

周度经济观察

——外紧内松的政策环境强化

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 2 月 15 日

内容提要

四季度货币政策执行报告显示未来我国货币政策有望延续宽松。尽管发达国家货币政策进入紧缩周期，但我国还将以我为主，下一阶段信贷投放的扩张、降准甚至降息值得期待。

当前国内债市的焦点在于货币宽松和信用改善的合力方向。在房地产和基建受到约束的背景下，本次信用扩张的过程要远远慢于以往，而利率水平的下降在未来会延续，这意味着债券市场在一季度仍处于有利的环境中。

过往压制全球通胀的长期因素可能正在发生变化，企业提价和劳动者涨薪的互动，使得通胀预期存在自我加强的风险。未来通胀预期的回落是否伴随着一场经济衰退仍有待观察。

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、货币政策的宽松周期已经打开

2月11日，央行公布四季度货币政策执行报告。

报告对总体形势的判断基本延续了12月中央经济工作会议的定调，关于国内经济形势，央行再次强调经济面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力，同时认为全球面临疫情、通胀、发达国家货币收紧的三重风险。对于通胀，央行认为发达经济体通胀处于高位，通胀预期存在脱锚的风险，同时强调国内通胀压力总体可控，CPI温和抬升，PPI持续回落是大概率事件。

在货币政策方面，央行的表态较三季度更为积极，将“做好跨周期调节”替换为“加大跨周期调节力度”，延续了此前“充足发力、精准发力、靠前发力”和“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的提法。总体来看，货币政策的宽松有望加码。

在流动性方面，央行延续了“流动性合理充裕”、“引导市场利率围绕政策利率附近波动”的表述。

在防风险层面，央行认为“经过集中攻坚，我国金融体系积累的突出风险点得到有效处置，制度短板逐步补齐”。

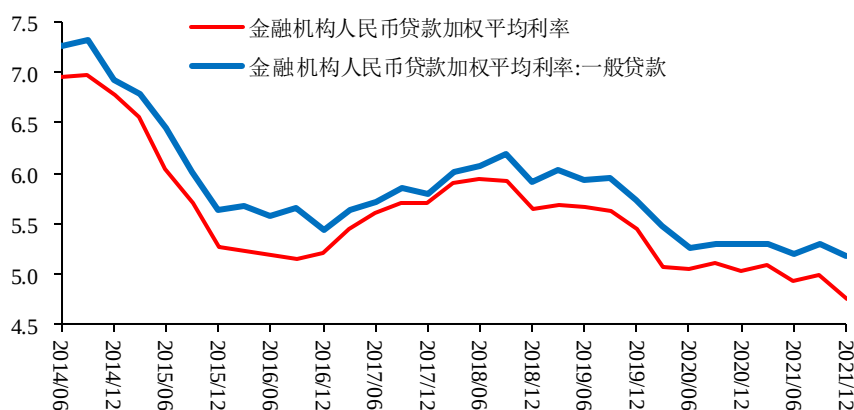
房地产领域，“房住不炒、不作为短期刺激经济手段”等表述延续，删去了“连续性、一致性、稳定性”的表述，新增了“更好满足购房者合理住房需求”，央行对居民按揭的投放将更加积极。

央行也披露了贷款加权利率，四季度贷款加权利率为4.76%，环比下降24BP，其中主要贡献来自于票据利率环比下降47BP，一般贷款利率下降11BP，下行至2季度的水平。个人住房贷款利率5.63%，环比上行9BP，而贝壳研究院的百城房

贷利率则显示三季度以来房贷利率持续下行。我们认为这一数据的差异反应了按揭发放结构的变化。9 月份后按揭加速发放主要依靠前期积压需求的释放，这些需求往往集中在房地产市场更热的城市，这些城市调控力度更大，按揭利率更高。尽管城市平均口径下按揭利率下行，但加权平均利率反而上行。

总体而言，四季度货币政策执行报告显示未来我国货币政策有望延续宽松。尽管发达国家货币政策将逐步收紧，但我国货币政策还将以我为主，下一阶段信贷投放的扩张，降准甚至降息值得期待。

图1：人民币贷款加权利率，%



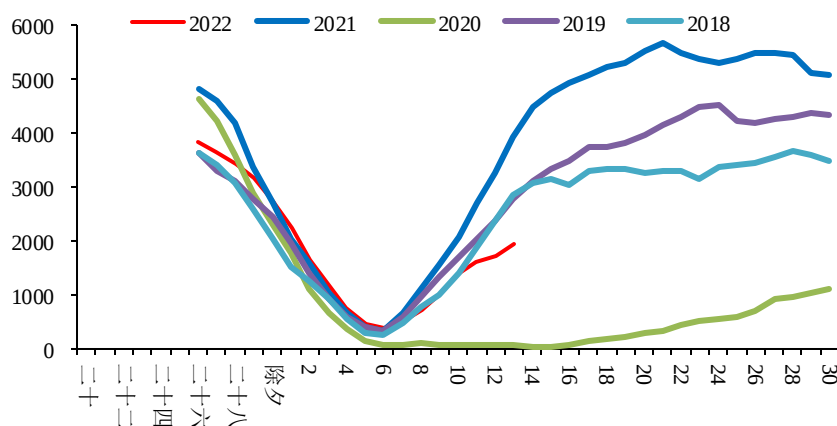
数据来源：Wind，安信证券

高频数据显示新年以来商品房销售较往年同期仍然显著偏低，这与居民中长期贷款表现偏弱互相验证。同时房企中资美元债价格中枢下沉，部分房企出现违约压力，这表明尽管监管正在有序放松，但房地产全行业流动性拐点的出现仍需等待。

此外，今年以来重点企业粗钢产量强于季节性，暗示从去年 12 月开始的能耗双控政策的放松在延续。韩国、中国台湾 1 月份的出口数据高位震荡，中国出口集装箱运价指数持续攀升，显示我国出口的表现可能持续偏强。

合并来看，今年以来我国需求总体平稳，经济下行的过程可能仍在延续。在此背景下，政策的出台和落地是影响经济的主要变量，值得密切关注。

图2：春节期间30大中城市新房销售套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

二、关注金融板块的长期配置价值

今年以来，涨幅居前的6个行业分别是煤炭、银行、建筑、石油、交运和房地产，这些行业的上涨多数与稳增长政策发力有关。而稳增长政策被市场普遍认为不具有持续性，当经济增长达到政策目标后，稳增长政策将存在滑坡的可能。不过从政策效果的显现以及经济数据的确认来看，至少在一季度稳增长政策会持续，这将对相关行业的盈利形成支撑。

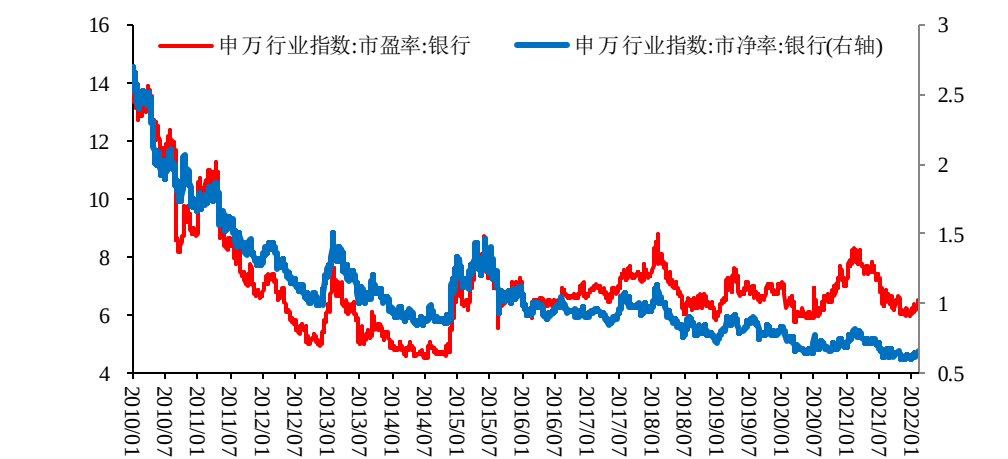
表1 银行板块过去五年估值分布情况

	PE (TTM)	PB (TTM)
最小值	5.6	0.6
25%	6.4	0.8
50%	6.8	0.9
75%	7.2	1.0
最大值	8.8	1.5
目前值	6.6	0.7
目前分位数	33.9	8.1

