

2022 年 12 月 25 日

证券研究报告|宏观研究|宏观点评

部分率先放开城市已步入恢复通道

2022 年 12 月 18 日-12 月 24 日周报

◆ 政策博弈持续，市场对美联储转鸽的预期领先于美联储政策指引

周四，美国商务部公布数据显示，美国三季度实际 GDP 年化季环比终值 3.2%，高于此前修正值的 2.9%和初值的 2.6%，主要系出口和消费者支出增加。同时，美国 PCE 价格指数三季度年化环比终值为 4.7%，高于修正值 4.6%和初值 4.5%。周五公布的数据显示，美国 11 月核心 PCE 物价指数同比上升 4.7%，预期 4.7%，前值 5.0%。美国 11 月核心 PCE 物价指数环比上升 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%。周四公布的上修的三季度经济数据和三季度 PCE 指数之下，市场对美联储加息放缓预期下降，美股三大指数集体收跌，但周五美国 11 月符合预期并且较前值下降的核心 PCE 指数公布后，市场对美联储加息放缓预期抬升，美股三大指数集体收涨。

目前，市场和美联储之间仍围绕着美联储货币政策转鸽的节奏和时间点持续博弈，总体来看，市场对美联储货币政策转鸽的预期领先于美联储的政策指引。美联储 12 月议息会议给出的点阵图显示，美联储预计 2023 年利率中枢将达到 5.0%-5.25%，但目前 CME 数据显示，市场主流预期是明年美联储联邦基金目标利率峰值至多达到 4.75%-5.0%之间，并且有很大可能在明年四季度即开始降息。自 10 月末至今，市场总体上已经在持续交易通胀趋缓、经济走弱、货币政策转鸽的预期：与 10 月下旬的峰值相比，截止 12 月 23 日，美国 10 年期国债收益率下行 50BP，10 年期盈亏平衡通胀率下行 39 个 BP。

美联储 12 月议息会议的声明与 11 月无明显变化，总体上仍然沿着 11 月会议上设定的路线。同时，12 月会议上，美联储在放缓了加息节奏的同时，也上调了利率终点预期至 5.1%。结合鲍威尔讲话，可以看到目前在经济增长和打压通胀两方面纠结之下，美联储在传达政策倾向性上相对谨慎，以便为后续的政策调整保留足够的灵活性。美联储的这种政策灵活性，使得市场在交易美联储政策转向预期时，对各类最新的经济、就业和通胀数据敏感性较高，这也是周四、周五两天美股一跌一涨的原因。因此，虽然逐步计价美联储转鸽仍然是明年资本市场相对明确的重要主线，但美联储转鸽的节奏仍然存在着不确定性，短期内，在更加明确的政策指引出现之前，市场仍将以震荡为主，各类最新的经济、通胀和就业数据，都可能引起市场短期内一定范围内的涨跌。

◆ 防控政策调整后，部分率先放开城市已步入恢复通道

12 月以来，疫情防控政策优化步入积极落实阶段，此前限制居民聚集的多数严格封控措施在全国范围内逐步取消。目前，在政策层面上，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。但另一方面，在政策的过渡期，全国范围内也出现了大量居民短期内集中感染的问题，使得居民出行步入向上修复前的“调整期”。从本周地铁客流量数据看（由于数据可得性，部分城市地铁客流量只更新到周三），我们统计的 17 个大中城市的地铁日均客流量均低于防控政策优化前的 10 月

作者

符畅 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

金融市场分析周报 —2022-12-19
政策预期比既有数据更关键 —2022-12-18
走出疫情，迈向复苏 —2022-12-17

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

地铁客流量的日均值。从覆盖城市范围更多的高德交通大数据 100 个城市拥堵指数均值来看,今年 12 月百城拥堵指数(截至 12 月 23 日)明显低于 11 月,与 2019 年-2021 年历年 12 月拥堵指数较 11 月的上行形成明显背离,体现了 12 月以来全国范围内居民集中感染之下,各城市总体车流量有所减少。

另一方面,我们也注意到,全国范围内各城市开始集中感染的时间点存在先后差异,也导致了各城市位于“集中感染—集中痊愈—出行恢复”这一过程的不同阶段。从地铁客流量来看,率先集中感染的北京、广州、石家庄等城市已处在地铁客流量环比恢复阶段,而集中感染时间点较北京等城市靠后的上海、南京、苏州等城市的地铁客流量仍处在环比快速下滑阶段。从拥堵指数来看,100 个城市中,仍有 22 个城市 12 月日均拥堵指数(数据截止 12 月 23 日)较 11 月上行,或意味着目前仍有部分城市尚未开始集中感染阶段,出行尚未迎来影响的高峰。

总体来看,目前全国范围内正处在防疫政策优化后第一波大规模感染的“达峰”阶段。居民的集中大规模感染下,短期内,防疫政策优化对经济的提振可能相对有限。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。预计我国经济有望在感染达峰后开启环比复苏趋势。

◆ 央行加码 14D 逆回购呵护岁末流动性,10 年期美债收益率超预期上行

本周(12 月 19 日-12 月 23 日),逆回购方面,岁末将至,市场流动性需求升温。为了维护年末流动性平稳,央行重启 14D 逆回购,且操作量不断增大。本周投放 7D 逆回购 390 亿元,利率维持 2.0%;投放 14D 逆回购 7140 亿元,利率 2.15%。本周央行累计开展 7530 亿元逆回购操作,另有 490 亿元逆回购到期,净投放流动性 7040 亿元。货币市场方面,12 月以来央行通过降准、超额续作 MLF、公开市场操作等方式补充长短期流动性水位,本周资金面表现出宽松趋势,截止 12 月 23 日,DR007 和 SHIBOR1W 分别报收 1.51%和 1.69%,DR007 较上周五下行 22bp,SHIBOR1W 较上周五下行 6 bp,与政策利率之差扩大,流动性较为充裕。

12 月 20 日公布的 1 年期 LPR 为 3.65%,5 年期以上 LPR 为 4.3%,与上期持平。我们推测后续有望再次引导 5 年期 LPR 报价下调,以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。本期 LPR 按兵不动,可能由于岁末节点,5 年期 LPR 调降会导致存量房贷重定价,影响银行息差导致盈利压力增大。此外,12 月 MLF 利率未作调整,也意味着 LPR 定价基础没有发生变化。但另一方面,随着中央对房地产市场平稳发展重视程度的升高,从促销费、刺激信贷需求的角度,明年初 LPR 调降的市场预期正在逐步累积。

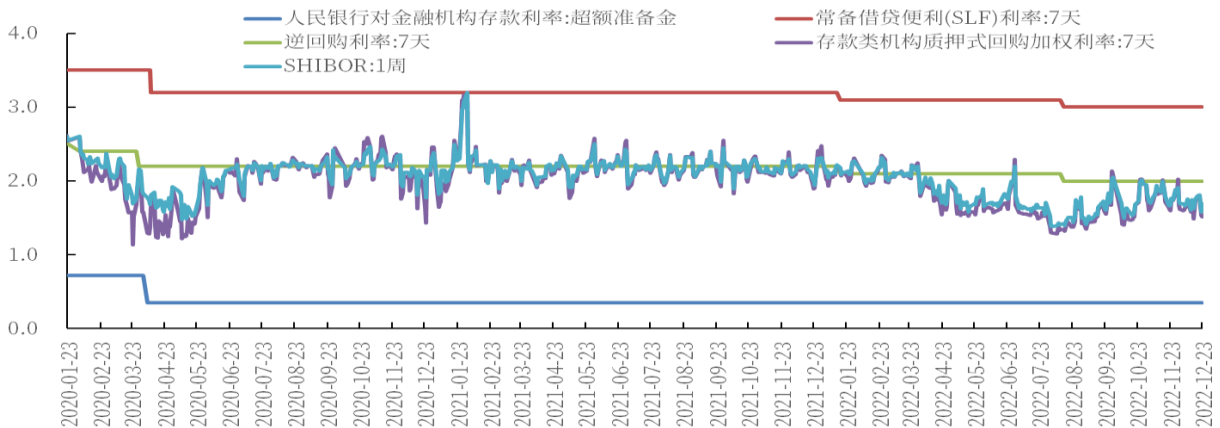
截至 12 月 23 日,我国 10 年期国债收益率报收 2.83%,较上周五下行 6bp。周内美债收益率持续上行,本周五美国 10 年期国债收益率录得 3.75%,较上周五大幅上行 27bp,可能与美国三季度 GDP 超预期上修及日本央行政策调整有关。12 月 20 日,日本央行对收益率曲线作出超预期调整,宣布将日本 10 年期国债收益率上限从 0.25%提升至 0.5%。市场将其视为日本退出长期宽松政策的一个信号,此举对国际

市场的流动性造成了阶段性冲击。此外，12月22日周四，美国商务部数据显示，美国三季度实际GDP年化季环比终值3.2%，修正值为2.9%，初值为2.6%。美国经济增长超预期，使得市场担心美联储会在更长时间内维持较高利率，加息预期升温造成美债承压，收益率跳涨。受美利差走阔影响，美元兑人民币汇率本周也出现了小幅上涨，但仍处于7.0的下方区间，并不对央行货币政策形成掣肘。

◆ 赎回潮对债市的冲击边际趋缓

经历了11月中旬和12月上旬两波冲击后，本周赎回潮冲击边际趋缓，债市整体情绪有所修复，各项收益率小幅下行。截至12月23日，我国10年期国债收益率报收2.83%，较上周五下行6bp。同业存单利率仍处于高位，截至本周五一年期同业存单到期收益率（AAA级）为2.66%，较上周五下行4bp。3年期AAA级信用利差也从本月中旬的高位回落，并小幅震荡。

