

金融市场的疫情信息与货币市场利率

——货币市场与流动性周度观察 2020 年第 5 期

摘要

本文从股票这一更为灵敏的金融市场角度，寻找利率变动的蛛丝马迹。从增长因素看，当前股市隐含的 GDP 实际增长率可能在 5.1% 左右，低增长预期下市场的活跃，反应了低利率的作用；从前瞻性的角度，医药行业的相对表现对于银行间市场流动性状况存在较好的指示作用。

展望未来，随着新型冠状病毒疫情的逐步进入缓和可控阶段，医药行业指数的相对表现的回落或意味着当前低水平的货币市场利率上涨的风险更大。随着货币市场利率中枢上移，以及股市继续企稳，中国股市隐含的 GDP 增长率会进一步上升。

上周，央行公开市场操作净回笼 2800 亿元，银行间市场流动性继续保持充裕。

本周，复工加速，风险偏好回暖，资金利率或出现企稳。央行将续作逆回购，或进行 MLF 操作，以对冲大量到期。资金曲线整体下行空间有限，曲线或在 7 天处上凸。本周 NCD 到期量大增，或助力 NCD 利率止住跌势。此外，LPR 报价或跟随月初逆回购利率下调。

宏观研究部

邵翔

分析师

电话：021-22852645

邮箱：shaoy@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

图表目录

图表 1	众多外资市场机构纷纷大幅下调中国第一季度经济增速预期.....	3
图表 2	名义 GDP 增速与市值指标.....	4
图表 3	成交额指标和利率变化.....	5
图表 4	名义 GDP 增速和股市隐含增长率.....	5
图表 5	名义与实际 GDP 增速之差与 PPI.....	5
图表 5	新型冠状病毒（COVID-19）确诊人数与医药行业的相对表现.....	6
图表 6	2003 年非典期间医药行业的相对表现.....	7
图表 7	医药行业相对表现和 Shibor 利率.....	7
图表 8	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）.....	8
图表 9	央行逆回购投放与回笼.....	8
图表 10	央行逆回购余额走势图.....	9
图表 11	央行逆回购加权平均操作期限与利率.....	9
图表 12	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况.....	10
图表 13	主要货币市场基准利率走势.....	11
图表 14	资金利率曲线形态变化图.....	11
图表 15	流动性分层.....	11
图表 16	各类投资工具收益率比较.....	12
图表 17	同业存单净融资额与发行利率走势图.....	12
图表 18	国股银票转贴利率（分期限）.....	12
图表 19	3 个月理财收益率（分机构）.....	13
图表 20	主要利率互换品种收益率走势图.....	13
图表 21	本周各类工具到期一览（亿元）.....	14
图表 22	本周主要流动性影响因素前瞻.....	14



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

一、从股票市场看货币市场利率

为应对新型冠状病毒疫情（COVID-19，以下简称新冠病毒）的蔓延扩散对于经济基本面的负面冲击，2月3日和4日央行超量续作逆回购，并且将7天和14天逆回购利率分别下调10bp，导致银行间市场流动性宽裕，上周3个月 Shibor 利率跌破2.60%，创下2010年9月底以来的新低。不过在这样的情况下，许多市场机构依旧大幅下调了中国第一季度增速预测（见图表1）。这不禁让人产生疑问，要在今年完成第一个百年增长目标，是否需要进一步降低利率水平？

图表1 众多外资市场机构纷纷大幅下调中国第一季度经济增速预期

机构名称	原预测值 (%)	现预测值 (%)	调整时间
UBS	5.9	3.8	2020/2/3
Macquarie Bank	5.8	4	2020/2/4
Standard Chartered	6	4.5	2020/2/4
Goldman Sachs	5.6	4	2020/2/3
Berenberg Bank	6	5.5	2020/1/31
BMO Capital	5.9	4.5	2020/1/31
United Overseas Bank	5.9	5.1	2020/1/31

资料来源：Bloomberg， 兴业研究

有趣的是，与外资机构纷纷调低中国经济增长预期相对，近期风险资产尤其股票和商品市场的表现却耐人寻味，中国的创业板指数在春节后开市不到1周的时间内就收复此前的失地并创下年内新高，与中国经济密切相关的原油和铜等商品价格也在中国市场开启后纷纷企稳回升。股票市场一直被称作经济的“晴雨表”，股市的表现又透露着怎样的利率“信号”？

股票的价格可以从两个方面来看，一是现金流，这个与行业空间、经济增长环境有关；二是折现率，这与利率环境和市场情绪有关。总体来说，增长预期越好，货币环境越宽松，市场风险偏好越高，一般而言股票的价格也会“水涨船高”。

从增长角度看，如果当前的利率水平是合适的，当前中国股市的状况是否与经济增长的预期相匹配？在研究我国股市和经济增长之间的关系时，通常会从股市市值和成交额两个维度来分析。市值我们选取沪深两市A股总市值的季度平均水平，除以上一季度末的名义GDP，记为 M_t ，成交额选取沪深两市A股每季度累计成交额，除以上一季度末名义GDP，记为 V_t ，另选取3个月 Shibor 利率的季度均值水平，将其环比变动值即为 I_t 。

市值指标 M 和名义 GDP 的增长具有一定的相关性（见图表 2），不过也不时会出现偏离，譬如 2014 年第四季度至 2015 年年中的 A 股牛市并没有带来经济增速的提高，这其中的一个重要原因是股票市场存在非基本面的投机性驱动力，成交额（ V_t ）或者换手率指标一定程度上可以反映这一因素，不过进一步我们发现成交额因子的变化与利率水平的涨跌（ I_t ）密切相关（见图表 3）。因此，为了更好地将货币市场利率和股市联系起来以及方便之后的估算，我们用利率指标（ I_t ）代替成交额指标（ V_t ），结合市值指标和对名义 GDP 增速（记为 G_t ）进行建模，由于存在单位根， G 取差分 Δ 的形式：

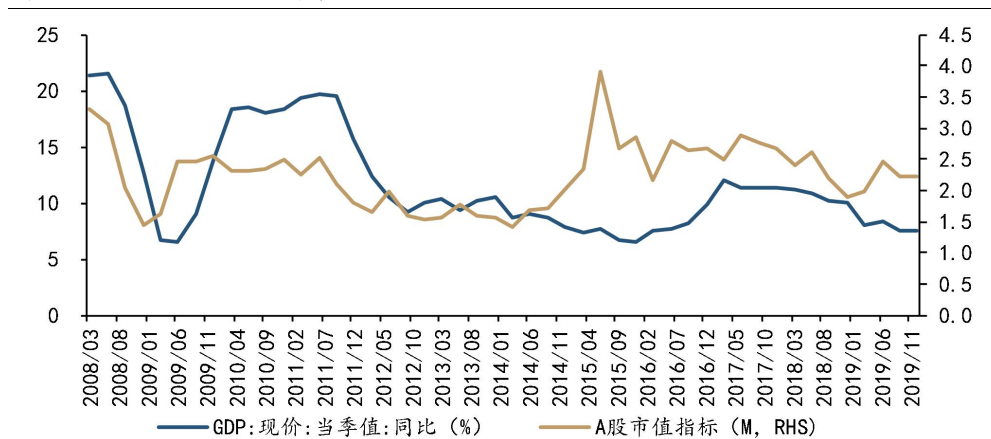
$$\Delta G_t = -2.898 + 0.520 \Delta G_{t-1} - 0.321 \Delta G_{t-2} + 116.796 I_t + 1.214 M_t$$

上式中所有系数均显著。

我们假设 2020 年第一季度 3 个月 Shibor 的均值为 2.84%（截至 2 月 14 日的年内均值），第一季度 M 的取值为 2.11（截至 2 月 14 日的年内均值水平），结合 2019 年的 GDP 增长数据，带入上式，可以得出 2020 年第一季度名义 GDP 同比的置信区间在 4.6% 至 9.7% 之间（见图表 4）。名义与实际 GDP 增速之差与 PPI 增速密切相关（见图表 5），根据我们在报告《企稳途中的冲击——宏观经济季度展望》中的预测，第一季度 PPI 同比增速可能约为 -0.1%，则预计名义与实际 GDP 之差的水平在略低于 2%，因此，当前股市暗含的第一季度实际 GDP 增速的中值在 5.1% 左右。由于未考虑之后股市市值的进一步上涨，这一结果可能存在一定的低估。