数据来源：Wind，安信证券

对银行行业而言,过去 10 年银行板块的估值经历了两个阶段。2010-2015 年,由于经济减速的影响,银行在盈利能力和资产质量上均面临挑战,市盈率和市净率持续下行。2016 年后至今,银行板块的市盈率总体变化不大,而市净率持续下行。

图3: 银行的市盈率与市净率



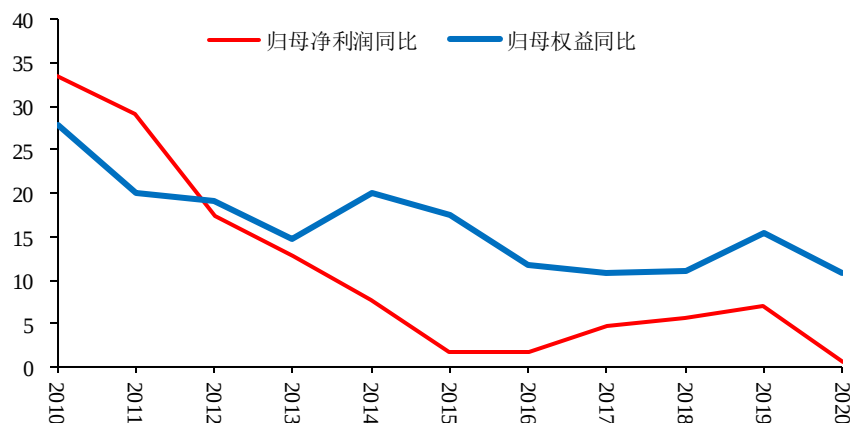
数据来源: Wind, 安信证券

导致这一现象的重要原因是监管加强对防风险的要求,银行通过提升核心资本充足率来降低系统性风险,本质上意味着银行业进入去杠杆的过程。这使得 2016 年开始净资产增速维持 10% 的中枢,始终高于净利润的增速。

当前资管新规已经进入后期,央行在货币政策执行报告中也提及影子银行风险大幅收敛,高风险机构数量明显减少,银行业去杠杆的过程也在进入尾声,相应的压制银行市净率的力量有望逐步缓解。同时最近两年对地方政府和房地产行业债务的整顿,也有助于银行资产质量的长期提升。利率市场化推动的息差收窄对银行业长期盈利的影响仍在延续,但市场也在持续吸收这一影响。银行业估值的拐点是否正在出现,值得深入思考。

此外，尽管房地产行业流动性拐点的出现仍需等待，但是头部房企受益于政策的宽松以及竞争格局的改善，其股价已经开始反弹，这一反弹有望延续。

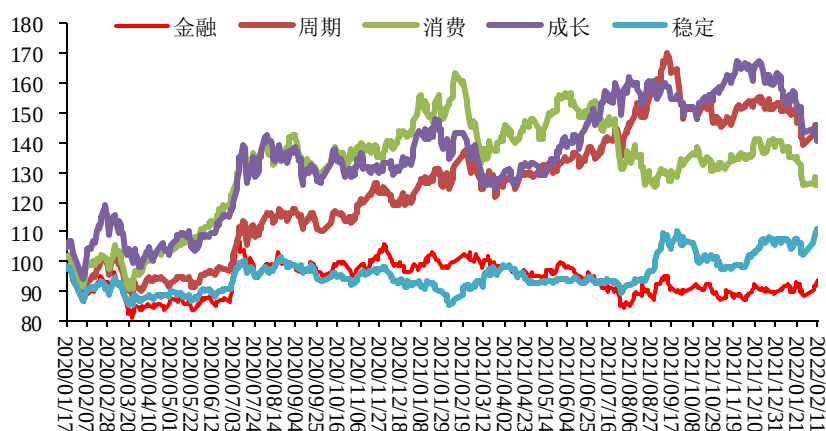
图4：银行的净利润与净资产同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

对市场整体而言，一月信贷数据开门红后，市场的表现仍然偏弱，表明流动性环境的变化已经吸收在价格中，而市场的下跌可能更多与盈利或者盈利预期的普遍恶化有关，这或许意味着市场的趋势回升需要更多盈利信号的确认，这无疑依赖于政策的落地以及时间的推移。

图5：各风格指数



数据来源：Wind，安信证券

以2020年12月31日为100

本周流动性总体充裕，DR001 大幅回落，DR007 维持低位。受此影响，1 年期国债和国开债收益率均低位波动。而长端国债收益率受超预期社融数据和海外国债收益率的牵引而上行，10 年国债收益率一度突破 2.8%。

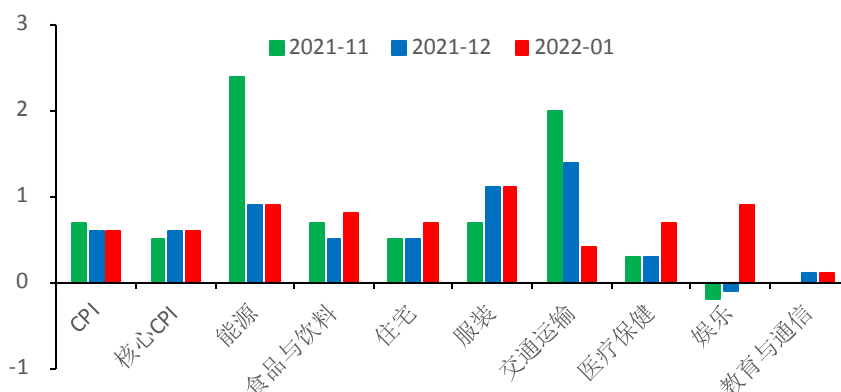
当前国内债市的焦点在于货币宽松和信用改善的合力方向。在房地产和基建受到约束的背景下，本次信用扩张的过程要远远慢于以往，而利率水平的下降在未来会延续，这意味着债券市场收益率在一季度仍处于有利的环境中。

三、通胀的结构性变化

美国 1 月 CPI 同比 7.5%，较上月增长 0.4 个百分点；剔除食品和能源分项的核心 CPI 同比 6%，较上月增长 0.5 个百分点，二者继续创出美国近 40 年以来的新高。

从分项来看，食品、电力和住房是 CPI 同比进一步抬升的主要贡献。二手车、医疗保健、娱乐、服装等分项也普遍上涨。考虑到美国 Omicron 疫情的感染高峰已过，防疫政策进一步放松，未来服务消费需求可能持续上升。与此同时，非农就业数据相比疫情前的缺口也主要集中在服务业，因此这一领域可能接棒货物消费价格此前的持续上行，进而增强通胀高中枢的持续性。

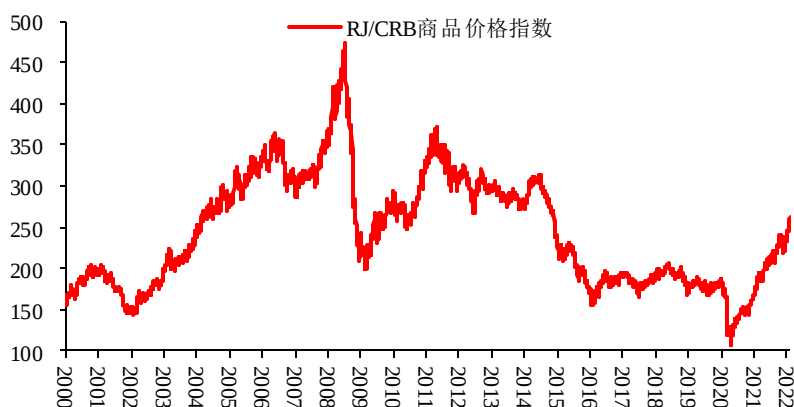
图6: 美国 CPI 分项季调环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

从长期来看, 过去十年大宗商品价格处于熊市周期, 导致生产企业资本开支萎缩、部分退出市场。即使面对高涨的价格和利润, 厂商也无法迅速有效释放产能。而全球碳减排的努力, 在使得部分高耗能的大宗商品面临长期供应约束的同时, 也使得储能、电动车等绿色转型领域对部分大宗商品产生了长期需求。考虑到能源转型的激励约束, 新能源的发展壮大或许也需要传统能源维持在较高的价格水平, 这对中长期通胀中枢可能形成支撑。

图7: RJ/CRB 商品价格指数, 点



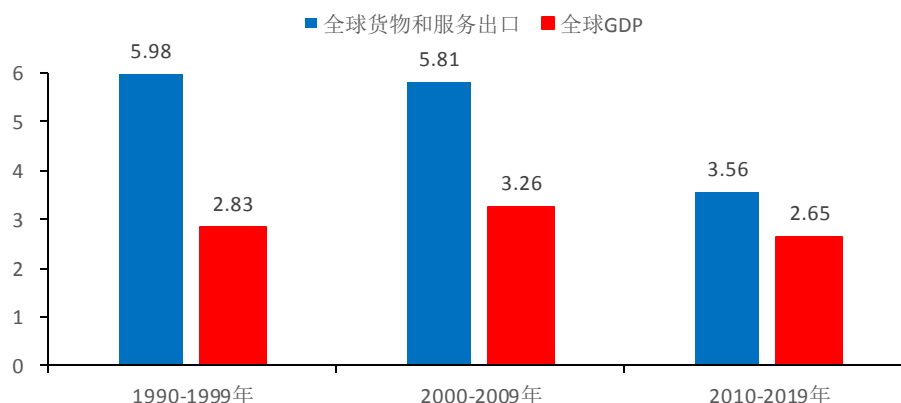
数据来源: Wind, 安信证券; 2022 年数据截至 2 月 11 日

从本轮欧美央行的货币政策节奏来看，政策实施的时点可能已经落后于经济周期和通胀的变化。美联储主席鲍威尔曾表示，去年对于通胀的认识不足主要在于两点，一是供应链瓶颈的缓解之慢，二是货物消费对服务消费的替代之强。这在纽约联储编制的全球供应链压力指数和全球货物出口数据中均有体现。

在此之外，一个近期可能被海外政策层面注意到的、与通胀密切相关的结构性变化在于，企业提价和劳动者涨薪的互动，使得通胀预期存在自我加强的风险。

本世纪初以来，以商品、服务、资本、数据等生产要素自由流通为代表的全球化进程高歌猛进。但在金融危机后，保护主义、贸易摩擦等因素的影响增强，全球化脚步日益放缓。以不变价衡量的全球出口增速中枢的下滑幅度，超过全球GDP增速下滑幅度近一倍。

图8：全球货物和服务出口、与全球GDP实际增速，%



数据来源：Wind，安信证券

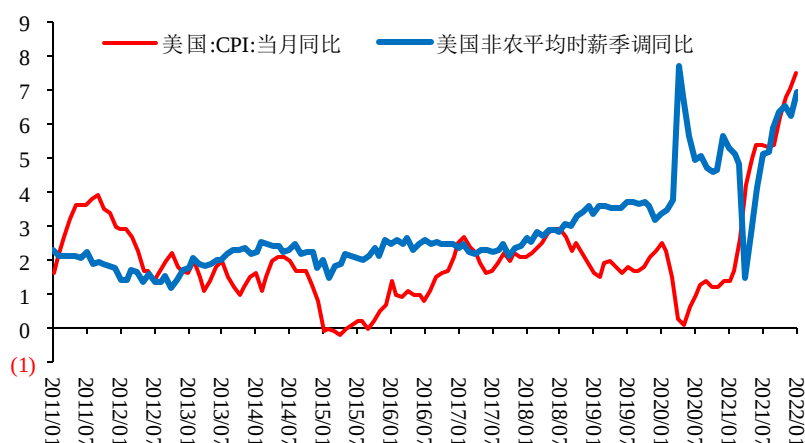
全球化整体对通胀的影响偏积极，其主要通过两个途径，一是在产业链分散化布局下，生产环节的激烈竞争压低了产品价格；二是发展中国家劳动力的国际化流动，对发达国家的工会和就业保障等形成冲击，抑制了工资上涨。

随着全球化向区域化转型，行业格局的全球竞争性走弱。叠加疫情对产业链的冲击，龙头企业的议价能力上升。劳动力的国际流动性也因疫情影响而下降。

与此同时，疫情期间人们在工作和休闲之间的取舍出现了调整。因此在涨工资的要求中，可能不仅包含对于感染新冠病毒的风险补偿，还反映了人们对于工作伦理认识的变化。

在企业议价能力上升的背景下，工资上涨的要求更容易得到满足，企业也愈发倾向于通过提价行为来转移成本压力。这一模式使得企业和居民的通胀预期受到撼动，进一步加剧了通胀自我加速的风险。

图9：美国 CPI 同比和非农时薪同比，%



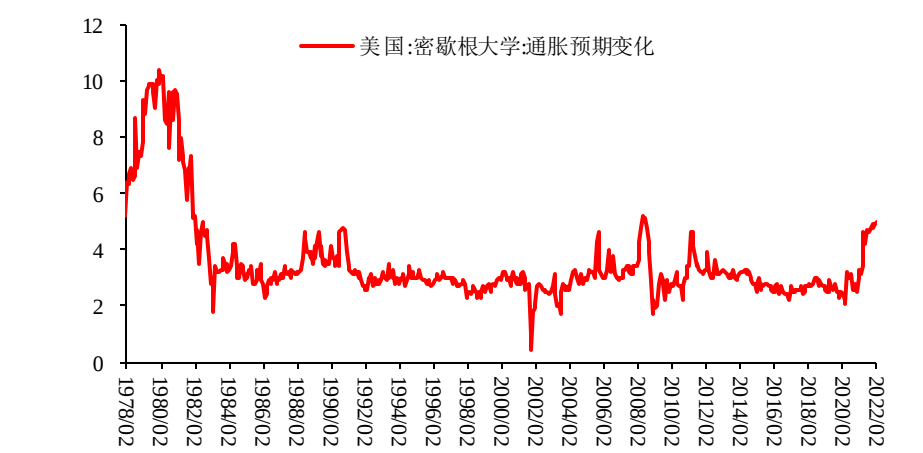
数据来源：Wind，安信证券

从美国密歇根大学调查数据来看，当前美国的通胀预期为 5%。与这一历史高位相近的时期，还有上世的 70 年代末至 80 年代初、1990 年前后、以及 2008 年。而与这些时期通胀预期的回落相伴随的，往往是一场经济衰退（美国 GDP 增速：1982 年-1.8%、1991 年-0.1%、2009 年-2.6%）。

因此，从短期来看，美联储必须展现出打压通胀的强硬姿态。上周 FOMC 部分委员的鹰派表态，叠加 1 月美国通胀数据的超预期，使得利率期货市场对于美

联储 3 月议息会议一次性加息 50BP 的概率上升至 90% 以上，预期 2022 年全年加息次数在 6 次以上。但是从中长期来看，美联储在实施紧缩政策的同时需考虑其对经济的负面影响，居于高位的通胀预期是否需要一场经济衰退才能缓解，仍存在较大不确定性。

图 10：美国密歇根大学通胀预期变化，%



数据来源：Wind，安信证券

近日，在俄乌冲突可能升级的情况下，市场风险偏好承压，担心俄罗斯未来可能面临制裁措施，进而推升原油等大宗商品价格进一步上涨。2 月 14 日早盘，俄罗斯美元债和乌克兰政府债价格跌至 2020 年 3 月疫情初期抛售高峰以来的最低水平，欧元区斯托克 50 指数跌幅超过 3%，美元、黄金等避险资产价格上涨。

从历史经验来看，市场通常能够在较短时间内吸收局部战事的冲击。但是在能源价格对通胀持续性影响较大、发达经济体货币政策加快收紧节奏等背景因素下，未来俄乌冲突的演化对市场的影响值得持续追踪。从美国在此事件中的表现来看，短期内美国外交政策的重心集中于此，可能无暇顾及及其他领域。

从目前人民币汇率、国内债券市场利率、以及外资在我国权益市场的进出、对人民币债券的持有等方面的数据来看，美联储政策收紧节奏的加快，至少当下在资金流动层面对国内市场的影响有限，但是在资产价格对标方面可能存在扰动。

考虑到过往美国权益市场估值的持续抬升建立在低利率的基础上，通胀方面结构性的变化带来了加息的变化，这可能使得未来利率出现系统性地上升。而成长股对长期利率的变化相对敏感，且其自身估值水平目前较高。若未来美国市场对于成长股长期估值中枢进行调整，则也可能对国内相应板块形成对标压力。

图11：美国标普500指数席勒市盈率，倍



数据来源：Wind，安信证券

分析师简介

袁方，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

联系人简介

束加沛，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

章森，北京大学经济学院经济学学士和国际商务硕士，曾在北京市发展和改革委员会工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 14A

邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层

邮编: 100034