市场博弈政策落地情况

宏观经济分析报告 | 2021.12.26

评级：看好

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

王蔚然
研究助理
wangweiran@sczq.com.cn
电话：86-10-56511796

相关研究

- 等待政策发力
- 11 月经济数据点评：稳增长在路上：制造业非昙花一现，消费韧性十足
- 中央经济工作会议点评——重回 2018 年底，买股票，恒指 28000！

核心观点

- 市场在交易维稳预期后逐渐趋向理性，更侧重于政策实际落地的进展。政策发力可能是时间问题，我们对股市依然乐观，尤其港股。国债收益率则可能在当前点位下保持低位震荡。

- 政治局会议和中央经济工作会议后，市场在博弈政策的落地情况。市场在交易维稳预期后逐渐趋向理性，更侧重于政策实际落地的进展。从最近两周的情况来看，政策在各个方面有所放松，但幅度并不激烈。股市在跌至政治局会议的水平后略有反弹，债市收益率有所下行，商品指数略有上行，与政策宽松的趋向吻合。

- 货币政策趋松，但降息空间有限。12 月 20 日，央行下调 1 年期 LPR 贷款利率 5 个基点至 3.8%，5 年期保持 4.65%不变。另外，近期票据利率大幅走弱，刷新历史新低，3 个月票据利率也已经逼近 0，在政策明确稳增长后，银行信贷考核压力上升，而贷款需求持续偏弱，银行被迫加大对于票据配置以满足信贷考核要求，因此存量票据利率不断下行。

- 由于明年一季度为房企偿债高峰，地产公司仍将面临较大的流动性考验，稳增长的重点在于地产政策在需求端能否进一步放松，以及财政发力强度多大，在当前利率并不高的环境下，信贷资金供大于求，而需求端受政策影响更大，因此地产和财政政策预期将进一步发力，而大幅降息的空间有限，更可能通过社融放量的手段来实现货币宽松和维稳经济，尤其在一季度。

- 疫情发展不确定性上升。随着 Omicron 在全球范围加速传播，疫情再次显现出失控之势，欧洲日均新增病例超过 42 万，美国日增再次突破 20 万例。目前疫苗对于 Omicron 的预防能力较差，欧洲国家重启封锁，服务业受影响首当其冲，美日欧 12 月服务业 PMI 初值均出现回落。国内疫情方面，虽然新增病例总数仍在上升，但广度变小，预计在西安控制之后，本轮疫情将趋向尾声。

- 往后看，我们对股市依然乐观。政策维稳意图已经显性化，经济和股市将持续修复。A 股由于之前跌幅不大，反弹力度不大，港股则因为之前跌幅较大有较大的反弹空间。国债收益率则可能在当前点位下保持低位震荡。

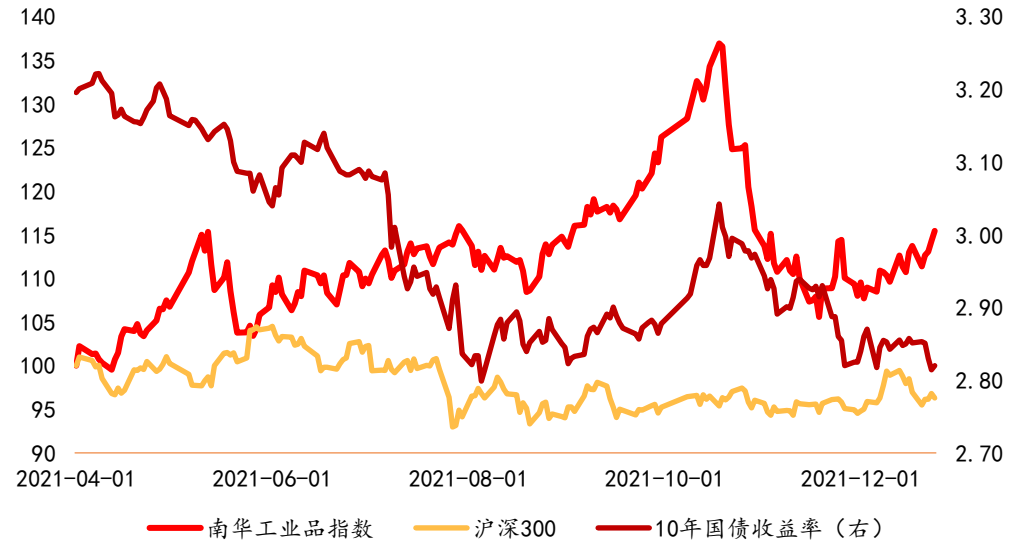
风险提示：经济下行超预期，疫情超预期

市场在交易维稳预期后逐渐趋向理性，更侧重于政策实际落地的进展。政策发力可能是时间问题，我们对股市依然乐观，尤其港股。国债收益率则可能在当前点位下保持低位震荡。

市场博弈政策落地情况

政治局会议和中央经济工作会议后，市场在博弈政策的落地情况。市场在交易维稳预期后逐渐趋向理性，更侧重于政策实际落地的进展。从最近两周的情况来看，政策在各个方面有所放松，但幅度并不激烈。股市在跌至政治局会议的水平后略有反弹，债市收益率有所下行，商品指数略有上行，与政策宽松的趋向吻合。

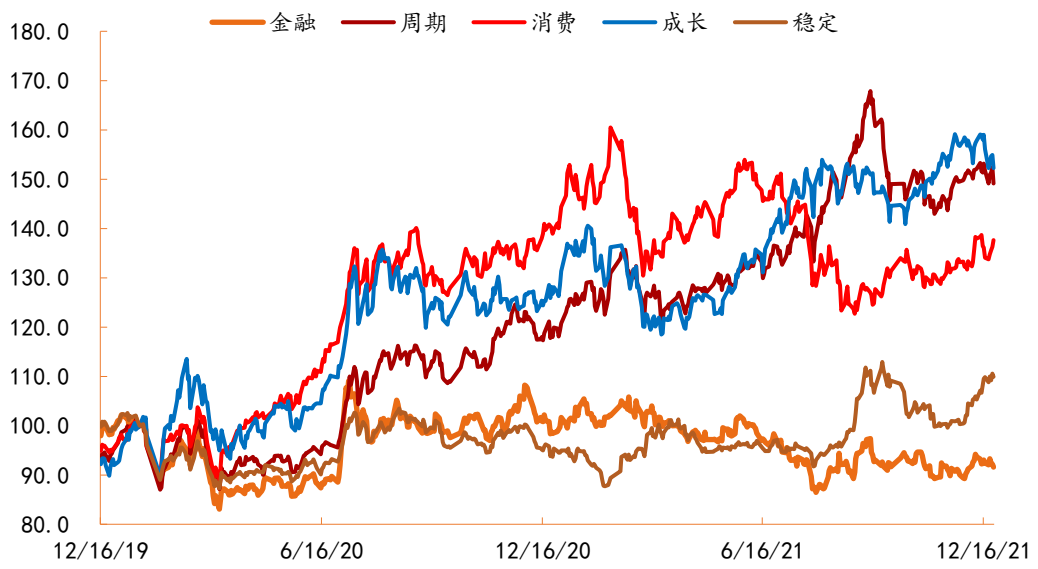
图 1：股债商走势



资料来源：Wind, 首创证券

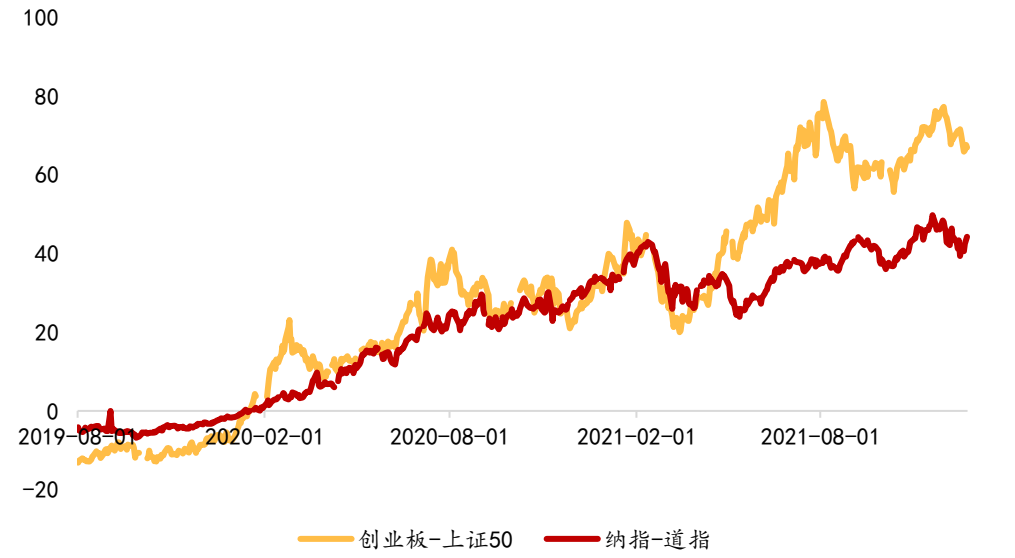
股市方面，本周消费及地产后周期有所反弹，总体走势与稳增长预期的相关性较高，稳定类风格走势偏强，因此上证 50 收涨 0.35%。对于年内市场热度最高的新能源板块，近期存在诸多利空因素，首先中央经济工作会议中提到碳中和碳达峰不可能“毕其功于一役”，另外美国重建美好法案在参议院暂时受阻，未来新能源资本开支强度存疑，受此影响高估值的宁德时代及锂电股大幅走弱，电力设备及新能源、有色、基础化工板块深度调整，分别下跌 6.7%、5.1%和 3.4%，带动创业板指上周大幅下跌 4%。

