

# 周度经济观察

——经济弱势延续，货币宽松可期

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28日

## 内容提要

四季度货币政策委员会例会的政策信号积极，明年上半年在经济下行压力较大的情况下，货币政策存在进一步宽松的可能。

近期货币政策的宽松预期对债券市场形成支撑，而财政的发力、信贷投放的增加以及经济预期的改善对市场影响偏空，这些因素交织导致债券市场转入震荡。明年初信贷数据的变化可能会打破这一格局。

海外市场对新一轮疫情的冲击已经吸收得较为充分，未来市场在宏观层面的关注点将集中于通胀的持续性以及美联储的加息节奏。

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、货币政策的宽松周期或已打开

12月24日，央行召开四季度货币政策委员会例会。

在形势判断方面，会议对国际形势增加了“不确定”的表述；国内部分，与中央经济工作会议一致，增加了“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”的表述。

在货币政策基调方面，会议首次提出“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，并要求“要稳字当头、稳中求进，加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”。这些更加积极的表述意味着在半年内两次降准和一次下调LPR的基础上，后续进一步的宽松措施有望出台，政策利率的变化值得期待。

在房地产方面，会议在三季度“两个维护”的基础上新增了“更好满足购房者合理住房需求”。三季度以来，按揭紧张的情况得到大幅缓解，未来如果房地产市场持续下行，首套首贷规则和首付比例的调整可能出现。

总体而言，四季度货币政策委员会例会的政策信号积极，明年上半年在经济下行压力增加的情况下，货币政策存在进一步宽松的可能。

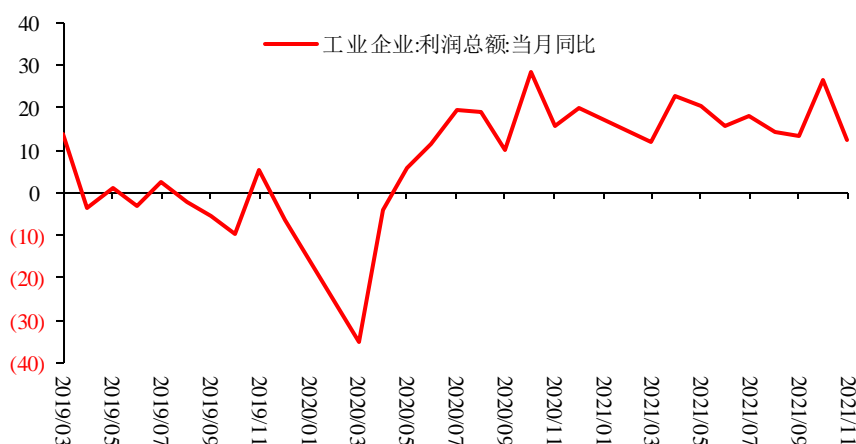
11月工业企业利润当月同比9%，两年复合增速12.2%，较上月大幅回落14.1个百分点，也略低于9月份13.2%的两年复合增速。

下半年以来，工业企业利润的两年复合增速基本位于15%以下，11月的工业企业利润延续了下半年以来逐月走低的态势。尽管11月工业增速小幅增长，但同期PPI同比增速大幅回落，对企业利润形成拖累。

从行业看，采矿业企业利润延续增长，制造业利润持平，公用事业利润加速回落。

往后看, 尽管房地产市场至暗时刻正在度过, 但实物量数据的走弱仍将延续, 新一轮疫情对消费和服务业的冲击尚在发生, 这意味着终端需求将持续偏弱。与此同时, PPI 同比增速处于下行周期。这些力量将共同推动工业企业利润进一步回落。

图1: 工业企业利润当月同比, %



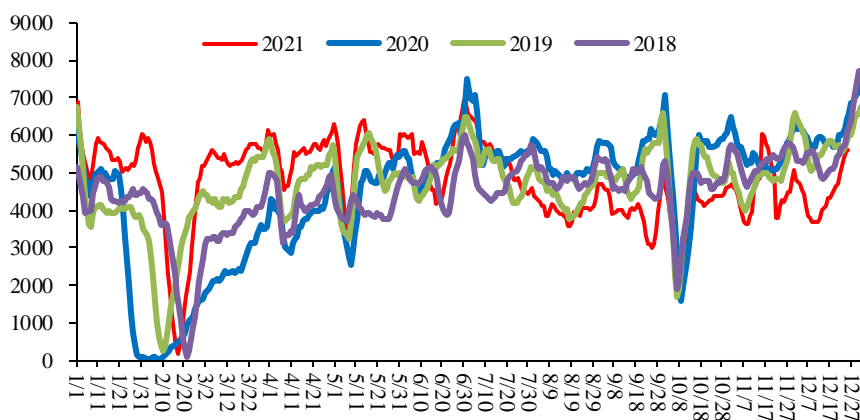
数据来源: Wind, 安信证券

2021 年为两年复合同比

从高频的房地产销售数据来看, 在 6 月底快速下滑后, 30 城日均销售套数从 8 月开始维持在往年的八成, 近期的高频数据显示其与往年均值的差距在收敛。这与房贷利率的下行、按揭放款周期的缩短有关。另外根据贝壳研究院的统计, 贝壳 50 城二手房成交连续三个月环比回升, 市场成交在加速筑底中。近期水泥出货率、钢铁表观消费量的下滑也在趋缓, 我们猜测房地产销售下滑最快的阶段可能已经过去。

总结而言, 12 月房地产市场的出清延续, 新一轮疫情对部分城市的消费和服务业形成剧烈冲击, 能耗双控政策尚未有实质放松, 这些因素导致宏观经济处于偏弱的水平。在此背景下, 央行货币政策的宽松有望加码, 财政政策已经发力, 房地产政策继续纠偏, 明年经济有望在年中企稳反弹。

图2: 30大中城市商品房成交套数(7天移动平均), 套



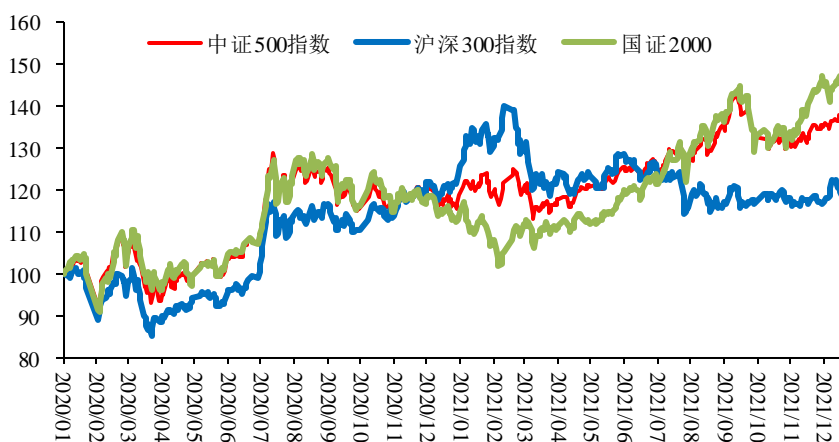
数据来源: Wind, 安信证券

## 二、债券市场转入震荡

今年3月份以来中证500指数显著跑赢沪深300指数, 如果与更具代表性的国证2000指数比较, 小盘跑赢大盘的趋势更加显著。

诸多因素导致这一结果, 比如新能源等表现较好的行业里更多是小市值公司, 大小企业的盈利分化在2021年出现反转等。除此以外, 外资流向的变化对此也产生了显著影响。

图3: 中证500、沪深300与国证2000指数



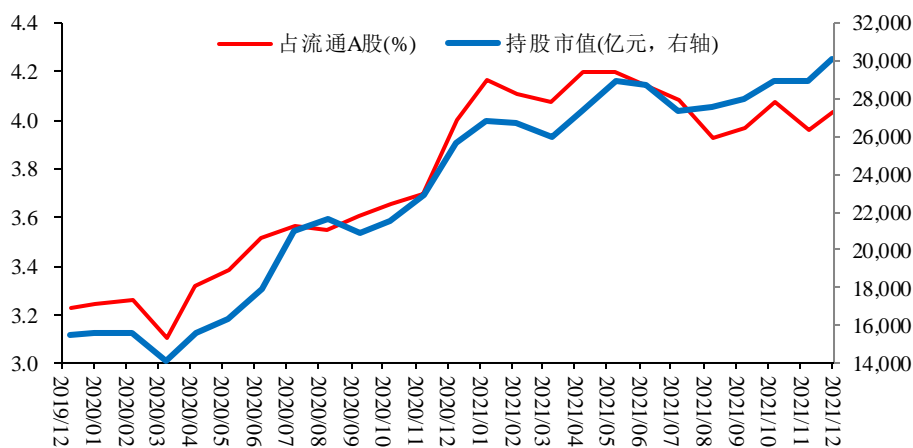
数据来源: Wind, 安信证券

2020年1月4日为100

一般而言，考虑到投研能力和风格偏好，外资更倾向于买入以沪深 300 为代表的大市值蓝筹股。从国际收支平衡表来看，外资从权益市场的流出于今年一季度开始，而且从环比上看边际的影响不可忽略。

而更高频的数据则显示在三季度后，外资在权益市场恢复流入，其对大市值蓝筹股重新形成支撑。

图4：外资在 A 股的持股市值以及占流通股比重



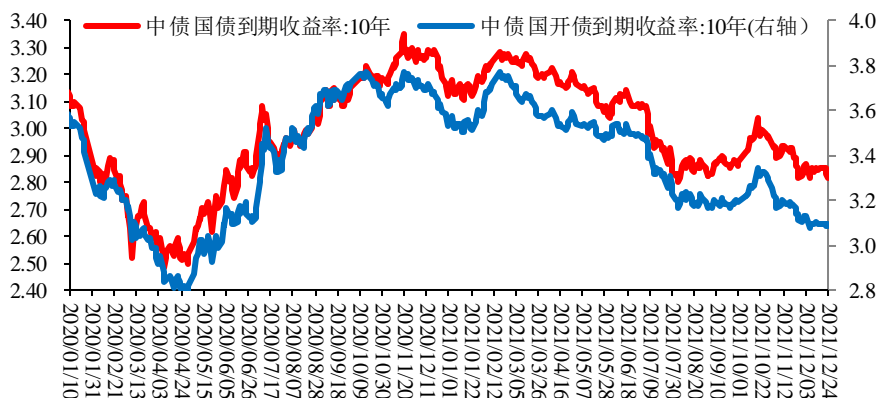
数据来源：Wind，安信证券  
截至 12 月 23 日

当前权益市场处于震荡的格局中，市场在评估前期政策的落地效果，并等待后续更为明确的政策措施。从方向上来看，一季度财政政策的力度将相对积极，货币政策有望延续宽松，房地产政策持续纠偏，这些政策有助于企业盈利预期的改善，并对流动性环境形成支撑，因此当前仍处于从政策底向市场底过渡的阶段，市场进一步向下的空间有限。

近期债券市场波澜不惊，对债券市场的支撑因素包括货币政策的进一步宽松，比如降准甚至降息，而财政的发力、信贷投放的增加以及经济预期的改善对债券市场均构成不利影响，这些因素交织导致债券市场转入震荡。未来打破这一格局的宏观因素主要包括信贷数据的变化，如果明年初信贷数据持续放量，那么对债

券市场的影响偏利空，而如果信贷数据表现偏弱，那么债券市场短期将有支撑。但总体而言，在政策转入稳增长的背景下，债券市场收益率下行的空间有限。

图5：10年期国债和国开债收益率，%



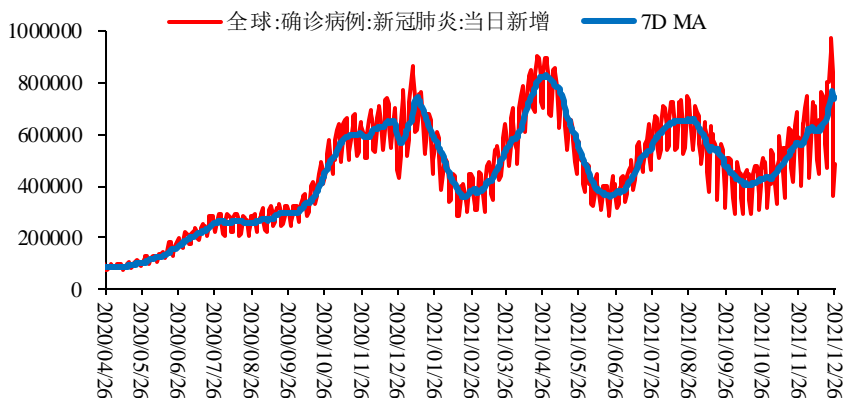
数据来源：Wind，安信证券

### 三、未来海外市场聚焦通胀

目前全球新冠肺炎当日新增感染病例人数（7天移动平均）在75万人左右，已超过此前由Delta毒株所主导的第三轮疫情65万人的高点，其中来自欧美发达地区的病例占比超过一半。从过往三轮疫情的时间跨度来看，预计未来1-2个月全球新增感染人数仍将维持高位。

综合海外政府和研究机构最新发布的信息，当前对于Omicron新型变异毒株的共识是，其在传染性上明显高出Delta毒株，在抗药性上或有增强，但在导致重症率或住院率方面更弱，由此降低了市场对Omicron不确定性的担忧。

图6: 全球新冠肺炎新增确诊病例, 人

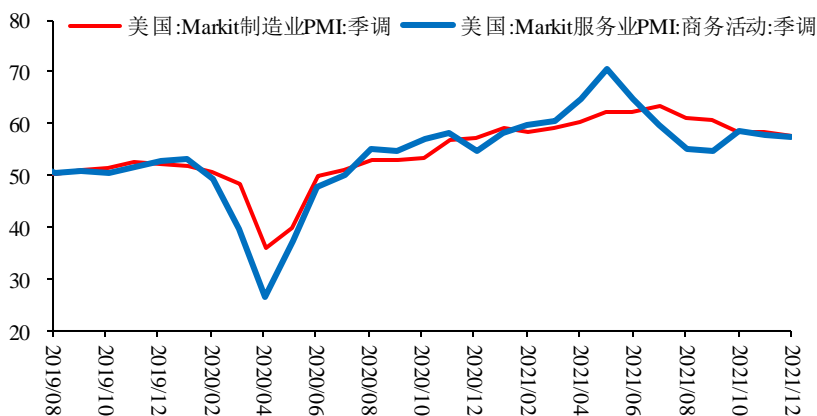


数据来源: Wind, 安信证券

为应对新一波疫情的来袭, 部分国家重新采取了更加严格的社交隔离、旅行限制等措施, 引发了市场对经济复苏放缓和供应链瓶颈加剧的担心。而从近期的经济数据来看, 新一波疫情的冲击似乎可控。

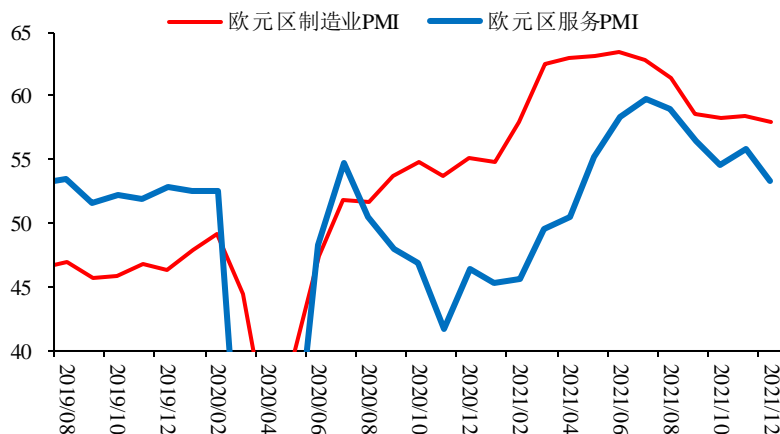
美国 12 月制造业 PMI 为 57.8, 服务业 PMI 为 57.5, 较上月均小幅下滑 0.5, 但仍好于 8-9 月表现; 欧元区 12 月制造业 PMI 为 58, 较上月回落 0.4, 服务业 PMI 为 53.3, 较上月回落 2.6。这反映出疫情对工业生产的冲击偏弱, 对服务业的扰动在疫情较为严重的欧洲可能体现得更明显。

图7: 美国 PMI



数据来源: Wind, 安信证券

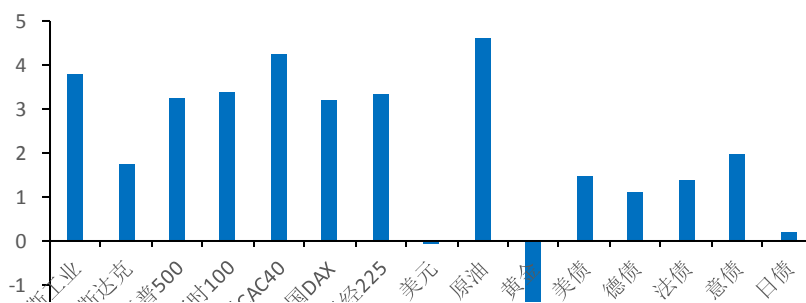
图8：欧元区 PMI



数据来源：Wind，安信证券

从近期海外市场的表现来看，在对通胀和加息预期吸收得较为充分的背景下，随着对 Omicron 毒株的认识不断深化，市场对疫情负面影响的担忧得到缓解，风险偏好提振，波动率 VIX 指数下降，主要权益指数回升，债券收益率上行，美元指数止涨趋稳，原油价格回暖，黄金价格下跌。

图9：12月3日以来海外股债商汇市场变化，%



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\\_35174](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35174)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn