



Research and
Development Center

凛冬已过，静待经济“春暖花开”

2022年1月27日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

凛冬已过，静待经济“春暖花开”

2022年1月27日

摘要:

- **疫情对一季度经济的冲击有多大?** 世界卫生组织的研究显示, Omicron 具有高传染性、高免疫逃逸能力和相对低毒性的特征。目前, 我国已有 6 地陆续发现 Omicron 变异株输入病例。往后看, 国内疫情总体形势预计能够保持平稳, 一方面应对 Omicron, 我国坚持“外防输入、内防反弹”的总策略和“动态清零”的总方针; 二是疫苗加强针加速推广, 可以有效预防病毒大面积蔓延。对于消费, 疫情多点散发, 以及春节“就地过年”不利于消费修复。对于出口, 海外疫情反复将延缓我国出口的下行速度。
- **稳增长靠什么发力?**
 - (1) **基建: 新老基建共同发力, 助力经济“开门红”。**从基建投资的意愿来看, 中央经济工作会议把“要保证财政支出强度, 加快支出进度”, “适度超前开展基础设施投资”列为 2022 年的重要任务之一, 可见基建是今年稳增长的关键抓手。从项目上来看, 2022 年项目储备充分, 新老基建将会共同发力。
 - (2) **宽信用: 货币政策转向宽松, 宽信用落地可期。**1月17日央行调降 MLF 中标利率、OMO 利率; 随后 1月20日, 1年期 LPR、5年期 LPR 下降, 货币政策已转向实质性宽松。我们判断本次宽信用有三个发力方向: 基建、制造业、房地产。
 - (3) **房地产: 纠偏政策密集出台, 减轻房地产下行压力。**一是满足合理住房需求, 1月多城房贷利率环比下调, 放款周期缩短。二是近期房地产企业的融资环境有所改善。三是因城施策, 部分销售放缓较快、房价面临较大下行压力、人口流出严重的城市购房政策已明显放松。四是 2022 年保障性租赁住房将加速建设, 预计拉动房地产投资 1.5-2 个百分点。
 - (4) **产业政策: 能源革命与数字经济积极推进, 有效增强经济动能。**能源革命上, 一方面传统能源的低碳化改造是实现“双碳”目标的关键举措; 另一方面, 可再生能源和电网投资驶入快车道。数字经济上, 近期政策文件频发, 定调全面发展数字经济。数字经济作为继农业经济、工业经济之后的主要经济形态, 对我国经济发展有着重要的意义。
- **美联储加息预期下, 货币政策何去何从?** 我们认为, 美联储开启紧缩周期不会对我国货币政策的“以我为主”产生明显掣肘。第一, 回顾历史, “你紧我松”的局面不乏先例, 其根本原因在于中美经济周期的错位, 中美货币政策并非一定要同步。第二, 货币政策分化对于汇率的影响有限。虽然短期美联储开始紧缩可能会对人民币汇率产生一定贬值压力, 但从中长期来看, 前期支撑人民币升值的因素仍在。一是, 由于海外疫情肆虐, 预计我国出口下行斜率趋缓, 2022 年出口能够维持不错的表现。二是, 外资有望继续增持人民币资产。
- **风险因素:** 新冠病毒变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

目录

一、疫情对一季度经济的冲击有多大？	4
二、稳增长靠什么发力？	8
2.1 基建：新老基建共同发力，助力经济“开门红”	8
2.2 宽信用：货币政策转向宽松，宽信用落地可期	12
2.3 房地产：纠偏政策密集出台，减轻房地产下行压力	13
2.4 产业政策：能源革命与数字经济积极推进，有效增强经济动能	15
三、美联储加息预期下，货币政策何去何从？	19
四、投资建议	23
风险因素	23

表目录

表 1: Delta 与 Omicron 的主要特征对比	5
表 2: 地方政府一季度“开门红”意愿较强	9
表 3: 新老基建将共同发力	11
表 4: 2022 年年初以来地方政策出台公积金贷款、购房补贴等政策	15
表 5: 支持新能源发展的产业政策、货币政策及财政政策梳理	17

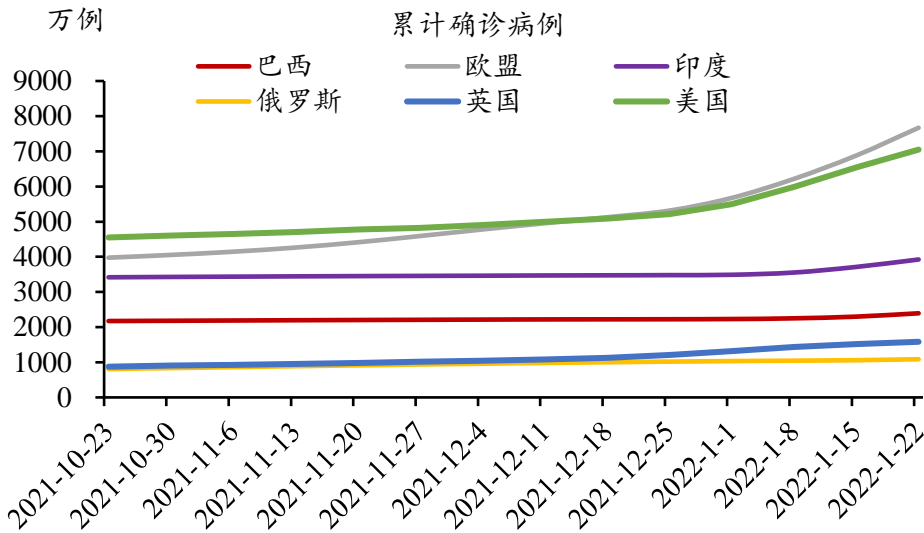
图目录

图 1: 近 3 个月，主要国家与经济体系累计确诊病例	4
图 2: 在许多国家 Omicron 已成为首要的致病毒株	4
图 3: 去年 12 月以来我国确诊病例小幅增加，但整体局势保持平稳	6
图 4: 我国加强疫苗接种情况	6
图 5: 2021 年“就地过年”导致居民消费修复放缓	7
图 6: 美国库销比目前处于偏低水平	7
图 7: 中央定调“适度超前进行基础设施建设”	8
图 8: 赤字率与赤字规模预测	10
图 9: 广义赤字率预测	10
图 10: 中国建筑基建订单 12 月企稳回升	11
图 11: 12 月新增贷款受居民中长期、企业中长期贷款拖累	12
图 12: 1 月 17 日 MLF、OMO 下调，随后 1 月 20 日，1 年期 LPR、5 年期 LPR 下降	13
图 13: 11 月以来房地产行业债券发行有所回升	14
图 14: 煤炭在我国能源消费和电力供应结构中居于主导地位	16
图 15: 我国数字经济规模快速扩张	18
图 16: 数字产业化占数字经济比重约为 20%	18
图 17: 12 月美国同比上涨幅度达到 7%	19
图 18: 12 月美国失业率已下降至 3.9%，与疫情前水平相差不远	19
图 19: 2014 年末-2016 年初、2018 年初-2019 年末中美货币政策分化	20
图 20: 中美货币政策“你紧我松”的原因在于中美经济周期的错位	21
图 21: 2021 年外资净流入规模较大	22
图 22: 1 月 17 日央行宣布降息后，美元兑人民币不升反降	22
图 23: 银行板块估值处于历史较低分位	23

一、疫情对一季度经济的冲击有多大？

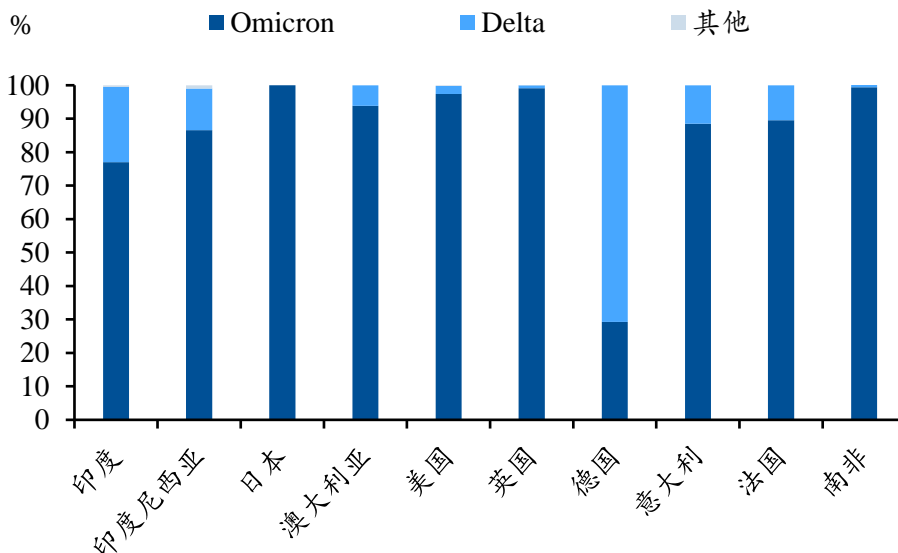
Omicron 变异株在世界主要国家广泛传播。截止 2022 年 1 月 25 日，全球累计新冠确诊病例达 352796704 例，死亡病例共计 5600434 例；与年初相比确诊病例与死亡病例分别增加了 6810 万、17.3 万。随着 Omicron 的迅速传播，世界各国感染 Omicron 的比例显著上升，在许多国家已取代 Delta 成为首要的致病毒株。欧洲多国收紧限制措施，意大利、法国等国陆续于近期推行疫苗接种健康证，要求持有疫苗接种证明的公民才能进入公共场所，而非过去的核酸阴性证明。然而，英国于近日宣布 1 月 27 日终止自去年 12 月开始实施的“Plan B”防疫计划，其中包括戴口罩、居家工作和疫苗接种证明在内的强制性规定。

图 1：近 3 个月，主要国家与经济体累计确诊病例



资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

图 2：在许多国家 Omicron 已成为首要的致病毒株



资料来源: Our World in Data, 信达证券研发中心

目前研究显示，Omicron 具有高传染性、高免疫逃逸能力和相对低毒性的特征。根据世界卫生组织的相关研究，相比 Delta 变异株，由于存在免疫逃避特性（指躲避人体免疫系统），Omicron 表现出了更高的传播性、上呼吸道感染率和再感染风险，不过，Omicron 也显示出了更轻的症状和更低的重症率。虽然 Omicron 降低了疫苗预防感染的能力，但《新英格兰医学杂志》(NEJM) 的相关研究显示，接种加强针后血浆样本对 Omicron 的中和水平更高，说明加强针仍然是对抗 Omicron 流行的有效武器。

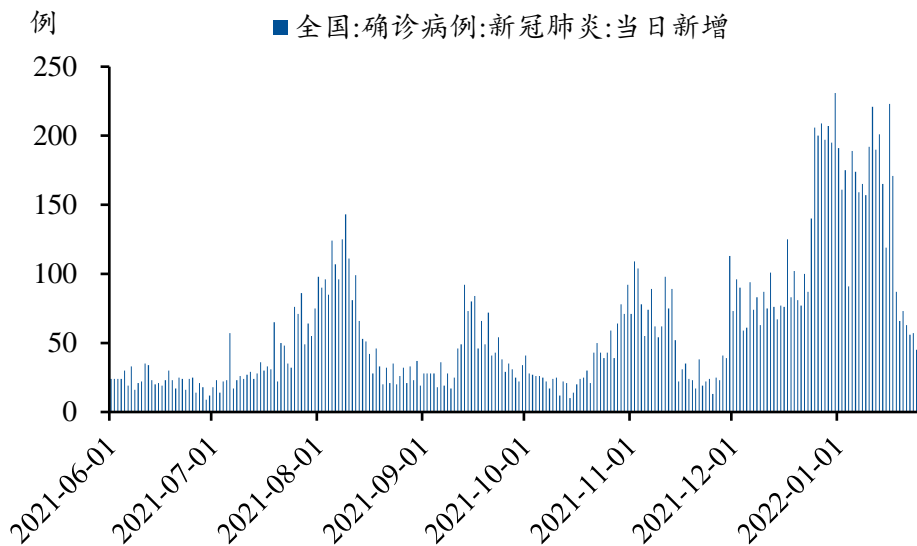
表 1: Delta 与 Omicron 的主要特征对比

特征类型	Delta	Omicron
传播性	相比SARS-CoV-2、变异株Alpha、Beta和Gamma具有更强的传播性	由于其免疫逃逸特性，比Delta具有更强的传播性
重症率	相比前述病毒与变异株，具有更高的住院率和重症率；较高的下呼吸道感染率	感染后的住院率和重症率相比Delta更低；较高的上呼吸道感染率
再次感染的风险	抗体中和活性降低	抗体中和活性降低；再感染风险较高
对诊断的影响	暂无发现	关于抗原快速检测（Ag-RDT）灵敏度的相关研究仍在进行中
对治疗药物的影响	暂无发现	对皮质类固醇和II-6阻滞剂没有影响；降低了部分单克隆抗体的有效性；仍需更多证据
疫苗的作用	降低了疫苗预防感染的能力，但疫苗仍对重症和死亡有较高的保护率	降低了疫苗预防感染的能力；加强针或可提高疫苗效力

资料来源：世界卫生组织、国家卫健委，信达证券研发中心

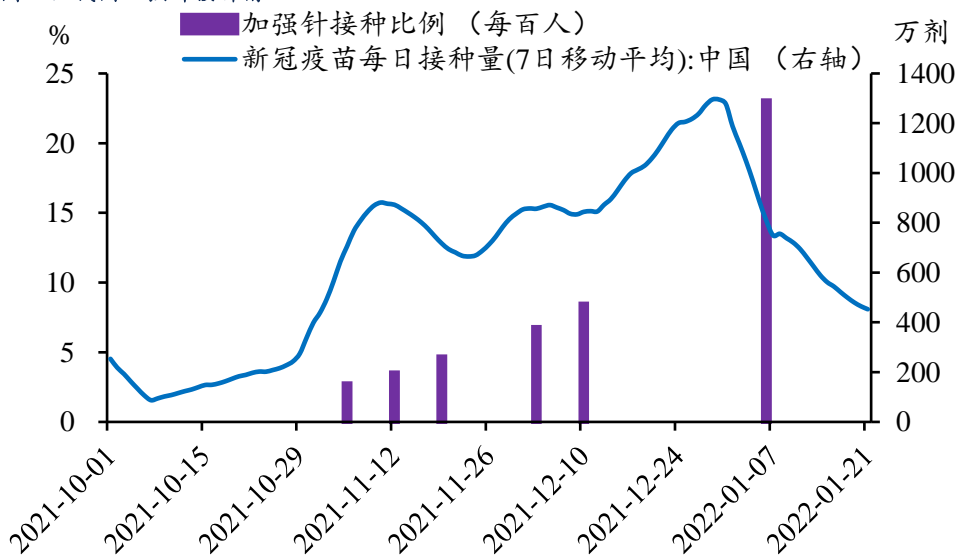
我国疫情总体形势相对平稳。我国天津、广东、湖南等 6 地陆续发现 Omicron 变异株输入病例，外防输入的压力逐渐加大。但从实际情况来看，我国疫情总体形势相对平稳，局部地区发生的本土聚集性疫情总体上能够做到短时间内有效控制。临近农历新年，返乡有可能会造成疫情的聚集性传播。对此，国家卫健委在国务院联防联控新闻发布会上表示，各地应综合分析评估，因地制宜出台相关政策，在中高风险地区采取限制出行的防控政策。往后看，国内疫情总体形势预计能够继续保持平稳，一方面应对 Omicron，我国坚持“外防输入、内防反弹”的总策略和“动态清零”的总方针；二是疫苗加强针加速推广，可以有效预防病毒大面积蔓延。

图 3：去年 12 月以来我国确诊病例小幅增加，但整体局势保持平稳



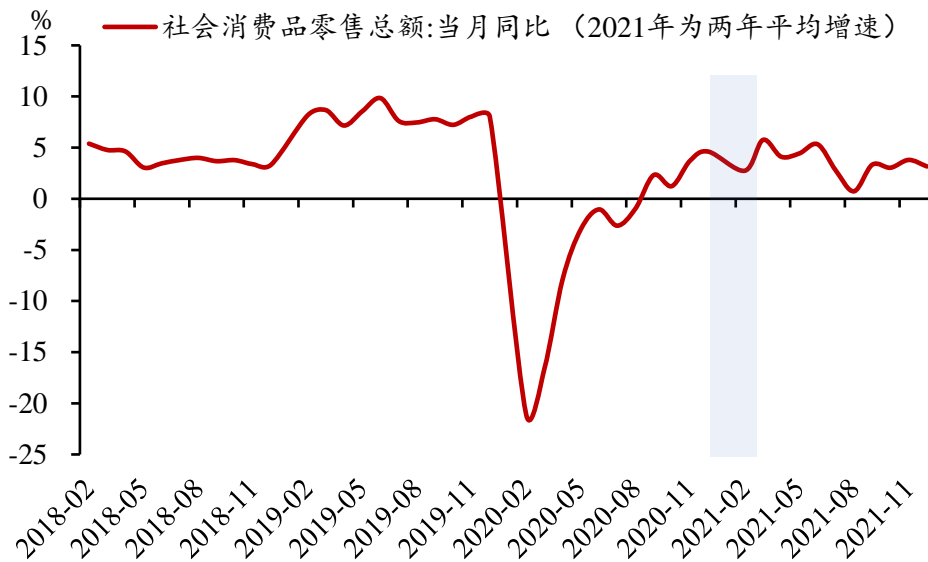
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：我国加强针接种情况



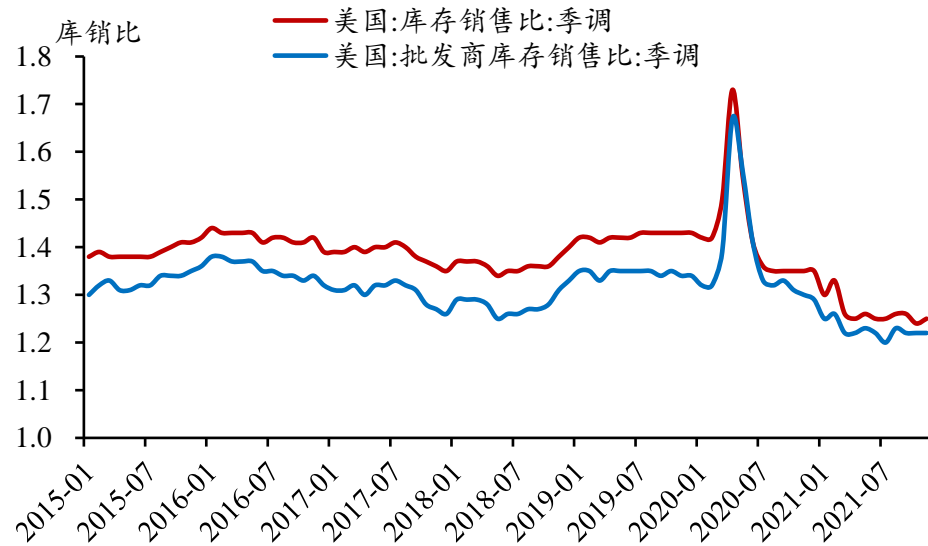
资料来源：Our World in Data，万得，信达证券研发中心

对于消费，疫情多点散发，以及春节“就地过年”不利于消费修复。根据央行四季度调查问卷的结果，居民的消费意愿已迈入稳步复苏的阶段。然而考虑到当前我国采取“动态清零”的疫情防控政策，在“清零”目标下，一旦出现病例，地方上均采取较为严格的防控措施，这会导致消费，尤其是接触性、社交性消费受到严重的冲击。从去年 12 月开始，北京、上海、辽宁、南京等多地陆续发布公告，倡导“就地过年”、非必要不出省。“就地过年”政策或将继续抑制消费修复，但负面影响程度大概率弱于去年。

图 5：2021 年“就地过年”导致居民消费修复放缓


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

对于出口，海外疫情反复将延缓我国出口的下行速度。明年由于出口高基数，加上海外生产能力逐步恢复，出口增速大概率趋于回落。而奥密克戎毒株的冲击可能会导致海外供应链修复放缓，中国出口，特别是中间品、医疗用品，有望保持韧性。另外，还有两个因素对出口形成支撑：一是美国库存比目前处于偏低水平，其核心原因在于劳动力的不足，美国的补库需求将拉动我国出口；二是 RCEP 于今年 1 月 1 日正式生效，成员国之间的关税减让将助力我国“稳外贸”。商务部研究院发布的《RCEP 对区域经济影响评估报告》的测算结果显示，到 2035 年，RCEP 将使中国实际 GDP、出口和进口增量分别较基准情形累计增长 0.35%、7.59% 和 10.55%，出口和进口累计增量将分别达到 3154 亿美元和 3068 亿美元。据此，我们推测 2022 年 RCEP 可以拉动我国出口约 0.7 个百分点。

图 6：美国库存比目前处于偏低水平


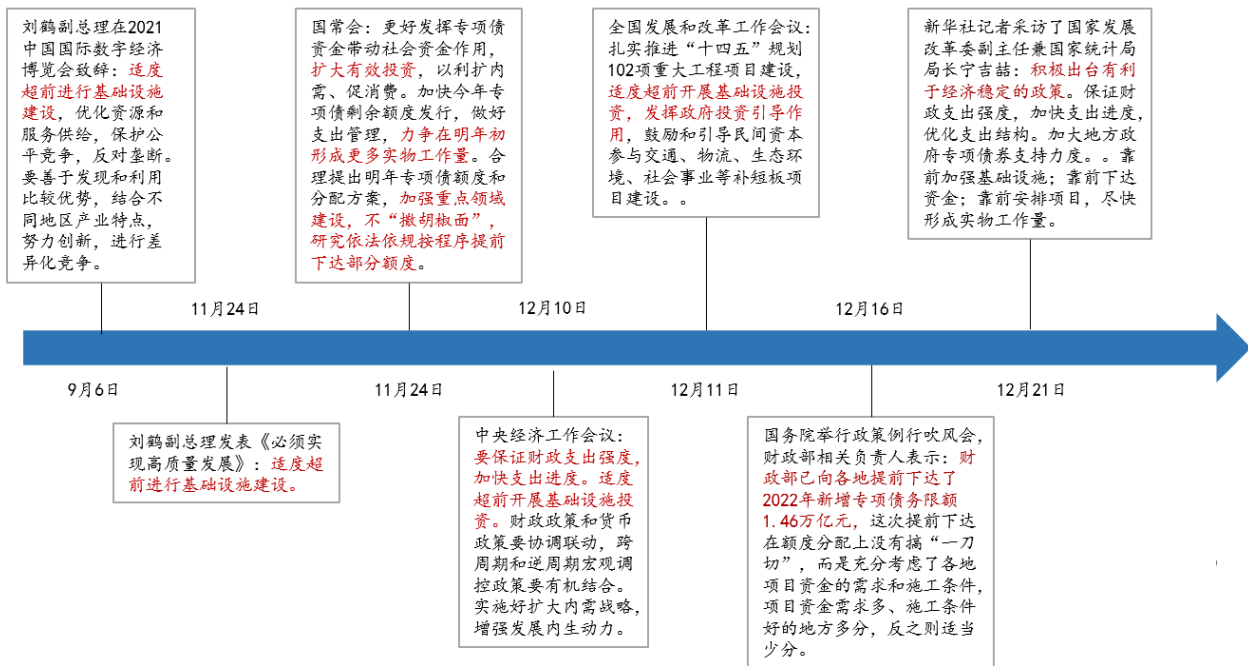
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、稳增长靠什么发力？

2.1 基建：新老基建共同发力，助力经济“开门红”

政府实现一季度基建“开门红”的意愿强烈。2021年9月6日，刘鹤副总理在中国国际数字经济博览会的致辞首次提出要“适度超前进行基础设施建设”。去年12月的中央经济工作会议把“要保证财政支出强度，加快支出进度”，“适度超前开展基础设施投资”列为2022年的重要任务之一，可见基建是今年稳增长的关键抓手。对此，地方政府积极响应，北京、浙江、江西、湖北等10多个省份已明确表示2022年要实现经济“开门红”，落实稳增长。

图 7：中央定调“适度超前进行基础设施建设”



资料来源：信达证券研发中心整理

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_36806

