

旬度经济观察

——宏观环境依然有利

袁方¹

2021年2月10日

内容提要

1月新增信贷大幅扩张，中长期贷款持续抬升，同时票据利率上行，这一组合反映出实体经济信贷需求在加速恢复。

央行最新的货币政策执行报告显示未来将维持中性偏紧的政策基调，这意味着市场利率将在政策利率附近波动，社融增速全年有望温和回落两个百分点左右。

在经济基本面持续恢复，货币信贷尚难系统性转向的背景下，一季度权益市场有望维持偏强水平。

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、货币政策维持中性偏紧的基调

2月8日，中国人民银行发布了《2020年第四季度中国货币政策执行报告》。报告强调货币政策要“灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯”，并重申“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”，这意味今年整体的货币政策将维持中性偏紧的基调。

通胀层面，央行认为我国不存在长期通胀或通缩的基础。CPI去年降至零附近，“主要受疫情、猪肉价格波动、高基数等因素影响，2021年初还会受到春节错位的扰动，这些影响是短期、暂时的，待基数效应和供给扰动逐渐消退后，CPI有望回升趋稳。”与此同时，央行强调疫情以及防控措施会对供需两端产生冲击，短期物价仍需关注。整体而言，尽管当前工业品价格快速上行，但消费品价格温和，通胀引发货币政策快速调整的概率偏低。

短期利率走势层面，央行指出“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场7天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。”并进一步强调“在观察市场利率时重点看市场主要利率指标DR007的加权平均利率水平，以及DR007在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。”这是对近期央行缩量投放引发利率上行，以及DR007开盘价上调的回应，打消了市场对央行快速转向的担忧，DR007将在2.2%中枢附近波动。

防风险层面，央行认为“坚决遏制各类风险反弹回潮，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域风险演化为全国性风险”，央行在永煤事件上的处理是这一思路的具体体现。尽管当前华夏幸福、海航的违约持续对信用债市场形成冲击，

但央行对此保持必要的警惕，发生系统性金融风险的概率偏低。

房地产调控层面，央行坚持“不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”。当前部分一线城市房价上涨较快，相关地方政府已经出台具体政策进行调控，而在总量层面央行延续了此前对地产调控的态度。后续需关注全国房价上涨的情况，全国房价变化是否最终会带来央行货币政策的调整需密切留意。

此外，央行还强调深化利率、汇率市场改革，加强金融市场基础制度建设，推动金融机构改革。

整体而言，1月中旬以来市场对央行货币政策加速退出的担忧升温，而货币政策执行报告很大程度上缓解了这一担忧。未来货币政策将维持中性偏紧的基调，市场利率将在政策利率附近波动，社融增速全年有望温和回落两个百分点左右。

二、工业品价格有望维持强势

1月PPI环比为1.0%，较上月小幅回落0.1个百分点；PPI同比0.3%，较上月回升0.7个百分点。

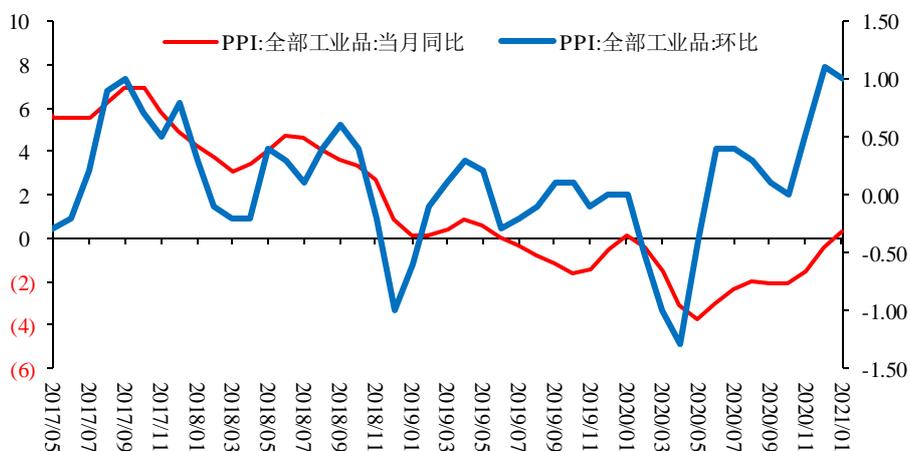
分项来看，受油价上涨的影响，石油和天然气开采业、石油加工、化学原料和化学制品涨幅居前，此外黑色、有色链条表现较强。