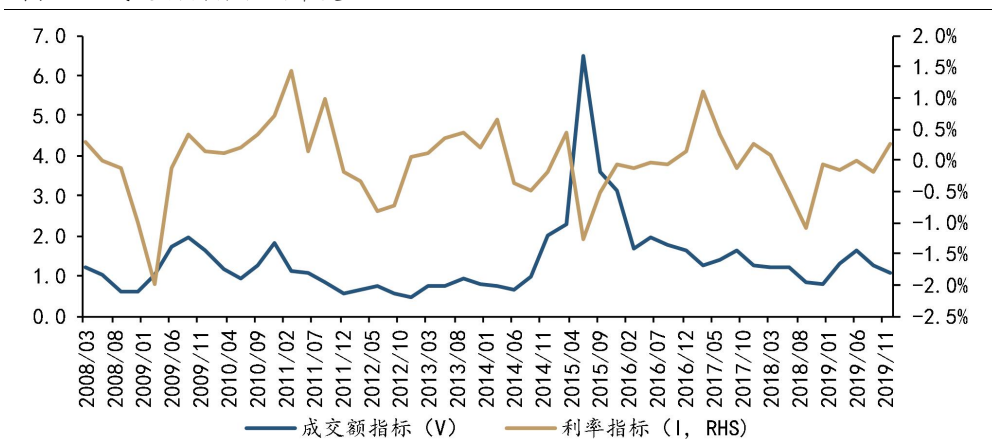
不过，值得注意的是股市隐含经济增长率的疲软，但从模型中系数可以看出，低利率往往也会带来股市投机情绪的上升，进而“侵蚀”股市上涨中的基本面增长因素的影响权重。

图表 2 名义 GDP 增速与市值指标



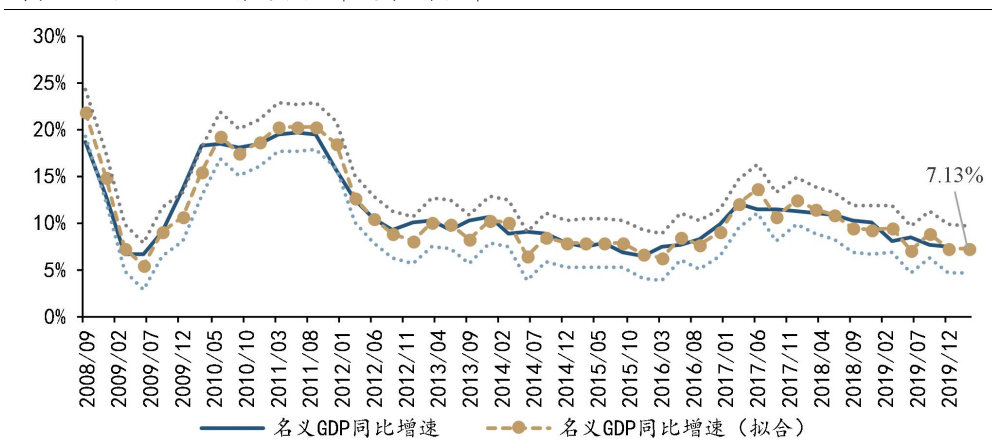
资料来源：Wind， 兴业研究

图表 3 成交额指标和利率变化



资料来源: Wind, 兴业研究

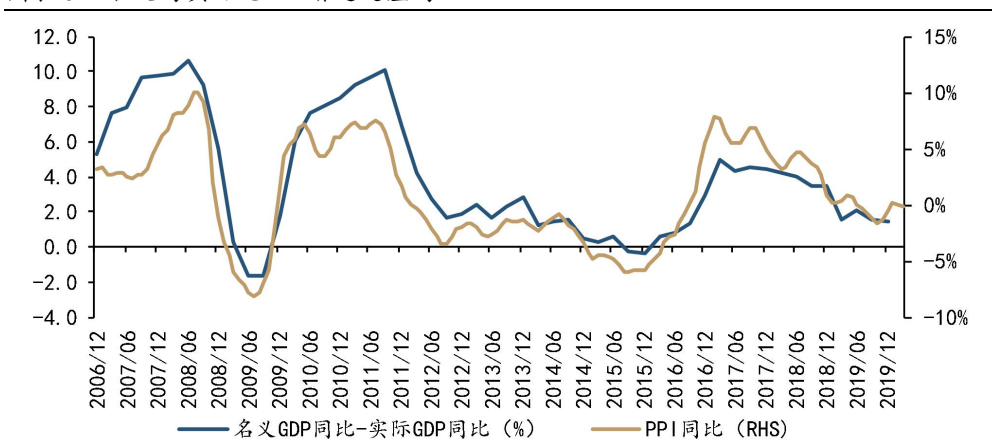
图表 4 名义 GDP 增速和股市隐含增长率



注: 上图中的虚线为拟合值置信区间的上下限

资料来源: Wind, 兴业研究

图表 5 名义与实际 GDP 增速之差与 PPI

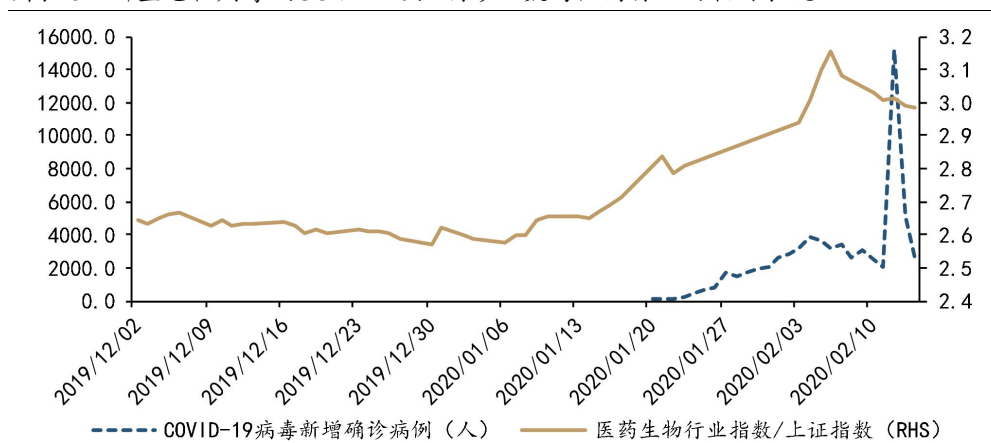


资料来源: Wind, 兴业研究

进一步地，从利率环境和风险偏好之间的关系来看，股市的行业之间的差别可以提供有益的利率视角。医药股一直 A 股中具备较好分散化特征的板块——与大盘之间的相关性较低，尤其是当风险偏好上升时，医药股的表现往往更加稳健(跌得少甚至出现逆势上涨)。比较典型的是在当前新冠病毒疫情和 2003 年非典疫情中，医药股都有较好的相对收益(见图表 6 和图表 7)。更一般地来看，医药行业的相对大盘的表现可以间接反映市场所理解的疫情风险上升，而每到此时或者央行会进行货币政策干预、投放流动性稳定市场，或者银行处于风险管理的需要谨慎借贷，导致银行间市场流动性水位上升，利率随之下降，反之亦然。从图表 8 中可以看出每当医药行业表现突出时，Shibor 利率往往面临一定的下行压力，不过当医药行业的表现自高点回落时，Shibor 利率也会随之出现上涨。

展望后市，随着新型冠状病毒疫情的逐步进入缓和可控阶段，医药行业指数的相对表现将逐步回落，从历史行情看，这或意味着当前低水平的货币市场利率上涨的风险更大。而随着货币市场利率中枢上移，其他刺激政策的出台助力股市继续企稳，中国股市隐含的 GDP 增长率也会进一步上升。

