

# 周度经济观察

——货币宽松加码，信用改善缓慢

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

2022年1月25日

## 内容提要

去年12月以来能耗双控政策的放松对工业生产形成支撑，并导致权益市场上新能源链条出现调整。高频数据显示这一放松目前仍在延续。

当前货币政策大幅宽松，而信用环境的改善缓慢，不过央行推动信用环境改善的意愿强烈，而且历史上信贷总量的上升后往往也会出现结构的优化，在此背景下权益市场系统性向下的风险较低。

近期地缘政治冲击海外市场风险偏好，但市场的主要焦点仍在于全球主要央行货币政策正常化的节奏。考虑到美联储致力于遏制通胀“脱锚”，一季度海外市场的波动或将加大。

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、能耗双控政策趋于缓和

回头来看，去年 12 月份以来在宏观经济层面发生的一个重大变化是能耗双控政策的调整。

这一调整在物量数据上表现为煤炭、钢铁、水泥等产量的抬升；在工增数据上，去年 12 月对照行业工增两年复合增速下降 0.2 个百分点，而限产行业增速大幅回升 1.8 个百分点，两者的裂口从上月的 5 个百分点缩窄至 3 个百分点。

在价格层面，限产行业的价格大幅回落，对 PPI 形成主要拖累，而对照行业的价格总体稳定。

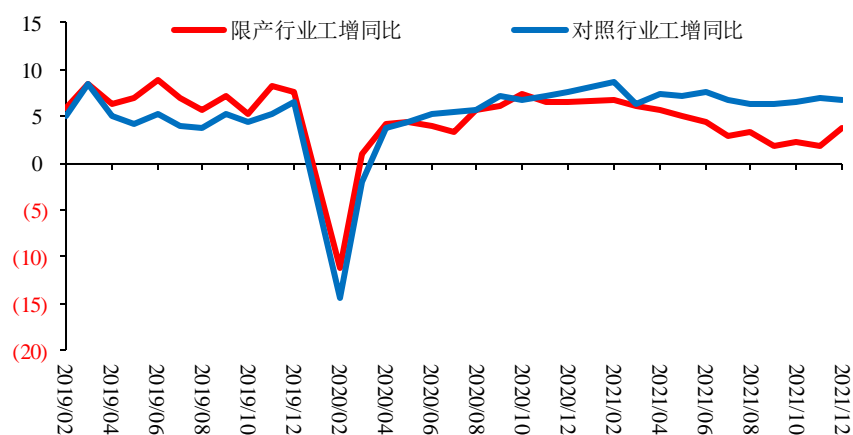
这一量价组合以及细分行业的变化，集中体现了能耗双控政策放松对宏观经济的影响。

去年下半年，限产行业的工业增速平均低于对照行业约 4 个百分点，考虑到限产行业在 GDP 中占比近 10%，能耗双控政策对 GDP 的拖累可能在 0.4 个百分点左右，当前这一政策的扭转正在对经济形成正面影响。

从最新的高炉开工率和产量数据来看，能耗双控政策的放松仍在延续，这意味着今年一季度宏观经济有来自于能耗双控政策放松的支撑。

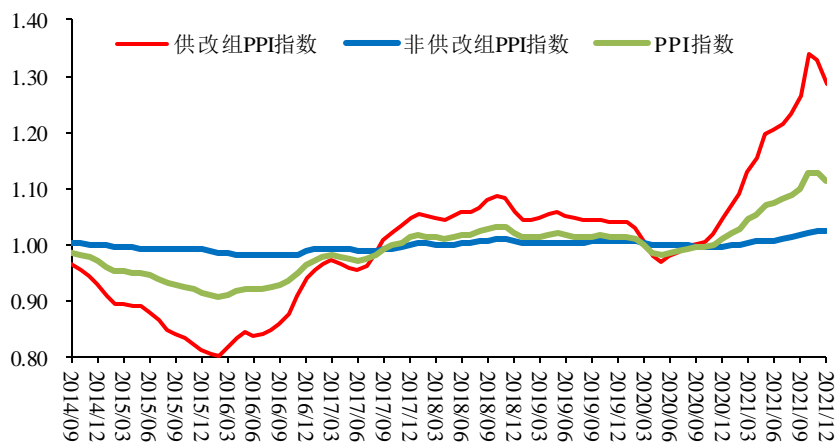
在权益市场层面，年初以来新能源产业链的调整尽管与其估值过高、机构持仓集中有关，但能耗双控政策的实质放松或许是这一轮调整的重要催化因素，从这个角度来看，新能源链条的趋势回升或许仍需时间。

图1: 限产组和对照组工业增速, %



数据来源: Wind, 安信证券  
2021年为两年复合同比

图2: 限产组和对照组PPI指数



数据来源: Wind, 安信证券

上周烟台市住建局放松预售资金监管, 住建部再次强调充分释放居民住房需求, 房企中资美元债价格大幅反弹、股票指数走强。当前房地产行业流动性层面面临的主要问题包括金融机构惜贷、预售资金监管偏严。前者央行正在加强引导, 后者政策也表现出必要的关注, 因此房地产行业流动性进一步恶化的风险在降低, 这避免了房地产行业无序出清的发生, 但行业开工、投资的企稳回升仍需等待。

