

相关报告

《宏观专题：理财净值化前因后果及债市推演》 2022-12-21

《宏观专题：冬去春来》 2022-11-25

《宏观专题：量化宏观基本面框架：动态因子模型》 2022-10-13

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 疫情分析：疫情处在达峰期，经济冲击趋于缓和

疫情反复伊始到病例达峰再到疫情完全平复，整体会经历一个近4个月的周期：首月为反复期，第二个月为快速扩张期，第三个月为快速平复期，第四个月为缓和期。疫情的扩张基本与制造业PMI的收缩方向一致；冲击周期上，主要冲击均发生在疫情病例达峰前，持续时间约在2个月左右；冲击程度上，韩国与日本均呈现出冲击力度递减的情况。2022年十一月前后，我国疫情进入反复期。根据百度“发烧”搜索指数，我国发烧搜索量于12月中下旬达峰并逐级下降，当前我国疫情处在达峰期，疫情的经济冲击也开始趋于缓和。

● 宏观政策：整体政策定调偏积极

财政政策相对中性，“加力提效，保持必要财政支出强度；保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。货币政策偏宽松，“总量要够，结构要准，总量要够就是明年货币政策的力度不能小于今年，需要的话还要进一步加力”。地产政策平稳，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。基建政策延续，国常会进一步部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，要求推动重大项目建设和设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。

● 宏观与资产展望：经济探底，短期震荡，中期股强债弱

当前宏观政策定调偏积极，国内疫情冲击波基本触顶，2022年12月与2023年1月或是我国经济的探底期，探底期到复苏期的核心堵点依然是“消费侧，超额储蓄能否释放”，“投资端，地产需求能否反升”。整体倾向于认为，当前是经济低点，但复苏韧性有待观察，一季度偏向弱复苏。

(1) 股票市场：经济尚在探底当中，但探底节奏仍然受到消费与地产的复苏状况影响，弱复苏格局难以迅速改变，预计市场短期震荡，中期偏强，建议寻找结构性机会：一是疫后修复的消费、旅行板块；二是政策层面重点支撑的农业、基建等板块；三是中期布局新能源为代表的制造业板块。

(2) 债券市场：利率债市场的理财赎回压力基本消解，近期隔夜资金较为宽松但跨年资金偏紧，七天与隔夜资金的利差快速攀升，流动性分层凸显，加之市场对于经济中长期复苏存在分歧，长端利率进一步下行明显存在阻力，收益率曲线整体走陡。预计年后资金面将回暖，而短期弱复苏格局下债市也难以出现趋势性利空，长端利率或趋于震荡，收益率曲线或继续走陡。中期伴随经济企稳修复，债市或转向弱勢。

风险提示：疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期

内容目录

1. 十二月宏观观察：疫情达峰，经济探底	4
1.1. 疫情达峰周期与经济冲击分析.....	4
1.2. 宏观政策定调整体偏积极.....	5
1.3. 宏观与资产展望：经济探底，短期震荡，中期股强债弱.....	5
2. 高频经济数据追踪	7
3. 经济数据追踪	8
3.1. 工业生产.....	8
3.2. 消费、投资、净出口.....	9
3.3. 通货膨胀.....	11
3.4. 货币信贷.....	12
4. 银行间市场流动性追踪	13
4.1. 公开市场操作.....	13
4.2. 财政投放与政府债发行.....	13
4.3. 银行间市场资金利率.....	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：2022 年以来美日韩疫情达峰周期.....	4
图 2：2022 年以来韩国疫情与 PMI 相关关系.....	4
图 3：2022 年以来日本疫情与 PMI 相关关系.....	4
图 4：2022 年 12 月以来百度“发烧”搜索指数.....	5
图 5：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动.....	7
图 6：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值.....	7
图 7：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值.....	7
图 8：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动.....	7
图 9：制造业采购经理人指数走势.....	8
图 10：制造业 PMI 需求分项指数.....	8
图 11：制造业 PMI 生产指数与库存周期.....	8
图 12：制造业 PMI 价格分项指数.....	8
图 13：规模以上工业增加值增速.....	8
图 14：工业增加值细分项目增速.....	8
图 15：社会零售品消费总额当月同比增速.....	9
图 16：社零商品与餐饮分项当月同比增速.....	9
图 17：固定资产投资累计同比与环比增速.....	9
图 18：三大固定资产投资分项累计同比增速.....	9
图 19：三大基建投资分项累计同比增速.....	9
图 20：基建项目入库数同比增速.....	9
图 21：70 个大中城市商品住宅价格增速.....	10
图 22：30 大中城市商品房成交面积增速.....	10
图 23：进出口金额当月同比增速.....	10
图 24：外贸集装箱吞吐量旬度增速与出口金额增速.....	10
图 25：出口同比增长细分项目贡献率.....	10
图 26：居民消费者价格指数同环比增速.....	11
图 27：CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素.....	11

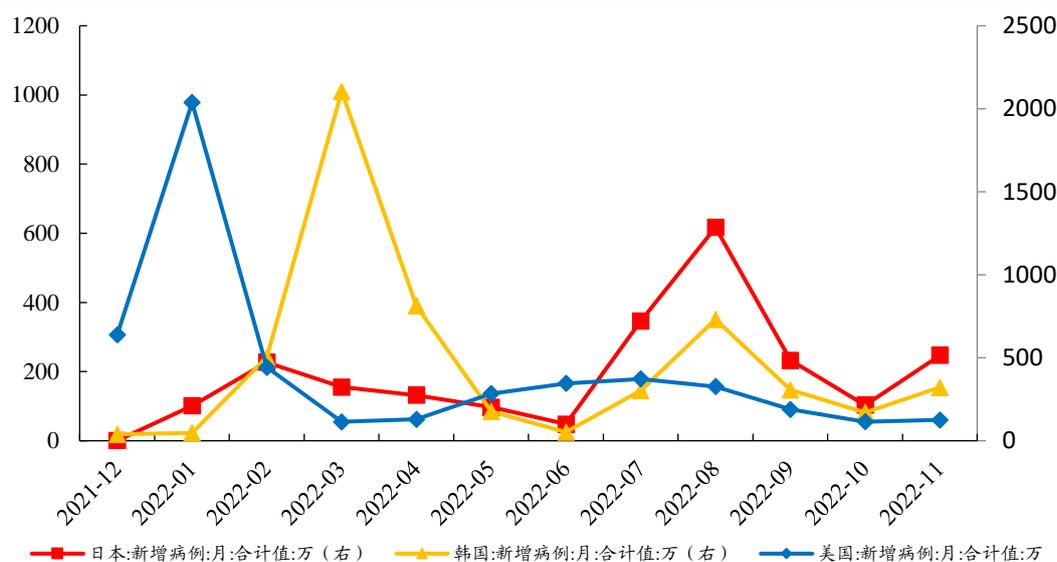
图 28: CPI 分项对当月同比增速的拉动	11
图 29: CPI 各分项成分占比逐月测算	11
图 30: 工业生产者出厂价格指数同比增速	11
图 31: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素	11
图 32: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势	12
图 33: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数	12
图 34: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差	12
图 35: 社融分项对当月同比增速拉动率变化	12
图 36: 新增人民币贷款内部结构	12
图 37: 票据融资占新增人民币贷款比重	12
图 38: 近 1 个月央行公开市场日度操作	13
图 39: 近期 MLF 月度操作	13
图 40: 粗估财政存款增加与减少 (公共财政+政府基金)	13
图 41: 近六年财政存款月度变动规律	13
图 42: 国债月度发行、到期与净融资额度	13
图 43: 地方债月度发行、到期与净融资额度	13
图 44: 银行间质押式隔夜回购利率	14
图 45: 银行间质押式 7 日回购利率	14
图 46: 银行间市场资金期限利差	14
图 47: 银行间市场流动性分层跟踪	14

1. 十二月宏观观察：疫情达峰，经济探底

1.1. 疫情达峰周期与经济冲击分析

国际上，2022年以来，美国疫情传播经历了一轮达峰以及一轮振幅较小的传播；日本与韩国疫情经历了两轮疫情达峰。历次达峰情况来看，从疫情反复伊始到病例达峰再到疫情完全平复，整体会经历一个近4个月的周期：首月为反复期，第二个月为快速扩张期，第三个月为快速平复期，第四个月为缓和期。

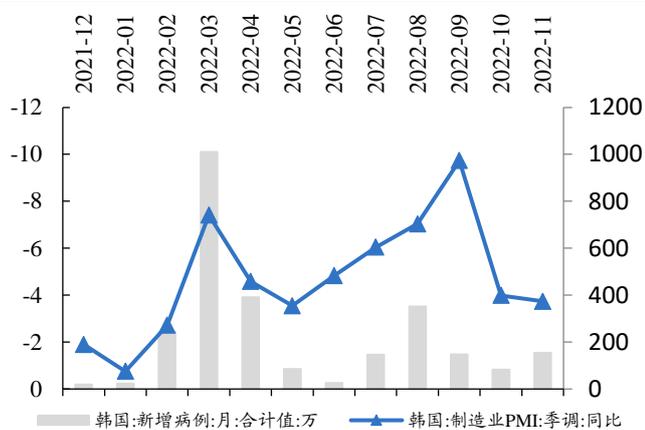
图 1：2022 年以来美日韩疫情达峰周期



资料来源：Wind，中原证券

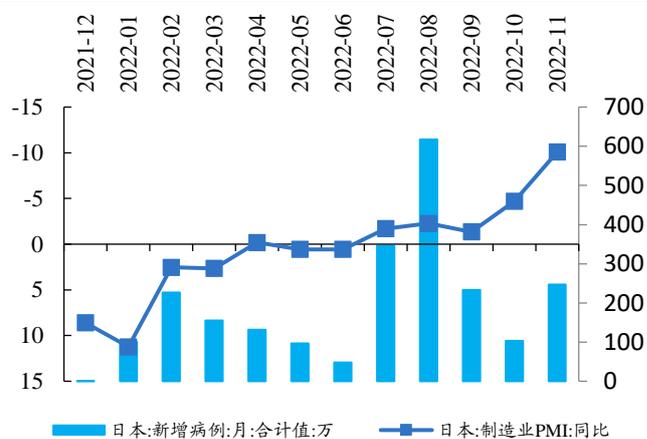
我们使用韩国、日本的制造业 PMI 的同比剥离季节性因素，尝试分析疫情达峰对经济增长带来的超额冲击。从韩日经验来看，疫情的扩张基本与制造业 PMI 的收缩方向一致；冲击周期上，主要冲击均发生在疫情病例达峰前，持续时间约在 2 个月左右；冲击程度上，韩国与日本均呈现出冲击力度递减的情况，表现为首次达峰对于 PMI 的增量冲击较大，二次达峰冲击偏弱。

图 2：2022 年以来韩国疫情与 PMI 相关关系



资料来源：Wind，中原证券

图 3：2022 年以来日本疫情与 PMI 相关关系



资料来源：Wind，中原证券

2022年十一月前后，我国疫情进入反复期，11月11日我国推出“防疫优化二十条措施”，12月7日我国进一步公布“防疫优化新十条措施”，疫情的管控程度有所下降，疫情进入快速传播期。根据百度“发烧”搜索指数，我国发烧搜索量于12月中下旬达峰并逐级下降，根据前文的疫情达峰周期与冲击周期，当前我国疫情处在达峰期，疫情的经济冲击也开始趋于缓和。

图 4：2022 年 12 月以来百度“发烧”搜索指数



资料来源：百度，中原证券

1.2. 宏观政策定调整体偏积极

防控政策层面，我国陆续推出“防控优化二十条措施”，“防控优化新十条措施”，“新冠病毒感染乙类乙管”，防控政策的整体约束力度实质性减弱，经济复苏的韧性增强。

宏观政策层面，中央经济工作会议为我国主要稳增长政策定调。财政政策相对中性，“加力提效，保持必要财政支出强度；保障财政可持续和地方政府债务风险可控”。货币政策偏宽松，“总量要够，结构要准，总量要够就是明年货币政策的力度不能小于今年，需要的话还要进一步加力”。地产政策平稳，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡”。基建政策延续，12月20日，国常会进一步部署深入抓好稳经济一揽子政策措施落地见效，推动经济巩固回稳基础、保持运行在合理区间。基建层面，要求推动重大项目建设 and 设备更新改造形成更多实物工作量，符合冬季施工条件的不得停工。

1.3. 宏观与资产展望：经济探底，短期震荡，中期股强债弱

从12月高频数据来看，经济供给侧偏弱，需求侧有一定改善，整体仍然延续弱复苏局面；结构上钢铁、水泥、汽车轮胎开工均有所下降，煤炭吞吐边际改善；需求侧商品房成交改善，电影票房大幅改善，港口货物吞吐边际改善；供应链层面，铁路、邮政有一定受损。当前宏观政策定调偏积极，国内疫情冲击波基本触顶，2022年12月与2023年1月或是我国经济的探底期，探底期到复苏期的核心堵点依然是“消费侧，超额储蓄能否释放”，“投资端，地产需求能否反升”。整体倾向于认为，当前是经济低点，但复苏韧性有待观察，一季度偏向弱复苏。

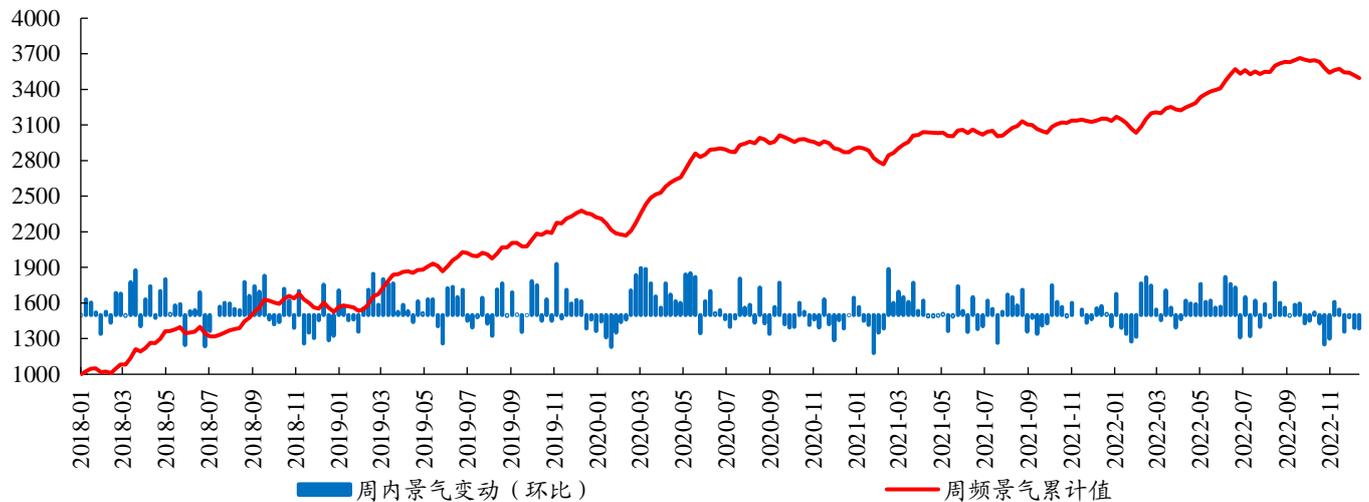
(1) 股票市场：经济尚在探底当中，但探底节奏仍然受到消费与地产的复苏状况影响，短期的弱复苏格局仍然难以改变，预计市场短期震荡，中期偏强，建议寻找部分结构性机会：

一是疫后快速修复的消费、旅行板块；二是政策层面重点支撑的农业、基建等板块；三是中期布局新能源为代表的制造业板块。

(2) 债券市场：根据我们此前《理财净值化前因后果及债市推演》的分析，利率债市场的理财赎回压力基本消解，近期隔夜资金较为宽松但跨年资金偏紧，七天与隔夜资金的利差快速攀升，流动性分层凸显，加之市场对于经济中长期复苏存在分歧，长端利率进一步下行明显存在阻力，收益率曲线整体走陡。预计年后资金面将回暖，而短期弱复苏格局下债市也难以出现趋势性利空，长端利率或趋于震荡，收益率曲线或继续走陡。中期伴随经济企稳修复，债市或转向弱势。

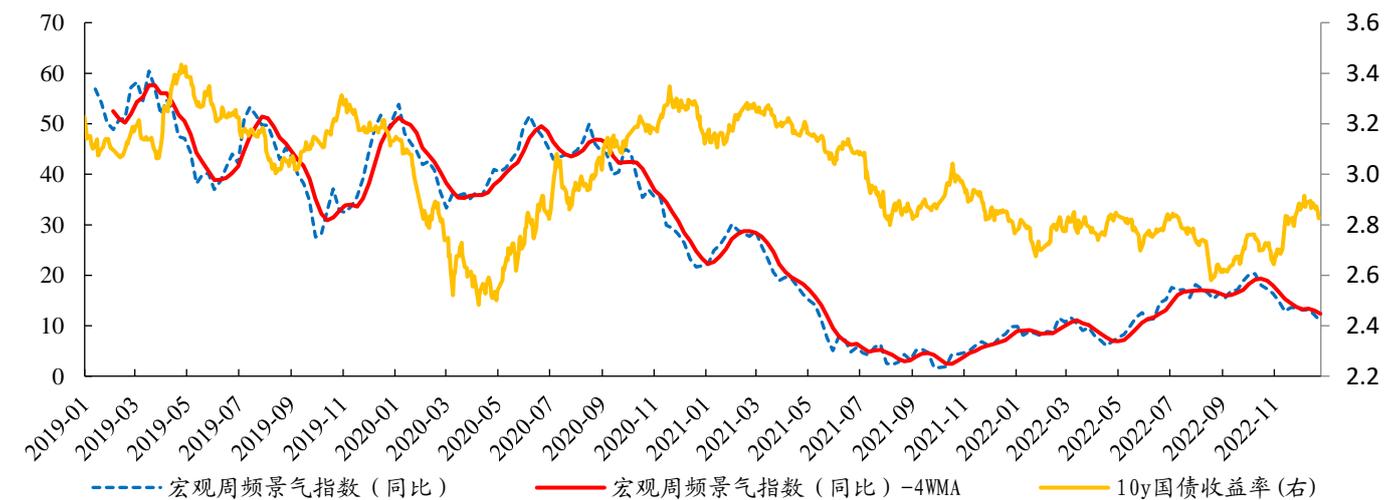
2. 高频经济数据追踪

图 5：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动



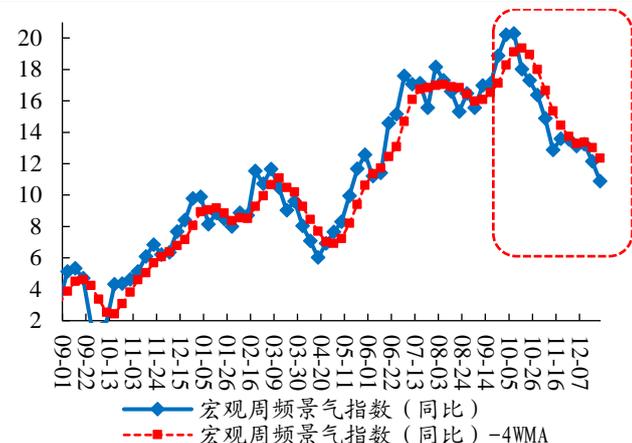
资料来源：Wind，中原证券

图 6：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值



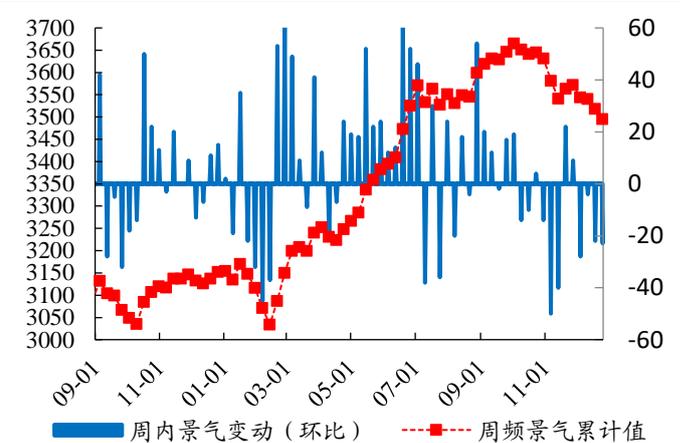
资料来源：Wind，中原证券

图 7：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



资料来源：Wind，中原证券

图 8：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动

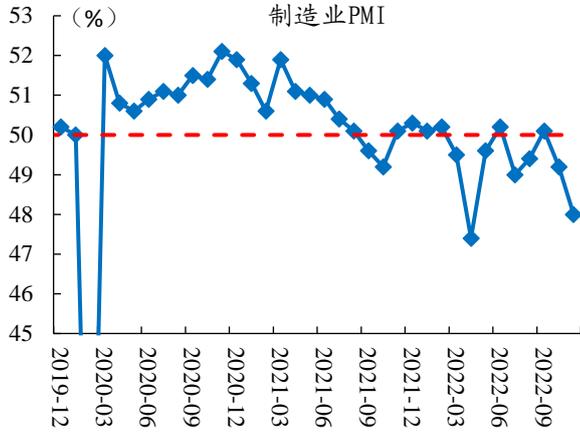


资料来源：Wind，中原证券

3. 经济数据追踪

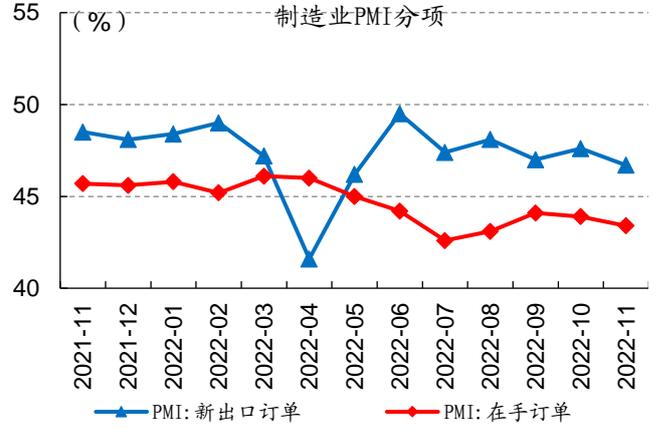
3.1. 工业生产

图 9：制造业采购经理人指数走势



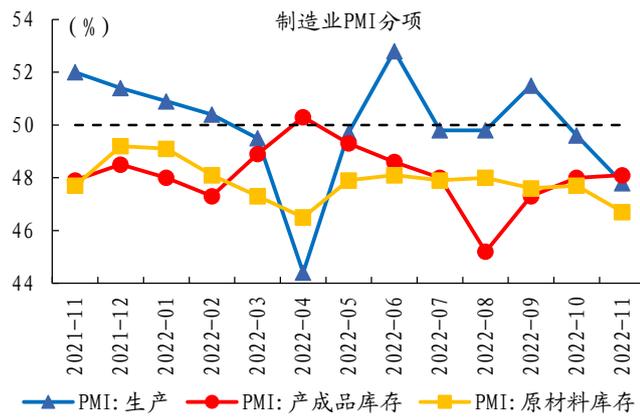
资料来源：Wind，中原证券

图 10：制造业 PMI 需求分项指数



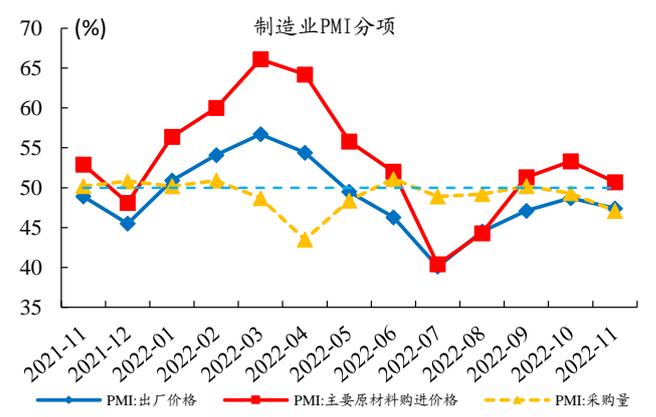
资料来源：Wind，中原证券

图 11：制造业 PMI 生产指数与库存周期



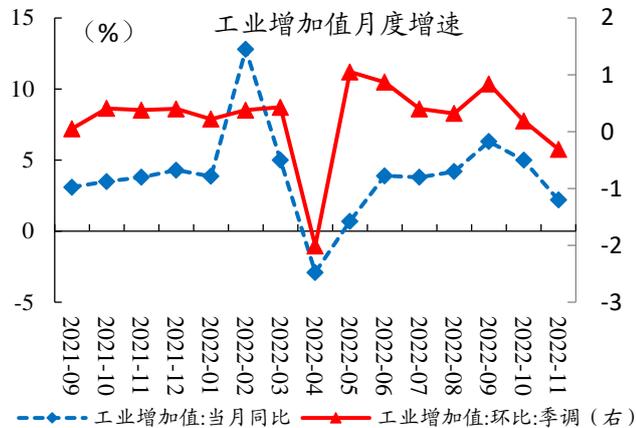
资料来源：Wind，中原证券

图 12：制造业 PMI 价格分项指数



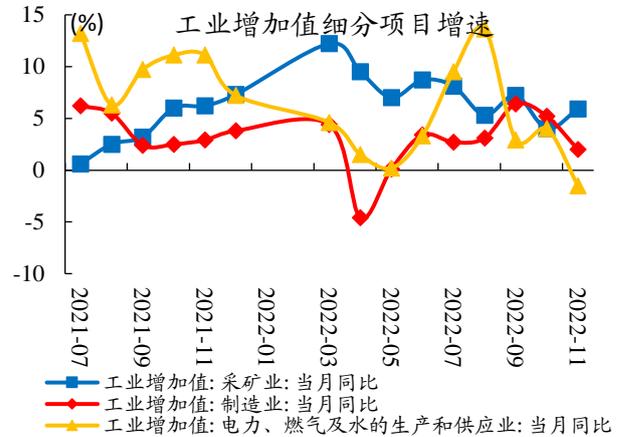
资料来源：Wind，中原证券

图 13：规模以上工业增加值增速



资料来源：Wind，中原证券

图 14：工业增加值细分项目增速

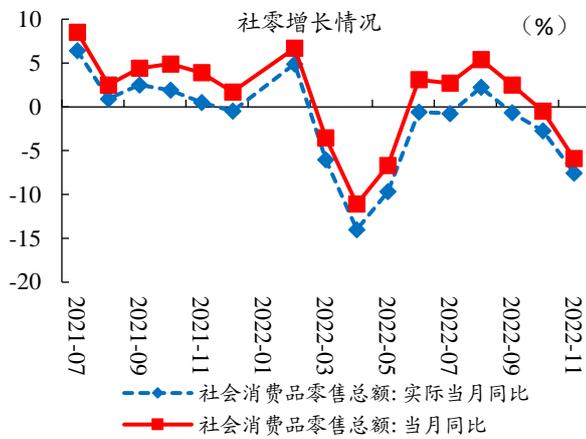


源：Wind，中原证券

3.2. 消费、投资、净出口

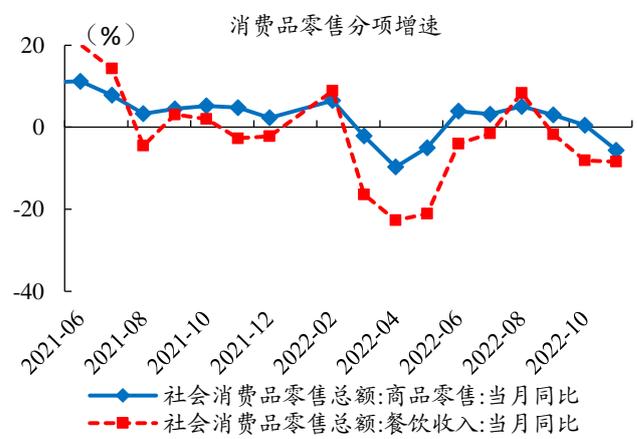
(1) 消费端表现

图 15: 社会零售品消费总额当月同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

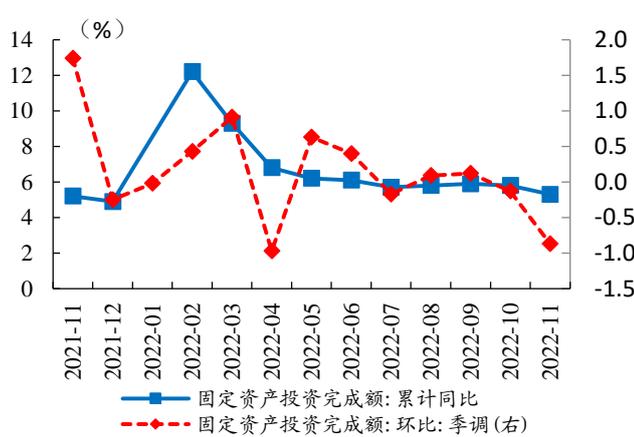
图 16: 社零商品与餐饮分项当月同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

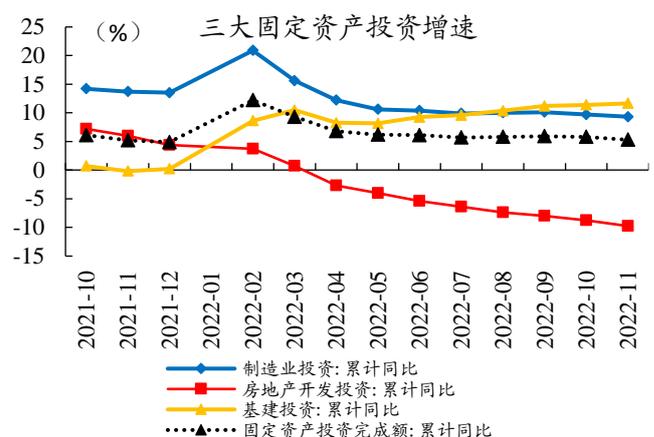
(2) 投资端表现

图 17: 固定资产投资累计同比与环比增速



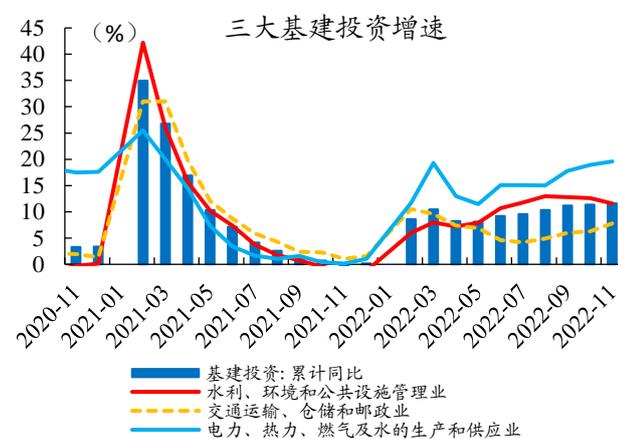
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 三大固定资产投资分项累计同比增速



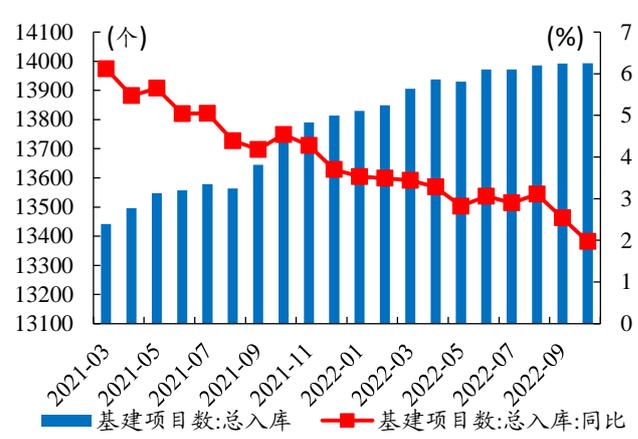
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 三大基建投资分项累计同比增速



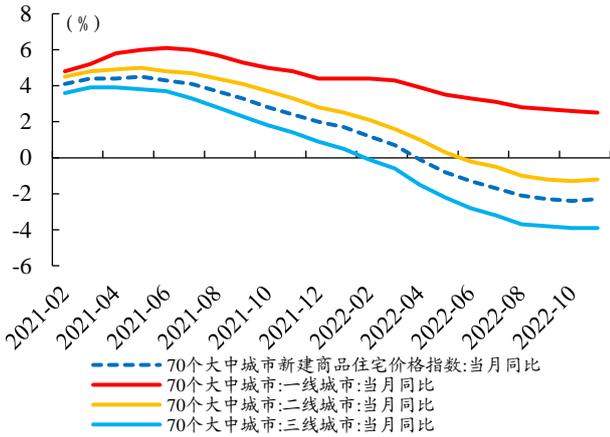
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 基建项目入库数同比增速



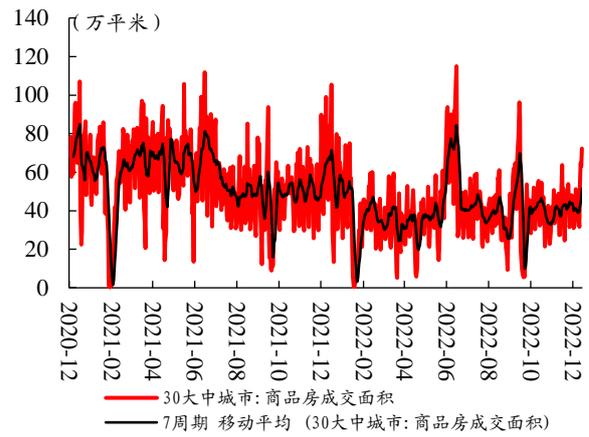
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 70 个大中城市商品住宅价格增速



资料来源: Wind, 中原证券

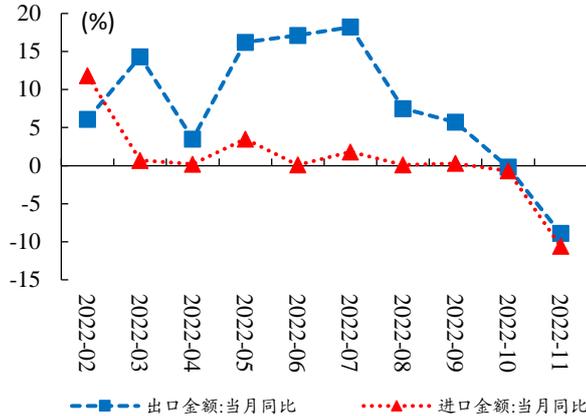
图 22: 30 大中城市商品房成交面积增速



资料来源: Wind, 中原证券

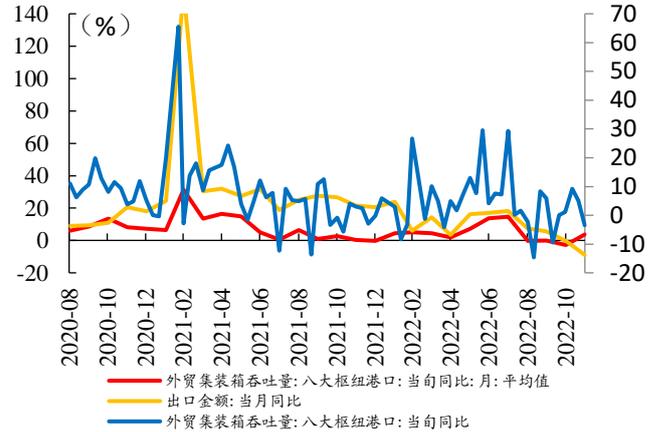
(3) 外贸端表现

图 23: 进出口金额当月同比增速



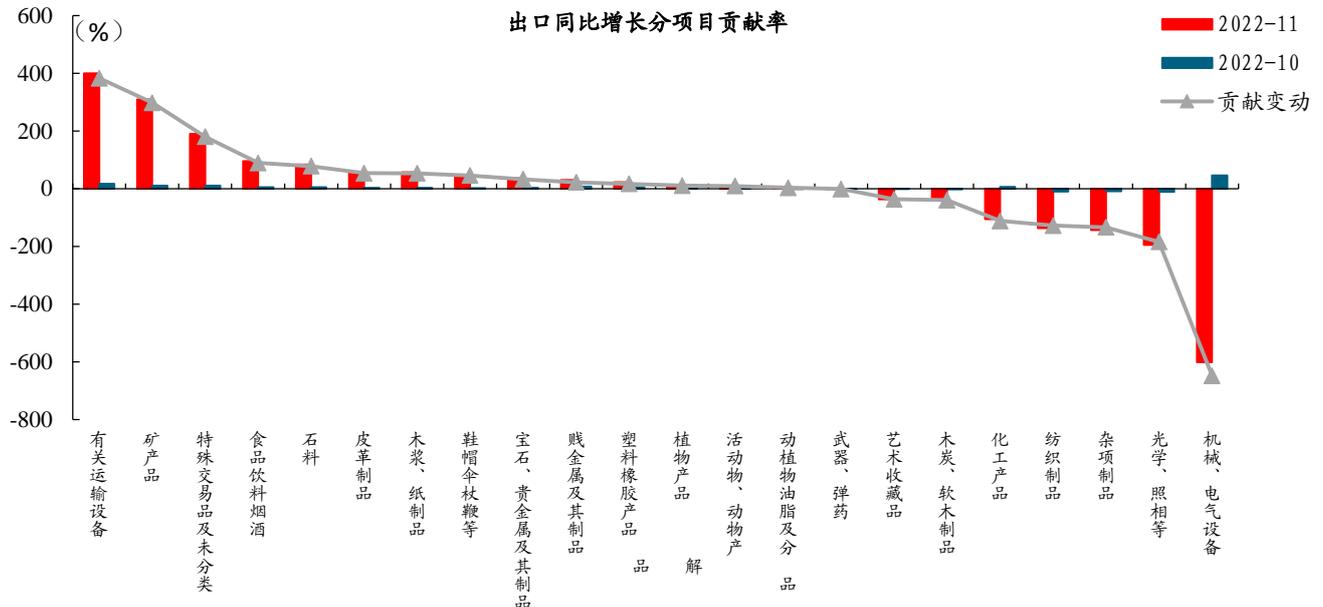
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 外贸集装箱吞吐量旬度增速与出口金额增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 25: 出口同比增长细分项目贡献率

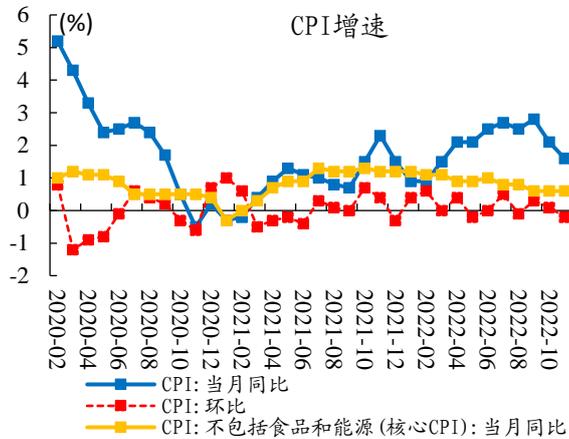


资料来源: Wind, 中原证券

3.3. 通货膨胀

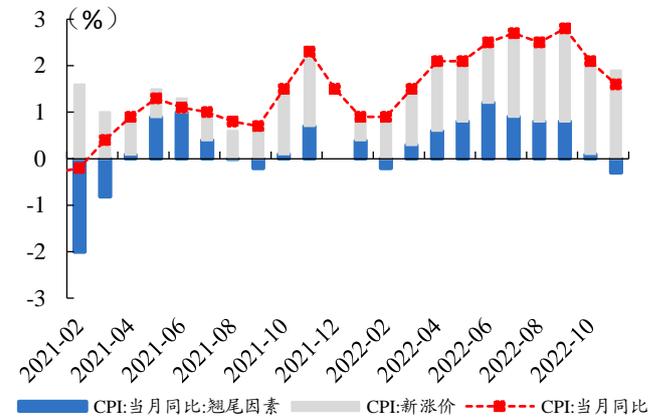
(1) 居民消费品价格指数 (CPI)

图 26: 居民消费者价格指数同环比增速



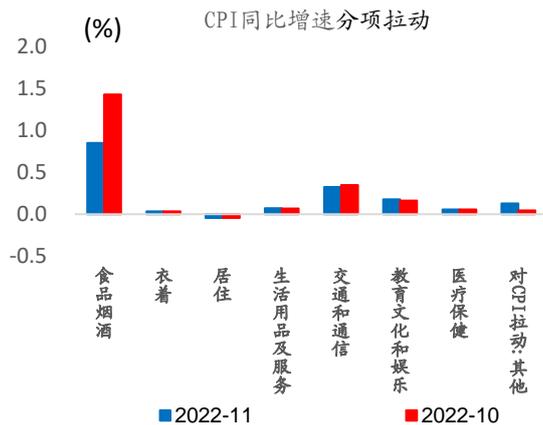
资料来源: Wind, 中原证券

图 27: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素



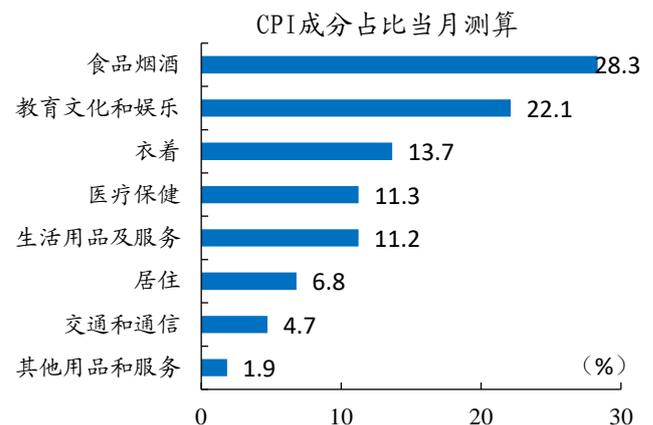
资料来源: Wind, 中原证券

图 28: CPI 分项对当月同比增速的拉动



资料来源: Wind, 中原证券

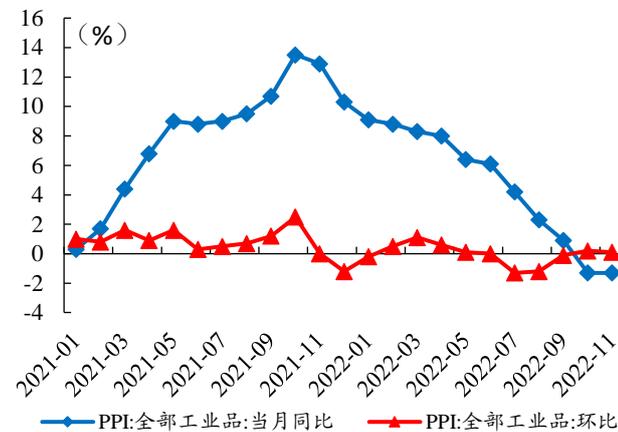
图 29: CPI 各分项成分占比逐月测算



资料来源: Wind, 中原证券

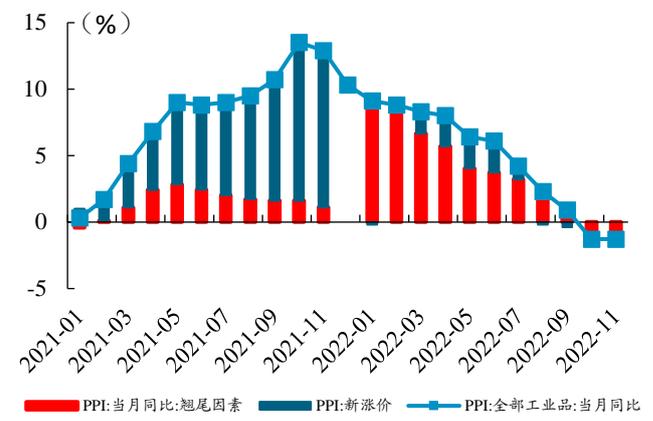
(2) 工业生产者价格指数 (PPI)

图 30: 工业生产者出厂价格指数同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 31: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素



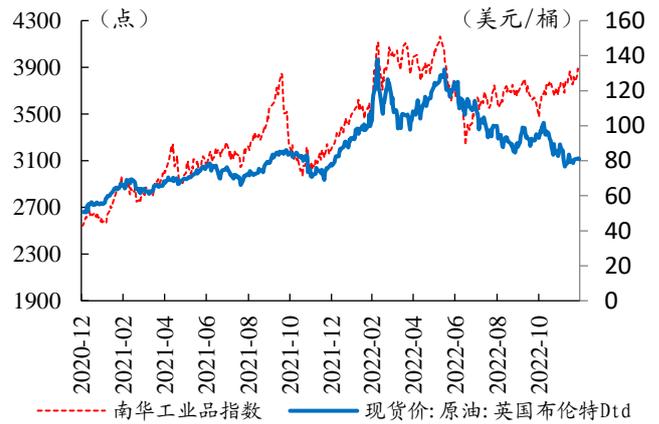
资料来源: Wind, 中原证券

图 32: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

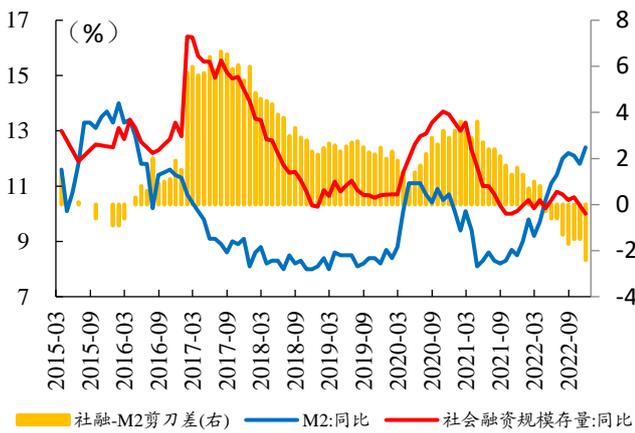
图 33: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数



资料来源: Wind, 中原证券

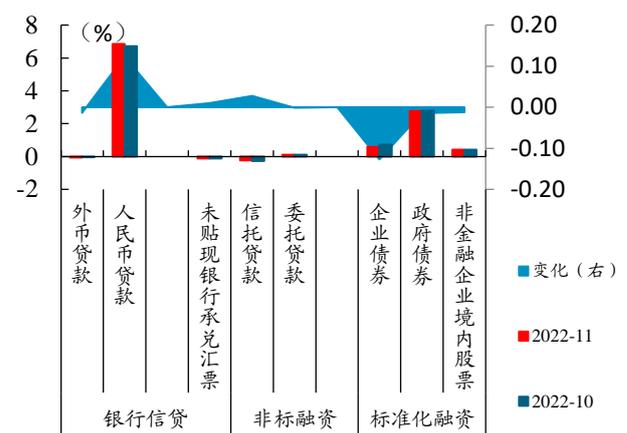
3.4. 货币信贷

图 34: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差



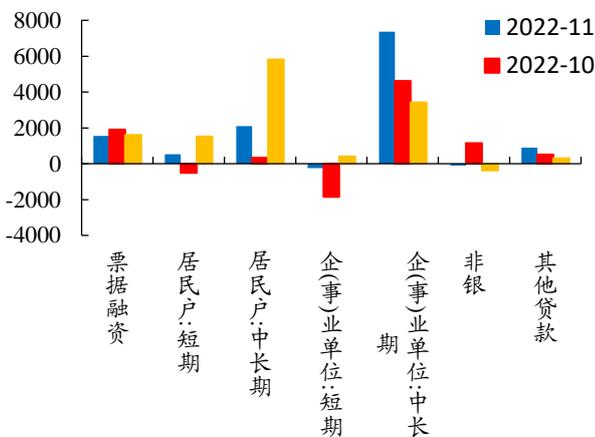
资料来源: Wind, 中原证券

图 35: 社融分项对当月同比增速拉动力率变化



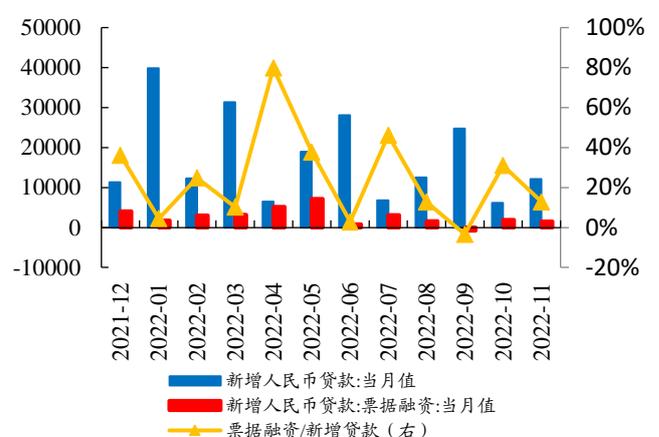
资料来源: Wind, 中原证券

图 36: 新增人民币贷款内部结构



资料来源: Wind, 中原证券

图 37: 票据融资占新增人民币贷款比重

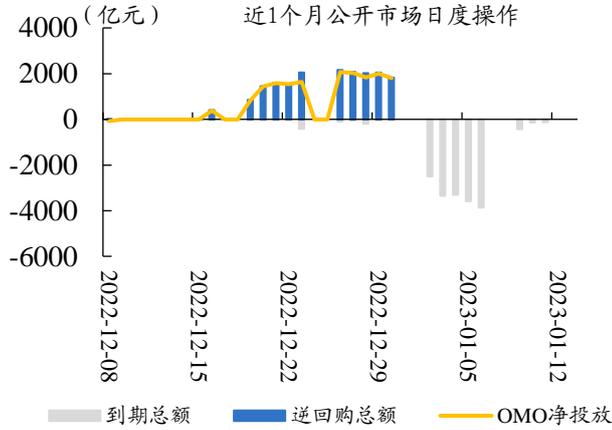


资料来源: Wind, 中原证券

4. 银行间市场流动性追踪

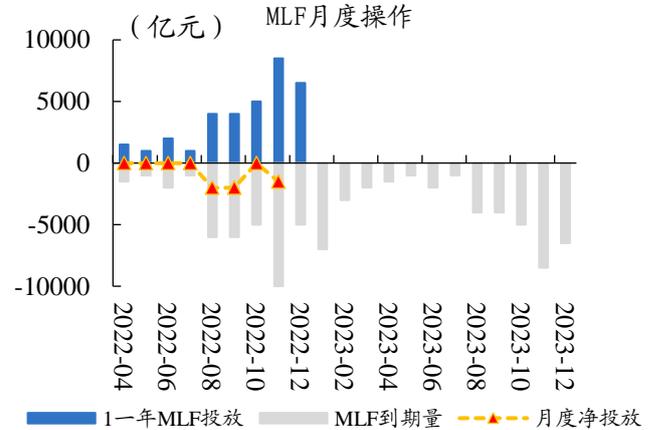
4.1. 公开市场操作

图 38: 近 1 个月央行公开市场日度操作



资料来源: Wind, 中原证券

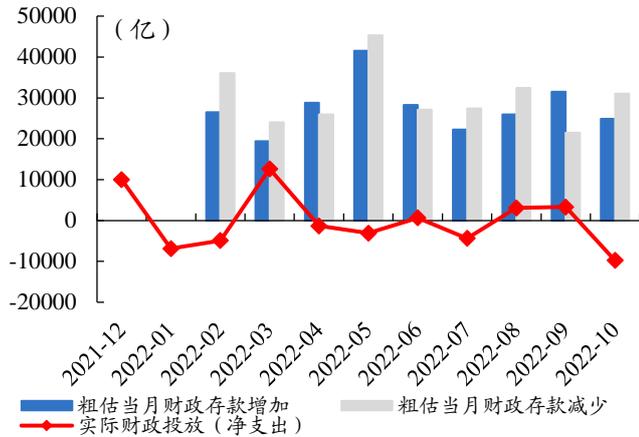
图 39: 近期 MLF 月度操作



资料来源: Wind, 中原证券

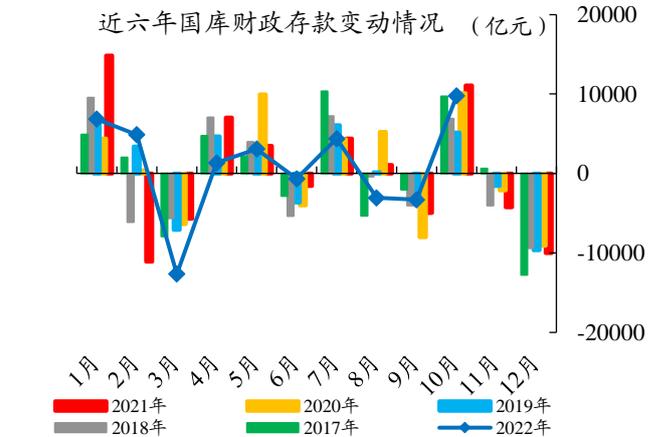
4.2. 财政投放与政府债发行

图 40: 粗估财政存款增加与减少(公共财政+政府基金)



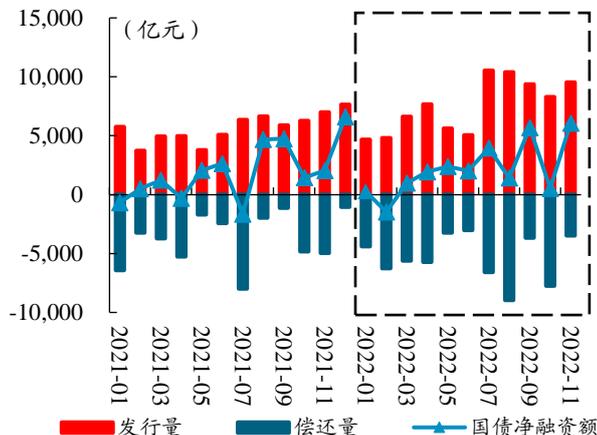
资料来源: Wind, 中原证券

图 41: 近六年财政存款月度变动规律



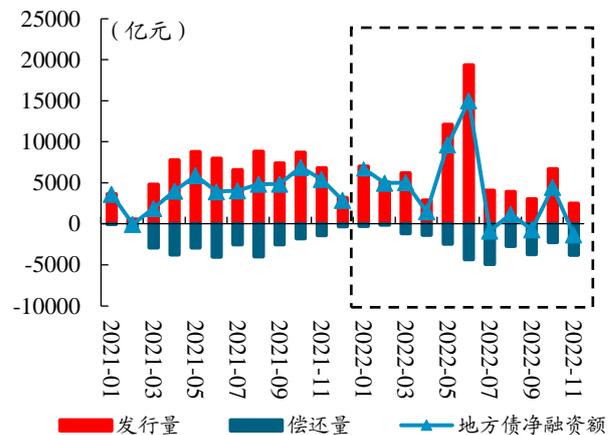
资料来源: Wind, 中原证券

图 42: 国债月度发行、到期与净融资额度



资料来源: Wind, 中原证券

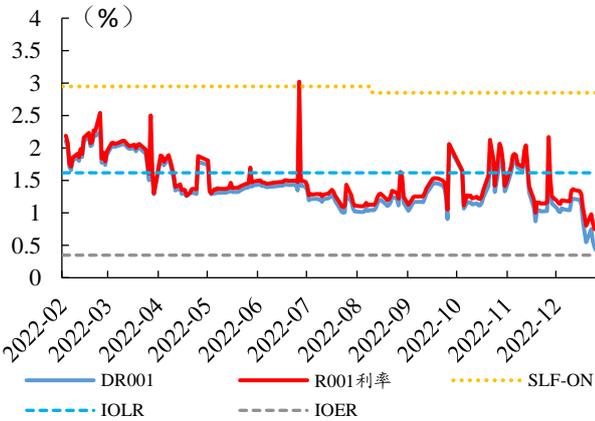
图 43: 地方债月度发行、到期与净融资额度



资料来源: Wind, 中原证券

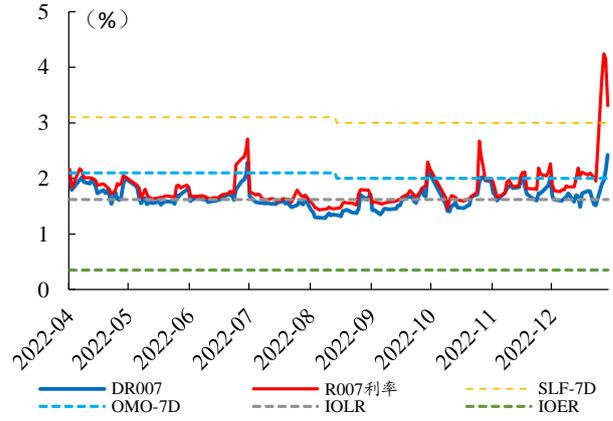
4.3. 银行间市场资金利率

图 44: 银行间质押式隔夜回购利率



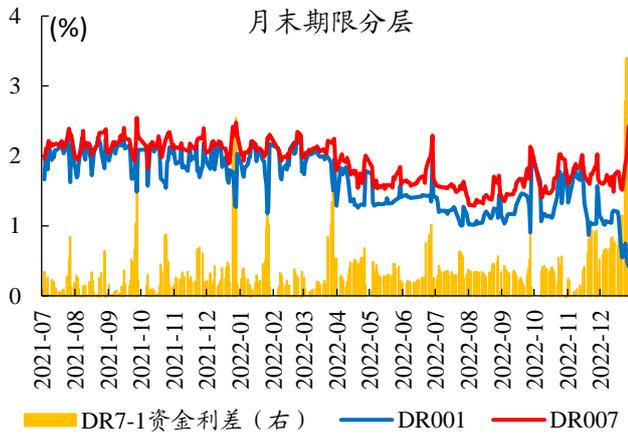
资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 银行间质押式 7 日回购利率



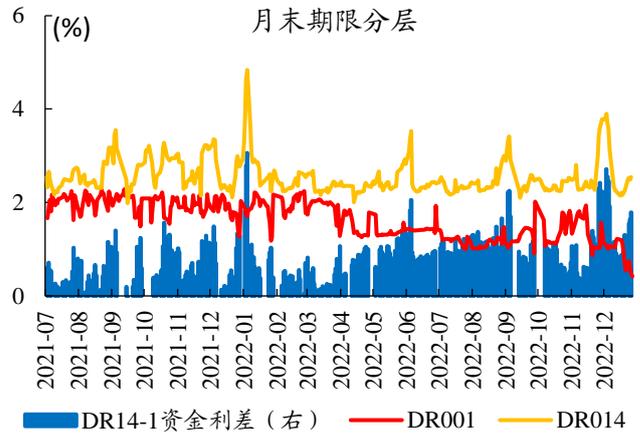
资料来源: Wind, 中原证券

图 46: 银行间市场资金期限利差



资料来源: Wind, 中原证券

图 47: 银行间市场流动性分层跟踪



资料来源: Wind, 中原证券

5. 风险提示

疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。