

旬度经济观察

——流动性转松，股债走强

袁方¹

2020年12月31日

内容提要

12月PMI尽管小幅回落，但仍处于近两年高点附近，与此同时，工业品价格大幅上涨，这一量价组合反映出需求的恢复在持续推动经济扩张，存货回补的力量在边际上强化了这一趋势。

中央经济工作会议“不急转弯”的定调打消了市场对流动性快速转向的担忧，这也是近期股债双双走强的主要驱动力。

当前经济恢复的动能仍然偏强，工业品价格维持高位，在此背景下债券市场收益率中枢下行的空间可能有限。

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、存货回补的影响逐步显现

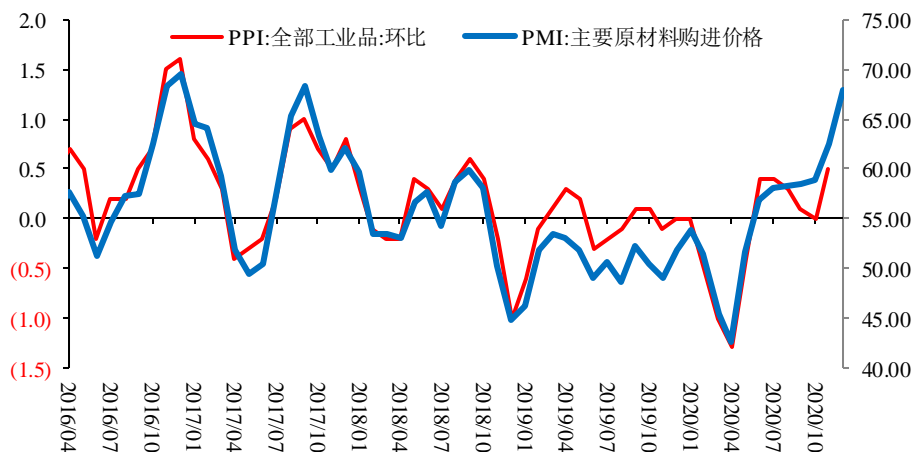
12月 PMI 为 51.9, 较上月小幅回落 0.2 个百分点, 但仍处于近两年较高水平。分项来看, 生产、新订单、新出口订单以及进口小幅走弱, 产成品库存延续上月走强的态势。

从高炉开工率、粗钢产量、发电量等生产数据, 以及商品房、乘用车等消费数据来看, 经济仍然处于较强水平。

与此同时, 主要原材料购进价格大幅上升 5.4 个百分点, 流通领域生产资料价格、南华工业品价格均出现明显上涨。

这一量价组合反映出需求的恢复在持续推动经济加速扩张, 存货回补的力量在边际上强化了这一趋势。

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

回顾疫情以来中国经济的恢复, 或许可以从居民部门储蓄情况的变化找到线索。

疫情发生之初，由于对疫情的恐惧和未来的担忧，居民部门预防性储蓄急剧上升，储蓄上升的另一面对应着消费倾向的下降，这一消费倾向的大幅下降导致居民消费活动几乎停摆。考虑到消费占整个 GDP 的比重超过 50%，消费活动的骤然停摆在短期之内对整个宏观经济产生显著拖累。

随着国内疫情的控制以及居民对疫情认识的深入，居民部门预防性储蓄开始逐步回落，这一过程也伴随着消费活动的回暖以及私人部门投资活动的恢复，这也是三季度以来国内经济加速恢复最为重要的背景。

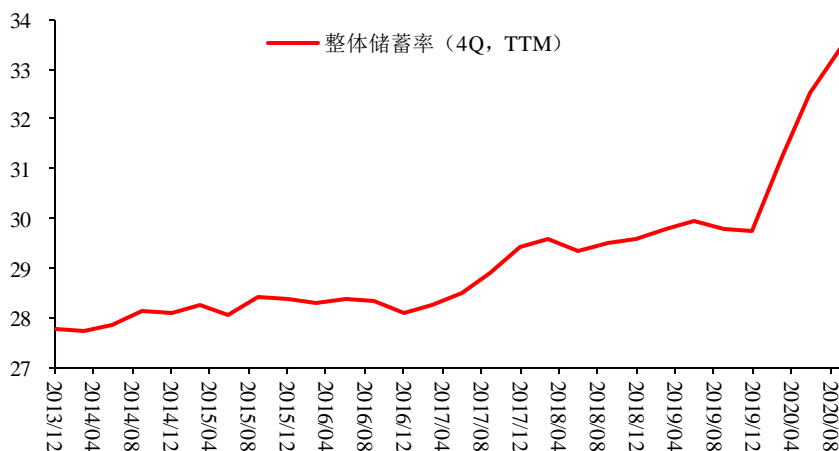
从当前居民部门储蓄率的数据来看，无论城镇还是农村部门储蓄率均高于疫情前水平，这意味着由储蓄率回落推动消费活动恢复的进程可能尚未结束。

不过值得讨论的是，人们在经受危机后，预防性储蓄会不会出现永久性的抬升，如果预防性储蓄出现中枢抬升的话，那无疑会对消费产生长期冲击，进而使得疫情后总需求可以稳定的位置低于疫情前。从文献研究的角度来看，传染病似乎会导致居民部门储蓄率的上行。

此外，疫情对经济带来的长期影响在于商务社交活动的线上化，疫情加速了商务社交活动线上化的过程，进而可能导致航空、酒店、写字楼面临产能出清的压力，这一模式的转变对经济在增速层面的影响或许是负面的。

合并考虑以上场景，明年经济的各分项在完成“填坑”之后，整体向上的动能偏弱，宏观经济的动能在明年一季度达到高点后趋于回落。

图2: 中国居民部门储蓄率, %



数据来源: Wind, 安信证券

储蓄率 = (全国人均可支配收入 - 人均消费支出) / 全国人均可支配收入

二、债券市场收益率短期下行

12月以来,央行加大流动性投放,受此影响,银行间市场利率大幅下行,DR001、DR007分别回落至1%、1.9%左右。1年期同业存单和国债收益率下行幅度接近30BP。

长端国债收益率启动的时间稍晚,本月下旬以来10年期国债和国开债收益率分别下行13BP、10BP。期限利差持续走阔。

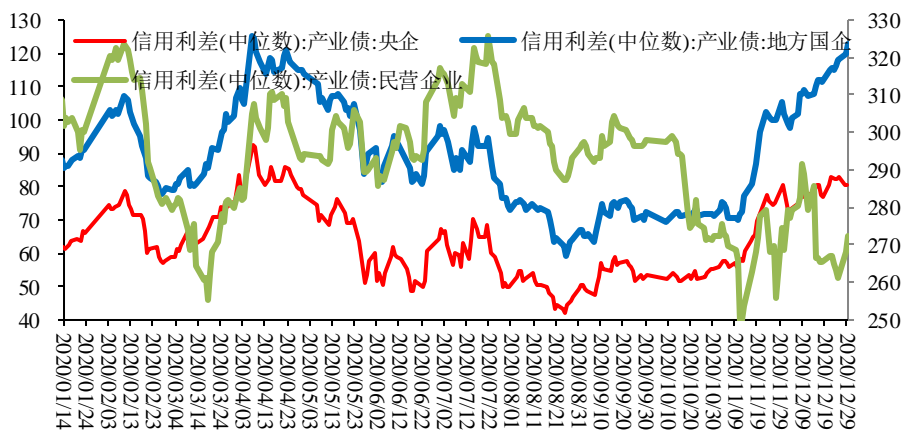
本轮债券市场收益率的整体下行或许主要与央行流动性的大量投放有关。下半年以来银行同业存利率快速攀升,商业银行负债压力持续上行,央行流动性巨量投放意在缓解这一压力,这也符合中央经济工作会议“不急转弯”的政策定调。而跨年以及“永煤”事件在边际上也对本轮央行流动性的投放产生了影响。

当前1年期同业存单利率已经回落至MLF利率附近,DR007利率远低于7天逆回购利率,短期利率进一步向下的空间可能有限。

从经济基本面来看，高频数据显示经济恢复的动能仍然偏强，经济“填坑”的状态仍未结束，工业品价格维持高位。在此背景下，债券市场收益率中枢下行的空间可能有限。

信用债市场层面，“永煤”事件对市场的冲击尚未结束，地方国企和央企的产业债利差趋于上行，民企利差维持震荡，一级市场发行的压力仍存。在守住系统性风险这一底线的前提下，未来国有企业刚性兑付的打破或许将稳步推进。

图3：央企、地方国企和民企的产业债利差，BP



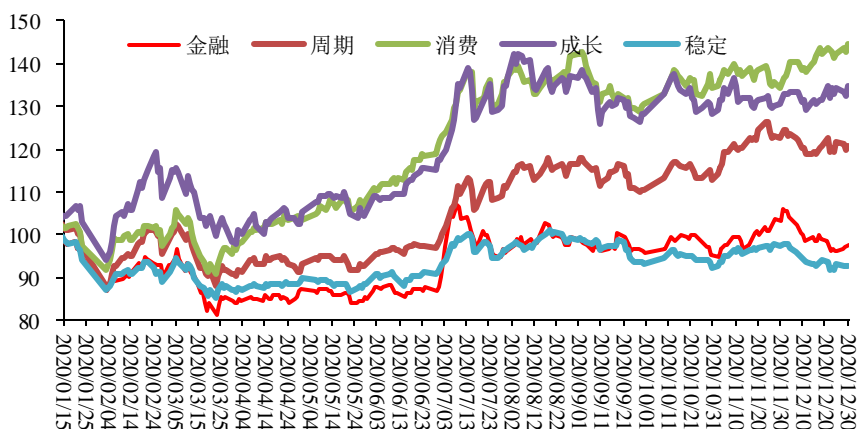
数据来源：Wind，安信证券

12月以来尽管工业品价格表现强势，但周期板块涨幅温和，反映出市场对经济复苏的持续性始终偏谨慎，与此同时，新能源、休闲服务、食品饮料以及医药涨幅领先。

中央经济工作会议“不急转弯”的政策定调打消了市场对流动性转向的担忧，这也是最近一段时间消费、成长板块表现优于指数的宏观背景。

未来两个月将处于经济数据的真空期，银行的信贷投放偏积极，这一宏观环境将持续对权益市场形成支撑。

图4：各板块指数表现

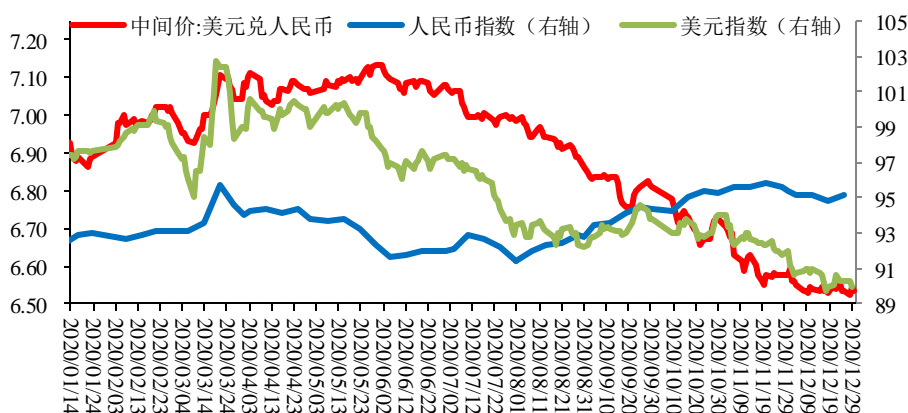


数据来源：Wind，安信证券

汇率市场上，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。而12月以来，在国内经济恢复的态势延续、美元重新转入贬值的背景下，美元兑人民币汇率在6.5附近波动，这或许意味着当前的汇率水平难以长期维持。

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重启。

图5：人民币兑美元和美元指数



数据来源：Wind，安信证券

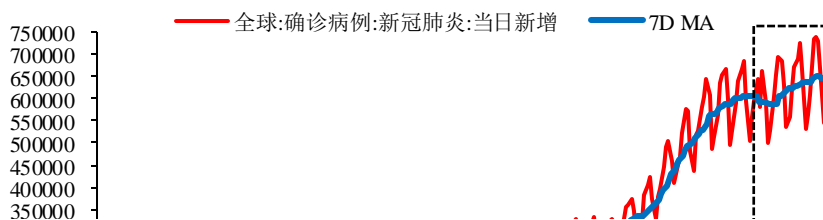
三、美国第二轮纾困法案落地

12月以来，海外疫情形势恶化，全球当日新增确诊病例数中枢上移。美国新增病例数大幅增加，每日感染20万人以上的天数多达20天。英、德、日、韩等国新增病例数维持上行趋势。相应的，牛津大学疫情封锁指数显示，世界主要国家封锁措施严格程度近期均有大幅上升。

新增病例攀升的同时，部分地区病毒出现变异的迹象，这使得疫情防控的难度增加。近期英国向世界卫生组织报告变异病毒感染病例，日本、美国等地也接连出现变异病毒感染病例。多国暂停与英国往来航班。日本也全面升级防控措施，全面限制新办签证者入境。

尽管当前美、欧、日等地已经开始分阶段推广疫苗接种，但接种的进度整体偏慢，考虑到圣诞、元旦节日对疫情传播的影响，以及病毒在部分地区的变异，预计明年年初海外疫情形势依然严峻。

图6：新冠肺炎全球当日新增确诊病例数，人（7天移动平均）



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_498

