

旬度经济观察

——如何理解资金面对市场的冲击

袁方¹

2021 年 1 月 31 日

内容提要

近期隔夜利率急剧上升，伴随着货币政策收紧的担忧，引发股债大幅调整。但我们认为货币政策全面转向的条件并不具备，市场当前没有系统性风险。目前的问题主要是货币政策操作的节奏和方式引发的，未来会逐步恢复正常。

随着央行货币政策的正常化，债券市场交易的重心将逐步回归到经济基本面和信贷投放的变化，这意味着债券市场收益率将进入上行区间。

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

一、经济维持较高增长

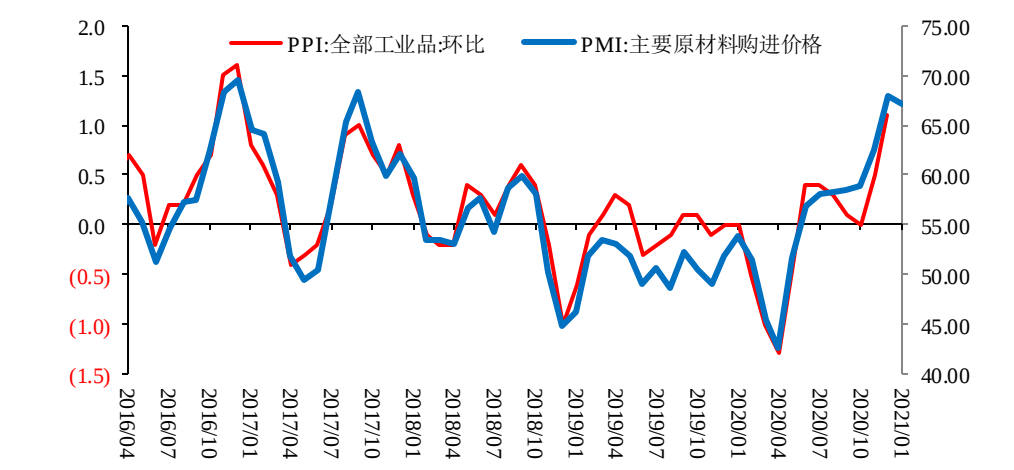
1月PMI为51.3,较上月小幅回落0.6个百分点,但仍处于近三年较高水平。分项来看,生产、新订单、新出口订单以及进口小幅走弱,产成品库存延续11月来走强的态势。

从粗钢产量、发电量、商品房销售等高频数据来看,经济仍然处于较强水平。

与此同时,主要原材料购进价格小幅回落0.9个百分点,流通领域生产资料价格环比增速与上月持平,工业品价格涨幅较上月小幅回落。

这一量价组合反映出需求的恢复较上月可能略有放缓,但总体仍处于较强水平,库存回补的力量对经济形成正向支撑。

图1: PMI主要原材料购进价格和PPI环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

疫情以来中国经济的恢复主要受均值回归力量的主导,即以疫情前水平为参考点,距离参考点越远经济恢复的动能越强,经济恢复的斜率随时间逐步放缓,这一模式在工业、服务业和消费的数据中普遍存在。这一模式解释了去年下半年

GDP 增速持续超预期的原因：由于去年下半年经济的各分项中服务业距离疫情前水平最远，其恢复的动能比工业显著更强，进而推动整个 GDP 表现强劲。

当前工业和服务业的增速已经超越疫情前的水平，经济进入“填坑”的状态中。观察去年四季度工业、服务业月度数据不难发现，经济分项数据填坑的一般模式是：维持在高于疫情前的增速来补偿疫情期间推迟的交易。

而“填坑”状态的结束相对清晰，对工业而言，当工业增加值累积增速接近疫情前水平，其增速会逐步回落下来，稳定在新的增长中枢；由于部分服务业推迟以后补偿活动难以发生，服务业新的增长中枢将低于疫情前水平，其填坑的程度弱于工业。