短期而言, 对一季度经济影响较大的变量在于消费的走向, 去年春节由于就地过年政策的影响消费大幅下滑, 宏观经济明显减速。而近期国内疫情形势加速

恶化，多地疫情防控政策加码，这使得消费的恢复存在较大不确定性，春节期间出行、餐饮、票房的数据值得密切留意。

## 二、货币宽松加码，信用改善缓慢

在央行下调 7 天逆回购和 MLF 利率后，上周 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 分别下调 10bp、5bp，央行相关官员对货币政策的表态趋于积极。

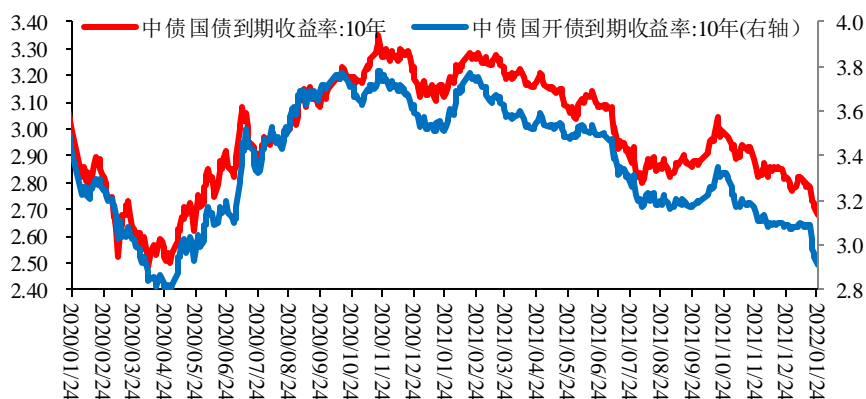
在此影响下，上周以来债券市场利率持续下行，1 年期国债收益率大幅下行 17bp，10 年期国债收益率下行 8bp，向下突破 2.7%，期限利差快速走阔。

此前市场的担忧主要集中在财政政策发力、信用环境回暖、经济触底反弹，但从当前的情况来看，央行货币政策的宽松主导了市场的走势，而且这一宽松的过程尚未结束。

信用环境层面，在三条红线、贷款集中度要求维持偏严，地方财政纪律始终受到强力约束的背景下，房地产和基建发力的空间有限，这使得本次信用环境的企稳改善在节奏上相对更晚。信贷开门红可能主要体现为量的扩张，而非结构的改善。

货币政策宽松带来的大量流动性难以快速流入实体经济端，最终推动债券市场收益率大幅下行。尽管当前各期限收益率水平均处于历史较低位置，但基本面和政策对债券市场仍然有利，收益率趋势上行的风险较低。

图3：10年国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

从自上而下的角度来看，近期权益市场的调整，一方面与信用环境的改善缓慢，信用扩张预期转弱有关；另一方面能耗双控政策的放松也对去年涨幅较大的新能源链条形成调整压力。

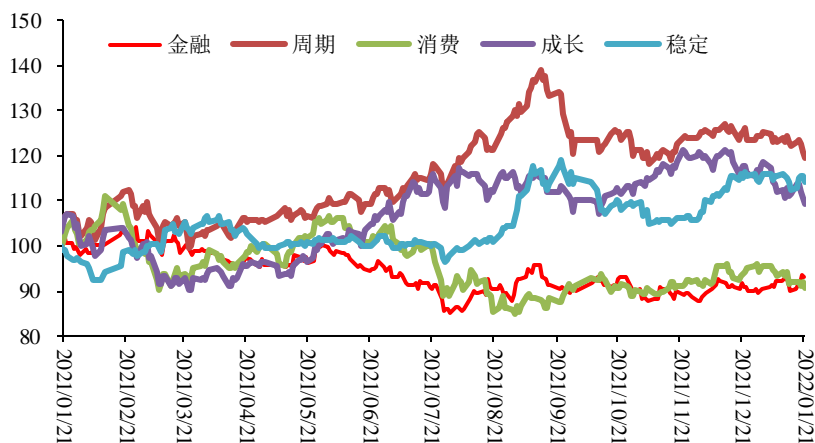
此外，美联储加息节奏的加快对全球权益市场形成了冲击，地缘政治风险也打压了市场的风险偏好，但总体而言，当前海外市场波动以及政策变化对我国市场的影响相对次要。

就国内情况而言，尽管信用环境尚未有实质改善的迹象，但央行致力于推动信用改善的意愿强烈，信贷总量的上升发生后往往也会出现结构的优化，因此信用环境再次收紧的风险较低，改善的方向确定。

本次货币政策的宽松和信用环境的改善与2018年最大的区别在于，在去杠杆的背景下，2018年信用环境总体在收紧，信贷市场利率快速上行，进而对权益市场形成巨大压力。而本次信用环境总体并未出现收紧，信贷市场利率保持平稳，因此从信用环境来看，权益市场系统性下跌的风险较低。

伴随信用环境的缓慢改善、基建投资的前置发力以及经济预期的回升，权益市场在经历震荡后有望重心上移。

图4：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以2020年12月31日为100

### 三、美联储遏制通胀“脱锚”，但政策节奏仍存变数

上周四至本周一近3个交易日的美国股市震幅巨大。尤其是昨夜标普500指数盘中一度下跌近4个百分点，创近两年盘中最大跌幅，而临近尾盘又快速反弹，最终小幅收涨。

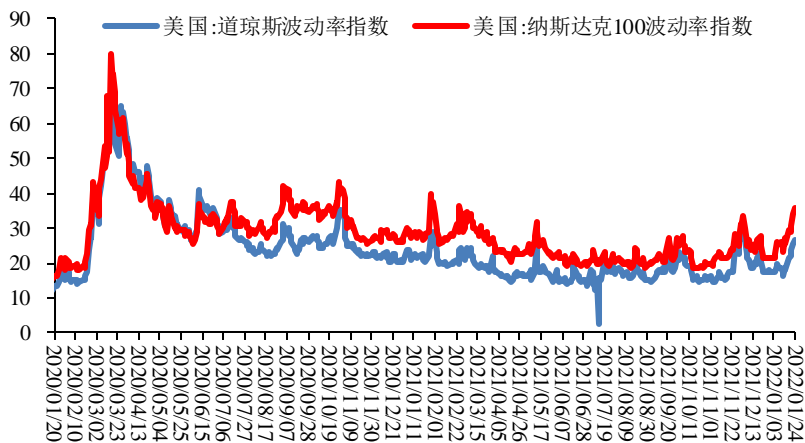
债券市场层面，近期长短端国债的收益率均出现回落，从TIPS拆分出的实际利率和通胀预期双双下行，同期美元指数和黄金价格依然坚挺。

这样的资产价格组合或许反映出，市场的风险偏好正在下降。从美国自身来看，部分经济数据的疲软可能使得市场对经济增长的预期转弱，企业陆续公布的财报数据也使得盈利预期面临快速调整。

尤其是在通胀处于高位、加息节奏加快的背景下，市场可能担心遭遇盈利和估值层面的双重冲击。叠加俄罗斯与乌克兰紧张局势的进一步升级，美股市场波

动率指数盘中一度上升至仅次于疫情初期以来的最高水平，显示出市场的担忧情绪浓厚。

图5：美国道琼斯和纳斯达克波动率指数（VIX）

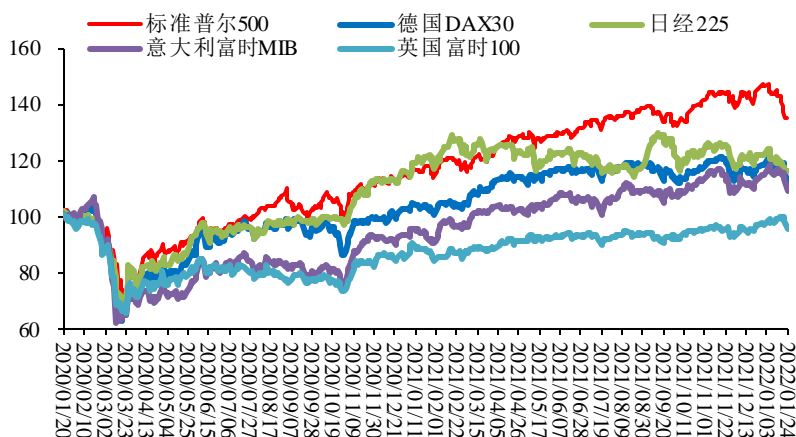


数据来源：Wind，安信证券

尽管当前欧洲货币市场对欧央行加息的预期时点已从今年 10 月推迟至年底，但欧洲主要权益市场股指仍在本周一夜盘大幅调整，斯托克 600 指数下跌 3.8%，创 2020 年 6 月以来单日最大跌幅。与此同时，欧债收益率整体下行，10 年期德债收益率下行至 -0.15%，为 1 月 5 日以来的最低值，同样显示出在地缘政治的影响下，市场风险偏好出现回落。

往后看，本周四凌晨美联储将公布 1 月议息会议决议结果，主席鲍威尔将随后召开新闻发布会。考虑到遏制通胀预期“脱锚”、以及熨平市场波动的需要，预计鲍威尔表态可能偏中性。市场的短期走向取决于市场预期与美联储表态的差异。

图6: 主要发达经济体股指 (定基数)

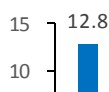


数据来源: Wind, 安信证券; 2020年1月2日为100

从今年以来标普 500 分行业涨跌幅的情况来看, 仅有能源行业为正增长, 且大幅领先于其他行业至少 14 个百分点。尽管其属于顺周期的行业, 但其上涨主要源于石油受到短期供应冲击所带来的价格上升, 并非经济复苏出现加速。

而在其他行业中, 对低利率较为依赖的、偏成长风格的行业跌幅相对较大, 表明当前市场的调整主要是对于美联储加息时点、幅度、频率等方面可能存在的超预期进行定价。

图7: 标普 500 分行业涨跌幅 (2022 年初至 1 月 21 日), %



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\\_36537](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36537)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn