

2022年1月19日

【华西固收】在“尴尬”的利率水平，拥抱短端的确定性

——金融统计数据新闻发布会点评 20220119

事件概述：

国务院新闻办公室于2022年1月18日（星期二）下午3时举行新闻发布会，请中国人民银行副行长刘国强、货币政策司司长孙国峰、金融市场司司长邹澜、调查统计司司长阮健弘介绍2021年金融统计数据，并答记者问。

分析与判断：

► 超预期的表态反映央行两大态度

观察历次的金融统计数据新闻发布会可以发现，本次发布会可能是措辞最鲜明、力度最超预期的一次。

诸如“‘稳’本身就是最大的‘进’”、“致广大而尽精微”、“不能拖，拖久了，市场关切落空了，落空了就不关切了，不关切就‘哀莫大于心死’”等表述在央行此前的公开表态中实属罕见。

罕见的表述反映出央行两大态度：

一是稳增长诉求明显超预期。尽管中央经济工作会议已经给出了稳增长的政策主线，但央行本次对稳增长的表态仍然明显超出了预期。要么是实际的稳增长压力比想象中要大，要么是政策层面对稳增长的诉求比预期中要强。但无论是哪种原因，抑或是两种原因都存在，货币政策在稳增长方向的进一步加码是基本明确的。

二是旗帜鲜明地释放宽松信号，用意在于稳定市场预期。当前稳增长的梗阻不在于供给，关键还是在需求不足。需求不足有很多个方面，而预期转弱是导致居民购房意愿偏低、企业投资意愿偏低的根源。因此解决信贷需求不足的第一步就是要稳定预期，而明确的宽货币则是央行开出的药方。

► 宽货币已成明牌

如果说1月17日MLF、OMO降息是央行在通过价格工具释放宽松信号，那么本次发布会就是央行对宽货币的直接确认，宽货币已成明牌之势。

在这种情况下，由于宽货币到宽信用仍需时间进行传导，而在“不利于稳的政策不出台”的要求下，宽货币短期内（至少在一季度）大概率不会退出，流动性对债市仍然友好，短端利率相比之下可能仍然是性价比较高、确定性较大的品种。

► 宽货币不是终点，宽信用才是诉求

无论如何，央行所有政策的目的并不是给金融机构提供一个宽松的投资环境，而是希望通过宽货币驱动宽信用，进而实现稳增长。那么，信用从何处宽将是接下来债市无法避免的核心课题。

会是基建吗？

财政的积极性毋庸置疑，但基建的问题是——**财政积极就必然推动基建走强吗？**我们在此前报告《融资结构会形成基建投资的关键性掣肘吗？》中做了详细的分析，应付款腾挪空间的进一步逼仄将会制约财政对基建的撬动效果，如果不对城投融资做进一步的放松，基建投资的反弹力度预计不会太大。

会是制造业吗？

制造业目前是各方政策合力支持的领域，无论是小微企业，还是专精特新，都在持续地受到政策呵护。但**制造业的问题是顺周期性太强，而逆周期性太弱。**如果周期没有先行反弹，尤其是基建和地产两大内需的根源没有复苏，制造业想要独立引领稳增长难度是比较大的。

会是地产吗？

地产是目前最具有不确定性的，也是目前影响市场最关键的因素。我们在降息点评报告《降息剑指需求不足，关注地产政策及三四线需求边际变化！》中提出了**地产能否企稳的两个前置条件：①货币宽松在居民预期中开始发酵；②一二线城市购房政策边际转松。**

目前来看，本次发布会之后，第一个条件预计将逐渐达成，核心问题将落在房地产调控政策之上。

我们认为应紧密观察两点：

①1月20日5年期LPR的调整幅度，如果降5bp，则说明至少在央行层面对地产仍然偏谨慎；如果降10bp，则货币政策对房地产的约束存在进一步放松的可能性。

②本次发布会央行提到了“因城施策实施房地产调控”，这也就给各地调整购房政策打开了想象空间，如果观察到一二线城市的购房政策有所松动，这将进一步提高地产企稳的概率。

投资建议：在“尴尬”的利率水平，拥抱短端的确定性

展望未来的货币政策，在央行“降准空间变小但仍有空间”的态度下，未来大概率仍然会有降准操作，但在流动性已经较充裕的情况下，暂时还没有太大的降准必要。**是否降准关键要看政府债发行的节奏和经济企稳的压力。**

降息的空间其实已经比较小了，主要是在海外央行加息收紧的背景下，适宜的时间窗口正在逐渐关闭。当然，在“以我为主”的原则下，**逆海外货币政策而行并非完全没有可能，但是预计要看到经济下行压力再次超预期才会出现。**

最后，落在利率债投资上，当前的位置变的更加“尴尬”——短期内利空不多，但利率水平确实很低。尤其是市场已经再次将宽货币预期打到较高的程度之时，追涨可能还要面临一致性预期演绎到极致后反转的风险。

在短期宽货币高度确定、宽信用仍待观察的背景下，我们认为当前整体仓位不宜轻谈做空，但追涨长债也有压力，因此不如在宽货币环境中**拥抱对流动性更加敏感、更加具有确定性的短端利率债，在兼顾仓位和灵活性的情况下观察宽信用的效果。**

风险提示

货币政策超预期。

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话：010-59775371

分析师：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080001

联系电话：010-59775334

分析师与研究助理简介

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，四年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院，2019年加入华西证券研究所，主要从事城投债、地方债务、债券交易、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士，三年卖方固收研究经验，主要参与产业债、信用策略研究，重点跟踪地产、金融、煤炭、建筑等行业及永续债、二级资本债、美元债等债券品种研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士，两年卖方固收研究经验，主要参与利率债研究，重点覆盖宏观经济、宏观政策、流动性、地方债等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_36229



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>