

2022 年 12 月 18 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

政策预期比既有数据更关键

2022 年 12 月 11 日-12 月 17 日周报

◆ 美联储比市场预期偏鹰，但逐步转鸽仍是明年主线

北京时间 12 月 15 日凌晨，美联储公布 12 月议息会议决议，加息 50BP，联邦基金利率目标区间上升至 4.25%-4.5%，符合市场预期。此外，维持每月缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。美联储在 11 月的议息会议上提升了政策调整的前瞻性，提出考虑紧缩的滞后影响。本次议息会议声明与 11 月无明显变化，总体上仍然沿着 11 月会议上设定的路线，但是为了避免因加息放缓显得过于鸽派，以至于向市场传达错误的信息，本次会议通过经济预测强调了美联储抗击通胀的决心，上调了利率终点预期至 5.1%。点阵图显示 19 位委员中的 17 位认为终端利率水平会高于 5%，相较于 9 月的预期有明显抬升，9 月议息会议发布的点阵图中无人预期终点利率会高于 5%。

本次会议公布的经济预测摘要下调了 2023 年实际 GDP 增速预测至 0.5%(9 月预测值 1.2%)，远低于 2024 年 (1.6%) 及长期正常增长率 (1.8%) 的估计，并且上调明年到 2025 年的失业率预期，明年经济衰退的风险在美联储政策考量中愈加成为重要因素。虽然美联储放缓了加息步伐，但鲍威尔在采访中一再强调核心通胀的韧性，并表示只有在委员会确信通胀会以持续的方式下降到 2% 的水平之后，才会开始考虑降息。经济预测摘要中也上调了今年至 2025 年的 PCE 通胀预期和核心 PCE 预期，说明联储官员依然担忧后续通胀风险。目前在经济增长和打压通胀两方面纠结之下，美联储不希望释放出过强的鸽派信号，以便为后续的政策调整保留足够的灵活性。

整体来看，我们认为随着经济衰退风险的逐步显现，以及通胀数据的进一步回落，美联储政策转向仍可能早于预期。11 月议息会议巩固了市场对美联储加息步伐将要放缓的预期，提振了市场信心，美股持续反弹。相应的，美债十年期收益率从 4% 以上见顶回落，利率中枢下移至 3.5% 左右，较之高峰下行 60BP 左右。10 月和 11 月美国 CPI 数据的超预期下行使得 6 月开启的激进加息迎来了转折点。总体来说，美国通胀高峰期已过，但要使通货膨胀持续下行至长期目标 2%，还需要在一段时间内将利率保持在限制性水平上。美联储 12 月议息会议比市场期待的更加偏鹰的表态也重申了其控制通胀的决心，但未来政策调整方向已经明确，只是节奏上存在不确定性，我们仍然认为逐步计价美联储转鸽将是明年资本市场的重要主线。

◆ 社融数据走弱或已近尾声

11 月社融存量增速+10.0%，较 10 月-0.3PCTS，社融增量 1.99 万亿元，同比少增 6083 亿元。11 月社融增量再次同比少增，主要受新增信贷、新增企业债券和新增政府债券融资同比少增拖累。其中，新增人民币贷款同比少增主要受 11 月疫情爆发、房地产继续下行下，居民长短款贷款同比少增拖累，新增企业债券融资同比少增主要系 11 月债券收益率上行，相关企业发行意愿降低，政府债券同比少增主要系去年财政后置和今年财政前置的错位影响。

作者

符旻 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025
联系电话: 010-59562515
邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

走出疫情，迈向复苏 —2022-12-17
经济已处底部区域，关注政策面积积极变化 —
2022-12-16
美联储比市场预期偏鹰，但逐步转鸽仍是明年
主线 —2022-12-15

股市有风险 入市需谨慎**中航证券研究所发布 证券研究报告****请务必阅读正文之后的免责声明部分**

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

11月M2增速录得+12.4%，市场预期+11.7%，较10月+0.6PCTS。11月M1增速录得+4.6%，较10月-1.2PCTS。11月M2的高增速并非贷款高增速创造，而是更多地受到了房地产不景气和疫情冲击下居民存款意愿较高以及债市走熊、股市向好下，表外理财资金向银行表内和股市的转移影响。

11月M1与M2之差由上月的-6.0%下行为本月的-7.8%，货币活性化有所下降。在M1与M2增速差继续下行，货币活性化降低的同时，11月M2和社融存量增速差达到2.4PCTS，处在2016年以来高位。实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币向宽信用的转化仍需进一步发力。

11月社融数据虽然仍然较弱，但从造成社融走弱的原因看：债市下行导致新增债券融资同比少增的影响偏短期；新增政府债发行下降主要系财政发力时间错位影响，对经济的指引意义不强；新增信贷虽然仍录得同比少增，但少增幅度已较上月下降，且信贷中的新增中长期企业贷款相对强势，居民贷款在金融十六条以及优化的防疫政策支持下，后续有望持续回暖。总体来看，后续社融持续改善的预期较强，社融走弱或已近尾声。

◆ 经济已处底部区域

11月经济数据明显走弱：消费方面，社零同比和实际同比继10月之后继续为负，且下滑幅度加深；投资方面，基建投资增速较10月上行，继续维持高增速，制造业投资增速略有下降但保持韧性，房地产投资同比下滑达20%左右，降幅较10月明显加深，带动固投当月同比仅录得+0.7%；出口方面，受全球需求走弱和国内疫情对工业生产的冲击双重影响，我国11月以美元计价出口增速录得-8.7%，为2020年3月以来最低；工增方面，因疫情扰动对工业生产的影响持续加大，且出口增速在外需快速下滑的压力下出现了较大幅度的回落，工业生产出现了超预期的回落。

11月经济数据的全面走弱在此前不太理想的11月PMI数据和11月金融数据公布后已有征兆，除房地产筑底、外需持续走弱等相对中长期的因素外，疫情的冲击对11月经济扰动也比较明显。我国疫情在10月下旬开始明显加重，单日新增本土确诊+无症状感染者数量在9月末为754例，10月末升至2829例，11月10日突破1万例，11月15日突破2万例，11月23日突破3万例，11月27日达到40273例的阶段高点，创出国内单日感染病例数的高新（此前高点为今年4月份的29390例）。虽然11月11日，国务院联防联控机制已经发布了关于进一步优化新冠肺炎疫情防控的20条措施，但此前的封控政策在11月仍有较强的延续性，对物流、居民出行等均产生了较大影响，对11月消费、工业生产均有一定负面冲击。

◆ 资金面边际收敛态势趋缓，中美利差收窄

本周（12月12日-12月16日），逆回购方面，本周央行延续灵活操作模式，周五开展410亿元7D逆回购操作，本周累计投放7D逆回购490亿元，利率维持2.0%，另有100亿元逆回购到期，通过逆回购净投放流动性390亿元。此外，在当月5000亿元MLF到期的情况下，12月15日央行开展6500亿元MLF操作，利率与11月持平。因此，本周央行通过公开市场操作累计投放流动性1890亿元。货币市场方面，本周周内资金利率波动较大，截止12月16日，DR007和SHIBOR1W分别报收1.73%和1.75%，DR007较上周五持平，SHIBOR1W较上周五下行1bp。

月初央行通过全面降准释放 5000 亿元流动性，叠加央行三季度货币政策执行报告提升结构性货币政策工具的重要性，因此央行本月选择加量续做 MLF 的行为略超出市场预期。本月中长期流动性投放总量明显高于 MLF 到期量，但货币市场资金利率边际趋紧的情况仍然存在，12 月 15 日央行通过 MLF 投放 1500 亿元流动性之后，次日 DR007 由 1.48% 上升到 1.73%，SHIBOR1W 从 1.63% 上升到 1.75%。

长期来看，随着疫情防控优化措施的持续落实，稳经济各项政策效应逐步释放，我国经济增速有望持续回升，2023 年经济预期显著回温使得资金利率上行有坚实的内在支撑。短期来看，债市赎回潮余波仍在，叠加年底机构资金需求上升，带动银行资金成本上升过快。央行通过总量加结构工具持续向市场投放中长期流动性，维持流动性处于较为宽松的状态，以稳定市场预期。此外，为了打通银行向实体经济进行低成本信贷支持的通道，配合稳增长政策，推动楼市尽快出现趋势性回暖势头，我们推测近期可能引导 5 年期 LPR 报价下调。

