

### 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

- 1月物价数据点评: 疫情冲击, 物价仍弱
- 春节假期数据扫描

- **稳增长逐步落地，预期有所改善。**虎年以來，各項稳增长政策在逐步落地，經濟預期在進一步改善。首先，1月社融和貸款超出市場預期，實現開門紅。其次，各地基建項目落地的節奏明顯加快。另外，房地產政策繼續出現鬆動，多地開始降低房地產首付比例。我們預計，稳增长政策仍將持續推出，在此背景下，經濟預期有望進一步好轉。
- **股市調整進入中後期，債市維持震盪走勢。**A股在經歷了一段時間的調整之後，部分板塊估值過高的情況有所緩解。從2018-2019年的經驗來推斷，A股可能進入到調整的中後期，其結構性分化也可能進入中後期。在稳增长消息不斷釋放的刺激下，債市收益率出現了明顯調整。但在經濟整體並不強的背景下，收益率大幅上行的可能性不大，整體維持震盪走勢。
- **地緣政治存隱憂，關注海外政策變化。**海外近期有兩個變化需要密切跟蹤，一是俄烏的地緣政治風險，一是美聯儲的貨幣緊縮。上週外圍市場和大宗商品價格隨俄烏局勢發展起起落落，地緣政治風險是当前需要高度關注的變量。年初美債利率迅速拉升的催化劑是1月5日公布的美聯儲12月會議紀要、以及鮑威爾隨後釋放的鷹派信號。考慮到美國通脹難降，美國貨幣政策難鬆，市場認為美聯儲3月加息的概率極大。
- **後市展望。**從中期角度來看，港股機會更大；A股更多是結構性機會，總體來看低估值依然占優。隨着稳增长落地，基建板塊逢高出貨，消費更具潛力；國債收益率可能在當前點位下有所回升，整體保持低位震盪。風險上看，疫情變化及美股大幅調整的風險值得關注。

风险提示：疫情超预期、美股大幅调整

## 1 稳增长逐步落地，预期有所改善

虎年以來，各項穩增長政策在逐步落地，經濟預期在進一步改善。首先，1月社融和貸款超出市場預期，實現開門紅。其次，各地基建項目落地的節奏明顯加快。另外，房地產政策繼續出現鬆動，多地開始降低房地產首付比例。我們預計，穩增長政策仍將持續推出，在此背景下，經濟預期有望進一步好轉。

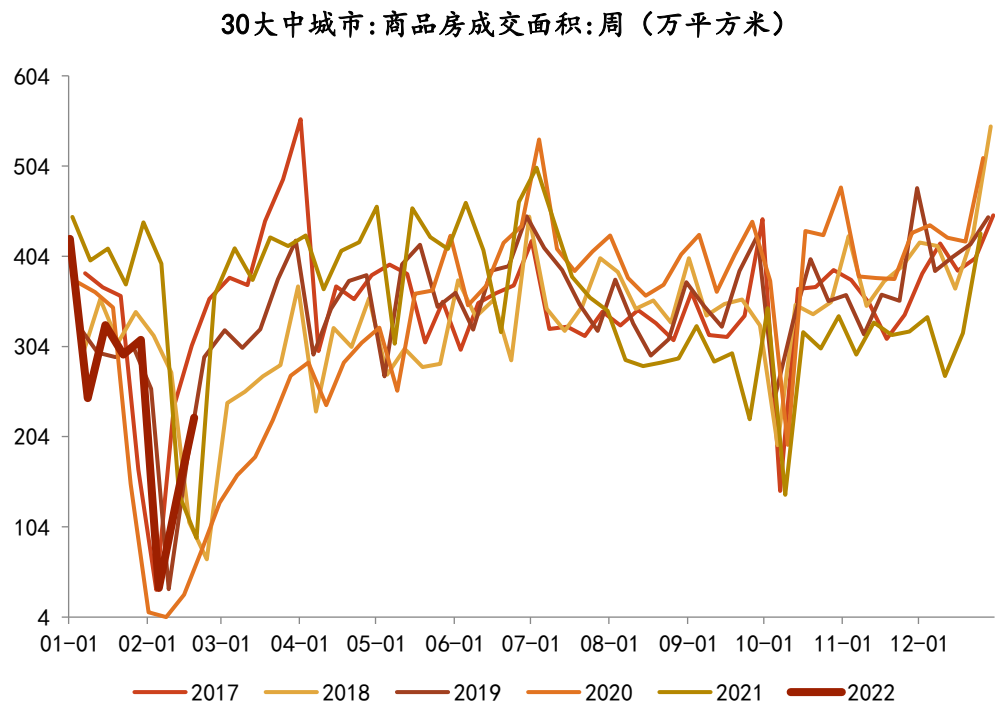
我們在2月10日的電話會議中已有明確闡述，1月社融大幅放量並超預期是一個很強的政策信號，基本可以判斷政策拐點已至，後續各方監管都有可能放鬆。近期“穩增長”政策密集驗證與我們的判斷一致，簡單歸納如下：