往后看，短期内经济基本面仍然面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力。长达三年的疫情扰动使得供应链、产业链调整，造成生产供应迟滞，更加导致居民预期转弱，消费信心大幅下降，投资信心不足。三重压力相互作用更加强化了经济低增长的惯性。虽然疫情防控已经大幅优化，但是面对复杂的内外部环境，要扭转预期转弱的势头，增强经济内生增长动能，需要财政政策和货币政策协调配合，稳增长不能一蹴而就，消费和地产复苏效果需要时间确认。因此我们认为基本面预期对债市的利空尚不显著，短期内债券市场最大的变数仍然是赎回潮带来的流动性压力。目前投资者风险偏好下降，一方面缩短久期，另一方面理财产品投资比例大幅下降，转而投向货币基金，债市结构性调整仍在持续。理财赎回的负反馈中止和市场修复需要政策的进一步调整支持，随着监管部门对理财赎回的关注和封闭式理财产品新发的增加，赎回潮的影响可能逐步淡化。

图1 货币市场利率走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 月度经济数据情况

	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零 (当月同比)	-5.9	-0.5	2.5	5.4	2.7	3.1	-6.7	-11.1	-3.5
社零: 商品零售 (当月同比)	-5.6	0.5	3.0	5.1	3.2	3.9	-6.0	-9.7	-2.1
社零: 餐饮 (当月同比)	-8.4	-8.1	-1.7	8.4	-1.5	-4.0	-21.1	-22.7	-16.4
固投 (累计同比)	5.3	5.8	5.9	5.8	5.7	6.1	6.2	6.8	9.3
制造业投资 (累计同比)	9.3	9.7	10.1	10.0	9.9	10.4	10.6	12.2	15.6
基建投资 (累计同比)	11.7	11.4	11.2	10.4	9.6	9.3	8.2	8.3	10.5
房地产开发投资 (累计同比)	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4	-6.4	-5.4	-4.0	-2.7	0.7
固投 (当月同比)	0.7	5.0	6.6	6.5	3.5	5.8	4.5	1.8	6.7
制造业投资 (当月同比)	6.2	6.9	10.7	10.6	7.5	9.9	7.1	6.4	11.9
基建投资 (当月同比)	13.9	12.8	16.3	15.4	11.5	12.0	7.9	4.3	11.8
房地产开发投资 (当月同比)	-19.9	-16.1	-12.1	-13.8	-12.1	-9.6	-7.7	-10.1	-2.4
出口金额 (美元, 当月同比)	-8.7	-0.3	5.9	7.2	18.0	17.1	16.3	3.5	14.4
进口金额 (美元, 当月同比)	-10.6	-0.7	0.3	0.2	2.0	0.4	3.7	0.2	0.7
工业增加值 (当月同比)	2.2	5.0	6.3	4.2	3.8	3.9	0.7	-2.9	5.0
服务业生产指数 (当月同比)	-1.9	0.1	1.3	1.3	0.6	1.3	-1.1	-6.1	-0.9
制造业PMI	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40.0	46.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 17 个大中城市 11 月以来每个工作日地铁客流量相当于 10 月日均值的百分比

	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
2022-12-23	48.4%	34.4%	49.4%	89.5%	33.4%	81.0%	50.7%	31.6%	60.8%	48.0%	-	-	-	-	-	-	-
2022-12-22	44.3%	36.9%	45.2%	80.0%	30.7%	72.6%	43.5%	33.7%	55.8%	29.8%	-	-	-	-	-	-	-
2022-12-21	41.4%	43.4%	43.4%	74.6%	34.1%	61.4%	40.3%	40.4%	53.5%	61.8%	35.2%	71.7%	45.4%	49.3%	53.9%	71.7%	43.0%
2022-12-20	36.7%	50.8%	42.0%	67.5%	39.2%	60.0%	40.2%	47.9%	48.0%	72.3%	37.0%	69.0%	46.7%	55.0%	49.6%	78.3%	47.0%
2022-12-19	41.5%	50.4%	41.8%	62.7%	48.4%	55.9%	43.1%	56.4%	45.1%	89.6%	42.3%	64.2%	52.2%	63.0%	45.6%	84.2%	56.5%
2022-12-18	24.0%	86.2%	45.0%	52.3%	86.0%	37.0%	68.9%	83.4%	35.0%	118.6%	63.4%	57.0%	96.3%	80.9%	31.5%	97.8%	90.6%
2022-12-17	23.5%	97.5%	51.8%	58.6%	95.1%	38.6%	80.2%	90.2%	35.6%	119.9%	70.3%	59.3%	104.5%	73.1%	28.4%	98.4%	103.3%
2022-12-16	24.5%	106.2%	50.4%	68.8%	104.2%	42.0%	96.7%	97.3%	38.1%	123.9%	77.4%	63.6%	114.6%	77.9%	28.7%	101.4%	116.7%
2022-12-15	26.1%	115.2%	66.9%	79.1%	111.4%	47.3%	110.6%	101.7%	41.8%	130.5%	83.8%	73.8%	114.3%	82.8%	28.4%	103.5%	125.8%
2022-12-14	22.2%	123.1%	74.2%	82.4%	110.1%	57.6%	125.6%	107.2%	40.7%	135.1%	88.6%	86.5%	105.3%	90.8%	30.2%	104.4%	135.9%

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_50536
