

相关报告

《宏观专题：理财净值化前因后果及债市推演》 2022-12-21
《宏观专题：冬去春来》 2022-11-25
《宏观专题：量化宏观基本面框架：动态因子模型》 2022-10-13

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 疫情分析：疫情处在达峰期，经济冲击趋于缓和

疫情反复伊始到病例达峰再到疫情完全平复，整体会经历一个近4个月的周期：首月为反复期，第二个月为快速扩张期，第三个月为快速平复期，第四个月为缓和期。疫情的扩张基本与制造业PMI的收缩方向一致；冲击周期上，主要冲击均发生在疫情病例达峰前，持续时间约在2个月左右；冲击程度上，韩国与日本均呈现出冲击力度递减的情况。2022年十一月前后，我国疫情进入反复期。根据百度“发烧”搜索指数，我国发烧搜索量于12月中下旬达峰并逐级下降，当前我国疫情处在达峰期，疫情的经济冲击也开始趋于缓和。

● 宏观政策：整体政策定调偏积极

财政政策相对中性，“加力提效，保持必要财政支出强度；保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。货币政策偏宽松，“总量要够，结构要准，总量要够就是明年货币政策的力度不能小于今年，需要的话还要进一步加力”。地产政策平稳，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。基建政策延续，国常会进一步部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，要求推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。

● 宏观与资产展望：经济探底，短期震荡，中期股强债弱

当前宏观政策定调偏积极，国内疫情冲击波基本触顶，2022年12月与2023年1月或是我国经济的探底期，探底期到复苏期的核心堵点依然是“消费侧，超额储蓄能否释放”，“投资端，地产需求能否反升”。整体倾向于认为，当前是经济低点，但复苏韧性有待观察，一季度偏向弱复苏。

(1) 股票市场：经济尚在探底当中，但探底节奏仍然受到消费与地产的复苏状况影响，弱复苏格局难以迅速改变，预计市场短期震荡，中期偏强，建议寻找结构性机会：一是疫后修复的消费、旅行板块；二是政策层面重点支撑的农业、基建等板块；三是中期布局新能源为代表的制造业板块。

(2) 债券市场：利率债市场的理财赎回压力基本消解，近期隔夜资金较为宽松但跨年资金偏紧，七天与隔夜资金的利差快速攀升，流动性分层凸显，加之市场对于经济中长期复苏存在分歧，长端利率进一步下行明显存在阻力，收益率曲线整体走陡。预计年后资金面将回暖，而短期弱复苏格局下债市也难以出现趋势性利空，长端利率或趋于震荡，收益率曲线或继续走陡。中期伴随经济企稳修复，债市或转向弱勢。

风险提示：疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期

内容目录

1. 十二月宏观观察：疫情达峰，经济探底	4
1.1. 疫情达峰周期与经济冲击分析	4
1.2. 宏观政策定调整体偏积极	5
1.3. 宏观与资产展望：经济探底，短期震荡，中期股强债弱	5
2. 高频经济数据追踪	7
3. 经济数据追踪	8
3.1. 工业生产	8
3.2. 消费、投资、净出口	9
3.3. 通货膨胀	11
3.4. 货币信贷	12
4. 银行间市场流动性追踪	13
4.1. 公开市场操作	13
4.2. 财政投放与政府债发行	13
4.3. 银行间市场资金利率	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：2022 年以来美日韩疫情达峰周期	4
图 2：2022 年以来韩国疫情与 PMI 相关关系	4
图 3：2022 年以来日本疫情与 PMI 相关关系	4
图 4：2022 年 12 月以来百度“发烧”搜索指数	5
图 5：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动	7
图 6：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值	7
图 7：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	7
图 8：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动	7
图 9：制造业采购经理人指数走势	8
图 10：制造业 PMI 需求分项指数	8
图 11：制造业 PMI 生产指数与库存周期	8
图 12：制造业 PMI 价格分项指数	8
图 13：规模以上工业增加值增速	8
图 14：工业增加值细分项目增速	8
图 15：社会零售品消费总额当月同比增速	9
图 16：社零商品与餐饮分项当月同比增速	9
图 17：固定资产投资累计同比与环比增速	9
图 18：三大固定资产投资分项累计同比增速	9
图 19：三大基建投资分项累计同比增速	9
图 20：基建项目入库数同比增速	9
图 21：70 个大中城市商品住宅价格增速	10
图 22：30 大中城市商品房成交面积增速	10
图 23：进出口金额当月同比增速	10
图 24：外贸集装箱吞吐量旬度增速与出口金额增速	10
图 25：出口同比增长细分项目贡献率	10
图 26：居民消费者价格指数同环比增速	11
图 27：CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	11

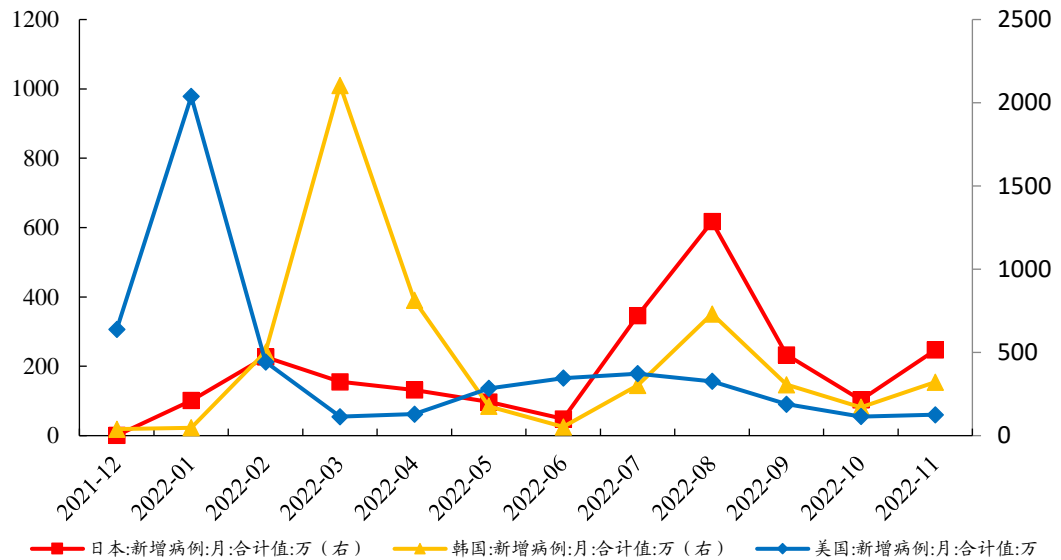
图 28: CPI 分项对当月同比增速的拉动	11
图 29: CPI 各分项成分占比逐月测算	11
图 30: 工业生产者出厂价格指数同比增速	11
图 31: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	11
图 32: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势	12
图 33: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数	12
图 34: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差	12
图 35: 社融分项对当月同比增速拉动率变化	12
图 36: 新增人民币贷款内部结构	12
图 37: 票据融资占新增人民币贷款比重	12
图 38: 近 1 个月央行公开市场日度操作	13
图 39: 近期 MLF 月度操作	13
图 40: 粗估财政存款增加与减少 (公共财政+政府基金)	13
图 41: 近六年财政存款月度变动规律	13
图 42: 国债月度发行、到期与净融资额度	13
图 43: 地方债月度发行、到期与净融资额度	13
图 44: 银行间质押式隔夜回购利率	14
图 45: 银行间质押式 7 日回购利率	14
图 46: 银行间市场资金期限利差	14
图 47: 银行间市场流动性分层跟踪	14

1. 十二月宏观观察：疫情达峰，经济探底

1.1. 疫情达峰周期与经济冲击分析

国际上，2022年以来，美国疫情传播经历了一轮达峰以及一轮振幅较小的传播；日本与韩国疫情经历了两轮疫情达峰。历次达峰情况来看，从疫情反复伊始到病例达峰再到疫情完全平复，整体会经历一个近4个月的周期：首月为反复期，第二个月为快速扩张期，第三个月为快速平复期，第四个月为缓和期。

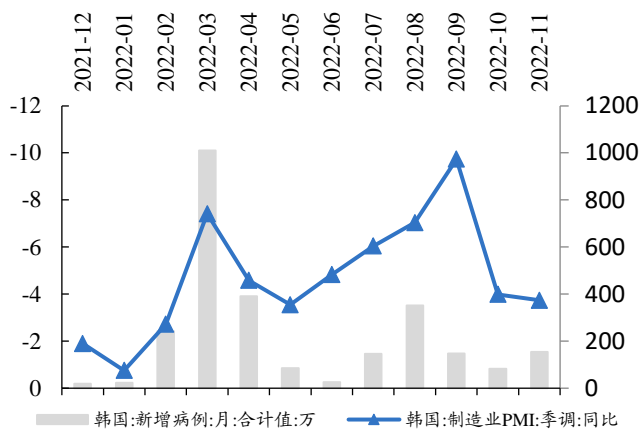
图 1：2022 年以来美日韩疫情达峰周期



资料来源：Wind，中原证券

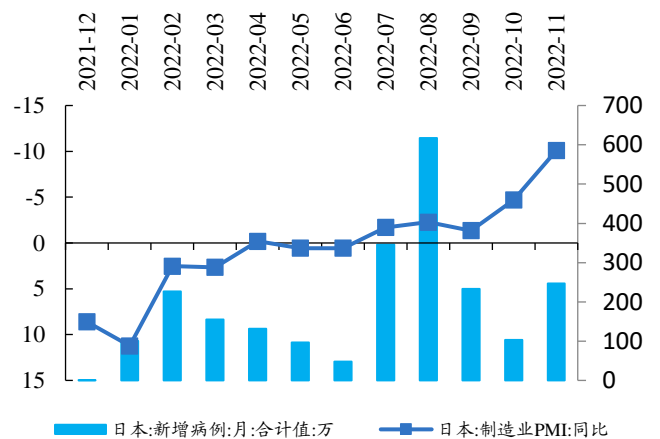
我们使用韩国、日本的制造业 PMI 的同比剥离季节性因素，尝试分析疫情达峰对经济增长带来的超额冲击。从韩日经验来看，疫情的扩张基本与制造业 PMI 的收缩方向一致；冲击周期上，主要冲击均发生在疫情病例达峰前，持续时间约在 2 个月左右；冲击程度上，韩国与日本均呈现出冲击力度递减的情况，表现为首次达峰对于 PMI 的增量冲击较大，二次达峰冲击偏弱。

图 2：2022 年以来韩国疫情与 PMI 相关关系



资料来源：Wind，中原证券

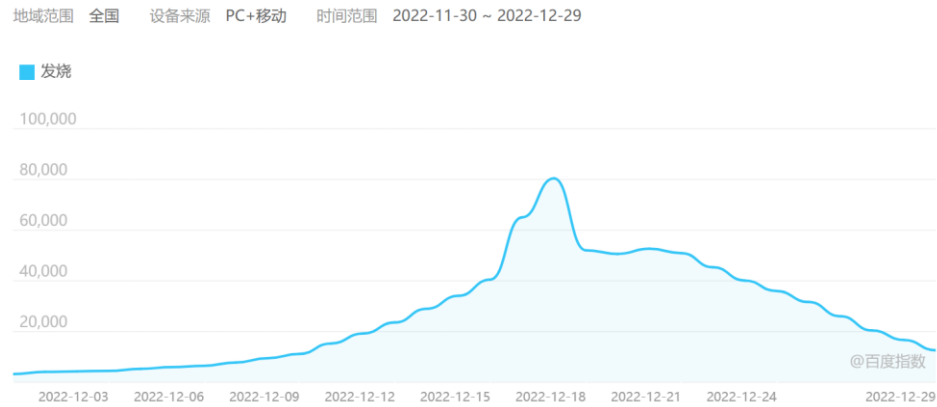
图 3：2022 年以来日本疫情与 PMI 相关关系



资料来源：Wind，中原证券

2022年十一月前后，我国疫情进入反复期，11月11日我国推出“防疫优化二十条措施”，12月7日我国进一步公布“防疫优化新十条措施”，疫情的管控程度有所下降，疫情进入快速传播期。根据百度“发烧”搜索指数，我国发烧搜索量于12月中下旬达峰并逐级下降，根据前文的疫情达峰周期与冲击周期，当前我国疫情处在达峰期，疫情的经济冲击也开始趋于缓和。

图 4：2022 年 12 月以来百度“发烧”搜索指数



资料来源：百度，中原证券

1.2. 宏观政策定调整体偏积极

防控政策层面，我国陆续推出“防控优化二十条措施”，“防控优化新十条措施”，“新冠病毒感染乙类乙管”，防控政策的整体约束力度实质性减弱，经济复苏的韧性增强。

宏观政策层面，中央经济工作会议为我国主要稳增长政策定调。财政政策相对中性，“加力提效，保持必要财政支出强度；保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。货币政策偏宽松，“总量要够，结构要准，总量要够就是明年货币政策的力度不能小于今年，需要的话还要进一步加力”。地产政策平稳，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。基建政策延续，12月20日，国常会进一步部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间。基建层面，要求推动重大项目建设 and 设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。