一是提振房地產。一方面，保障性租賃住房貸款不納入集中度管理。2022年2月8日，央行與銀保監會聯合發布《關於保障性租賃住房有關貸款不納入房地產貸款集中度管理的通知》，明確向保障性租賃住房項目發放的有關貸款不納入房地產貸款集中度管理。另一方面，首付比例似乎正在迎來下調潮，消息面上，2月17日以來，蕪澤、重慶與贛州等地先後傳出下調首付比例的消息。

二是呵護服務業。2月18日，發改委等十四部門印發《關於促進服務業領域困難行業恢復發展的若干政策》，幫助受疫情影響較大的服務業企業脫困、復蘇。假定未來沒有新的變異毒株改變特性，國內政策大的方向仍是逐步放開，中國股票市場“疫後復蘇”的邏輯或將繼續演繹。

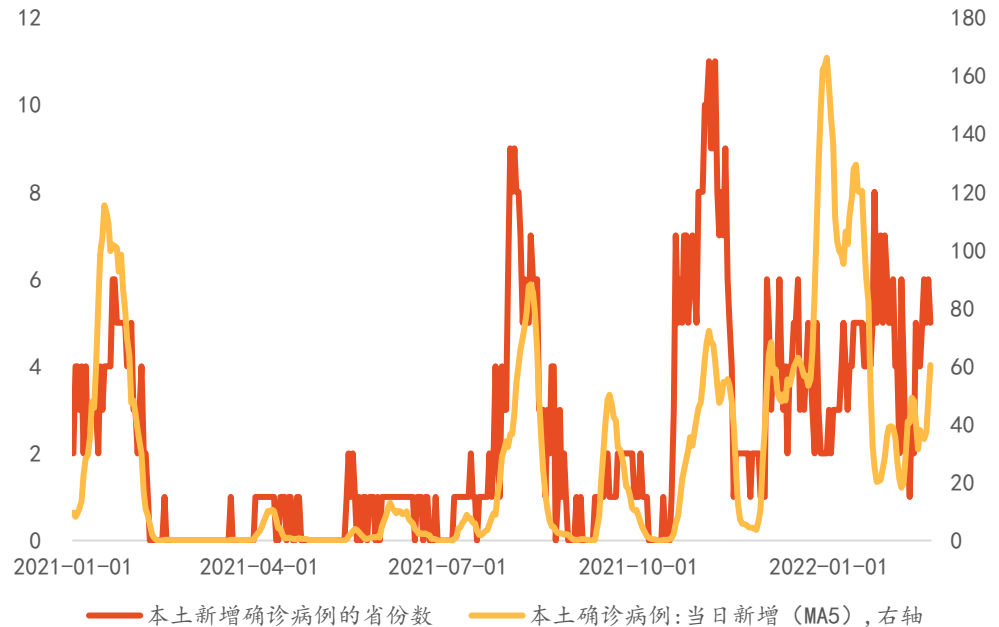
三是繼續穩投資。短期內，緩解前期市場對於“穩增長”雷聲大雨點小的擔憂，3月中旬兩會前可能都是政策密集出台的窗口，這使得穩增長板塊由於政策的呵護可能出現階段性表現。

圖1 地產尚未擺脫托而不舉的狀態



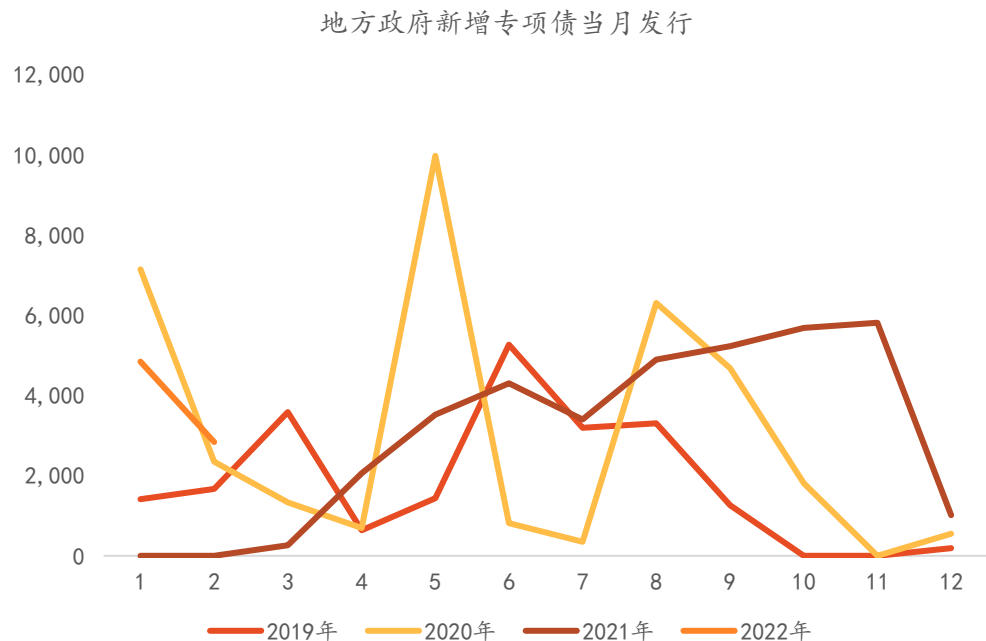
資料來源：Wind，首創證券

图2 国内本土疫情零星散发不断



资料来源: Wind, 首创证券

图3 截至2022年2月20日地方政府新增专项债发行情况（亿元）

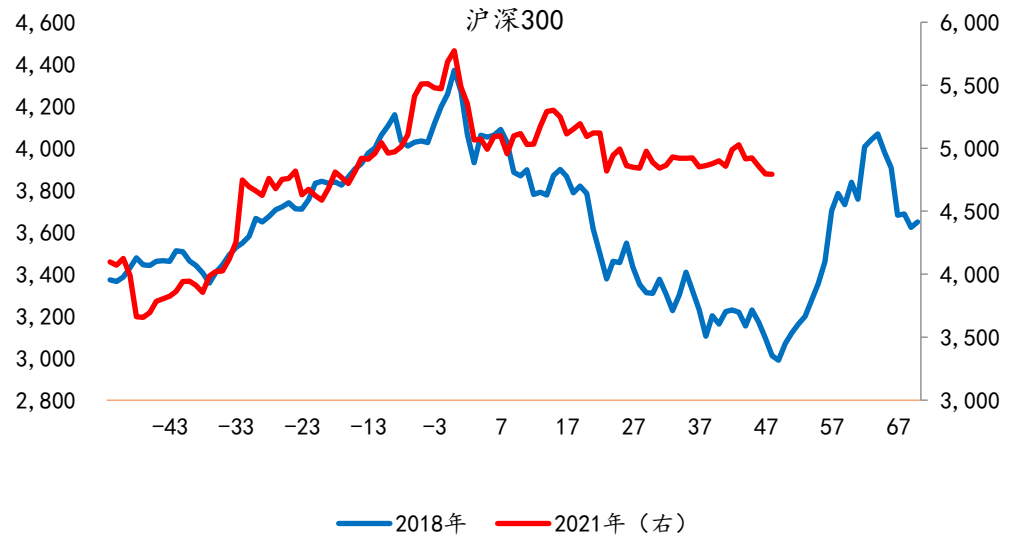


资料来源: Wind, 首创证券

## 2 股市调整进入中后期，债市维持震荡走势

A股在经历了一段时间的调整之后，部分板块估值过高的情况有所缓解。从2018-2019年的经验来推断，A股可能进入到调整的中后期，其结构性分化也可能进入中后期。在稳增长消息不断释放的刺激下，债市收益率出现了明显调整。但在经济整体并不强的背景下，收益率大幅上行的可能性不大，整体维持震荡走势。

图4 A股调整可能进入中后期



资料来源：Wind, 首创证券

图5 债券收益率以震荡为主

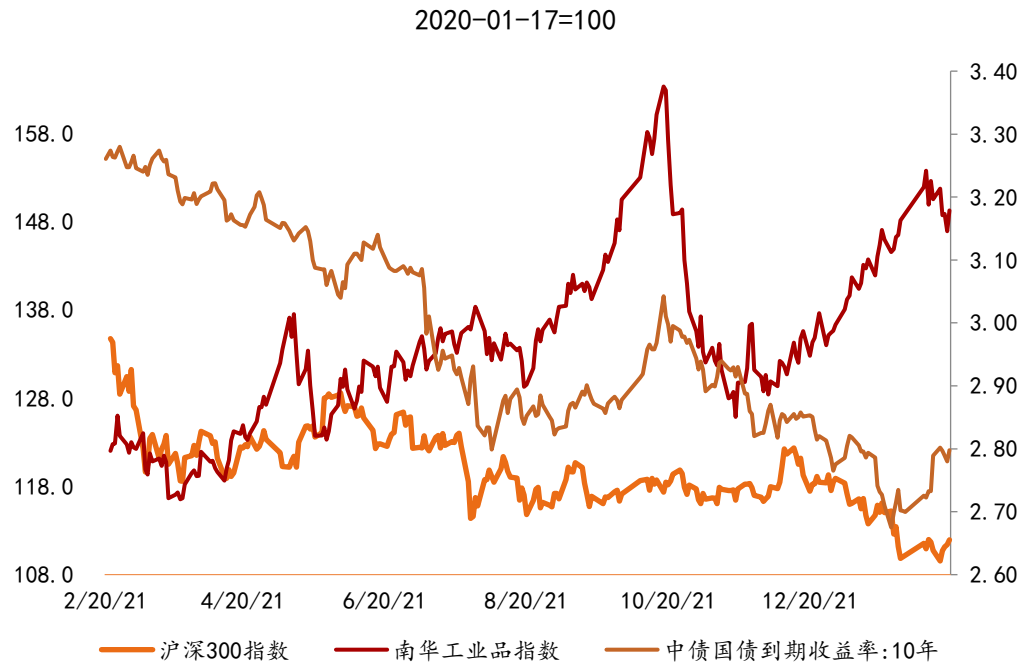


资料来源：Wind, 首创证券

1月社融数虽然消除了此前市场对于信用是否能宽的隐忧，但社融总量大、结构差（政府部门主导、短期资金增量大的特征让部分市场人士认为经济维稳尚需时日。

股、债的走势似乎也反应了上述预期，2月11日社融数据发布之后，股债双杀，中债10年期国债收益率上行约5个BP之后重回震荡走势，沪深300指数小幅下探。2月15日央行超额续作1年期MLF 3000亿元以及16日通胀数据打开了货币政策的想象空间，A股股指企稳回升，可能进入到调整的中后期。商品价格的走势一方面受国内政策的调节，另一方面受国际供给的影响。

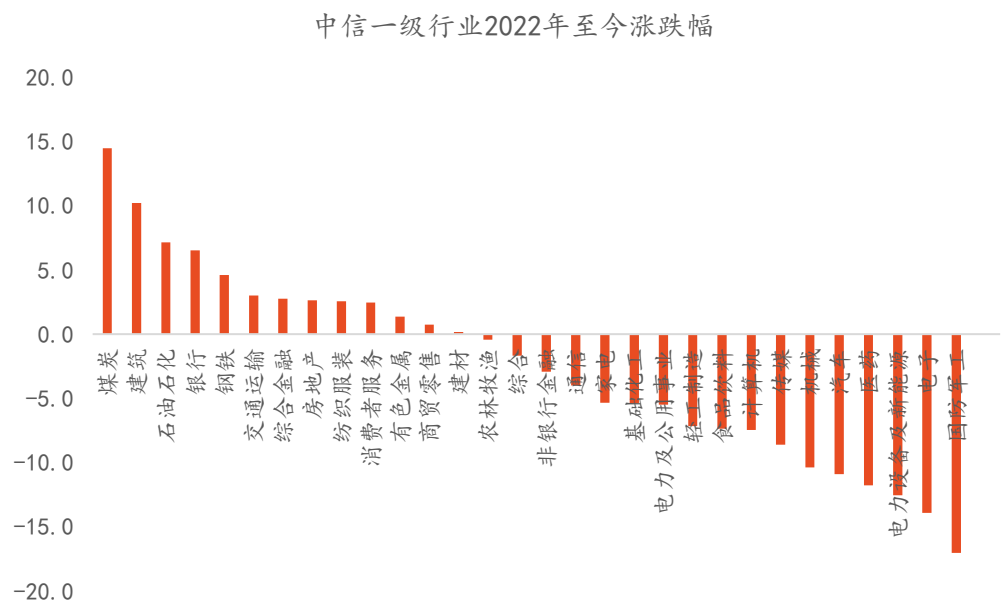
图6 股债商走势



资料来源: Wind, 首创证券

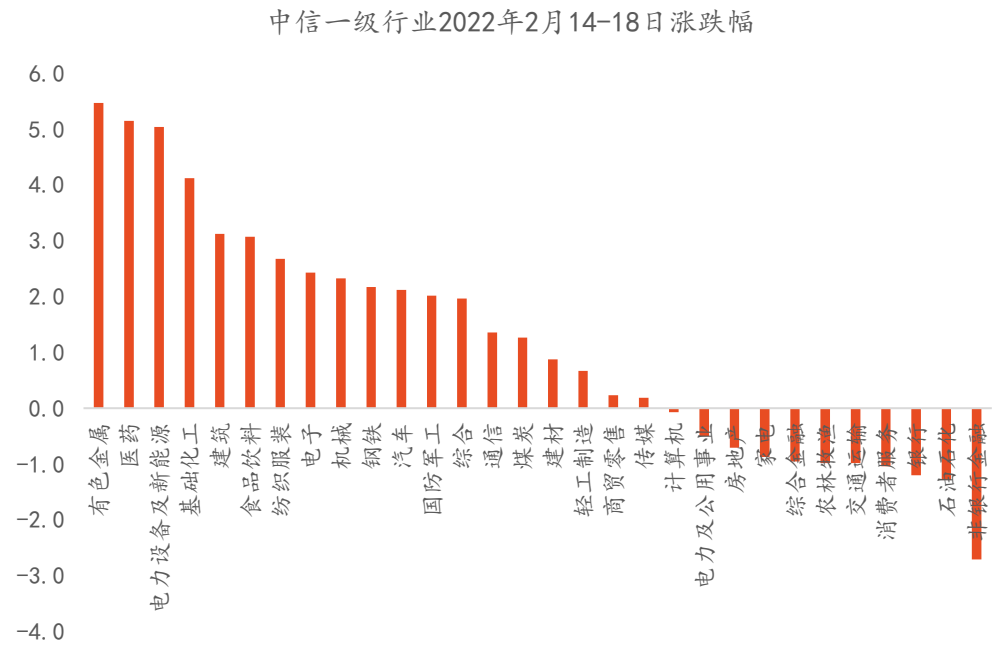
值得关注的是, 股市的结构性分化可能也在进入中后期。或受社融放量和货币宽松预期的催化以及前期超跌的影响, 股市风格在上周发生了明显的变化。2022年开年至今以及春节后第一周, 稳增长板块如煤炭、建筑、银行等涨幅居前, 成长板块如新能源、电子、国防军工跌幅居前, 但是上周出现了反转, 从春节后第一周和第二周行业涨跌幅的相关性、2022年至春节前和春节后第二周行业涨跌幅的相关性均可明显看出上述变化, 可能指向A股的结构调整也在步入中后期。

