

宏观周观点

2021 年 12 月 26 日

下游需求仍然偏弱，等待 1 季度的信用宽松

宏观周观点 20211226

核心内容：

- **经济低位运行，等待 1 季度的信用宽松**经济仍然处于低位运行的阶段，工业生产环比增速在 0.3% 左右，属于低位区域。钢铁、有色等高耗能产业的生产率较低，受到冬季环保和冬奥会的影响，但房地产相关指标有触底反弹的迹象，经济再次下滑的动力并不大。12 月份银行冲击贷款额度使得票据市场利率大幅下滑，预期 12 月份的实体需求仍然偏缓。但我们认为 1 季度货币政策放量的可能性较大，稳增长条件下，货币和信贷放量是可以预期的。上周对于新冠疫情的担忧减弱，对于市场较为担忧的供给侧约束，2022 年 1 季度的约束明显减弱。基于此，1 季度经济虽然不够理想，但货币宽松可能会超出预期，带动经济触底回升。此阶段更利于风险资产。
- **票据冲量导致短端利率近零**票据转贴现利率大幅走低，短端已经接近零利率。转贴现利率近零的成因主要来自两方面。第一是在经济下行压力与疫情扰动下，企业对信贷需求较弱。第二个方面是银行放贷意愿不足和可能的放贷后置的计划。年底集中的票据需求很可能意味着明年第一季度信贷情况向好，明年上半年宽货币、宽信用和支持中高端制造以及中小微政策预期较强。
- **央行和银保监会鼓励房企并购出现问题的优质项目**这个政策一方面是为了增加部分房企处理资产的能力，另一方面是为了房地产行业的整合。未来政策导向大概率仍然只支持房地产业平稳发展，满足刚需和合理改善需求。
- **市场利率整体下滑**债券收益率除 1 年期以外整体下行，降准叠加本周的降息保持较为宽松的流动性，利好债市。明年专项债的提前发行会对资金面造成扰动。市场还在观望基本面变化，债券价格可能短期内有所震荡，长期仍然可能下滑。
- **物价继续回落**上周物价继续小幅下行，猪肉价格周末回升，蔬菜价格走低。猪肉方面，随着天气进一步转冷和年底消费旺季的到来，猪价有望在 12 月下旬小幅走强。蔬菜方面，蔬菜供应保持宽裕，由于疫情反复，部分地区进出相对困难，消费减少。天气整体晴朗，蔬菜生产正常，前期补种的叶菜类只需进入市场，蔬菜价格指数仍有下跌可能。
- **需求供给同时不振，等待稳增长措施**对 OMICRON 的担忧下滑，国际油价上涨。原油供给预期上行，未来油价承压。天气因素再次来袭，天然气价格处于高位。高炉开工率下滑，冬奥会之前产能处于低位。钢材库存继续小幅下行，钢厂开工走低，螺纹钢去库存持续，稳增长措施等待见效。热卷下行速度偏缓，制造业回暖速度偏缓。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	12月27日（周一）	中国11月规模以上工业企业利润率-单月(%)
	12月31日（周五）	中国12月官方制造业PMI
欧洲	12月27日（周一）	德国11月实际零售销售月率(%)（12/27 -01/02）
	12月28日（周二）	瑞士12月瑞信/CFA经济预期指数
	12月29日（周三）	欧元区11月季调后货币供应M3年率(%)
	12月30日（周四）	西班牙10月经常帐(亿欧元)
	12月31日（周五）	——
	12月27日（周一）	美国12月达拉斯联储制造业活动指数
	12月28日（周二）	美国10月FHFA房价指数月率(%)
美国	12月29日（周三）	截至12月24日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国11月批发库存月率初值(%)、美国11月季调后成屋签约销售指数月率(%)
	12月30日（周四）	美国截至12月25日当周初请失业金人数(万)、美国12月芝加哥PMI
	12月31日（周五）	美国截至12月24日当周ECRI领先指标
	12月24日（周二）	日本11月失业率(%)

目录

一、经济低位运行，等待1季度的货币宽松	3
二、票据冲量导致短端利率近零	3
三、央行和银保监会鼓励房企并购出现问题的优质项目	4
四、市场利率整体下滑	5
五、物价继续回落	6
六、需求供给同时不振，等待稳增长措施	8
（一）原油价格回升	8
（二）钢厂开工继续回落，供给和需求的博弈持续	8

一、经济低位运行，等待1季度的货币宽松

经济仍然处于低位运行的阶段，政策整体偏缓，对经济持续压制的政策监管措施释放已经较为缓和。经济指标低位运行，工业生产环比增速在0.3%左右，属于低位区域。钢铁、有色等高耗能产业的生产率较低，受到冬季环保和冬奥会的影响，但房地产相关指标有触底反弹的迹象，经济再次下滑的动力并不大。

12月份银行冲击贷款额度使得票据市场利率大幅下滑，预期12月份的实体需求仍然偏缓。但我们认为1季度货币政策放量的可能性较大，稳增长条件下，货币和信贷放量是可以预期的。

政策层面的转变较为明确，12月的政治局会议和中央经济工作会议明确稳增长是政府工作的重点，财政政策保持积极，货币政策偏宽松。

上周对于新冠疫情的担忧减弱，南非死亡率仍然较低，OMICRON变种病毒的致死率较低使得新冠疫情对全球的经济影响减弱，全球新冠疫情的不确定性有所下滑。我国严苛的新冠疫情防控可能会在冬奥会后缓解。

对于市场较为担忧的供给侧约束，现阶段来看碳中和作为一个长期的目标，我国减碳的目标不变。但其实施过程中的偏紧的政策监管可能仍然会在个别行业个别地区发生，但2022年1季度的约束明显减弱。

基于此，1季度经济虽然不够理想，但货币宽松可能会超出预期，带动经济触底回升。此阶段更利于风险资产。

二、票据冲量导致短端利率近零

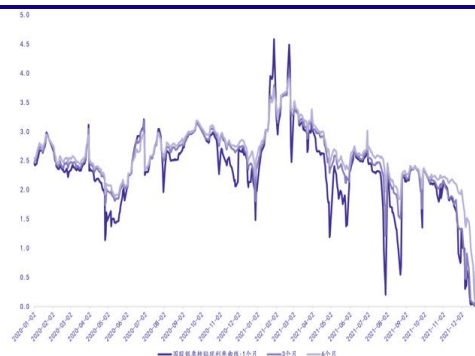
本周票据转贴现利率大幅走低，短端已经接近零利率。到12月24日，1个月国股银票转贴现利率由两周前的0.6203%下滑至0.0137%，3个月由0.9064%下滑至0.0145%，6个月由1.5150%下滑至0.5910%。

转贴票据利率近零的成因主要来自两方面。第一是在经济下行压力与疫情扰动下，企业对信贷需求较弱，虽然降准降息释放了一定流动性，但是需求端尚未明显改善。11月份信贷数据显示，当月新增人民币贷款1.27万亿元，同比减少1600亿元。其中居民中长期贷款同比新增772亿元，企业中长期贷款同比少增2470亿元，明显不及预期。企业的中长端信贷需求下降尤为突出，贷款意愿低，迫使银行超季节性使用票据冲量。

第二个方面是银行放贷意愿不足和可能的放贷后置的计划。首先，由于之前个别企业信用风险事件和对房地产信贷的管控使得银行风险偏好提高，对抵押物更为谨慎，审批速度也较慢。弱供给叠加企业的弱需求难以形成贷款合意，导致下半年信贷增速低于预期，银行不得不在12月份集中放贷。其次，不仅企业信贷需求短期内难以上升，票据贷款由于违约风险显著低于其他贷款，不会在年底计提更多的违约损失影响银行利润表。银行可能更倾向于放贷后置，在明年“稳增长”基调下利用宽裕流动性做出信贷开门红。

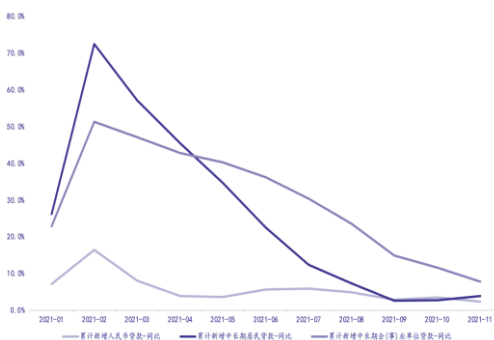
年底集中的票据需求很可能意味着明年第一季度信贷情况向好，但同时本月企业的弱需求也反映了中小微企业的困境，未来可能需要更精准的刺激来激发实体贷款需求，确保宽松的货币流入实体经济。因此，明年上半年宽货币、宽信用和支持中高端制造以及小微政策预期较强。

图 1：国股银票转贴现利率（%）



资料来源：美联储

图 2：新增信贷增速（%）



资料来源：美联储

三、央行和银保监会鼓励房企并购出现问题的优质项目

12 月 20 日，央行和银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。

《通知》的重点主要在于支持自身运营稳定的房地产企业并购出现问题的房企的“优质项目”，并不是鼓励收购因自身原因陷入经营困难的房企。通过合理的贷款资金支持和优质房企在市场机制下对项目的筛选，可以在避免为困难房企托底而产生道德风险的同时，有效保证优质项目的持续开发并为困难企业注入资金，防止其产生违约等风险事件影响资本市场的运行。

从政策角度梳理，《通知》仍然是依照“稳中求进”的要求针对出现问题的房企进行结构性的纾困，但本次纾困需要问题房企在政策扶持下“自救”。在“房住不炒”、“地价、房价、预期保持平稳”的要求和我国从房地产经济转向高质量发展的背景下，银行资金不宜直接支持因自身经营不善而产生风险的房企，不然类似托底行为可能产生混乱的信号。因此，《通知》秉持市场化原则，由房企之间自主筛选优质项目，让困难企业主动出售，回笼资金以保证自身流动性的安全。由优质房企接手困难房企的好项目也可以确保项目的顺利进行，有利于满足购房者“合理需求”和保护相关人员权益。

同时，“稳”的要求也体现在对房企债券融资的支持上。恒大等多家房企的个别性债务违约前段时间造成市场高度紧张，《通知》也释放了引导房企合理融资进一步回归正常的信号，避免银行惜贷和需求端观望给予房地产业螺旋下行的压力。11 月份房企境内外债券发行规模 473 亿元，环比增长 55.6%，其中境内债 457 亿元，环比增长 125%；虽然 12 月 20 日 5 年 LPR 报价并未下调，贝壳研究院 12 月监测的 103 个城市数据显示首套和二套房贷利率均比 11 月下降 5 个基点，种种迹象表明房地产业正在从底部企稳。

未来政策导向大概率仍然只支持房地产业平稳发展，满足刚需和合理改善需求。近期政策仍然强调保障房建设、租购并举和房地产税试点并和突出住房问题挂钩，旨在建立稳定长效的房地产业机制。随着央行结构性工具的丰富和完善，未来对地产业引导也将看到更多精准的结构发力。

图 3：2021 年 4 季度房地产政策整理

事件	内容
2021/10/15	第三季度金融统计数据新闻发布会 恒大集团 经营管理不善，未能根据市场形势变化审慎经营，反而盲目多元化扩张，造成经营和财务指标严重恶化，最终爆发风险。总体上看，其风险对 金融 行业的外溢性可控。经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后， 国内房地产市场地价、房价、预期保持平稳 ，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好， 房地产行业总体是健康的 。
2021/10/23	十三届全国人大常委会第三十一次会议 会议表决通过了全国人大常委会关于授权国务院在部分地区开展 房地产税改革 试点工作的决定，试点期限为5年，由 国务院确定试点地区 ，报全国人大常委会备案。
2021/12/3	关于恒大集团对担保义务可能违约的态度 银保监会 ：这是市场经济中的个案现象。现阶段，要根据各地不同情况，重点满足首套房、改善性住房按揭需求， 合理发放房地产开发贷款、并购贷款，加大保障性租赁住房支持力度 ，促进房地产行业和市场平稳健康发展。 证监会 ：当前，我国房地产行业总体保持健康发展，大多数房地产企业坚守主业、经营稳健。恒大集团风险事件对资本市场稳定运行的外溢影响可控。下一步，证监会将继续保持市场融资功能的有效发挥， 支持房地产企业合理正常融资 ，促进资本市场和房地产市场平稳健康发展。 人民银行 ：短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能。近期， 境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态 。
2021/12/6	中央政治局会议 要推进 保障性住房建设 ，支持商品房市场更好满足 购房者的合理住房需求 ，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021/12/10	中央经济工作会议 要坚持房住不炒，坚持 租购并举 ，加快发展 长租房市场 ，推进 保障性住房建设 ，支持商品房市场更好满足 购房者的合理住房需求 ，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2021/12/20	《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》 要求 银行业金融机构 稳妥有序开展 房地产项目并购贷款业务 ，重点支持 优质的房地产企业兼并收购 出险和困难的大型房地产企业的 优质项目 ；加大债券融资的支持力度，支持优质房地产企业在银行间市场注册发行债务融资工具。

