

2021 年 01 月 23 日

证券研究报告—宏观周报

降息如期而至 一季度稳增长压力仍存

证券分析师： 李沛

执业证书编号： S0630520070001

电话： 021-20333403

邮箱： lp@longone.com.cn

四季度经济增速好于预期，但稳增长压力仍存。2021 年四季度 GDP 不变价同比 4.0%，好于 Wind 一致预期 3.8%，两年平均增速 5.1%，好于三季度的 4.9%。我们认为四季度 GDP 增速好于预期的主要原因是由于工业生产逐渐从限电限产中恢复正常，此外较高的出口景气度除了贡献顺差，对生产也有一定带动作用，制造业投资仍维持较高水平，但相比之下，内需仍然较弱。从 12 月的经济数据来看，投资、消费仍然偏弱，经济面对的三重压力仍然存在，这也是央行选择降息，降实体成本，改善预期的原因之一，受房地产拖累影响以及疫情的扰动，2022 年一季度经济可能仍将面临一定的下行压力，我们认为后续政策仍有发力的空间，大概率一季度后经济会逐步企稳回升，呈现前低后高的趋势。

降息如期而至。1 月 17 日，央行对当月到期的 MLF 超额续作并分别下调逆回购和 MLF 利率 10 个 BP。超额续作及单次降息 10 个 BP 而非 5 个 BP 均略超市场预期。在此之后，LPR 利率以及 SLF 利率的下调接踵而至。其中 LPR 非对称降息，5 年期以上下调 5 个 BP，1 年期下调 10 个 BP；三种期限的 SLF 利率均下调 10 个 BP。总体来看，各期限品种的利率下调以及下调幅度均符合历史规律。

总的来看，央行降息释放稳增长的信号，引导银行加大信贷投放，推动实体经济融资成本下降。央行副行长刘国强在 1 月 18 日的新闻发布会上表示，“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”，明确定义了 2022 年货币政策总体宽松的方向，未来货币政策仍有空间。我们认为此次降息不是本轮宽松的结束。从国内来看，一季度房地产仍然面临较大下行压力，叠加基数较高，对经济可能形成一定拖累；从海外来看，在美联储货币政策收紧节奏预期提前的情况下，一季度仍是国内货币政策发力的重要窗口期，降准及降息仍有可能。对权益市场来说，降息通常能提升市场情绪，有利于风险偏好的提升，叠加一季度可能是全年经济的底，此外春节前后市场上涨概率较大，从历史上来看 2 月市场上涨概率超过 70%，我们认为对目前市场来看，不必悲观。

本周大盘震荡回落。盘面上看，计算机、煤炭和银行行业涨幅居前，医药、美容护理和农林牧渔行业跌幅居前。美联储 12 月议息会议纪要有关缩债等偏鹰表态后，美联储货币正常化或继续提速，经近三周情绪释放，本周大盘或有望企稳。关注下周 1 月议息会议内容及后续鲍威尔表态变化。MLF、LPR 与 SLF 下调叠加一季度稳增长刺激措施落地，年末至节前预计流动性合理充裕。总体看仍维持年末至明年初货币政策中性略偏宽松判断，一季度结构性行情。

新冠疫情仍严峻。全球来看，新冠疫情确诊增速略有回落。1 月 22 日当周全球新冠肺炎累计确诊病例累计 3.48 亿例，较前一周新增超 2249 万例，周环比升 190 万例。新增确诊数超万例的国家中，巴拉圭、尼泊尔和孟加拉国确诊环比增幅较多，分别为 1452%、254%和 210%。国内来看，冬季疫

情散发后疫情得到一定控制。1 月 22 日我国新增新冠肺炎本土确诊病例 19 例，累计确诊 10.56 万例。

本周定增项目新增证监会核准 4 家，发审委通过 2 家，股东大会通过 2 家，董事会通过 9 家。截止本周五，定价方式为竞价的增发预案有：证监会核准 74 家，发审委通过 16 家，股东大会通过 183 家，董事会预案 69 家。

正文目录

1.重要资讯.....	5
1.1.四季度经济增速好于预期，但稳增长压力仍存.....	5
1.2.央行：充足发力、精准发力、靠前发力.....	5
1.3.降息靴子落地，后续或仍有空间.....	6
1.4.LPR 降息如期而至.....	7
1.5.央行下调 SLF 利率.....	7
2.其他资讯.....	8
2.1.国务院全体会议研究部署一季度经济工作.....	8
2.2.国常会：决定延续实施部分到期的减税降费政策.....	8
2.3.发改委等 9 部门发布《关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见》.....	8
3.市场高频数据.....	9
3.1. 股票市场.....	9
3.2. 新冠疫情情况.....	9
3.3. 经济增长.....	10
3.4. 通货膨胀.....	11
3.5. 流动性.....	13
4.定增动态.....	14
5.经济日历.....	15

图表目录

图 1 (一年期 MLF 利率, %)	7
图 2 (MLF 净投放量, 亿元)	7
图 3 (申万二级行业周涨跌幅, %)	9
图 4 (全球新冠肺炎累计确诊及死亡病例, 例, 例)	10
图 5 (全球新冠肺炎当周新增及环比增加病例, 例, 例)	10
图 6 (周环比增幅居前国家, %)	10
图 7 (国内新冠肺炎新增确诊, 日, 例)	10
图 8 (30 大中城市:商品房成交面积, 万平方米)	11
图 9 (高炉开工率, %)	11
图 10 (波罗的海干散货指数 BDI, 点)	11
图 11 (中国出口集装箱运价指数, 点)	11
图 12 (猪肉平均批发价, 元/公斤)	11
图 13 (农产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	12
图 14 (菜篮子产品批发价格 200 指数, 2015 年=100)	12
图 15 (螺纹钢期货收盘价, 元/吨)	12
图 16 (环渤海动力煤 Q5500K 综合平均价格指数, 元/吨)	12
图 17 (水泥价格指数, 点)	12
图 18 (上期有色金属指数, 2002 年 1 月 7 日=1000)	12
图 19 (公开市场货币净投放, 亿元)	13
图 20 (存款类机构质押式回购加权利率隔夜, %)	13
图 21 (存款类机构质押式回购加权利率隔夜 7 天期, %)	13
图 22 (中债国债到期收益率 10 年期, %)	13
表 1 本周定增项目汇总情况	14
表 2 下周将公布的重要经济数据及财经大事	15

1.重要资讯

1.1.四季度经济增速好于预期，但稳增长压力仍存

经济增速好于预期，但稳增长压力仍存。2021 年四季度 GDP 不变价同比 4.0%，好于 Wind 一致预期 3.8%，两年平均增速 5.1%，好于第三季度的 4.9%。我们认为四季度 GDP 增速好于预期的主要原因是由于工业生产逐渐从限电限产中恢复正常，此外较高的出口景气度除了贡献顺差，对生产也有一定带动作用，制造业投资仍维持较高水平，但相比之下，内需仍然较弱，2022 年一季度经济增长的压力仍然存在，稳增长的措施仍会继续发力。

工业生产继续恢复。2021 年 12 月工业增加值同比升至 4.3%，前值 3.8%，两年平均增速 5.8%，前值 5.4%。而从环比来看，12 月 0.42% 的环比增速虽然略弱于往年同期，但为下半年以来最高。出口对生产仍有明显的带动作用，12 月出口交货值 1.49 万亿元，同比 15.5%，高于下半年平均增速 13.7%，两年平均增速升至 12.7%。

固定资产投资增速仍然偏弱。从累计同比来看，12 月固定资产投资增速继续下滑 0.3 个百分点至 4.9%，两年平均增长 3.9%，与前值持平，两者均明显低于疫情前水平。从结构上来看，12 月当月，基建投资回升至 0% 附近，制造业投资仍强，地产投下滑压力仍大。

可选消费拖累。12 月社会消费品零售总额当月同比降至 1.7%，前值 3.9%，两年平均增速 3.1%，前值 4.4%，实际当月同比录得负增长，环比增速继 7 月后再次为负，明显弱于历年同期。受疫情影响，餐饮收入已连续两个月维持负增长。可选消费的增速相对较低，而日用品等必选消费的增速相对较高，同时地产后周期产业链的家具、家电等增速走低，汽车销售依然为负。

总的来看，四季度 GDP 增速略超市场预期，但从 12 月的经济数据来看，投资、消费仍然偏弱，经济面对的三重压力仍然存在，这也是央行选择降息，降实体成本，改善预期的原因之一，受房地产拖累影响以及疫情的扰动，2022 年一季度经济可能仍将面临一定的下行压力，我们认为后续政策仍有发力的空间，大概率一季度后经济会逐步企稳回升，呈现前低后高的趋势。

1.2.央行：充足发力、精准发力、靠前发力

1 月 18 日，央行举行 2021 年金融统计数据新闻发布会，主要有以下几方面要点：

1.当前经济面临三重压力，“稳”本身就是最大的“进”，在经济下行压力根本缓解之前，进要服务于稳，不利于稳的政策不出台，有利于稳的政策多出台，做到以进促稳。简单说，当前重点的目标是稳，政策的要求是发力。总体延续了中央经济工作会议以来央行的一系列会议的表述，2022 年的重点工作就是稳增长，政策方向上会更多的出台积极的政策。

2.把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方。这一表述，明确定义了全年货币政总体宽松的方向。

2.具体在从三个方面发力，一是充足发力、二是精准发力、三是靠前发力。分别对应宽松并未结束，仍有空间；总量与结构工具并用发力；政策发力时间点提前，做好预期管理。

3.经过 2021 年两次降准后，金融机构存款准备金率进一步调整的空间变小，但仍然还有一定的空间，可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用。央行从正反两方面提到了对降准的看法，2 月-8 月 MLF 的月到期量最高不超过 2000 亿元，预计短期降准置换 MLF 的可能性下降，但仍然还有一定的空间也为降准提供了口子，未来仍然可能会根据专项债等发行的情况以及经济实际的运行情况进行调整。

4.2021 年我国宏观杠杆率为 272.5%，连续 5 个季度下降，为未来货币政策创造了空间，杠杆越低空间越大。从宏观杠杆率来看，不会成为今年货币政策发力的掣肘。

5.关于购房政策，房地产最核心的特征之一是区域性，在房地产长效机制管理框架下，更多地是落实城市政府属地责任，结合当地市场形势，因城施策实施房地产调控。从表述来看，因城施策可能是接下来地产调控中的重点，涨幅较大的城市调控可能仍然会紧，而跌幅较大以及房价涨幅压力不大的城市政策调控上可能会边际放松，促进整个地产行业的长期稳定发展。

总的来看，1 月 17 日降息并不代表宽松的结束，2022 年货币政策将维持相对宽松，降息降准仍有可能。央行近期一系列的表述和实际操作都有利于提升市场预期和信心，有利于风险偏好的提升。

1.3.降息靴子落地，后续或仍有空间

1 月 18 日，央行分别下调逆回购和 MLF 利率 10 个 BP。央行 1 月 17 日开展 7000 亿元 1 年期 MLF 操作和 1000 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为 2.85%、2.10%，均较上期下降 10 个基点。当日有 100 亿元逆回购到期和 5000 亿元 MLF 到期。

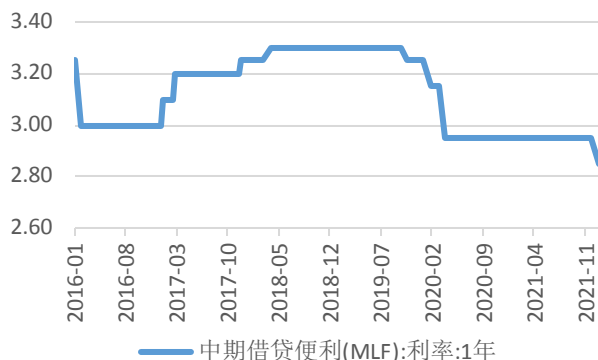
1.从降息幅度上来看，单次降息 10 个 BP 略超市场预期。从 12 月地产投资和销售数据来看，房地产仍面临较大下行压力，叠加基数较高，一季度仍有可能对经济形成明显的拖累。

2.从 MLF 投放量上来看，超额续作略超预期。开展 7000 亿元操作，净投放 2000 亿元，同时净投放了 900 亿元 7 天期逆回购。考虑到央行 12 月降准释放了 1.2 万亿元的流动性，其中 4500 亿元是用于到期未续作的 MLF，实际投放量为 7500 亿元，1 月再次超额续作净投放 2000 亿元，从量上来看也略超市场预期。临近春节，市场对资金需求量通常较大，同时叠加 2022 年专项债发行前置，此时需要央行出手呵护市场流动性的稳定。

3.从后续的操作来看，宽松仍有空间。我们认为经济面临的三重压力还没有得到根本改善，稳增长压力仍然存在，需要货币政策上维持宽松来降低银行负债成本，降低银行的息差压力，从而向实体经济传导，降低实体融资成本。历史上看，降息周期一旦打开，很有可能不止一次。虽然降息本身还是为了应对国内稳增长的压力，货币政策“以我为主”，不受海外货币政策的影响。但美联储加息时间可能提前至 3 月以及年内可能开启缩表，会影响国内货币政策宽松的节奏。目前在美联储仍处在 Taper 的阶段的情况下，中美利差收窄引起的资本流出压力相对较小，所以央行在一季度或仍有可能再次降息。

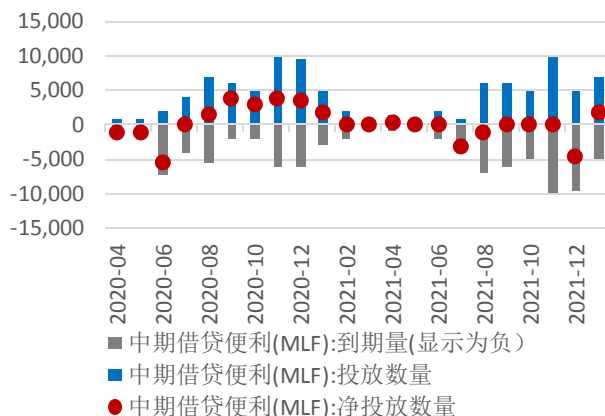
4.利好股债。降息直接利好债市，而对股票市场来说，降息同时也降低了实体经济的成本压力，有助于提振股市的信心，市场风险偏好有望得到提升，我们认为春节行情仍然值得期待。

图 1 (一年期 MLF 利率, %)



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 2 (MLF 净投放量, 亿元)



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

1.4.LPR 降息如期而至

1 月 20 日, 央行公布 1 月 LPR 报价, 1 年期 LPR 报 3.7%, 下调 10 个 BP; 5 年期以上品种报 4.6%, 下调 5 个 BP。这也是时隔 21 个月 LPR 两个品种再现同步下调。

1.LPR 利率下降, 符合历史规律。自 2019 年 8 月 LPR 改革以来至本次下调以前, LPR 共经历了 5 次下调, 其中 2 次是在降准后, 3 次是在下调 MLF 利率之后, 所以本次 1 月 17 央行下调 MLF 利率之后, LPR 下调符合预期。分期限来看, 3 次调降 MLF 利率之后的 LPR 下调, 仅 2019 年 11 月, 1 年期与 5 年期以上 LPR 同步下调 5 个 BP。2020 年 2 月以及 4 月, 5 年期以上 LPR 下调幅度均为 1 年期的一半。总体来看, 本次 LPR 的非对称降息也符合历史规律。

2.我们认为 5 年期以上 LPR 未同步下调 10 个 BP 的原因: 1) 根据央行的解释, LPR 是由报价行根据对最优质客户的实际贷款利率市场化报价形成的, 资金成本、市场供求、风险溢价等因素都会影响。LPR 报价 1 年期 LPR 与 1 年期 MLF 在期限上更加匹配, 同步下调较容易理解, 而 1 年期 MLF 在银行负债端的占比相对较低, 而 LPR 报价本身就是银行的市场化报价, 为了维持净息差, 1 年期 MLF 利率下调 10 个 BP 不足以促使银行同步下调期限更长的 5 年期以上 LPR 10 个 BP。2) 虽然目前来看房地产投资面临的下行压力依然较大, 但房住不炒的大方向不会改变, 所以 5 年期以上 LPR 下调 5 个 BP, 释放了房地产适度放松, 而非全面放松的信号。

3.未来货币政策仍有空间。我们依然认为此次降息不是本轮宽松的结束。央行副行长刘国强在 1 月 18 日的新闻发布会上表示, “把货币政策工具箱开得再大一些, 保持总量稳定, 避免信贷塌方”, 明确定义了 2022 年货币政策总体宽松的方向。在美联储货币政策收紧节奏预期提前的情况下, 一季度仍是国内货币政策发力的重要窗口期, 降准及降息仍有可能。

1.5.央行下调 SLF 利率

从央行公布的常备借贷便利利率表显示，自1月17日起，常备借贷便利利率隔夜品种为2.95%，7天期品种为3.10%，1个月期品种为3.45%。三个品种均较此前下降10个基点。

此前MLF以及OMO利率下调，同样作为政策利率的SLF调降在预期之内，自2017年起，三者均同步上调或者下调，且调整幅度均一致。而作为利率走廊的上限，调整SLF利率可以压缩利率走廊上限，有助于利率中枢的下移，推动货币政策向实体经济的传导，有助于实体经济融资成本的下降。总的来看，央行继续释放积极的信号，使货币政策在稳增长的过程中发挥更积极的作用。

总的来看，我们维持一季度仍有降准和降息的可能，货币政策仍有空间，政策环境对权益市场仍然相对友好。

2. 其他资讯

2.1. 国务院全体会议研究部署一季度经济工作

1月19日，国务院总理李克强主持召开国务院第六次全体会议，讨论《政府工作报告（征求意见稿）》，并研究部署一季度经济工作。

李克强说，当前我国经济面临新的下行压力，不确定因素增多，要努力爬坡过坎，稳字当头，把稳增长放在更加突出的位置。继续做好“六稳”、“六保”工作，深化改革开放，加强跨周期调节，明显加大宏观政策实施力度，推出更多有利于提振有效需求、加强供给保障、稳定市场预期的实招硬招，统筹发展和安全，有效防范化解风险，着力稳定宏观经济大盘，实现比较充分就业，保持经济运行在合理区间。

总的来看，总理提出了“明显加大宏观政策实施力度”，稳增长的决心强，政策力度仍会加强。“提振有效需求、加强供给保障、稳定市场预期的实招硬招”，分别对应的就是经济面临的三重压力，未来政策的方向仍会围绕着如何去解决三重压力去开展。

2.2. 国常会：决定延续实施部分到期的减税降费政策

国务院总理李克强1月19日主持召开国务院常务会议，决定延续实施部分到期的减税降费政策，支持企业纾困和发展。部署进一步加强下一阶段特别是春节期间煤电油气运保障和市场保供。

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_36487

