新时代证券 New Times Securities

流动性的逻辑

——宏观经济周度观察

投资周报

近期市场出现了流动性是否转向的争论，而争论的缘由要从 2020 年末的中央经济工作会议说起。当时会议指出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。但是“不急转弯”以及“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”弹性都比较大。官方那么说，是出于预期管理，实际操作中，政策有时会根据经济形势相机抉择，远的不说，近的大家都记得 2019 年的情景。2018 年末的中央经济工作会议之后，货币市场利率下降，2019 年一季度宏观杠杆率出现较大幅度上升，4 月的政治局会议强调防风险，货币市场利率上升，但是在经济下行压力下，10 月政治局会议后，货币市场利率再次下滑。

既然政策有时是相机抉择，我们就需要从逻辑上来进行预判。从长期看，中国存在明显的政策周期，周期长度为 3.5 年左右。第一年，经济不好，货币、信用、监管政策放松，刺激经济增长。第二年，经济好转，政策收紧，一是为了防范风险，二是为了跨周期调节、珍惜政策空间。第三年，政策收紧，经济下滑。经济下滑时，政策不会马上大幅宽松，只有待无法忍受时才再次宽松。第三年政策可能微调，小幅宽松，但大幅宽松可能要等到第四年，也就是周期的第一年。

我国货币政策框架是数量型和价格型相结合，从历史经验来看，信用周期收紧前期，货币政策利率也会配合着上升。信用周期收紧的后期，由于资金需求减少，货币政策利率下滑，这个阶段以前比较短，原因在于利率市场化程度不够，随着利率市场化程度提高，资金需求对利率的影响愈加明显，这个阶段在逐渐延长。利率下滑的第二阶段是要等到信用扩张、货币宽松时。

未来一段时间，特别是两会、4 月政治局会议之前，资金价格大概率以稳定为主。一方面，货币市场利率自 2020 年 5 月已上升，资金价格已经比较合理。另一方面，还要顾虑信用风险。近期货币政策利率的上升，主要目的是敲打出现的局部风险。当然还有其他原因，比如财政支出放缓导致的财政存款滞留，缴税，等等，但这些不是重点。具体到春节资金安排，由于提现需求增加，银行系统流动性压力会增加，往年央行会投放 1 万亿元以上的流动性，2021 年应该不会例外，也会进行大量资金投放。

市场对上半年经济、政策的看法比较一致，需要警惕下半年可能出现预期差。2021 年下半年经济增速回落，确实会为债券市场创造一个良好的环境。但中国债券利率是货币政策驱动的，市场需要关注政策变化。由于 2021 年全年经济增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度，而且还可能趁机处理金融风险，这就像 2017 年。2017 年全年经济比较好，政府趁机处理金融风险，并对 2017 年下半年经济下行的容忍度增加。当然，这里只是提示风险，并不一定如此，但不管如何，债券市场需要静等机会。

- **风险提示：政策落实不及预期；疫苗施打进程的不确定性**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：“就地过年”加速生产同比扩张
2021-1-24

投资周报：全球信用周期、美元周期，谁驱动谁？
2021-1-17

投资周报：零利率约束下的美国财政刺激
2021-1-10

投资周报：美国股债关系的演化
2021-1-3

目 录

1、 流动性的逻辑.....3
2、 国内高频数据观察.....4
2.1、 生产指标下降.....4
2.2、 商品房销量小幅上升.....6
2.3、 猪肉价格略降.....6
2.4、 货币市场利率上行.....7
2.5、 人民币升值.....8

图表目录

图 1: 信用收紧前期，利率也会配合着上升.....3
图 2: 2017 年趁着经济好处理风险，并对下半年经济下行的容忍度增加.....4
图 3: 高炉开工率下降.....5
图 4: 全国焦化企业开工率小幅回升.....5
图 5: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....6
图 6: 商品房周销量小幅上升.....6
图 7: 猪肉价格略降.....7
图 8: WTI 原油价格下降.....7
图 9: 货币市场利率上行.....8
图 10: 美元指数小幅上升.....8

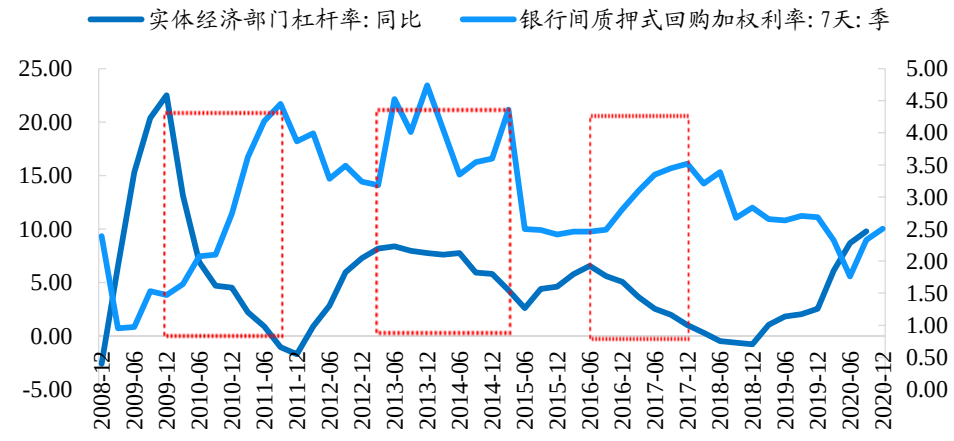
1、 流动性的逻辑

近期市场出现了流动性是否转向的争论，而争论的缘由要从 2020 年末的中央经济工作会议说起。当时会议指出，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。但是“不急转弯”以及“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”弹性都比较大。官方那么说，是出于预期管理，实际操作中，政策有时会根据经济形势相机抉择，远的不说，近的大家都记得 2019 年的情景。2018 年末的中央经济工作会议之后，货币市场利率下降，2019 年一季度宏观杠杆率出现较大幅度上升，4 月的政治局会议强调防风险，货币市场利率上升，但是在经济下行压力下，10 月政治局会议后，货币市场利率再次下滑。

既然政策有时是相机抉择，我们就需要从逻辑上来进行预判。从长期看，中国存在明显的政策周期，周期长度为 3.5 年左右。第一年，经济不好，货币、信用、监管政策放松，刺激经济增长。第二年，经济好转，政策收紧，一是为了防范风险，二是为了跨周期调节、珍惜政策空间。第三年，政策收紧，经济下滑。经济下滑时，政策不会马上大幅宽松，只有待无法忍受时才再次宽松。第三年政策可能微调，小幅宽松，但大幅宽松可能要等到第四年，也就是周期的第一年。

我国货币政策框架是数量型和价格型相结合，从历史经验来看，信用周期收紧前期，货币政策利率也会配合着上升。比如 2010Q1-2011Q4，2013Q2-2014Q4，2016Q3-2017Q4。信用周期收紧的后期，由于资金需求减少，货币政策利率下滑，这个阶段以前比较短，原因在于利率市场化程度不够，随着利率市场化程度提高，资金需求对利率的影响愈加明显，这个阶段在逐渐延长。利率下滑的第二阶段是要等到信用扩张、货币宽松时。

图1： 信用收紧前期，利率也会配合着上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

未来一段时间，特别是两会、4 月政治局会议之前，资金价格大概率以稳定为主。一方面，货币市场利率自 2020 年 5 月已上升，资金价格已经比较合理。另一方面，还要顾虑信用风险。中国市场和美国市场不太一样，美国市场化程度高，美国经济基本面可以顺利地传导到债券市场，经济好时，信用利差缩小，而中国市场由于预算软约束的存在，经济基本面对利率的影响弱于美国，流动性对信用利差的影响则强于美国，经济好时，流动性收紧，甚至可能加大信用利差。

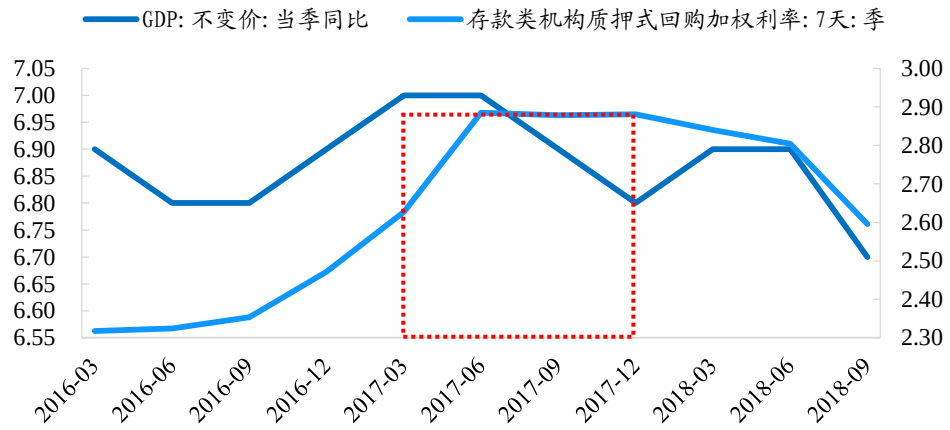
近期货币政策利率的上升，主要目的是敲打出现的局部风险，通过利率的传导，

限制这些领域的信用扩张。当然还有其他原因，比如财政支出放缓导致的财政存款滞留，缴税，等等，但这些不是重点。

具体到春节资金安排，由于提现需求增加，银行系统流动性压力会增加，往年央行会投放 1 万亿元以上的流动性，2021 年应该不会例外，也会进行大量资金投放。

市场对上半年经济、政策的看法比较一致，需要警惕下半年可能出现预期差。2021 年下半年经济增速回落，确实会为债券市场创造一个良好的环境。但中国债券利率是货币政策驱动的，市场需要关注政策变化。由于 2021 年全年经济增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度，而且还可能趁机处理金融风险，这就像 2017 年。2017 年全年经济比较好，政府趁机处理金融风险，并对 2017 年下半年经济下行的容忍度增加。当然，这里只是提示风险，并不一定如此，但不管如何，债券市场需要静等机会。

图2： 2017 年趁着经济好处理风险，并对下半年经济下行的容忍度增加



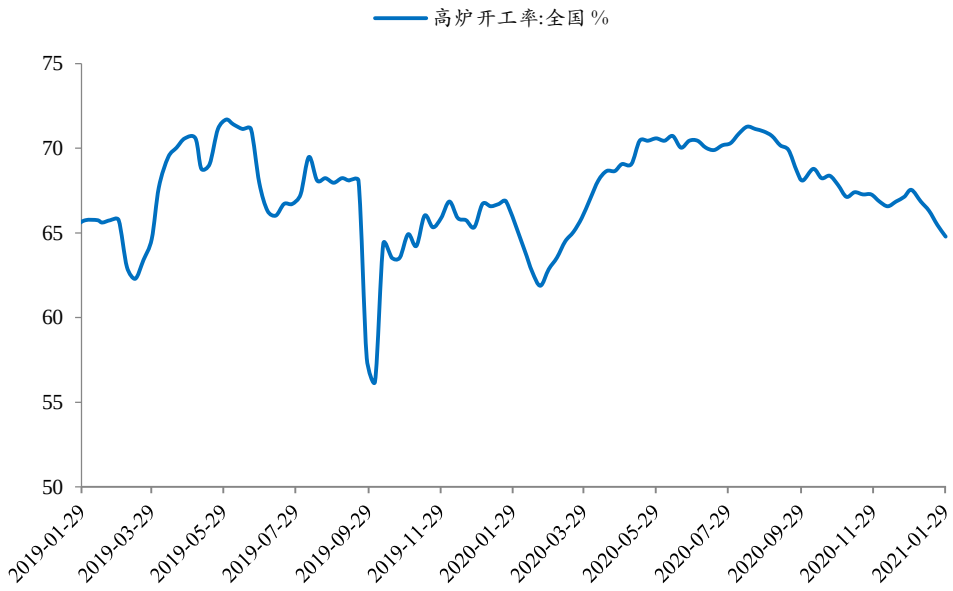
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 国内高频数据观察

2.1、 生产指标下降

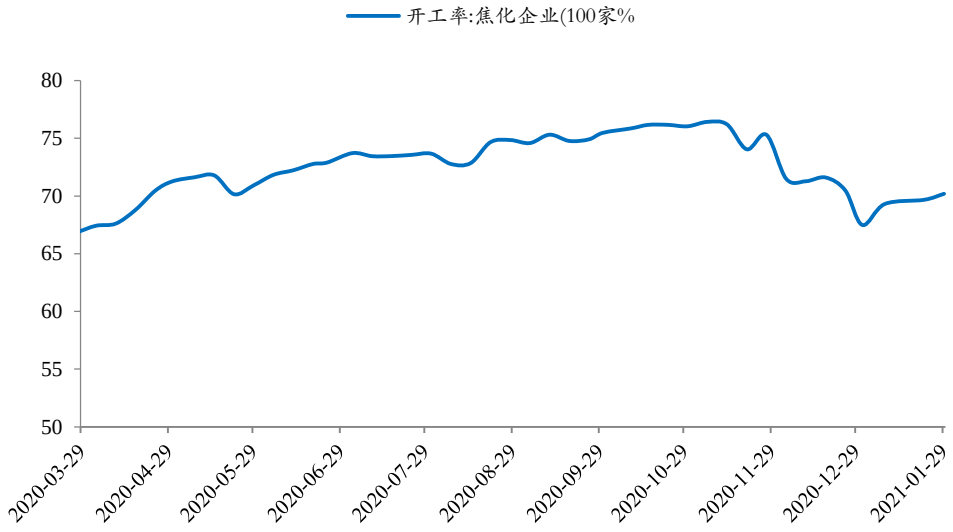
上周，生产指标回落。高炉开工率下降 1.1%至 64.78%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 1.7%、2.6%至 66.81%和 64.21%，但全国 100 家焦化企业开工率小幅上升 0.74%至 70.19%。

图3： 高炉开工率下降



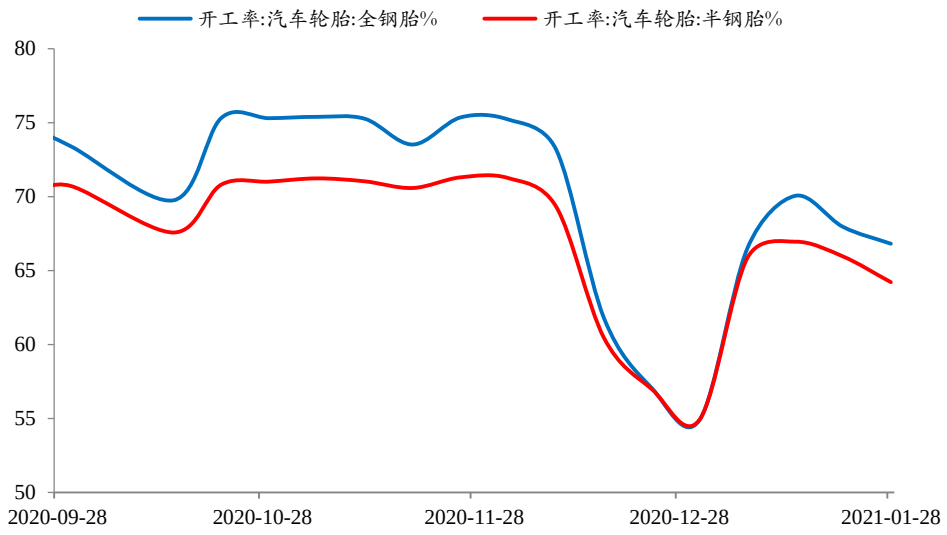
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 全国焦化企业开工率小幅回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降

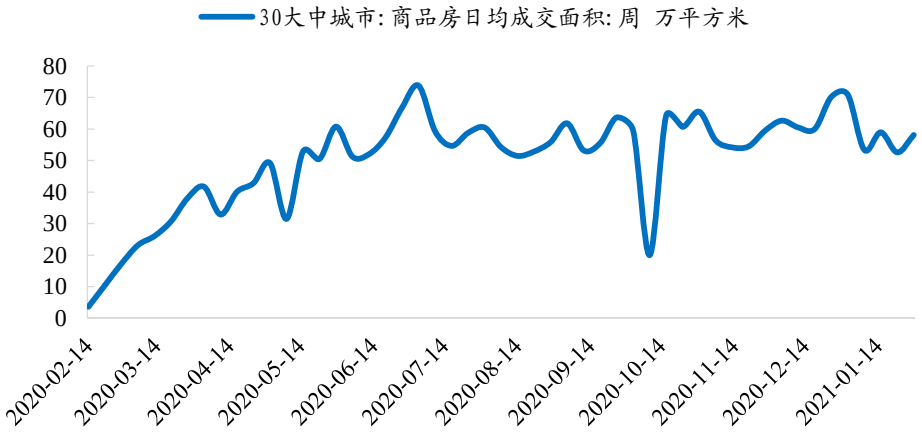


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 商品房销量小幅上升

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 58.12 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 52.58 万平方米小幅上升。受疫情影响，上年同期基数极低，30 大中城市商品房成交面积同比大幅上升。

图6： 商品房周销量小幅上升

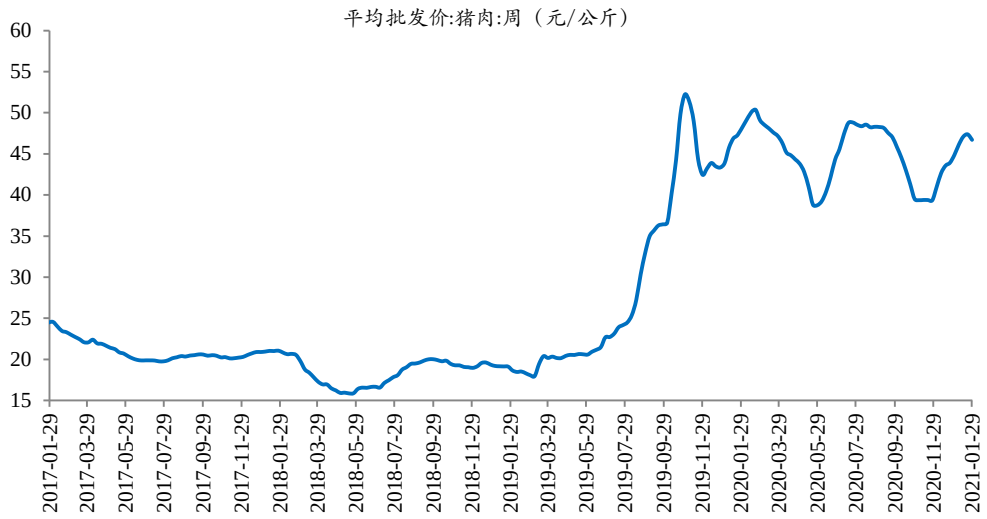


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

2.3、 猪肉价格略降

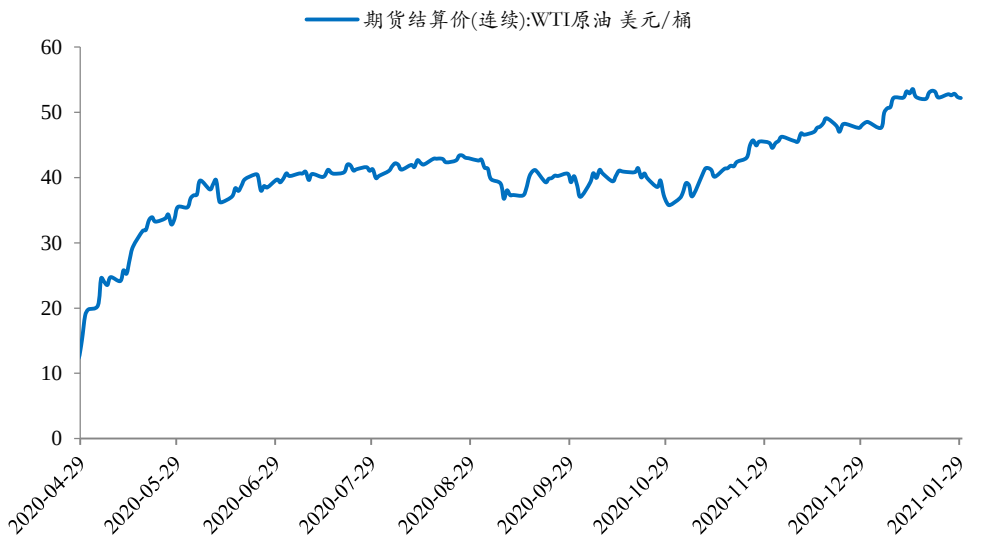
上周，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 1.27%，7 种重点监测水果价格环比上升 2.33%，猪肉批发价环比下降 1.42%。WTI 原油价格环比下跌 0.13%，布油价格环比上涨 0.85%。

图7： 猪肉价格略降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： WTI 原油价格下降

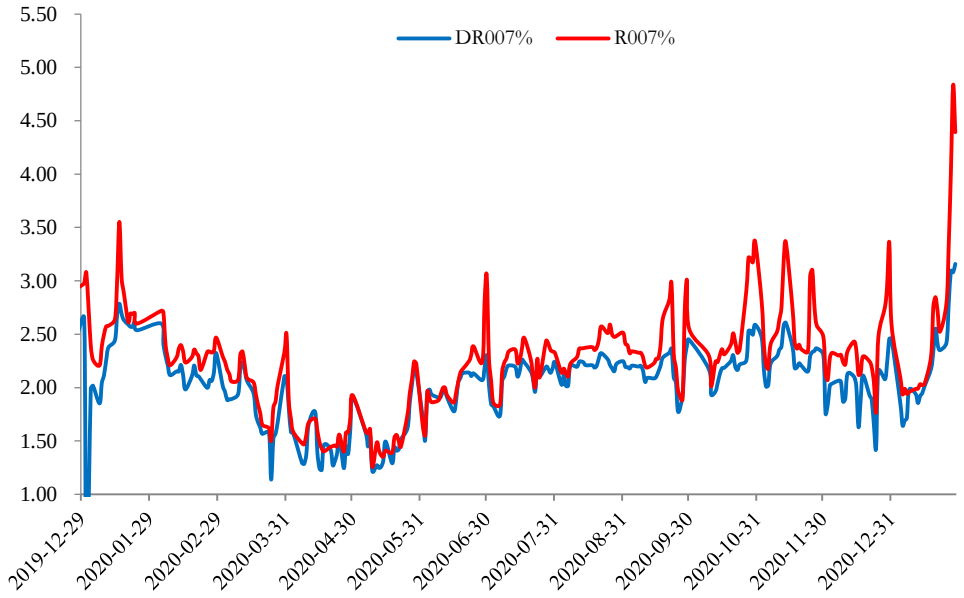


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 货币市场利率上行

上周，虽然央行回购市场净回笼资金2300亿元，货币市场利率大幅上升，DR007一周上升 80.83 个 BP，R007 一周上升 186.94 个 BP。

图9： 货币市场利率上行

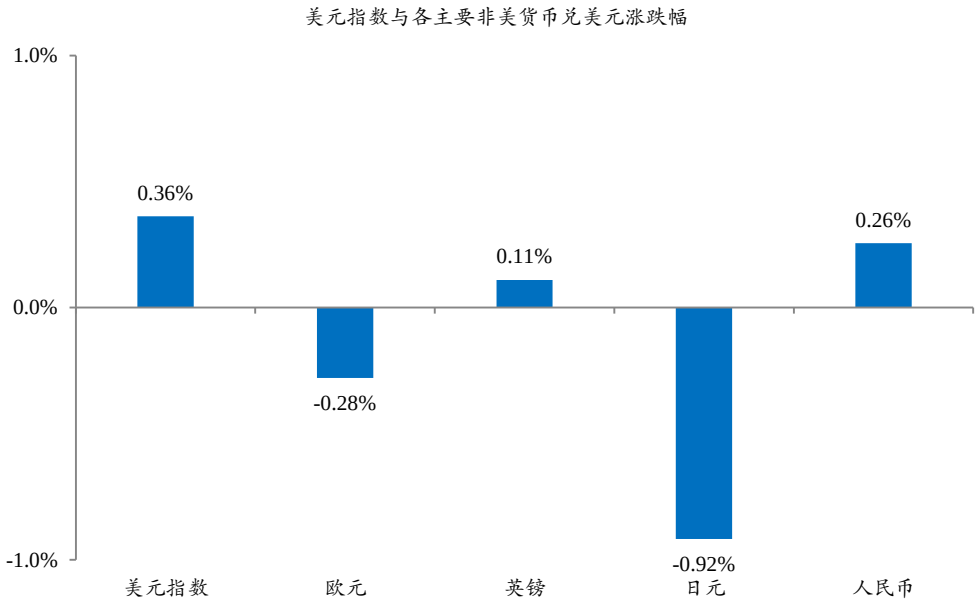


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.5、 人民币升值

上周，美元指数上升 0.36%至 90.54，欧元、日元兑美元分别贬值 0.28%和 0.92%，英镑和人民币兑美元分别升值 0.11%和 0.26%。

图10： 美元指数小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/