

周度经济观察

——疫情影响的峰值可能正在度过

袁方¹ 束加沛（联系人）²

2023 年 01 月 04 日

内容提要

2022 年 12 月的 PMI 数据显示疫情对经济活动产生了显著的负面影响，经济在供需两侧均受到冲击。从人流物流的情况看，全国可能正在度过疫情冲击的峰值，而受冲击更早的北京、河北等地经济活动已经出现修复。

尽管从现实的情况来看，消费活动的复苏温和，房地产销售、投资的企稳尚需时间，一季度经济总体回升的进程平缓。

但疫情对经济冲击的底部可能已经出现，经济在今年有望呈现逐级抬升的状态，同时伴随居民储蓄的释放，以及对风险资产的增持，权益市场的中枢可能处于上行的过程中。

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联系人，shujp@essence.com.cn

安信证券宏观研究

一、疫情冲击的峰值或许正在过去

2022年12月中采制造业PMI为47，较上月回落1个百分点，疫情扩散对经济活动产生了显著的负面影响。

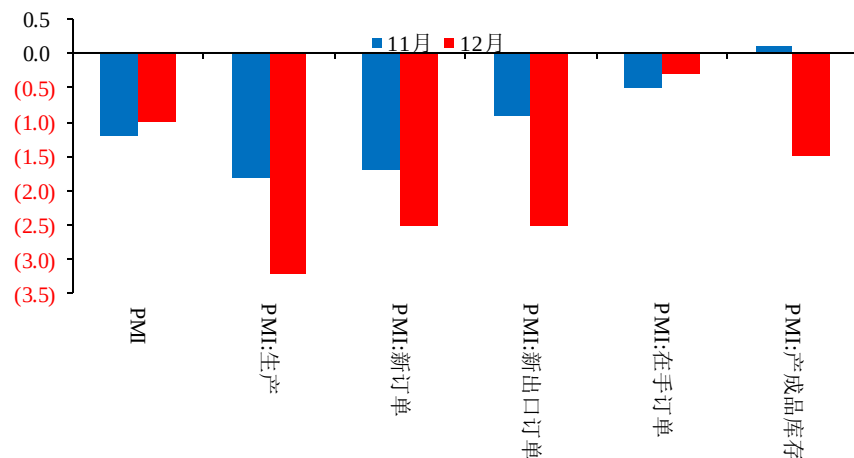
分项来看，生产、新订单和新出口订单的下降主导了PMI的回落，而且新订单指数已经连续6个月处于收缩区间，需求回落在不断确认。同期供货商配送时间指数大幅下降6.6个百分点至40.1，略高于2022年4月37.2的低点，显示交通运输受到疫情扩散带来的冲击。考虑到物流指数对PMI的反向推升，实际PMI的下降幅度更大。

价格层面，原材料购进价格小幅回升0.9个百分点至51.6，尽管终端需求仍然偏弱，但预期显著改善，大宗商品价格在预期改善的牵引下，12月以来价格边际回升。随着疫情和房地产政策的调整，国内需求最弱的阶段或许正在度过，大宗商品供给偏紧的影响不可忽视，使得本轮大宗商品价格底部可能高于之前周期底部。

12月服务业PMI为39.4，较上月回落5.7个百分点。建筑业PMI为54.4，较上月回落1个百分点，同样显示疫情的扩散对居民消费活动形成冲击。

总体而言，伴随国内感染人数的激增，12月经济在供需两端均受到明显冲击，经济活动再度走弱。短期之内病例数量的激增以及居民对染病的恐惧，将使得消费和服务业的表现受到压制。

图1: PMI分项绝对值变化, %

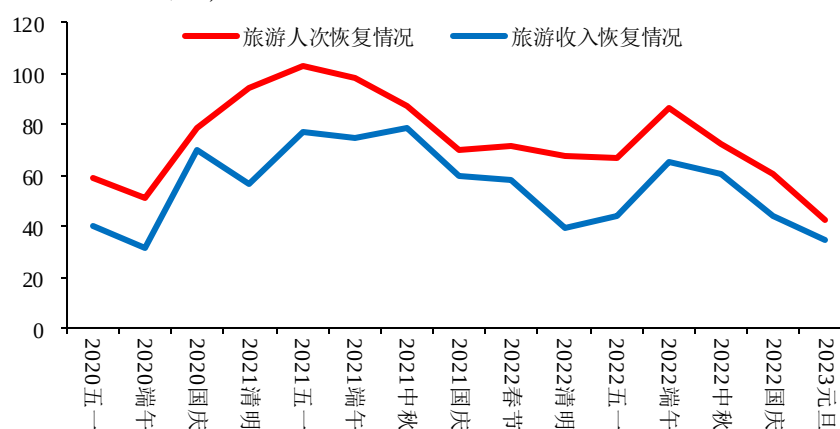


数据来源: Wind, 安信证券

今年元旦的旅游数据显示，相比去年国庆，居民出行仍然受到抑制，旅游恢复情况甚至低于去年清明期间的低点。

但从近期的高频数据来看，疫情影响的最高峰正在度过。大城市地铁客运量从底部回升，交通拥堵指数边际抬升，人流逐渐恢复，餐饮等高频数据也显示消费边际回暖。从整车货运物流指数来看，尽管全国层面还在走低，但北京、河北等更早面临冲击的区域已经大幅修复。

图2: 旅游恢复情况, %



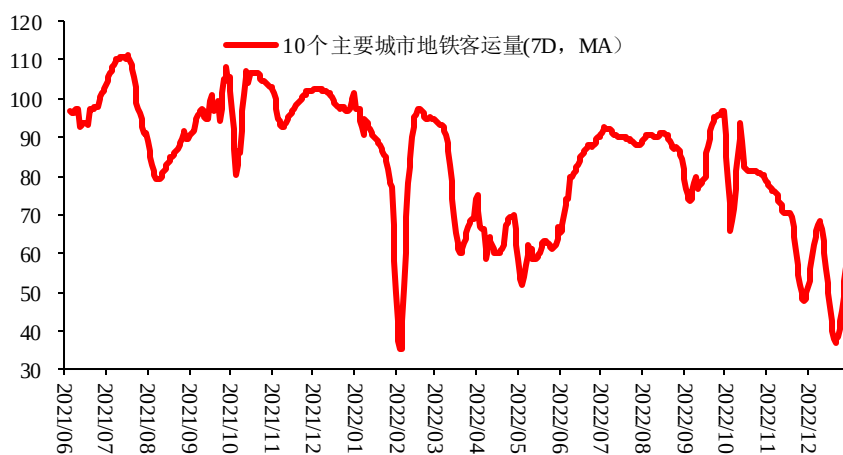
数据来源: Wind, 安信证券;

2019年同期为 100

从全国的传播情况和北京、河北等传播较早的区域恢复情况看，这一轮疫情冲击的高峰或许正在过去。

往后看，全国多数地区在 1 月份经历疫情冲击后，生产生活秩序有望逐步向正常水平恢复，这将推动经济增速从底部抬升。不过考虑到疫情对居民部门在财务和心理层面形成的疤痕效应，未来消费和服务活动的恢复进程将相对缓慢，全年经济有望呈现环比增速逐级抬升的形态。

图3：10个主要城市地铁客运量



数据来源：Wind，安信证券；

2022年1月1日标准化为100

二、理财风波平息

近期权益市场小幅反弹，前期跌幅较大的成长板块涨幅靠前，但市场成交量依然维持在较低位置。

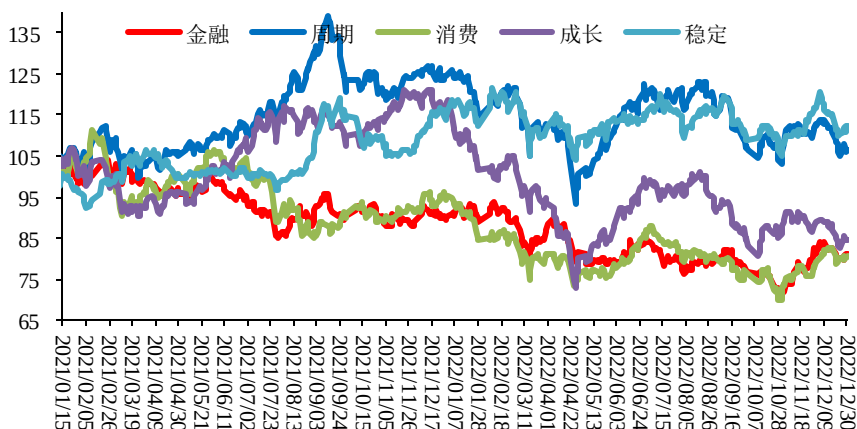
伴随疫情冲击峰值的逐步度过，生产生活秩序开始恢复，市场的关注点聚焦于消费活动的复苏进展、前期地产政策的效果、以及经济可能修复达到的中枢水平。

从现实的情况来看，消费活动的恢复温和，房地产销售、投资的企稳尚需时间，今年经济最终能达到的高度也不宜期待过高。

但对权益市场而言，居民储蓄的流入或许会形成重要的资金来源。疫情过程中居民减少借贷、减少消费、增加储蓄，同时减持风险资产、增持安全资产，最终对权益市场形成冲击。随着疫情冲击的减退、居民预期的改善，这一行为模式会逐步逆转，这意味着居民部门将减少储蓄，并增持风险资产。这一过程在 2020 年下半年出现过，我们倾向于今年会重现这一模式，进而形成对权益市场的重要支撑。

总体而言，疫情对经济冲击的底部可能已经出现，经济在今年有望呈现逐级抬升的状态，同时伴随居民储蓄的释放，以及对风险资产的增持，权益市场的中枢可能处于上行的过程中。

图4：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券
以 2021 年 1 月 2 日为 100

从债券市场的走势看，理财赎回的风波进一步确认平息。

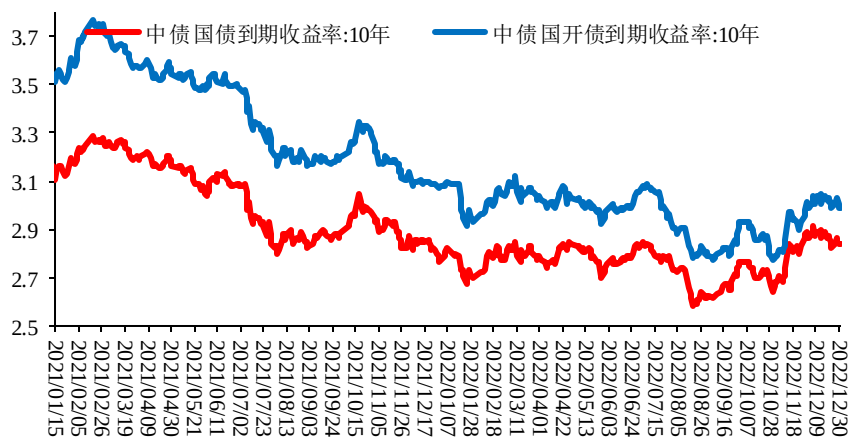
短端利率持续回落，存单利率也大幅下行，长端利率小幅回落，期限利差走阔，信用利差边际收窄，高等级信用债利差大幅回落。

债券市场的价格走势和此前相反，反应了理财赎回的影响在逐渐减弱，流动性开始恢复，市场重新回到基本面定价阶段。当前市场定价的核心仍然是疫后经济的恢复情况和流动性环境。

短期来看，由于消费活动的恢复缓慢，地产政策的效果仍不明显，宏观经济的表现仍然偏弱，实体部门信贷需求低迷。在此背景下，央行有愿意维持宽松的流动性环境，这有助于债券市场收益率的回落。

站在中期来看，伴随生产生活秩序的正常化，以及地产的触底回升，宏观经济有望温和抬升，信用环境重回扩张，债券市场收益率中枢可能面临小幅抬升的压力，收益率中枢或许会高于去年。

图5：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

三、今年需关注经济衰退对美股的影响

回头来看，2022年海外市场的主线为高通胀下的货币政策紧缩，美国、欧洲等主要经济体遭受了严重的通货膨胀威胁，主要央行采取了极其严厉的紧缩政策。

受此影响，发达经济体的国债收益率均出现明显抬升，权益市场经历了较大幅度的下跌，美元指数中枢总体抬升，全球大宗商品价格在供应冲击下显著走高。

从最新的数据以及央行表态来看，美国加息的进程已经接近尾声，在明年3月附近加息有望达到峰值。欧央行加息的进程仍在延续，近期欧央行行长拉加德称必须进一步加息以遏制通胀。日本央行尽管在最近的议息会议上维持-0.1%的政策利率、购买ETF类资产、以及实施收益率曲线控制（简称YCC）等措施不变，但超预期地将10年期日本国债的目标收益率波动区间从±0.25%扩大到±0.5%，市场也因此开始预期日本央行货币政策正常化的进程。

主要央行货币政策节奏的差异对资产价格也形成了影响。汇率市场上，欧元、日元兑美元均出现明显升值，进而推动美元指数持续下行至103附近；债券市场上，欧元区国家国债收益率普遍抬升，10年德债收益率近期超越了10月的高点，在日央行调整目标收益率波动区间后10年日债收益率快速达到0.5%，同时在欧元区和日本债券收益率的牵引影响下，10年美债收益率也出现小幅抬升。权益市场上，日经指数跌幅较大，欧元区和美国的主要股票指数近期均出现下跌。

图6：德国10年期国债收益率，%

2.7 1

——德国 10 年期国债收益率

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_50760

