

旬度经济观察

——如何理解本轮权益市场的上涨

袁方¹

2021年1月10日

内容提要

1月以来，权益市场进入由流动性和情绪驱动的走强过程中。考虑到预防性储蓄仍然存在、信贷政策难以出现趋势收紧、以及企业投资意愿大致平稳，一季度股票市场有望维持较强表现。

近期美元兑人民币汇率快速突破关键点位。伴随中国内需的走强、出口竞争力的提升，以及美元大周期的走弱，人民币升值的进程将延续。

民主党“横扫”国会使得财政刺激的规模有望上调，在此背景下，美国10年期国债收益率将逐步上行，收益率曲线趋于陡峭化，全球工业品价格在新一轮需求的刺激下或将走高。

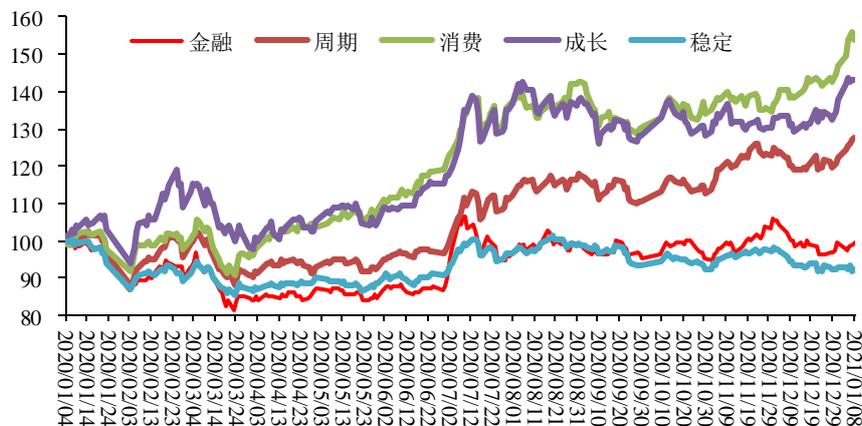
风险提示：（1）货币政策超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、预防性储蓄变化与股票市场的上涨

1 月以来，股票市场进入由流动性和情绪驱动的快速走强过程中。上证综指站上 3500 点，沪深 300 指数超过 2015 年的高点，距离 2007 年的历史高点仅有 7% 左右的空间。消费板块创历史新高，成长板块位于近 5 年高点。

图1：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

回头来看，股票市场从去年下半年以来整体处于偏强的水平，如何理解去年下半年至今股票市场的走强？

我们认为可以从居民部门预防性储蓄的角度去理解金融市场的底层变化。

人类在面对重大的不确定性时，一方面表现为预防性储蓄的上升，另一方面表现为强烈的风险回避行为。当人们的风险偏好重新恢复的时候，一方面资金从存款市场回流到权益市场、房地产市场和实体经济端，另一方面增加的预防性储蓄也将继续流入这些市场。

对权益市场和房地产市场而言，恐慌消失后并非回到恐慌前水平，因为增加的预防性储蓄流入的资金量比正常时候显著更多，所以这些市场会经历明显的资

产重估。同时由于预防性储蓄的存在，货币政策有宽松的倾向来对抗这一力量，进而带来了额外的信贷。这些额外的信贷也有相当一部分流入了上述资产市场，从而共同形成了资产市场估值提升的局面。

在这一背景下，去年7月份股票市场的快速上涨也相对容易理解。2020年6、7月份以后，随着居民部门风险偏好的回升，一方面存款、货币基金开始流入股票和房地产市场，另外一方面居民部门增加的预防性储蓄和贷款也进入这一市场。但与此同时，居民部门实体投资的意愿回升较慢，直接投资还没有快速上升。所以在这个条件下，大量资金集中涌向了股票市场，进而导致了7月份股票市场的急速上涨。

进入去年8月份以后为什么这一上涨势头明显减缓？进入8月份，随着北京新发地疫情在两周的时间被彻底控制以后，居民部门对疫情的担忧得到进一步缓解，居民部门的直接投资开始显著上升，直接投资的上升对资金形成了明显的分流，所以股票市场的动量出现下降，市场在风格层面也出现切换，周期板块表现较强。

当然尽管8月以后权益市场动量在下降，但相对正常情况而言，无论是流入直接投资领域，还是流入权益市场、房地产市场，总体而言资金量都有净增加，所以各个市场在总体上都有出色的表现。

如果预防性储蓄、以及由此带来的信贷政策宽松，是导致去年下半年来股票市场表现强劲的主要原因，那么未来预防性储蓄将如何变化？

如果以北京城镇居民在2003年“非典”期间的表现为基础来看，疫情在7、8月份就已经消失了，但是直到年底预防性储蓄才逐步恢复正常，2004年夏季的时候才发生了反向的预防性储蓄下降。

以这一历史模式为参考，即使我们走出了疫情，但在较长的一段时间里，预防性储蓄难以快速恢复到零，这意味着 2020 年下半年资本场所经历的变化起码在今年一季度会维持。

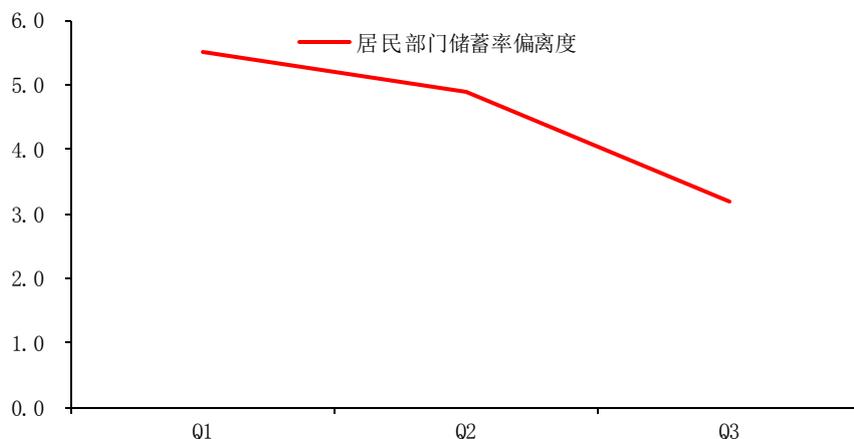
考虑到当前市场估值水平整体偏高，是否还有其他因素会对市场形成明显冲击？从历史泡沫破裂的角度来看，流动性的收紧毫无疑问排在第一位。尽管预防性储蓄的存在使得货币信贷政策整体偏宽松，但在经济回暖的过程中，以下因素可能引发流动性的系统性收紧，比如严重的通货膨胀、资产价格尤其是房价的快速泡沫化、以及杠杆率的大幅攀升。

当前发生上述情形的可能性较低，因此短期之内流动性系统性收紧预计难以发生。而且另外一些因素在对市场的流动性提供额外的支持，比如国内疫情再次扩散对货币政策边际放松的影响，经济数据未来两个多月的真空期推迟了政策调整的时点，比如贸易盈余扩张对流动性的补充、以及汇率升值引发的资本流入。

合并而言，尽管当前权益市场有泡沫化的迹象，但是考虑到流动性短期之内难以出现趋势性收紧，今年一季度股票市场有望维持较强表现。

中期之内如何去把握流动性的变化？从流动性供应的角度看问题，主要取决于未来预防性储蓄变化的情况以及信贷政策的松紧；从需求（即对流动性的吸收能力）的角度看问题，主要取决于未来实体经济供求平衡格局的变化。流动性供求平衡最重要的判别指标是信贷市场利率的变化方向。一旦信贷市场利率续性上升的趋势确认，这将会对资产市场形成全面影响，不过考虑到疫情冲击和预防性储蓄的调整，信贷利率的趋势上行在一季度出现的概率较低，其未来的发展值得密切关注。

