

国内宏观周报

货币市场上的“惊险一跃”

■ 核心摘要

1、全球新冠确诊超 1 亿例，国内“就地过年”政策出台。本周美国、英国疫情继续好转，但欧盟疫苗供应明显不足，供应之战正在打响。除了供应节奏问题外，市场还对未来疫苗有效性存在的不确定性表示担忧。本周中办、国办发布通知倡导“就地过年”，或将对经济活动产生影响：生产端年后开工有望提速，有利于平滑生产节奏；消费端交通出行及线下服务消费或仍将受到抑制，但“同城游”和物流需求有望得到提振；流动性方面春节取现需求较往年或有减少，银行负债端压力减轻。

2、工业生产稳中趋降，高炉开工率和南华工业品指数继续回落。本周美油小幅回落，布油略有上涨。本周中上游大宗商品价格回落主要遵循两条主线：其一，流动性趋紧的情绪向商品市场传导，资金利率上升对基本金属价格形成压制，并进一步加剧黑色系跌势；其二，钢材库存提高、盈利不佳，带动焦煤、铁矿石价格回落。临近春节，工业活动逐步放缓，不过“就地过年”影响下，年后开工节奏有望加速。本周农产品批发价格保持平稳，猪肉批发价连续第二周环比回落。

3、一、二线城市地产调控持续演绎，部分银行出现房贷额度吃紧。本周 30 城商品房成交面积环比小幅上行，上周百城土地供应有所反弹，但仍弱于往年同期。本周一线城市商品房成交面积持续上扬，房市依然火爆。年初部分一、二线城市房地产市场的高热度，不仅导致部分银行房贷额度触及上限，还引起了监管层关注，对宏观杠杆率上行的警惕在货币政策操作上有所显现。上海调控“组合拳”出手，再打数个“补丁”，杭州等城市也有相关措施出台。**2020 年房地产贷款增速回落，全年房贷占同期各项贷款增量的 26.1%，比 2019 年全年水平低 7.9 个百分点。**

4、本周资金市场可谓“惊心动魄”，流动性急剧趋紧。本周央行公开市场净回笼 2300 亿元，在连续多日净回笼后，周五当日央行终于出手实现净投放 980 亿元，随后资金紧张局面有所缓解。**本周市场发生了什么？**1) R001 利率突破利率走廊上限；交易所隔夜利率 GC001 盘中一度攀升至 9.99% 的高位；一年期股份制同业存单利率又回归至 MLF 上方。2) 资金市场情绪向金融市场传导，周四股、债、商品三杀。**为什么资金面会如此紧张？**1) 前期流动性宽松积累了较强的宽松预期，市场杠杆率上行，加剧本次资金紧张局面。2) 央行或在于“敲打”市场，而非货币政策急转掉头。**后续资金面会怎么走？**春节假期临近，资金仍然存在缺口，央行料将加大流动性投放力度。货币政策“不急转弯”，继续支持实体经济，确保政策的稳定性和一贯性具备较高确定性，全面收紧的概率较小。**本周各期限国债到期收益率全线上行，受资金利率飙升、流动性偏紧影响，短端承压，后续经济数据真空期，长端利率或将维持震荡。**

5、本周美元指数反弹，收于 90.54，本周累计涨 0.36%。人民币小幅升值，美元兑人民币即期汇率收于 6.4612；人民币对一篮子货币小幅上涨，收于 95.63，说明人民币偏强的态势依然不变。本周联合国贸发会议报告显示，2020 年中国 FDI 逆势增长 4%，超过美国成为全球最大外资流入国。外资持续涌入说明投资者对中国经济前景看好，有利于支撑人民币汇率。不过考虑到：1) 随着疫苗接种的继续，美国疫情已有明显好转迹象，结合拜登执政后的成规模财政刺激，美国经济有望逐步复苏；2) 中美博弈仍在继续，拜登上台并未完全改变对华强硬态度，其政府重启中美经贸关系亦将带来“新信息”。后续人民币继续大幅升值的可能性降低，更需关注高波动的风险。