图表 6 新型冠状病毒(COVID-19)确诊人数与医药行业的相对表现

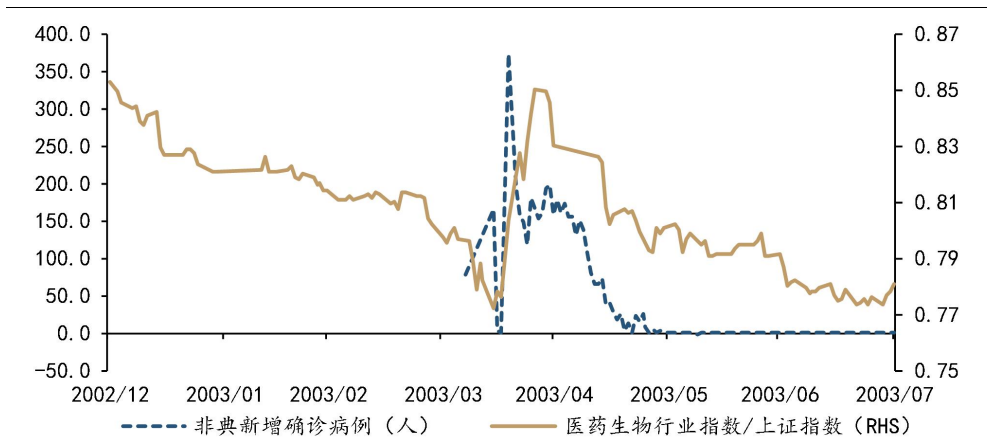


注：

1. 1月20日起国家卫健委开始公布全国疫情情况。
2. 2月12日由于修改了统计口径，将临床诊断病例纳入新增确诊病例，新增病例出现大幅增加。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 7 2003 年非典期间医药行业的相对表现



资料来源：Wind, 兴业研究

图表 8 医药行业相对表现和 Shibor 利率



资料来源：Wind, 兴业研究

二、政策操作追踪

上周公开市场有 12800 亿元逆回购到期；央行上周共进行 10000 亿元逆回购操作。

上周央行公开市场操作实现净回笼 2800 亿元（见图表 10）；截止上周末，有 14200 亿元逆回购未到期（见图表 11）。

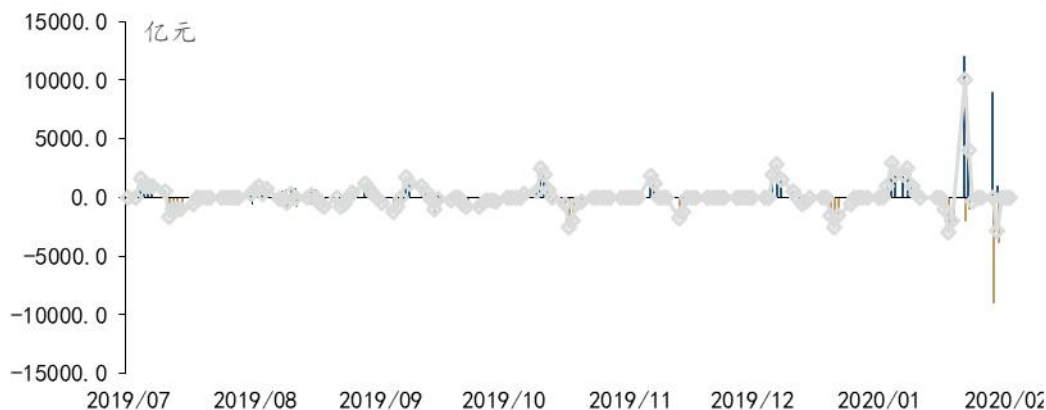
图表 9 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

工具	操作/发行量	到期量	净额	操作利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购	7D	8000	12800	-4800	2.40
	14D	2000	-	2000	2.55
	28D	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-
逆回购加权	10000	12800	-2800	2.43	-
MLF	-	-	-	-	-
票据互换	-	-	-	-	-
同业存单	3982.40	3239.70	742.70	-	-
地方债	692.00	-	692.00	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 10 央行逆回购投放与回笼



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_7172

