对国内流动性环境的宽松带来有利条件，这一外部环境的趋势转折值得密切关注。

总体而言，在经济弱复苏的背景下，流动性环境的宽松有望维持，同时叠加政策对房地产和城投平台债务的控制，国内债券市场收益率易下难上，总体处于有利的环境中。

图4：10年国债和国开债收益率，%



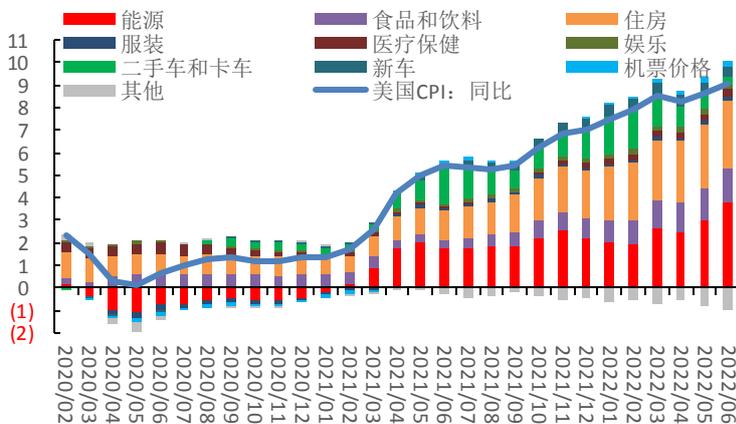
数据来源：Wind，安信证券

三、美国市场对通胀数据反应钝化

美国 6 月 CPI 季调同比 9%，较上月抬升 0.5 个百分点，为 1981 年 11 月以来历史新高。剔除能源和食品分项的核心 CPI 同比 5.9%，较上月下滑 0.1 个百分点，增速已连续 3 个月放缓。

其中，能源分项同比上涨 41.5%，为 1980 年 4 月以来的最大值，其对 CPI 同比的贡献率从 35% 进一步上行至 42%，食品和住房分项的贡献率则继续维持在 16% 和 33% 左右，二手车分项的贡献率自年初以来持续下滑，从 23% 的高点降至 3%。

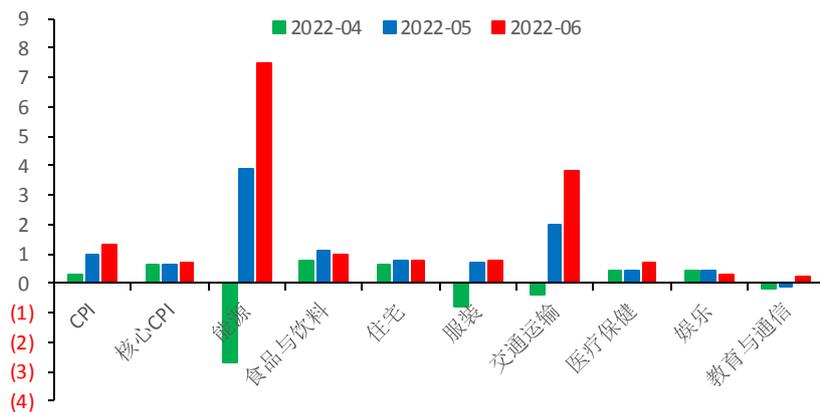
图5：美国 CPI 分项同比拉动率，%



数据来源：CEIC，安信证券

从环比来看，6月CPI环比1.3%，较上月抬升0.3个百分点，为疫情以来的最大值。核心CPI环比0.7%，较上月抬升0.1个百分点。除能源和食品以外，住房和医疗等服务分项的价格增长依然强劲，表明通胀仍处于“普涨”趋势之中。

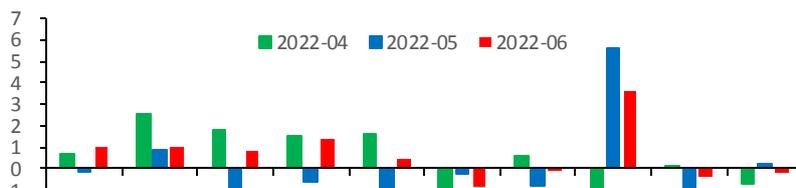
图6: 美国CPI分项环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

考虑到当前美国需求端数据表现仍然较强、去年7-9月CPI基数相对平稳等因素，目前还较难判定CPI同比已经见顶，未来一个季度通胀可能仍将处于高位。

图7: 美国零售销售分项环比, %



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_44115



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn