

### 核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

#### 相关研究

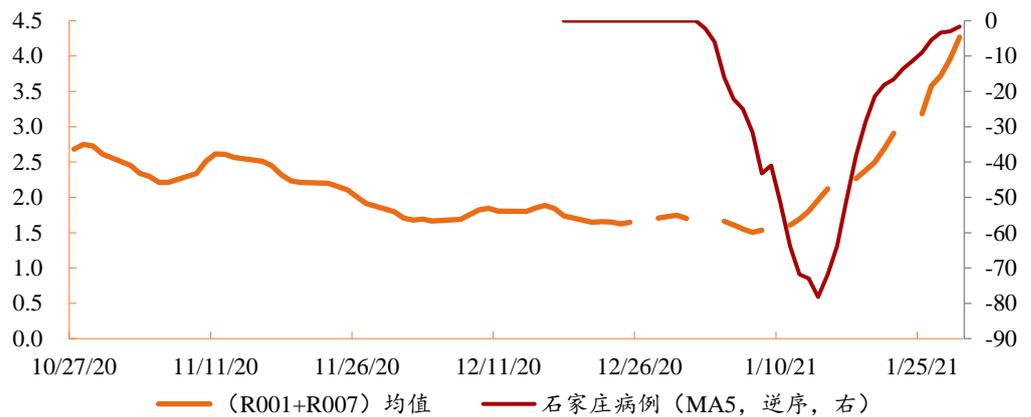
- 疫情不止，宽松不已，持续关注疫情变化
- 1-2 月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成
- 经济拐点就在当下

- **疫情好转，央行持续收紧流动性，股债商三杀。**石家庄及全国疫情在上周继续好转，因此央行持续收紧。上周央行持续大额净回笼，造成资金面紧张，叠加马骏的发言以及市场缺乏警惕导致市场恐慌，急剧放大了收紧的影响，短端利率大幅走高，股债商品均明显下跌。
- **辟谣构成对股债的压力测试。**1 月 29 日“SLF 加息”的假消息及央行的辟谣正好构成对资本市场的压力测试。辟谣后股市和债市均出现大幅反弹，但债市大致反弹至开盘水平，股市大约只反弹了震荡幅度的一半，债市反弹力度显著好于股市，股弱债强的趋势逐渐显现。
- **PMI 继续走低，服务业尤为明显。**受疫情的影响，各行业的 1 月 PMI 均下降，服务业尤为明显。生产强于需求，导致短期库存的累积。随着疫情逐步受控，经济在短期将有所反弹。
- **价格环比指数将见顶回落。**原材料购进价格指数回落，1 月中下旬以来，大宗商品价格开始走低，南华工业品指数有所回落，也对 PPI 即将走低构成较大支撑。**出口将见顶回落。**1 月新出口订单指数回落，随着疫情逐步受控以及疫苗的大规模接种，国内外生产复苏加速，短期内出口可能会有小幅反弹。但 1 月份以来，宁波出口集装箱运价指数开始走弱，我们预计出口 1-2 个月左右将见顶回落。
- **对股市和商品要战略性防守，对债市要战略性进攻。**以中期维度观察，经济的环比增速拐点在 1-2 月，2-3 月会逐渐明晰。因此我们建议从现在开始对股市和商品要战略性防守，对债市要战略性进攻。

## 1 流动性紧缩预期强化，股债商三杀

疫情好转，央行持续收紧流动性。石家庄及全国疫情在上周继续好转，因此央行持续收紧。从疫情来看，上周一至周六全国本土累计确诊 310 例，大大低于上上周同期的 569 例。河北上周日新增已降为个位数，周四开始连续三日新增 1 例，北京、上海、黑龙江等地疫情也已经陆续得到遏制。目前吉林仍然有反弹趋势，周六新增确诊 63 例，但多为无症状感染者转确诊，根据河北的防疫经验，吉林疫情预计较快可以得到控制。

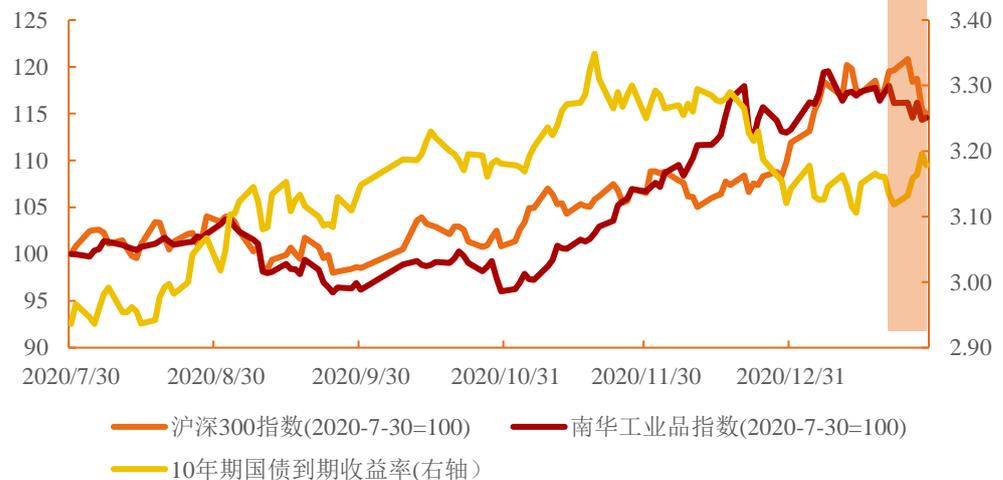
图 1：疫情缓解导致货币收紧



资料来源：Wind, 首创证券

多种因素强化流动性紧缩预期。从流动性来看，上周央行公开市场有 6140 亿元逆回购和 2405 亿元 TMLF 到期，累计进行了 3840 亿元逆回购操作，因此上周宽口径净回笼 4705 亿元。央行持续大额净回笼，造成资金面紧张，叠加马骏的发言以及市场缺乏警惕导致市场恐慌，急剧放大了收紧的影响，股债商品均明显下跌。上周沪深 300 指数累计下跌 3.91%，南华工业品指数累计下跌 1.34%，10 年期国债期货累计上涨 6.01BP。

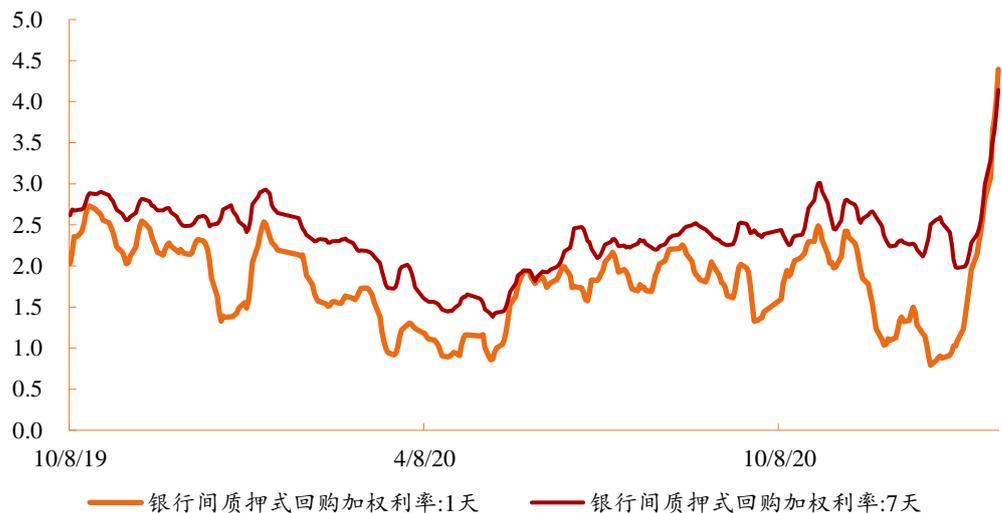
图 2：流动性收紧，股债商三杀



资料来源：Wind, 首创证券

近期流动性紧张主要表现为短端利率的大幅走高。上周银存间隔夜回购加权利率大幅上行 88bp 至 3.33%，升破隔夜常备借贷便利（SLF）利率 3.05% 所代表的利率走廊上限，并刷新近六年来新高；同时倒挂七天期利率，七天期利率也反弹并创近三年高点，上周累计收涨 81BP 至 3.16%。不过，交易所资金面有所缓解，交易所国债回购利率上周五收盘大幅回落，GC001 上周累计下行 4BP 至 2.85%。

图 3：疫情缓解导致货币收紧（MA5）



资料来源：Wind, 首创证券

辟谣构成对股债的压力测试。1月29日“SLF加息”的假消息及央行的辟谣正好构成对资本市场的压力测试。周五下午 14:30 央行发布辟谣消息，辟谣后股市和债市均出现大幅反弹，收盘时债市已大致反弹至开盘水平，但股市大约只反弹了震荡幅度的一半，债市反弹力度显著好于股市，股弱债强的趋势逐渐显现，同时，香港恒生指数也呈现了较弱的反弹趋势。

图 4：“SLF”加息辟谣后市场反弹股弱债强



资料来源：Wind, 首创证券

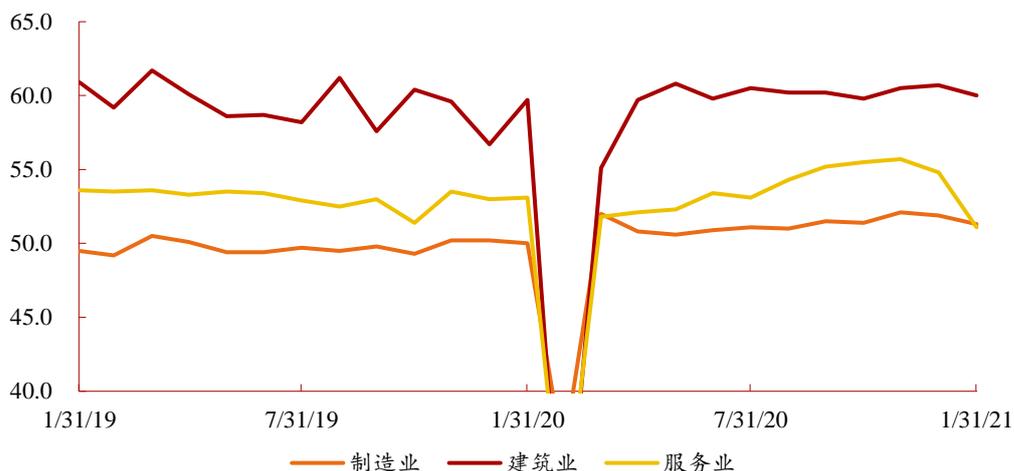
本轮紧缩预期后债市可能会走强，股市可能面临分化。本轮流动性紧缩的预期应该会暂告一段落，短端利率的大幅抬升也是暂时的，预计短期内将恢复正常。市场从央行态度出现变化后的措手不及和心存幻想，到逐渐认清现实并修正政策预期，持续一个多月的“资金牛”昙花一现，短期内预计央行流动性不会再边际收紧。从周五债市和股市的反弹程度来看，后续债市可能会继续走强，而股市则可能面临较大分歧。

## 2 PMI 继续走低，服务业尤为明显

2021年1月31日，国家统计局公布1月采购经理指数，数据显示，中国1月官方制造业PMI录得51.3%，预期51.3%，前值51.9%；非制造业PMI为52.4%，前值55.7%。

**PMI 继续走低，服务业尤为明显。**受疫情影响，各行业的1月PMI均有所下降，服务业尤为明显。制造业PMI低于前值0.6个百分点，符合预期；服务业商务活动指数录得51.1%，低于上月3.7个百分点；建筑业商务活动指数为60.0%，低于上月0.7个百分点。

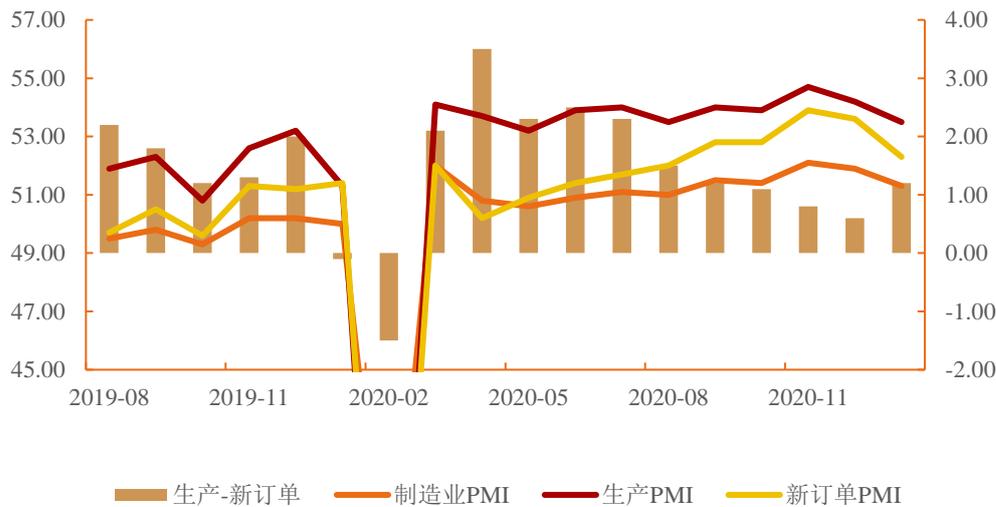
图 5：PMI 指标全面回落



资料来源：Wind, 首创证券

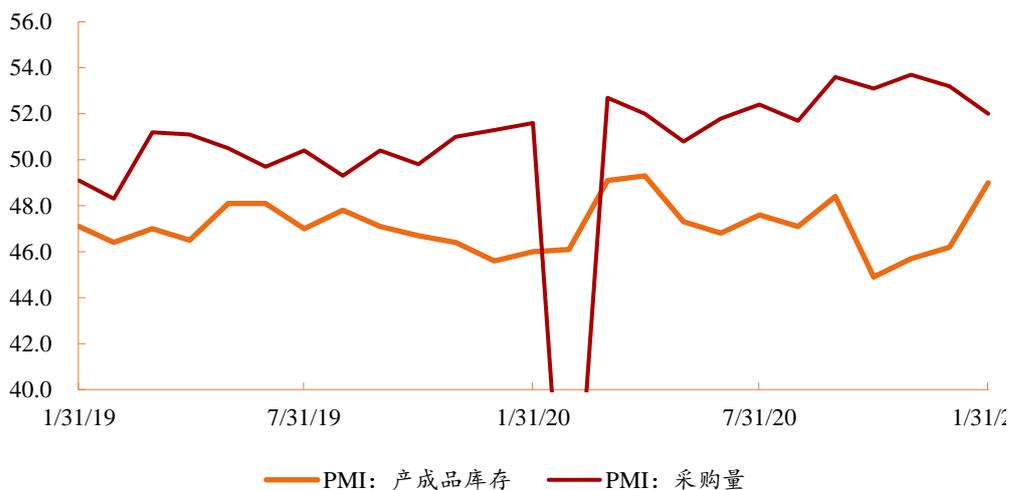
**生产强于需求，短期库存累积。**从供需两端来看，制造业生产扩张放缓，需求走弱，导致生产强于需求，短期库存累积。制造业生产指数回落0.7个百分点至53.5%，新订单指数回落1.3个百分点至52.3%，“生产-订单”剪刀差扩大，不利于维持生产热度，与此同时，就地过节政策可能会继续带来生产偏强，消费偏弱的现象，供需两端均衡仍需时日。产成品库存指数49%，回升2.8个百分点，但采购量指数下降1.2个百分点至52%，导致短期库存累积，预示经济动能有所减弱。下一阶段随着疫情逐步受控，终端需求逐步改善，经济在短期将有所反弹。

图 6：生产强于需求



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：采购减少，库存累积



资料来源：Wind, 首创证券

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\\_18293](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18293)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn