



当时钟再次回摆

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

报告摘要

过去一年宏观逻辑的演变。国内经济状况和美国加息进程是一年以来主导市场的两个最重要的逻辑。对于这两个问题的市场预期如同一个时钟，在过去一年中反复摇摆，主宰了市场的波动。2022年11月初和2023年2月初是这个时钟摆动的两个端点。我们认为2022年11月之前宏观主线是“内滞外胀”，2022年11月至2023年1月末是“东升西落”，2023年2月初之后为“内忧外胀”。而现在可能是钟摆方向转变的又一时点。

国内经济正在稳步复苏。从年初以来的政策风向和两会的一系列信息来看，今年中国经济应是重内生动力，轻外生刺激。以居民端复苏为代表的消费和房地产的走势将成为左右经济前景的关键。**我们对居民消费未来的复苏持相对乐观的态度。**我们认为居民消费的复苏不是一蹴而就的，而是沿着企业预期改善—>企业扩大融资、招聘—>居民就业增加—>居民收入增加、预期改善—>消费增加这样的链条来演绎的。消费复苏不会立竿见影，但如果经济景气度在沿着这一路径在演绎，我们认为就无需过于悲观。目前的数据来看，各类企业的预期正在持续改善，融资也不断超预期，企业招工和居民就业状况也在改善。这意味着未来居民的收入和预期也将有较强的改善契机。而且疫情三年以来，虽然居民收入和就业受到了不小的影响，但是居民资产负债表并未受到明显冲击。居民消费不易进入长期低迷的困境。**近期房地产市场也出现了改善的信号。**

海外流动性环境可能出现转折。我们认为硅谷银行事件对于美联储未来的行动会有较大的影响。虽然硅谷银行破产的案例本身具有一定特殊性，也不会直接导致较大的金融风险，但其释放出的信号意义已经十分强烈。我们认为硅谷银行事件是一个开端，反映出当前美国经济结构中的一些部分已经不再健康，未来预计会有更多风险逐步浮出水面。**美联储的加息预期可能会出现实质性转折，加息终点将大大降低，且美联储有很大可能提前进入降息周期。**

中国股市有望迎来新一轮上涨。硅谷银行事件目前尘埃未定，海外市场仍在恐慌情绪之中。我们认为未来可能的演绎路径有三种：

第一种情景，本轮风险冲击迅速缓解且未来不再发生，经济预期持续改善。美联储重心回到治理通胀。

第二种情景，本轮风险冲击较快缓解，短期内不会出现系统性金融危机，但未来其它风险仍会陆续爆发，经济预期逐步走弱。美联储逐步转向宽松。

第三种情景，本轮风险集中爆发，很快出现更大的银行倒闭，并引发系统性金融危机，全球市场崩溃，美联储紧急降息应对。

我们认为第二种情景的可能性最大。一方面，继硅谷银行破产之后，拥有 1104 亿美元资产的签名银行也被监管机构关闭，第一共和银行暂停资金电汇业务，还有众多银行处于挤兑风潮之中，表明美国金融系统中的风险并非个例。上世纪 80 年代的储贷危机和 2007-2008 年金融危机的经验都显示，在高利率的背景下，当金融风险开始浮出水面时，均意味着整个系统已经积累了大量风险，将会逐步体现。所以第一种情景的可能性较低。另一方面，金融风险显现的初期很难出现大规模集中爆发的情况。且硅谷银行和其它银行同时陷入困境并非同业风险外溢的结果，而是源于银行业的“信任危机”，不具备直接传导成大规模金融危机的基础。所以我们倾向于认为现阶段美国金融风险的暴露将会是渐进式的，而非集中爆发式的。

综合以上论述，我们认为未来一段时间内宏观逻辑有望切换至以下线索：

1. 美联储救助之下，美国金融风险带来的恐慌情绪在未来几天内缓解，而中国银行业相关风险敞口较小，具有相对优势。
2. 美联储加息预期下降，美元及美债收益率下行，对全球市场的流动性压力大大减轻。
3. 中国两会靴子落地，市场对于经济和政策的悲观预期有望逐步改善。

钟摆的方向再次向右，中国股市有望迎来新一轮的上涨。

风险提示：美国金融危机迅速爆发，中国经济政策不及预期。

目录

1. 过去一年宏观逻辑的演变.....	5
2. 国内经济正在稳步复苏.....	6
3. 海外流动性环境可能出现转折.....	7
4. 中国股市有望迎来新一轮上涨.....	8

图表目录

图表 1：过去一年中宏观层面的主要逻辑	5
图表 2：企业预期快速改善	6
图表 3：企业融资大幅增加	6
图表 4：居民财富在疫情中并未缩水	7
图表 5：商品房销售出现改善信号	7
图表 6：居民购房意愿有明显提升	7

1. 过去一年宏观逻辑的演变

国内经济状况和美国加息进程是一年以来主导市场的两个最重要的逻辑。对于这两个问题的市场预期如同一个时钟，在过去一年中反复摇摆，主宰了市场的波动。2022年11月初和2023年2月初是这个时钟摆动的两个端点。

我们认为2022年11月之前宏观主线是“内滞外胀”，时钟持续左摆。国内方面，疫情的不断反复使得经济预期持续走弱，而防疫政策转向的时点众说纷纭，企业盈利端的改善看不到希望。海外方面，美国通胀持续超预期上行，加息终点预期不断上调，对于全球资产估值造成沉重打击。

2022年11月出现了两个重要的变化。一是国内方面，防疫政策开始优化并迅速转向，且房地产政策出现实质性松动，大幅改善了未来的经济预期。二是海外方面，美国通胀数据开始超预期下行，且较多重要经济数据不断走弱，市场对于美联储加息的预期开始松动。时钟开始向右摆动。去年11月至今年1月末是盈利预期和估值持续改善的阶段，这一阶段的宏观主线可以概括为“东升西落”。

2023年2月初又出现了两个重要变化。一是国内方面，一二月份的数据“真空期”内市场开始对此前经济复苏的较高预期产生了担忧和质疑，尤其是5%左右的经济增长目标让市场对政策强刺激的期待落空，对于未来经济复苏不持续的悲观预期开始逐渐占据上风。二是海外方面，美欧年初以来一系列重要数据比如通胀、就业、服务业PMI指数和零售销售等数据纷纷超预期反弹，市场对于美联储加息终点的预期不断调升，美元和美债收益率大幅上行，对全球资产重新形成压制。时钟再度向左摆动。这一阶段的宏观逻辑可以概括为“内忧外胀”。

而我们认为现在或许是时钟再次回归向右摆动的重要机遇。

图表 1：过去一年中宏观层面的主要逻辑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 国内经济正在稳步复苏

从年初以来的政策风向和两会的一系列信息来看，今年中国经济应是重内生动力，轻外生刺激。以居民端复苏为代表的消费和房地产的走势将成为左右经济前景的关键。

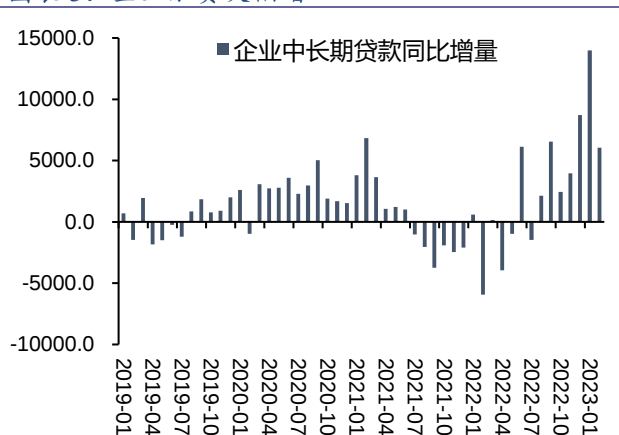
我们对居民消费未来的复苏持相对乐观的态度。我们认为居民消费的复苏不是一蹴而就的，而是沿着企业预期改善—>企业扩大融资、招聘—>居民就业增加—>居民收入增加、预期改善—>消费增加这样的链条来演绎的。消费复苏不会立竿见影，但如果经济景气度在沿着这一路径在演绎，我们认为就无需过于悲观。目前的数据来看，各类企业的预期正在持续改善，融资也不断超预期，企业招工和居民就业状况也在改善。这意味着未来居民的收入和预期也将有较强的改善契机。

图表 2：企业预期快速改善



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：企业融资大幅增加



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

居民资产负债表的状况是消费复苏的基础。疫情三年以来，虽然居民收入和就业受到了不小的影响，但是居民资产端并未受到明显冲击。西南财经大学所做的《中国家庭财富指数调研报告》显示，虽然疫情三年中居民工作的稳定性和收入的增速都大幅下降，但家庭财富仍然在不断增长（指数在 100 以上即为扩张），即中国居民资产负债表并未受到实质性的冲击。这与日本 90 年代、美国 1929 年及 2008 年的大衰退有本质的不同。所以当收入和预期出现改善后，居民消费不易进入长期低迷的困境。

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_53308

