

## 核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执业编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

### 相关研究

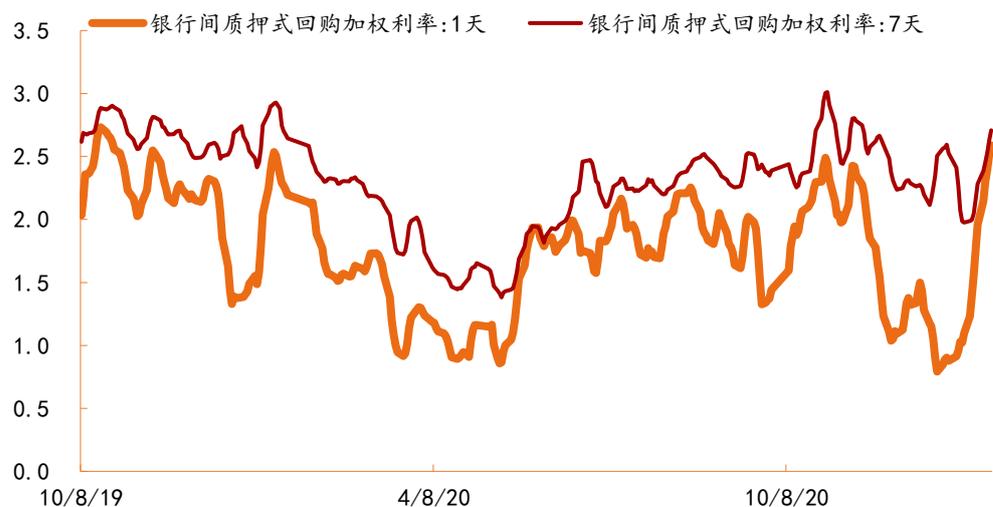
- 1-2月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成
- 经济拐点就在当下
- 股债均冲高回落，资金恐难再宽松

- **疫情不止，宽松不已。**11月永煤等信用债违约事件、12月中旬中央经济工作会议提出“不急转弯”以及辽宁、石家庄等地疫情爆发，使资金面宽松持续超预期。随着疫情逐渐受控，隔夜和七天回购利率已明显抬升，这使得前半周股债同弱。然而，疫情在上周四周五出现了变化，北京和上海疫情突然爆发，引发市场对宽松持续的预期，又导致了股债同涨行情出现。创业板与上证50之差也因此创新高。
- **本土多地疫情爆发。**石家庄疫情明显受控，整体病例呈下降态势，但黑龙江、吉林两地爆发，北京上海疫情的扰动有所增加。**本次病毒传染性和隐蔽性明显更强，为疫情防控带来更大挑战，增加担忧。**本次疫情中石家庄出现了11次检测呈阴性最后确诊的病例。现行“14+7+7”的更严格隔离要求，以及上周国家倡导的春节不返乡政策均是在考虑疫情防控难度增加的基础上做出的相应调整。
- **以色列疫苗接种率全球领先。**以色列是新冠疫苗接种启动最早、进度最快的国家之一。目前以色列的疫苗接种率全球居首，已经有超过1/3的人开始接种新冠疫苗，预计可能是全球首个完成适龄人口全民免疫的国家。与此同时，以色列新增确诊病例数从1月17日开始降低，不排除是疫苗起到了较大作用，后续疫情走势仍需持续观察。
- **拐点日益临近。**目前的股债双牛主要是因为疫情导致货币宽松所致，需要密切关注疫情进展。如果疫情得以快速控制，留意短端利率抬升对股债的风险。以中期维度观察，由于1-2月是数据空窗期，市场仍然会延续之前的逻辑，股市相对较强。但经济的环比增速拐点在1-2月，2-3月会逐渐明晰。因此我们建议在1-2月内对股市要开始战略性防守，对债市要开始战略性进攻。