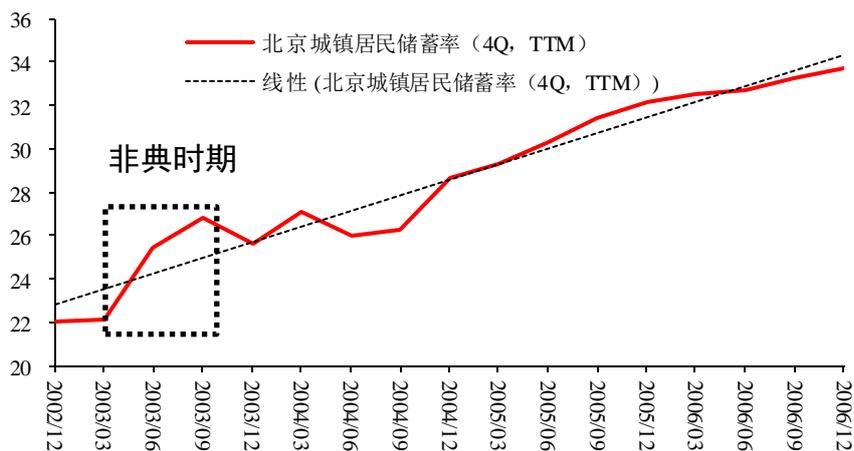
图2：2020年中国居民部门储蓄率偏离度，%



数据来源：Wind，安信证券

注：偏离度为2020年各季度储蓄率减去各季度趋势值。

图3：北京城镇居民储蓄率，%



数据来源：Wind，安信证券

注：储蓄率=（人均可支配收入-人均消费支出）/人均可支配收入。

1月以来人民币汇率大幅升值，美元兑人民币快速突破6.5的关口，并稳定在6.5以内。

为缓解人民币持续升值的压力，1月6日，人民银行及外管局决定将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由0.3上调至0.5。政策调整后，境内企业境外放款的上限也相应提高。

回顾去年以来人民币汇率的变化，8月至11月随着中国经济的持续恢复，外资加速流入国内满足扩张的信贷需求，这一过程推动人民币兑美元单边升值。12月，在国内经济恢复的态势延续、美元重新转入贬值的背景下，美元兑人民币汇率却在6.5附近短期波动，这多少让人意外。而今年1月以来，人民币汇率升值的力量集中释放，汇率快速突破了关键点位，并稳定下来。

未来一个季度，伴随中国出口竞争力的持续提升，国内需求层面的加速恢复以及美元大周期的走弱，人民币汇率升值的进程将延续。

图4：人民币兑美元和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

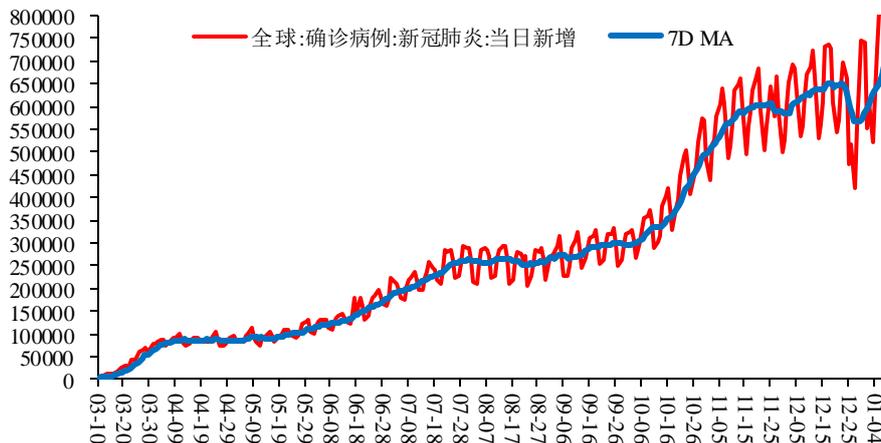
二、民主党实现“横扫”，财政刺激规模有望增加

1月以来全球疫情形势依然严峻，当日新增感染人数维持高位。美国当日新增病例继续超过20万例，当日新增死亡病例持续超过2000例，并持续上升；英国疫情大幅增加，单日新增突破6万。西班牙、德国、法国等欧洲大陆国家疫情出现反弹；日本新增病例同样再创新高。

考虑到各国对疫情的防控更为有效、以及居民部门对疫情的认识更为深入，本轮疫情对宏观经济的冲击相对有限，全球经济的恢复在波折中进行。尽管疫情

扩散、部分国家甚至出现病毒变异，但金融市场整体表现强劲，暗示市场定价的逻辑聚焦于疫情恶化导致流动性宽松这一链条。

图5：全球当日新增病例，人



数据来源：Wind，安信证券

2021年1月7日，美国参议院选举落幕，佐治亚州最后两个参议院席位由民主党获得。民主党与共和党在参议院席位形成平局，副总统在投票平局时拥有投票权，这意味着民主党实际控制美国参议院，民主党进而横扫白宫与参众两院。

民主党“横扫”国会意味着财政刺激的规模有望扩大，无论个人救助金还是抗疫相关的刺激规模都可能出现上调。中期之内，基建和新能源领域的投资规模可能会出现明显上升，美国未来四年赤字率将进一步提升。除此以外，所得税上

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_345



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn