

2021年10月16日

证券研究报告

降准概率降低，周期热度下降 ——流动性与估值洞见第3期

国海证券研究所

胡国鹏(分析师)

S0350521080003

袁稻雨(分析师)

S0350521080002

hugp@ghzq.com.cn



预见未来,助力成长



扫码关注微信公众号

◆ 全球宏观流动性

- 美联储明确讨论QE路线，预计11月的FOMC会议上将正式公布，尽管开启Taper已成共识，但美联储官员对何时开始加息仍存较大分歧，半数美联储官员认为将在2022年底前加息。10月14日美联储公布了9月FOMC会议的会议纪要，进一步强化了美联储将于11月初开始Taper的预期。美联储官员对今年年内开启Taper形成一致共识，没有委员倾向放缓或延后Taper节奏。如果在11月的FOMC会议上正式宣布，11月中旬至12月中旬之前开启是合适的，直至明年年中正式结束购债。当前，全球银行间流动性仍保持宽松态势，TED利差持续下降，各期限LIBOR利率保持低位。近两周美债收益率出现跳升，欧债收益率同样保持上行。10月以来美元指数持续回升，欧元、英镑、日元汇率维持震荡态势。

◆ 国内宏观流动性

- 从量上来看，9月社融信贷数据进一步趋弱，经济疲软拖累融资需求，宽信用仍需等待。9月存量社融增速10.0%，相比8月进一步下滑0.3个百分点，已经连续三个月出现下降，经济疲软拖累融资需求以及金融地产领域的强监管是主要原因。M2与M1剪刀差持续走阔，M1创20个月新低，地产销售快速下行、消费疲软、信贷低迷是M2、M1增速不及预期的主要原因。国庆后央行在公开市场开始货币净回笼，央行等额续作到期MLF。央行在三季度金融统计数据发布会回应了恒大债务风险化解、房地产金融政策、四季度流动性缺口、通胀形势等问题，四季度降准预期基本落空，地产政策边际上有放松的可能。
- 从价上来看，市场利率保持在政策利率以下。9月下旬以来DR007围绕2.2%的7天逆回购利率窄幅波动，当前资金面仍相对保持宽松态势，央行保持稳健中性政策基调。短端利率基本保持稳定，近两周R007利率除去在9月末出现短暂跳升外，基本保持稳定。同期各期限Shibor利率走势未出现较大波动。实体利率方面，国庆节后十债利率出现明显上行，逼近3%。发行利率方面，9月下旬至今主要发行利率走势分化，短端发行利率明显走低，长端发行利率先上后下，窄幅波动。9月下旬以来人民币汇率小幅升值。

◆ 股票市场流动性

- 从资金需求角度来看，近两周IPO节奏有所加速，定增公司家数下降但募资金额增加，产业资本净减持规模环比明显减少。10月解禁压力相较9月有所增加。
- 从资金供给角度来看，新发基金方面，近两周权益型基金发行合计约687亿，基金发行规模小幅下滑。10月有22只权益型基金等待发行，按照募集目标计算，若全部募集成功合计有望为市场带来540亿左右的增量资金。融资余额有所下降，ETF延续净流出态势。近两周北向资金延续净流入态势，净流入规模约43.95亿，主要流入食品饮料、银行；南向资金主要流入传媒、休闲服务行业。

◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，9月末股权风险溢价高于均值，围绕2.3%上下浮动。9月末以来各指数换手率小幅下行，近两周市场交易情绪持续降温。近两周市场显著下行，权益型基金收益均跑输大盘。9月下旬以来A股涨跌家数比维持低位，市场赚钱效应较差。从全球角度来看，9月下旬美国标普500波动率震荡下行，黄金价格有所回升，比特币价格上行。
- 估值方面，9月底以来全球重要指数估值分位表现分化，同全球主要指数估值相比，创业板估值处于高位，其他主要指数估值仍偏低。从A股指数看，9月中旬以来市场整体估值有所回落，中小市值估值下降明显。从行业看，近两周消费板块呈现明显回暖迹象，估值水平显著抬升，其中食品饮料估值抬升幅度达到9.7%，而前期表现良好的钢铁、化工、有色等强周期板块估值水平大幅回落，其中钢铁估值水平跌幅达到18.7%。
- 风险提示：流动性收紧超预期；经济发展不及预期；中美摩擦加剧；疫情超预期恶化。

目录

- 全球宏观流动性
- 国内宏观流动性
- 股票市场流动性
- 风险偏好与估值水平

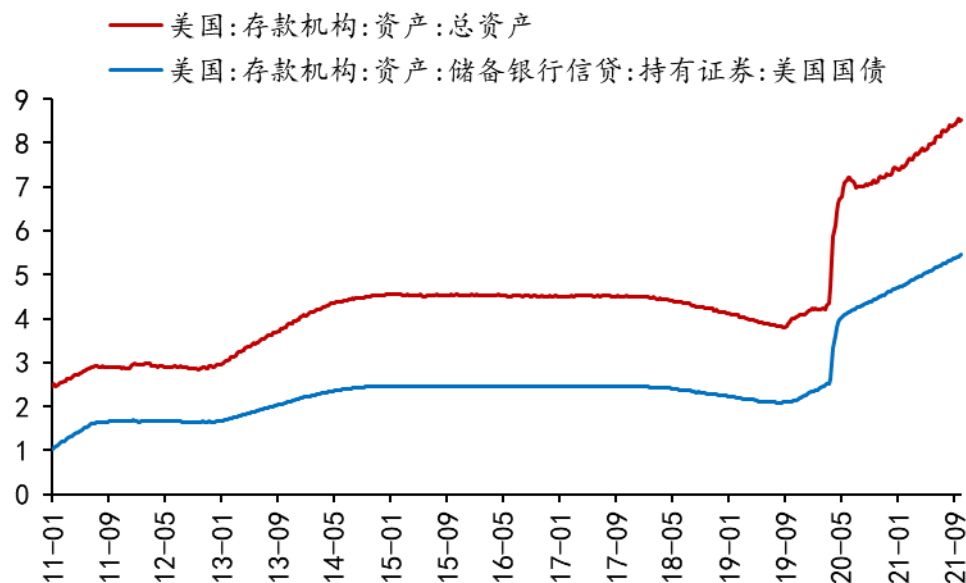
□ 核心结论

- 美联储明确讨论QE路线，预计11月的FOMC会议上将正式公布。10月14日美联储公布了9月FOMC会议的会议纪要，进一步强化了美联储将于11月初开始Taper的预期。具体来看，美联储官员对今年年内开启Taper形成一致共识，没有委员倾向放缓或延后Taper节奏。如果在11月的FOMC会议上正式宣布，11月中旬至12月中旬之前开启是合适的，直至明年年中正式结束购债。
- 尽管开启Taper已成共识，但美联储官员对何时开始加息仍存较大分歧，半数美联储官员认为将在2022年底前加息。本次FOMC会议中，有半数官员预计美国将需要在2022年底前加息。此前，今年6月的会议上只有7名官员预计明年加息，美联储官员对何时开始加息仍存较大分歧。
- 全球银行间流动性仍保持宽松态势，TED利差持续下降，各期限LIBOR利率保持低位。
- 9月中旬以来美债收益率出现跳升，欧债收益率保持上行。美国方面，高通胀叠加经济增长放缓带来的“滞胀”风险，抬高了美联储收紧政策的预期。在通胀担忧增加叠加美联储政策收紧预期下，美国十年期债券利率出现跳升，截至10月12日，十年期美债收益率达到1.59%，相较于9月下旬上升5BP。9月中旬以来美元指数小幅回升，且随FOMC会议声明发布达到高位。近两周欧元、英镑、日元汇率维持震荡态势。欧洲方面，9月欧央行会议表示四季度将温和下调购债购买速度，9月上旬以来欧洲十债利率持续回升，近两周上行幅度约10BP。日本方面，近两周十债利率基本维持稳定。
- 美联储持续释放偏鹰信号，美元指数持续上行。9月以来，美联储持续释放偏鹰信号，美货币政策转向预期令美元震荡上行，截至10月12日，美元指数上行至94.52点，且达到近一月内的最高位。

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储扩表速度有所放缓

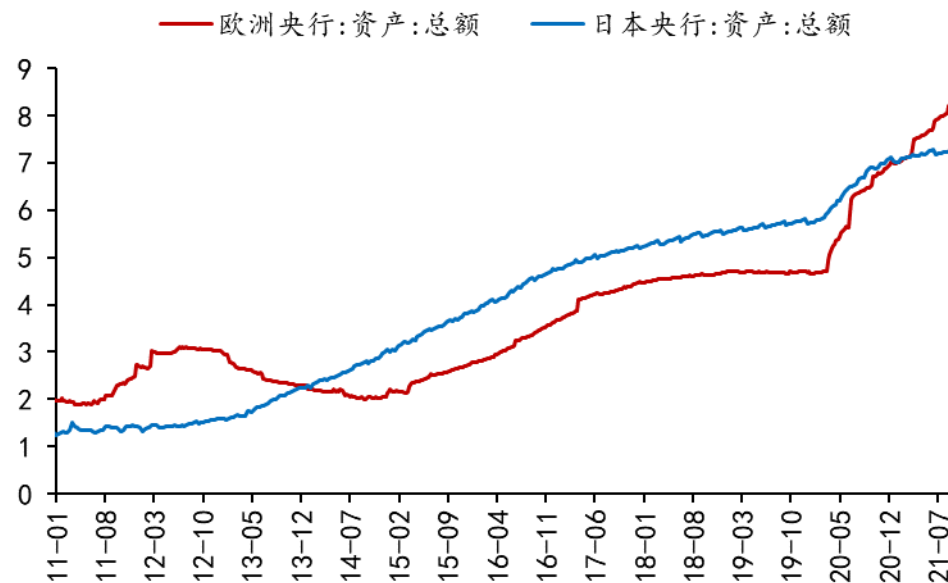
- 美国通胀风险持续上行，美联储Taper渐进。近两周美联储扩表速度有所放缓，截止10月6日，相比两周前总资产规模缩减约257.84亿美元，其中美联储持有国债规模扩张约359.03亿美元。美联储副主席克拉里达在国际金融协会年度会议的演讲中表示，当前美国通胀风险持续上行，在通胀强于预期、经济增长强劲和今年招聘人数增加的情况下，美联储准备开始减少或逐步缩减资产购买。
- 欧洲央行扩表速度加快，日本央行扩表速度减缓。近两周欧洲央行扩表步伐持续加快，增长约445.76亿欧元。截至10月10日，日本央行总资产相比9月下旬增长约1.03万亿日元。

图表1：近两周美联储扩表速度有所放缓



资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿美元
数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2021/10/6

图表2：欧洲央行扩表速度加快，日本央行扩表速度减缓

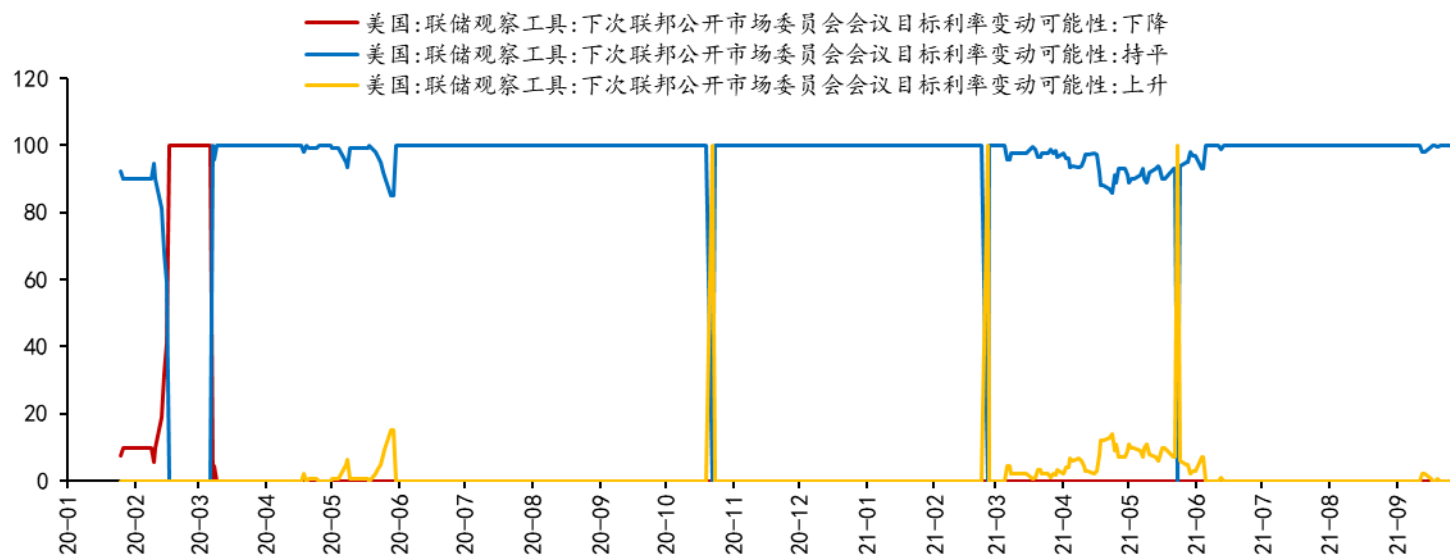


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2021/10/10

1.2 美联储最新动向 | 美联储最快11月中旬启动Taper

- 美联储明确讨论QE路线，预计11月的FOMC会议上将正式公布。10月14日美联储公布了9月FOMC会议的会议纪要，进一步强化了美联储将于11月初开始Taper的预期。具体来看，美联储官员对今年年内开启Taper形成一致共识，没有委员倾向放缓或延后Taper节奏。如果在11月的FOMC会议上正式宣布，11月中旬至12月中旬之前开启是合适的，直至明年年中正式结束购债。
- 尽管开启Taper已成共识，但美联储官员对何时开始加息仍存较大分歧，半数美联储官员认为将在2022年底前加息。本次FOMC会议中，有半数官员预计美国将需要在2022年底前加息。此前，今年6月的会议上只有7名官员预计明年加息，美联储官员对何时开始加息仍存较大分歧。

图表3：今年年内开启Taper已成美联储官员共识

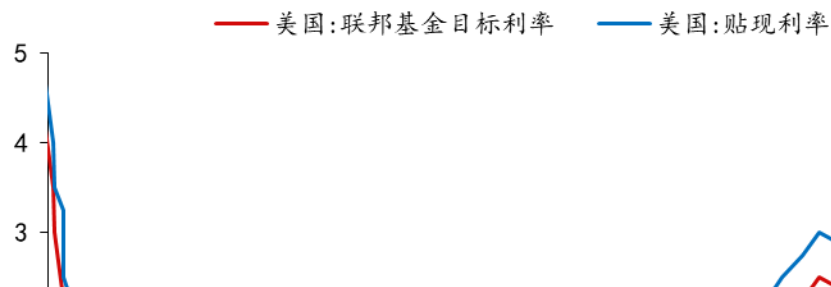


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：%
数据更新频率：日度更新；最新数据日期：2021/10/12

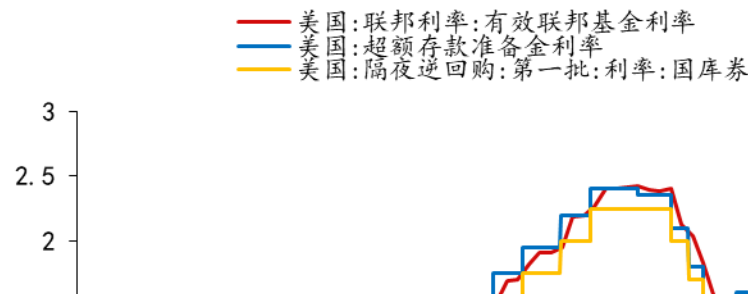
1.3 央行利率水平 | 各国央行政策利率维持低位

- 美国政策利率保持不变，但需警惕明年提前加息对市场带来的冲击。最新公布的美联储9月联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明中表示，维持联邦基金利率目标区间在0%-0.25%不变。从贴现利率看，去年3月以来美国贴现利率均稳定在0.25%。鲍威尔继续强调Taper的时间和速度与加息没有相关性，本次点阵图和经济预测及其传递的有关加息信号备受市场关注，需警惕提前加息对市场带来的冲击。
- 欧央行维持三大关键利率不变，四季度或将放缓购债速度。9月欧洲央行利率决议为维持三大关键利率不变，主要再融资利率于0%不变，边际借贷利率于0.25%不变，存款机制利率于-0.5%不变。在市场高度关注的PEPP购债计划方面，欧洲央行表示将放缓第四季度的PEPP购债速度，PEPP的购债速度将低于过去几个季度，但欧央行重申PEPP将至少持续到2022年3月底。

图表4：美国基准利率长期维持在近零利率水平



图表5：美联储上调利率走廊上下沿有助于引导紧缩预期



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_27911

