



长城财富宏观利率月报 (2021年12月)

汇报人：投资研究部

时间：2021.12

目录

CONTENTS

PART 01

基本面

PART 02

流动性

PART 03

利率

01

基本面

1.1 未来半年宏观经济下行的确定性和预期较强

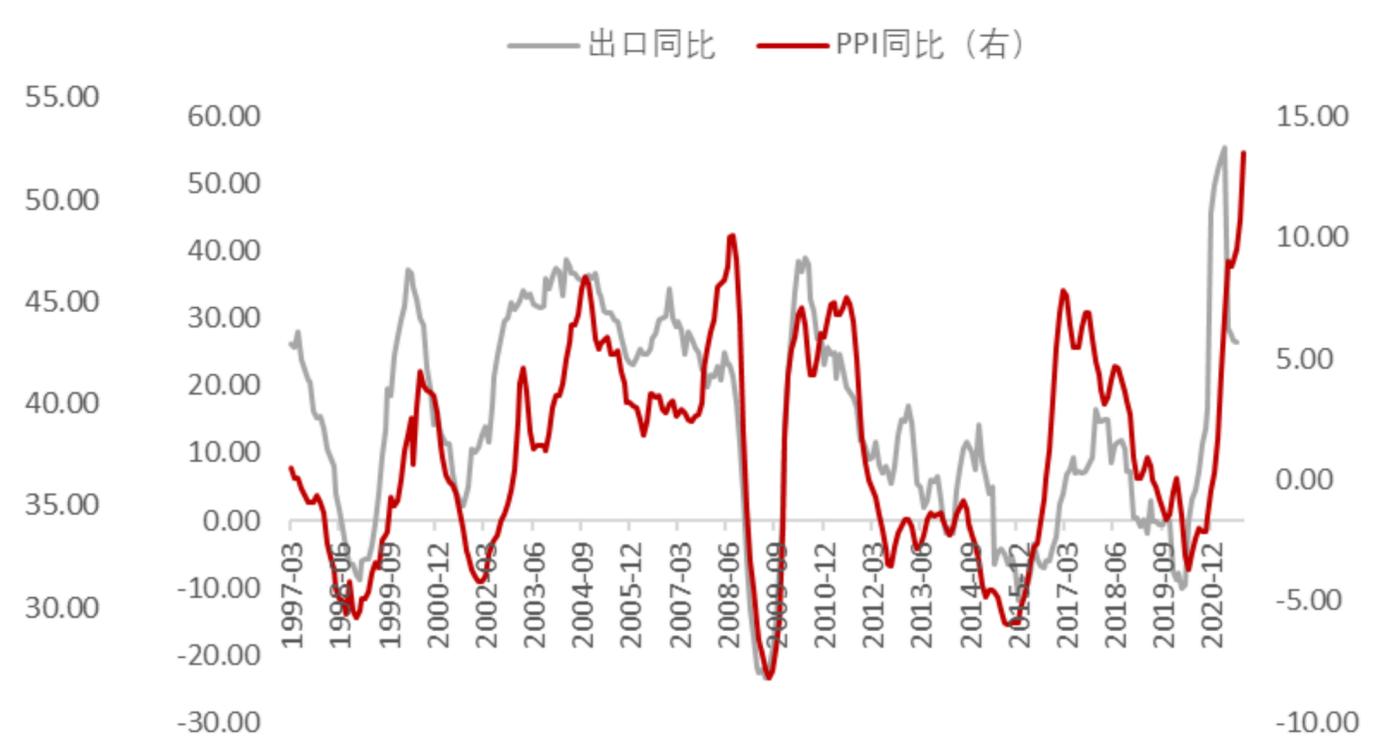
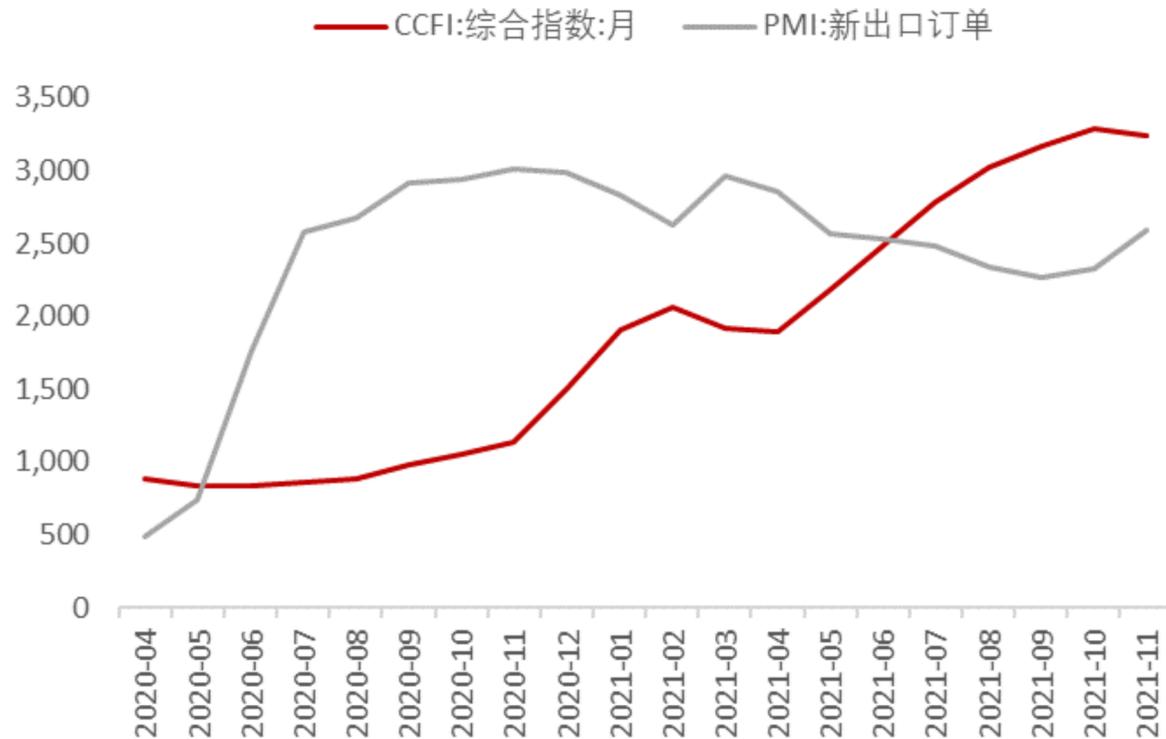
● 出口尚未出现降温迹象 (+)

✓ 海外病毒变异波及范围逐渐增加，美国等就业缺口加大，出口回落的速度可能偏慢，但是价格对出口的影响将会逐渐回落

✓ 出口周期同步于PPI周期，明年上半年开始承压

● 财政和部分公共投资加快 (+)

✓ 专项债要提前布局，在年末和明年年初形成实物工作量



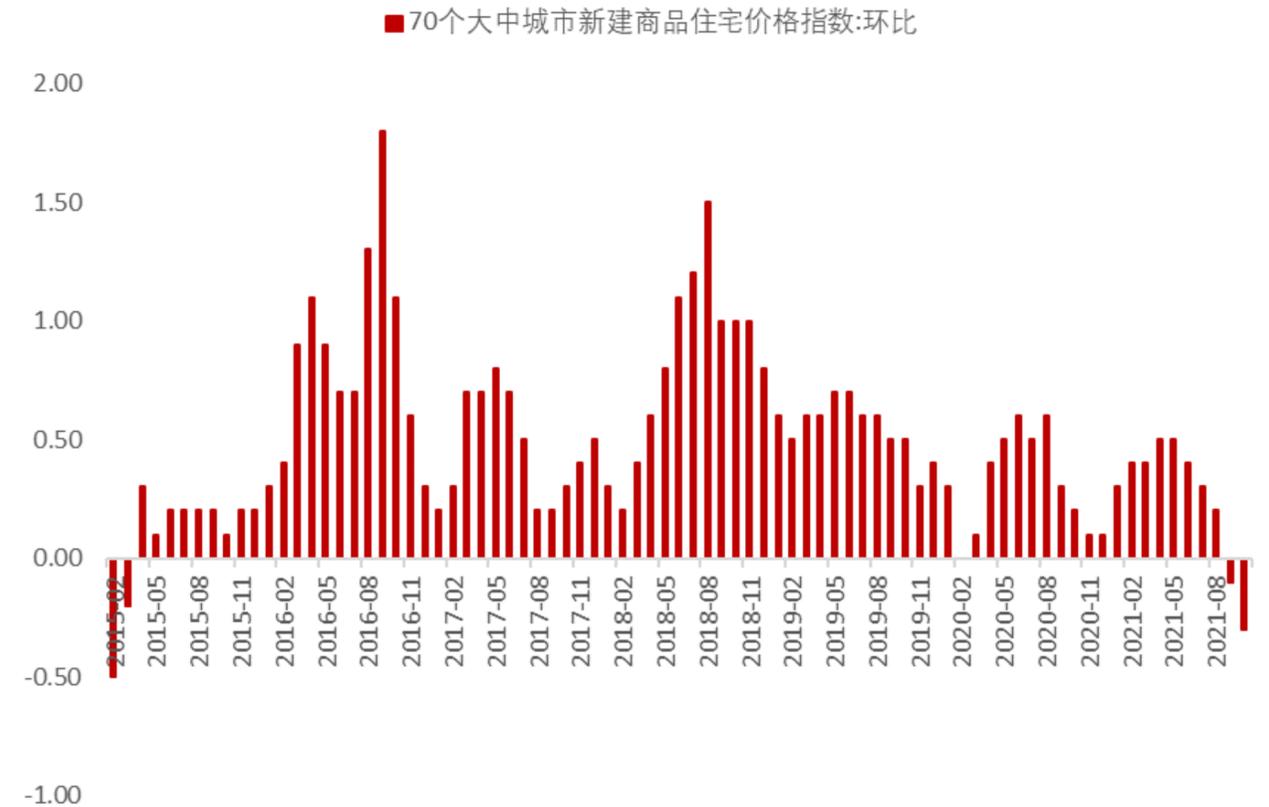
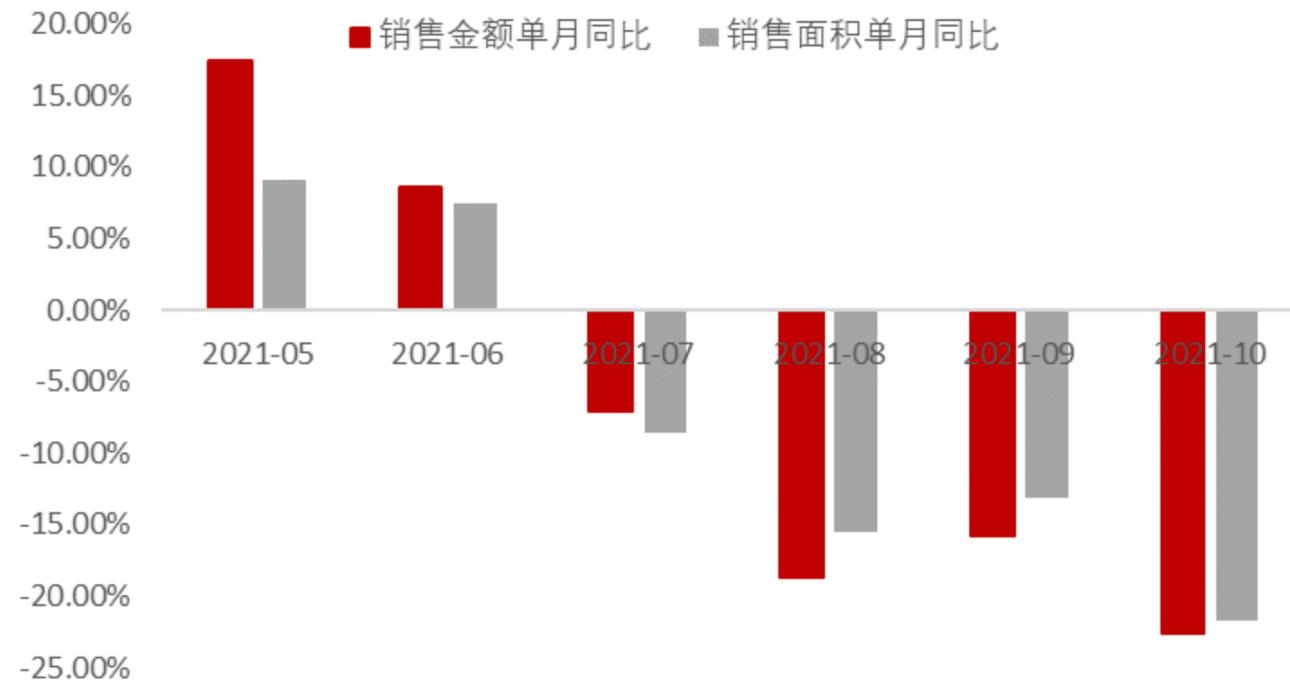
1.1 未来半年宏观经济下行的确定性和预期较强

● 房地产投资下行速度短期加快，难维持韧性 (-)

- ✓ 恒大事件冲击信用融资，地产销售是房地产资金来源主力（连续四月转负），房地产价格连续两个月转负
- ✓ 政策微调：央行货币政策三季度例会提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，表达央行对恒大事件的关注度提升，房地产政策出现边际微调

● 疫情防控对消费和服务业的冲击 (-)

● 能耗双控的附加压力 (-)



1.2 美联储11月退出Taper，可能会加快资产缩减规模

● 欧、美通胀持续处于高位，明年中期选举预留政策空间，美联储退出宽松渐行渐近

- ✓ 节奏上，11月宣布开启Taper，以每月150亿美元的速度削减资产购买，将于2022年6月结束，耗时8个月，也有可能在12月的议息会议上讨论加快资产削减规模
- ✓ 点阵图显示，2022年会开始加息、2023年加息两次

PART 01

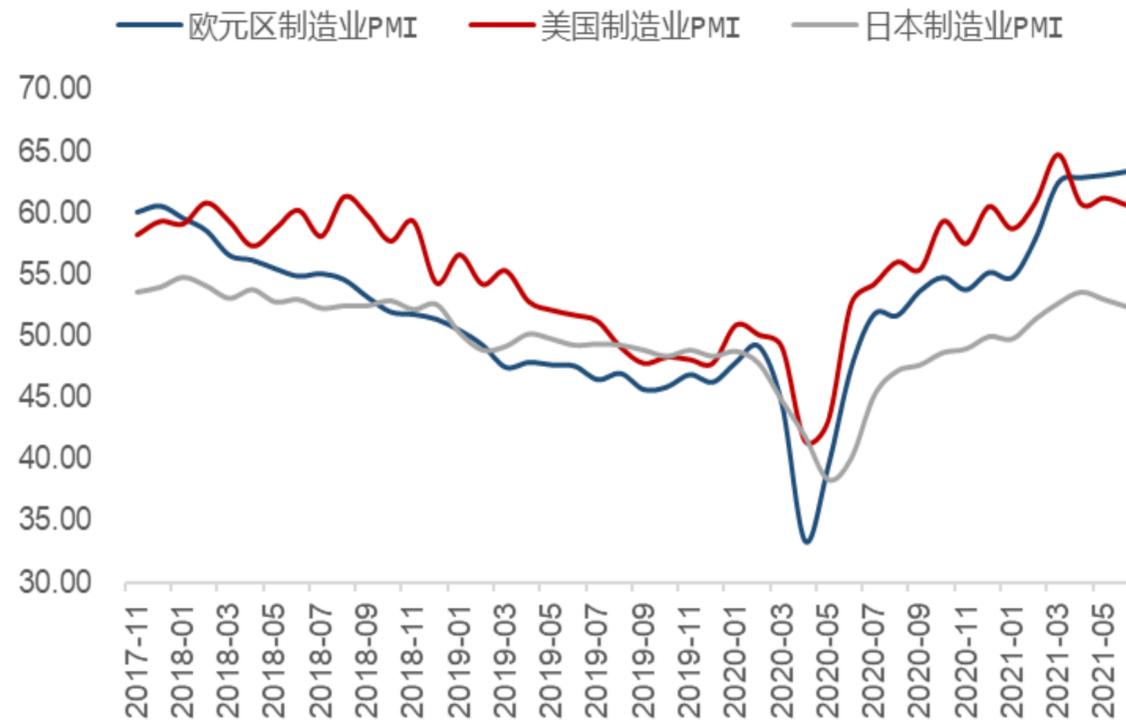
基本面

PART 02

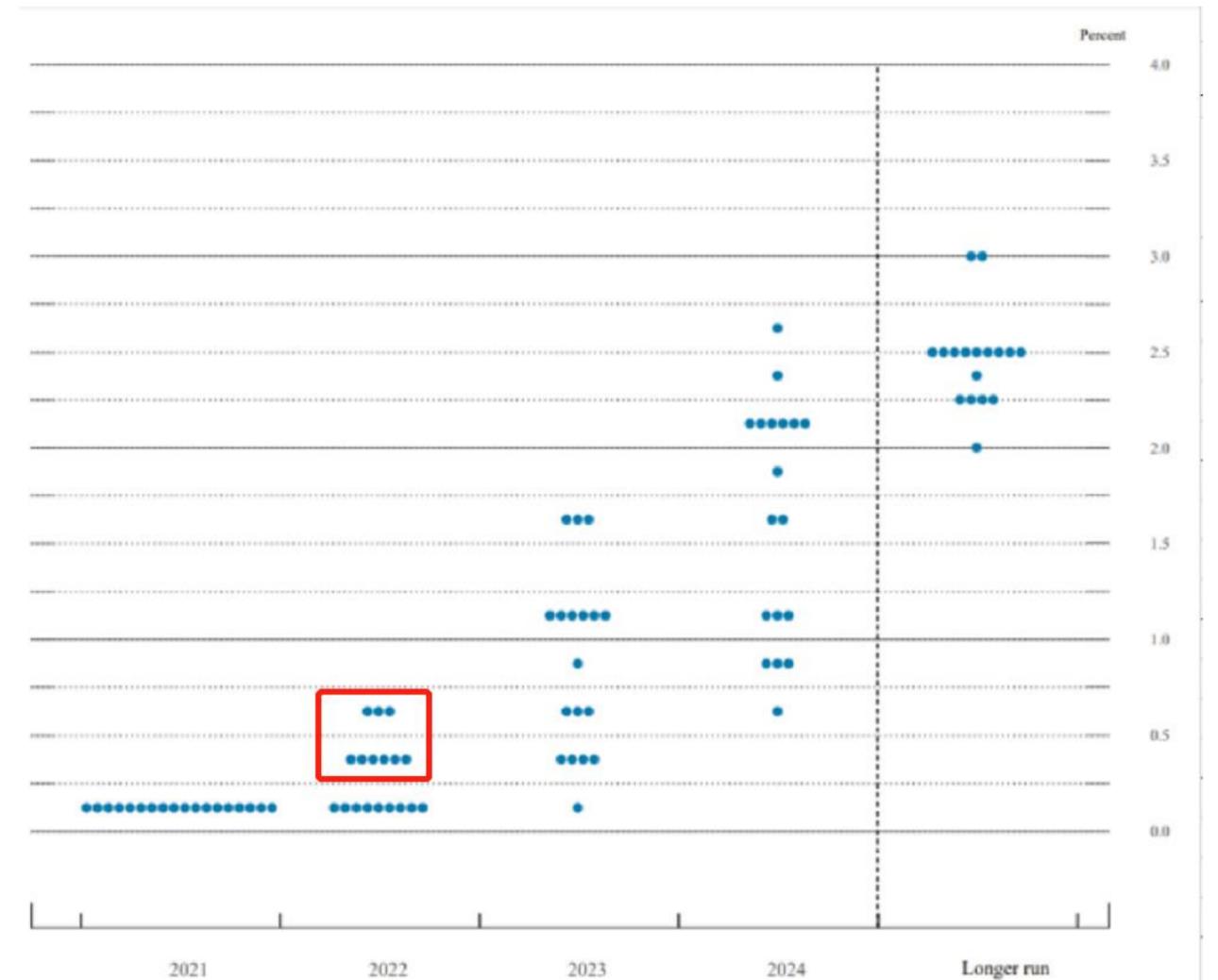
流动性

PART 03

利率



美联储9月议息会议点阵图 (%)





02

流动性与政策

2.1 流动性：维持宽松

● 银行间市场流动性继续宽松，DR007继续在政策利率中枢附近

- ✓ 经济有明显的放缓压力，货币政策基调将偏松，央行在多次会议上的表态与举措指向宽信用和降成本
- ✓ 流动性缺口较大时（政府债券供给增加、MLF到期，春节取现等），降准将会落地；碳减排结构性政策工具落地
- ✓ 稳增长+降准概率大于降息概率，如果经济出现明显的超预期失速以及中小企业融资压力明显加大，降息可能回出现。

日期	政策/事件	主要内容
2020/12/18	中央经济工作会议	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为， 抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2021/4/30	中共中央政治局会议	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配， 保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系。
2021/7/30	中共中央政治局会议	要防范化解经济金融风险， 建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。
2021/8/17	习近平主持召开中央财经委员会第十次会议	要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，完善企业境外上市监管制度。
2021/8/18	财政部副部长许宏才2021年8月18日在第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十次会议上作《国务院关于今年以来预算执行情况报告》	会议指出，要坚持底线思维，增强系统观念， 遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。 要夯实金融稳定的基础，处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头， 以经济高质量发展化解系统性金融风险，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。
2021/8/19	银保监会党委书记、主席郭树清主持召开党委（扩大）会议	《报告》提出， 做好地方政府债务存量风险化解和增量风险防范工作。加强地方政府专项债务风险防控， 推进专项债券项目穿透式监测，定期组织开展债券资金使用情况核查，对严重偏离绩效目标的项目暂缓或停止拨款，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途，确保法定债券不出任何风险。 抓实隐性债务风险化解工作，指导地方统筹各类资金资源，稳妥化解隐性债务存量。
2021/9/27	央行货币政策委员会第三季度例会	会议强调，把促进共同富裕作为金融工作的出发点，认真做好重大金融风险防范化解工作。…… 持之以恒认真做好高风险机构处置、应对不良资产集中反弹、严防高风险影子银行死灰复燃、遏制房地产金融化泡沫化、配合地方政府化解隐性债务风险等重点工作，防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。 ……要夯实金融稳定的基础，处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头，以经济高质量发展化解系统性金融风险。
2021/11/19	央行发布21Q3《货币政策执行报告》	维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。
		维护住房消费者的合法权益

PART 01

基本面

PART 02

流动性与政策

PART 03

利率

2.2 稳信用：广义流动性短期企稳，幅度存疑

- ✓ 10月社融存量增速10%，基本接历史较低水平。去年四季度信托管控明显升级，高基数效应接近结束，将转为低基数；后置财政落地，政府债券供给明显增多。
- ✓ 结构性紧信用继续推进，主要表现为地产政策边际放松和加快化解存量债务风险。
- ✓ 虽然短期信用增速企稳，但是尚不存在明显的信用攀升，地产的信用状况是未来1-2个季度的核心焦点。

PART 01

基本面

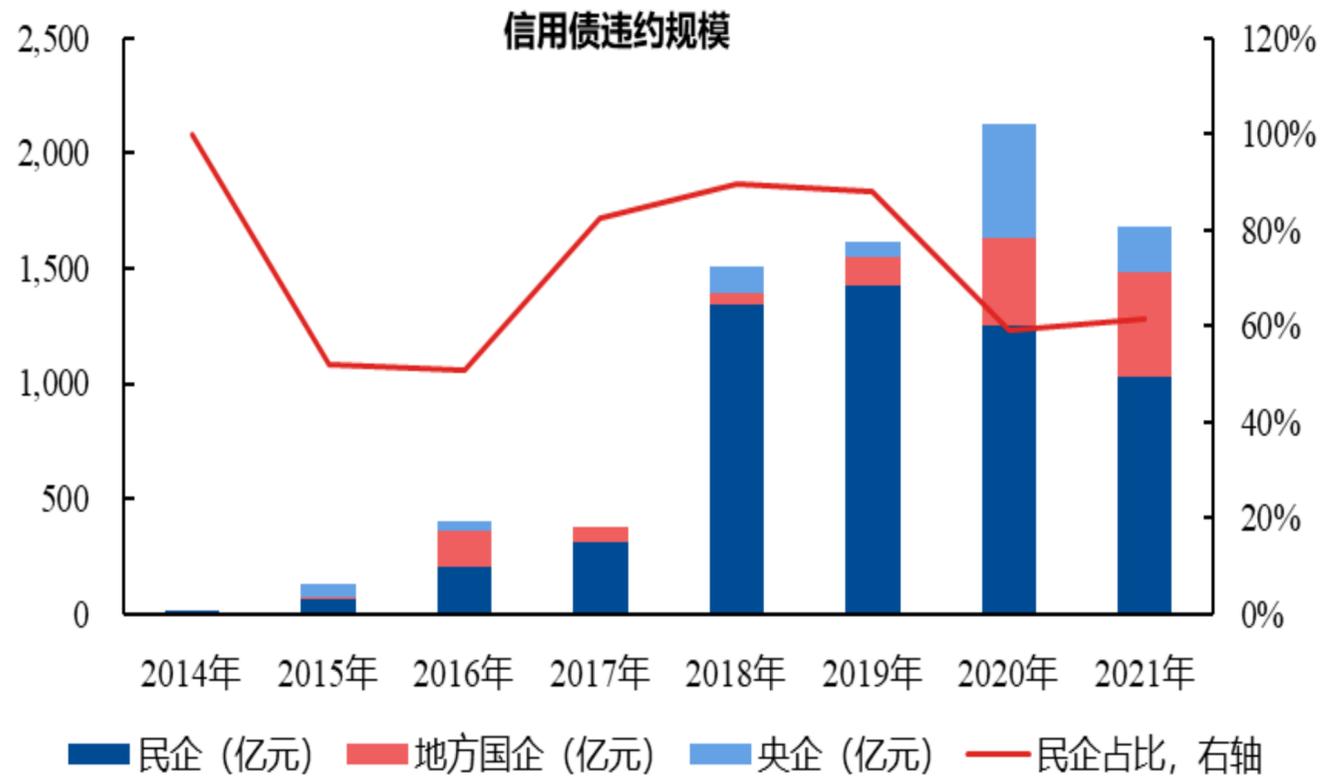
PART 02

流动性与政策

PART 03

利率

18年以后，民企违约事件频发



房地产投资累计同比见顶略滞后于社融同比见顶



PART 01

基本面

PART 02

流动性与政策

PART 03

利率

2.3 政策：逆周期的短期作用提升

● 近期房地产调控政策边际松动的初衷可能在于“防风险”，而并非为“稳增长”而开启新一轮刺激。

- ✓ 一方面，十九大以来，在我国房地产领域改革推进进程当中，“房住不炒”的核心定位是一贯的，“房住不炒”的核心定位不太可能会因短期内房地产投资和销售的下行而发生明显改变；
- ✓ 另一方面，从政策表述来看，近期房地产调控政策的主要关注点在于“维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益”，“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”的政策态度（地产放松更多集中在刚需层面而抑制其金融属性）并未发生改变。即使12月政治局会议未提及房住不炒，也有可能中央经济工作会议中提示。

时间	事件/政策	内容	政策领域
2021-10-23	全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定	为积极稳妥推进房地产税立法与改革，引导住房合理消费和土地资源节约集约利用，促进房地产市场平稳健康发展，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定： 授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。	税收制度
2021-7-22	加快发展保障性租赁住房和进一步做好房地产市场调控工作电视电话会议	要牢牢抓住房地产金融这个关键，严格房地产企业“三线四档”融资管理和金融机构房地产贷款集中度管理。 要加快完善“稳地价”工作机制，优化土地竞拍规则，建立有效的企业购地资金审查制度。要持续规范房地产市场秩序，切实管好中介等市场机构，坚决查处市场乱象。	住房金融制度
2021-4-30	中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。	保障制度、租赁制度
2020-12-31	央行、银保监会《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》	根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素， 分档设定房地产贷款集中度管理要求。 对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限。	住房金融制度
2020-12-18	中央经济工作会议	要高度 重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利 ，规范发展长租房市场。土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房。	保障制度、租赁制度
2020-8-26	住建部召开部分城市房地产工作商会	会议提出， 住房供需矛盾突出的城市要增加住宅及用地供应 ，支持合理自住需求，坚决遏制投机炒房。	土地制度
2020-8-20	住建部、央行在北京召开重点房地产企业座谈会	两部门出台新规控制房地产企业有息债务的增长，设置“三道红线”。 房地产企业的“三道红线”为：剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍。	住房金融制度
2019-7-17	财政部、国家税务总局就《中华人民共和国土地增值税法（征求意见稿）》向社会公开征求意见	《征求意见稿》 将集体房地产纳入征税范围，并拟取消集体房地产土地增值收益调节金，使立法前后集体房地产负担总体稳定。 在税率方面，土地增值税仍将继续实行四级超率累进税率。	税收制度
2017-10-18	《十九大报告》	报告指出， 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。	总体路线

03

市场走势

3.1 10-11月以来债市表现

PART 01

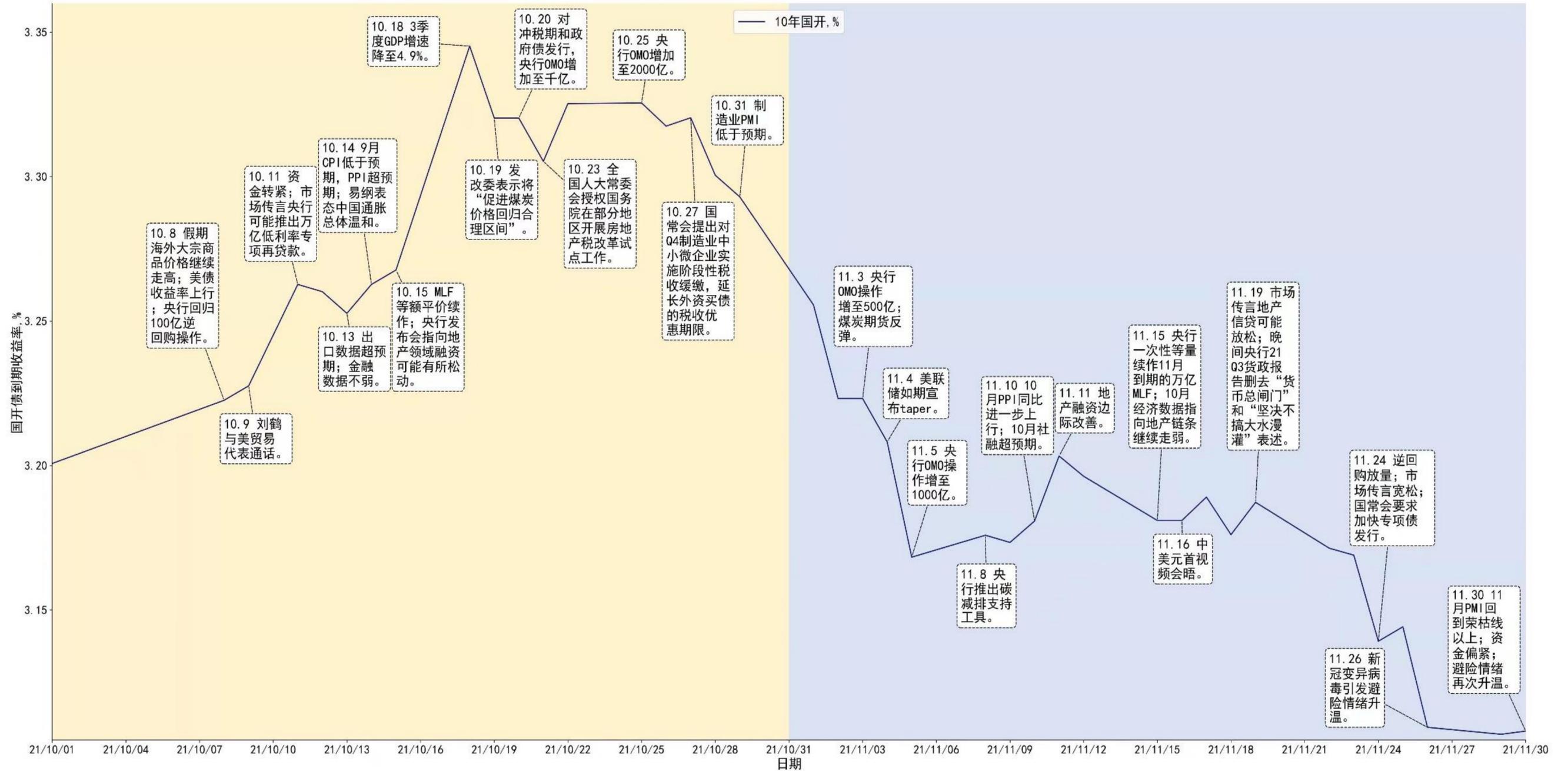
基本面

PART 02

流动性

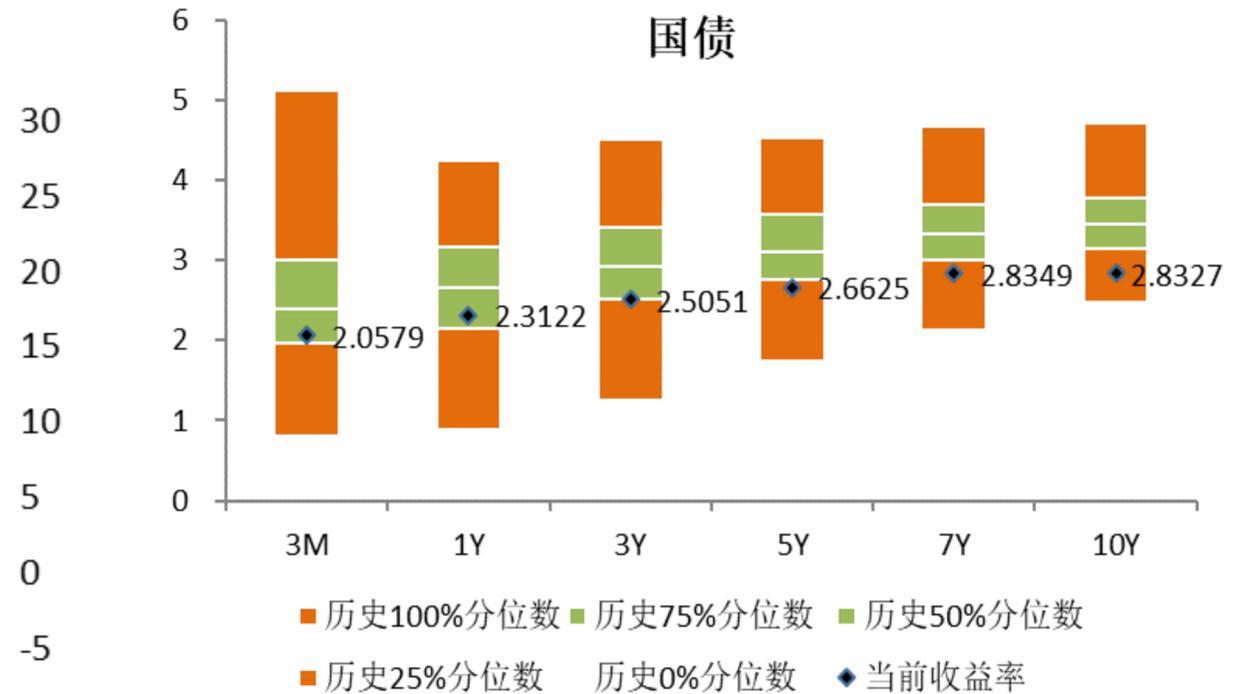
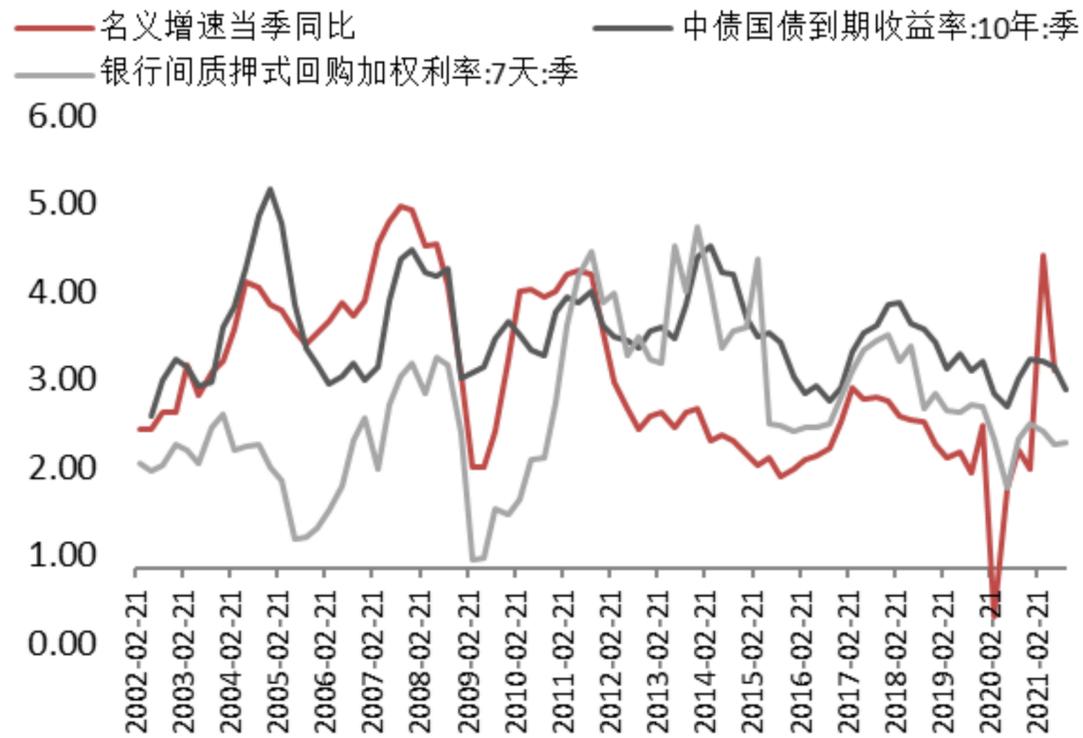
PART 03

利率



3.2 利率难有趋势性行情

- PPI逐渐回落、CPI温和抬升，明年上半年实际增长明显放缓，名义增速震荡下行，基本面环境对利率比较有利
 - 银行欠配压力 “资产荒” 依然存在
 - 在长期确定性利多和短期利空博弈下，债市难有趋势性行情，预计10Y国债利率2.80-3.0%，调整可增加配置，关注短久期、低风险信用债
- ✓ 调整因素：宽信用政策
 - ✓ 利率下一台阶源于降息或者经济失速



PART 01

基本面

PART 02

流动性

PART 03

利率

敬请提出宝贵意见