## 1 疫情不止，宽松不已

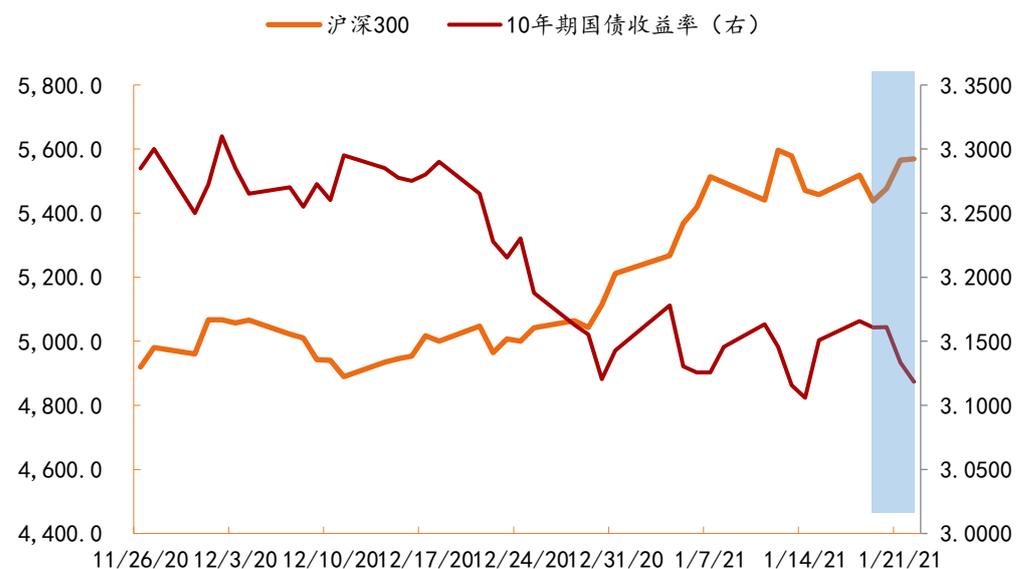
疫情不止，宽松不已。自11月永煤等信用债违约事件发生以来，货币持续宽松；12月中旬中央经济工作会议提出“不急转弯”之后，货币继续保持宽松；随后辽宁、石家庄等多地疫情爆发，资金面仍然宽松不减。银行间隔夜质押式回购利率一度低于3-4月份的水平。随着疫情逐渐受控，利率水平开始抬升。从资金利率上看，隔夜和七天回购利率已明显上升。这使得前半周股债同弱。然而，疫情在上周四周五出现了变化，北京和上海疫情突然爆发，引发市场对宽松持续的预期，又导致了股债同涨行情出现。

图1：11月以来货币市场宽松持续超预期



资料来源：Wind, 首创证券；注：2020-10-30=100

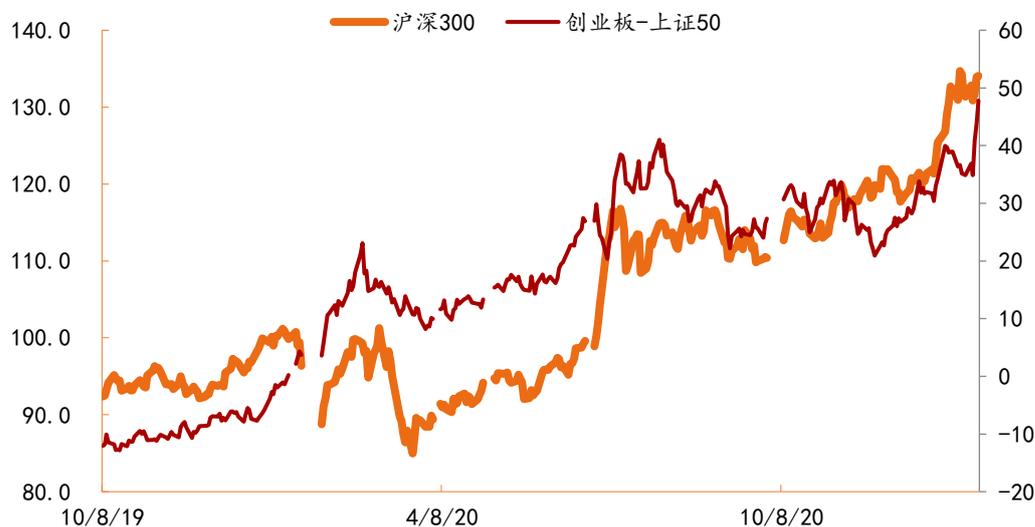
图2：宽松再次导致股债双牛



资料来源：Wind, 首创证券

创业板与上证 50 之差创新高。相比于主板，由于创业板往往对货币流动性更为敏感，因此本轮疫情及其导致的宽松使创业板与上证 50 之差迅速拉升，并创出新高。

图 3：创业板与上证 50 之差创新高

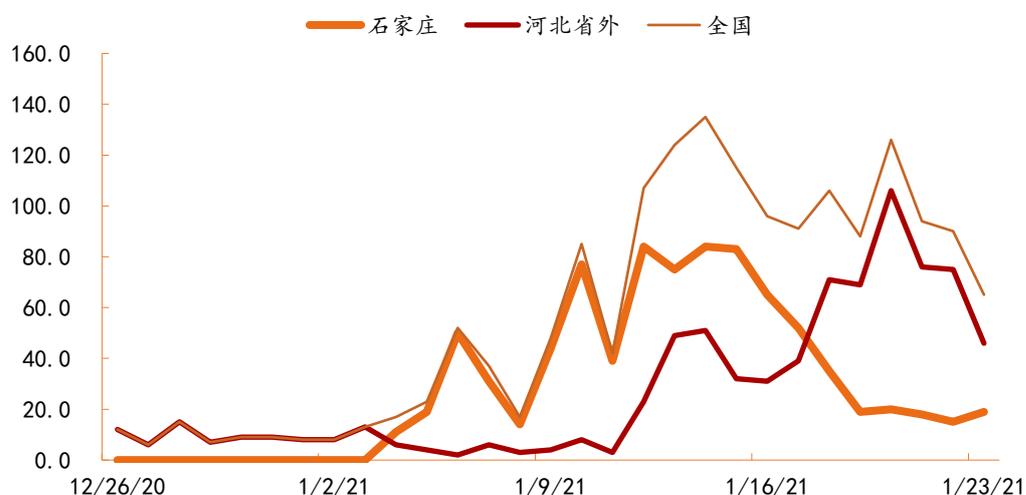


资料来源：Wind, 首创证券

## 2 本土多地疫情爆发，防控难度升级

本土多地疫情爆发。石家庄疫情明显受控，整体病例呈下降态势，截止周六，上周累计新增 126 例，大大低于上周新增的 517 例，但黑龙江、吉林两地爆发，截止周六，上周黑龙江新增 243 例，吉林新增 166 例，疫情完全受控可能仍需数日。北京上海疫情的扰动增加，多日都出现了零星病例，截止周六，北京上周累计新增确诊病例 18 例，上海上周累计新增确诊病例 12 例。

图 4：国内本地日新增确诊病例数



资料来源：Wind, 首创证券

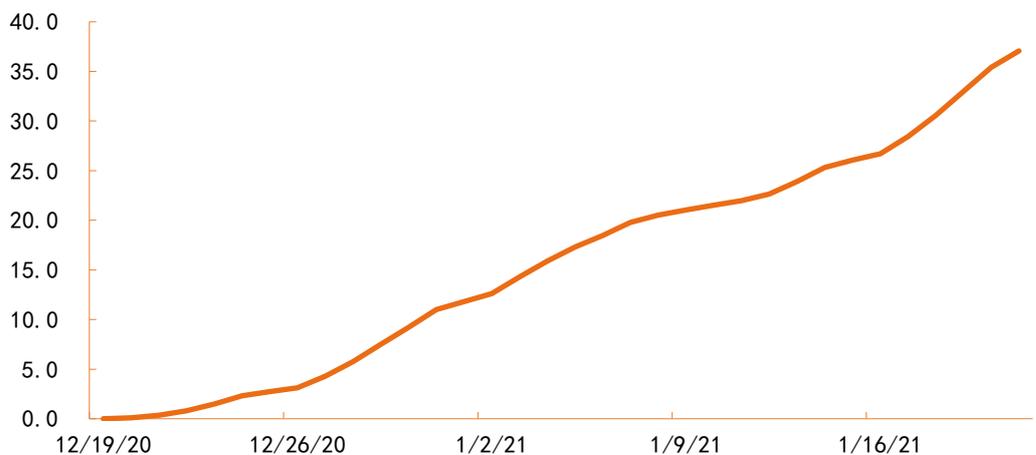
本次病毒传染性和隐蔽性明显更强，为疫情防控带来更大挑战，增加担忧。本次疫情中石家庄出现了 11 次检测呈阴性最后确诊的病例，疫情防控的难度更大，复杂性更高。相较于之前的 14 天隔离防疫要求，现在已经普遍采取“14+7+7”（包括集中隔离 14 天后，继续集中隔离观察 7 天，然后进行 7 天居家健康监测）的更严格的隔离要求，以及上周国家倡导的春节不返乡政策也是在考虑疫情防控难度增加的基础上做出的相应调整。

### 3 以色列新冠疫苗接种率全球领先

以色列疫苗接种率全球领先。以色列是新冠疫苗接种启动最早、进度最快的国家之一。目前以色列的疫苗接种率全球居首，已经有超过 1/3 的人开始接种新冠疫苗，预计可能是全球首个完成适龄人口全民免疫的国家。据以色列卫生部长尤利·埃德尔斯坦透露，以色列已有超过 250 万人接种第一剂疫苗，其中大约 100 万人已经完成两剂疫苗的接种，以色列总人口 900 多万。目前以色列正以每天给 20 万人接种疫苗的进度，朝 3 月底前给 500 万人接种的目标迈进。

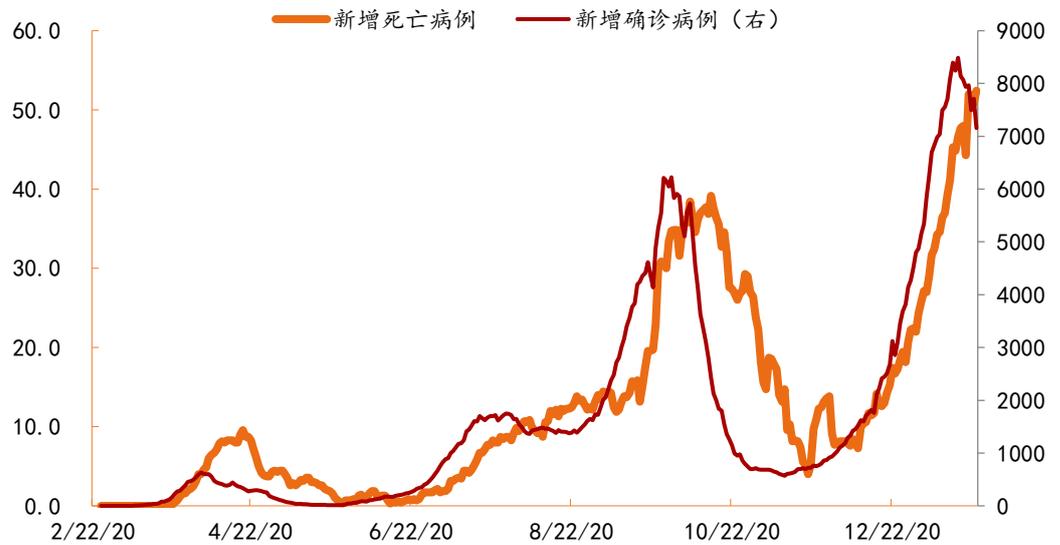
以色列新增确诊数开始下降，疫苗是否起主要作用仍需进一步验证。以色列的两家医疗机构服务商 Clalit 以及 Maccabi 的数据均表明第一针注射 14 天后可明显降低感染率。以色列新增确诊病例数从 1 月 17 号开始降低，不排除是新冠疫苗起到了较大作用，后续疫情走势仍需持续观察。

图 5：以色列每百人新冠疫苗接种量



资料来源：Wind，首创证券

图 6：以色列日新增确病例诊数开始下降



资料来源：Wind，首创证券

## 4 后市展望

**拐点日益临近。**目前的股债双牛主要是因为疫情导致货币宽松所致，需要密切关注疫情进展。如果疫情得以快速控制，留意短端利率抬升对股债的风险。以中期维度观察，由于1-2月是数据空窗期，市场仍然会延续之前的逻辑，股市相对较强。但经济的环比增速拐点在1-2月，2-3月会逐渐明晰。因此我们建议在1-2月内对股市要开始战略性防守，对债市要开始战略性进攻。

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\\_18486](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18486)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn