

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 抛基建，干消费！
- 12 月经济数据点评：经济弱势，亟待政策托底
- 紧跟政策与疫情，伺机而动

- **经济结构不佳，央行动作频频。**2021 年底经济数据显示经济结构不佳，房地产继续恶化、投资提振不明显、服务业仍有较大拖累，叠加 2022 年年初信用扩张弱势的信息，导致市场对经济预期偏悲观。为防止市场“哀莫大于心死”，央行动作频频。在央行悉心呵护之下，债市大涨，商品保持强劲，但股市仍然低迷。
- **抛基建，干消费。**中央经济工作会议召开以来，A 股在短期上涨后超预期连续走弱，但在稳增长政策出台的预期下，老基建指数保持强势，高估值板块跌幅明显。站在当下时点，我们判断，随着稳增长政策逐渐兑现，老基建板块高点渐近，消费股布局机会已至。
- **美国加息预期抬升，美股大跌值得关注。**在美债上行的催化下，美股最近经历了大幅调整，特别是上周，尤其是纳指。鉴于 A 股及港股之前跌幅较大，受影响幅度不大，港股甚至还大幅反弹。然而，如果美股继续大幅调整，A 股及港股依然会受拖累。美股下行直接拖累美债也大幅下行，可能会倒逼美联储改变其鹰派取向。在当下，建议紧密跟踪美股变化，灵活应对。
- **人民币强势为货币政策预留空间。**近期美元指数有所走强且中美利差边际收窄，但人民币汇率依然强势。部分市场观点认为央行抓住货币政策窗口期，通过加强结汇推高汇率，为美联储加息人民币承压留足空间。但通过比照人民币与新台币的走势，我们更倾向于认为净出口是推动人民币走强的关键力量。
- **后市展望。**从中期角度来看，我们对股市依然谨慎乐观，指数来看港股机会更大；A 股更多是结构性机会，建议当下撤基建，买消费；总体来看低估值依然占优。国债收益率则可能在当前点位下有所回升，整体保持低位震荡。风险上看，疫情变化及美股大幅调整的风险值得关注。

风险提示：疫情超预期

1 经济结构不佳，央行动作频频

2021 年底经济数据显示经济结构不佳，房地产继续恶化、投资提振不明显、服务业仍有较大拖累，叠加 2022 年年初信用扩张弱势的信息，导致市场对经济预期偏悲观。为防止市场“哀莫大于心死”，央行动作频频，1 月 17 日下调 MLF 和 OMO 利率各 10bp，并且 MLF 超额续作了 2000 亿元；1 月 18 日央行喊话市场，称货币政策将“充足发力”、“精准发力”、“靠前发力”；1 月 20 日下调五年期 LPR 5bp，为近 20 个月首次，下调一年期 LPR 10bp。在央行悉心呵护之下，债市大涨，商品保持强劲，但股市仍然低迷。

表 1 12 月 6 日中央政治局会议后央行动作频频

时间	内容
2022 年 1 月 20 日	5 年期 LPR 下调 5bp，为近 20 个月首次，一年期 LPR 下调 10bp
2022 年 1 月 17 日	MLF 和 OMO 利率各下调 10bp，MLF 超额续作了 2000 亿元
2022 年 1 月 1 日	人民银行实施两项直达工具接续转换加大对小微企业支持力度。
2021 年 12 月 20 日	2021 年 12 月一年期 LPR 下调 5BP
2021 年 12 月 7 日	人民银行决定下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点
2021 年 12 月 6 日	人民银行决定 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

资料来源：中国人民银行，首创证券

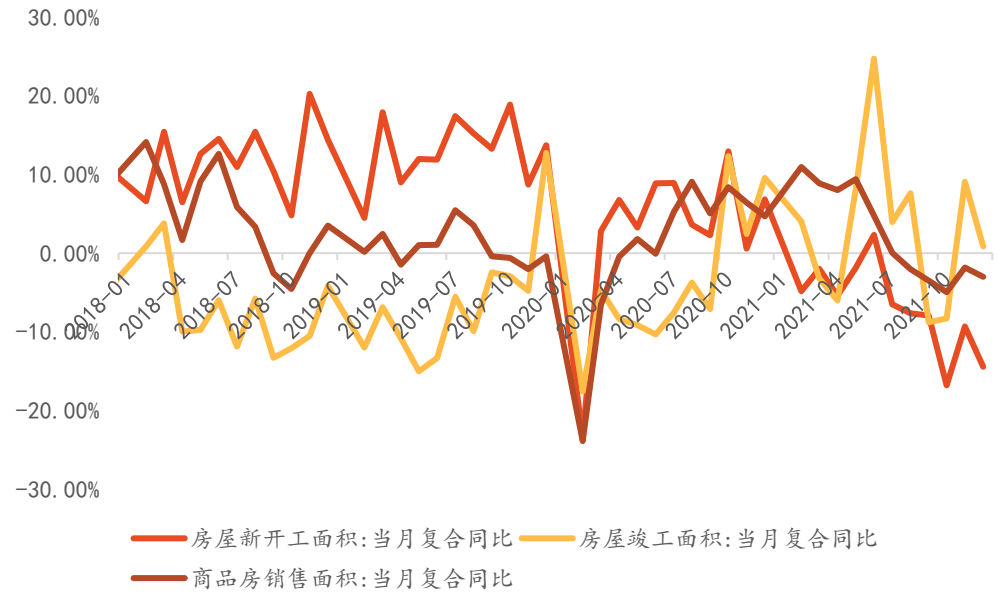
经济结构不佳，房地产继续恶化、投资提振不明显、服务业仍有较大拖累。

一则，房地产基本面继续恶化，各项指标再次下滑。11 月可能是前期积压的居民按揭贷款得到集中办理，房地产基本面短暂反弹，但是后续维稳政策乏力，导致房地产 12 月份的各项基本面指标再次走弱，商品房销售、房屋新开工面积、房屋竣工面积复合同比分别为 -3.03%、-14.44%、0.87%，较前值分别下降 1.21、5.12、8.21 个百分点。

二则，固定资产投资微增，基建投资不及预期。12 月除了制造业投资维持高增以外，其余分项缺乏亮点，固定资产投资、房地产开发投资、基建投资复合同比分别为 3.92%、-2.98%、-0.32%，分别较前值微增 0.33 个百分点、下降 6.01 个百分点和 0.22 个百分点。

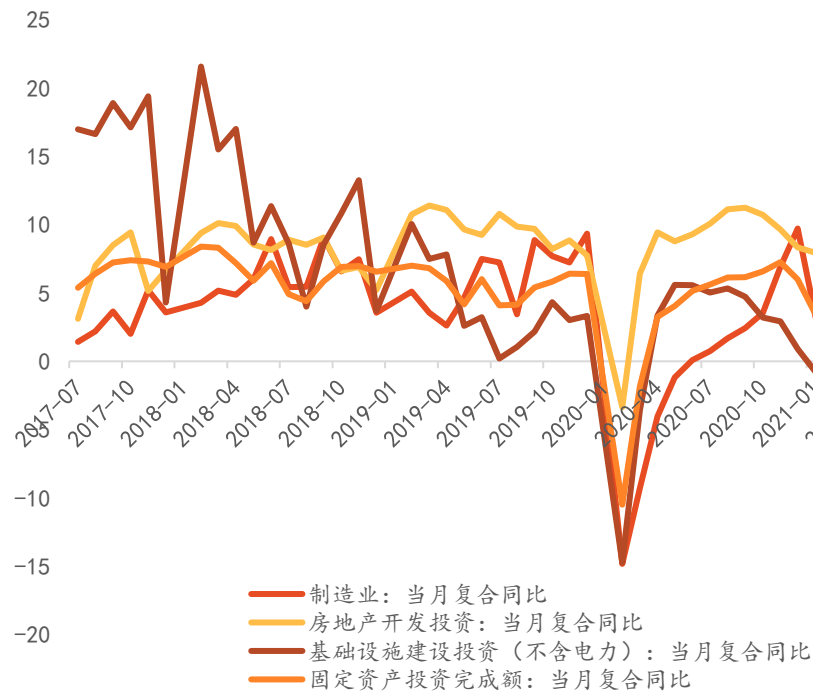
三则，服务业有韧性，但拖累仍不小。12 月份的社零数据全面走弱，更进一步，我们从消费分项可以看到，大部分分项在 12 月份全面走弱，既包括地产后周期分项如家用电器、家居、建筑装潢等，也包括通讯器材、汽车、商品零售、服装鞋帽等，可能指向经济动能趋弱对消费复苏有负向影响。

图1 房地产下滑



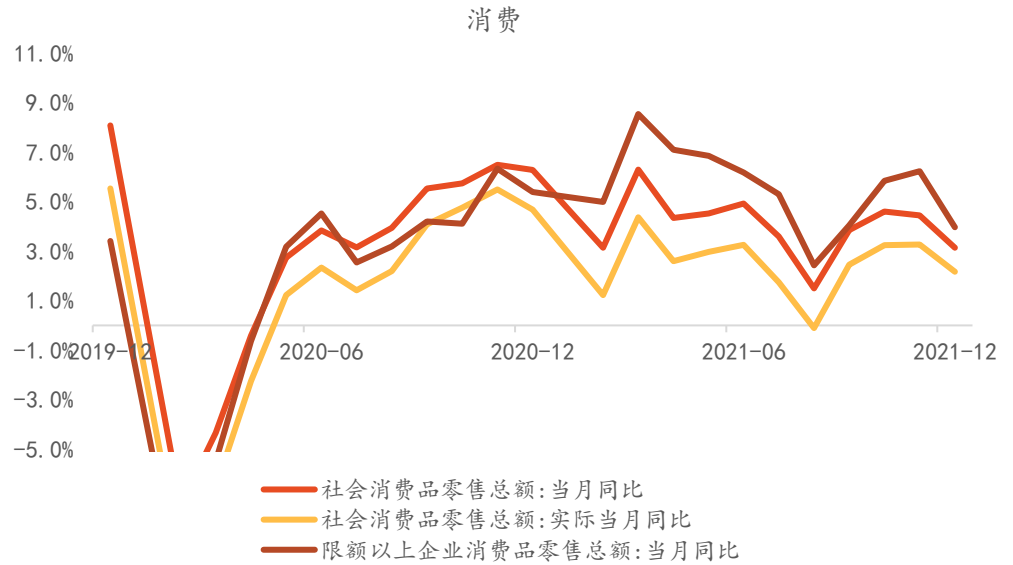
资料来源: Wind, 首创证券

图2 固定资产投资



资料来源: Wind, 首创证券

图3 社零复合同比



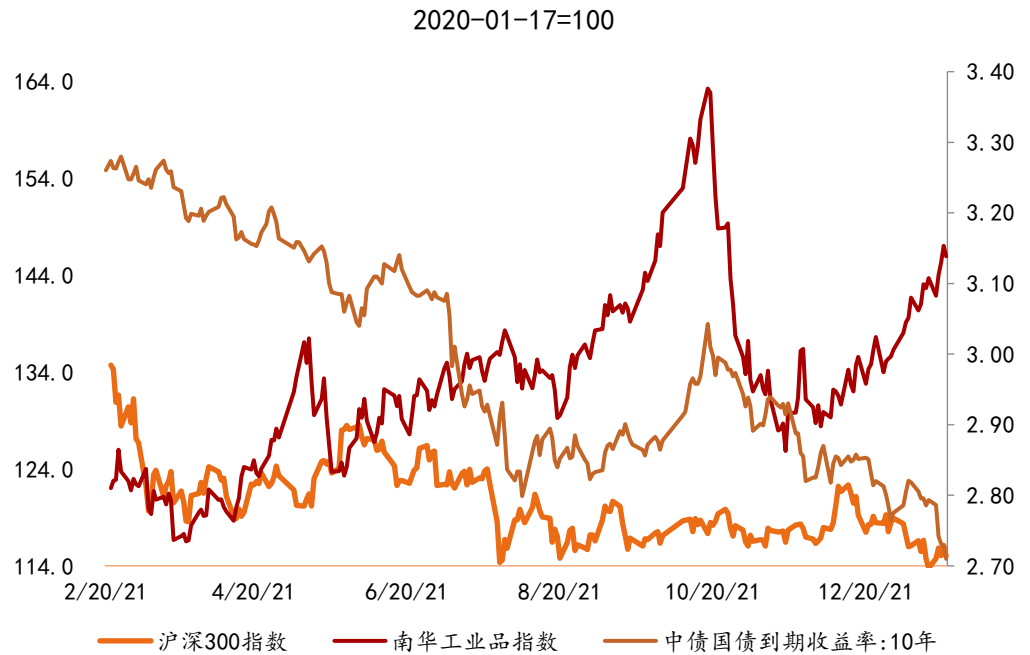
资料来源: Wind, 首创证券

2 债券商品走强，股市情绪低迷

在央行悉心呵护之下，债市大涨，商品保持强劲，但股市仍然低迷。

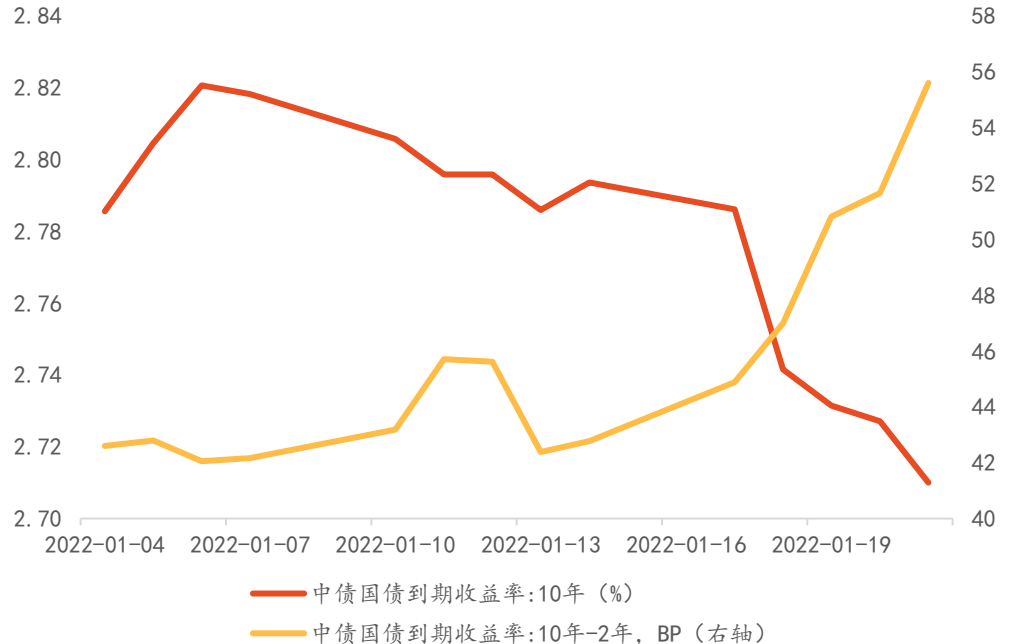
17日降息当天，短端利率下行幅度较大，10年期国债收益率小幅下行，原因或在于MLF/OMO降息幅度略超出市场预期，对中短端利率形成直接利好。但长端利率表现较为纠结，一方面可能因降息后部分多头进行止盈操作，另一方面可能因市场担忧降息后信用出现复苏。18日、19日债市表现抢眼，部分原因可能在于2021年金融统计数据新闻发布会上央行表态偏鸽，引发市场对后续货币政策进一步宽松的乐观预期。

图4 股债商走势



资料来源: Wind, 首创证券

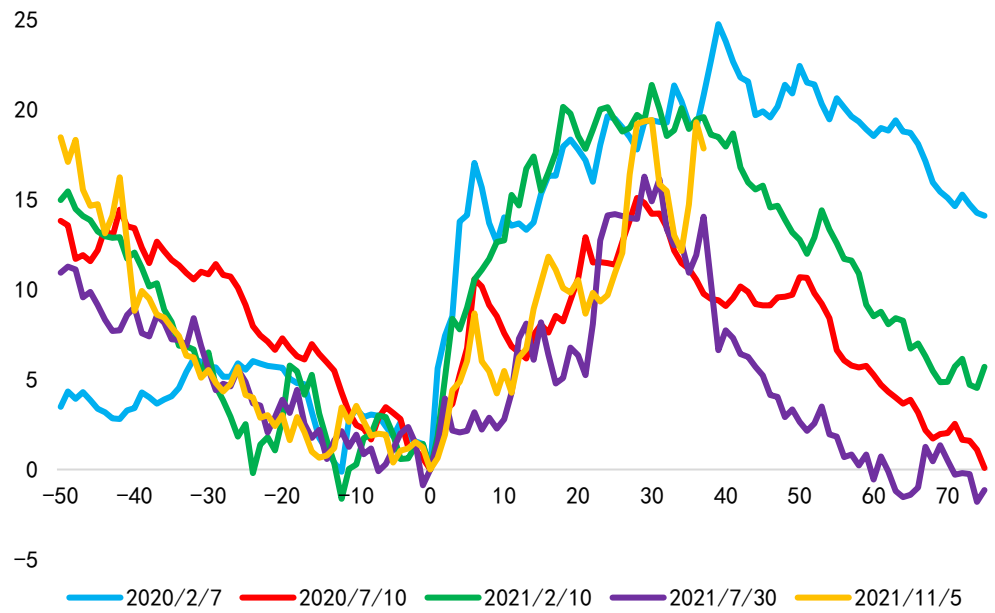
图5 降息后短端利率下行幅度更大



资料来源: Wind, 首创证券

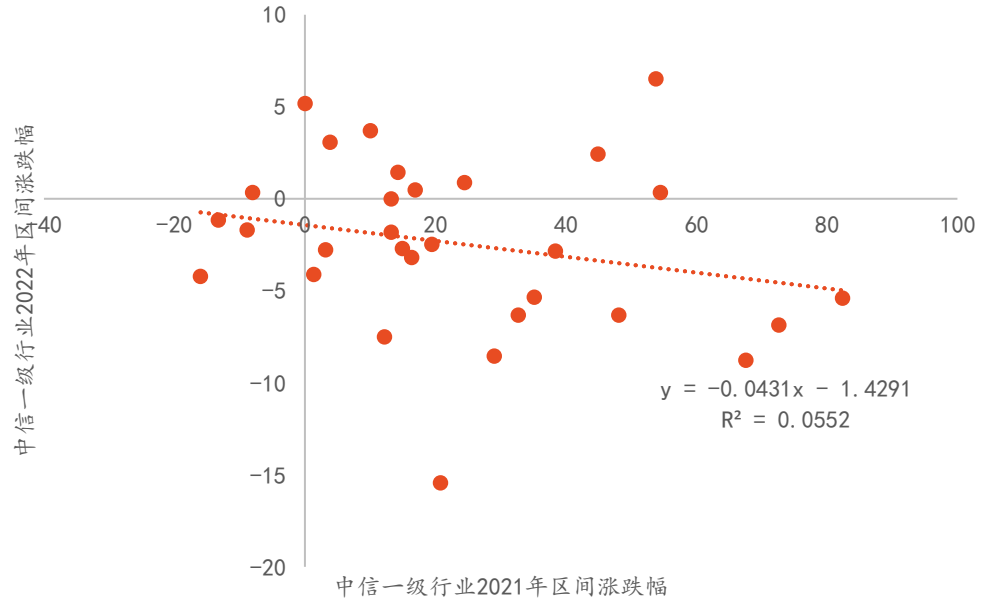
抛基建, 干消费。中央经济工作会议召开以来, A 股在短期上涨后超预期连续走弱, 但在稳增长政策出台的预期下, 老基建指数保持强势, 高估值板块跌幅明显。站在当下时点, 我们判断, 随着稳增长政策逐渐兑现, 老基建板块高点渐近, 消费股布局机会已至。

图 6 老基建板块将迎来利好出尽



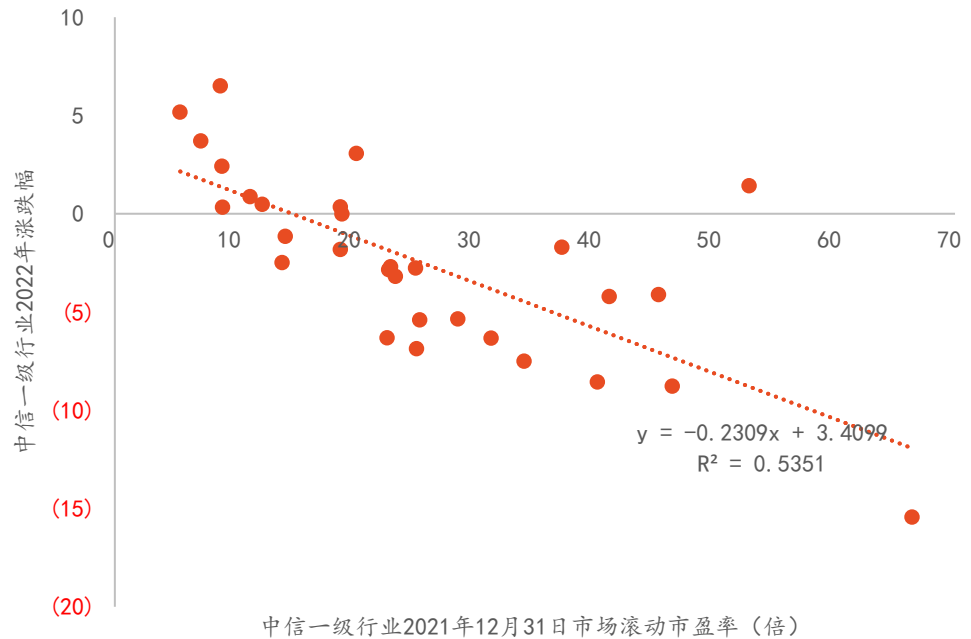
资料来源: Wind, 首创证券

图 7 2021 年涨跌幅与 2022 年涨跌幅相关性较弱



资料来源: Wind, 首创证券

图 8 2022 年至今高估值板块跌幅明显



资料来源: Wind, 首创证券

3 美国加息预期抬升，美股大跌值得关注

在美债上行的催化下，美股最近经历了大幅调整，特别是上周，尤其是纳指。鉴于A股及港股之前跌幅较大，受影响幅度不大，港股甚至还大幅反弹。然而，如果美股继续大幅调整，A股及港股依然会受拖累。美股下行直接拖累美债也大幅下行，可能会倒逼美联储改变其鹰派取向。在当下，建议紧密跟踪美股变化，灵活应对。

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_36541



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>