图7 中信一级行业2022年至今涨跌幅



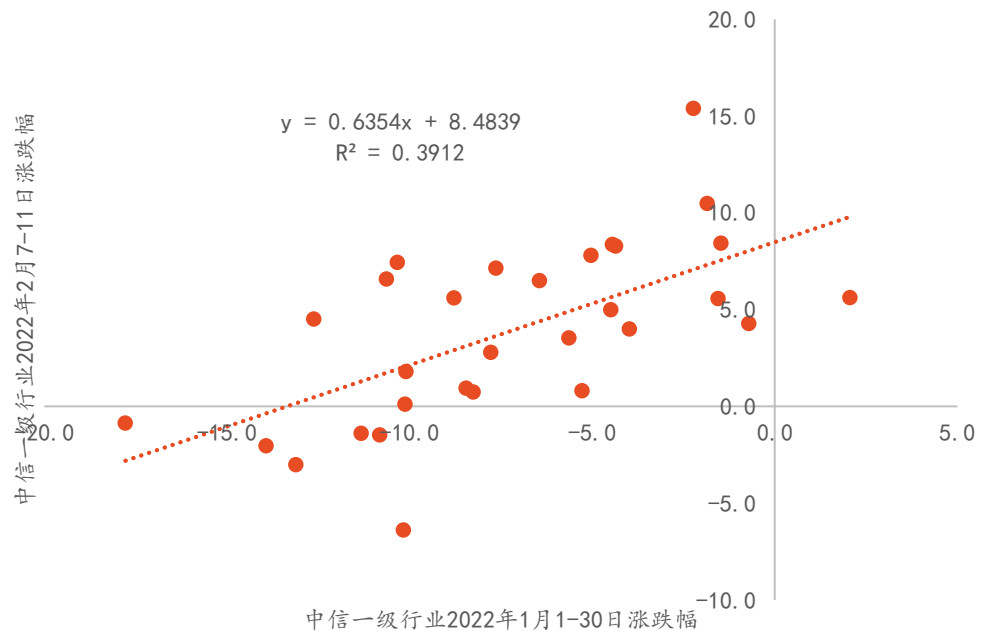
资料来源: Wind, 首创证券

图8 中信一级行业 2022 年春节后第二周涨跌幅



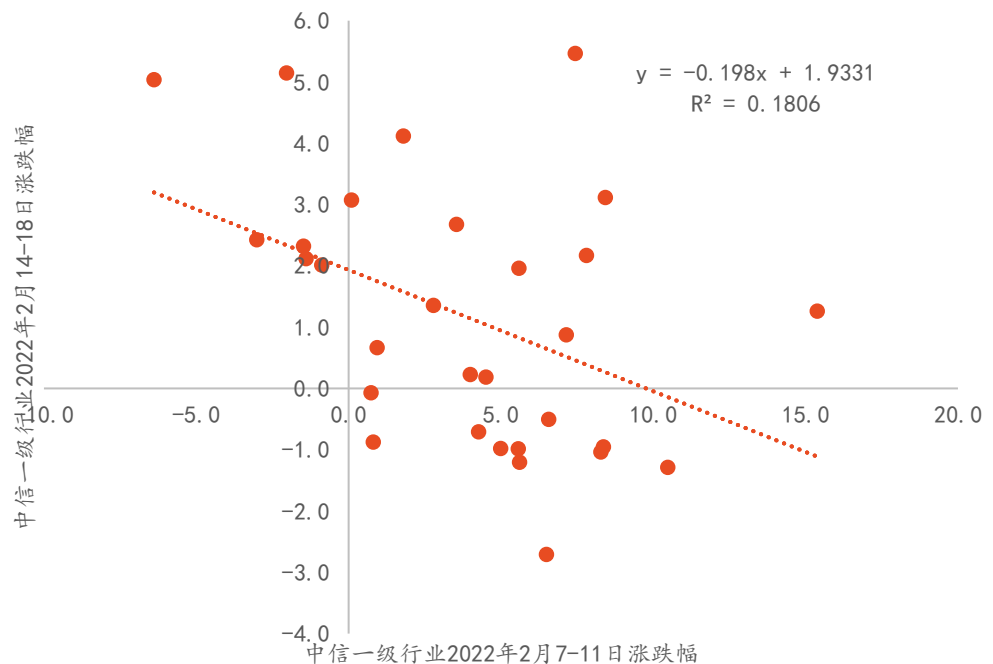
资料来源: Wind, 首创证券

图9 2022 年春节前和春节后第一周股市行业涨跌幅相关性



资料来源: Wind, 首创证券

图 10 2022 年春节后第一周和第二周股市行业涨跌幅相关性



资料来源: Wind, 首创证券

### 3 地缘政治存隐忧，关注海外政策变化

海外近期有两个变化需要密切跟踪，一个是乌克兰和俄罗斯的地缘政治风险，一个是发达国家尤其是美联储的货币紧缩。

上周，乌克兰和俄罗斯的局势变化莫测，市场分别经历了以下信息的淬炼：“新闻媒体爆料‘俄罗斯将进攻乌克兰’”、“俄罗斯从乌克兰边境撤回部分军队”、“俄乌发生交火”、“俄罗斯驱逐美国外交官”、“美俄外长下周会晤”。外围股市以及大宗商品的价格随着局势的好转与恶化起起落落。

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\\_37720](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37720)

