

# 【中粮视点】宏观：鸟不鸣 诱其鸣还是待其鸣？

原创 范永嘉 中粮期货研究中心 2023-05-23 08:53 发表于北京

收录于合集

#宏观

41个



## 摘要

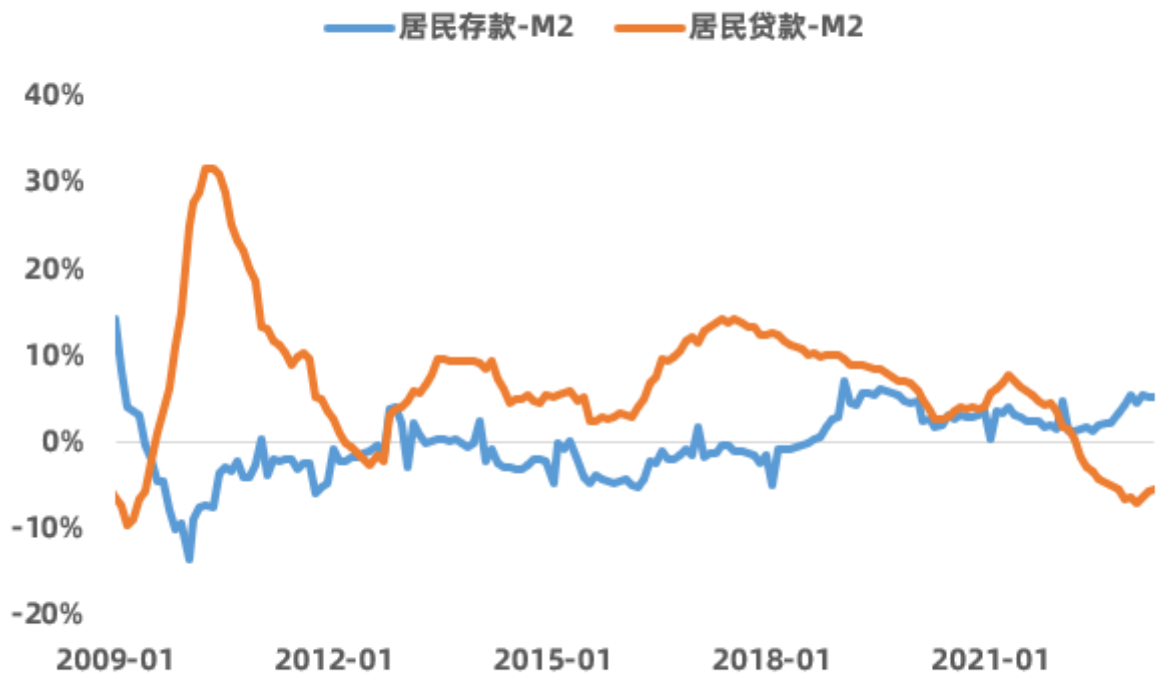
距离2023年春季策略报告成文已有一个半月的时间，上半年境外先行反弹、境内承压的宏观环境较为符合笔者在春季报告中的预判，但国内信心缺乏的现状更为超出当时预期。目前，居民端信心缺乏的问题开始从需求端向供给端传染，国内存在负反馈滚动的风险。根据政治局会议定调，政策能够为国内全年维持在复苏路径提供保证。二季度可能迎来新一轮政策发力，境内资产下半年有望转强。

### 一 信心的双面性不可小觑

通过两会低于先前市场普遍预期的经济目标，可以发现本轮复苏最大不同，在于政策始终构成托底而非主动拉升。上下信心缓慢修复的过程可能令复苏的斜率偏弱，即弱复苏贯穿今年构成主线，这在大报告发布之前也是市场共识性的认知。通过历史经验，居民端信心修复往往最为滞后，最早下半年可能才会出现有收入性支撑的消费复苏。上半年内需可能仍然承压，继而带动资产偏弱运行。**但只要复苏路径得到保障，境内资产下半年转强的预期下，弱势时出现买点而非卖点。**

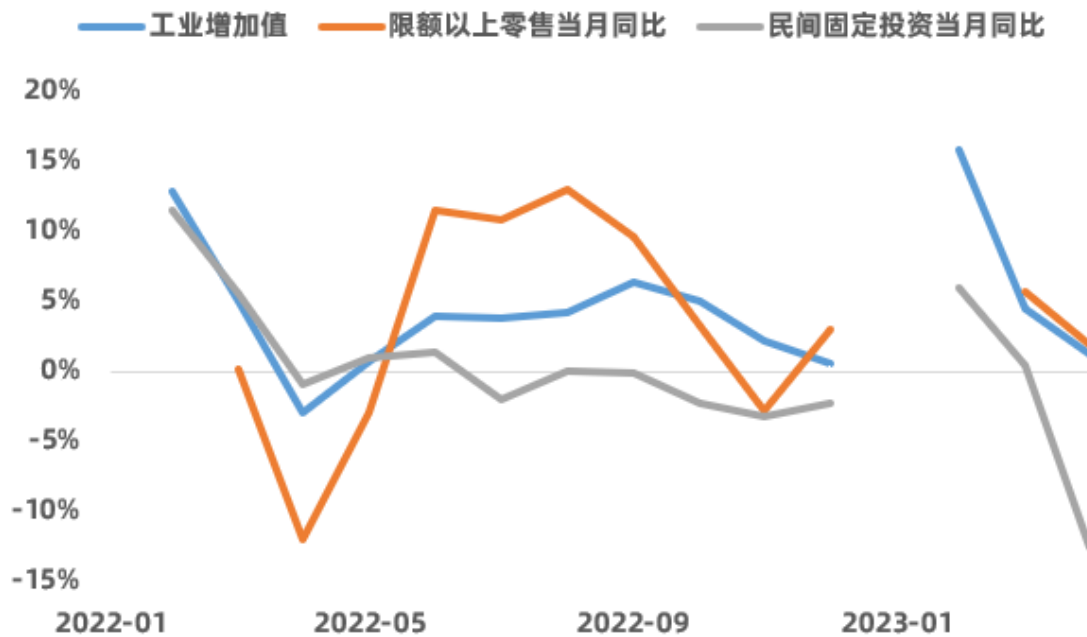
4月以来，超预期来自于居民端信心承压对供给层面形成更大的负反馈。居民端存贷款与M2的同比增速差，已经复制2008-2009年的状态，这体现出信心的极度缺失，也与居民端积极提前还贷，去杠杆的现象相互印证。当居民端缩表长时间持续，需求端承压将与之同步，最终在会供给端体现。供给端如果决定收缩，就业压力会进一步压制需求端，从而形成螺旋下跌。4月的各项经济数据，如果我们选择以两年平均增速去表达2023年经济的恢复状况，可以发现工业增加值、零售、民间投资三类指标均大幅下行，这代表去年脉冲性创伤未能得到充分修复。甚至民间固定投资增速跌幅的扩大，暗示民间实体信心进一步滑落。

图 1：居民存贷款与 M2 同比差值



数据来源：中粮期货研究院、wind

图 2：工业增加值、限额以上零售、民间固定资产投资当月同比



数据来源：中粮期货研究院、wind

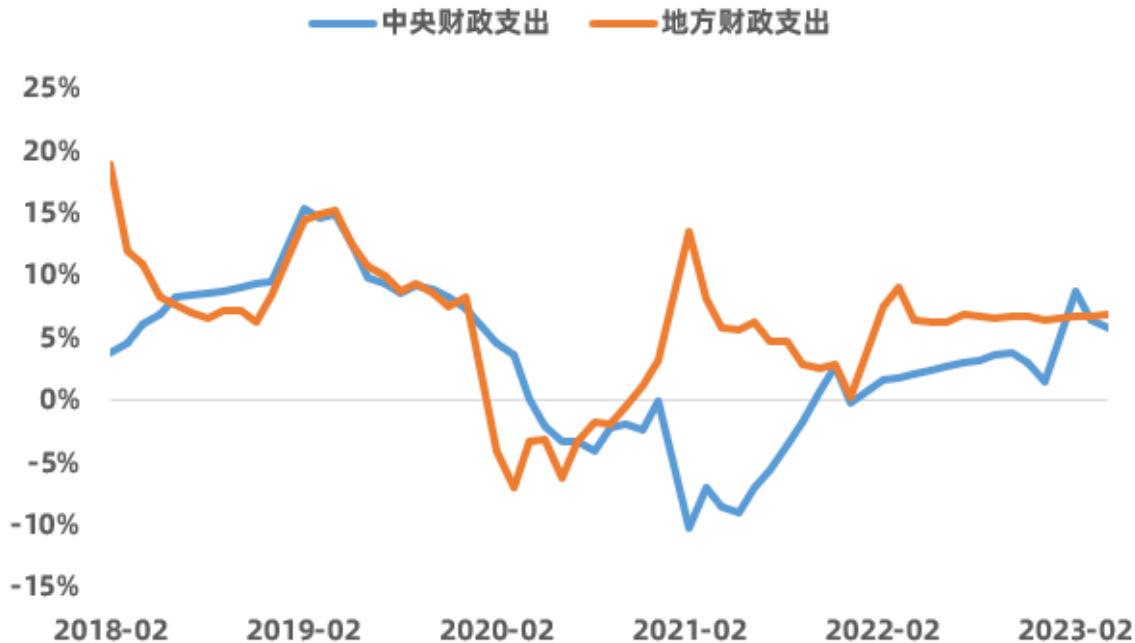
注：2023 年以两年平均复合增速呈现

## 二 积极进取还是顺其自然？兼有最优

很多时候信心犹如杠杆，繁荣时拔苗助长，萧条时落井下石。我们不能将之视之为愚钝，更不能置之不理。背离终将回归，但背离至回归期间的冲击成本和时间成本可能是我们无法承担的。早在去年的中央经济工作会议，政府将提振信心列为主线，就已对上述的利害关系洞若观火。**所以当信心缺乏的问题对实体经济的负反馈开始加剧时，只要复苏路径还是今年国内的方针底限，政策可能就开始加码托底。**

然而严控地方债务也是今年重点，这制约了各个地方出台因地制宜的政策。如果上下只是静待经济步入复苏，信心问题在没有强力托底下，足以将经济船头再度调至衰退，4月-5月的各项经济数据及高频数据已经有所警报。当下能够反转的，更多在于中央层面的发力。例如通过调降利率的货币政策，进一步降低实体的融资成本；或者找到不扩大举债为前提下，激发地方能动性的有效方法或变革。

图 3：中央与地方财政支出同比



数据来源：中粮期货研究院、wind

根据一季度政治局会议，内生动力不强的定调下，稳增长仍然构成政策主线。虽然二季度低基数效应下经济数据有望进一步走强，但是就业是实实在在的环比问题。无论青年调查失业率，还是平均工作时长，都在证明当前国内就业压力是增大的状态。所以政策波段性的积极进取，并不会打乱稳住地方债务杠杆的全局方针。在经济与债务之间平衡的初衷，绝不是双方相互作用不断下行。

所以对于资产端，当信心、基本面之间开始出现负反馈的联动，政策进一步发力可能会快速到来。当系统性风险开始作为预期时，境内偏好或许已经蕴含了巨大的预期差，值得博弈回归复苏。经济与债务平衡的方针下，复苏虽弱，但不至衰退。

### 作者简介

范永嘉

中粮期货研究院 宏观资深研究员

交易咨询证号：Z0014840

### 风险提示

1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。

4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。



中粮期货研究中心

传递最新资讯，共享财富人生。

2265篇原创内容

公众号

收录于合集 #宏观 41

上一篇

【中粮视点】宏观：凿井而饮 耕田而食

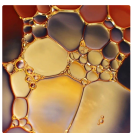
下一篇

【春季策略报告】宏观：玉瓶春水晓犹添  
(国内及大类资产)

喜欢此内容的人还喜欢

【中粮视点】油脂油料：台阶

中粮期货研究中心



计划你的交易，交易你的计划 | 《盈利之道》系列十二  
金十财经



抛开楼市和股市，日本的经济真的有在往上走吗？  
掘金日本房产