资料来源：中国银河证券研究院整理

四、市场利率整体下滑

逆回购操作平稳，公开市场上周投放 1000 亿元，回笼 500 亿元，净投放为 500 亿元。年末资金相对紧张，尽管已经降准降息，公开市场操作也可能继续净投放。货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳，利率整体水平较上周继续下滑。

12 月 24 日，SHIBOR 隔夜收于 1.8400%，比上周下行 2.2bps，7 天的利率收于 1.9430%，比上周下行 20.8bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.8992%，比上周下行 21.5bps。12 月 24 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.3390%、2.5508%和 2.6839%，分别比上周变化 3.38bps、-1.20bps、-2.40bps，10 年期国债收益率收于 2.8199%，比上周下行 2.76bps。

债券收益率除 1 年期以外整体下行，降准叠加本周的降息保持较为宽裕的流动性，利好债市。明年专项债的提前发行可能会对资金面造成扰动，但是目前流动性相对充足。市场还在观望基本面变化，债券价格可能短期内有所震荡。

图 4：SHIBOR 利率 (%)

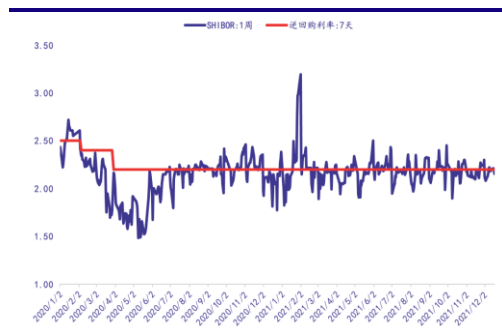


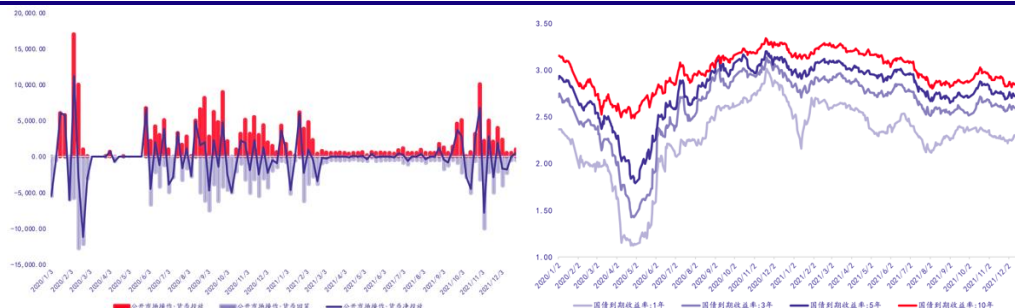
图 5：DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 7: 国债收益率 (%)



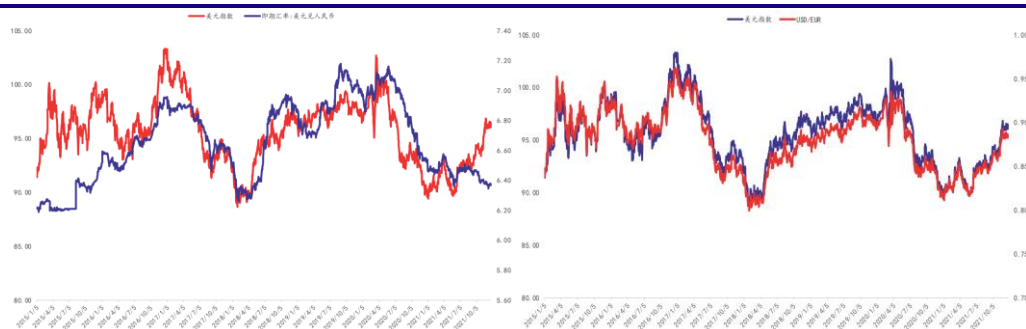
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数小幅上行, 上周美联储 FOMC 会议决定加快缩减债务购买, 于明年 3 月结束 QE 并准备加息, 可能推动美元指数在未来小幅走高, 但因为加息预期已经形成, 美元不会大幅上行。欧洲央行则仍然保持了较为鸽派的货币政策。

图 8: 美元兑人民币 (元)

图 9: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

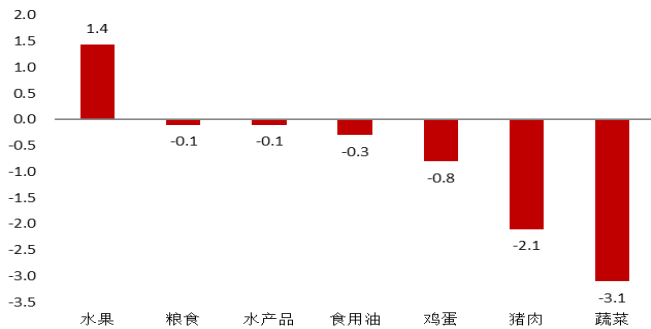
五、物价继续回落

上周物价继续小幅下行, 猪肉价格保持回落, 蔬菜价格走低。根据搜猪网数据显示, 全国瘦肉型生猪出栏均价 12 月 26 日价格 16.11 元/公斤, 比上周下行 1.22 个百分点。12 月份生猪价格的下跌持续, 之前的多次冷空气、前置的腌腊消费、和猪肉低价时的消费透支现在导致需求不振, 同时目前的气候较历年同期整体偏暖, 也不利于增加消费。另外冷冻肉库存也偏高, 和生猪形成竞争压低价格。供给方面, 虽然散户出栏情绪不高, 但是南北方规模化养殖出栏积极, 猪肉供应充足。在目前供给多需求弱的格局下, 猪肉价格在短期内还可能继续下降, 不过下跌空间有限。冬至过后, 冷空气更加频繁, 元旦和春节到来有望让猪价在期间小幅上行。

蔬菜方面, 本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比下行 3.0%。南方蔬菜正处于上市旺季, 上市份额稳步放大, 蔬菜供应充足; 本周山东以及南方产区均天气晴朗、日照充分, 有利

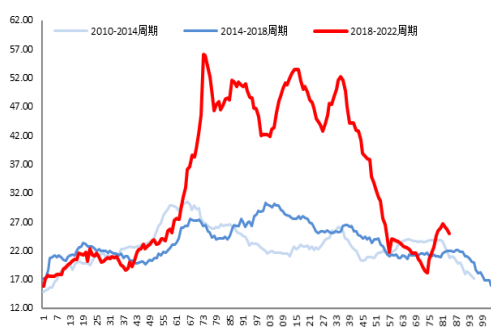
于缩短叶菜生长周期，增大产量。由于气温下行，地产菜进场量减少，价格有所上涨，但是菜价因为供给充足整体仍是下行趋势。本周末和下周北方降温，南方也会出现降雨，对蔬菜生长、采集、运输和储存有负面影响，下周的蔬菜价格指数可能会上涨。

图 10：：物价下跌（%）



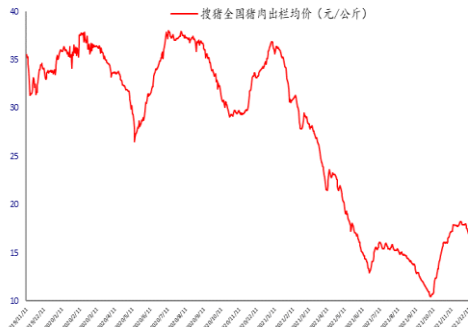
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 11：生猪价格回升（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：搜猪网猪肉价格回落（元/公斤）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：寿光蔬菜价格（%）



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_35197

