

评级：看好

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：86-10-56511796

### 相关研究

- 供给约束缓解，服务业显韧性
- 国债收益率还能下行多少？
- 政策转向更明确

- 上周全球资本市场依然笼罩在 Omicron 病毒的阴霾之下，继续 Risk Off，美债利率跌至 1.33%，油价跌幅扩大至 26%。与之相反，中国资本市场则呈现了小幅“Risk On”的走势，股市和黑色系价格走强，债券收益率上升。这可能和两个因素有关：(1) 中国经济与外国病毒基本绝缘，(2) 随着重大会议的临近，市场开始进一步博弈政策维稳。
- 海外胀，国内滞，主要矛盾不同。海外受困于疫情导致的供应链问题，通胀连续爆表。但国内来看，受疫情反复、地产政策收紧、环保限电等因素的影响，当前经济下行压力明显加大。随着发改委出手干预动力煤价格，南华工业品指数与 CRB 指数明显分化，国内对“胀”的担忧已基本消除，经济下行是当前的主要矛盾。
- 随着中央经济工作会议临近，市场进一步博弈政策维稳。11 月 PMI 建筑业分项走强，政府可能已经发力基建稳增长，随着宽松预期逐步兑现，恒大事件靴子落地，老基建有望再度反弹，但当前时点相对于八月悲观预期更浓，经济下行压力更大，政策底后经济底仍有待观察，因此周期股反弹幅度相较于 8-9 月行情可能偏弱。周五，总理表态将适时降准，短期来看货币宽松利好债市，但空间不大，宽松过后的利率反弹时点值得警惕。
- 短期来看，Omicron 毒株仍然在主导市场走势。多国境内均已确诊 Omicron 感染病例，日本、以色列均已宣布封国。疫情导致海外不确定性极大，十年美债收益率已回落至 1.33%。国内方面，由于中国经济与海外基本绝缘，Omicron 毒株传播对中国市场影响不大，上周债券收益率、股市和黑色系商品均迎来反弹，市场在中央经济工作会议前继续博弈政策维稳。
- 政策维稳意图更为明显，股市特别是周期股将持续获得支撑，但幅度难比 8-9 月的行情。短期来看货币宽松利好债市，但空间不大，宽松过后的利率反弹时点值得警惕。经济维稳力度和疫情变化仍然是市场主线，近期需继续关注政治局会议及中央经济工作会议的定调。

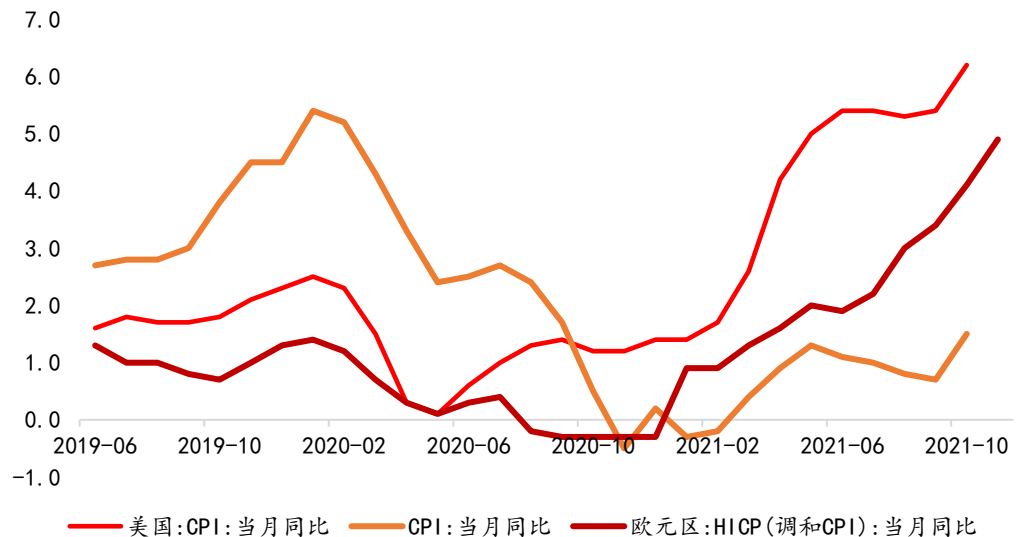
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

上周全球资本市场依然笼罩在 Omicron 病毒的阴霾之下，继续 Risk Off，美债利率跌至 1.33%，油价跌幅扩大至 26%。与之相反，中国资本市场则呈现了小幅“Risk On”的走势，股市和黑色系价格走强，债券收益率上升。这可能和两个因素有关：（1）中国经济与外国病毒基本绝缘，（2）随着重大会议的临近，市场开始进一步博弈政策维稳。

## 海外胀，国内滞，主要矛盾不同

当前时点，国内外主要矛盾显著分化。海外受困于疫情导致的供应链问题，通胀连续爆表，美国十月 CPI 同比 6.2%，创下近三十年来新高，欧元区调和 CPI 同比录得 4.9%，创下欧元区成立以来历史极值。部分国家如俄罗斯、墨西哥、委内瑞拉、波兰、巴西、韩国、新西兰及瑞典等均已开启加息进程。

图 1：海外通胀压力大于中国

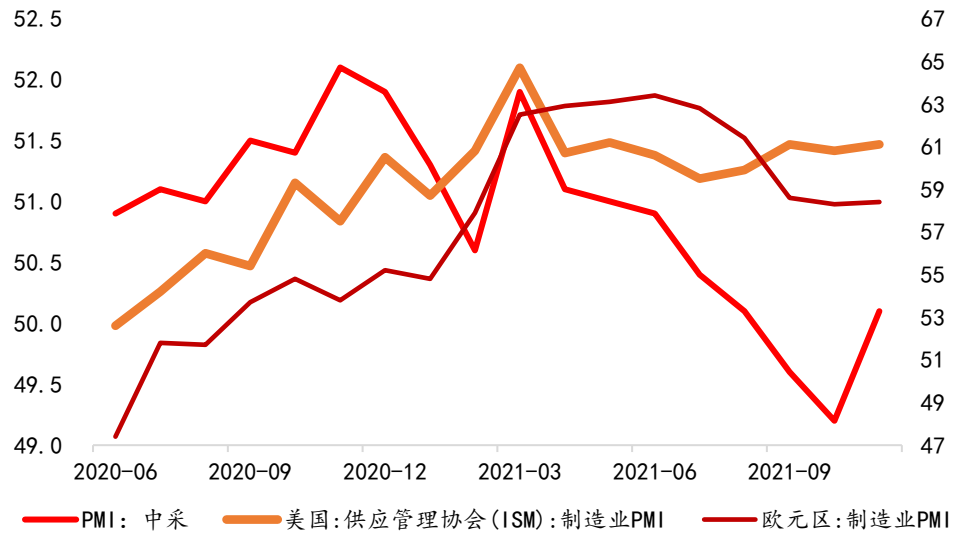


资料来源：Wind, 首创证券

但国内来看，受疫情反复、地产政策收紧、环保限电等因素的影响，当前经济下行压力明显加大，中采 PMI 与欧美出现显著分化，欧美小幅回落，保持在 60 左右的高位，但中采 PMI 在 9 月、10 月 PMI 已回落至荣枯线以下。

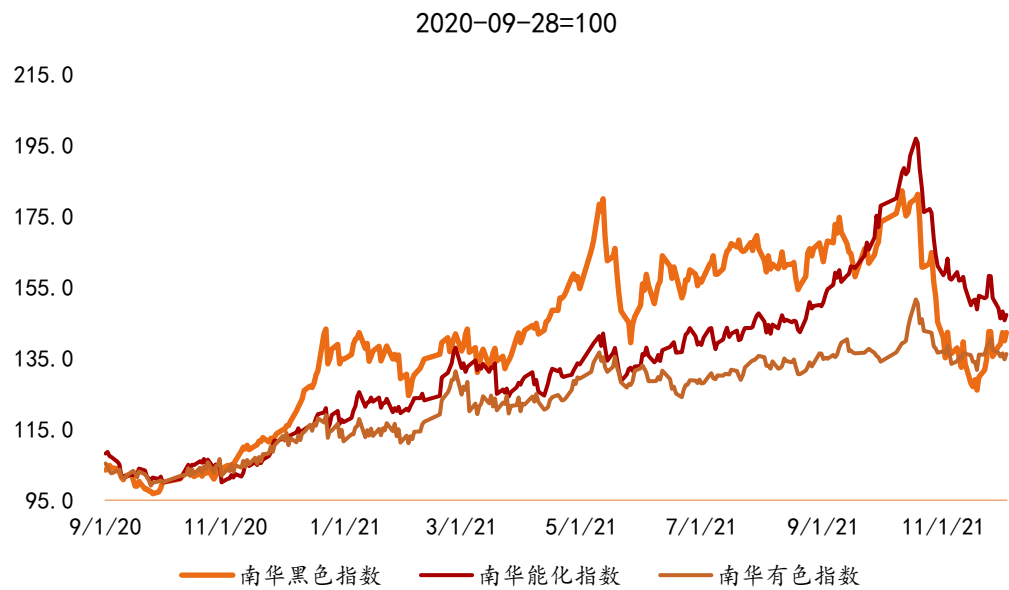
十月以来，国内定价的商品如动力煤及其衍生产品甲醇等价格在发改委干预后大幅回落，而需求侧地产的疲弱导致黑色系价格下行，全球定价的有色金属价格则相对稳定。因此，南华工业品指数与 CRB 指数明显分化，国内对“胀”的担忧已基本消除，经济下行是当前的主要矛盾。

图 2: PMI: 国内外分化



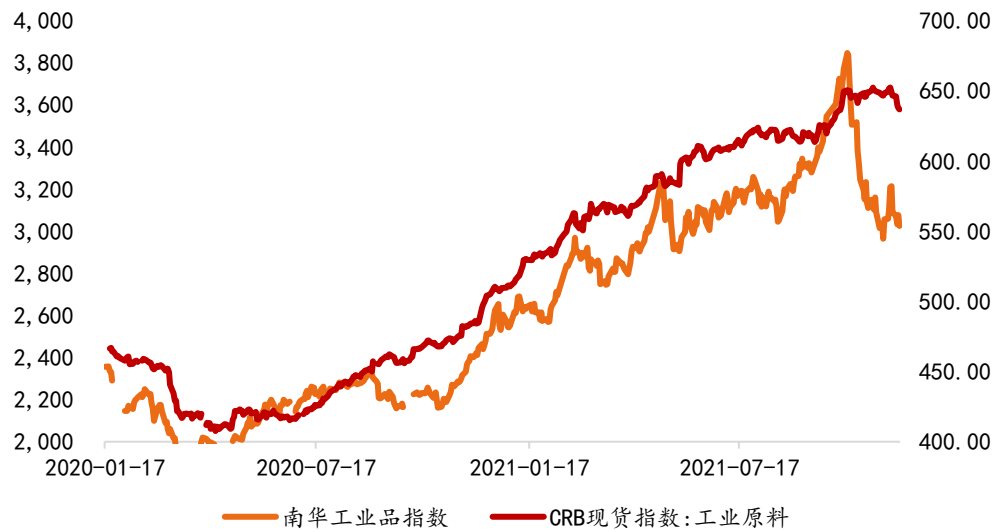
资料来源: Wind, 首创证券

图 3: 十月以来黑色及能化走弱, 有色价格坚挺



资料来源: Wind, 首创证券

图 4：国内外商品价格显著分化



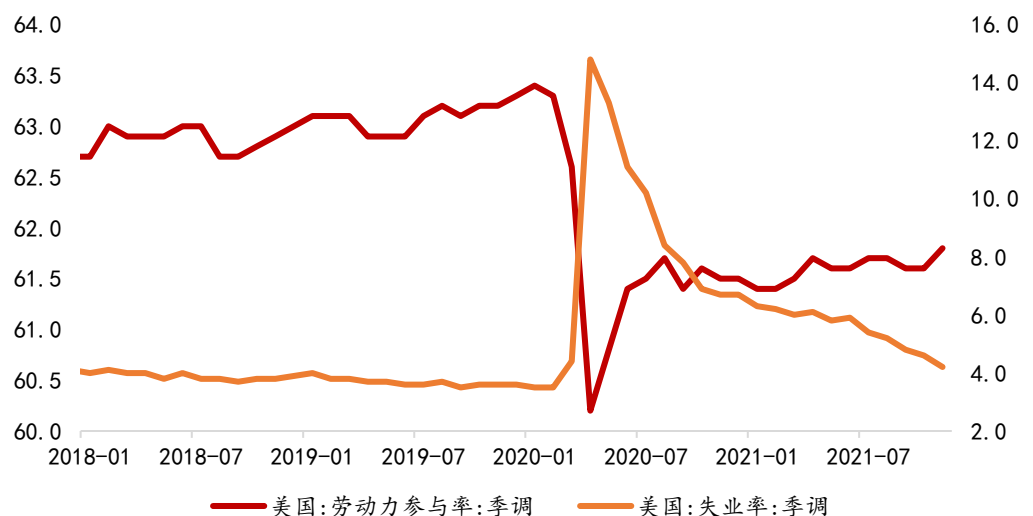
资料来源：Wind, 首创证券

## 海外收紧，国内博弈政策维稳放松

由于海外通胀持续高企，部分资源国早已开启加息进程，美国也已经启动 Taper，鲍威尔在国会听证会中承认供给侧问题较为严重，通胀可能延续，因此存在加快 Taper 速度的可能性，市场目前预期明年年中开启首次加息，2022 全年加息两次。美联储监测的通胀目标早已达成，如果就业方面继续取得进展，货币政策转鹰速度将进一步加快。

11 月美国新增非农就业 21 万人，大幅低于预期的 55 万人。但 11 月失业率为 4.2%，超出市场预期的 4.5%，甚至好于去年 3 月的 4.4%，接近疫情前的 3.5%，劳动力参与率回升 0.2% 至 61.8%。考虑到疫情后部分人群因提前退休等因素退出就业市场的情况，目前劳动力市场正在加速出清，货币政策转向预期逐渐发酵。

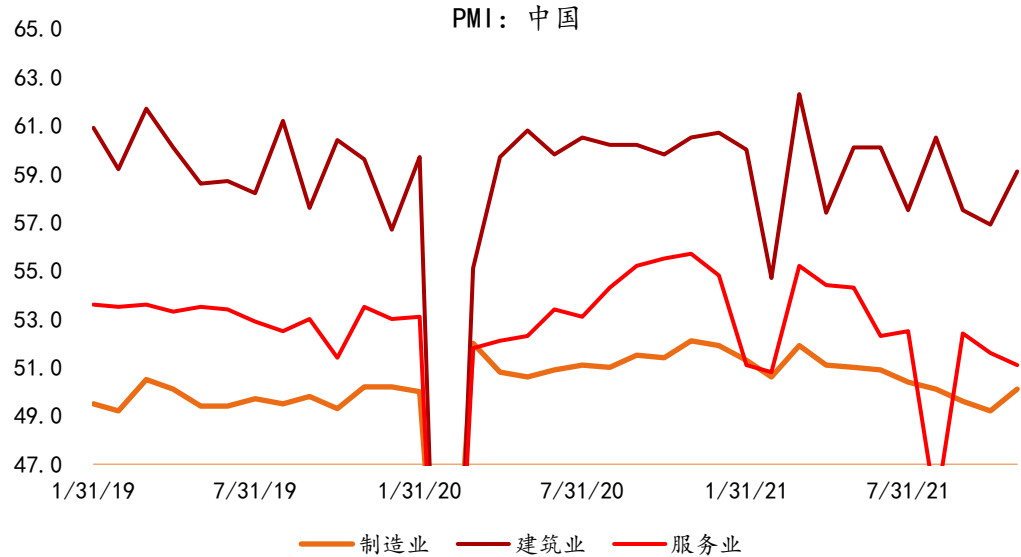
图 5：美国劳动力市场修复



资料来源: Wind, 首创证券

国内方面,随着中央经济工作会议临近,市场进一步博弈政策维稳。目前已经出现一系列政策放松的信号,例如周五总理提及将适时降准,一行两会同时对恒大事件发声等。从实际效果来看,11月PMI建筑业分项走强,政府可能已经发力基建稳增长。

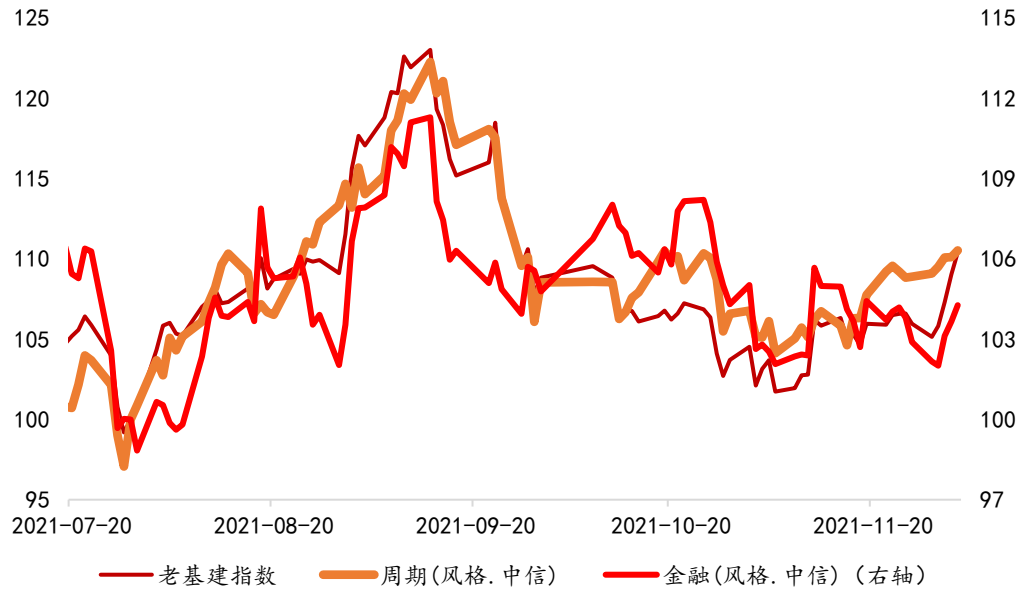
图 6: PMI



资料来源: Wind, 首创证券

730会议后,稳增长预期下老基建指数拉动周期股、金融股走强,但在恒大事件后大幅下行。而近期随着宽松预期逐步兑现,恒大事件靴子落地的预期之下,老基建有望再度反弹,但当前时点相对于八月悲观预期更浓,经济下行压力更大,政策底后经济底仍有待观察,因此周期股反弹幅度相较于8-9月行情可能更弱。

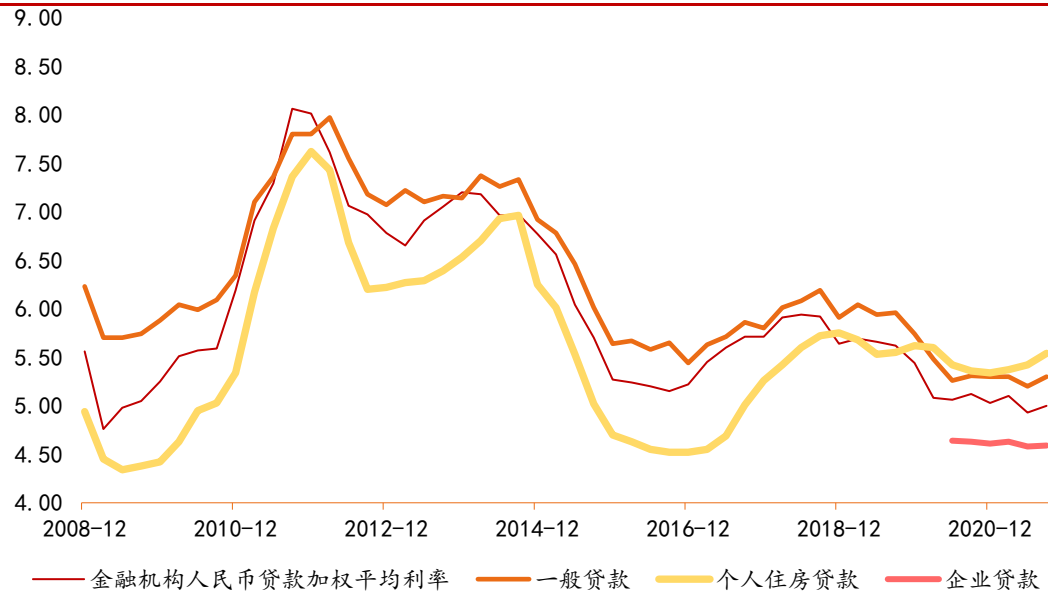
图 7：指数走势（2021-7-29=100）



资料来源：Wind, 首创证券

周五，总理表态将适时降准，短期来看货币宽松利好债市，但空间不大，降准仍需观察央行是否对冲到期 MLF，三季度由于信贷收紧融资利率有所上行，其中住房贷款、一般贷款、企业贷款分别上行 12BP、10BP、1BP，加权贷款利率上行 7BP，因此可能通过降准置换 MLF 以降低银行贷款资金成本，缓解市场主体融资压力。

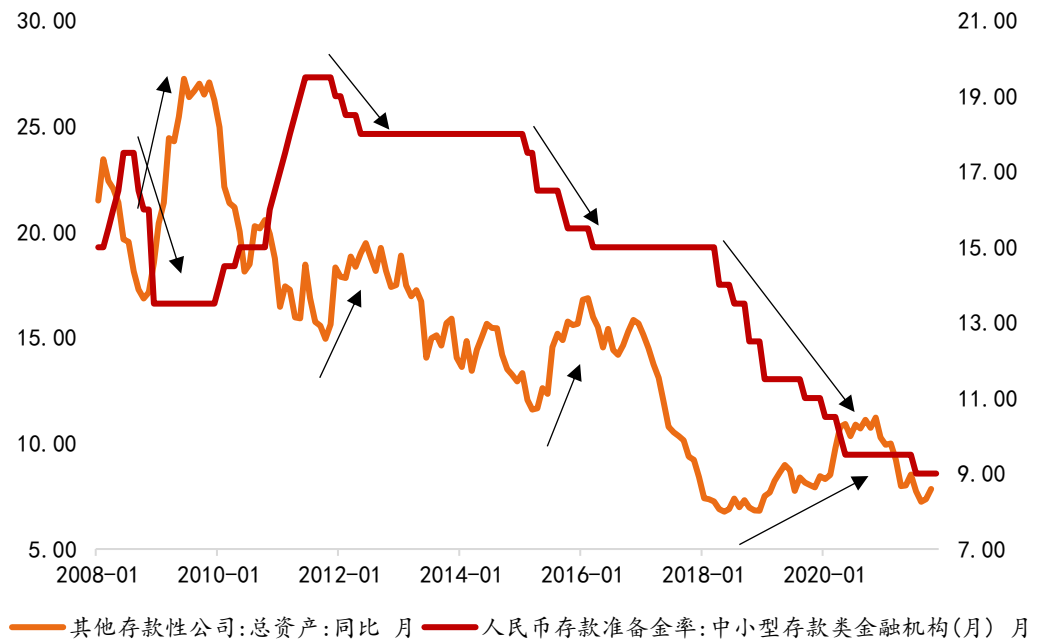
图 8：商业银行贷款利率



资料来源：Wind, 首创证券

但同时也需注意，货币宽松向信用宽松传导过程中，利率可能迎来反弹。历次降准后商业银行贷款意愿增强，扩表速度将出现提升，宽松后债券收益率可能随之上行。

图 9：降准后银行扩表速度上升



资料来源：Wind, 首创证券

## 疫情短期主导市场走势

短期来看，Omicron 毒株仍然在主导市场走势，多国境内均已确诊 Omicron 感染病例，日本、以色列均已宣布封国。南非日增确诊病例从 11 月 22 日的 312 例上升到目前的 1.63 万例。疫情导致海外不确定性极大，市场风险偏好下行，十年美债收益率已回落至 1.33%。

图 10：南非：新增确诊病例



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\\_30664](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30664)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>