

# AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

宏观经济周报

## 衰退与复苏，哪一个先到来？

第 037 期

[www.agradar.cn](http://www.agradar.cn)



关于我们：

AgRadar Consulting ([www.agradar.cn](http://www.agradar.cn) 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

核心观点：

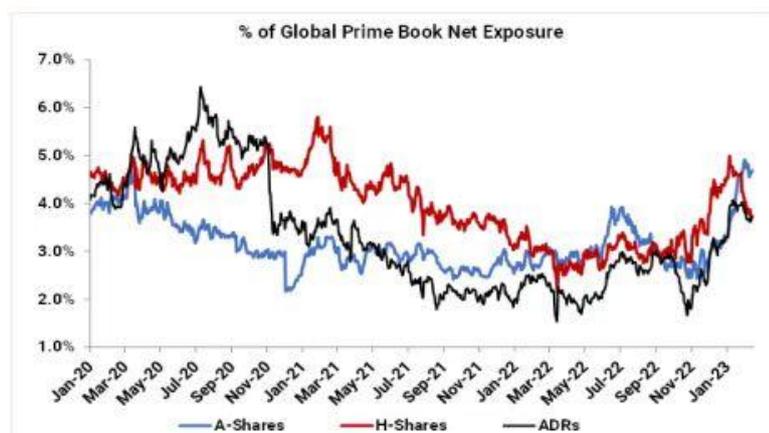
- 1、过热的经济呼唤更大的紧缩幅度正在支撑美元，打压市场风险偏好，市场需要等待联储政策的靴子落地。
- 2、中国经济复苏需要更多的数据佐证，我们对于国内经济保持积极乐观。
- 3、人民币汇率的决定因素在于国内经济的增速，如经济数据好于预期，人民币可能进入阶段性走强。

## 衰退与复苏，哪一个先到来？

在最近的 Bloomberg 的市场评论中，有一篇文章的标题是《This week in China, hedge funds are exiting the reopening trade》，文章表明海外对冲基金最开始涌入中国参与中国后疫情时代的股市反弹，而现在他们正在撤离中国市场。

高盛的数据显示，他们已经在 2 月份削减了对于中国股票的净多头敞口，尤其是在香港上市的股票。

**Exhibit 2: China H-shares have seen the most reduction in net exposure among hedge funds, followed by ADRs while A-shares have seen the least**



Source: Goldman Sachs Prime Services

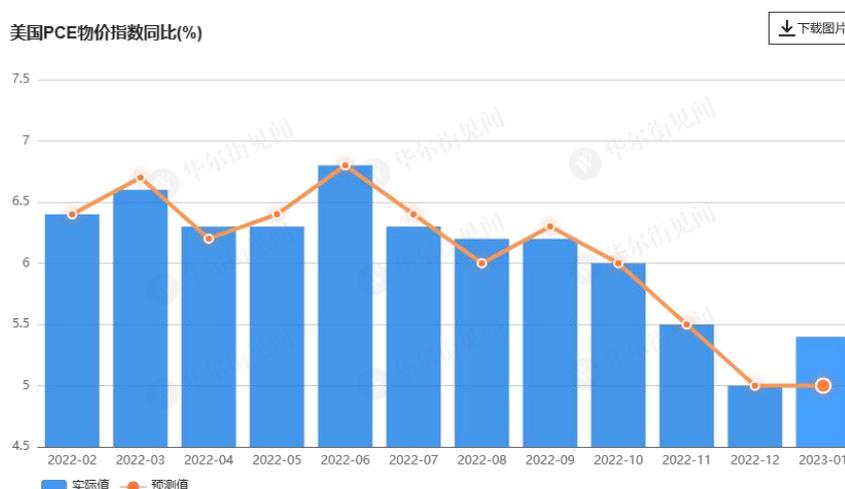
对照外汇市场离岸人民币兑美元的表现，似乎印证了资金正在撤离中国市场

的解释。在过去的 2 月中，人民币停止升值，持续走弱，在整个 2 月中，人民币兑美元贬值幅度达到 3.37%。



对冲资本的撤离，也对中国股市造成了一定的负面影响，在过去的几周，A 股 HS300 指数月度止升回落 2.30%，但是对冲基金的离去并未回到美国股市，在过去的一月，标准普尔指数亦下跌 2.61%。全球表现较为亮眼的是美元，2 月以来美元指数上涨 3.09%，美元的强势印证了我们此前报告中看多美元，看空非美货币的判断。

美元的强势既有避险的因素，亦有经济基本面的因素。最新的发布的美国核心通胀数据表明美国经济仍然过热，是上上周发布的美 CPI 数据的加强版。



2 月 24 日周五，美国商务部的最新数据显示，美国 1 月 PCE 物价指数同比

上涨 5.4%，预期 5%，前值 5%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美联储更看重的通胀指标——核心 PCE 物价指数 1 月同比上涨 4.7%，预期 4.3%，前值 4.6%，其中消费者支出创 2021 年以来最大增幅。

超出预期的 PCE 数据瞬间打击了今年美联储对于货币政策转向宽松的预期，反而需要更大幅度的加息以对抗通胀，而市场此前一致预估美联储将转向每次 25BP 的常态化加息。

利率市场认为，美联储下个月会议加息 50 个基点的风险正在上升。与 3 月 22 日会议相关的 OTS 合约暗示加息 33 个基点，即有 28% 的几率加息 50 个基点，预期的变化打击了市场的风险偏好。

与美国火热的经济现状不同，在国债市场却出现了两年期对十年期国债利差高达 -87 点的倒挂，显示市场仍然在交易美最终的经济衰退。

商品可选消费品市场回落，但刚性消费品尤其是与食品相关的农产品价格居高不下，此外服务业通胀保持极高的粘性充分显示美本次通胀的结构性特征，刚性消费并不会受利率的影响下降，而服务业上涨的核心在于劳动力供需关系的失衡，利率的增加只能降低劳动力市场的需求，并不会带来劳动力市场的新增供给，服务业通胀极大可能居高不下，而一旦就业市场转凉，那么则意味着美可能真正陷入衰退的现实。

与美国市场翘首企盼经济转冷以换取货币政策转向不同，中国市场仍然在期待疫情之后的强复苏。

我们此前周报中对于海外需求下降对于新兴经济体出口带来的负面影响预测正在变成现实，对于中国出口的担忧成为了近期中国市场关注的热点。

从近期汇率市场人民币贬值的情况来看，我们认为一部分因素在于国际资本

的流出，另外一部分或许存在央行的主动行为，通过弱货币提升中国产品的国际价格竞争力，从而提振出口，减缓出口下滑对于中国经济复苏造成的冲击。

我们持续认为，在海外货币紧缩的大周期下，需求下降是必然的，弱势货币对于出口提振并不是一剂良药，真正的解药在于提升自身产品的科技含量，出口竞争瞄准高价值竞争，而不是去挤压低附加值产品的市场。

出口显然并不会成为中国经济强复苏的动力，在中金团队本周研报《中美错位下的三条路径与资产选择》中提出，以乐观情形（2017 年）为参考，更强劲的中国修复意味着来自地产的支撑比我们预想的更强。

毫无疑问，在过去 20 年地产是中国经济保持高增速的支柱产业，对于现今经济也具有极高的重要性，我们亦认同经过过去几年的去杠杆之后，地产的债务已经出清，整体房地产产业已经触底，但我们并不认为中国经济的强复苏要寄希望于房地产产业。

在过去快速推进城市化进程中，房地产的发展模式完全是粗放式的野蛮生长，在疫情冲击前，房地产产业先后的债务暴雷已经展现出了市场对于大量供应承接力度的下滑。经历了三年疫情之后的普通消费信心尚处在复苏之中，属于大类消费的房地产消费更难见亮眼的表现。

我们虽然并不寄希望于中国强复苏的动力来自于地产，但我们对于地产亦不会更加悲观，在粗放式经营企业出清，供应增量有限需求缓慢复苏的大背景下，精细化运营的地产企业反而在低资金成本的市场中或许有亮眼表现。

我们认为给予中国经济复苏动力的仍然在于消费和服务业的向上力量。从近期的机票出行价格和旅行出行人数来看，我们可以明显看到旅游业已经初见复苏的端倪。文化消费中我们并不欠缺消费能力，春节期间的票房表现是最好的例

证，我们需要更多优秀的文化消费产品。

在中信团队的《复苏之年的消费：经验与启示》中认为，结构上看，**消费升级商品或将有更强表现，限额以下零售和中低端商品或仍将对社零增速形成拖累**。我们认同于报告中对于升级以及高端消费品的弹性理解，即具有消费能力的中高收入人群经历数年的压抑后会有报复性的消费行为，但我们并不认同中低消费复苏会对社会整体消费造成拖累，**我们认为刚性消费会受益于经济复苏，会有稳定的增长。**

声明：《AgRadar 宏观经济观察》坚持独立、审慎原则，力求报告内容客观、公正，但报告所载的观点、结论和建议仅供参考，使用者不能依靠本报告取代独立判断。对使用者依据本报告所造成的一切后果，《AgRadar 宏观经济观察》不承担任何法律责任。