图 2：中信风格指数



资料来源：Wind，首创证券

图 3：中美市场风格



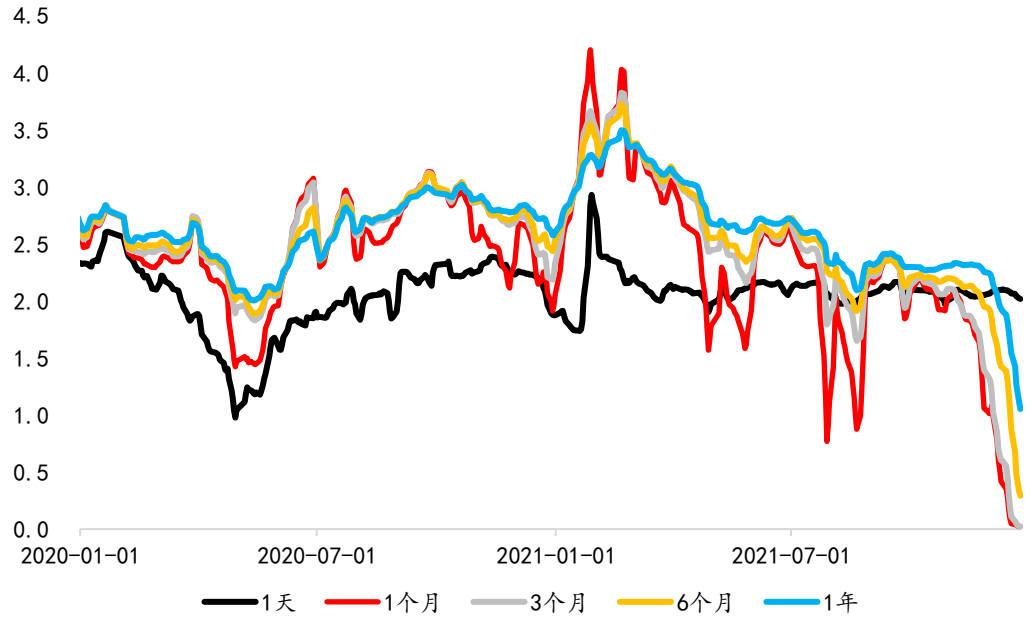
资料来源：Wind，首创证券

货币政策趋松，但降息空间有限

12 月 20 日，央行下调 1 年期 LPR 贷款利率 5 个基点至 3.8%，5 年期保持 4.65%不变。中央经济工作会议中维稳的基调非常明确，货币政策要“灵活适度”，地产销售走弱趋势下，明年一季度有望迎来进一步宽松，目前的降息大概率不是终点。尽管中央经济工作会议未提及“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，但 12 月 24 日央行四季度货币政策报告延续了这一观点，且不同于以往的政策调控，此轮中央对于“房住不炒”的定力更强，因此货币端大幅宽松的空间并不大。

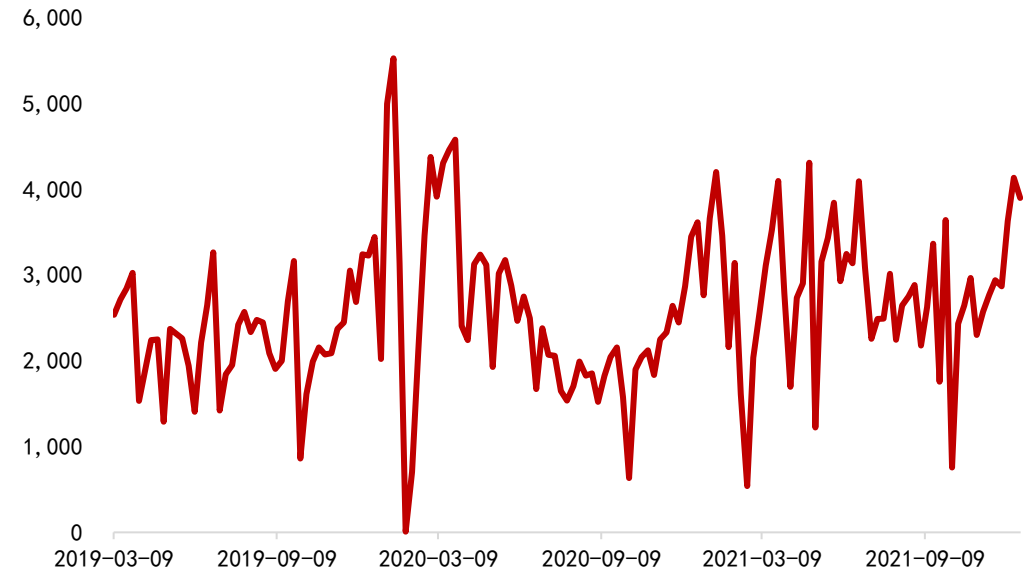
另外，近期票据利率大幅走弱，刷新历史新低，3 个月票据利率也已经逼近 0，从票据贴现发生额来看，12 月政治局会议后票据贴现额有所上升，说明在政策明确稳增长后，银行信贷考核压力上升，而贷款需求持续偏弱，银行被迫加大对于票据配置以满足信贷考核要求；而房企信用逐渐动摇的环境下，票据融资额并未大幅放量，因此存量票据利率不断下行。

