

类别

宏观策略周报

日期

2022 年 1 月 21 日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198



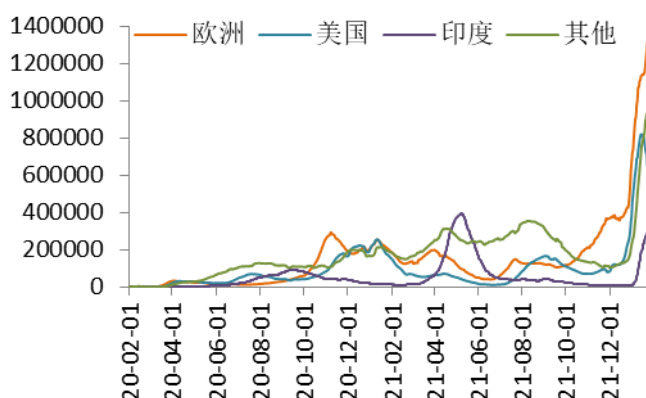
中国央行积极宽松稳增长

一、宏观环境评述

1.1 欧美第五轮疫情接近峰值

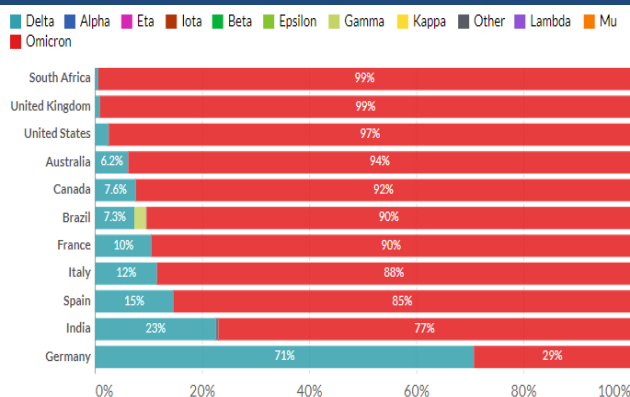
截至1月22日，全球累计确诊新冠病例3.48亿，总体感染率达到4.47%；累计死亡病例560万，死亡率小幅下降至1.61%。2019年底至今全球爆发五轮新冠疫情，第一轮是从2019年底至2020年9月，新冠疫情从东亚逐渐扩散到全球；第二轮是从2020年10月至2021年2月中旬，欧美疫情因社会风俗和防控不利而严重恶化；第三轮是从2021年2月下旬到6月中旬，病毒变异以及传统节日使得印度疫情大爆发，欧美疫情在疫苗接种帮助下得到控制；第四轮是从6月下旬至10月上旬，主要是首先发现于印度的具有传染性强和免疫逃逸特点的德尔塔毒株扩散到美欧亚诸国。第五轮是从10月中旬开始，主要是欧美地区在疫苗接种之后放松防范措施，而南非新发现的Omicron毒株具有更强大的传染性和免疫逃逸特性，叠加年底节日聚集效应；而且新冠疫情接种的持续推进，以及担忧社会医疗系统受到的压力，使得欧美诸国大多不愿过度收紧防疫隔离措施，而是以自然免疫弥补疫苗免疫的不足。截止1月22日，日均新增确诊病例超过4万的国家地区有美国（北美，651561）、法国（西欧，356652）、印度（南亚，293253）、意大利（南欧，175963）、巴西（南美，140641）、西班牙（南欧，126060）、阿根廷（南美，109004）、德国（中欧，99529）、英国（西欧，91844）、土耳其（中东，68366）、秘鲁（南美，47383）、葡萄牙（南欧，46222）、墨西哥（南美，42539）、荷兰（西欧，42529）和比利时（西欧，40930）等15个，全球日均新增确诊病例数310.8万，远超前几轮疫情最严重的时期的新增确诊病例数。鉴于年底聚集效应随时间推移而消退，我们预计本轮欧美疫情顶峰将于1月中下旬到来，但其随后的缓解速度将相对较慢，而且其他地区的疫情扩散还在加速。

图1：区域疫情扩散速度



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：新冠变种病例占比



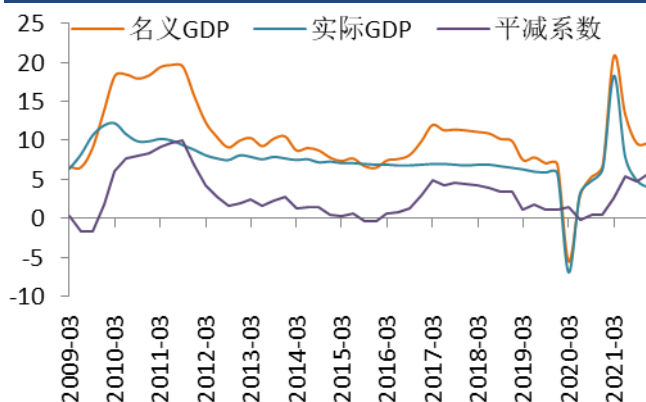
数据来源：Ourworldindata，建信期货研投中心

截止1月22日全球接种新冠疫苗98.5亿剂，日均接种疫苗数量（7天移动平均）为2923万剂，至少接种过一剂疫苗的人数达到47.6亿；接种量居前的经济体有中国（29.6亿剂）、印度（16.1亿剂）、美国（5.33亿剂）、巴西（3.51亿剂）和印尼（3.03亿剂）；全球疫苗接种率达到60.4%，其中葡萄牙（94%）、中国（88%）、加拿大（85%）、意大利（82%）和日本（80%）位居前列。目前欧美日韩发达经济体整体接种率达到77.6%，已经达到群体免疫程度；由于疫苗可得性以及财政因素，预计发展中国家整体需要到2022年上半年才能达到群体免疫程度。但由于新冠病毒持续变异，以70%接种率来衡量群体免疫门槛的旧有标准是否依然合适，有待商榷。

1.2 中国经济仍在磨底阶段

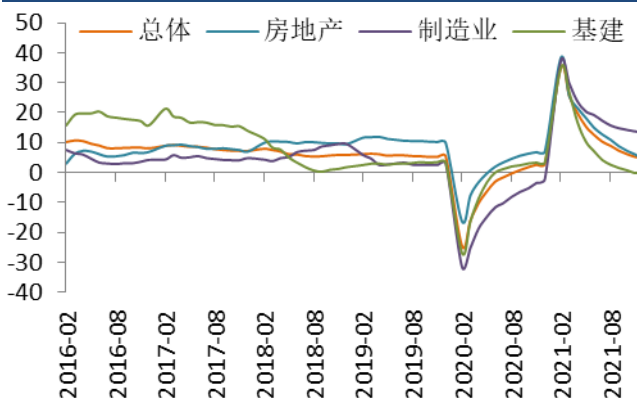
四季度国内GDP增速好于预期，主要受偏强的外需及工业生产所支撑，而内需及服务业表现则弱于预期。根据统计局数据，四季度最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口对经济增长的贡献率分别为85.3%、-11.6%、26.4%，分别较三季度变动为6.5%、-11%和4.7%，可见出口较强韧性对国内经济起到明显支撑，而固定资产投资进一步下滑对经济增长拖累较大，当前国内经济仍然延续“外强内弱”格局。

图3：中国GDP增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：中国投资增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

具体从12月单月数据来看，12月工业生产好于预期，规模以上工业增加值增速较上月回升0.5个百分点至4.3%。三大门类工业产业中制造业增速明显回升，一方面是出口延续较高景气带动相关的计算机电子设备制造、电气器材制造、专用设备制造行业增速保持在较高水平，另一方面上游的黑色、有色冶炼加工、非金属矿物制品生产明显恢复，高耗能行业对工业生产的拖累有所减弱。但服务业生产进一步走低，服务业生产指数同比增长3%较上月回落0.1个百分点，显示疫情反复背景下服务业修复依然缓慢。

从需求端来看,12月内需出现进一步的走弱。消费方面,社零环比少增0.18%,显著低于2017~2019同期均值0.68%,限额以上消费无论是商品还是服务均进一步回落,显示终端需求仍然疲弱。投资方面,12月固定资产投资完成额累计同比增长4.9%较上月小幅回落0.3个百分点,主要受房地产投资进一步走弱所拖累,基建投资则在“适度超前开展基础设施投资”的推动下出现明显反弹,累计同比增长0.4%较上月小幅回落0.1个百分点,制造业投资则受出口及工业生产偏强的支撑而保持较高水平。目前来看,在地方专项债加快发行及适度超前开展基建投资的政策引导下,目前基建投资大概已经触底,但在地方债务监管趋严的限制下后期可能仍延续缓慢反弹。地产投资目前依然不乐观,虽然12月地产销售延续小幅回暖,但土地成交累计同比增长2.8%较1~11月回落1.7个百分点,新开工、施工同比跌幅进一步扩大,显示地企购地施工来扩大投资的意愿并不强烈,短期地产投资或仍在磨底阶段,可能继续对固定资产投资整体形成较大拖累。

1.3 中国央行积极宽松

上周中国央行积极实施宽松货币政策推动市场利率下行稳定经济增长,1月17日一年期中期借贷便利MLF以及7天逆回购利率均下调10BP,1月18日央行副行长在新闻发布会上表示要把货币政策工具箱开得再大一些避免信贷塌方,金融部门不但要迎客上门还要主动出击靠前发力,降准空间虽然变小但仍有一定空间,1月19日央行将月度LPR发布时间由每月20日上午9点半调整至9点15分,1月20日1年期和5年期以上LPR分别下调10BP和5BP,1月21日常备借贷便利SLF各期限利率均下调10BP。

2021年底中央经济工作会议强调目前经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力,2022年经济工作要着力稳定宏观经济大盘,保持社会大局稳定,迎接党的二十大胜利召开。从各部委表态看,2022年工作重点都在往稳增长方向转变;但鉴于债务压力持续上升、财政收入明显萎缩的事实,2022年稳增长大概率是以宽松货币为主积极财政为辅,而且财政政策也是偏向于减税降费而不是重启传统基础设施建设。

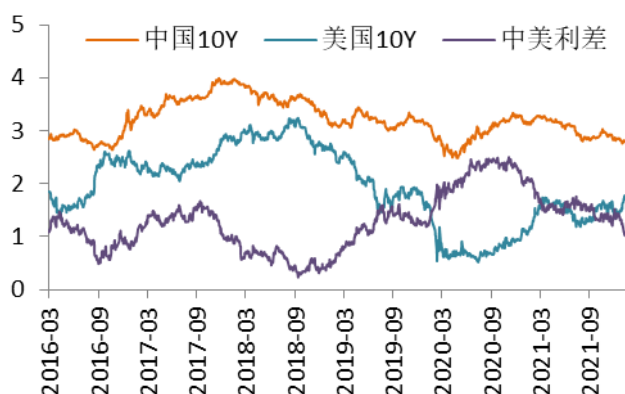
二、宏观市场分析

2021年中国2年期和10年期国债收益率分别下行31BP和37BP,中国经济增长动能在紧信用控风险调结构政策取向和时不时爆发的点状面状疫情影响下趋弱,同时央行适当宽货币托底经济增长,促使国债收益率平坦化下行。展望2022年,我们判断新冠疫情将长期化流感化,新冠疫情对经济社会的冲击绵绵不绝但震荡

趋弱，中国结构性货币宽松举措以及供给侧改革政策的协调有利于经济内生增长动能的增强，多目标制约下央行货币政策或大致保持在 2021 年底水平，大水漫漫或调整政策利率的可能性均较低。在 2021 年 11 月底的水平基础上，我们判断随着经济内生增长动能的增强以及消费物价上升趋势的确立，中国 10 年期国债收益率上升空间大于下跌空间，核心波动区间为 [2.7%，3.2%]，风险来自于新冠疫情形势、农产品通胀冲击和中美地缘政治风险。

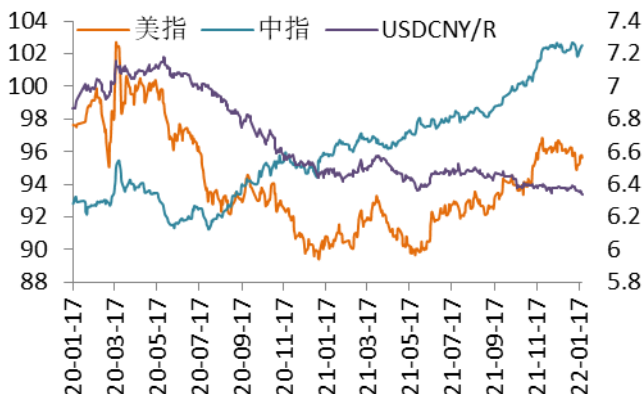
12 月 6 日政治局会议以及 2021 年中央经济工作会议强调稳字当头，针对经济下行压力加大了稳增长力度，针对供给侧政策不确定性做了进一步的政策解读，这将有利于在新冠疫情发展不确定的情况下增强私人部门支出意愿和经济内生增长动力，相应地国债的避险需求减退；另外数据显示中国经济增长动能环比改善，猪肉价格企稳回升以及中上游涨价传递到下游，正在驱动中国消费物价加速上涨，两者均不利于无风险利率。但短期来说，由于中国央行积极宽松货币政策稳定经济增长，1 月份逆回购、SLF、MLF 以及 LPR 等政策利率均有所下调，充裕流动性刺激债券多头；同时 Omicron 毒株全球蔓延，短期全球经济活动受到影响，因此国债收益率暂时保持了低位震荡格局。但目前十年期国债收益率已经接近 2020 年疫情最严重时期水平，继续下行空间有限，而且美债收益率上涨也将通过汇率和跨境资金流动因素限制中债利率下行空间。

图5：中美国债利率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

2021 年美元指数和人民币汇率指数分别上涨 6.68% 和 7.97%，人民币兑美元汇率升值 2.13%。年内美元指数分别在 1 月和 5 月构筑底部，然后在拜登政府积极财政政策前景和美联储紧缩前景的推动下反弹，触动因素则分别为美国佐治亚州联邦参议员席位的确定和美国 4 月份通胀数据的公布，而美国相对于欧英日的经济恢复前景和央行紧缩前景为主要影响因素。人民币汇率指数延续了自 2020 年 7 月份以来的上涨趋势，主要影响因素为中外疫情差异性以及中外经济阶段和

经济政策所导致的内外需差异。由于美元指数和人民币汇率指数均偏强运行，年内人民币兑美元汇率偏强震荡，监管部门汇率政策、中美地缘政治风险以及中美贸易形势为主要影响因素。

展望 2022 年，我们预计美国在经济增长和央行紧缩方面仍然领先于欧英日同行，因此美元指数强势运行的基础得以维持；但从经济发展阶段差异性来看，2022 年欧英日经济有望加速追赶美国（或者说美国受通胀压力的拖累大于欧英日）；再加上 2022 年下半年美国国会中期选举所导致的政治风险，美元指数想要维持 2021 年的大幅上涨趋势也不太可能，因此我们判断 2022 年美元指数高位盘整，核心波动区间为 [93, 99]，近期关注美国新冠疫情和 1.75 万亿美元支出法案遇阻情况，97 附近或为美元指数短期顶部，上周美元汇率已经显著脱离 2021 年 11 月中旬以来的高位区域。由于 2022 年中外疫情趋同以及宽信用政策环境，贸易盈余对于人民币汇率的支撑作用将有所减弱，我们判断 2022 年人民币汇率指数不太可能延续 2021 年的强势上涨趋势，中国央行分别在 5 月和 12 月上调外汇存款准备金率说明 6.35 附近为监管层所认可的政策顶。

2021 年中外股市总体表现是中弱外强，在 A 股内部同样展现出巨大的差异性。中外分化和内部分化的原因都可以归结为中外经济阶段和经济政策的差异性，国内控风险和紧信用环境导致经济下行压力增加，不利于大盘蓝筹股，但宽货币环境和供给侧改革政策以及国际复苏形势有利于中盘蓝筹股和创新股。展望 2022 年，我们观察到 A 股整体市盈率虽然已经从 2020 年底的 23.36 倍下降至 2021 年底的 19.8 倍，但仍然处于 2012 年以来的较高水平区间，经济下行压力影响下中国央行保持较为宽松的货币流动性环境，是存量博弈阶段 A 股市盈率维持在高水平区间的关键。从盈利调整（基数效应，有限稳增长）、估值调整（无风险收益率上升空间大于下行空间）以及国际金融市场传导（美联储紧缩施压全球高估值风险资产）三方面看，我们认为 2022 年中国股市总体上维持宽幅震荡走势，上半年有稳增长和宽信用政策的利多但有新冠疫情和国际开放的冲击，下半年注意无风

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_36575

