

# 周度经济观察

## ——理财风波对债市的影响趋缓

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 27 日

### 内容提要

近期疫情扩散对全国多数地区生产生活秩序形成冲击，经济活动全面减速。广州、北京等受冲击更早的城市逐渐开始恢复，未来经济活动修复的程度和居民信心的情况仍然有待观察。

从债券市场走势看，理财赎回的影响趋于缓和，存单和短端利率走低，信用利差开始收窄。从经济基本面、流动性环境的现状和前景来看，信用债的配置价值已经出现。

日央行当前对国债收益率曲线控制区间的放大，更多是基于恢复金融市场功能、促进风险缓释、预留政策空间的考虑。但明年日本经济基本面尤其是通胀形势的不确定性，可能是触发日央行政策进一步调整的主要因素，而这可能通过套息交易、避险保值等日元需求端的变化对全球市场的流动性产生影响。

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、经济的弱势将维持

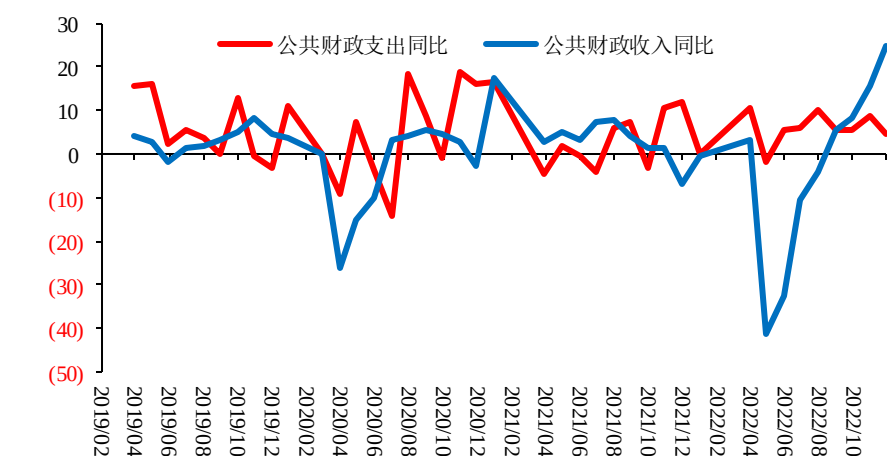
11 月公共财政收入当月同比增速为 24.6%，较 10 月上升 8.9 个百分点。增值税、企业所得税的高速增长，以及消费税的超季节性表现是推升财政收入的主要力量。

11 月公共财政支出当月同比增速为 4.8%，较 10 月回落 3.9 个百分点。健康费用同比增速偏高的同时基建相关支出增速降低。

观察政府性基金所代表的土地财政，11 月地方政府性基金收入同比-11.9%，较 10 月回落 7 个百分点。考虑到房地产市场仍然偏弱，土地市场同样并未出现改善迹象，卖地收入增速仍然维持低位。而地方政府性基金收入的下滑也对其支出活动形成拖累，11 月地方政府性基金支出同比-20.7，较上月回升 1.8 个百分点。

今年在疫情和地产的冲击下，地方政府收支面临持续收缩的压力，防疫相关支出也居高不下。随着疫情管控政策和房地产政策的调整，明年地方政府收支压力或将显著改善。

图1：公共财政收支月度同比，%



数据来源：Wind，安信证券；2021 年为两年复合同比。

从近期的高频数据来看，疫情的影响逐渐扩散到全国，大量城市地铁客运量大幅走低。而广州、北京等更早面临冲击的城市的感染高峰已过，人流车流开始出现恢复，但总体上恢复的进程温和，这一现象与同期东亚经济体类似。疫情对居民心理和财务层面形成的疤痕效应，需要足够长的时间才能够消退，消费的恢复难以一蹴而就。

以 30 大中城市为代表的高频数据显示房地产销售仍然偏弱，这与疫情反复有关。近期地产领域更多以前期政策落地为主，增量政策有限，而由于短期之内疫情对房地产销售、房企经营活动均产生了明显冲击，因此待疫情冲击过后地产政策的效果可能才会真实体现。考虑到房地产行业政策的出发点已经出现明显转变，明年房地产行业实物量数据的触底反弹有望出现。

总体而言，12 月在疫情的冲击之下，各项经济数据表现可能均偏弱。而随着元旦、春节等重要假日的到来，疫情扩散对宏观经济的影响可能延续，经济数据也将进入真空期，前期稳增长政策的效果难以准确评估，经济运行的中枢可能也会存在分歧。在此过程中，经济基本面本身对资本市场的影响或趋于下降。

## 二、理财风波影响趋缓

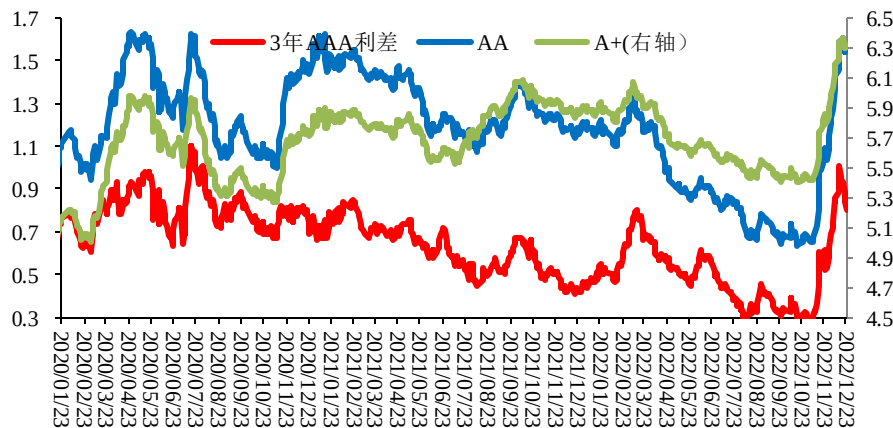
从债券市场的走势看，理财风波的影响或许正在走向缓和。

近期央行加大了公开市场操作的力度，资金利率维持低位。受此影响，短端利率持续回落，存单利率也下行幅度不小，长端利率小幅回落，期限利差上升，信用利差边际收窄。

与此同时，监管引导之下摊余成本法比例的调整，也使得信用债市场出现企稳的迹象。

从信用债市场的表现来看，无论基本面，还是流动性水平，都难以匹配当前的利差水平，这意味着交易层面的冲击是导致利差走阔的主因。伴随理财冲击趋于弱化，信用债市场配置的价值正在凸显。

图2：不同评级信用债利差



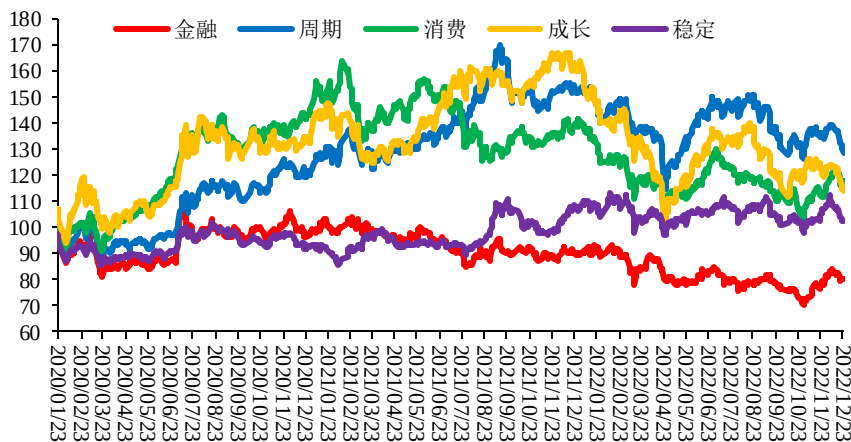
数据来源：Wind，安信证券

上周权益市场出现回落。前期政策落地、以及管控政策放开初期对生产生活秩序的冲击使得市场表现偏弱。

本周最新疫情防控政策公布，从明年1月8日起，对新冠病毒感染实施“乙类乙管”，不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施，这一政策的调整对市场信心形成进一步提振，加速了我国生产生活秩序正常化的进程。

往后看，市场的关注重点聚焦于疫后经济活动的恢复情况，居民超额储蓄释放的进展。我们预期伴随生产生活秩序逐步正常化，消费和服务业的复苏也将随之展开，尽管复苏的进程难以一蹴而就，但方向相对确定。因此权益市场的底部相对清晰，市场在经历一段时间的震荡后将步入抬升的过程中。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 1 月 2 日为 100

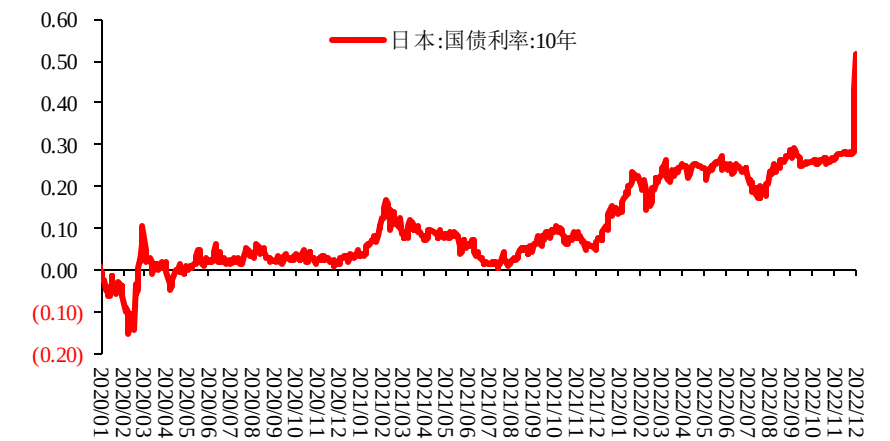
### 三、日央行超预期调整货币政策

上周二，日央行召开议息会议，继续维持-0.1%的政策利率、购买 ETF 类资产、以及实施收益率曲线控制（简称 YCC）等措施不变，但是超预期地将 10 年期日本国债的目标收益率波动区间从 $\pm 0.25\%$ 扩大到 $\pm 0.5\%$ ，导致海外市场出现了较大波动。

尽管日央行现任行长黑田东彦明确表示，这一决定并不是货币政策紧缩进程的开始，也并非一次加息；增加目标收益率区间的波动幅度，不意味着要结束收益率曲线控制，而且目前尚未考虑、也没有必要进一步扩大目标收益率的波动区间。

但是从市场的反应来看，似乎表现出了货币政策出现超预期的紧缩时才会有走势。当日 10 年期日债收益率从 0.28% 大幅上行 15BP 至 0.43%，并于后一日继续升至 0.52% 的高点；美元兑日元汇率则从 137 大幅走贬至 132；日经 225 指数下跌 2.5%。

图4：日本 10 年期国债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

此前市场预期在黑田东彦行长任内（至明年4月卸任），日央行将不会转变其宽松的货币政策立场。尽管前期部分海外资金曾押注日央行宽松政策不可持续，做空长端日债，但日央行无论是在政策表态上、还是在资产购买等行动上，均予以了坚决应对，使得10年期日债收益率维持在0.25%附近。而此次偿债收益率区间的调整，使得明年日央行货币政策路径的不确定性明显上升。

就此次日央行政策调整的动机而言，可能存在三个方面的考虑：

一是恢复金融市场正常的定价功能。当长端国债延续过往±0.25%区间控制时，今年以来无论是日本自身的经济增长和通胀上行、还是外部主要央行大幅快速加息的影响，均未在长端收益率上明显体现，当外部压力过大时，甚至曾在6月出现了债市熔断。而债市扭曲的压力也同时向着其他市场传导，例如日元汇率出现了明显超调。因此放大长期国债的利率波动区间，有利于缓解前期积累的价格调整压力，并使得其他资产市场降低波动风险。



图5：美元兑日元



数据来源：Wind，安信证券

二是选择外部压力相对较小的时点。当前美联储如期放缓加息步伐，市场对利率终点的预期相对稳定、甚至边际转松，美元指数和美债收益率见顶回落的趋势愈发清晰，叠加临近圣诞跨年等节日因素，市场交易处于相对不那么活跃的状态，避免政策调整的影响被外围市场进一步放大。

三是为日央行之后的货币政策调整提供更灵活的空间。若未来日本输入型通胀压力难有明显缓解、薪资出现持续加速，2%的通胀目标有可能接近完成，叠加收益率曲线控制等措施的可持续性堪忧，当前放大长债收益率目标区间，可降低后续一揽子宽松政策陆续转向的边际冲击力度。而这有赖于日本经济基本面以及

**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\\_50563](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50563)