图 4：国股银票转贴现利率（%）（MA5）



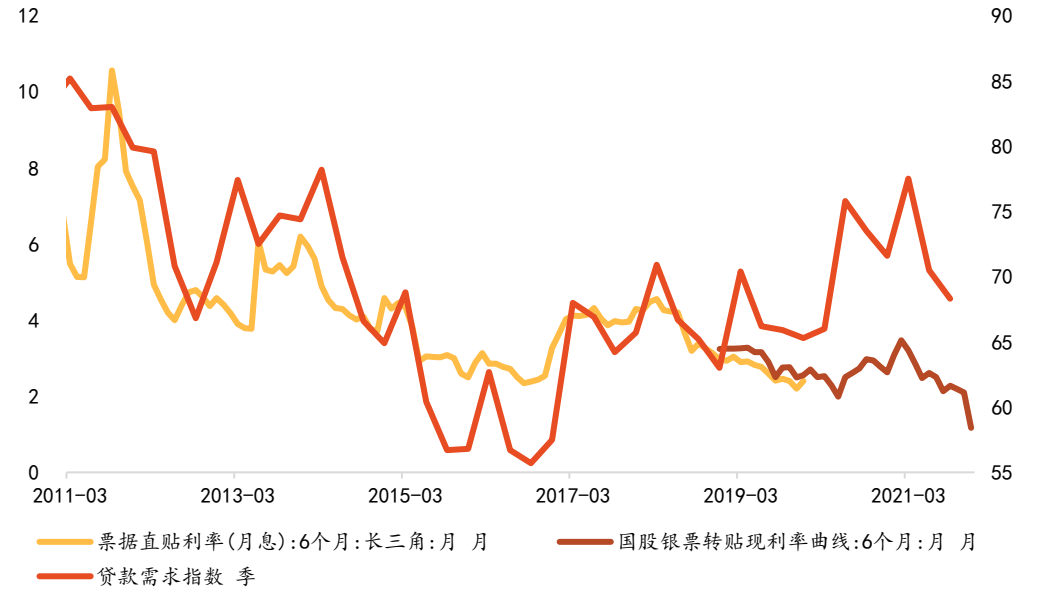
资料来源：Wind，首创证券

图 5：票据贴现发生额金额:纸电合计:周（亿元）



资料来源：Wind，首创证券

图 6：贷款需求偏弱，票据利率刷新历史新低



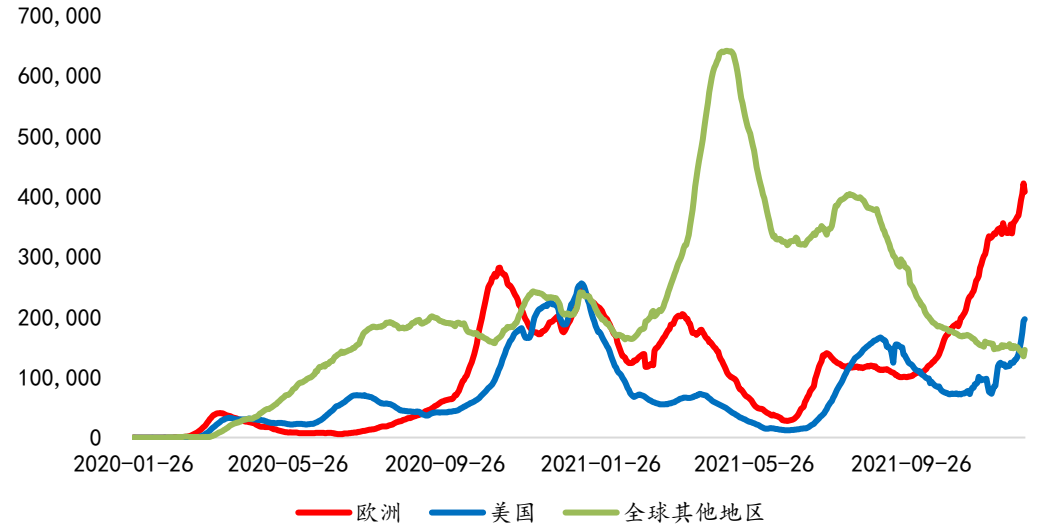
资料来源：Wind，首创证券

由于明年一季度为房企偿债高峰，地产公司仍将面临较大的流动性考验，稳增长的重点在于地产政策在需求端能否进一步放松，以及财政发力强度多大，在当前利率并不高的环境下，信贷资金供大于求，而需求端受政策影响更大，因此大幅降息的空间有限，更可能通过社融放量的手段来实现货币宽松和维稳经济，尤其在一季度。

疫情发展不确定性上升

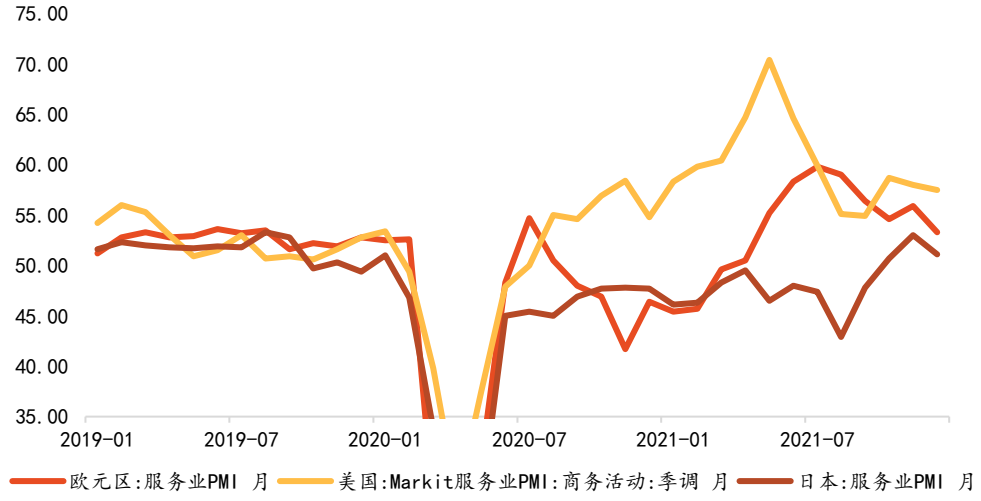
随着 Omicron 在全球范围加速传播，疫情再次显现出失控之势，欧洲日均新增病例超过 42 万，美国日增再次突破 20 万例。目前疫苗对于 Omicron 的预防能力较差，欧洲国家重启封锁。荷兰宣布 12 月 19 日至 1 月 14 日所有销售非必需品的商店、酒吧和餐馆都将关闭；爱尔兰宣布娱乐场所将施行宵禁至 1 月 30 日。疫情加剧，服务业受影响首当其冲，美日欧 12 月服务业 PMI 初值均出现回落。

图 7：新增确诊病例



资料来源：Wind，首创证券

图 8：海外服务业普遍走弱



资料来源：Wind，首创证券

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_35168