

# 周度经济观察

## ——会议定调积极，市场底部震荡

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2022 年 12 月 20 日

### 内容提要

中央经济工作会议总体定调积极，为明年宏观经济的恢复和资本市场的回暖提供了政策保障。下一阶段细分领域政策的出台和落地值得密切关注。

权益市场由政策预期调整驱动的反弹近期进入尾声。考虑到经济数据的改善、居民和企业资产负债表的修复仍然需要时间，预计未来一段时间权益市场将维持底部震荡的走势。

结合近期美国经济数据、美联储 12 月议息会议、以及美国大类资产价格的走势来看，加息与通胀的交易接近尾声，未来两个季度对衰退的验证和交易或将成为美国市场定价的主线，美债收益率和美元指数预计仍有下行空间。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

<sup>1</sup> 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup> 联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

<sup>3</sup> 联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

## 一、中央经济工作会议定调积极

12月15-16日中央经济工作会议在北京召开，本次会议总体定调积极，为明年宏观经济的恢复和资本市场的回暖提供了政策保障。

在总基调方面，会议指出“明年经济工作千头万绪，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作”。

今年以来资本市场出现了罕见的偏宽松格局下的熊市，我们认为根本原因是居民部门在疫情和房地产的打击下出现了显著的资产负债表收缩倾向。信心的缺失除了在资本市场有体现以外，可能还将在长期经济增长中有负面的影响。会议从改善预期、提振信心出发，抓住了问题的关键。

如果明年政策落地能切实改善居民的预期，经济和资本市场或将向此前趋势水平修复。

在内需方面，提及“着力扩大国内需求，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费。”

消费活动可以分为两类，一方面在此前受疫情和防控政策抑制的接触性服务业或将显著改善，叠加较低的基数，对经济的贡献或将显著提升。而耐用品等消费，需要等待居民预期显著改善，回暖将逐渐开始。

在信心方面，提及“切实落实‘两个毫不动摇’……要从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来，从政策和舆论上鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大。”

2021 年以来对教培、互联网和房地产的整顿是给资本设置“红灯”的一部分，“绿灯”的政策一直没有落地，如果有相应政策宣誓，或将显著改善企业家预期，也标志着一系列行业整顿结束，相应企业估值或将改善。

在房地产方面，除了延续此前房住不炒、平稳发展、保交楼等定调外，新提出“改善资产负债状况”，这是 11 月以来的政策调整的延续。房地产流动性行业压力已经出现缓解。此前市场担忧的全行业系统性风险难以发生，行业重新回到供给侧出清的局面。但考虑到企业还将修复资产负债表，未来将在低风险的新模式下运行，房地产投资修复或将斜率偏缓。

在财政政策方面，提及“积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。”预计明年赤字率或将小幅抬升，但在防风险的要求下，“开正门、堵偏门”的模式或将延续。

在货币政策方面，提及“稳健的货币政策要精准有力”较去年“稳健的货币政策要灵活适度”更加积极，和政治局会议的定调一致。预计明年货币政策仍然处于偏宽松的环境，但随着经济修复，可能逐渐回归中性。

总体而言，考虑到政治局会议和中央经济工作会议的定调，明年经济将逐步复苏，宏观政策将更多聚焦于稳定经济增长，私人部门预期有望随之改善。

从近期的高频数据来看，疫情的影响先从大城市开始，标志是以大城市为代表的地铁人流量出现显著回落，居民担忧传染风险自发居家。而同期整车货运物流指数边际修复，防疫政策放松的效果更强，也说明全国层面的疫情峰值尚未出现。

30大中城为代表的房地产高频数据显示房地产销售仍然偏弱，或与疫情反复有关，二手房成交也呈现同样特点。

## 二、权益市场或将底部震荡

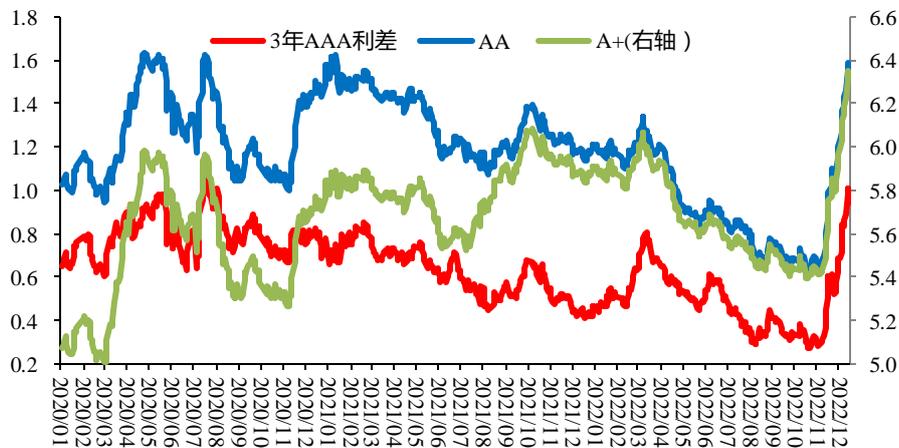
在资金利率偏宽松的背景下，近期短端利率持续上行，长端利率保持稳定，期限利差显著下行，而信用利差迅速扩大。

近期债券市场的变化主要来自于理财风波的影响。风波的起源或许是预期改善引发居民减配安全资产、增持风险资产，进而赎回理财。

某种程度上，可以认为理财市场出现了流动性问题，重回表内的负债端资金无法购买此前资产端对接的产品（如部分信用债），此前资产端对接的产品价格大幅下跌的同时，进一步加速了负债端资金的流出，进而形成负反馈机制。而在这个过程中央行流动性的呵护，以及对摊余成本法比例的调整，有助于缓解这一压力，但考虑到理财资金体量巨大，这个问题的彻底解决或许仍需时间。

往后看，信用债市场的波动引发一级市场融资显著减少，或将对12月社融产生负面影响。而从当前经济基本面、流动性环境的角度来看，信用债的价格已经出现了明显超调，站在较长时间维度来看部分信用债品种已经具备了配置价值。

图1：不同评级信用债利差，%



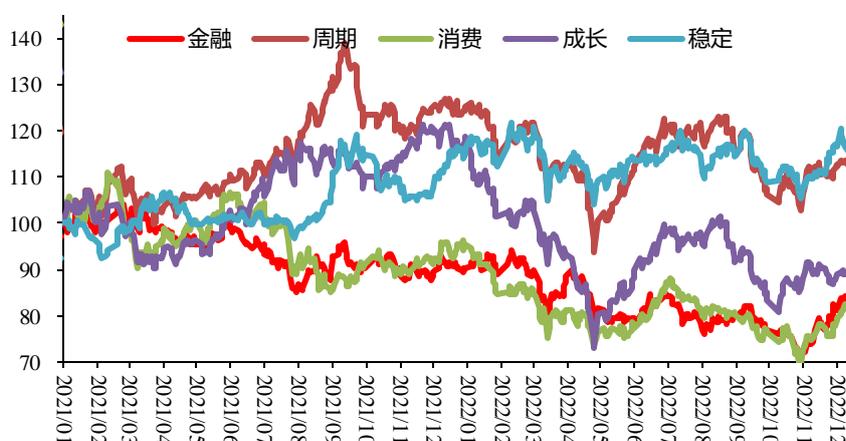
数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 1 月 2 日为 100

近期权益市场出现回调，成交量偏低，我们认为预期落地后的调整。此前市场上涨主要是场内资金基于政策调整的预期进行的博弈，当预期落地后，反弹基本宣告结束。

当下市场处于底部震荡区间，政策预期改善而驱动的上漲基本结束，新入场资金的到来尚需等待。待疫情冲击过后，随着经济活动的自发修复，叠加政策助力，居民收入有望改善。在这个过程中，居民的信心和预期也将慢慢修复，风险偏好出现抬升，逐步地将更多资金配置到权益市场，减少存款等安全资产的配置比例。这个过程或将持续较长的时间。

图2：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

以 2021 年 1 月 2 日为 100

### 三、衰退或将成为交易主线

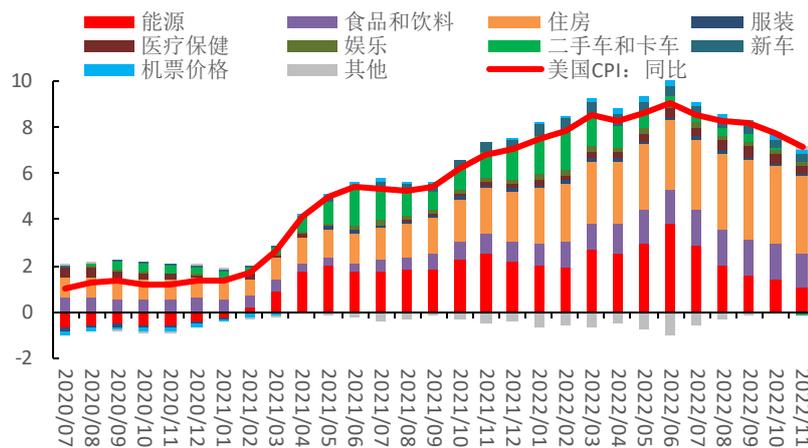
在美联储召开 12 月议息会议的前一日，美国公布了 11 月 CPI 数据，整体表现好于市场预期，缓解了市场对通胀压力和政策紧缩的担忧。

美国 11 月 CPI 同比 7.1%，低于预期的 7.3%，较上月下滑 0.6 个百分点，自今年 6 月的高点 9% 之后中枢下行；核心 CPI 同比 6%，低于预期的 6.1%，较上月下滑 0.3 个百分点，自今年 9 月 6.7% 的高点以来连续下行 2 个月。

分项来看，（1）伴随着 11 月油价的再度回落，能源和交通运输的价格压力明显缓解，环比分别录得-1.6%和-1.1%；（2）食品价格表现依旧坚挺，但同比和环比均小幅放缓；（3）住房依旧是通胀最大的贡献分项，对整体 CPI 的拉动率为 3.3 个百分点，贡献率接近 47%，但是本月的同比和环比均下行 0.1 个百分点，分别为 7.8%和 0.4%；（4）耐用品的代表——二手车价格环比为-2.8%，较上月下滑 0.5 个百分点，已连续 4 个月负增长；（5）医疗保健在计算参数进行年度调整后，连续两个月的环比均为-0.5%，预计未来 10 个月仍将保持在这一水平附近，对 CPI

环比的月度下拉为 0.05 个百分点；(6) 教育、娱乐等服务业的价格压力依然较大，环比分别为 0.7% 和 0.5%，与同期劳动力市场上较强的行业工资增速表现相对一致，主要反映了劳动力供应短缺的影响。

图3：美国 CPI 同比以及分项拉动率，%



数据来源：CEIC，安信证券

总体上，美国 11 月 CPI 数据延续了三季度以来、美国通胀的三个主要特征：

(1) 商品通胀在供应链持续修复、需求逐渐走弱的条件下继续下行；(2) 住房通胀尽管处于较高水平，但是在美国房地产市场基本面持续走弱、新的房租价格逐渐覆盖过往价格的背景下，未来一个季度大概率出现见顶后的持续下行；(3) 住房以外的核心服务通胀仍然较强，其与劳动力市场的紧张状态密切相关。近期非

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\\_50354](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50354)

