

富荣固收：二度降准落地 债市震荡调整

上周回顾：

降准周一落地，但周内公开市场资金净回笼；PPI-CPI 剪刀差收敛；社融继续企稳，政府债和居民贷款拉动，而企业中长期贷款乏力；中央政治局会议定调稳增长。利率表现上看，周一快速消化降准利好，降准落地后开始演绎对社融回升、宽信用的担忧，社融结构数据不及预期后有所回落，全周 1Y、5Y、10Y 国债中债估值分别变动+2.2BP、-3.4BP 和-2.8BP，其中 10Y 国债周内低点 2.81%，收于 2.84%。信用债方面，3 年期高等级城投债下行 5BP，3 年期中票下行 0.8~4.5BP。权益主要指数涨势明显，上证综指上涨 1.63%，沪深 300 指数上涨 3.14%，创业板指下跌 0.34%，地产产业链和消费领涨。中证转债下跌 0.65%，跑输各权益主要指数。其他资产方面，在岸人民币对美元升值 0.12% 收于 6.3690，伦敦金现微跌 0.01% 至 1782.64 美元/盎司，标普 500 指数上涨 3.82%，布油价格上涨 7.54% 至 75.15 美元/桶，LME 铜涨 0.38%，10 年美债大幅上行 13bp 收于 1.48%。

专题：12 月中央经济工作会议解读

(1) “稳”字当头，“稳”字在通稿中出现了 25 次，稳增长被提高到稳定社会大局的高度，重提以经济建设为中心。中财办副主任韩文秀在 2021 中国经济年会上表示，稳定宏观经济是政治问题，地方要慎重出台有收缩效应的政策。

(2) 经济形势判断方面，同时明确“需求收缩”（地产下行）、“供给冲击”（双控下制造业限产）、“预期转弱”（经济主体融资、消费意愿低）三重压力，表述前所未有的，表明形势较为严峻。

(3) 宏观政策方面，货政未提“稳杠杆”以及 M2 和社融对名义 GDP 的基本匹配，打开了未来继续使用总量型货政工具的可能性；财政政策方面改“保持支出强度”为“保证”，要求加快支出进度，适度超前基建，实行新的减税降费政策，拍板明年财政前置，定调明显更加积极。新增专项债额度大概率体现下达且保持高位，基建托底为财政发力的主要方向，或有可能表现为明显增量。两大政策“协调联动”，宽货币宽信用的组合拳可期。明年上半年为政策重点发力时期，财政政策更占主导地位。

(4) 地产方面，“房住不炒”是绝对底线，不会打破。但政策重提“因城施策”，部分地区政策的松绑可能会带来短期的地产销售热情。促进房地产业“良性循环”此次顺序优先于“健康发展”，意指地产企业贷和个人按揭贷将加速投放，从融资端稳定地产行业。对于“新的发展模式”，则可以从加快发展长租房市场和保障性租赁住房建设找到思路。对于地产行业增量难上的问题，未来针对于存量市场，如老旧小区重建、城市更新与维护、租赁市场规范与扩张发力，相关再建工程或将与基建项目一同托底经济。

(5) 结构政策方面，未提及扩内需、促消费，或与疫情不稳定，消费复苏存在扰动难以保证增量有关。重提双循环相关定调，基建与制造业将通过专精特新企业支持，及产业基础再造工程项目等渠道提振经济。

(6) 注意会议花费大量篇幅描述五个正确认识及其他对各级领导干部工作的要求，纠正预期是此次会议最为重要的部分之一。其重点分为两大块：

1) 短期内看经济形势，要积极：就国内而言，需求与供给的双低有外部原因，也有内部经济主体的主观原因，此次预期纠正，意在保证上下各级政府对当前经济形式的一致判断，让明年从政策端发力，进而影响市场预期；

2) 碳中和、共同富裕等目标为长期任务，而非一朝一夕之功：碳冲锋与运动式减碳均不符合政策层的要求，要避免再度出现拉闸限电、运动式减碳等简单刚性的政策冲击，会议指出“新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗‘双控’向碳排放总量和强度‘双控’转变”。未来制造业投资受“双控”影响将更加合理可控。

(7) 债市策略：现今正处于宽货币逐步落地，而宽信用发力效果未知的纠结阶段。货币仍有相机抉择的宽松可能，利率上行空间有限，而地产的回暖以及财政前置的预期，同时封住了利率部分下行空间，2.8%短期底突破仍需较大超预期因素。考虑到年前跨年对流动性的诉求更大，MLF续做等举动或将引发短暂行情，把握中期低利率状态下的短期波段机会。信用方面，金融和城投是稳定大局的主要传导链条，而地产则更加注重契约精神；可转债方面，信用扩张和盈利下行压力下权益市场演绎震荡轮动行情，全面注册制、新能源基建、高端制造等方向有直接利好。

重点关注：

12月MLF置换量，新增专项债额度投放时点，11月美国PPI数据（周二），11月工业增加值、固定资产投资数据（周三），12月FOMC议息会议、美国当周初次申请失业金人数（周四）

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。