



宏观周报

每周资本市场分析

——2021年9月12日

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: Panjing@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

《德邦证券宏观专题: 美联储货币政策框架和利率体系》

《德邦证券宏观专题: 本轮 taper 如何循序渐“退”》

《年底 taper 预期升温: 7月 FOMC 纪要速评》

投资要点:

- **虚假的 taper:** ECB 将 2021 年欧元区增长目标由 4% 上调至 5%，通胀 (HICP) 目标由 1.5% 上调至 2.2%，但对明后两年增长、通胀目标未有明显上修。总体看，此次欧央行 PEPP 的校准更多是对今年经济在宽松货币政策支持下稳健复苏的肯定，但欧元区经济复苏步伐相对于美国仍有滞后，其真正的 taper 历程道阻且长。**真实的 taper:** 9 月 22 日美联储将进行 FOMC 议息会议。纽约联储最新的机构调查 SMP 表明市场对 taper 的中值预期为明年 1 月，而 7 月 FOMC 纪要与 8 月 Jackson Hole 则暗示年内加息。
- **货币政策应对:** 信用周期已在平滑筑底、信贷和社融增速或在四季度抬升。(1)“市场信用”(企业信贷和企业债净融资之和)已在 5 月份度过拐点;(2)9 月至 12 月加速发行的地方政府专项债推动社融增速在四季度走高;(3)8 月份“信贷多增、票据不弱”的格局或延续，针对中小微企业的“政策性支持票据融资以缓解流动性”的定向“宽信用”政策和总量政策趋松的并行不悖。
- **权益市场:** 目前经济整体动能放缓的趋势较为确定，但广义流动性不宽松。建议关注两个方向：1、“均值回归”；前期政策对部分行业的影响较大，互联网、医药、白酒等板块的调整进入新阶段，赛道估值已来到相对低位，具有长期价值的、被情绪错杀的优质标的可在左侧逐步布局；2、“政策主题”，“共同富裕”视角下的碳中和相关的新能源、光伏等市场空间增量较大的方向以及“专精特新”赛道的高端工业、新材料、创新药、新能源车、半导体等。**债券市场:** 在四季度碳减排定向支持工具等创新型货币政策工具仍然给予市场“定向降息”想象空间，且未来 4 个月“降准”可能性并未完全打消的情况下，中债收益率并未穷尽下行的空间。
- **风险提示:** 若三季度至四季度通胀率“二次冲高”，或狙击央行货币政策宽松的节奏；国内外疫情扩散超预期。



内容目录

1. 海外：真假 taper.....	3
2. 国内：“货币趋宽、财政趋快、监管趋严”.....	4
2.1. 金融监管.....	4
2.2. 财政政策.....	4
2.3. 货币政策.....	4
3. 国内：结构性“定向宽信用”精准滴灌流动性.....	4
4. CPI 预计平稳，PPI 年末或回落.....	5
5. 市场启示：A 股市场震荡中枢或上移、债券收益率未穷尽下行空间.....	6
6. 风险提示.....	6

图表目录

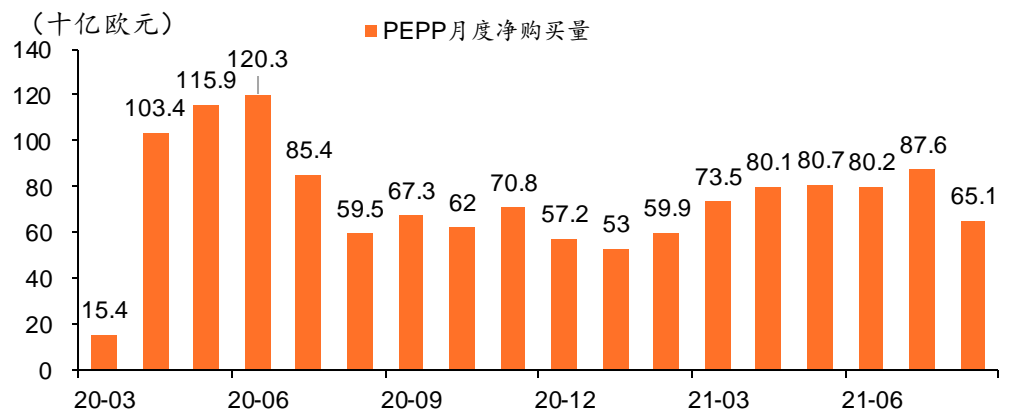
图 1：放缓 PEPP 购债速度并非 taper.....	3
图 2：PEPP 累计购买量与计划规模.....	3
图 3：截止 2021 年 Q2 支小再贷款余额环比下降.....	5
图 4：社融和 M2 之差惯性回落提供做多债券的安全边际.....	5
图 5：CPI 同比继续回落.....	5
图 6：PPI 同比新高.....	5
图 7：行业估值分位.....	6
图 8：周涨跌幅排名.....	6

1. 海外：真假 taper

虚假的 taper。9月9日，欧央行议息会议宣布维持三大基准利率与1.85万亿欧元的PEPP总购买规模不变，但声明将在Q4放缓PEPP购债速度。行长拉加德表示，放缓PEPP购债速度并非taper，而是re-calibrate（校准），同时承诺至少维持资产购买至2022年3月。此外，ECB将2021年欧元区增长目标由4%上调至5%，通胀（HICP）目标由1.5%上调至2.2%，但对明后两年增长、通胀目标未有明显上修。总体看，此次欧央行PEPP的校准更多是对今年经济在宽松货币政策支持下稳健复苏的肯定，但欧元区经济复苏步伐相对于美国仍有滞后，其真正的taper历程道阻且长。

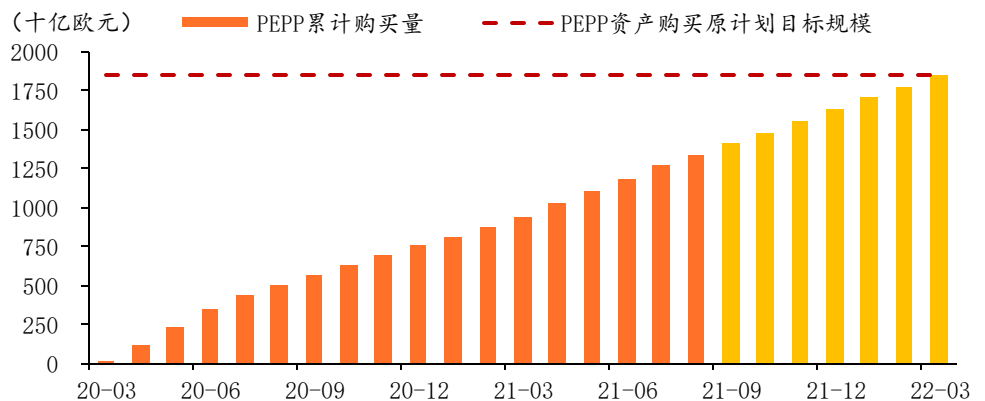
真实的 taper。9月22日美联储将进行FOMC议息会议。纽约联储最新的机构调查SMP表明市场对taper的中值预期为明年1月，而7月FOMC纪要与8月Jackson Hole则暗示年内加息。从信息传递的路径看，9月FOMC会议大概率释放“将在下次会议上讨论taper”的信号，在疫情受控、飓风对劳务市场冲击确立为暂时性的乐观条件下，11月FOMC或官宣“12月taper”。不过考虑到市场较为充分的预期，taper对市场的扰动或较为缓和。

图 1：放缓 PEPP 购债速度并非 taper



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：PEPP 累计购买量与计划规模



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 国内：“货币趋宽、财政趋快、监管趋严”

2.1. 金融监管

有序净值化：理财业务按照监管导向有序转型，净值化转型力度加大，风险持续收敛。截至7月末，净值型理财产品占比已超过80%；同业理财较峰值缩减96%；保本理财、不合规短期产品规模均较资管新规发布时下降超过98%。

强化风险管理：9月8日发布的《理财公司理财产品流动性风险管理办法（征求意见稿）》提及了强化理财业务的流动性风险管理，一方面提高了资金兑付能力，另一方面在金融产品关联程度加强的背景下，防范风险跨市场、跨产品传染。

2.2. 财政政策

加快债券发行：下半年发行的专项债券规模将高于去年同期，发改委指导督促各地方对今年后几个月拟发行专项债券的项目，推动专项债券发行后尽快投入项目建设。高质量做好明年专项债券项目准备，争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实工作量。

2.3. 货币政策

货币的“量”：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，搞好跨周期政策设计，统筹考虑今年和明年货币政策的衔接。“今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动”。

货币的“价”：通过言行一致的操作和预期管理稳定了市场预期，判断流动性最重要的市场利率维持平稳，且维护货币市场平稳运行所需要的流动性的总量持续下降，DR007维持平稳运行。

“跨周期”调节：加大再贷款再贴现等工具的定向对重点领域和薄弱环节的政策支持，进一步使用两项直达实体经济的货币政策工具，用好国务院常务会议提出的新增3000亿元支小再贷款额度，设立碳减排支持工具。

落地“再贷款”：9月至12月央行新增3000亿元支小再贷款，以5.5%左右的贷款平均利率、采取“先贷后借”的发放给符合条件的地方法人银行，支持其增加小微企业和个体工商户贷款。

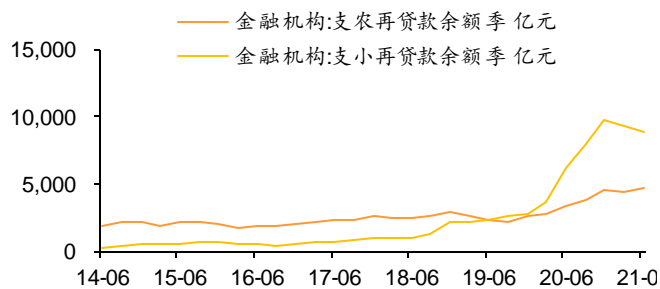
3. 国内：结构性“定向宽信用”精准滴灌流动性

“价格型工具”谨慎、政策利率暂时无“降息”的倾向。从本次新增小微企业优惠贷款利率要求在5.5%来看，高于7月份新发放的普惠小微企业贷款利率4.93%，表明当前的市场利率水平处于央行“合意”的政策区间内，短期对动用价格工具开展“降息”比较谨慎，总量型“降准”工具和结构型政策“精准滴灌”或推动信贷增速上移。

信用周期已在平滑筑底、信贷和社融增速或在四季度抬升。(1)“市场信用”（企业信贷和企业债净融资之和）已在5月份度过拐点；(2)9月至12月加速发行的地方政府专项债推动社融增速在四季度走高；(3)8月份“信贷多增、票据不

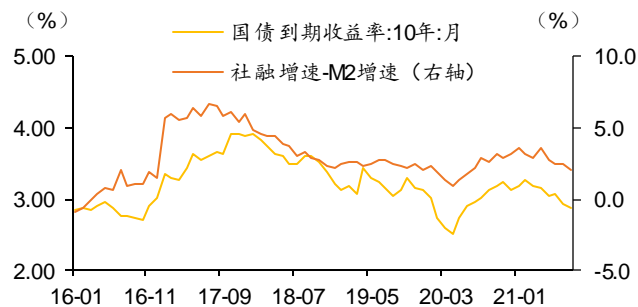
弱”的格局或延续，针对中小微企业的“政策性支持票据融资以缓解流动性”的定向“宽信用”政策和总量政策趋松的并行不悖。

图 3：截止 2021 年 Q2 支小再贷款余额环比下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：社融和 M2 之差惯性回落提供做多债券的安全边际



资料来源：Wind，德邦研究所

4. CPI 预计平稳，PPI 年末或回落

疫情干扰下 8 月 CPI 增速继续下滑：8 月 CPI 同比增速 0.8%，较上月回落 0.2 个百分点。CPI 增速继续下滑，核心 CPI 也开始出现回调，一方面是受到去年猪价基数较高同比大幅回落的影响，另一方面是 8 月疫情冲击影响消费需求。食品项来看，目前猪肉供给逐渐趋于充足且稳定，需求端来看，8 月疫情与汛期干扰已过，随着 9 月“双节”到来，供需有望实现平衡，对猪价形成一定支撑，带动食品项 CPI 维持稳定。非食品项来看，短期因素扰动的消失将使服务业出现短期小幅反弹，中长期看，成本端高涨而收入端需求不足，挤压了中下游企业的盈利空间，投资端数据显示企业对于未来补库存、投资扩产的预期调整更加谨慎。受制于总需求的孱弱，上游成本向下游传导的路径并不通畅。叠加去年下半年的基数效应，预计 CPI 将维持较为稳定的态势。

减产与需求不足导致 PPI 持续回升：8 月 PPI 同比增速 9.5%，较上月回升 0.5 个百分点。PPI 生产资料环比继续回升，生活资料环比与上月持平。供给端煤炭、有色产业的限产导致上游生产资料价格高企，而需求不足，价格传导不畅，供需错配仍未解决，叠加碳中和推进，预计生产资料价格仍将高企。9 月国际油价仍然维持高位，在疫情影响逐渐被平滑，社交需求稳步回升的情况下，油价或仍有上涨空间；国内煤、钢、铝等由于限产而供给不足的情况预计将随着国内纠正运

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_26563

