周度经济观察

——就地过年影响趋弱，市场处于偏低位置

袁方[1] 束加沛（联系人）[2] 章森（联系人）[3]

2022 年 2 月 8 日

内容提要

从旅客发送、人员迁徙以及假日旅游等高频数据来看，今年就地过年政策对经济活动的抑制要弱于去年同期，但经济的恢复情况仍然不容乐观。

今年以来，受通胀超预期的影响，美联储和欧央行的货币政策转鹰，我国货币政策大幅宽松，而人民币汇率总体维持偏强。这背后反映了我国金融体系加速开放的影响，这一力量年内有望延续。

考虑到利率水平下行、政策取向转向积极，企业盈利总体稳定，以及信用环境最终的改善，我们倾向于认为当下市场已经处于偏低位置，进入系统性熊市的概率偏低，市场需要吸收一些结构变化相关的不确定性。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

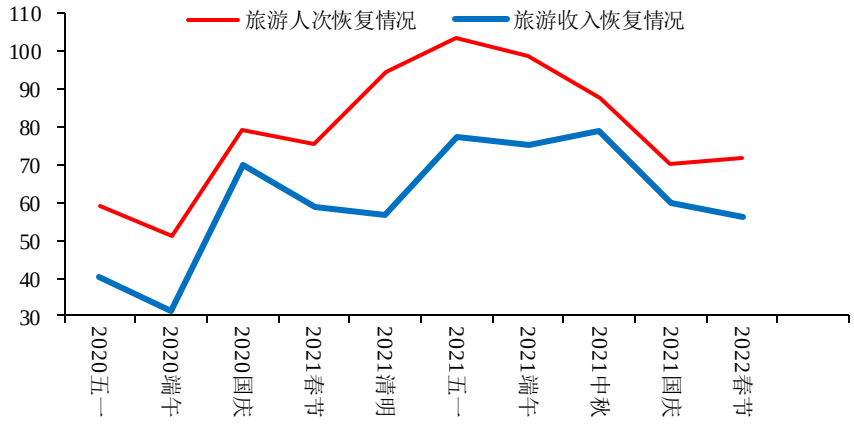
1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043
3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、就地过年对今年经济的影响弱于去年

2021 年一季度，GDP 生产法口径下住宿餐饮和批发零售行业的增速较 2020 年四季度大幅下滑 5 个百分点，远超服务业整体下滑的幅度。同时在支出法口径下，消费支出也表现不佳。这主要体现了就地过年政策对宏观经济的影响。

从今年春节期间旅客发送数据来看，旅客发送较去年同期有 30%至 50%的回升，但仍然处于疫情前三至四成的水平。百度迁徙指数显示迁徙人口较去年同期上升 50%以上，较疫情前下降近 20%。这表明就地过年政策对今年经济的影响仍然存在，但幅度弱于去年。

图 1：旅游恢复情况，%



数据来源：Wind，安信证券

相比于 2019 年同期可比口径水平

最新数据显示 1 月制造业 PMI 为 50.1，较上月回落 0.2 个百分点。此次回落大致符合季节性特征。

分项来看，生产、新订单、产成品库存、原材料库存均出现回落，而新出口订单小幅上行，库存回落对 PMI 形成主要拖累。

考虑到库存的摆动对经济的影响偏短期，经济恢复的持续性仍需密切留意终端需求的变化。

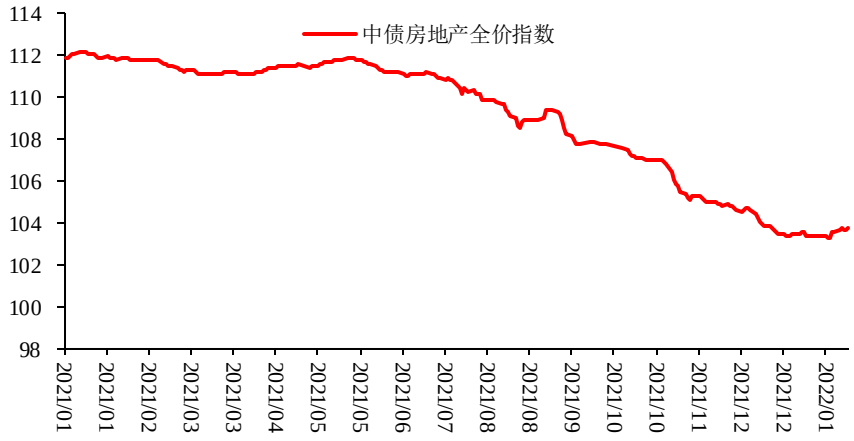
从房地产市场的债券和股票市场表现来看，尽管政策在逐步出台，但全行业流动性压力的缓解仍然需要时间，行业内部分化严重，民营房企的融资压力趋增。在此背景下，房地产行业新开工和投资的企稳短时间难以出现，宏观经济下行的压力主要集中在房地产领域。

就基建领域而言，在债务终身追责的背景下，地方政府官员 2018 年以来大规模进行基建投资的意愿偏弱。此外客观上，经历了过去十多年基建的快速发展，当前复合专项债收益率的项目相对稀缺，这也是去年下半年基建持续偏低的原因。因此在上述约束下，今年全年的基建增速预计仍在低位波动，政府可能通过基建项目的前置，推动上半年基建增速的反弹。

合并来讲，春节期间消费和服务业在环比增长层面表现依然偏弱，尽管基建出现发力的迹象，但房地产领域的下滑仍在延续，因此当前宏观经济仍然运行在偏弱的水平。

对货币政策而言，在房地产和基建受到约束的背景下，过去信用创造的渠道被大大削弱，要实现信用扩张和融资成本下降，意味着利率水平在当前的位置需要进一步下滑，政策也需要尝试新的工具或者渠道。不过站在全年来看，信用的扩张和利率水平的下降可能会最终出现。

图2：中证房地产债指数



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场处于合理偏低位置

春节期间，欧洲股市受欧央行鹰派表态的影响而下跌，美股总体出现抬升。美股的企稳对 A 股的市场情绪形成支撑，国内股市年后首日出现反弹。

美联储和欧央行货币政策的收紧，可能会导致资金流出我国，并推动人民币汇率贬值，以及权益市场调整。但从实际的情况来看，年初以来人民币汇率表现持续较强。

我们倾向于认为这背后主要与我国金融体系加速开放有关，去年以来外资加速流入我国债券市场，并加大对我国的直接投资（FDI），这些力量对冲了货币政策错位对资金流动的影响，进而使得人民币汇率维持偏强。

尽管当前我们尚不清楚这一开放的进程何时会结束，但从权益市场外资流入的持续时间来看，外资加大对我国债券市场的配置，以及直接投资的过程短期之内难以结束，这一力量有望持续对冲货币政策错位对资金流动的影响，因此海外政策的波动难以成为影响我国市场的主要因素。

就国内的情况而言，从市场的估值水平看，沪深 300 指数的估值目前大约处于过去十年的中位数略高的水平，考虑市场对 2022 年盈利的一致预期后的动态市盈率则处于 20%分位的较低水平。

从盈利的角度来看，2016 年以来，在经济继续趋势减速的同时，沪深 300 的 ROE 总体上波动上升，目前市场预期其 2022 年的水平将超过疫情之前的 2019 年，这得益于持续的结构调整带来的市场竞争格局改善，并为过去几年市场走势稳中有升提供了关键的支撑。

从政策的角度来看，央行货币政策宽松的窗口已经打开，利率水平的进一步下降，以及信用环境从量的上升到结构的改善也会最终到来，政策环境总体友好。

因此合并而言，考虑到利率水平下行、政策取向转向积极，企业盈利总体稳定，以及信用环境最终的改善，我们倾向于认为当下市场已经处于偏低位置，市场进入系统性熊市的概率偏低，市场需要吸收一些结构变化相关的不确定性。

表 1 不同风格指数过去五年 PE 分布情况

PE(TTM)	沪深 300	上证指数	创业板指	上证 50	中证 500	中证 1000
最小值	8	8.9	27	6.9	16	18.9
25%	11	11.8	41.8	9.3	26.4	36.8
50%	12.6	13.8	53.5	10.2	30.2	45.9
75%	14.2	15.8	61.4	11.6	41.1	66.9
最大值	25.9	28.4	137.9	21.7	83.3	144.8
目前值	13.1	12.9	55.4	10.7	18.3	32.4
目前分位数	56.8	37.1	56.2	60.9	1.9	11.2

数据来源：Wind，安信证券

注：数据起始自 2010 年 1 月 1 日，目前值为 2022 年 1 月 28 日值。

本周一流动性总体充裕，DR001 和 DR007 均出现回落。受此影响，1 年期国债和国开债收益率均小幅下行，而长端国债收益率受海外国债收益率上行的牵引而上行，10 年国债收益率向上突破 2.7%。

从历史的经验来看，海外债券市场的波动对我国债券市场的影响相对有限，当前国内债市的焦点在于货币环境的宽松和信用环境的改善的合力方向。在房地产和基建受到约束的背景下，本次信用扩张的过程要远远慢于以往，而利率水平的下降在未来会延续，这意味着债券市场收益率在一季度仍处于有利的环境中。

三、欧央行“由鸽转鹰”

美国 2021 年四季度 GDP 环比折年率 6.9%，预期 5.5%，较三季度大幅上升 4.6 个百分点，创 2020 年四季度以来最高增速。

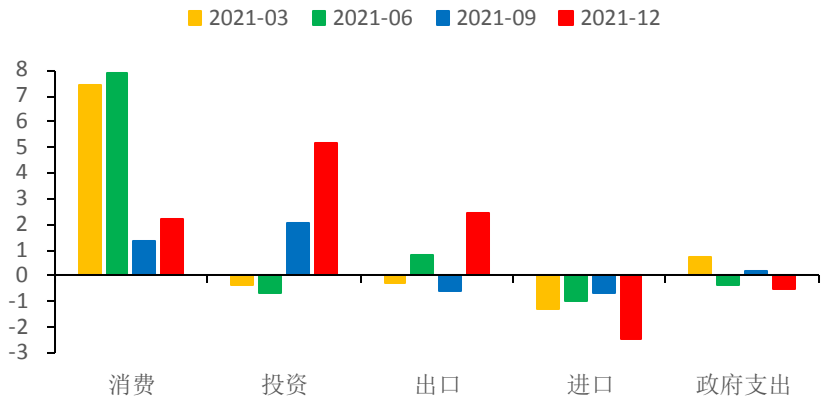
分项来看，投资拉动 GDP 增长 5.2 个百分点，成为经济回暖的主因。其中，仅私人库存一项对 GDP 上涨的贡献就超过 70%。面对供应链瓶颈的制约、以及原材料价格和薪酬上涨的预期，企业可能通过补充库存的行为，来适应居民部门货物消费需求的增长。

此外，去年四季度正值两轮疫情的间歇期，伴随着疫苗接种率的上升、防疫措施的放松，消费者提前释放年底节日购物需求，消费支出和出口分别拉动了 GDP 增长 2.3 和 2.4 个百分点。

结合工业生产、PMI 等月度数据来看，美国去年四季度经济的大幅反弹可能主要集中在去年 10 月和 11 月。而从当前奥密克戎疫情对美国的防疫措施、生产和就业等方面的冲击来看，这种由疫情短暂压制、随后反弹的经济增长情形，再

次发生的概率正在降低。伴随着经济复苏的自然放缓，预计今年美国 GDP 单季度增速难以超过前两轮疫情后的复苏高点（二季度 6.7%、四季度 6.9%）。

图3：美国 GDP 分项对总体环比折年率的拉动，百分点



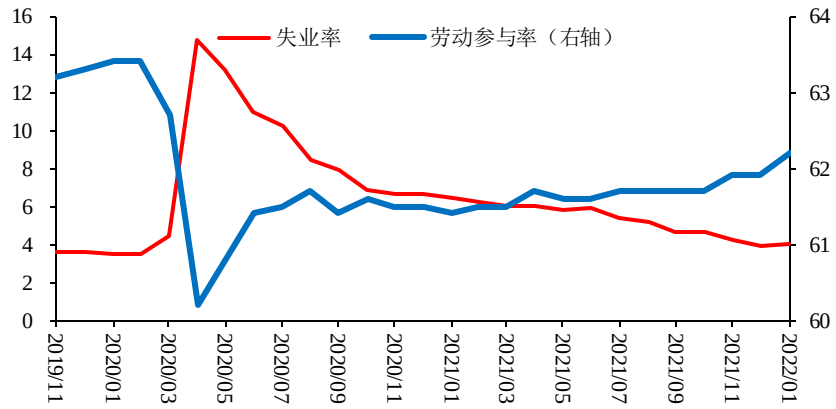
数据来源：Wind，安信证券

美国 1 月非农新增就业初值为 46.7 万人，远超预期的 15 万人，并将去年 12 月初值的 19.9 万人，大幅上修至 51 万人。其中，服务业就业贡献了主要的复苏力量，暗示本轮奥密克戎疫情对就业的冲击有限。

从修正后的数据来看，美国非农就业总人数目前已恢复约 87%。结合美联储 1 月议息会议的表态来看，劳动力市场已然达到“充分就业”状态，这为美联储加快加息节奏提供了条件。

美国 1 月失业率上升 0.1 个百分点至 4%，但仍处于低位，距疫情前水平相差 0.5 个百分点。这可能与劳动参与率的大幅上升有关，该指标本月上升 0.3 个百分点至 62.2%，创近 18 个月以来最大涨幅，距离疫情前水平约 1 个百分点。

图4：美国失业率和劳动参与率，%



数据来源：Wind，安信证券

尽管劳动力供给上升，但工资却依然维持快速上涨之势。非农平均时薪在 1 月继续保持环比 0.6%的高增长，暗示劳动力市场供需关系依然紧张。

尤其是在通胀预期抬升的背景下，劳动者对工资报酬提出了更高的要求，而企业也能顺利地将增加的成本转嫁至终端产品上。即使在一些充分竞争的领域，诸如食品，企业的提价行为似乎也变得更容易被市场所接受，价格的黏性减弱，助长了通胀“脱锚”的风险。

考虑到近期石油的现货价格已接近 100 美元/桶，而食品、住宅、汽车等重点分项的价格短期内难以回落，叠加基数效应，预计美国 CPI 同比在 1 季度仍将维

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_37080