1.3. 宏观与资产展望：经济探底，短期震荡，中期股强债弱

从12月高频数据来看，经济供给侧偏弱，需求侧有一定改善，整体仍然延续弱复苏局面；结构上钢铁、水泥、汽车轮胎开工均有所下降，煤炭吞吐边际改善；需求侧商品房成交改善，电影票房大幅改善，港口货物吞吐边际改善；供应链层面，铁路、邮政有一定受损。当前宏观政策定调偏积极，国内疫情冲击波基本触顶，2022年12月与2023年1月或是我国经济的探底期，探底期到复苏期的核心堵点依然是“消费侧，超额储蓄能否释放”，“投资端，地产需求能否反升”。整体倾向于认为，当前是经济低点，但复苏韧性有待观察，一季度偏向弱复苏。

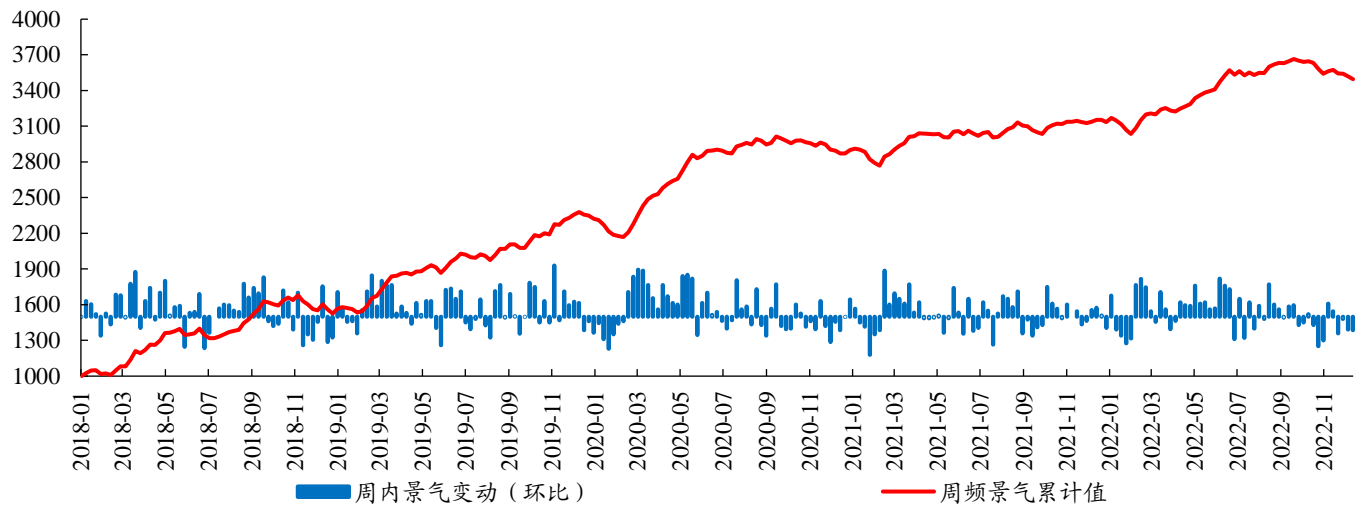
(1) 股票市场：经济尚在探底当中，但探底节奏仍然受到消费与地产的复苏状况影响，短期的弱复苏格局仍然难以改变，预计市场短期震荡，中期偏强，建议寻找部分结构性机会：

一是疫后快速修复的消费、旅行板块；二是政策层面重点支撑的农业、基建等板块；三是中期布局新能源为代表的制造业板块。

(2) 债券市场：根据我们此前《理财净值化前因后果及债市推演》的分析，利率债市场的理财赎回压力基本消解，近期隔夜资金较为宽松但跨年资金偏紧，七天与隔夜资金的利差快速攀升，流动性分层凸显，加之市场对于经济中长期复苏存在分歧，长端利率进一步下行明显存在阻力，收益率曲线整体走陡。预计年后资金面将回暖，而短期弱复苏格局下债市也难以出现趋势性利空，长端利率或趋于震荡，收益率曲线或继续走陡。中期伴随经济企稳修复，债市或转向弱势。

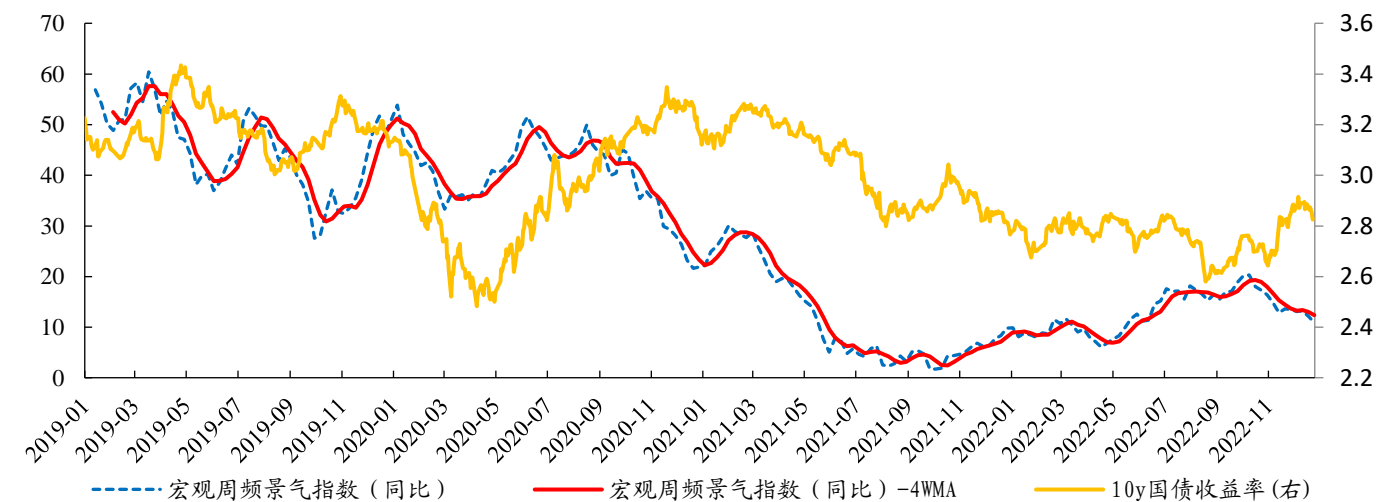
2. 高频经济数据追踪

图 5：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动



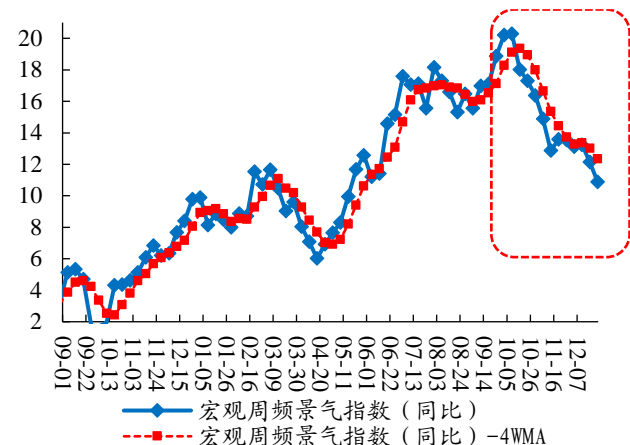
资料来源：Wind，中原证券

图 6：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值



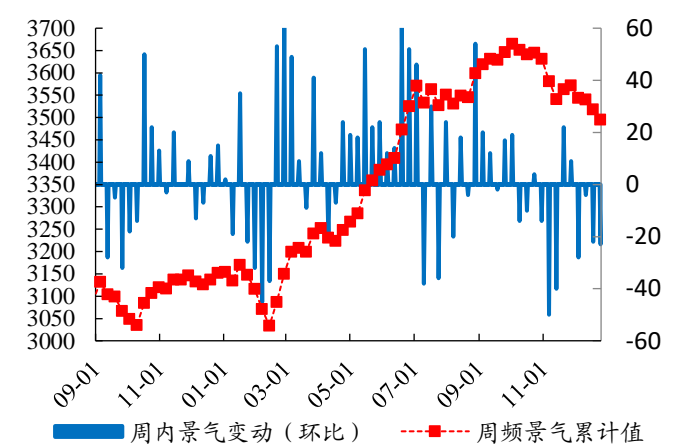
资料来源：Wind，中原证券

图 7：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



资料来源：Wind，中原证券

图 8：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动

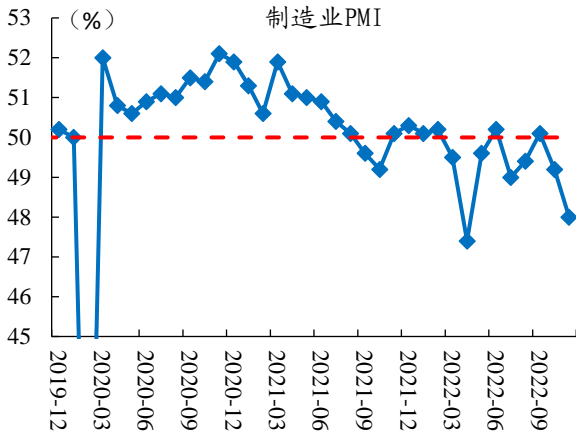


资料来源：Wind，中原证券

3. 经济数据追踪

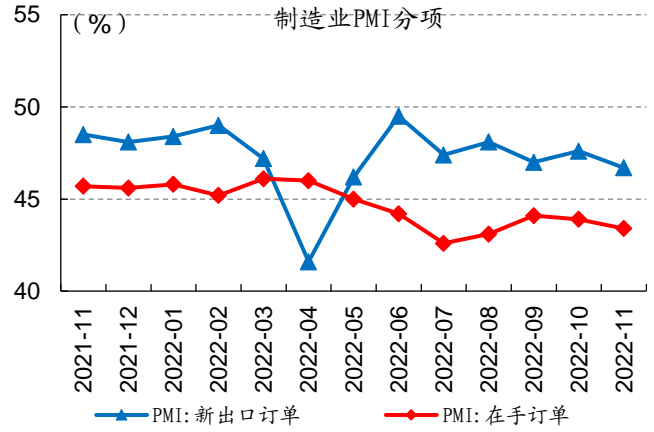
3.1. 工业生产

图 9：制造业采购经理人指数走势



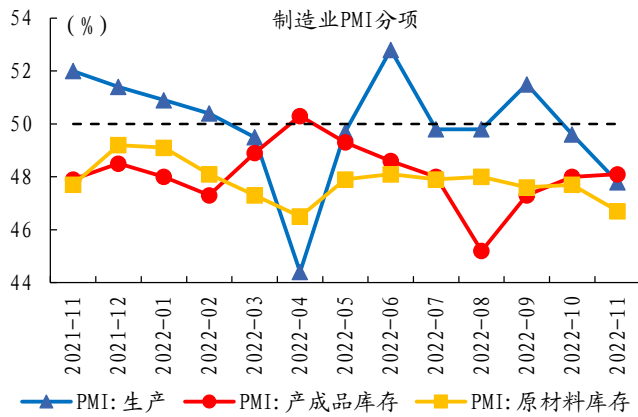
资料来源：Wind，中原证券

图 10：制造业 PMI 需求分项指数



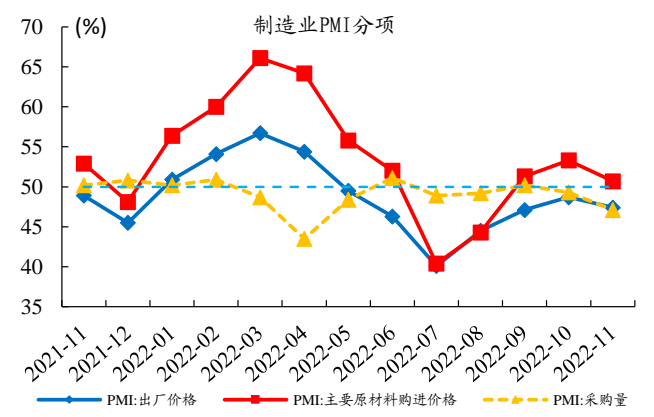
资料来源：Wind，中原证券

图 11：制造业 PMI 生产指数与库存周期



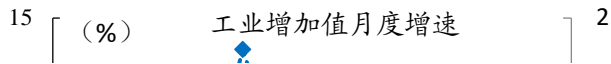
资料来源：Wind，中原证券

图 12：制造业 PMI 价格分项指数



资料来源：Wind，中原证券

图 13：规模以上工业增加值增速



云报告
https://www.yunbaogao.cn

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_50788



云报告
https://www.yunbaogao.cn