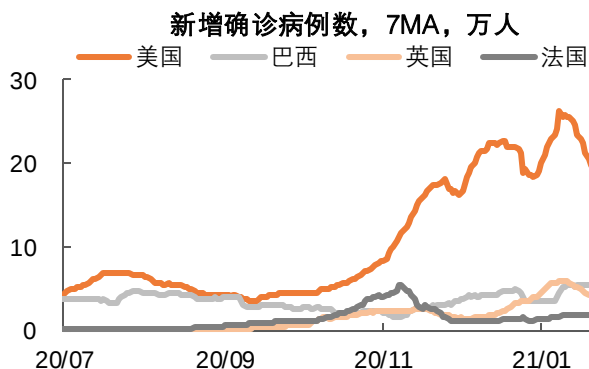
一、实体经济：部分银行房贷额度吃紧

1.1 中办、国办倡导“就地过年”

本周全球新冠确诊病例累计数已超过 1 亿例，疫苗推进节奏仍慢于疫情扩散。以色列、美国、英国等受益于疫苗的渗透，疫情正在边际好转（图表 1、图表 2）。但全球疫苗仍然紧缺，供应之战正在打响。辉瑞、阿斯康利暂时减少供应致使欧盟疫苗接种速度偏慢，以至于欧盟正在考虑通过法律途径阻拦疫苗出口。疫苗供应不及预期，未来有效性也存在不确定性。根据路透调查，多名分析师表示全球经济最大的风险在于疫苗被证明对变异毒株无效，这可能导致疫情卷土重来，全球经济脱轨。

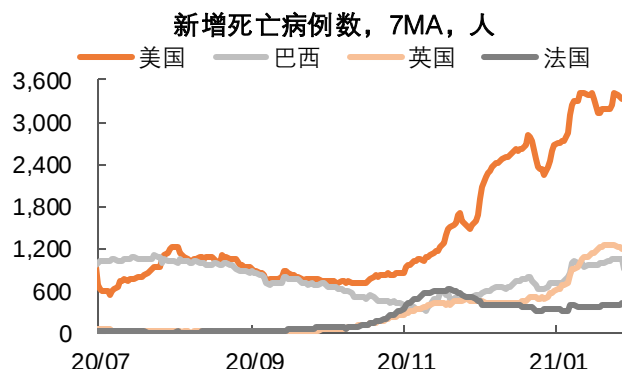
国内疫情趋缓，倡导“就地过年”。2021 年 1 月 29 日，全国新增确诊病例 106 例，黑龙江等地新增本土病例已有回落。上海市长龚正表示，上海疫情总体得到控制，闭环管理措施得到落实。本周中办、国办出台通知倡导“就地过年”，对疫情高、中、低风险地区群众返乡、出行做出相关规定。“就地过年”或将对经济活动产生一定影响：生产端年后开工有望提速，有利于平滑生产节奏；消费端交通出行以及线下服务消费可能仍将受到抑制，但“同城游”和物流需求有望得到提振；流动性方面春节取现需求较往年或有减少，银行负债端压力减轻。

图表1 本周美国、英国新增确诊新冠病例数大幅回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 本周英国新增死亡病例数见顶回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

1.2 工业品价格稳中有降

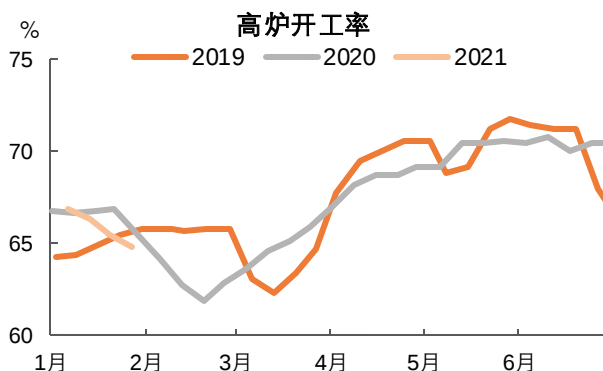
本周高炉开工率收于 64.8%，开年后连续三周回落（图表 3）。本周南华工业品指数收于 2578.96，相比上周跌 1.34%，中上游工业品价格继续回落（图表 4）。

本周美油、布油走势分化，WTI 原油价格收于 52.20 美元/桶，较上周跌 0.13%；布伦特原油价格收于 55.88 美元/桶，较上周涨 0.85%（图表 5）。本周 EIA 公布数据显示，上周美国原油库存意外大降 991 桶，疫苗接种也在加速，但疫苗接种进度依然不及预期，疫情防控限制出行，引发市场对原油需求的担忧。此外，本周美元走强也在一定程度上对原油价格形成压制。

本周资金市场收紧的情绪也传导至大宗商品，工业品价格多数回落，黑色商品领跌（图表 6）。动力煤价格回落主要是由于南方气温回升，居民取暖用电压力减轻。焦煤价格下挫主要受钢材产量缩减影响：钢厂盈利情况不佳，临近春节钢材需求季节性回落明显，且近期钢厂高炉检修现象逐步增多，令钢材总产量本周大降 13.83 万吨。螺纹钢价格也有所回落，Mysteel 数据显示，本周钢材总库存量（社库+厂库）1785.26 万吨，周环比增加 174.34 万吨（上周增加 91 万吨），

库存增幅明显扩大，致使钢价疲软，并带动铁矿石价格下挫。铜价亦有所回落，随着 1 月底下游工业企业假期陆续开启，有色金属或将进入累库阶段，对价格形成压制。

图表3 本周高炉开工率连续第三周回落



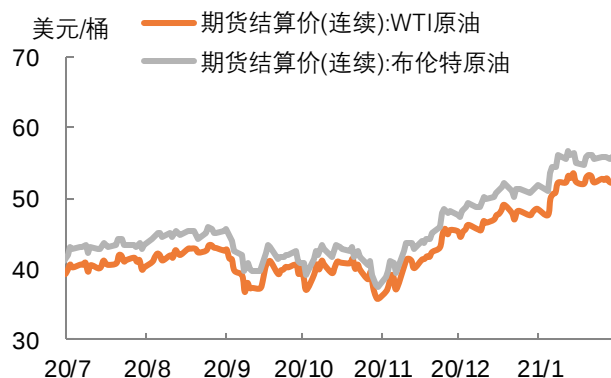
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 本周工业品价格稳中有降



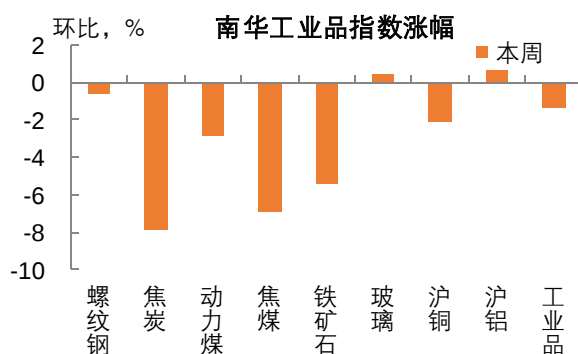
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周原油价格相对平稳



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周黑色商品价格领跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 部分银行房贷额度吃紧

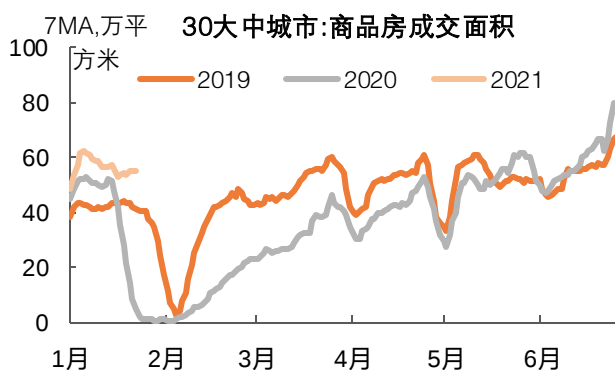
本周 30 城商品房成交面积环比小幅上行 (图表 7)。上周百城土地供应有所反弹，但仍弱于往年同期；百城土地成交依旧低迷，不过土地成交溢价率有所上涨。本周一线城市商品房成交面积持续上扬，房市依然火爆 (图表 8)。部分一、二线城市二手房交易量价明显上升。据贝壳研究院统计，2021 年 1 月，18 个重点城市链家二手房实际成交量环比增长约 23%。年初部分一、二线城市房地产市场高热度，不仅导致部分银行房贷额度触及上限，还引起了监管层关注，对杠杆率上行的警惕在货币政策操作上亦有所显现。

上海出台楼市调控“组合拳”，再打数个“补丁”。继上海上周发布《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》后，本周上海法拍房纳入限购；上海银保监局印发通知，要求各商业银行对个人住房贷款等进行全面自查，并报送和整改；此外，据 21 财经报道，上海已有大行因额度吃紧本月停贷的现象。除上海外，其他城市也有相关措施出台：杭州市发布《关于进一步加强房地产市场调控的通知》，从住房限购、住房限售、税收调节和无房家庭认定标准及高层次人才优

先购房政策等方面进一步加强调控；广州四大行房贷利率整体上涨，成都发布通告打击哄抬房价等行为；据第一财经报道，深圳部分银行已经停止个人按揭贷款投放，有额度的银行也要等到3月左右才能放款。

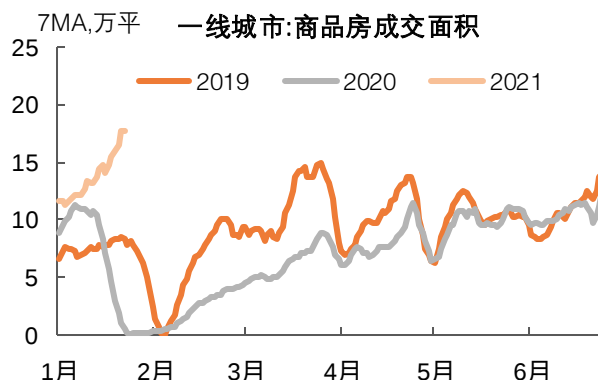
2020年房地产贷款增速回落，2021年在新规覆盖之下，地产贷款占比仍将受到约束。根据央行发布的数据，2020年末，人民币房地产贷款余额49.58万亿元，同比增长11.7%，比2019年末增速低3.1个百分点；**全年增加5.17万亿元，占同期各项贷款增量的26.1%，比2019年全年水平低7.9个百分点。**2021年中国银保监会工作会议指出，要保持宏观杠杆率基本稳定，将严格落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定。

图表7 本周房地产销售环比小幅上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 本周一线城市房地产销售继续上扬

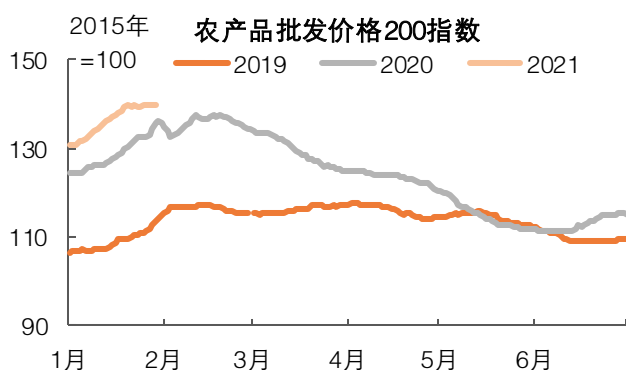


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.4 猪肉价格继续回落

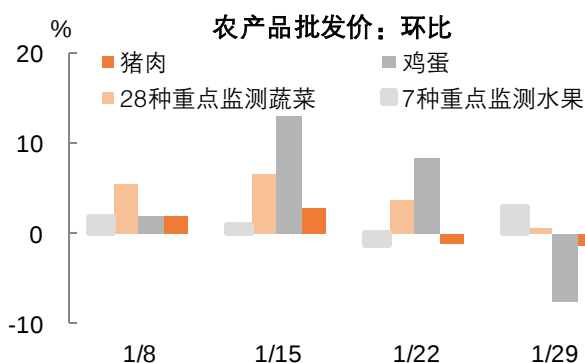
本周农产品批发价格指数保持平稳(图表9)。本周猪肉批发价环比跌1.34%，连续第二周环比回落(图表10)。当前猪肉价格迎来一些利空因素：**1) 生猪出栏加快。**自上周起，国内生猪价格开启下跌模式，养殖户恐慌出栏，致使猪肉供应增加。据中证报调研，猪粮比回落带来养猪利润减少，养殖户和养殖企业对产能恢复背景下猪价长期回落的预期不变，出栏意愿增强；**2) 需求旺季可能不及往年那么旺。**一方面，“就地过年”政策影响下，猪肉消费量可能不及往年；另一方面，北方部分地区仍受疫情扰动，防控措施升级，大型宴请、家庭聚集可能受到影响，或也将降低对猪肉的需求。**3) 2021年1月以来，储备猪肉投放力度较大，稳定猪肉供给。**本周蔬菜、水果批发价有所上涨，鸡蛋批发价大幅下挫。

图表9 本周农产品批发价格指数保持平稳



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 本周猪肉批发价格环比回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

二、 金融市场：单边宽松预期打破

2.1 货币市场：R001 利率升破利率走廊上限

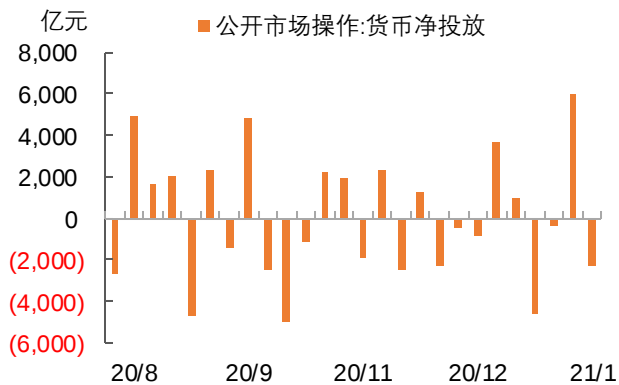
本周央行公开市场净回笼 2300 亿元（图表 11），在连续多日净回笼后，周五当日央行终于出手实现净投放 980 亿元，随后资金紧张局面有所缓解。截至 2021 年 1 月 29 日，本周 R007 利率和 DR007 利率较上周分别涨 186.94 个、80.83 个基点，R001 利率收于 6.59%，较上周大涨 403.04 个基点，升破利率走廊上限，资金面一度极其紧张（图表 12）。

本周资金市场发生了什么？周一至周四资金面持续偏紧：1 月 28 日，R007 利率和 DR007 利率分别飙涨至 4.83% 和 3.08%，R007 利率突破 SLF 利率走廊上限 3.20%；交易所隔夜利率 GC001 盘中一度攀升至 9.99% 的高位；一年期股份制同业存单利率从周三开始又上升至 MLF 政策利率 2.95% 上方，本周收于 3.04%。**货币市场紧绷情绪向金融市场传导：**本周四股、债、商品三杀，上证综指从周一收盘的 3624.24 点跌至 3500 点以下，南华工业品指数下挫，中债国债到期收益率各期限均上行。周五下午，SLF 操作利率上调的谣言引发市场震荡，盘中 10 年期国债活跃券 200016 收益率快速上行，至 3.20% 关口以上。央行辟谣后，A 股和国债市场尾盘迅速反弹，市场情绪极不稳定。

为什么资金市场会如此紧张？ 1) 前期流动性宽松积累了较强的宽松预期，致使市场杠杆率上行，加剧本次资金紧张局面。“永煤”事件以来，在央行超预期投放 MLF，以及交易所天量资金的助推下，资金面持续宽松，刺激了债市加杠杆行为，表现为“滚隔夜”。2021 年 1 月前半月，R001 和 GC001 成交量达 50780 亿元，环比升 12.8%。此外，上周四、周五隔夜利率和 7 天利率倒挂，说明市场预期春节前还有成规模资金投放。2) 央行此举或在于“敲打”市场，而非货币政策急转掉头。本周马骏表示有些领域的泡沫已经显现，与流动性和杠杆率变化有关。此前，央行行长易纲在接受新华社记者采访谈及“人民银行将如何平衡恢复经济和防范风险？”时表示，“从宏观上，要稳住宏观杠杆率”。近期，一线城市房价过快上涨，股市表现突出，引起央行对资产价格和宏观杠杆率过快上涨的警惕。此外，2021 年“就地过年”或将减轻银行取现压力，加之提前批专项债券迟迟未达，年初供给压力小，也使得央行不必采用过分宽松的政策来呵护市场流动性。

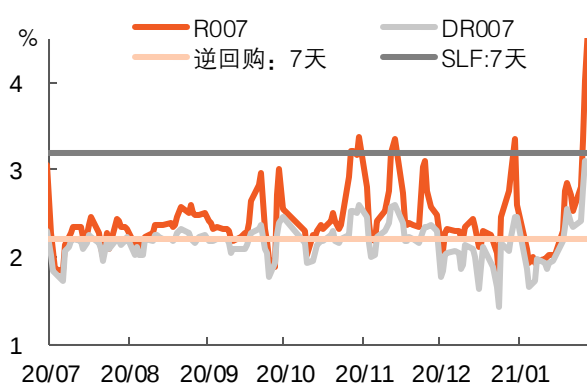
后续资金面怎么走？应主要关注财政资金和央行流动性投放：1) 税期高峰过去，月底财政资金投放，将给市场带来长钱；2) 本周资金市场的情绪已经引起了资产价格的波动，央行将有相应的维稳操作。此外，春节假期临近，资金仍然存在缺口，央行料将加大流动性投放力度。易纲在 2021 年 1 月 26 日的世界经济论坛“达沃斯议程”对话会上表示，货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中平衡，央行将确保采取的政策具有一致性、稳定性、一贯性，而不会过早放弃支持政策。这番表态给市场服下了“定心丸”。当前，社融增速已经见顶回落，信用风险事件依然频发，且实体经济依然需要央行流动性支持，央行货币政策转向可能会加大风险事件爆发概率。货币政策“不急转弯”，继续支持实体经济，确保政策的稳定性和一贯性具备较高确定性，全面收紧的概率较小。

图表 11 本周央行公开市场净回笼 2300 亿元



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 12 本周资金面急速趋紧



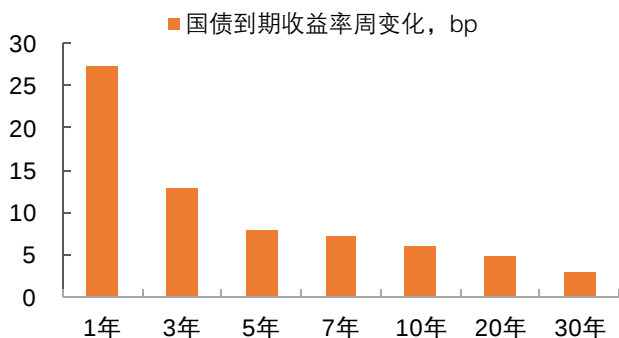
资料来源:wind, 平安证券研究所

2.2 债券市场：短端利率承压

本周各期限国债到期收益率全线上行，受资金利率飙升、流动性偏紧影响，短端利率承压（图表 13、图表 14）。本月以来，1 年期国债到期收益率走势基本同资金利率走势相一致，呈现出前低后高的特点：1 月上旬受到政府融资回落和银行超储回升的影响，资金面较为宽松，短端债券收益率持续下行；从中旬开始，受央行 MLF 缩量投放叠加缴税高峰影响，流动性有所收敛，短端收益率也逐步上行。而本月在经济向好却又有疫情扰动、社融见顶回落等因素的交织影响下，长端以小幅震荡为主。

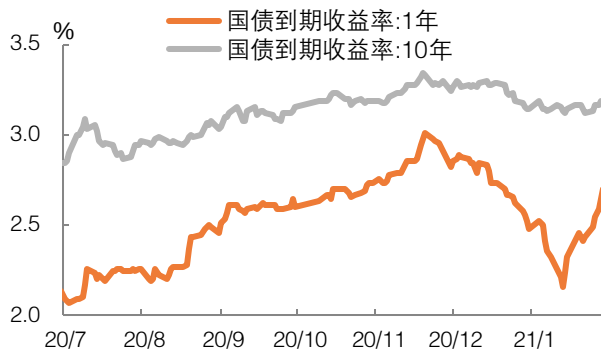
展望后续：就短端而言，近期央行的一系列动作之后，市场对“央妈”的敬畏之心多了一分。此前积累的一边倒宽松预期被打破，流动性或将回归紧平衡，而 M2 增速回落、信贷增速提升的组合或将使得短端利率承压；就长端而言，近期大宗商品环比增速趋缓、乘用车和地产销售有所回落，折射经济增长动能边际减弱，长端具备一定博弈空间。但年初经济数据处于真空期内，长端利率料将仍以震荡为主。

图表 13 本周各期限国债到期收益率全线上行



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表 14 本周短端利率承压



资料来源:wind, 平安证券研究所

2.3 人民币汇率：外资流入支撑人民币汇率

本周美元指数反弹，收于 90.54，本周累计涨 0.36%（图表 15）。人民币小幅升值，美元兑人民币即期汇率收于 6.4612；人民币对一篮子货币小幅上涨，收于 95.63，人民币偏强态势依然不变（图表 16）。本周联合国贸发会议报告显示，受新冠疫情影响，2020 年全球 FDI 总额约为 8590 亿美元，同比大幅缩水 42%；但中国 FDI 逆势增长 4%，达 1630 亿美元，超过美国成为全球最大外资流入国。外资的持续涌入说明投资者对中国经济前景看好，有利于支撑人民币汇率。不过考虑到：1）随着疫苗接种的继续，美国疫情已有明显好转迹象，结合拜登执政后的成规模财政刺激，美国经济有望

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_18338

