

降息预期落地，交易逐步止盈

——南京银行 2022 年 1 月宏观利率展望

王丽君 任翌 刘怡庆 南京银行资金运营中心金融市场研究部

内容摘要：

四季度经济增速继续下滑，当季 GDP 增速下降至 4%，全年增长 8.1%。从 12 月经济数据来看，需求端继续下行，生产加速修复。需求端地产和消费均比较乏力，基建投资开始回升，出口仍然保持较高增速。就业情况欠佳，整体失业率小幅上行，青年团体失业率高于往年平均水平。通胀方面 CPI 和 PPI 均回落，短期内缺乏上行动力。向后看各部门稳增长措施正在陆续实施，目前基建初有成效，或对经济形成支撑。

年初以来收益率低位窄幅震荡，对债券市场影响较大的是宽货币和宽信用的博弈。一方面在 2021 年中央经济工作会议后，政策稳增长的倾向明确，货币政策继续宽松的预期较为强烈。而与此同时，年初以来信贷开始投放、地方债发行也有所前置，也引发了市场对于信用快速扩张的担忧。因此收益率在宽货币和宽信用的双重预期中窄幅波动。向后看由于海外货币政策二季度即将收紧，3 月份之前为央行的宽松窗口期，1 月 17 日央行已经下调政策利率 10BP。对于债券市场而言，目前基本面和货币政策仍然较为有利，收益率大幅上行的可能性较小。但一季度债券供需预计处于紧平衡状态，且降息预期落地也可能引发情绪反转，建议交易盘逐步止盈，配置盘可在利率调整时介入，品种上中长期地方债更优。

目录

一、宏观经济走势：地产、消费拖累内需，出口保持韧性。	3
（一）地产、消费持续拖累，基建增速小幅回升。	3
1、地产投资大幅下行，基建投资增速有所回升。	3
2、地产投资下行速度加快，购地及新开工负增长将拖累后续增长。	4
3、疫情、地产继续拖累消费。	6
4、失业率季节性上升，中青年就业压力较大。	7
5、贸易顺差再创新高，能源类进口量价齐跌。	8
（二）工业生产继续修复，基建拉动相关产业生产加速。	11
（三）鲜菜带动 CPI 下行，PPI 继续回落，通胀短期无忧。	13
二、流动性及货币政策：结构性政策、降息如期而至，流动性稳中偏松。	17
（一）公开市场操作：货币政策财政政策协调联动，年初降息符合市场预期。	17
（二）新政实施：结构性工具持续推出，精准滴灌实体决心不改。	19
（三）金融数据：地产融资矛盾转向需求端，企业与居民中长期贷款仍疲弱。	20
三、利率债策略：降息预期落地，交易盘逐步止盈。	22
（一）利率债走势回顾	22
1、收益率震荡下行，曲线小幅走陡。	22
2、隐含税率回升，但出于较低水平。	23
（二）利率债影响因素分析	24
1、经济下行压力较大，基本面对债市有利。	24
2、一季度为货币政策宽松的窗口期。	25
3、社融增速底部回升或带动利率上行	25
4、一季度债券供需预计处于紧平衡状态。	27
5、中美利差持续缩窄，境外机构配置力度或下降。	27
（三）利率债策略：降息预期落地，关注情绪反转。	28

一、宏观经济走势：地产、消费拖累内需，出口保持韧性。

从经济前瞻指数来看，12 月经济有边际改善的迹象，但在疫情防控严格的背景下，小企业经营压力日趋增大。

当月制造业 PMI 为 50.3%，较上月提高 0.2 个百分点。从分项指标看，需求端有所回暖，新订单指数从 49.4%回升至 49.7%，但生产热度略有下降，从 52%下降至 51.4%。在“保供稳价”政策影响下，工业品价格整体回落，价格指数下行至 50%以下。12 月经济改善的主体主要为大中型企业，其制造业 PMI 分别环比上升 1.1、0.1 个百分点，而小企业经营压力继续增大，PMI 环比下降 2 个百分点至 46.5%。从当月公布的 12 月经济数据看，内需仍然较弱，出口保持较强韧性。

图表 1 中采制造业 PMI 分项数据 (%)

	PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手 订单	产成品 库存	采购量	进口	出厂 价格	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	配送 时间	经营 预期
2021-12	50.3	51.4	49.7	48.1	45.6	48.5	50.8	48.2	45.5	48.1	49.2	49.1	48.3	54.3
2021-11	50.1	52.0	49.4	48.5	45.7	47.9	50.2	48.1	48.9	52.9	47.7	48.9	48.2	53.8
变动	0.2	-0.6	0.3	-0.4	-0.1	0.6	0.6	0.1	-3.4	-4.8	1.5	0.2	0.1	0.5

（一）地产、消费持续拖累，基建增速小幅回升。

1、地产投资大幅下行，基建投资增速有所回升。

1-12 月固定资产投资累计同比增速为 4.9%，增速较前值（5.2%）下降 0.3 个百分点，固定资产投资增速继续下行，下行速度放缓。两年平均增长 3.9%，与前值持平。

从绝对水平看，房地产、制造业和基建投资的累计增速分别为 4.4%（前值 6%）、13.5%（前值 13.7%），0.21%（前值-0.17%）。地产投资增速降幅最大，下降 1.6 个百分点，且下降速度有所加快，是拖累固定资产投资的主要因素。基建投资累计增速由负转正，制造业投资增速仍然保持在较高位置，是支撑投资的主要因素。

从当月增速看，12 月地产投资增速大幅下滑，从-4.3%下降至-13.9%，显示

地产投资继续恶化。基建投资当月增速由负转正，从-7.3%上升为3.8%，反映财政发力逐步见效，基建投资开始对经济形成支撑。制造业投资增速小幅上行，从9.97%上升至11.8%。得益于12月基建投资和制造业投资的改善，二者两年复合增速也有所回升，分别为5.4%和1.8%。房地产两年复合增速大幅下行至5.7%。整体而言，在疫情复苏的前期，地产投资为主要拉动力量，但2021年下半年以来快速下行，目前下滑速度较快，是拖累固定资产投资的主要原因。而制造业投资自2021年以来，增速持续上行，目前仍然保持较高增速。基建投资2021年全年较为乏力，但12月在宏观经济稳增长的政策指导下，基建投资开始回升。

图表 2 固定资产投资当月同比增速（%）

指标名称	房地产投资	制造业投资	基建
2021-12	-13.91%	11.83%	3.76%
2021-11	-4.30%	9.97%	-7.29%
2021-10	7.19%	14.20%	0.72%
2021-09	-3.47%	10.05%	-4.52%
2021-08	0.26%	7.15%	-6.61%
2021-07	1.37%	9.12%	-10.08%
2021-06	5.93%	16.39%	-0.28%

从制造业细分行业看，2021年计算机、通信和其他电子设备业保持较高增速，达到22.3%，显示我国产业转型初见成效。从12月当月来看，多数制造业累计增速小幅下行，但计算机、通信和其他电子设备业增速机会回升0.9个百分点，反映了新兴经济活力不断增强。在地产投资下行的影响下，传统工业增速有所下行，化工制品累计增速从16.6%下降至15.7%，有色金属增速从8.5%下降至4.6%，铁路、船舶及航天航空工业增速从23.1%下降至20.5%，汽车制造业投资增速从-3.2%下降至-3.7%。

2、地产投资下行速度加快，购地及新开工负增长将拖累后续增长。

2021年1-12月，房地产投资累计增速4.4%，较前值（6%）下降1.6个百分点。两年平均增长5.7%，较前值下降0.7个百分点。12月地产投资下行速度加快，显示当前房地产市场仍然较为低迷，对经济的拖累正在逐步加大。

从当月增速看，12月地产各分项均下行。其中销售增速下降1.7个百分点至

-15.64%，新开工、竣工增速分别下降-10.1%、-13.5%，且新开工同比增速已经下降至-31%的低位。购地面积增速下降20个百分点至-33%，资金来源下降12个百分点至-19.28%，显示房地产企业资金周转仍然较为紧张，使得购地意愿、购地能力大幅下降。

图表 3 房地产分项当月同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2021 年 12 月	-15.64	-13.91	-31.15	1.91	-19.28	-33.22
2021 年 11 月	-13.97	-4.30	-21.03	15.41	-7.01	-12.52
变动	-1.7	-9.6	-10.1	-13.5	-12.3	-20.7

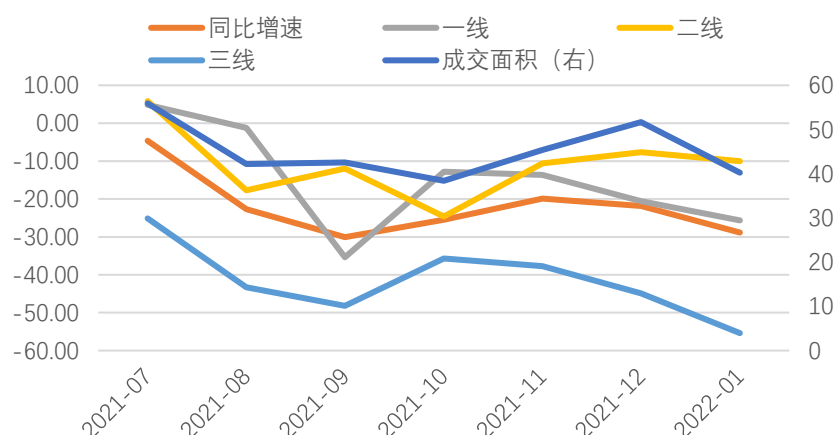
从累计增速看，1-12月各分项仍然延续下行趋势，其中竣工增速降幅最大，下降5个百分点至11.2%，作为支撑2021年房地产投资的主要因素，竣工增速的下降将使得地产投资下滑速度加快。销售、新开工以及购地面积增速延续下行趋势。

图表 4 房地产分项累计同比增速 (%)

房地产增速	销售	开发投资	新开工	竣工	资金来源	购地面积
2021 年 12 月	1.90	4.40	-11.40	11.20	4.20	-15.50
2021 年 11 月	4.80	6.00	-9.10	16.20	7.20	-11.20
变动	-2.9	-1.6	-2.3	-5.0	-3.0	-4.3

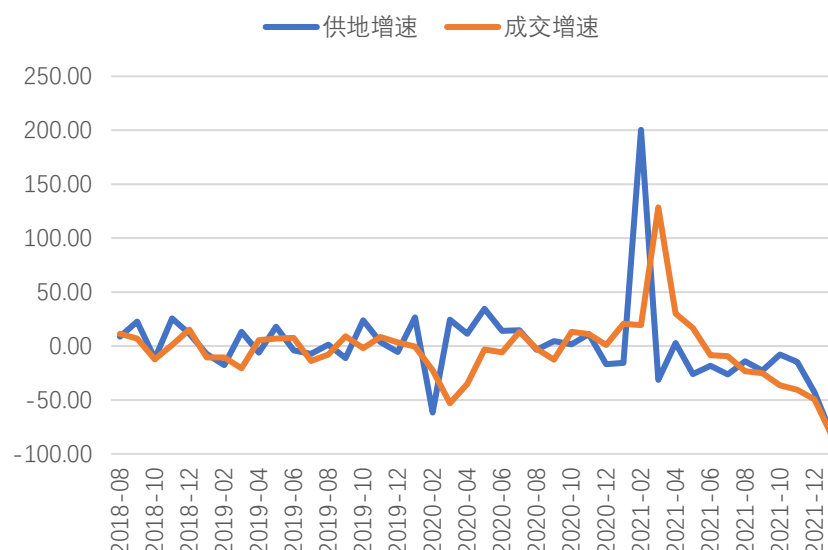
30 大中城市地产销售数据显示，1 月以来，地产销售情况仍然不佳，同比增速从-21.85%继续下降至-28.81%，日均销售面积从 51.67 万平米/日下降至 38.94 万平米/日。其中一、二、三线城市销售增速分别为-28%、-13%、-57%，显示当前地产销售全线都比较低迷，后续地产销售压力仍然较大。

图表 5 30 大中城市日均成交面积同比增速 (%)



从土地成交情况来看，1月土地市场成交大幅下滑。1月平均每周成交面积为450万平，较12月的2341万平继续下降，同比增速下降至-83%。供地面积增速下降至-82%。鉴于销售放缓、周转速度放慢，房地产企业利润趋薄，且资金来源受限，开放商拿地积极性较低，土地市场需求仍然较弱。

图表6 100大中城市土地成交面积同比增速（%）

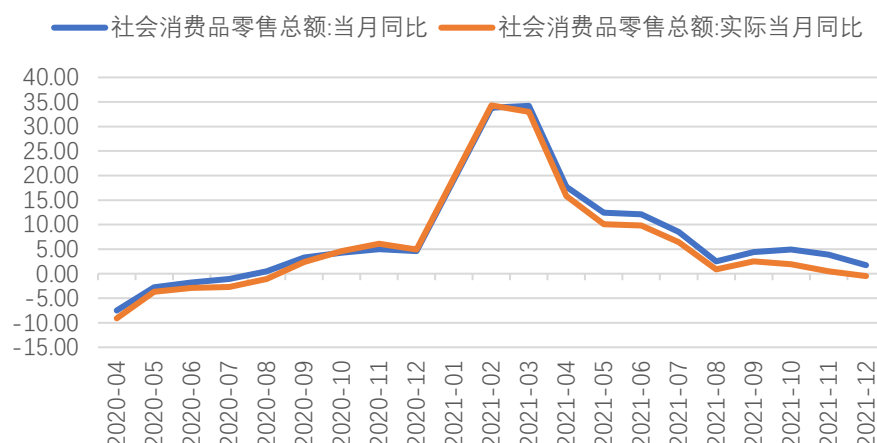


3、疫情、地产继续拖累消费。

12月当月消费增速1.7%，较前值降低2.2个百分点。两年复合增速3.9%，较前值降低0.5个百分点。12月疫情继续扩散，多地居民出行受到限制，对消费形成较大负面影响。

从细项看，拖累12月消费的主要原因有以下四点：一是餐饮消费仍然低迷，当月同比增长-2.2%，增速虽较上月回升但仍然处于负值，主要受疫情管控措施影响。二是地产相关消费大幅下降，家电、家具、装潢当月增速分别下降12.6、9.2、6.6个百分点，其中家电和家具增速已经由正转负，分别下降至-6%、-3.1%。第三是受双十一促销挤压，12月化妆品、金银珠宝类消费增速有所下降，分别下降5.7、5.9个百分点。第四是受国际油价下跌及出行减少影响，石油及制品消费增速从25.9%下降至16.6%。

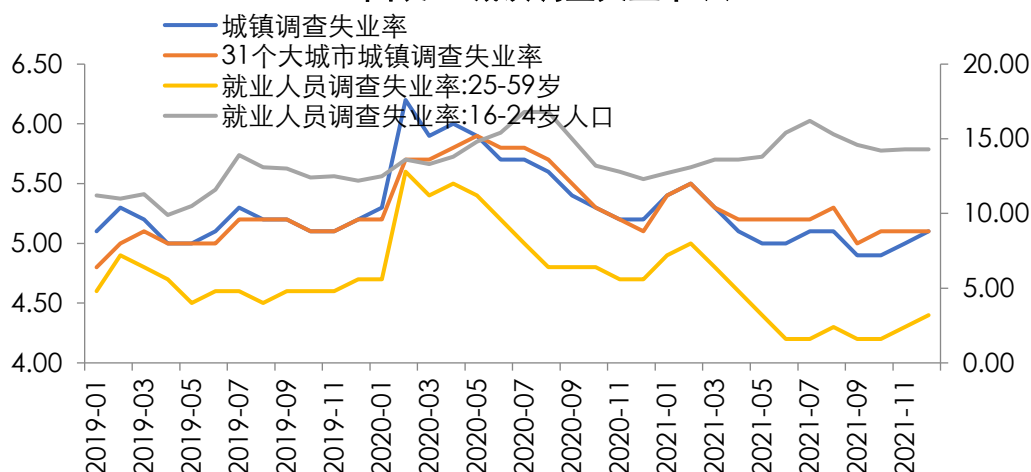
图表 7 社会消费品零售总额当月同比增速 (%)



4、失业率季节性上升，中青年就业压力较大。

12月，全国城镇调查失业率5.1%，较上月继续提高0.1个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.1%，与上月持平。从历年数据来看，在春节前的1~2个月，整体失业率会有所上升，鉴于今年1月底为春节且疫情防控政策使得部分人员提前返乡，失业率上升有部分季节性原因。

图表 8 城镇调查失业率 (%)

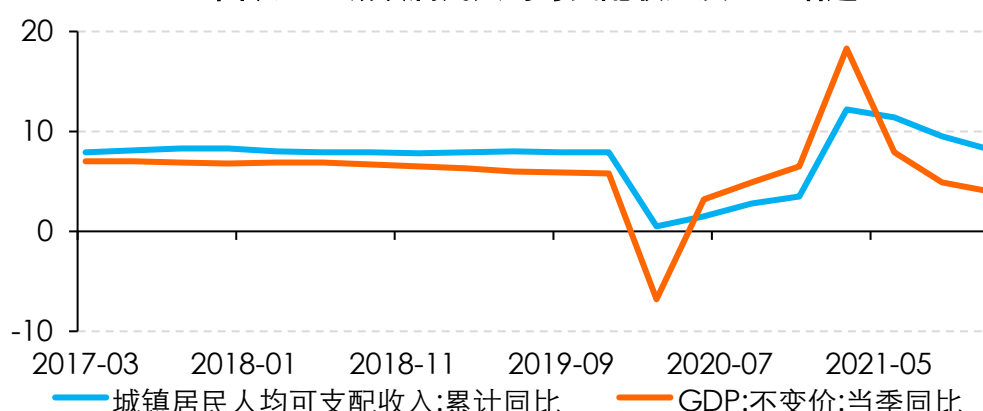


其中25-59岁群体人口调查失业率为4.4%，较上月提高0.1个百分点。16-24岁群体调查失业率为14.3%，与上月持平。青年团体失业率较为稳定，但一直高于往年平均水平（11.5%左右）。中年团体失业率有所上升，一方面显示经济下行压力较大，另一方面也可能与邻近春节，部分工作人员提前返乡过年

有关。从 PMI 从业人员指数看，12 月小幅上升 0.2 个百分点至 49.1%，BCI 企业招工前瞻指数也小幅回升 1.7 个百分点至 66.59%，显示大、中小企业的用工需求均略有改善。

从居民收入增速来看，2021 年城镇居民人均可支配收入累计增速为 8.2%，略高于 GDP 增速（8.1%）。分季度来看，三季度以来 GDP 增速快速下滑，对居民收入形成拖累。短期内经济下行速度较快，且行业整顿、出清持续进行，居民收入增速可能继续下降，对消费的支撑将进一步减弱。

图表 9 城镇居民人均可支配收入及 GDP 增速



5、贸易顺差再创新高，能源类进口量价齐跌。

(1) 假期过后消费品需求回落，上游工业品出口保持较高增速。

按美元计，12 月份当月出口同比增速为 20.9%，较前值降低 1.1 个百分点，但高于市场预期。2021 年累计增长 29.9%，全年出口保持较高增速，但增速逐步降低。

图表 10 中国进出口累计增速（以美元计，%）

出口 进口

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_36315