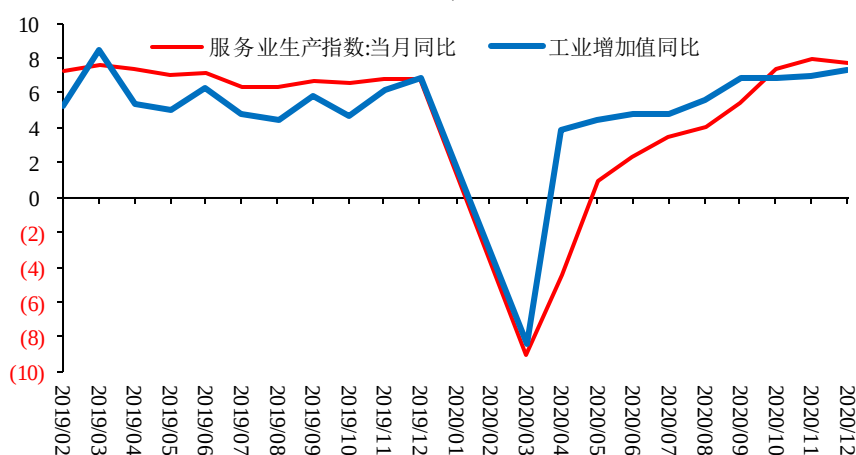
从这个角度来看，一季度经济“填坑”的进程仍将延续，工业和服务业将维持较高增长。

中期之内，需要考虑的是，疫情是否对经济增长的中枢产生了系统性影响。我们倾向于认为疫情可能通过两个渠道对经济增长中枢产生了压制：一是由于预防性储蓄较长时间的存在，这将对居民消费活动的增长中枢形成拖累，这一情形类似非典后的北京居民消费；二是商务社交活动的线上化加速了航空、酒店、餐饮行业的产能出清，对经济总量的影响也偏负面。

此外，受“三条红线”的影响，房地产商意愿存货的持有量较历史水平出现下降，当前全国范围内补存货行为基本结束，房地产投资可能今年面临向下的压力。

因此合并全年来看，随着二季度经济“填坑”状态的结束，经济将重新进入下行通道，这也将推动债券市场收益率重新下行。

图2：工业增加值同比和服务业生产指数同比，%



数据来源：Wind，安信证券

二、权益市场短期走弱

1月下旬以来，央行公开市场操作持续回笼资金，受此影响，银行间市场利率快速上行。DR001和DR007一周时间里上行均超过80bp，明显高于政策利率的水平。尽管1月29日央行流动性净投放，但银行间市场资金面仍然偏紧。

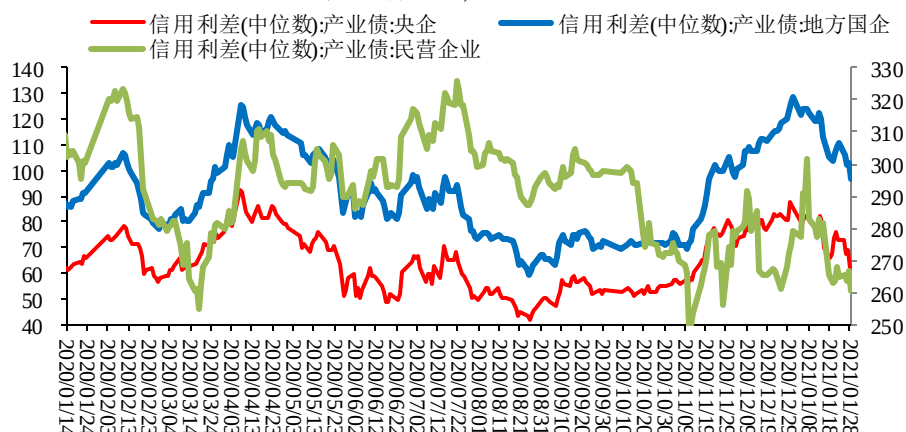
本轮央行流动性收紧的主要原因可能与永煤事件的影响消退有关。11月中旬为对冲永煤事件的影响，央行公开市场开始持续投放流动性，进而推动银行间市场利率大幅下行。这一效果在1月逐步显现，1月以来信用债发行回暖，二级市场利差稳步收窄。在此背景下，央行流动性逐步收紧，推动银行间市场利率向政策利率靠拢，与此同时一季度商业银行信贷加速投放，本身也对流动性形成挤压。

从当前央行主要官员的表态以及公开市场操作的情况来看，当前远高于政策利率的资金价格或难持续，但央行公开市场操作逐步正常化的路径相对确定，未来市场利率将围绕政策利率波动。

随着央行流动性投放的正常化，债券市场交易的重心将逐步回归到经济基本面和信贷投放的变化。

当前经济恢复的态势仍在延续，工业品价格高位波动，银行信贷投放普遍积极，这意味着此前债券市场的交易行情已经终结，收益率将呈现波动上行的态势。

图3：央企、地方国企和民企的产业债利差，BP



数据来源：Wind，安信证券

1月下旬以来，受央行公开市场操作边际收紧的影响，权益市场整体下行，成长板块跌幅居前，金融、周期板块也出现明显下跌。

过去两年中国权益市场的上涨主要源于估值的抬升，当前成长、消费板块估值处于历史最高水平附近，这一极端估值水平使得市场对流动性的变化极其敏感。在广义流动性相对平稳的背景下，央行在银行间市场操作的变化以及有关官员的表态导致市场出现大幅下跌，这本身反映出市场对流动性加速转向的担忧。

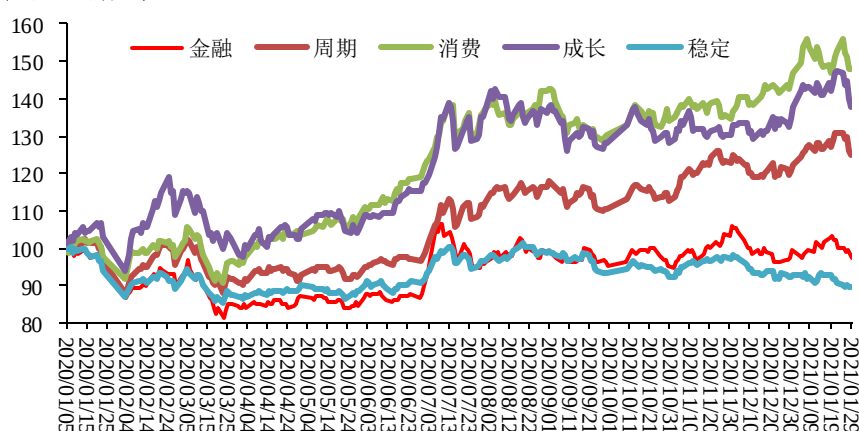
实际上从社融增速的角度来看，央行货币信贷已经在边际收紧，银行间市场收益率的正常化也正在启动，因此今年整体流动性收紧的方向是确定的。不过从中央经济工作会议以及近期央行的表态来看，“不急转弯”的基调至少在一季度仍会延续，信贷增速的回落将相对温和。

如果当前流动性难以出现系统性收紧，那么意味着市场出现持续下跌的可能性偏低。未来对央行货币信贷可能产生影响的因素，包括通胀的高低以及资产价

格泡沫的程度、尤其全国房价的涨幅。不过当前房价上涨集中在部分一线城市，且相关城市针对性政策已经出台，短期之内通过总量手段调控房价的必要性较低，因此一季度央行货币信贷系统性收紧的概率偏低。

在信贷环境中性偏紧，盈利持续改善的组合下，一季度权益市场有望维持偏强的态势。

图4：各板块指数表现

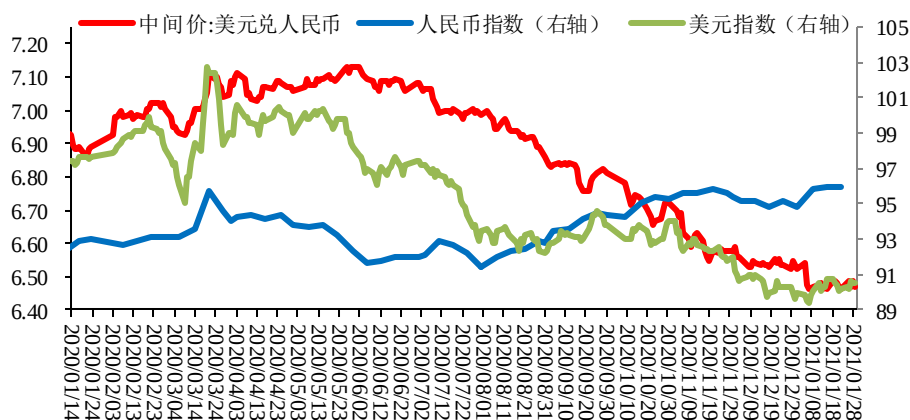


数据来源：Wind，安信证券

汇率市场上，1月以来美元指数整体稳定，美元兑人民币中间价维持在6.48附近。与此同时国内需求延续此前恢复的态势，出口持续偏强，这暗示1月份国内信贷投放或许出现了加速，这一信贷投放的过程边际上驱动资金流入境外，并对人民币汇率的升值形成抑制。

考虑到今年整体信贷投放偏紧，中国出口的强势上半年有望维持，国内需求的恢复短期之内延续，人民币汇率一季度有望维持强势。

图5：人民币兑美元和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

三、美联储维持鸽派立场

美联储近日公布今年首次议息会议的决议，总体立场偏鸽派。会议认为受疫情扩散的影响，近期美国经济恢复的进程出现放缓。美联储将继续维持利率不变，保持债券购买规模。宽松的货币政策将维持，直至实现就业和通胀的双重目标。这一表态缓解了此前市场对美联储货币政策退出的担心。

此外，鲍威尔强调经济恢复的进程很大程度上取决于疫情的发展，尤其是疫苗接种的进展。尽管当前市场通胀预期快速上升，但鲍威尔表示未来通胀上行是暂时性的，长期趋势难以延续。

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_18335

