

# 周度经济观察

## ——等待经济底

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2021年12月21日

### 内容提要

12月存款准备金率以及LPR的下调，主要源于经济下行压力增加，央行意在通过降低实体经济融资成本，来缓解这一下行压力。

考虑到房地产下滑的惯性和政策效果的时滞，经济底的出现需要时间，期间稳增长政策将持续出台，央行存在继续降准甚至降息的可能。

当前权益市场的下跌反映出市场对政策的力度和效果心存担忧，未来随着稳增长政策的出台和经济底的确认，权益市场有望迎来转折。

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

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

## 一、稳增长政策持续出台

12月20日，中国人民银行公布LPR报价，1年期LPR时隔20个月下调5BP至3.8%；5年期以上品种维持4.65%不变。

12月存款准备金率以及LPR的下调主要源于经济下行压力增加，央行意在通过降低实体经济融资成本，来缓解这一下行压力，这一政策的落地也是中央经济工作会议中货币政策“灵活适度”的具体体现。值得注意的是，本次5年期LPR维持不变，这反映出在房住不炒的背景下，当前房地产融资政策的放松意在避免全行业的流动性危机继续蔓延，而需求端政策的全面放松尚不紧迫。

中央经济工作会议定调后，财政部提前下达专项债额度并要求发行把握好“早、准、快”、货币政策的宽松周期已经打开、房地产融资层面的政策持续落地，近期一系列政策的出台反映出政府对稳定经济增长的意愿强烈。

往后看，近期政策的落地效果将决定后续政策的力度和持续性。如果经济在明年一季度快速反弹，则后续政策稳增长的诉求将减弱；而如果经济在明年一季度仍然表现偏弱，那么政策将会在较长时间内发力。

从现实的情况来看，我们倾向于认为经济快速反弹的可能性偏低。

一方面房地产投资的下滑可能存在惯性。尽管当前房地产行业流动性的压力在缓解，但这一危机尚未完全解除，部分企业的融资仍未恢复，而且伴随商业模式的转型以及长期需求的见顶，房地产企业对未来的预期正在发生变化，这使得投资的企稳可能需要更长时间。

另一方面，制造业投资和居民消费去年以来表现偏弱，这主要受到投资意愿、消费倾向下滑的影响。而这一倾向的回升主要与疫情的进展有关，严格的社交隔

离措施客观上会限制消费场景的实现、影响投资活动的展开，同时疫情的长期存在也会推动企业和居民更多储蓄。从明年一季度的情形来看，疫情很难快速消除，多地已经在倡导“就地过年”，这意味着制造业投资和消费的上行空间有限。

因此，明年一季度政策见效最快的领域可能主要在基建，但在地方政府隐性债务严控的背景下，仅仅依靠基建投资来对冲房地产投资的下滑、以及可能的出口走弱，似乎效果有限。

所以从具体的政策抓手以及政策出台、落地、产生效果的时滞上来看，我们倾向于认为明年一季度我国经济或将表现偏弱，与此同时稳增长政策将持续出台。央行存在继续降准甚至降息的可能，美联储货币政策的正常化以及国内通胀形势难以对我国货币政策的宽松形成掣肘。

合并而言，在政策全面转向稳增长后，明年 GDP 增速相比今年下半年大概率会出现回升，伴随政策的持续出台以及市场主体经济预期的改善，这一经济的回升可能发生在明年年中。

## 二、市场的下跌或难持续

上周以来，权益市场总体偏弱，成长和消费板块跌幅较大，金融和周期板块表现居中，稳定板块表现较强。

在快速吸收了政策转向的影响之后，市场的关注点更多聚焦在政策的具体抓手以及实际的效果上。

尽管多数市场参与者相信，伴随政策的转向，明年的经济增速有望回升至 5% 以上，但对基建上行的空间、房地产投资企稳的时点、以及消费回暖的节奏抱有

疑虑。同时伴随海内外疫情的扩散、部分地区社交隔离措施的升级，市场快速转入下跌。

虽然政策的出台节奏以及政策工具的选择存在不确定性，但我们倾向于认为明年最终从结果上来看，经济结构的变化相对清晰，房地产投资和出口领域出现减速的概率较大，而基建、消费和制造业投资趋于回升，进而推动总体经济上行。

相应的，宏观经济回升将带动上市公司盈利改善。消费板块盈利的改善确定性较高，这一盈利的改善既受到居民消费倾向温和回升的影响，又受益于上游原材料价格的下跌。此外，基建投资发力节奏的前置，也将推动相关行业在明年一季度盈利上行。金融板块中房地产行业的流动性危机正在化解，银行的坏账压力在缓解，资产质量趋于改善。

因此站在季度层面来看，流动性环境趋于宽松，央行有望再次降准甚至降息，商业银行的信贷投放也将更加积极。经济基本面领域，尽管宏观经济仍然存在下行压力，但政策的持续出台有助于缓解这一压力，并改善市场参与者对宏观经济的预期，最终推动经济回暖。

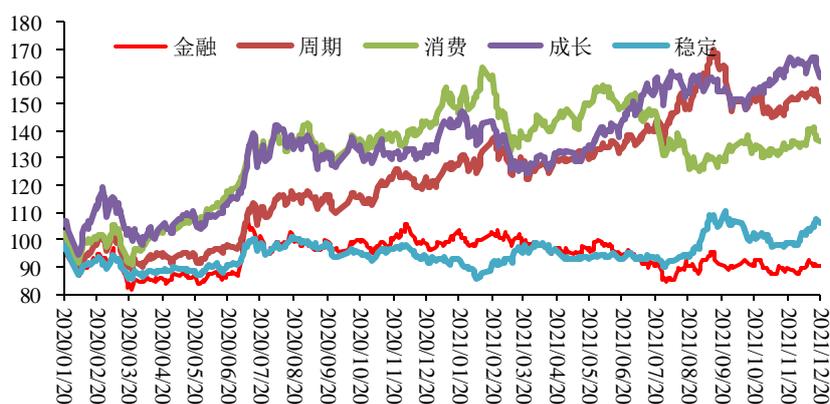
合并而言，当前权益市场的下跌反映出市场对政策的力度和效果心存担忧，未来随着稳增长政策的出台和经济底的确认，权益市场有望迎来转折。

当前债券市场收益率趋于震荡，此前降准的影响已经被市场充分吸收，而 LPR 的下调并未进一步降低银行负债端的成本，反而有助于推动实体经济信贷需求的回升，这无疑对债券市场收益率的影响偏负面。

站在中期来看，央行货币政策的宽松，无论降准还是降息均对债券市场形成支撑，但房地产行业融资政策的放松、财政政策的发力、以及其他稳增长政策推

动的经济预期改善，对债券的影响偏利空，合并这些因素，债券市场可能逐步转入震荡，债券市场最终运行的方向主要取决于经济运行的节奏。

图1：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年1月4日为100

### 三、疫情恶化压制市场风险偏好

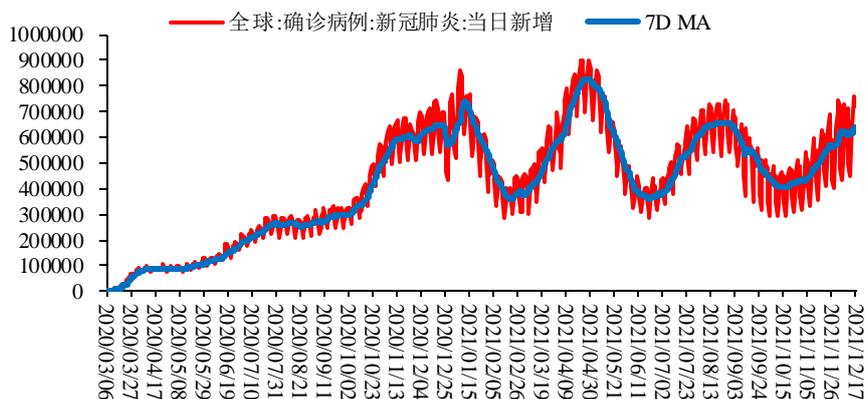
截至12月17日，全球新冠肺炎单日新增确诊病例（7天移动平均）快速上升至约64万人，接近此前Delta变异毒株所主导的第三轮疫情的高点，其中疫情恶化较快的美国、英国、法国、德国的新增病例，合计占全球的比重约为45%。尽管这些发达经济体此前的疫苗接种率居世界前列，但封锁措施相对放松，叠加冬季寒冷天气、节日集中等因素，为病毒迅速而大规模的传播提供了条件。

研究机构对新型毒株Omicron的认识正在快速更新，目前比较一致地认为该毒株的传染性更强，现有疫苗对该毒株的抵御能力下降，但重症率是否比Delta更高尚不明确。

考虑到发达经济体人群的疫苗接种意愿已基本接近饱和，以及圣诞节日的到来，预计新增感染人数将继续上升，在全球总量层面大概率将突破第三轮的高点。

而这可能引发政府收紧封锁措施，降低企业和居民的风险偏好，放缓经济复苏节奏。

图2：全球新冠肺炎新增确诊病例，人



数据来源：Wind，安信证券

美联储12月议息会议于近日召开，会议结果整体与市场预期相符。FOMC决定，从明年1月起加快Taper节奏，将每月资产购买的缩减规模从150亿美元提高到300亿美元，进而使得剩余900亿美元的单月购买规模在明年前三个月降至零。

考虑到会后联储相关官员表示没有必要进一步加快Taper，自此Taper节奏可能已完全落定，未来市场更加关注加息节奏。而美联储主席鲍威尔会后表示加息将不会与Taper同步进行，因此首次加息时点至少不会早于明年二季度。

而在政策利率方面，联储依然保持了联邦基金利率在0-0.25%之间，并声明尽管通胀超出2%的目标已有一段时间，但加息仍需等待就业市场达到充分就业状态。

关于何为充分就业状态，鲍威尔认为需要观察一系列的广谱指标，包括失业率、劳动参与率、职位空缺率、以及不同人口群体的就业情况等。这大大削弱了

从非农就业人数的恢复情况来推算实现充分就业、进而加息的预测能力，使得市场更加关注通胀的持续性以及联储官员的表态。

从 FOMC 委员们对加息预测的点阵图来看，对明年加息次数的判断从上次会议的 1 次提升至 3 次，并预计后年将继续加息 3 次。由于此前鲍威尔针对美国“破 6”的超预期通胀已发表过鹰派看法，利率交易市场也同样显示明年加息 3 次，并且首次在年中左右，因此市场对点阵图的变化并不意外。

在经济数据的预测方面，FOMC 将美国今年的实际 GDP 增速从 5.9% 下调至 5.5%，失业率从 4.8% 下调至 4.3%，通胀水平 PCE 从 4.2% 上调至 5.3%，核心 PCE 从 3.7% 上调至 4.4%。

图3：美联储 12 月议息会议点阵图

3.0-3.25	.	
2.75-3.0	....	
2.5-2.75		
2.25-2.5	..	
2.0-2.25	.	
2.0-2.25	...	....
1.75-2.0	....	....
1.5-1.75	...	
1.25-1.5	....	
1.0-1.25	..	..
0.75-1.0	.....	

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\\_31575](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31575)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn