

周度经济观察

——政策调整，债市逆风

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 11 月 22 日

内容提要

上周以来债券市场剧烈波动。在地产和疫情管控政策出现调整的背景下，实体部门把资金从银行理财、存款等领域抽出，重新配置风险资产的过程，是导致债券市场利率上行的根本原因。而理财净值化、以及趋同交易放大了这一波动。

考虑到房地产政策针对性的纠偏，以及疫情管控政策的调整，尽管短期之内经济表现偏弱，但明年经济有望弱势复苏，由此推动的居民减配安全类资产增持风险资产的过程将缓慢开展，这将小幅推升债券市场收益率中枢。

近期美国工业生产、房地产、通胀和就业数据，显示美国经济进一步放缓的态势。伴随着美国经济周期和加息周期进入后半程，市场对经济下行甚至衰退的定价将趋于主导，这可能使得美债收益率和美元指数已经处于本轮周期的顶部区间。

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 联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

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

一、政策曙光初现，经济改善需时间

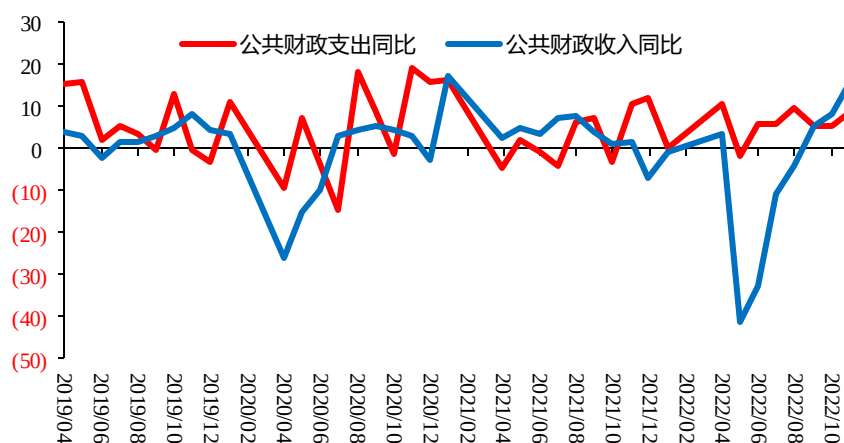
10 月公共财政收入当月同比增速为 15.7%，较 9 月上升 7.3 个百分点。非税收入的高速增长以及消费税的超季节性表现是推升财政收入的主要力量。

10 月公共财政支出当月同比增速为 8.7%，较 9 月上行 3.3 个百分点。其中健康费用同比增速偏高，表明疫情扩散背景下防控支出在增加。

观察政府性基金所代表的土地财政，10 月地方政府性基金收入同比-4.9%，较 9 月回升 17.6 个百分点。考虑到房地产市场仍然偏弱，9 月以来集中供地大部分地块以底价成交，这一卖地收入回暖的持续性或许不强。而地方政府性基金收入的下滑也对其支出活动形成拖累。

今年在疫情和地产的冲击下，地方政府收支面临持续收缩的压力，部分地区城投平台的违约风险也开始积累，因此疫情管控政策的调整、房地产政策的纠偏对缓解地方政府收支压力具有重要意义。

图1：公共财政收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年使用两年复合同比

尽管近期房地产市场仍然疲弱，但是政策正在持续出台。

11 月 21 日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，

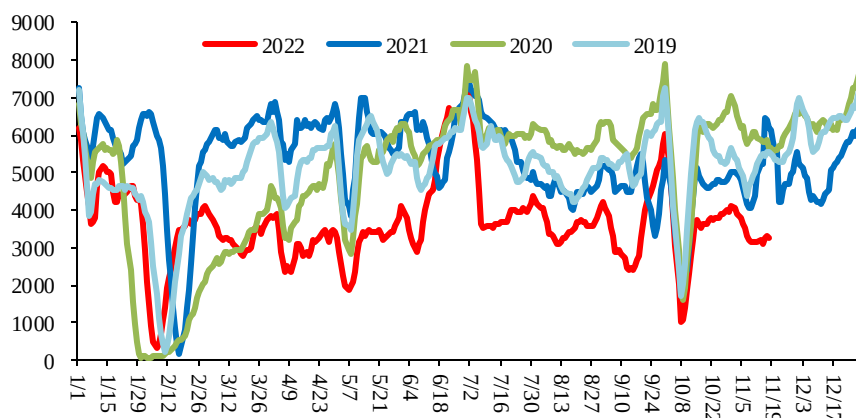
提及“保持房地产融资平稳有序，稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期。用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营企业发债融资”。

当下房地产市场救助的关键在于如何给企业注入流动性，阻断流动性问题的蔓延，避免企业无序出清。考虑到金融机构的顺周期性，以及房地产行业长期前景的变化，仅仅通过市场化力量或许难以实质解决这一问题。从近期的政策来看，监管当局对房地产行业问题的认知清晰，目前政策的落地以及后续政策的跟进对解决房地产行业问题影响积极。

从近期国内疫情管控和病例数量来看，经济在短期之内仍在受到疫情的冲击。尽管长期来看，最终管控政策放松带来的经济恢复可以预期，但从欧美、亚洲地区的经验来看，消费和服务业的恢复在此过程中存在较大波折，这为中国的经济恢复提供了借鉴。

因此合并来看，国内宏观经济的表现现在年底之前仍将偏弱，经济预期的改善到经济数据的确认需要较长时间。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

二、政策调整，债市逆风

疫情和地产政策出现调整后，市场经历了先涨后跌的过程，以房地产为代表的金融板块表现较强。

从疫情政策调整后的情况来看，由于新增确诊病例的激增，消费和服务业并未表现出报复性修复的特征。而且在这个过程中，居民恐慌情绪出现升温，政府在实际操作中面临不小挑战。这都使得市场参与者相信从管控政策的调整到最终经济生活完全恢复正常，需要经历政策操作层面的不断摸索、居民的逐步信任、以及医疗体系调整适应的过程。

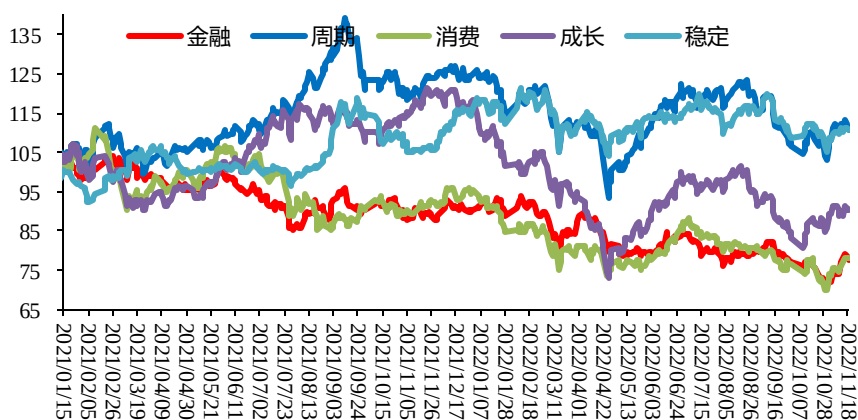
因此站在短期的维度，消费活动的恢复必然存在波折，相应的企业盈利也会表现偏弱。但从中期来看，疫情对居民收入和消费倾向的拖累终将结束，消费活动将从极端受压制的状态向正常水平靠拢，这也意味着今年 1% 左右的社会消费品零售增速，在明年会逐步抬升，相关企业盈利抬升的过程也将在波折中展开。

对于权益市场而言，当前进入政策落地的观察期，此前出台的地产政策能在多大程度上解决房地产行业面临的问题，疫情管控政策的调整在落地层面进展如

何，都是市场关注的重点。

往后看，我们倾向于认为政策转向的前景相对清晰，居民和企业部门资产负债表的重新扩张尽管缓慢但方向确定。受此影响，权益市场在中期之内仍在上行的趋势中。

图3：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以 2021 年 1 月 2 日为 100

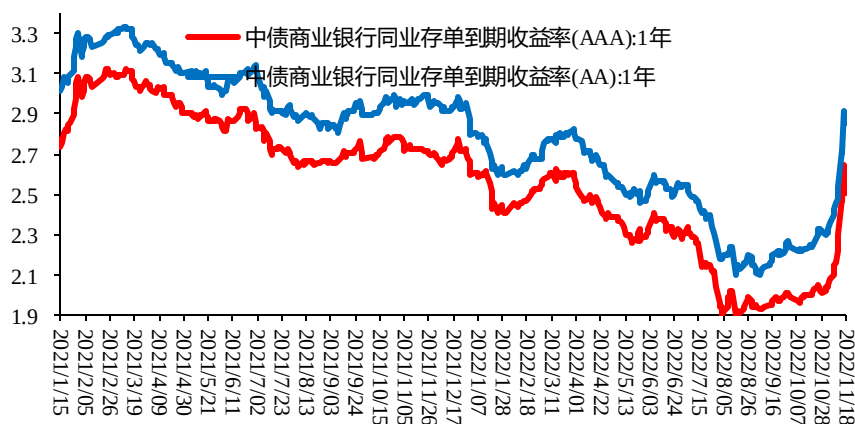
上周以来债券市场出现剧烈波动，短端利率上行幅度尤其明显。在地产和疫情管控政策出现调整的背景下，实体部门把资金从银行理财、银行存款等领域抽出，重新配置风险资产的过程，是导致债券市场利率上行的根本原因。而理财净值化、以及前期的趋同交易放大了这一波动。伴随央行流动性投放的增加，近期银行间市场利率高位回落，债券市场利率也出现止跌。

从 2016 年底、2020 年中债券市场收益率急速上行的经验来看，资金的松紧、杠杆率的高低更多影响收益率变动的幅度，而经济基本面的变化最终决定了收益率的中期走向。

从这个角度来看，考虑到房地产政策针对性的纠偏，以及疫情管控政策的调

整，尽管短期之内经济表现偏弱，但明年经济有望弱势复苏，由此推动的居民减配安全类资产增持风险资产的过程可能会延续，因此明年债券市场收益率中枢可能存在小幅上行压力。

图4：1年银行同业存单到期收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

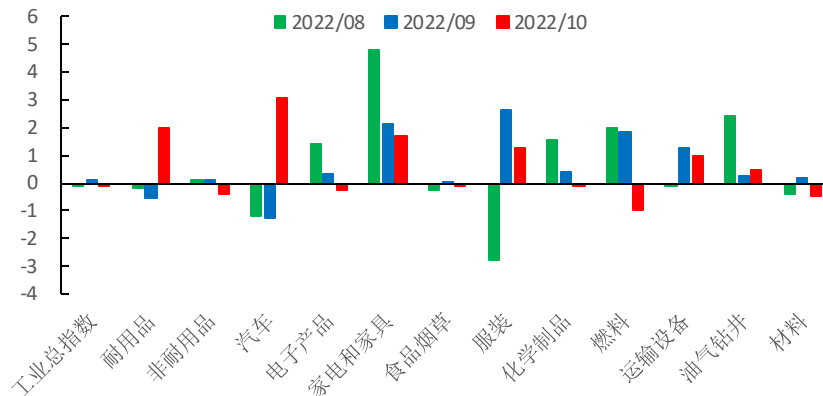
三、美国经济数据普遍走弱

美国 10 月工业生产指数同比 3.3%，较上月下滑 1.7 个百分点，为今年 2 月以来最低值；环比-0.1%，较上月下滑 0.2 个百分点，近 3 个月维持 0 左右的中枢水平，总体显示出工业生产的放缓，与同期制造业 PMI 的下行表现相一致。

分项来看，除汽车以外的品类普遍生产增速表现偏弱。耐用品环比从-0.6%大幅升至 2%，主要受益于汽车和家电家具生产的增长；非耐用品环比从 0.1%降至-0.4%。

考虑到美国工业产能利用率保持较高水平，供应链瓶颈处于持续缓解过程中，工业生产指数的下行更多源于美国内外部经济增长的趋势放缓。

图5：美国工业生产指数环比，%



数据来源：Wind，安信证券

美国 10 月零售销售环比 1.3%，较上月大幅上升 1.3 个百分点，扣除 CPI 环比的实际增长仍有 0.9%，显示出美国需求端在通胀高企和加息压力下的表现仍然偏强。

分项来看，餐饮、汽车、家具、建材等环比增速均回升超过 1 个百分点，而 10 月份油价的回暖则助推了加油站零售额环比从-3.7%升至 4.1%。

往后看，零售数据的回暖也许不具备持续性。过往耐用品消费脉冲式的增长存在透支的影响，加息抑制和薪资放缓的拖累仍未充分体现，新近 11 月的消费者信心指数再次降至近 4 个月的最低水平。尽管居民资产负债表的健康状况对零售

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_49106