截至 12 月 16 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.89%，较上周五持平。美国 10 年期国债收益率录得 3.48%，较上周五下行 9bp。美国 11 月 CPI 大幅低于预期，主要分项同比几乎全部回落，通胀压力出现广泛缓解。数据公布后，美联储加息预期大幅降温，带动国债收益率中枢下移至 3.5% 附近，中美利差进一步缩窄。进入 12 月以来，人民币汇率强势反弹，美元兑人民币的即期汇率从高位回落，在 6.9-7.0 之间小幅震荡，为央行 5 年期 LPR 调降打开了空间。

◆ 中央经济工作会议指明明年经济发展方向

中央经济工作会议 12 月 15 日至 16 日在北京举行。针对当前经济形势，会议提出我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，但同时强调我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。

会议强调“突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，对比之下，去年中央经济工作会议强调的是“六稳”（即稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期）。“六稳”变为“三稳”，体现的是我国经济主要风险和政策重心的变化。在 2021 年的中央经济工作会议公报中，“就业”出现了 8 次，未提到“物价”，本次中央经济工作会议公报中，“就业”出现了 7 次，“物价”出现了 4 次，可见，更明显的变化在于中央加强了对稳物价的重视。

在稳物价方面，会议从兜牢民生底线的角度，强调“及时有效缓解结构性物价上涨给部分困难群众带来的影响”，这主要对应疫情对居民收入和部分产品供给造成冲击，导致部分商品价格出现短期上涨，居民实际购买力下降。当前我国总体通胀水平依然较低（11 月 CPI 同比 1.6%，PPI 同比 -1.3%），预计明年我国 CPI 同比会在 2.5% 左右，PPI 同比在 0 左右，总体上看通胀压力有望维持温和。

在 2021 年中央经济工作会议中，针对房地产的相关表述放在“结构政策要着力畅通国民经济循环”部分，而今年将其主要放在了“有效防范化解重大经济金融风险”部分，体现了中央对房地产调控的重点是风险防控。其中提出“推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险”，这体现了政府对房企风险的救助和托底将主要集中在头部企业。本次会议继续强调了“要因城施策，支持刚性和改善性住房需求”，但也再次强调了“房住不炒”，我们认为这是为房地产政策调控划清了上下边界，即在房地产消

费与投资下行拖累经济甚至造成金融领域风险时，应加大房地产支持政策力度，而当房价再次出现大幅上行风险时，就将迎来政策的收紧。总体而言，明年房地产调控将继续“托而不举”，并且“托”的也主要是头部房企，而不是全部。

会议提出，明年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。今年基建投资增速较去年有明显提升，财政发力是今年经济的主要支撑项。考虑到明年上半年依然处于经济逐步走出疫情影响的过渡期，财政政策需要继续发力，一方面通过基建投资提振内需，另一方面通过税费补贴等激发经济内生动力。为保留足够的政策空间，预计 2023 年财政赤字率目标值会维持在较高水平，预计不会低于今年的 2.8%，可能会升至 3% 左右。专项债额度或也不低于今年的 3.65 万亿元规模。同时财政节奏上预计与今年类似，依然是前置发力，以确保上半年经济平稳走出疫情影响。

会议提出，“着力扩大国内需求”，“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，结合近日中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》和发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》来看，扩内需将成为明年的宏观政策主线。其中，消费方面，会议明确提出“支持住房改善、新能源汽车、养老服务消费”，预计相关领域支持政策有望进一步落地；投资方面，会议重点强调了政府投资和政策激励对全社会投资的带动作用，侧面印证了明年财政将继续发力。同时，会议再次强调“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，“要更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需，通过高质量供给创造有效需求，支持以多种方式和渠道扩大内需”。我们认为，加快我国产业结构优化调整，推动新兴产业更好更快发展，从而创造更多优质就业机会，也将是我国扩大内需的重要手段。

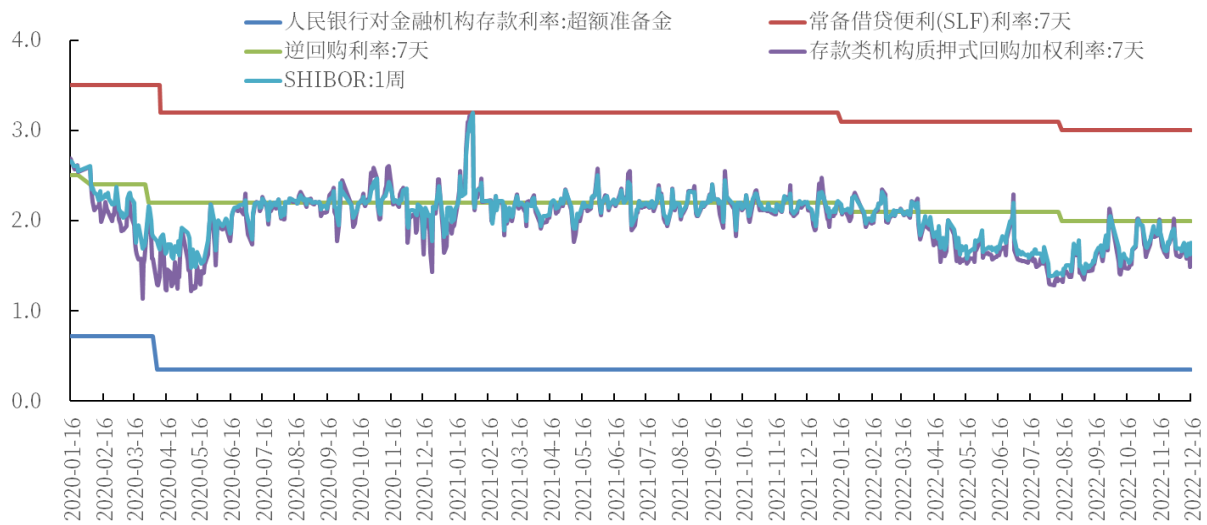
◆ 政策预期比既有数据更关键

总体上，我们认为，在目前经济已处底部区域的情况下，更值得关注的是政策变化带来的积极预期，当前阶段政策预期比既有数据更关键。防控政策方面，截止 12 月中旬，我们已经看到了疫情防控政策的实质性放松。11 月 29 日，国务院联防联控机制举行新闻发布会，会上强调，封控管理要快封快解、应解尽解，减少因疫情给群众带来的不便。12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布了优化落实新冠肺炎疫情防控“新十条”。截止 12 月 15 日，全国大多数地区已经实现了在新防控措施的基础上居民的自由流动。居民聚集和流动逐步恢复之下，后续内需有望持续恢复，消费有望成为支撑经济加速复苏的重要力量。房地产政策方面，金融 16 条的推出有助于房地产供给端的风险和抑制因素持续缓解，后续如居民购房意愿随着居民预期的好转而逐步恢复，房地产对经济的拖累效应有望逐步降低。基建方面，2023 年专项债额度已提前下达，基建有望在岁末年初继续成为稳经济的重要力量。

中长期看，我国经济触底反弹、逐步企稳的趋势较为明确。但短期内，疫情防控政策调整带来的大量居民的感染，可能一定程度影响未来几个月的经济复苏速度。12 月 17 日，中国疾病预防控制中心流行病学首席专家吴尊友表示，今冬疫情可以概括为“一峰三波”：从 12 月中旬到 1 月中旬将是第一波疫情，第一波以城市为主，逐渐会上升起来；第二波是 1 月下旬到 2 月中旬，春节前的人员流动造成第二波疫情上升；第三波是 2 月下旬到 3 月中旬，春节后返岗返工。这三波疫情构成了今冬的新冠流行峰，持续

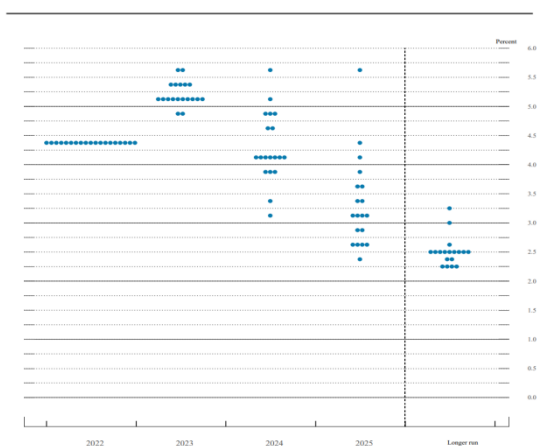
大概三个月左右。参考相关专家的预测，预计我国经济有望在磨底 2 到 3 个月后，在明年上半年实现回稳向上。

图1 货币市场利率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 美联储预测利率点阵图 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 长短期美债收益率倒挂加深 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 M2 与社融之间增速差仍然较大, 实体经济信用扩张落后货币增速 (%)

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_50296

