周度经济观察

——补库存推升经济，风格切换进行中

袁方[1] 束加沛（联系人）[2] 章森（联系人）[3]

2022 年 1 月 5 日

内容提要

2021 年 12 月 PMI 数据的改善主要与稳增长背景下企业主动回补存货有关。尽管信贷条件放松推动商品房销售回暖，但房地产开工和投资的见底回升可能仍需等待，这意味着宏观经济的企稳反转尚需时间。

当前债券市场收益率的下行定价了货币政策宽松以及经济动能走弱的信息，在政策转向稳增长的背景下，债券市场收益率或将转入震荡。

近期经济基本面和流动性环境并未出现实质恶化，创业板的大幅调整反映了投资者在行业景气度和估值层面再平衡的过程。一季度伴随货币政策的宽松、财政发力前置以及经济预期的改善，权益市场持续下跌的风险较低。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004
2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043
3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、存货回补推动经济短期回升

2021 年 12 月制造业 PMI 为 50.3, 较上月抬升 0.2 个百分点。考虑到 12 月 PMI 季节性表现多为环比下降，此次抬升反映经济出现回暖。

分项来看，生产、新出口订单、在手订单回落，而新订单小幅上行，原材料库存和产成品库存显著抬升，成为推升 PMI 的主要力量。

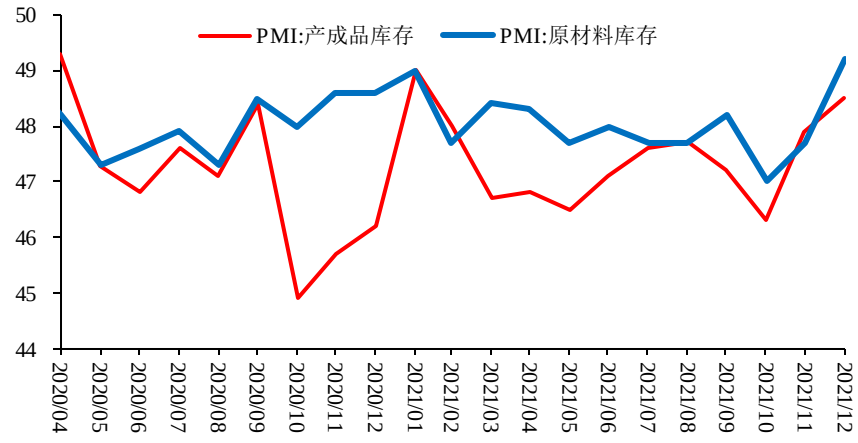
理论上讲，企业存货水平的抬升可能源于供应的扩张，也可能源于企业预期改善而进行的存货重建。在当前的环境下，前者的发生可能与能耗双控政策的放松有关，这一供应约束的缓解将导致工业品价格下滑；后者或许受到中央经济工作会议后稳增长政策陆续出台的影响，这一过程对工业品价格形成支撑。

进一步观察价格数据，南华工业品价格指数 12 月出现回升，扭转了 10 月以来持续下跌的态势，同期螺纹钢、焦炭、铁矿石等细分品种价格抬升的幅度不小，水泥价格持续下滑，显示终端需求仍然偏弱。与此同时，流通领域生产资料价格的环比增速也出现上行，这与 PMI 原材料购进价格指数指示的方向存在背离。总体而言，12 月的工业品价格指数并不算弱。

权益市场上，房地产、建筑、建材等行业近期表现较强，显示稳增长背景下企业预期在边际改善。实体经济端，全国高炉开工率延续了此前下行的态势，当前水平远低于季节性，暗示能耗双控政策可能仍然偏严。

合并考虑现有的价格、股市和实体端数据，12 月经济的回升可能主要受到稳增长背景下企业存货回补的影响，这意味着当前经济的回升持续性有限，终端需求的企稳回暖仍需等待。

图1：PMI 产成品库存和原材料库存，%



数据来源：Wind，安信证券

图2：南华工业品指数

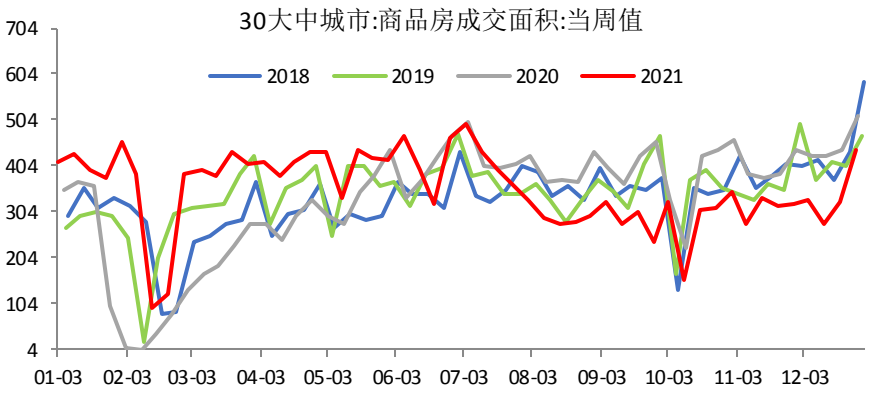
数据来源：Wind，安信证券

近期高频数据显示商品房销售出现回暖，房地产中资美元债价格指数企稳，A 股房地产行业指数反弹，这表明伴随一系列融资政策的放松，房地产行业至暗时刻已经过去，市场的信心也在逐步恢复。但值得注意的是，房地产行业信用分层的情况仍然严重，行业商业模式的转型刚刚启动，企业对未来的预期总体偏谨慎。在此背景下，房地产开工和投资数据的见底回升可能仍需等待。

短期之内，稳增长政策的抓手主要集中在货币政策的宽松以及财政前置发力。我们预期今年一季度央行存在降准和降息的可能性，商业银行的主动信贷投放也

将趋于积极。当前基建投资增速维持在零附近，一季度伴随专项债的发行和使用，基建投资增速有望回升，进而成为对冲房地产下滑的主要力量。但总体而言，考虑到经济下行的惯性以及政策落地的时滞，宏观经济的企稳尚需时间。

图3：30 大中城市商品房成交面积当周值，万平方米



数据来源：Wind，安信证券

二、债券市场收益率或将转入震荡

上周以来债券市场总体表现偏强。1 年期国债收益率大幅下行 9bp，10 年期国债收益率下行 3bp，突破 2.8%的位置，其余各期限的收益率均处于较低水平，收益率曲线平坦。

推动国债收益率下行的主要力量包括：市场对央行一季度下调 MLF 的预期已经提前定价；稳增长政策的抓手有限，宏观经济在一季度仍然面临减速的压力；12 月商业银行普遍出现票据冲量的行为，暗示信贷项目储备不足，年初信贷开门红的预期下降。

未来债券市场利率向何处去？

回顾过去一年，在经济趋势走弱、流动性环境相对宽松、房地产行业去杠杆的背景下，债券市场利率中枢持续下移。

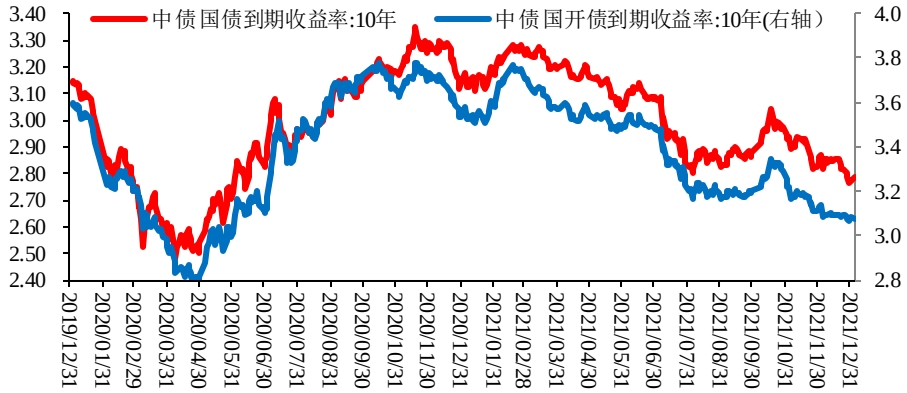
而当前房地产行业融资环境在边际改善，尽管房地产行业信用分层的情况仍然存在，但全行业流动性的压力正在缓解，部分资金重新流入房地产领域将会对利率下行形成牵制。

从信贷投放来看，信贷投放的多寡是金融机构和监管当局共同作用的结果，即便是在金融机构信贷项目储备不足的情况下，也会出现由于监管指导而最终信贷大量投放的情形，因此今年一季度出现信贷开门红的概率仍然不低。而信贷的大量投放，无论信贷利率变化的方向如何，对债券市场的影响都偏负面。

从经济基本面来看，一季度宏观经济的动能可能仍然偏弱，但在未来两个月经济数据的空窗期里，经济运行的真实情况短时间难以证实。而且今年一季度经济面临低基数的影响，导致同比增速会较去年四季度回升，市场如何定价这一数据的波动存在不确定性。

因此合并而言，当前收益率的下行已经定价了货币政策宽松以及经济动能走弱的信息，伴随房地产融资环境的改善以及金融机构信贷投放的增加，债券市场收益率或将转入震荡。

图4：10年国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

近期权益市场出现大幅调整，去年涨幅居前的电力设备、有色金属、公用事业等行业下跌幅度较大，同时农林牧渔、家电、房地产等去年表现较弱的行业出现反弹。这背后反映了投资者在行业景气度和估值层面再平衡的过程。

从自上而下的角度来看，近期经济基本面和流动性环境并未出现实质恶化，尽管市场普遍预期政策的抓手有限，但在方向上一季度货币政策的宽松以及财政支出的前置大概率会出现，因此我们倾向于认为当前市场趋势下跌的可能性偏低，伴随稳增长政策的出台以及经济预期的改善，权益市场有望震荡上行。在板块层面，基建回升有望对顺周期行业形成支撑，而居民消费倾向的改善将推动消费板块盈利改善。

三、海外经济和市场的回顾与展望

回顾2021年，海外经济整体上仍处于后疫情时代的复苏之中。

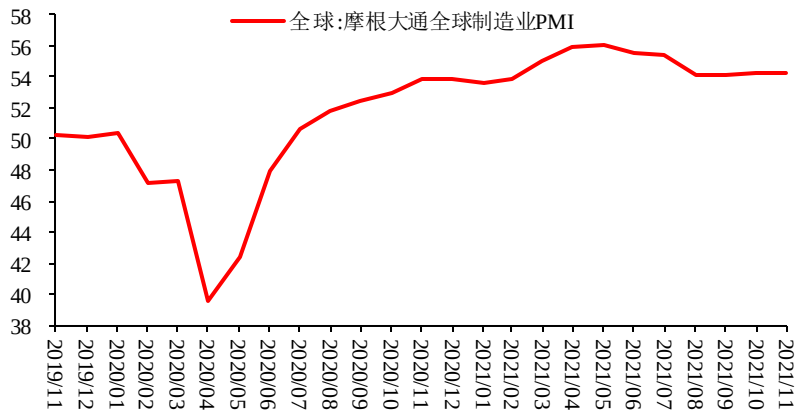
随着2021年年初以来疫情的缓和、以及防疫措施的放松，疫情严重时期所积压的大量需求集中释放。叠加政府广泛的刺激政策，海外经济在2021年上半年复

刻了中国 2020 年下半年的经济“填坑”走势。尤其是在均值回复的初期，经济复苏的上行斜率较为陡峭。从宏观因素的变化在资本市场的映射来看，同时期上市公司盈利恢复，债券利率中枢上移，大宗商品价格进一步抬升，黄金价格回落，美元指数上行。

而自 2021 年下半年以来，随着积压需求集中释放以后，全球经济增长势头开始放缓。全球工业生产、货物贸易增速、欧美日制造业 PMI 等数据自年中开始走弱，暗示海外经济疫后复苏的高点基本停留在今年 6 月左右，随后大体重复了中国经济在 2021 年上半年的放缓走势。例如，美国三季度 GDP 增速从 6.7%大幅降至 2.3%，在德尔塔变异毒株的拖累、以及刺激政策陆续退出等因素之外，疫后经济复苏自身的放缓也是重要因素之一。

由于疫苗接种率的差异、以及政策退出节奏的不同，发达经济体和新兴经济体的复苏形势出现了分化，大多数发达经济体在 2021 年底基本恢复至疫情前产出水平，而新兴经济体在政策空间有限的情况下，仍有待疫苗接种率的进一步提升。

图 5：全球制造业 PMI

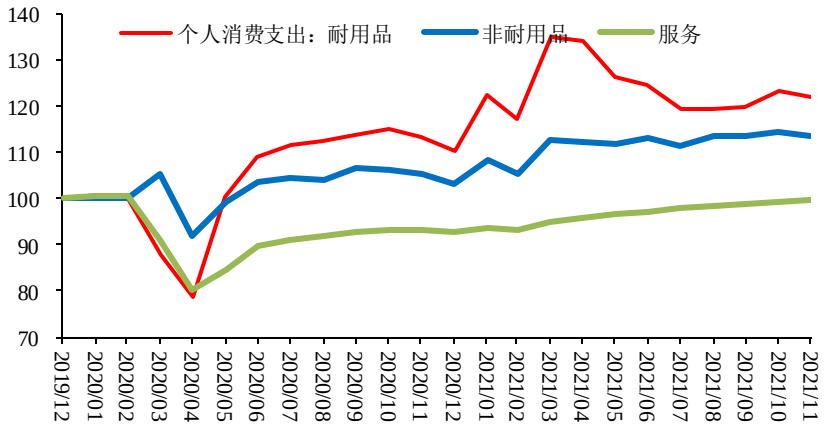


数据来源：Wind，安信证券

在经济与就业复苏形势日渐稳定的同时，欧美通胀水平在下半年以来陡然抬升。尤其是美国 10 月 CPI 同比超过 6%，一举打破了美联储关于“通胀是暂时性”的预判。从通胀保值债券拆分出的市场通胀预期，自下半年以来保持在明显高于疫情前的中枢水平，显示出市场对通胀以及货币政策提前收紧的担忧升温。

从短期来看，疫情期间货物消费对服务消费出现了大规模的替代，叠加政策刺激等因素，推动了全球货物贸易和工业生产的迅速正常化，集中释放了对大宗商品等原材料的使用需求。而疫情的反复，洪涝、干旱等极端天气的频发，同时也阻碍了部分供应链的正常运行。

图6：美国 PCE 分项变化（定基数）



数据来源：Wind，安信证券

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_35562