胡萝卜与大棒：央行流动性管理艺术

基本结论

- **过去三个月央行流动性管理呈现“先胡萝卜，后大棒”的特征：2020 年 11 月到 2021 年 1 月中旬超预期宽松，1 月中下旬以来超预期收紧。前期央行超预期宽松或与信用风险相关，而后超预期收紧或与市场加杠杆行为相关。**2020 年 11 月永煤违约事件以来，央行持续呵护市场流动性，整体货币市场流动性呈现相对宽裕的局面，隔夜和 7 天回购利率均明显下行。与此同时，通过质押式回购加杠杆的行为在债券市场日益盛行，2020 年 11 月以来隔夜质押式回购融资规模持续上行（一般而言每个季度末质押式回购规模都会有所下降，因此 2020 年 12 月底质押规模有季节性回落）。
- **虽然这一次加杠杆的规模和 2020 年 4-5 月的高点略有差距，但持续时间也长达 3 个月左右。**尽管市场有观点认为当前央行超预期收紧的背后原因或与房地产市场相关，但我们认为前期债券市场加杠杆或是更为重要因素。因为央行对房地产市场一般通过定向信用调控，收缩货币市场流动性或效果有限。
- **我们此前反复强调的“短期市场分水岭在春节前后”的判断逐步得到验证。短期市场波动或有所加大，其中的原因来自以下三大方面：**1）临近春节，央行流动性超预期收紧，宏观流动性仍存一定不确定性；2）海外市场方面，在散户和对冲基金的博弈（Main Street vs Wall Street）之下，美股市场波动有所加大，标普 500 指数隐含波动率相对实际波动性明显上行；3）临近春节长假，又到了抉择持币过节和持股过节的时候，部分投资者（特别是绝对收益投资者）或存在获利了结的需求。
- **关注春节后至两会期间政策窗口，后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，当前央行超预期收紧流动性给后续货币政策取向带来更大的不确定。春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，当前极致的估值分化趋势后续或迎来逆转。首先，各大行业业绩开始同步回升，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。其次，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，低估值价值股或重新占优。
- **行业配置建议：1）低估值：保险、银行等。**一方面低估值安全边际高；另一方面受益于经济回升和利率曲线陡峭化；**2）景气向上：涨价主线、困境反转、耐用消费品等。**涨价主线：有色、化工等。受益于全球需求复苏的全球大宗商品；困境反转的行业：航空、机场、酒店等。疫情后业绩修复超预期是大概率事件；耐用消费品：家电、家具、消费建材等。受益于消费恢复和中美地产竣工高景气。**3）长期视角： 5G、AI 等成长初期的行业。**在十四五规划窗口，行业或存在戴维斯双击的机会。
- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、当前市场对央行流动管理举措非常敏感.....3
二、短期市场波动或有所加大.....4
三、关注春节后至两会期间政策窗口.....5
四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角”.....5
重要事件前瞻.....5

图表目录

图表 1：质押式回购融资规模及国债收益率.....3
图表 2：质押式回购杠杆率和利率.....4
图表 3：标普 500 指数隐含波动率（VIX）和实际波动率.....4
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、当前市场对央行流动管理举措非常敏感

- **过去三个月央行流动性管理呈现“先胡萝卜，后大棒”的特征：2020 年 11 月到 2021 年 1 月中旬超预期宽松，1 月中下旬以来超预期收紧。前期央行超预期宽松或与信用风险相关，而后超预期收紧或与市场加杠杆行为相关。**2020 年 11 月永煤违约事件以来，央行持续呵护市场流动性，整体货币市场流动性呈现相对宽裕的局面，隔夜和 7 天回购利率均明显下行。与此同时，通过质押式回购加杠杆的行为在债券市场日益盛行，2020 年 11 月以来隔夜质押式回购融资规模持续上行（一般而言每个季度末质押式回购规模都会有所下降，因此 2020 年 12 月底质押规模有季节性回落）。
- 虽然这一次加杠杆的规模和 2020 年 4-5 月的高点略有差距，但持续时间也长达 3 个月左右。尽管市场有观点认为当前央行超预期收紧的背后原因或与房地产市场相关，但我们认为前期债券市场加杠杆或是更为重要因素。因为央行对房地产市场一般通过定向信用调控，收缩货币市场流动性或效果有限。
- 另外市场有观点认为人民币汇率或会成为央行货币政策的掣肘，我们认为央行对人民币升值的容忍度较高。其中的原因一方面是汇率升值对出口的影响并不是特别大，另一方面是相对强势的人民币有利于扩大进口的外循环战略实施。

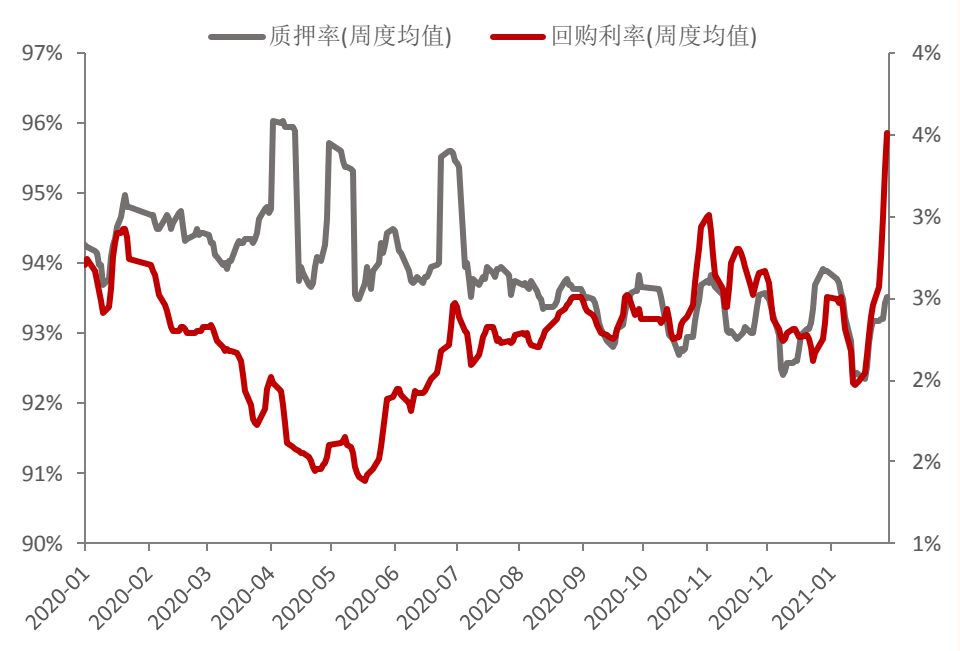
图表 1：质押式回购融资规模及国债收益率



说明：隔夜质押式回购融资规模为周度均值

来源：中债登、Wind、国金证券研究所

图表 2：质押式回购杠杆率和利率



说明：质押率越高代表杠杆率越低

来源：Wind、国金证券研究所

二、短期市场波动或有所加大

- **我们此前反复强调的“短期市场分水岭在春节前后”的判断逐步得到验证。短期市场波动或有所加大，其中的原因来自以下三大方面：**1）临近春节，央行流动性超预期收紧，宏观流动性仍存一定不确定性；2）海外市场方面，在散户和对冲基金的博弈（Main Street vs Wall Street）之下，美股市场波动有所加大，标普 500 指数隐含波动率相对实际波动性明显上行；3）临近春节长假，又到了抉择持币过节和持股过节的时候，部分投资者（特别是绝对收益投资者）或存在获利了结的需求。

图表 3：标普 500 指数隐含波动率（VIX）和实际波动率



来源：Bloomberg、国金证券研究所

三、关注春节后至两会期间政策窗口

- **后续观察政策拐点的重要时间节点在春节后至两会期间。**当前市场核心矛盾仍在于政策收缩的力度和节奏，当前央行超预期收紧流动性给后续货币政策取向带来更大的不确定。春节后和两会期间将是观察政策拐点的重要时间节点，特别是央行公开市场操作和两会前后金融监管部门对外发声透露的政策取向。
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。此外，当前极致的估值分化趋势或迎来逆转。首先，各大行业业绩开始同步回升，那么今年以来行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。其次，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。无论是基本面还是流动性的角度，低估值价值股或重新占优。

四、行业配置围绕“低估值、景气向上和长期视角”

- **低估值：保险、银行等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **景气向上：涨价主线、耐用消费品、困境反转等**

  1）**涨价主线：有色、化工等。**受益于全球需求复苏的全球大宗商品，特别是供给端结构优化的行业，如有色金属和部分化工品种。

  2）**困境反转的行业：航空、机场、酒店等。**疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

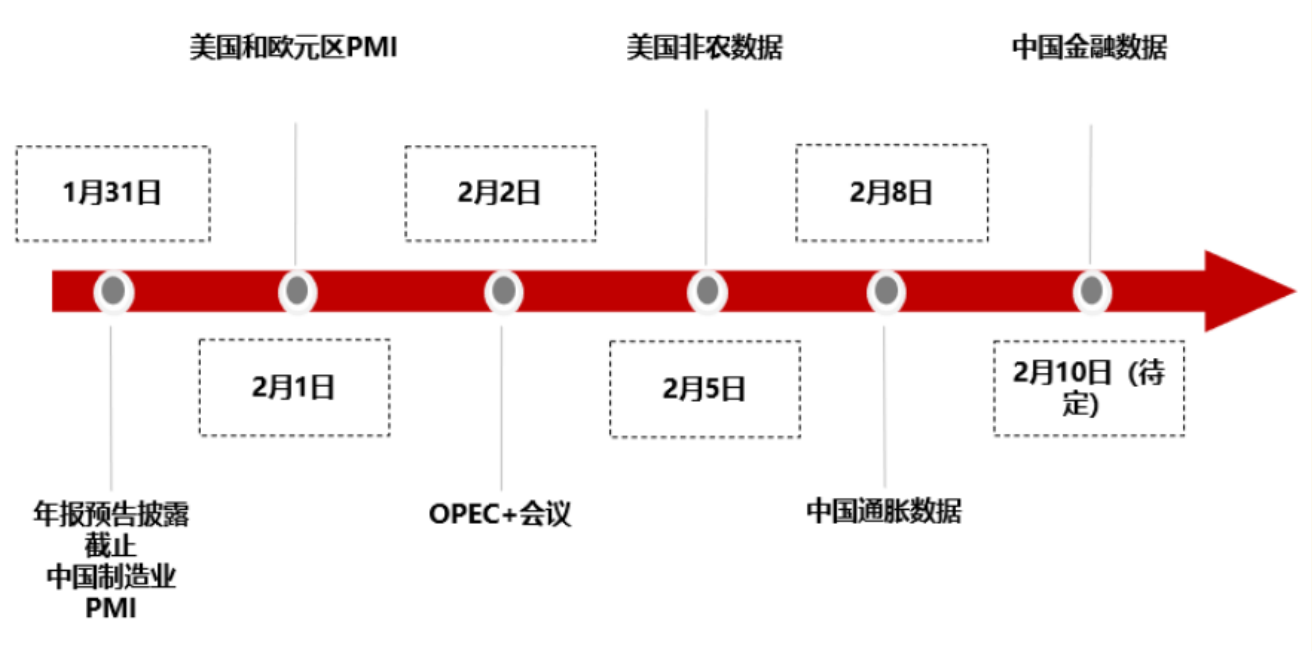
  3）**耐用消费品：家电、家具、消费建材等。**耐用消费品作为典型的早周期品种将率先受益于经济复苏，此外明年中国和美国地产竣工或维持高景气，地产竣工产业链行业或充分受益。

- **长期视角：5G、AI 等成长初期的行业**

  在十四五规划的窗口期，在政策催化和行业自身周期驱动下，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：** *经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402