与此同时，1月流通领域生产资料价格回升，南华工业品指数走强。

本轮PPI的回升主要受到终端需求恢复叠加存货回补的影响，供应层面的约束放大了价格的涨幅。

往后看，考虑到全球需求的广泛恢复以及供应的缓慢响应，一季度工业品价格有望维持强势，这也将对相关行业盈利的改善形成支撑。

图1: PPI 同比和环比, %

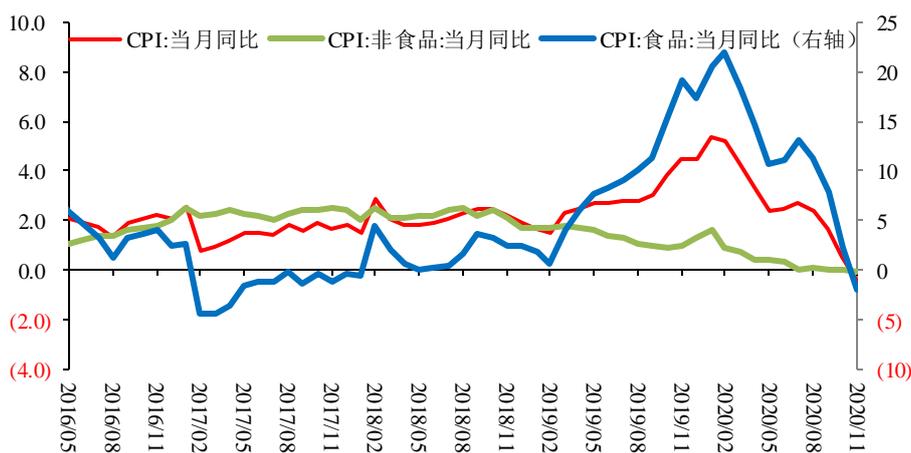


数据来源: Wind, 安信证券

1月CPI同比-0.3%，较上月回落0.5个百分点；核心CPI同比-0.3%，较上月下滑0.7个百分点，创历史新低。

拆解看，食品分项环比强于历史水平，而非食品分项环比显著弱于历史均值，进而使得整体CPI整体表现较弱。

图2: CPI 食品和非食品同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

食品分项中，受雨雪天气及疫情影响，鲜菜价格出现明显抬升；产蛋鸡存栏下降，以及外销受限推动鸡蛋价格大幅高于季节性；供应的缓慢响应叠加需求增加使得猪肉价格继续走强。

非食品领域的价格出现普遍回落，这主要和局部地区疫情扩散有关，比如交通和通信，教育文化和娱乐行业表现均显著弱于季节性。当然非食品价格同比增速的大幅回落主要受到春节错位的影响。

整体来看，偏弱的服务业价格对整体 CPI 形成拖累。考虑到较高基数以及服务业的缓慢恢复，一季度 CPI 同比将在零附近波动。

三、信贷加速投放，权益市场走强

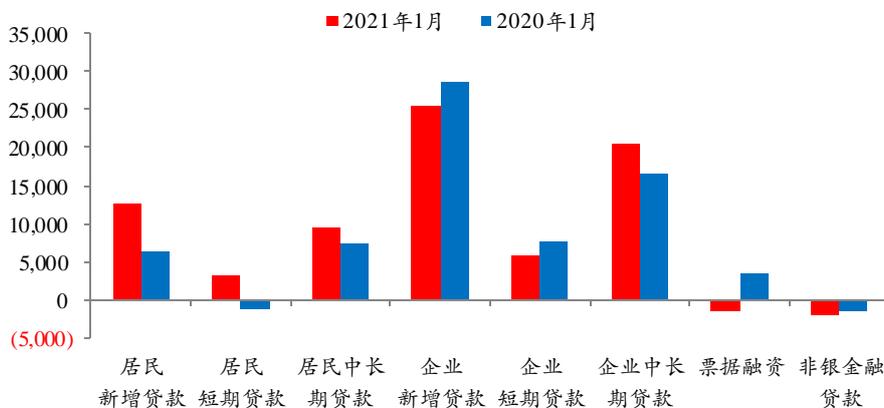
1月新增社融51700亿元，同比多增1165亿元；余额同比13%，较上月回落0.3个百分点。新增人民币贷款35800亿元，同比多增2400亿元，余额同比12.7%，较上月小幅回落0.1个百分点，信贷数据表现较强。

结构上看，新增人民币贷款、非标融资明显抬升，债券融资大致持平，今年专项债额度未提前下达，政府债同比大幅回落，是拖累社融增速的主要因素。

新增贷款的结构仍在优化，企业中长期贷款的增加是支撑贷款的主要力量，这也延续了去年8月以来贷款结构变化的趋势。同时居民中长期贷款大幅上升，显示居民部门资金加速流入房地产市场。

整体而言，1月信贷总量数据表现偏强，中长期贷款持续抬升，同期票据利率上行，这反映出实体经济信贷需求仍在走强。往后看，在“不急转弯”的政策基调下，全年信贷增速有望温和回落。

图3: 新增人民币贷款分项, 亿元



数据来源: Wind, 安信证券

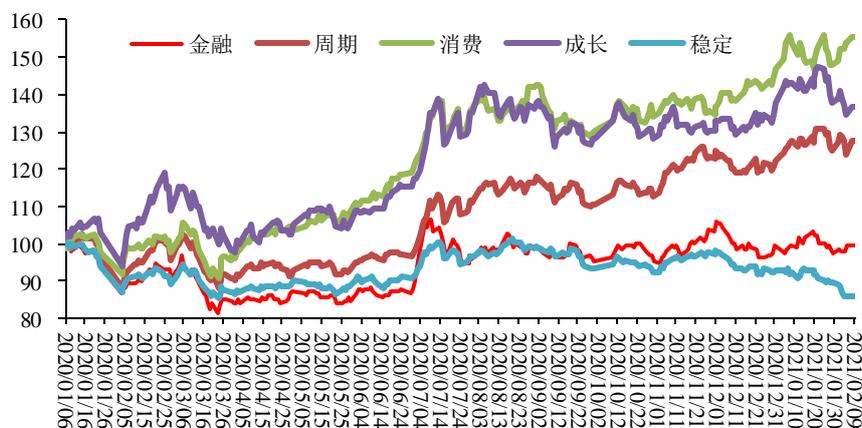
2月以来权益市场整体表现偏强, 经济的持续恢复带动周期板块如有色、化工、石油石化普遍上涨, 与此同时市场对流动性快速转向的担忧缓解, 消费板块也出现回升, 成长板块企稳。

经济基本面恢复, 流动性温和转向的宏观组合使得市场维持在相对活跃的水平, 市场系统向下的风险较低。

未来这一情况的打破需要关注经济恢复的进程, 经济填坑完成后将逐步回落, 这也将对上市公司盈利形成压制。此外, 未来通胀或较难引发货币政策的调整, 全国房价的走势对货币政策的影响值得关注。

不过整体而言, 经济的恢复在一季度仍将维持, 货币信贷的系统性收紧尚难发生, 这一背景下权益市场有望维持偏强水平。

图4: 各风格指数表现



数据来源: Wind, 安信证券

2月以来央行公开市场操作实现净投放,隔夜利率明显回落,DR001回落至2%以内,DR007围绕2.3%波动。

随着央行货币政策操作的正常化,债券市场的交易重心开始转移向信贷投放和经济恢复的情况,这两个力量共同推动短端和长端收益率波动上行。

从最新公布的信贷和社融数据来看,当前信贷投放积极,与此同时票据利率小幅抬升,这反映出经济恢复仍在延续,一季度债券市场收益率或将中枢抬升。

永煤事件对信用债市场的影响基本消退,二级市场信用利差稳步收窄,一级市场信用债发行回暖,但2月初华夏幸福债务违约再次对市场形成冲击。今年国

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_18079



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn