

周度经济观察

——实体部门资产负债表的调整延续

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 9 月 27 日

内容提要

在当前经济减速、政策预期偏弱的背景下，实体部门资产负债表的收缩在持续进行，这一收缩表现为实体部门减少消费、投资和借贷，增加储蓄；同时大幅增持安全类资产，而减配股票、房屋等风险资产。

实体部门资产负债表收缩过程的逆转与疫情管控政策、房地产政策的走向息息相关。尽管市场在反复预期这两个政策的方向性调整，但政策实际转向的时点仍然存在不确定性。因此从这个角度来看，权益市场短期仍然处于偏弱的状态中。

尽管美联储 9 月议息会议加息 75BP 符合市场预期，但其对今明两年年底的利率预测分别为 4.4%和 4.6%。这为本轮加息周期的高度和长度提供了更为鹰派的轮廓，进而使得美股和美债面临着继续调整的压力，而美元指数或将继续上行。

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

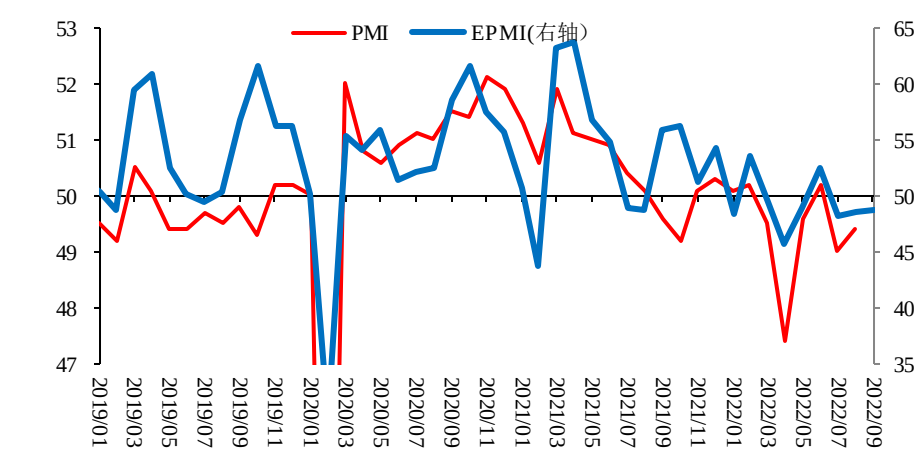
一、经济维持偏弱格局

9月中采制造业 EPMI 为 48.8，较上月回升 0.3 个百分点，连续两个月回升，但考虑到 EPMI 有较强的季节性特征，这一回升幅度相比历史水平并不算高。

分项来看，生产、产品订货、出口订货出现回升，进口、就业和库存出现回落，显示经济活动恢复可能仍然偏弱。

在经历了 7 月疫情和地产的冲击后，8 月和 9 月经济呈现出压制以后的反弹，这一反弹的持续性高度依赖于疫情形势的变化以及房地产行业的演化。

图1：战略性新兴产业 EPMI，%

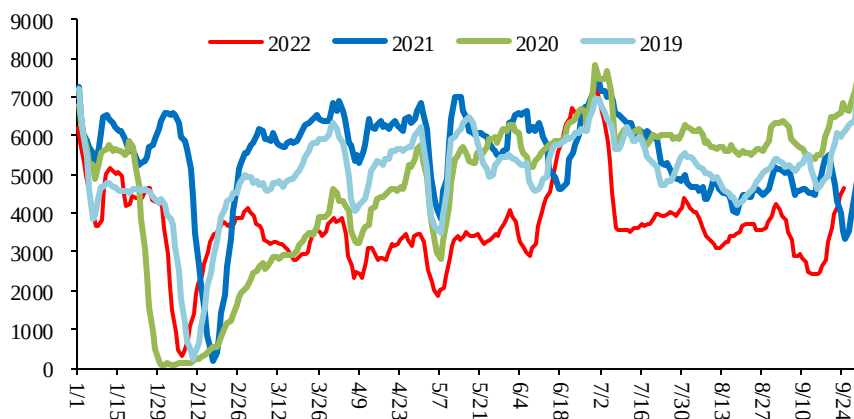


数据来源：Wind，安信证券

近期房地产高频销售数据经历了季节性的回升，但绝对水平仍然处于低位，接近去年同期水平。9 月以来，保交楼政策不断落地，终端需求政策的放松也在更多的城市推进。但考虑到当前居民部门对房价上涨和收入改善的预期在弱化，需求刺激政策的效果也在受到影响。而且伴随房地产企业大量现金流的流出，即便商品房销售出现边际改善，其对房地产行业流动性问题的解决可能作用有限。

因此合并来看，房地产行业仍然在经历流动性问题蔓延的过程，行业的趋势回暖需要较长时间。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA），套



数据来源：Wind，安信证券；

高频数据显示，9月以来国内新增病例中枢下行，但管控政策仍然维持偏严，10个主要城市的地铁客运量在低于8月的水平上波动，暗示疫情对经济活动的负面影响在延续。

除了房地产和疫情影响以外，8月以来经济层面最大的变化源于出口的下滑。9月上中旬国内集装箱吞吐量延续回落，和韩国9月前20日出口数据的回落一致。东亚经济体出口的普遍回落与全球经济的减速密切关联，当前欧洲和美国在快速加息的过程中，利率的抬升对宏观经济的冲击已经开始体现，预计这一影响在未来一个季度延续。

往后看，稳增长政策发力的方向将继续集中在基建和货币政策层面，出口的减速以及疫情的不确定性使得经济恢复的过程充满波折，而尤其值得关注的是房地产行业的变化，伴随流动性问题的蔓延发酵，民营房企面临的违约压力趋增，拿地和投资活动愈发谨慎，其对宏观经济和金融体系的影响较大。总体而言，实

体部门资产负债表的收缩看起来短期难以逆转，外部经济环境也开始出现恶化，经济复苏的前景存在不确定性。

二、债券市场收益率上行空间或有限

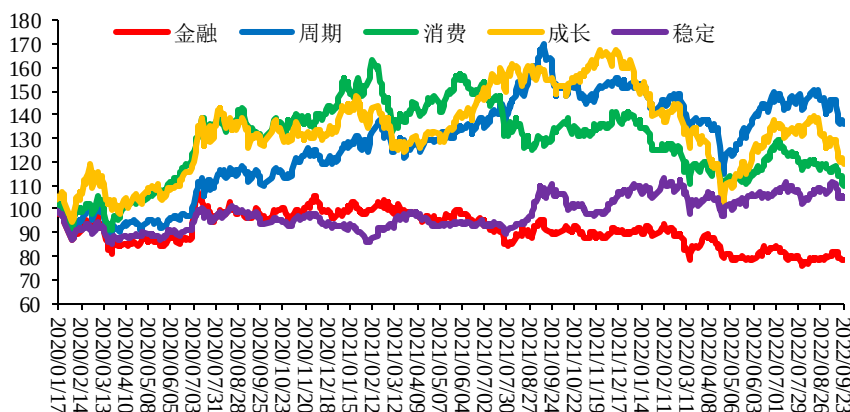
上周以来权益市场持续调整，成交量维持在偏低位置，消费和成长双双下跌，市场情绪较弱。

在当前经济减速、政策预期偏弱的背景下，实体部门资产负债表的收缩在持续进行，这一收缩表现为实体部门减少消费、投资和借贷，增加储蓄；同时大幅增持安全类资产、比如银行存款、货币基金和银行理财，而减配股票、房屋等风险资产。

实体部门资产负债表收缩过程的逆转与疫情管控政策、房地产政策的走向息息相关。尽管市场在反复预期这两个政策的方向性调整，但政策实际转向的时点仍然存在不确定性。

因此从这个角度来看，权益市场短期仍然处于偏弱的状态中，不过从过往的经验来看，在国内货币政策总体宽松的环境下，市场单边下跌的概率较低。

图3：各风格指数



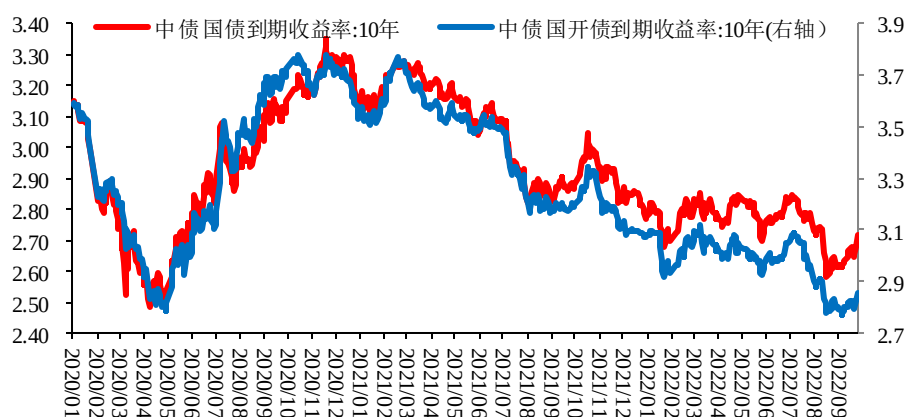
数据来源：Wind，安信证券；以2020年1月2日为100

上周资金利率进一步抬升，1 年期国债收益率和同业存单利率上行，10 年期国债利率同步走高，期限利差维持高位。

信用债市场上“资产荒”愈发突出，高等级信用利差被压缩至近几年低位，低等级与中高等级信用债的利差进一步走阔。

近期银行间流动性的边际收紧推动债券市场利率普遍上行，从最近两年的经验来看，在经济弱势、信用扩张不畅的背景下，资金面的波动带来的收益率上行往往幅度有限。因此我们倾向于认为本轮债券市场收益率下行的过程尚未结束，未来伴随流动性环境的进一步宽松，以及经济、政策信号的逐步确认，收益率中枢有望重新下移。

图4：10 年期国债和国开债



数据来源：Wind，安信证券

三、美联储 9 月 SEP 超预期

自美联储 9 月议息会议召开以来，美国市场大类资产价格出现明显调整：标普 500 跌至 3700 点下方，接近上半年大跌后的低点；2 年期和 10 年期美债收益率分别上行至 4.3%和 3.8%，超过 2018 年底的高点；美元指数突破 113，为近 20

年来高点；黄金价格跌破 1650 美元/盎司，为近两年来的低点。合并而言，资产价格的变动方向反映出此次议息会议的内容超出了市场预期。

但是超预期的原因并非来自于美联储继续维持 75BP 的大幅加息（联邦基金利率从 2.25%-2.5% 升至 3%-3.25%），事实上美国 8 月非农和通胀数据的强势表现，基本决定了美联储在 9 月选择加息 75BP，市场在本次议息会议召开前即已对这一预期吸收完毕，这在美债以及利率期货市场上表现得较为明显。

因此引发市场在议息会议召开后大幅调整的主因在于，此次公布的经济预测摘要（Summary of Economic Projections，以下简称 SEP）显示出美联储对今年底和明年底的政策利率预期分别为 4.4% 和 4.6%，这为本轮加息周期的高度和长度提供了更为鹰派的轮廓，主要反映出两点信息：

一是“前低后高”的组合表明美联储明年不会开始降息，进一步打消了市场对明年底开始降息的预期；二是美联储对利率的预期存在超调的风险，目前 4.4% 和 4.6% 的利率预期是建立在通胀读数 PCE 同比从当前的 6.3% 回落至年底的 5.4%、以及明年底 2.8% 的假设之上，而 SEP 的预测者们又普遍表示对通胀的预测存在低估的风险，并且今年以来前两次 SEP 预测的利率水平最终也低于实际的加息节奏，因此市场担忧未来实际的加息水平将在 4.4% 和 4.6% 的基础上进一步上调。

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_46508

