

流动性估值跟踪： 年初以来央行资金投放的量价复盘

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 S1230520030001

2020年9月22日

总体情况

- **宏观流动性：** 1.上周逆回购净投放2600亿元，MFL净投放4000亿元；2. 市场利率方面，DR007回升0.19%至2.28%，再次高于7天逆回购利率；3. 9月LPR维持不变；4. 人民币相对美元继续升值。
- **A股市场资金面和情绪面：** 1.上周A股成交量和换手率均有所下降；2. 上周IPO和并购重组的数量有所增加；3. 两融余额较上周有所增加，再次接近1.5万亿；4. 北上资金大幅净流入108.3亿，产业资本重回净减持；5. 风格来看，上周中盘股、低PE、中价股、微利股表现最好。
- **A股和全球估值：** 从PB-ROE的角度来看，上周估值水平远低于盈利能力的行业分别为银行、建筑装饰、房地产、钢铁、建筑材料、公用事业、非银金融、农林牧渔、家用电器、机械设备。

一、宏观流动性

指标	流动性评级 (共五星)	流动性变动
1.公开市场	★★★★★	↗
2.外汇占款	★★★★★	↘
3.信用派生	★★★★★	↗
4.货币市场	★★★★★	↘
5.国债市场	★★★★	↘
6.信用债	★★★	↗
7.理财市场	★★★★★	↗
8.贷款市场	★★★★	→
9.外汇市场	★★★★★	↗

二、A股市场资金面和情绪面

指标	流动性评级 (共五星)	流动性变动
1.A股成交	★★★★★	↘
2.产业资本	★★★★	↗
3.基金发行	★★★★	↗
4.杠杆资金	★★★★	↗
5.海外资金	★★★★★	↗
6.大宗交易	★★★★★	↗
7.股票质押	★	↗
8.风险偏好	★	↗
9.股票供给	★★★★★	↗

三、A股和全球估值

指标	估值评级 (共五星)	估值变动
1.上证指数	★★★	↗
2.深圳成指	★★★★★	↗
3.创业板指	★★★★★	↗
4.标普500	★★★★★	↘
5.道琼斯工业指数	★★★★★	↘
6.纳斯达克指数	★★★★★	↘
7.恒生指数	★★★★★	↘
8.日经225	★★★★★	↘
9.英国富时100	★★★	↗

注：流动性星级评分是客观根据最近两年数据的分位数，如一星表示小于20%，五星表示大于80%
 估值星级评级客观根据最近十年数据的分位数（周度更新），如一星表示小于20%，五星表示大于80%

目录

■ 本期关注：年初以来央行资金投放的量价复盘

■ 宏观流动性

■ A股市场资金面和情绪面

■ A股市场估值

■ 海外市场估值

■ 风险提示

本期关注：年初以来央行资金投放的量价复盘

量：今年以来央行货币投放以回笼为主

今年以来，央行货币投放量总体以收紧为主。截至8月底，央行货币净回笼3377亿元；截至9月18日，共回笼4609亿元。

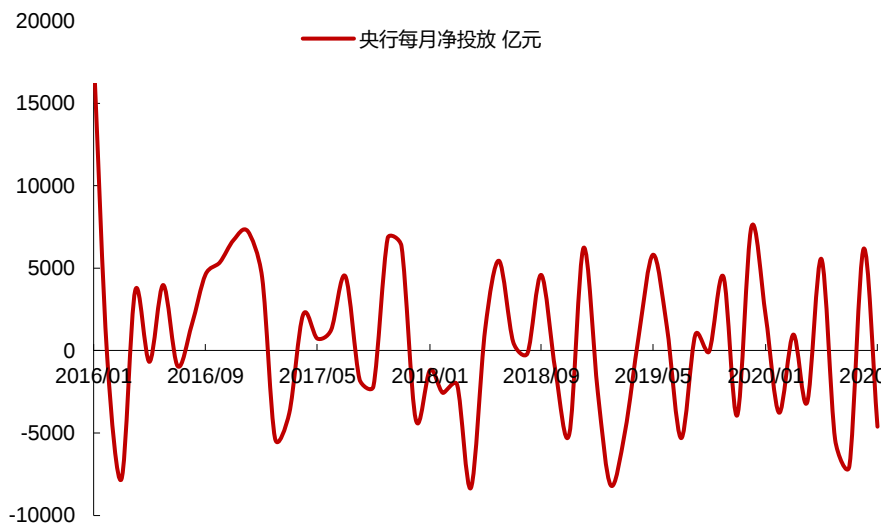
逆回购（操作基本以周为频度）：9月份逆回购到期量较多，共回笼资金量17600亿元。截至8月底，央行通过逆回购净投放2600亿元。

MLF（操作基本以月为频度）：今年MLF在疫情爆发的前三个月净投放6000亿元，疫情缓和的4月至6月净回笼7400亿元。8月份开始，MLF再次超额续作，8月以来总共净投放5500亿元。

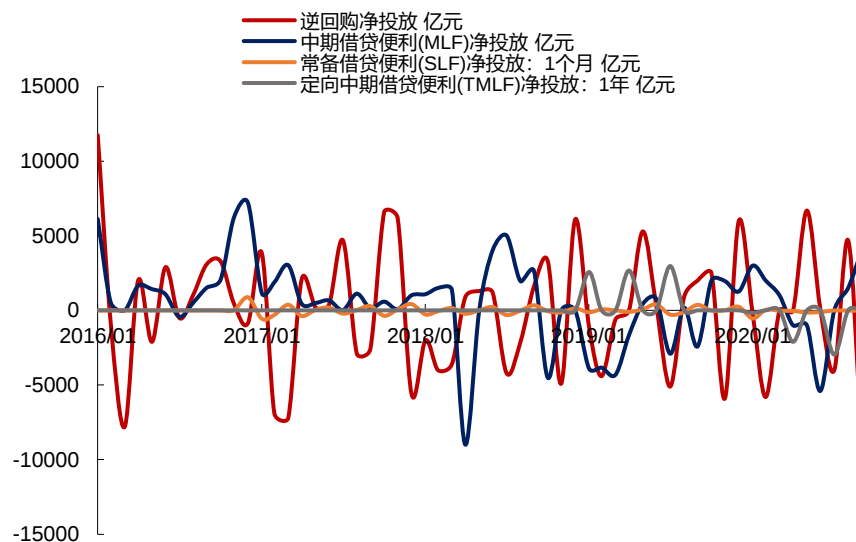
SLF（操作基本以月为频度）：SLF每次操作金额相对较低，今年以来以净回笼为主。截至9月18日，SLF净回笼9.5亿元。

TMLF（操作基本以季为频度）：自2019年初第一次操作以来，TMLF一般每季度操作一次。今年以来TMLF以回笼为主，1月、4月和7月总共回笼5260亿元。

图：央行货币净投放



图：货币政策工具净投放



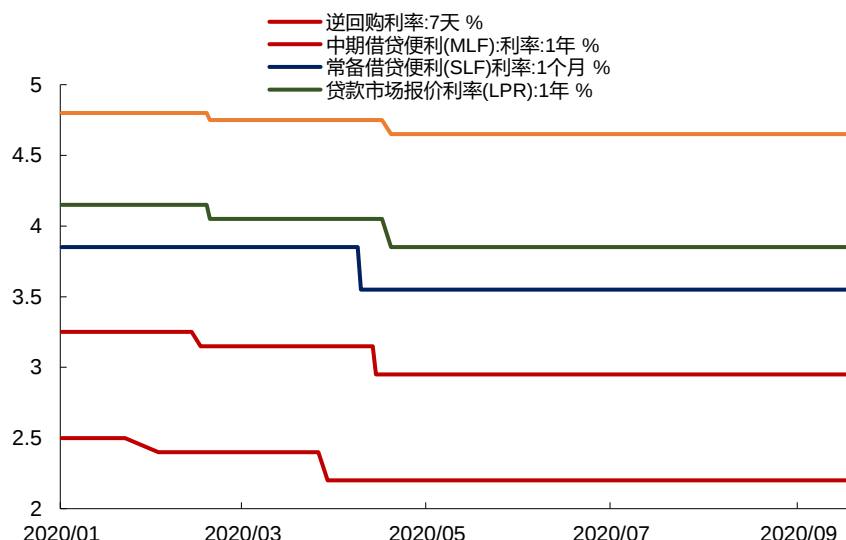
价：今年以来资金利率V型走势

政策利率保持定力：自年初疫情爆发以来，为应对疫情对经济造成的冲击，央行分别于2月和4月两次调低货币政策利率（LPR）。但随着国内疫情逐步得到控制，企业开始正常复工复产，央行维持着较高的政策定力。自5月以来，LPR/MLF已经连续5个月保持不变。

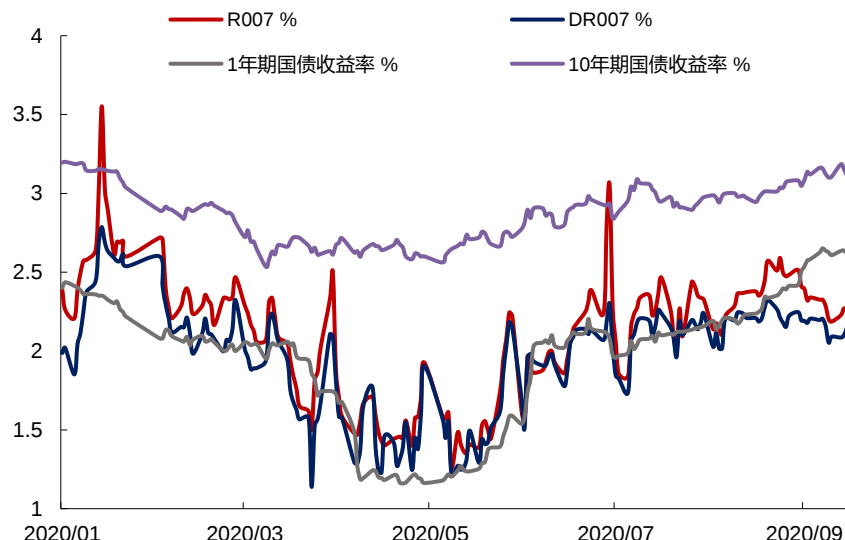
资金利率V型走势：2020年年初到5月份，资金利率和债券利率大幅下行；5月之后，触底回升到目前为止已超过年初的利率水平。

短期流动性仍有边际趋紧的迹象：随着疫情好转，国内经济复苏，DR007在大幅攀升之后本周又重回2.2%以上，超过了7天逆回购利率，我们认为，在一定程度上隐含了投资者对流动性收紧的预期。

图：政策利率



图：资金和国债利率



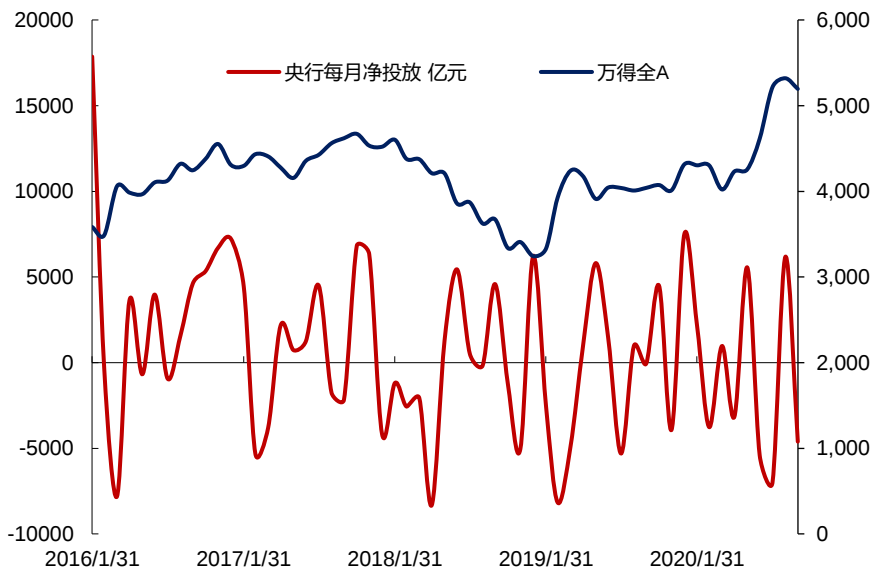
历史复盘：A股表现和资金投放的相关性如何？

结论上，我们认为，复盘2016年以来A股和资金投放的相关性，央行每月货币净投放、净回笼量基本稳定在10000亿元以内，对股票市场的影响存在着传导的阻碍和时滞，从数据上来看两者的相关性较弱。

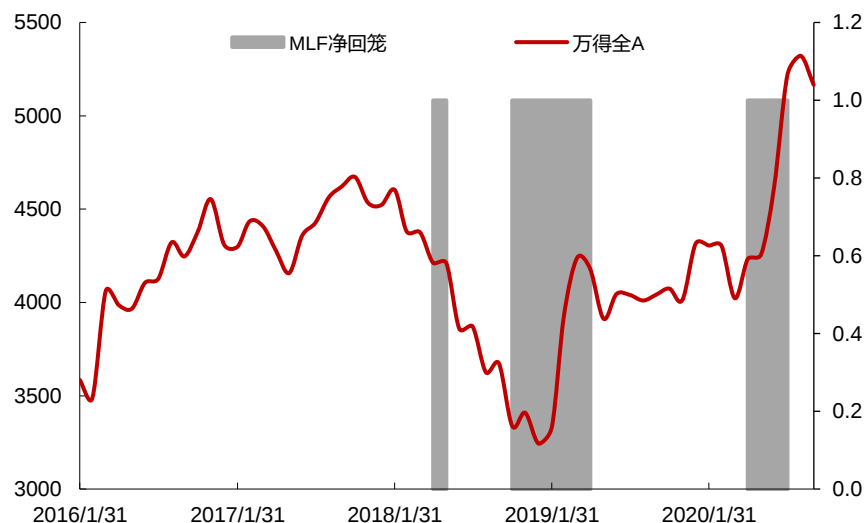
逆回购和指数相关性较弱。央行每周都要进行逆回购操作，操作频率较高。从历史数据上来看，逆回购投放或回笼的资金波动较大，整体上对A股趋势没有显著影响。

中期借贷便利净回笼时期，往往指数有较好的表现。MLF每个月投放一次，相对受市场关注。首先，MLF利率对LPR利率有一定的指引意义。其次，MLF净回笼的时期，往往表示市场的流动性相对比较充沛，从历史数据来看万得全A在MLF净回笼的时期大概率能走出一轮上涨行情。

图：央行货币净投放与万得全A



图：MLF与万得全A



数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所

宏观流动性

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_2400

