

流动性的逻辑

——宏观经济周度观察

投资周报

近期市场出现了流动性是否转向的争论，而争论的缘由要从2020年末的中央经济工作会议说起。当时会议指出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。但是“不急转弯”以及“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”弹性都比较大。官方那么说，是出于预期管理，实际操作中，政策有时会根据经济形势相机抉择，远的不说，近的大家都记得2019年的情景。2018年末的中央经济工作会议之后，货币市场利率下降，2019年一季度宏观杠杆率出现较大幅度上升，4月的政治局会议强调防风险，货币市场利率上升，但是在经济下行压力下，10月政治局会议后，货币市场利率再次下滑。

既然政策有时是相机抉择，我们就需要从逻辑上来进行预判。从长期看，中国存在明显的政策周期，周期长度为3.5年左右。第一年，经济不好，货币、信用、监管政策放松，刺激经济增长。第二年，经济好转，政策收紧，一是为了防范风险，二是为了跨周期调节、珍惜政策空间。第三年，政策收紧，经济下滑。经济下滑时，政策不会马上大幅宽松，只有待无法忍受时才再次宽松。第三年政策可能微调，小幅宽松，但大幅宽松可能要等到第四年，也就是周期的第一年。

我国货币政策框架是数量型和价格型相结合，从历史经验来看，信用周期收紧前期，货币政策利率也会配合着上升。信用周期收紧的后期，由于资金需求减少，货币政策利率下滑，这个阶段以前比较短，原因在于利率市场化程度不够，随着利率市场化程度提高，资金需求对利率的影响愈加明显，这个阶段在逐渐延长。利率下滑的第二阶段是要等到信用扩张、货币宽松时。

未来一段时间，特别是两会、4月政治局会议之前，资金价格大概率以稳定为主。一方面，货币市场利率自2020年5月已上升，资金价格已经比较合理。另一方面，还要顾虑信用风险。近期货币政策利率的上升，主要目的是敲打出现的局部风险。当然还有其他原因，比如财政支出放缓导致的财政存款滞留，缴税，等等，但这些不是重点。具体到春节资金安排，由于提现需求增加，银行系统流动性压力会增加，往年央行会投放1万亿元以上的流动性，2021年应该不会例外，也会进行大量资金投放。

市场对上半年经济、政策的看法比较一致，需要警惕下半年可能出现预期差。2021年下半年经济增速回落，确实会为债券市场创造一个良好的环境。但中国债券利率是货币政策驱动的，市场需要关注政策变化。由于2021年全年经济增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度，而且还可能趁机处理金融风险，这就像2017年。2017年全年经济比较好，政府趁机处理金融风险，并对2017年下半年经济下行的容忍度增加。当然，这里只是提示风险，并不一定如此，但不管如何，债券市场需要静等机会。

● **风险提示：政策落实不及预期；疫苗施打进程的不确定性**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：“就地过年”加速生产同比扩张

2021-1-24

投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？

2021-1-17

投资周报：零利率约束下的美国财政刺激

2021-1-10

投资周报：美国股债关系的演化

2021-1-3

目 录

1、流动性的逻辑.....	3
2、国内高频数据观察.....	4
2.1、生产指标下降.....	4
2.2、商品房销量小幅上升.....	6
2.3、猪肉价格略降.....	6
2.4、货币市场利率上行.....	7
2.5、人民币升值.....	8

图表目录

图 1: 信用收紧前期, 利率也会配合着上升.....	3
图 2: 2017年趁着经济好处理风险, 并对下半年经济下行的容忍度增加.....	4
图 3: 高炉开工率下降.....	5
图 4: 全国焦化企业开工率小幅回升.....	5
图 5: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....	6
图 6: 商品房周销量小幅上升.....	6
图 7: 猪肉价格略降.....	7
图 8: WTI原油价格下降.....	7
图 9: 货币市场利率上行.....	8
图 10: 美元指数小幅上升.....	8

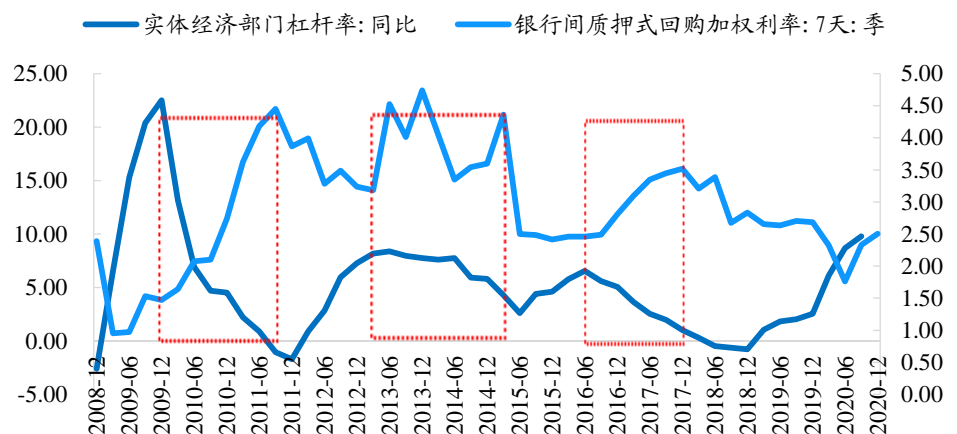
1、流动性的逻辑

近期市场出现了流动性是否转向的争论，而争论的缘由要从2020年末的中央经济工作会议说起。当时会议指出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。但是“不急转弯”以及“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”弹性都比较大。官方那么说，是出于预期管理，实际操作中，政策有时会根据经济形势相机抉择，远的不说，近的大家都记得2019年的情景。2018年末的中央经济工作会议之后，货币市场利率下降，2019年一季度宏观杠杆率出现较大幅度上升，4月的政治局会议强调防风险，货币市场利率上升，但是在经济下行压力下，10月政治局会议后，货币市场利率再次下滑。

既然政策有时是相机抉择，我们就需要从逻辑上来进行预判。从长期看，中国存在明显的政策周期，周期长度为3.5年左右。第一年，经济不好，货币、信用、监管政策放松，刺激经济增长。第二年，经济好转，政策收紧，一是为了防范风险，二是为了跨周期调节、珍惜政策空间。第三年，政策收紧，经济下滑。经济下滑时，政策不会马上大幅宽松，只有待无法忍受时才再次宽松。第三年政策可能微调，小幅宽松，但大幅宽松可能要等到第四年，也就是周期的第一年。

我国货币政策框架是数量型和价格型相结合，从历史经验来看，信用周期收紧前期，货币政策利率也会配合着上升。比如2010Q1-2011Q4，2013Q2-2014Q4，2016Q3-2017Q4。信用周期收紧的后期，由于资金需求减少，货币政策利率下滑，这个阶段以前比较短，原因在于利率市场化程度不够，随着利率市场化程度提高，资金需求对利率的影响愈加明显，这个阶段在逐渐延长。利率下滑的第二阶段是要等到信用扩张、货币宽松时。

图1：信用收紧前期，利率也会配合着上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来一段时间，特别是两会、4月政治局会议之前，资金价格大概率以稳定为主。一方面，货币市场利率自2020年5月已上升，资金价格已经比较合理。另一方面，还要顾虑信用风险。中国市场和美国市场不太一样，美国市场化程度高，美国经济基本面可以顺利地传导到债券市场，经济好时，信用利差缩小，而中国市场由于预算软约束的存在，经济基本面对利率的影响弱于美国，流动性对信用利差的影响则强于美国，经济好时，流动性收紧，甚至可能加大信用利差。

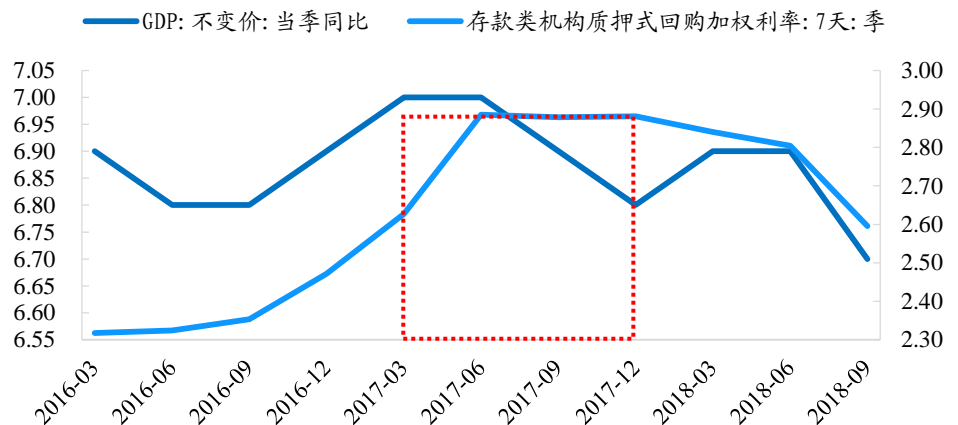
近期货币政策利率的上升，主要目的是敲打出现的局部风险，通过利率的传导，

限制这些领域的信用扩张。当然还有其他原因，比如财政支出放缓导致的财政存款滞留，缴税，等等，但这些不是重点。

具体到春节资金安排，由于提现需求增加，银行系统流动性压力会增加，往年央行会投放1万亿元以上的流动性，2021年应该不会例外，也会进行大量资金投放。

市场对上半年经济、政策的看法比较一致，需要警惕下半年可能出现预期差。2021年下半年经济增速回落，确实会为债券市场创造一个良好的环境。但中国债券利率是货币政策驱动的，市场需要关注政策变化。由于2021年全年经济增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度，而且还可能趁机处理金融风险，这就像2017年。2017年全年经济比较好，政府趁机处理金融风险，并对2017年下半年经济下行的容忍度增加。当然，这里只是提示风险，并不一定如此，但无论如何，债券市场需要静等机会。

图2：2017年趁着经济好处理风险，并对下半年经济下行的容忍度增加

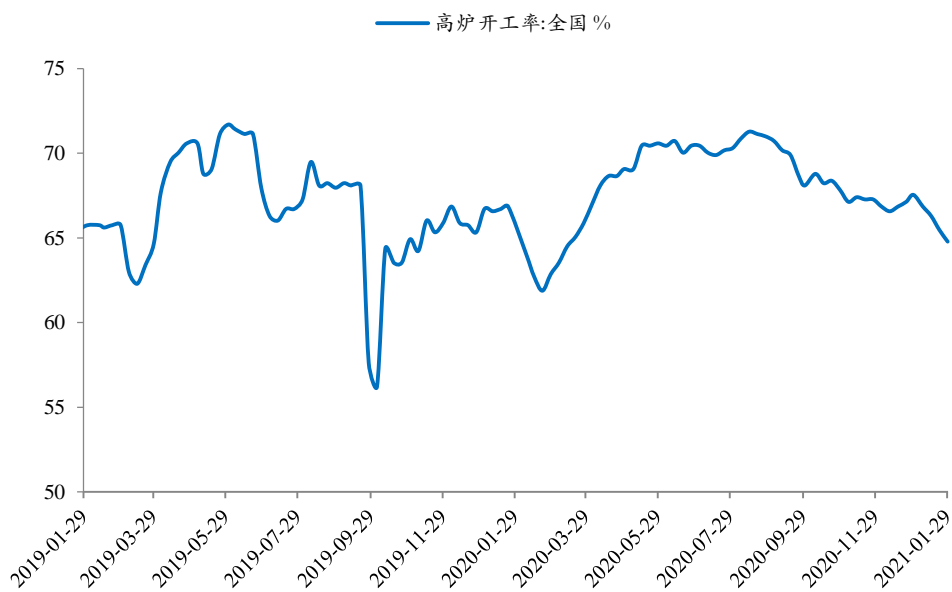


资料来源：Wind，新时代证券研究所

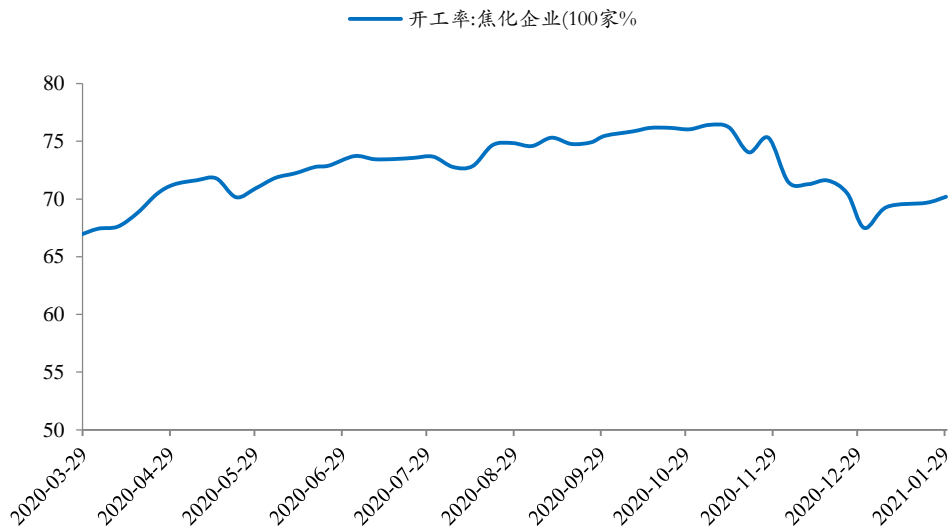
2、国内高频数据观察

2.1、生产指标下降

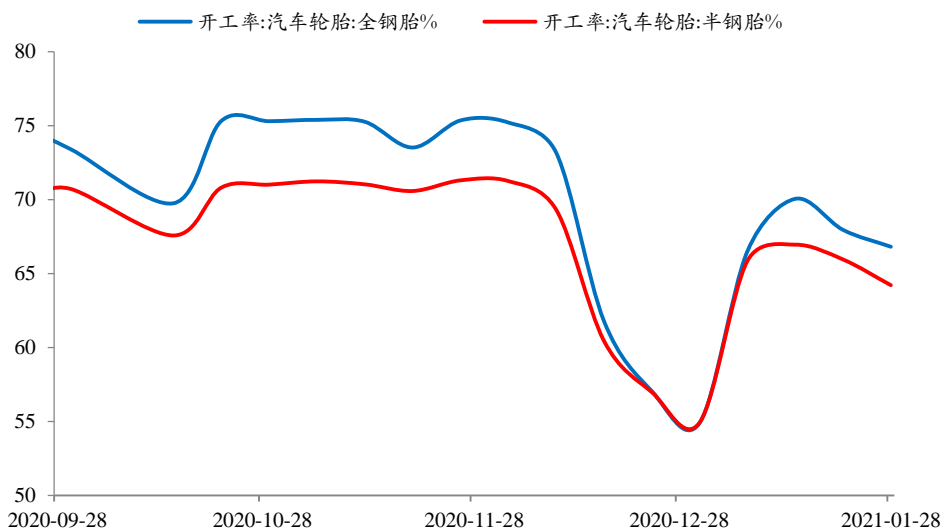
上周，生产指标回落。高炉开工率下降1.1%至64.78%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降1.7%、2.6%至66.81%和64.21%，但全国100家焦化企业开工率小幅上升0.74%至70.19%。

图3：高炉开工率下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：全国焦化企业开工率小幅回升

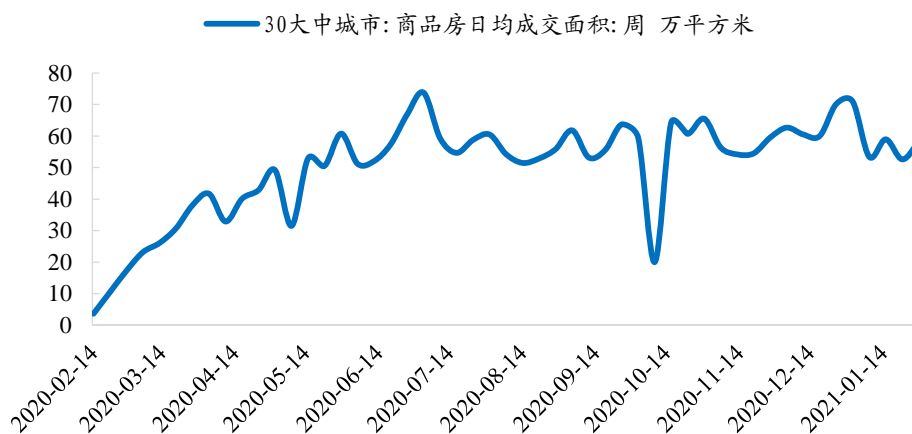
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：汽车全钢胎、半钢胎开工率下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量小幅上升

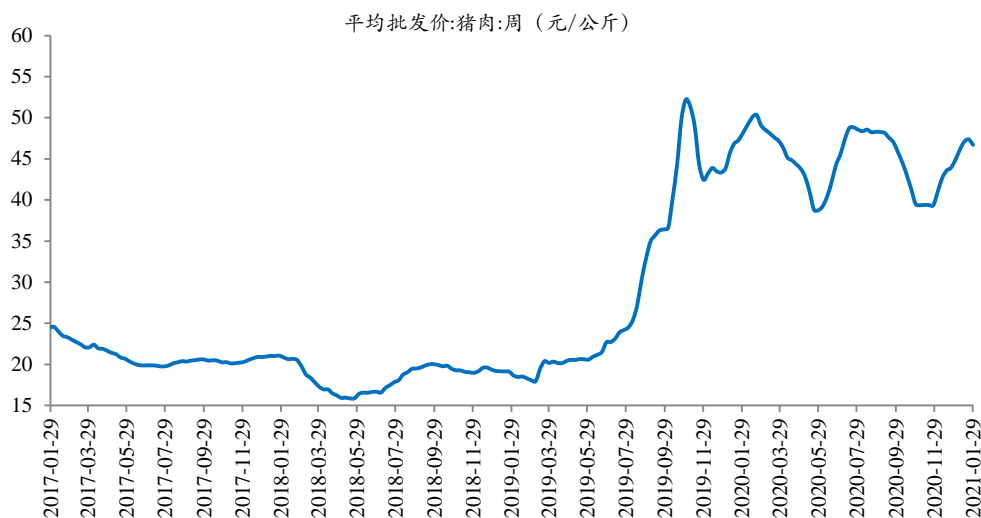
上周，30大中城市商品房日均成交面积为58.12万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周52.58万平方米小幅上升。受疫情影响，上年同期基数极低，30大中城市商品房成交面积同比大幅上升。

图6：商品房周销量小幅上升

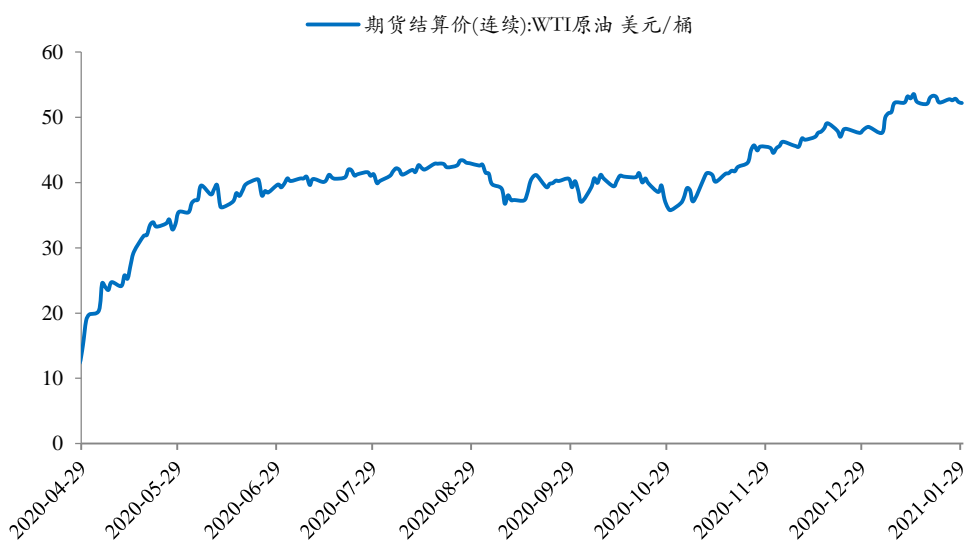
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、猪肉价格略降

上周，28种重点监测蔬菜价格环比上涨1.27%，7种重点监测水果价格环比上升2.33%，猪肉批发价环比下降1.42%。WTI原油价格环比下跌0.13%，布油价格环比上涨0.85%。

图7：猪肉价格略降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：WTI原油价格下降

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_18367

