

流动性隐忧掣肘A股

券商：资金面无虞 结构牛可期



龙头股大幅回调

截至1月28日收盘，上证指数收报3500点，报3505.18点，跌幅1.91%；深证成指报14913.21点，跌幅3.25%。两市全天成交额回落至不足9200亿元。

从板块表现来看，28个申万一级行业中，除公用事业指数微涨0.07%外，其余板块全线下跌。其中，电气设备、电子板块跌幅均超过4%，有色金属、家用电器、机械设备、化工等板块单日跌幅超过3%。

多只龙头股深度回调。新能源明星宁德时代下跌5.28%，报369.90元，总市值回落至8617亿元；本周以来宁德时代股价累计下跌9.34%，总市值蒸发近900亿元。号称“油茅”的金龙鱼股价重挫8.74%，收报119.40元。“安防茅”海康威视盘中一度触及跌停，收盘下跌7.43%，报63.95元。

从市场整体情况看，沪深两市28日有1042只个股上涨，下跌个股多达2956只。北向资金连续三个交易日净流出，28日净流出64.05亿元，创出2021年以来单日净流出规模新高。本周以来北向资金累计净流出规模已超过92亿元。

近期表现强势的港股市场也迎来深度回调。28日港股三大指数低开低走，截至收盘，恒生指数下跌2.55%，报28550.77点；恒生中国企业指数下跌2.72%，报11334.03点；恒生香港中资企业指数下跌2.97%，报3920.30点。

资金价格涨声起

隔夜回购利率创近两年新高

●本报记者 罗皓

本周以来，央行通过公开市场操作持续净回笼资金，叠加前期缴税走款等因素影响，资金面进一步收紧，交易所回购利率全线上扬，隔夜品种创逾两年新高。市场上随之出现了对货币政策收紧、流动性拐点出现的猜测。

分析人士表示，流动性过度宽松时期已过，政策“不急转弯”不等于“不转弯”，但当前仍有必要保持流动性充裕。鉴于市场利率已触及利率走廊上限，央行加大流动性投放的窗口有望打开。

月末资金面趋紧

1月28日，交易所市场回购利率继续上扬。上交所质押式国债隔夜回购利率(GC001)盘初初破6%，日内基本在5%上方波动，尾盘快速拉升，一度升至9.99%，创逾两年新高。截至当日收盘，上交所、深交所回购利率几乎全线大涨。其中，GC001报7.145%，涨319个基点。

相比之下，28日银行间市场回购利率涨幅稍小，7天期利率有所回落。截至当日收盘，隔夜品种DR001上涨4.47个基点，报3.0487%；14天品种

在隔夜欧美股市重挫之后，1月28日A股未能走出独立行情，三大股指低开低走，深证成指、创业板指均跌逾3%。近期高歌猛进的港股同样受挫，恒生指数跌幅超过2.5%。

券商机构表示，市场回调与各方对流动性出现拐点的担忧不无关系，央行公开市场净回笼，资金利率飙升。就后市而言，预计流动性收紧的空间有限，A股依然处于结构牛市中，建议投资者将投资周期拉长，等待盈利预期进一步抬升后的介入机会。

●本报记者 胡雨

资金面紧张并非常态

昨日A股市场的全线回调与其说受到了海外市场大跌的影响，不如说是各方出于对市场未来流动性收紧预期的忧虑。

1月28日，央行公开市场开展1000亿元逆回购操作，当日有2500

亿元逆回购到期，净回笼1500亿元。

1月27日，央行公开市场开展1800亿元逆回购操作，净回笼1000亿元。算上此前两个交易日数据，本周以来净回笼逾5500亿元，与上周净投放近6000亿元形成鲜明反差。

国盛证券固收分析师杨业伟表示，流动性冲击更可能是阶段性的，预计未来央行将保持流动性合理充裕，资金面紧张并非常态。回顾央行1月以来的操作，总体上体现了维持流动性“不缺不溢”的态度。虽然短端利率有所回升，但预计不会是常态，央行收紧流动性的必要性和空间有限。

短期来看，杨业伟认为，未来几天将有较大规模的逆回购到期，预计央行会加大资金投放规模来平抑资金波动。而且考虑到春节前的资金缺口依然存在，央行可能在近期采取CRA、TLF等措施来释放临时流动性，或进一步加大公开市场投放。

兴业证券首席策略分析师王德伦认为，海外股市大跌是28日A股回调的诱因，而对于流动性的担忧、春节前获利了结的意愿也是市场波动加大的原因，缴税季、信贷高峰、春节等季节性影响叠加，本周以来资本市场始终偏紧。短期A股行情或将有所反复，但整体市场行情尚未结束。

招商证券认为，预计今年流动性边际收紧的确定性比较高，因为经济将持续强劲回升，货币政策须考虑逆周期调控。近期需要注意的风险主要有两个：一是业绩预告不及预期的标的，二是如果市场因为流动性紧缩导致持续调整，基金产品净值的回落可能引发部分基民赎回，进而引发股价

下跌、产品赎回的循环。

拉长周期等待介入机会

对投资者而言，龙头股回调是否还会持续？后市又应该如何把握结构性机会？

山西证券策略分析师麻文宇指出，目前A股依然处于结构性牛市，将出现快速调整的情形，建议投资者不宜恐慌，可将投资周期拉长，等待盈利预期进一步抬升后的介入机会。在配置方面，光伏板块依旧是中长期主线和短期热点板块，建议继续关注新能源板块龙头标的。另外，拥有长期逻辑的科技、医药题材中期或有超额收益，投资者可持有其中优质标的，静待盈利预期上升后的新一轮投资机会。

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳认为，当前处于年报披露期，题材股、高位股风险较大。同时从估值上看，抱团板块并不便宜，需要后期业绩兑现消化高估值。临近春节假期，提现需求增加，建议短期对于涨幅较大板块予以回避，关注业绩良好、前期涨幅较小的板块。

华安证券策略首席分析师郑小霞表示，短期波动或继续加剧，但市场本轮行情仍可期待，货币政策不具备显著收紧的条件。复苏主线和高景气板块仍有机会，建议关注三条主线：一是高景气周期的上游大宗商品和中游制造板块，如有色、化工、机械等；二是高景气度延续、业绩改善的成长科技板块，如军工、电气设备等；三是业绩增速改善，并具备持仓底和估值优势的金融板块。

一豆难求 豆企不能承受之“重”

●本报记者 张利静 马爽

近一个月来，豆制品食材涨价成为各地菜市场的热门话题之一。从生产角度来看，2020年四季度以来，各地豆腐作坊老板发布的涨价通知不断。有豆腐经营者表示：“大豆涨价，燃气涨价，实在撑不住了。”

市场人士反映，这是多年来除疫情停产外，第一次因为原料跟不上而停产。

大豆加工行业陷入困境

在各地农贸市场上，豆制品涨价已经持续了一段时间。

主要原料大豆涨价是主因。据了解，2020年黑龙江、安徽等大豆主产区供应持续紧张，新豆上市季一度出现贸易商抢货的情形，而农户惜售情绪升温，大豆价格持续上涨。

生意社数据显示，西南地区大豆零售价格已涨到6元/公斤以上。主产区黑龙江黑河市大豆价格在2020年从3.7元/公斤涨到了5.3元/公斤以上，当地不少豆制品企业表示面临资金及经营压力，有一些小作坊已经彻底退出。

期货是现货的影子。2020年大豆期货涨势更是火热。文华财经数据显示，2020年豆一、豆二期货主力合约分别上涨了49.70%、26.10%。其中，2020年四季度，豆一期期货月线连收三阳，月度涨幅分别为14.44%、8.48%、4.26%。

对一些豆制品企业来说，近几个月“一日一价”的大豆行情已经成为不能承受的成本之重。市场人士表示，与去年同期相比，每斤毛粮价格上涨了8角钱，直接结果就是豆制品利润不复存在。

“由于大豆价格太高，一些小的加工企业因为成本增加导致处于停产或半停产状态。高价无货状态甚至导致一些小型加工企业直接关门停产。”百川盈孚网农业研究部相关负责人表示，元旦前“一豆难求”的窘境让很多企业已接近停产，这是多年来除疫情停产外，第一次因为原料跟不上而停产。下游食品企业不断催单，但企业存储的豆量并不多。

“在2020年大豆价格涨幅超出市场预期预期的情况下，油厂原料采购成本大幅攀升，在价格自上而下传导的过程中，产成品价格涨幅明显落后于原料价格，令实力不济的中小加工企业陷入严重亏损的境地，苦不堪言。”宝城期货金融研究所高级研究员毕慧说道。

下游豆企利润遭侵蚀

上述负责人称：“对这些以大豆为主要原材料的企业来说，2021年的苦日子才刚刚开始，生产成本高企直接影响公司效益，因原料紧缺导致产能不够而引起下游作商的不满。没有原料而导致的停产，让很多小型加工企业只能停掉所有供应链。”

“2020-2021年度大豆价格涨势之快和涨幅之大在历史上较为罕见。”光大期货研究所农产品研究员周俊禹表示，在大豆价格快速上涨的过程中，对于上游农户和贸易商来说，因其手中有粮，具有较大话语权，因此可以通过频繁提价来将风险向下游产业链转移。而对于下游豆制品加工企业来说，由于终端消费市场产品同质化较严重，竞争较激烈，同时由下游向销售渠道的沉淀具有一定滞后性，这也意味着下游企业无法轻易地通过产品提价来覆盖原材料上涨

而增加的成本。

在周俊禹看来，2020年以来大豆价格上涨的背后逻辑主要包括两方面：其一，国内临储大豆库存见底，市场普遍预期供需情况偏紧；新冠肺炎疫情也在一定程度上限制了商品物流，俄罗斯大豆直到5月份左右才开始陆续重新恢复进口，虽然从6月开始，国储开始轮换拍卖，但并没有解决供应偏紧问题。其二，拉尼娜天气对全球大豆生产具有较大影响，美豆产量受损。我国国内南方产区减产较严重；东北产区虽然种植面积上升，但产量仅小幅增加，市场减产预期强烈。以上种种因素为国内贸易商和游资提供了挺价的信心。

此外，农产品加工行业进入门槛较低，附加值偏低，直接带来了利润率较低、议价能力较弱的行业特征。“在肉蛋奶菜中，豆制品涨价是最难的，现在卖豆腐的这么多，谁先涨价谁没生意。”一位熟悉豆企经营的人士表示。

近年来国内大豆加工企业被严重边缘化，除了少数几家竞争力较强的企业外，大部分国内大豆加工企业呈现出小、散、弱的特征，处于亏损或者亏损边缘，经营艰难。

百川盈孚网农业研究部相关负责人表示：“虽然近几年我国的大豆深加工产业取得了良好成绩，但在技术、装备等方面仍与世界先进水平有较大差距。目前我国大豆深加工能力不到10%，深加工产品科技附加值较低，大豆深加工产业链不完整。大豆价格大幅上涨，也会影响地租上涨，如果豆价涨幅跟不上，对中小农户来说也存在一定风险。”

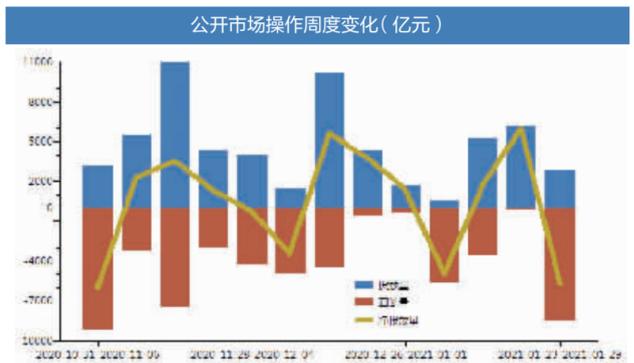
加速行业洗牌

从供需来看，百川盈孚网农业研究部相关负责人表示，我国目前的临储大豆量不足100万吨，难以应对市场需求。不过从国际市场来看，大豆这个行业迎来了新的变化，美豆加快了出口。长期看，我国对国产大豆需求较高，预计2021年大豆价格较平稳，即使下跌，幅度也不会很大。

豆企窘境再次证明企业做好风险管理的重要性。据毕慧介绍，在这一轮原料大豆价格上涨的过程中，大型有经验的加工企业积极运用期货市场套期保值，通过调配套保比率以及原料和产成品套保数量，不仅仅能够稳定企业的经营发展，也能够明显缓解原料大豆价格上涨给企业带来的成本压力。同时通过调配保值进行风险管理的需求，对产成品销售也能够起到积极的促进作用。

从企业应对角度，周俊禹建议，在小作坊式企业被迫出局之后，具有更加现代化的企业管理、更强且更系统抗风险模式的企业将在行业洗牌中占得先机，这次洗牌或许将促进行业龙头的发展。为了应对未来的更多挑战，合理运用套期保值进行风险管理和库存管理，进一步下沉渠道将是未来豆制品企业必须考虑的问题。

百川盈孚网相关负责人表示，应调整支持政策方向，由重点支持大豆种植环节、加工环节向支持整个大豆产业链转变。建立统筹大豆研发、种植、加工、营销贸易、仓储物流、公共储备等环节的一体化、一揽子财政补贴制度和税收优惠体系。鼓励、支持正规银行机构推广大豆产业链金融模式，促进大豆产业链、创新链、资金链深度融合，构建多元化金融支持新路径。加强农民专业合作社规范化建设，积极发展大豆产业领域中的生产、供销、信用“三位一体”综合合作。



DR014 上行 36.39 个基点，报 3.6383%；而7天期品种DR007下行 1.35个基点，报3.0801%，高于同期限央行逆回购操作利率。

本轮资金面收紧的过程可追溯至1月上旬。1月首周，央行回收了大部分跨年流动性后，银行间市场资金面率先收敛。1月下旬税期高峰前后，央行一度加大净投放力度，市场资金面短暂企稳。本周以来，央行重拾净回笼，市场流动性全面收紧。

谈及近期资金面紧张的现象，红塔证券首席经济学家李奇霖认为，主

要有四点原因：首先，1月中下旬是传统的缴税时点，财政存款上缴会回笼流动性；其次，央行公开市场操作释放出不希望继续宽松的信号；再次，1月信贷投放高速增长也导致了资金面紧张；最后，股票公募基金持续天量发行，也造成了资金面的紧张。

投放窗口将开启

作为流动性的重要补给渠道，近几日央行公开市场操作持续保持净回笼态势，本周前四日累计净回

笼超5500亿元，与去年底及本月税期高峰时段实施大笔净投放形成鲜明对比，引起了市场对货币政策“转向”的担忧。

日前有学者表示，去年股市在经济增速大幅下降的情况下走出牛市，以及近期上海、深圳等地房价上涨，均与流动性和杠杆率变化有关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要适度转向。

近期部分城市房价快速上涨已促使央行收紧了房地产领域信贷投放，同时，对房贷集中度的控制或将推动房贷利率走高，这些或将不可避免地带来广义流动性增速下滑。在广义流动性拐点已现的基础上，央行对银行体系流动性的态度将较为审慎，以防“钱溢出来”。中信证券明明团队也认为，防范房地产泡沫风险或成为流动性收紧的理由。

该团队也表示，考虑到货币政策取向仍强调“不急转弯”，预计短期内不会出现上调法定存款准备金率或加息这类紧缩政策。

同时也有市场人士认为，回购市场利率已触及利率走廊上限，从平抑市场过度波动的角度考虑，央行加大流动性投放的时间窗口即将打开，不必过度担心流动性会持续大幅收紧。

中国期货市场监控中心商品指数(1月28日)						
指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌 涨跌幅(%)
商品综合指数		98.19			98.85	-0.67 -0.68
商品期货指数	1332.82	1317.42	1334.15	1315.37	1337.52	-20.1 -1.5
农产品期货指数	1037.81	1029.33	1038.94	1027.83	1036.72	-7.4 -0.71
油脂期货指数	688.14	684.94	690.95	680.57	686.08	-1.14 -0.17
粮食期货指数	1700.7	1681.19	1702.65	1679.81	1698.34	-17.15 -1.01
软商品期货指数	708.15	700.32	708.41	697.24	708.44	-8.12 -1.15
工业品期货指数	1385.37	1370.84	1387.22	1367.2	1391.54	-20.7 -1.49
能化期货指数	584.64	584.47	586.2	580.25	586.59	-2.12 -0.36
钢铁期货指数	2232.78	2172.69	2233.98	2167.49	2240.56	-67.88 -3.03
建材期货指数	1460.37	1442.62	1463.35	1441.27	1464.29	-21.67 -1.48

易盛农产品期货价格系列指数(郑商所)(1月28日)						
指数名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌	结算价
易盛农期指数	1052.51	1052.87	1038.78	1040.87	-7.07	1043.76
易盛农基指数	1387.1	1398.18	1374.23	1376.98	-9.64	1379.58