



海外货币正常化提速，美债飙升原油新高 ——大类资产周观点

投资要点

署名分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

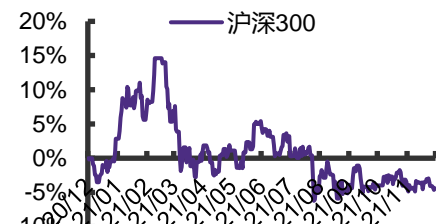
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《稳增长主线延续，北上资金逆势加码》20220126

《美联储货币正常化提速：最快3月加息，6月缩表》20220128

《不一味悲观，不盲目乐观，一起探寻客观》20220204

宏观经济

国内方面，规上工业企业利润实现较快增长，中小企业景气度表现不佳。从数据来看，2021年，高技术制造业、装备制造业、消费制造业表现较好，国企对私营企业盈利挤压有所缓解，补库存阶段已经见顶，接下来或将进入去库存阶段。从1月PMI来看，受冬季淡季影响，1月制造业和非制造业扩张力度减弱，中小企业供需双弱，PMI持续下跌，景气不佳。

海外方面，经济复苏趋势较好，货币紧缩预期增强。1月美国非农就业人口远超预期，劳动力市场向好；多国公布第四季度GDP，增速均略超预期，整体来看，2021年底全球经济表现较好，但今年不稳定因素依然较多，经济增长压力仍存。

政策聚焦

国内方面，积极财政政策明确释放稳增长信号，聚焦中小企业，重点扶持旅游业、制造业等行业高质量发展。各行业十四五规划纷纷发布，政策节奏加快，第一，提高旅游业发展质量，推动“互联网+旅游”，建设世界旅游强国；第二，促进制造业高质量发展，提升中小企业竞争力，2022年再培养3000家左右“小巨人”企业，再支持500家以上重要“小巨人”企业；第三，坚定不移推动“双碳”目标达成，大力发展节能减排，完善绿色低碳政策体系，到达2025年要确保全国单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%；第四，减税降费促发展，将针对市场主体需求，实施新的更大力度组合式减税降费，重点聚焦支持中小微企业发展。第五，安徽宣布全省降低首付比例，引导春季地产消费；第六，赋予贵州更大改革自主权，建设西部大开发改革示范区。

海外方面，欧美央行货币政策进入紧缩周期，俄乌冲突推动原油创7年新高。英央行加息25个基点，加速货币政策正常化；欧央行放弃“年内不加息”言论，预计结束量化宽松时间提前。美联储公布2022年1月FOMC会议，维持现有Taper速度，明示3月加息，最快6月缩表。OPEC+坚持原定增产计划，叠加极端天气影响和俄乌局势升级，油价逼近7年新高。

大类资产行情

股市方面，港股市场表现亮眼。春节前受俄乌局势震荡以及美联储超预期加息影响，A股受到重挫；春节期间港股迎

来全面上涨，迎来虎年开门红；美股受加息预期及财报季影响，美股先涨后跌，宽幅震荡；

货币方面，资金面继续维持宽松状态，信贷有望实现“开门红”；

债券市场，美债突破1.9%回到疫情前水平，仍处于上行趋势；中国国债收益率先下后上；

外汇市场，美元指数大幅上涨，非美货币持续集体走低；

大宗商品市场，美元走强金价承压，海外有色金属价格多数下跌；

房地产市场，安徽成为首个宣布降低首付比例的省份，意在引导春季地产消费，释放积极的宽松信号。

■ 风险提示

经济加速下行；政策不及预期；疫情反复爆发

正文目录

1、宏观经济	5
1.1、2021年规模以上工业企业利润较快增长，或将进入去库存阶段	5
1.2、1月制造业和非制造业扩张速度放缓，中小企业PMI持续下跌	6
1.3、美国就业数据超预期，加息预期再升温	9
1.4、多国公布第四季度GDP，GDP增速略超预期	9
2、政策聚焦	9
2.1、国务院：旅游业发展质量优先，建设世界旅游强国	10
2.2、工信部：加大“专精特新”企业梯度培育力度，促进制造业高质量发展	10
2.3、政治局集体学习：聚焦“双碳”目标，凸显新能源发展地位	10
2.4、国务院：部署节能减排工作方案，加快建立绿色低碳经济体系	11
2.5、国家税务总局：减税降费力度更大，重点聚焦中小微	11
2.6、安徽发改委：减低首付比例，引导春季房产消费	11
2.7、国务院：支持贵州改革发展，建设西部大开发改革示范区	12
2.8、俄乌达成停火协议，地缘风险缓释	12
2.9、美联储：议息会议如期转鹰，货币政策正常化加速	12
2.10、英、欧央行：通胀连创新高，“鹰派”立场加强	13
2.11、OPEC+坚持原定增产计划，原油逼近7年新高	14
3、大类资产行情	14
3.1、股市：节前A股重挫，港股节后强势上涨	14
3.2、货币市场：资金面整体平稳偏松	17
3.3、债市：美债突破1.9%回到疫情前水平，中国国债收益率震荡下行	17
3.4、外汇市场：美元指数大幅上涨，非美货币集体走低	17
3.5、大宗商品市场：美元走强金价承压，海外有色金属价格多数上涨	18
3.6、房地产市场：政策后续融资压力有望缓解	18
4、风险提示	19

图表目录

图表 1：工业企业利润增速持续回落	5
图表 2：国有企业对私营企业利润增长挤压有所缓解	6
图表 3：企业被动补库存或将见顶	6
图表 4：2022年1月制造业扩张速度放缓	7
图表 5：1月全国PMI新订单指数下降	7
图表 6：1月全国PMI新出口订单指数上升	7
图表 7：1月主要原材料价格上涨	8
图表 8：1月库存略有去化	8
图表 9：1月非制造业PMI略有下降	8
图表 10：1月服务业和建筑业PMI新订单	8

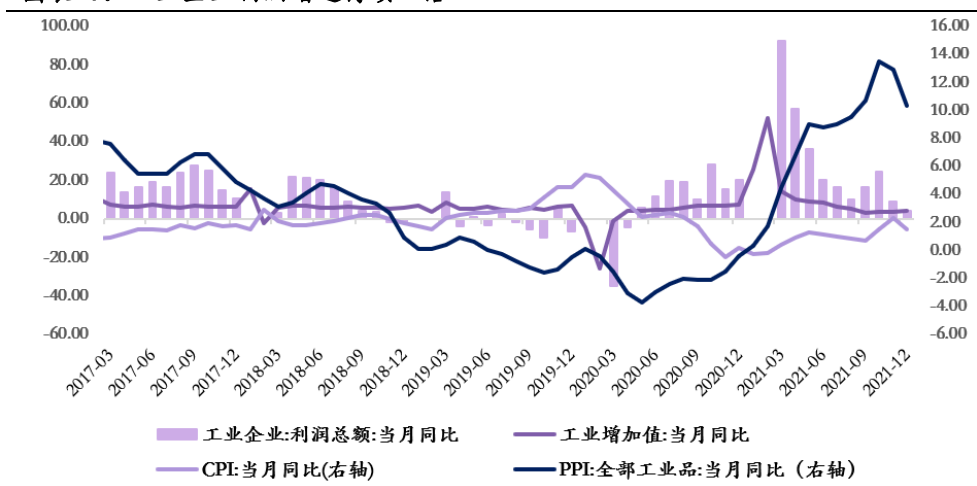
图表 11 : 1月中小企业跌势未止	9
图表 12 : 1月就业水平有所恶化	9
图表 13 : 2022年首场美联储议息会议如期转鹰, 明示3月加息, 最快6月缩表	13
图表 14 : 市场整体跌幅较大	15
图表 15 : 市场风格整体大幅走弱	15
图表 16 : 风格PE估值历史百分位	16
图表 17 : 行业PE与PB历史百分位情况	16
图表 18 : 大类资产一周行情	19

1、宏观经济

1.1、2021年规上工业企业利润较快增长，或将进入去库存阶段

2021年全年工业企业实现较快增长，同比增速前高后低。2021年，全国规模以上工业企业实现利润总额8.71万亿元，利润同比增长34.3%，两年平均增长18.2%。分季度看，利润同比分别增长137.3%、36.0%、14.3%、12.3%，利润同比增速逐步回落。上半年，随着生产端和消费端的修复，各行业利润普遍实现较快增长，工业企业利润增速较为强劲。下半年，产成品价格下降、疫情反复导致需求偏弱带动利润增速持续放缓。

图表 1：工业企业利润增速持续回落



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

上游行业对利润增长拉动较强，高技术、装备、消费品制造业表现较为突出。2021年，受全球供应链紧张、能源价格上涨因素影响，大宗商品价格居高不下，带动上游采矿业和原材料制造业利润实现较快增长，1-12月采矿业和原材料制造业利润分别同比增长190.7%、70.8%，两年平均分别增长41.1%、33.6%；1-12月，高技术制造业利润同比增长48.4%，两年平均增长31.4%，占规上工业企业利润的比重较2020年和2019年分别提高2.1和4.2个百分点；1-12月，装备制造业和消费品制造业利润同比分别增长16.3%、24.6%，两年平均增速分别为13.5%、14.4%，增速均高于规模以上工业平均水平，其中，近九成装备制造业利润较上年实现增长。

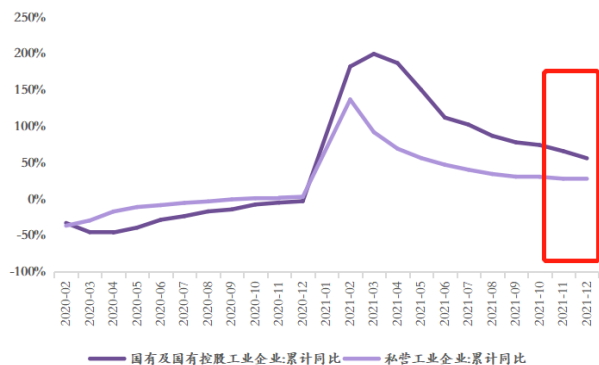
价格回落带动利润增速降至同年最低。12月，规模以上工业企业利润增速当月同比增长4.2%（前值：9.0%）。从量、价、利润来看，12月工业增加值同比增长4.3%，较上月小幅回升0.5个百分点；受保供稳价以及能源价格下跌的因素影响，12月PPI为10.3%，较上月回升2.6个百分点；1-12月营业收入

利润率同比增长6.81%，较1-11月回落0.17%。产成品价格和企业营业利润走低拖累12月规上工业企业利润增速回落。

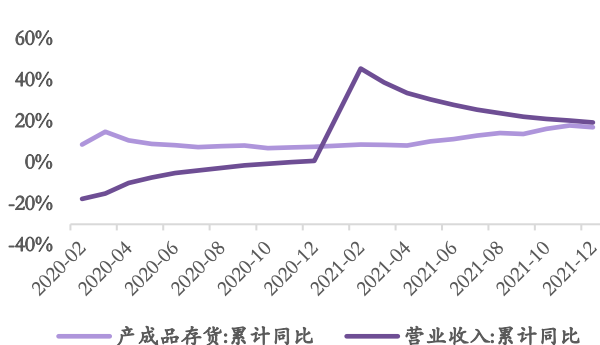
国有企业对私营企业利润增长挤压有所缓解。2021年，1-12月国有控股企业利润同比增长56.0%，较1-11月利润增速回落9.8个百分点；私营企业利润同比增长27.6%，较1-11月利润增速回落0.3个百分点。整体来看，国有企业与私营企业利润增速是持续回落的，但随着助企纾困、中小企业扶持政策的落实，私营企业利润回落幅度较小，国企和私营企业之间的盈利差距得到改善。

工业企业或转向去库存阶段。1-12月，规上工业企业产成品库存同比增长17.1%，较11月回落0.8个百分点，显示补库存或已到达顶点，接下来可能将要进入去库存阶段；从营业收入增速来看，12月累计增速19.4%，较11月回落0.9个百分点，企业盈利增速放缓，企业被动补库存或将见顶，进入去库存阶段。

图表 2：国有企业对私营企业利润增长挤压有所缓解



图表 3：企业被动补库存或将见顶



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

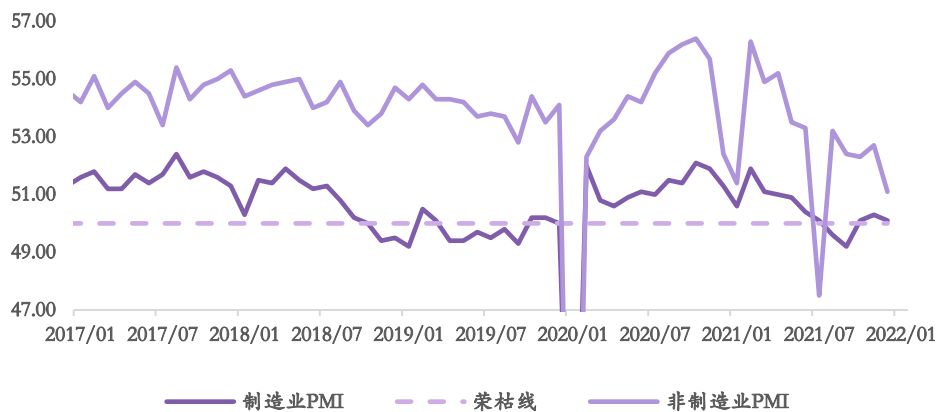
总体来看，受工业品价格回落影响，工业企业利润增速放缓，下阶段利润增速仍存在较大压力，要关注稳增长以及对制造业专精特新扶持的政策落实情况。

1.2、1月制造业和非制造业扩张速度放缓，中小企业PMI持续下跌

节前生产转淡，1月制造业PMI略有回落。1月全国制造业PMI50.1，前值50.3，较前值回落0.2，仍处于荣枯线之上。**需求层面**，1月需求持续收缩，1月全国制造业PMI新订单下降0.3至49.3，1月全国制造业PMI新出口订单回升0.3至48.4，新订单指数与新出口订单指数差值收窄至0.9，PMI新订单已连续6个月处于荣枯线之下，PMI新出口订单连续9个月处于荣枯线以下；**生产层面**，1月生产扩张有所放缓，1月PMI生产指数季节性回落0.5个百分点至

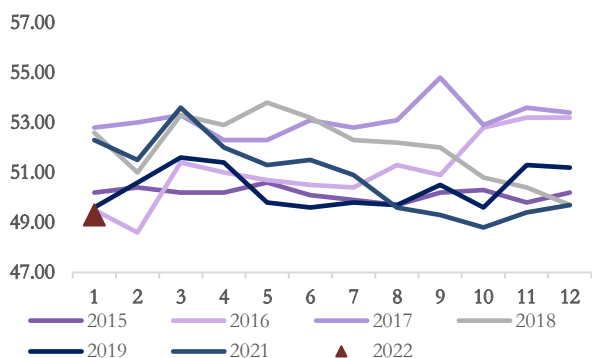
50.9，仍处于同期中较低水平；**价格层面**，受俄乌地缘政治风险的影响，原材料价格上涨，1月全国制造业PMI出厂价格上涨8.3至56.4，1月全国制造业PMI原材料购进价格上涨5.4至50.9，双双回归扩张区间；**库存层面**，库存略有回落趋势，1月全国制造业PMI产成品与原材料库存分别下降0.5、0.1至48.0和49.1。

图表 4：2022 年 1 月制造业扩张速度放缓



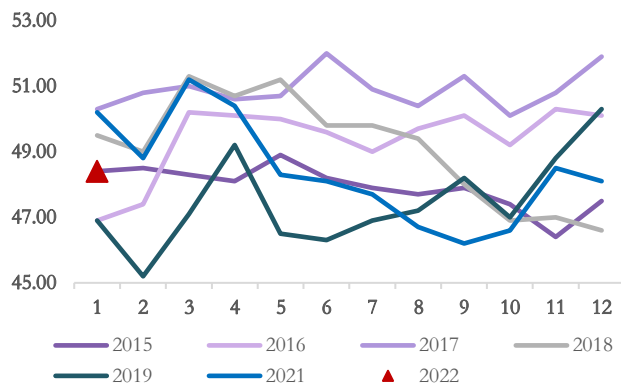
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5：1 月全国 PMI 新订单指数下降



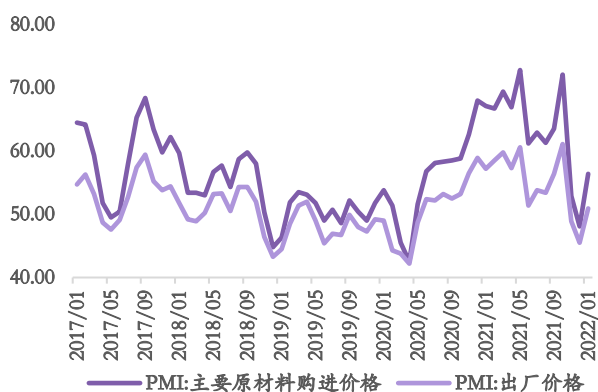
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 6：1 月全国 PMI 新出口订单指数上升



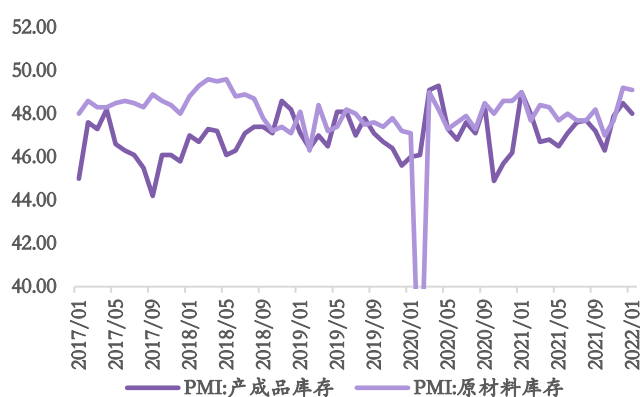
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7：1 月主要原材料价格上涨



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

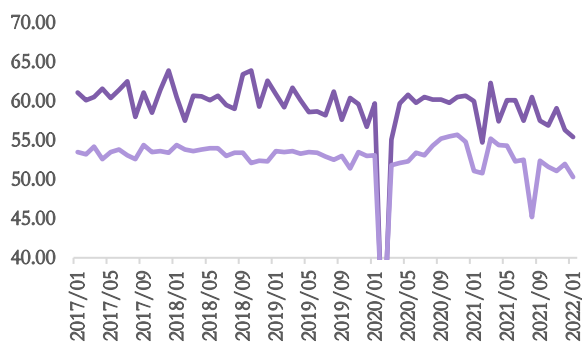
图表 8：1 月库存略有去化



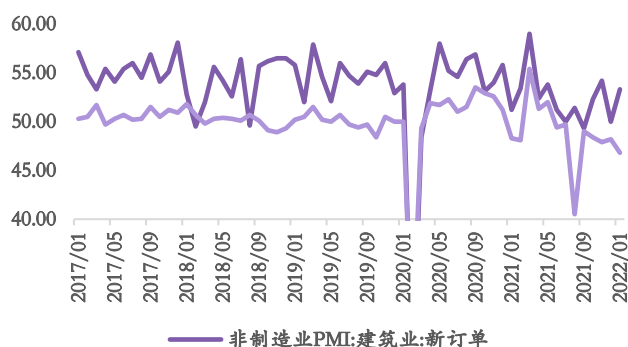
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2022年1月全国非制造业PMI略有下降，仅有零售业景气回升。1月全国非制造业PMI51.1，前值52.7，已连续5个月处于荣枯线之上。从建筑业来看，受雨雪天气以及春节返乡影响，建筑业进入季节性淡季，1月建筑业PMI持续下降0.9至55.4，1月建筑业PMI新订单指数上升3.3至53.3；从服务业来看，受国内疫情反复、假日消费推动、降准降息宽松政策等综合因素的影响，服务业略有回落趋势，1月服务业PMI回落1.7至50.3，略高于荣枯线，1月服务业PMI新订单指数回落1.4至46.8。

图表 9：1 月非制造业 PMI 略有下降



图表 10：1 月服务业和建筑业 PMI 新订单



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_37002

