

2021年09月11日

策略研究

研究所

证券分析师: 胡国鹏 S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

证券分析师: 袁稻雨 S0350521080002

紧信用接近尾声，周期估值快速修复

——流动性与估值洞见第1期

最近一年大盘走势



投资要点:

■ 全球宏观流动性

美联储年内 Taper 势在必行，欧央行决定四季度放缓刺激节奏。近两周美联储扩表速度有所放缓，Jackson Hole 会议上鲍威尔首次公开表态年内 Taper 是可行的，但后续公布的美国 8 月就业数据大幅低于预期，在此背景下，9 月的 FOMC 会议很难正式启动 Taper，预计 11 月宣布 Taper、12 月正式开启 Taper 的可能性较大。9 月 9 日欧洲央行公布最新的利率决议，维持三大关键利率不变，与市场预期一致。此外，欧洲央行表示将放缓第四季度的 PEPP 购债速度。全球银行间流动性仍保持宽松态势，TED 利差低位企稳，各期限 LIBOR 利率保持低位；发达经济体国债收益率均出现明显回升；随着美联储政策收紧预期的落空，8 月下旬以来美元指数小幅回落，与此同时欧元、英镑、日元汇率维持小幅升值态势。

■ 国内宏观流动性

(1) 从量上来看，8 月信贷延续走弱，当前或已触及本轮紧信用过程底部区域，静待后续宽信用。8 月贷款走弱主因中长贷拖累，企业中长贷款连续 2 个月同比下降，表明当前实体融资需求偏弱；此外，政府债、居民贷款、企业中长期贷款和非标对社融均有所拖累。9 月以来央行重回小额高频操作，充分体现出稳字当头的货币政策思路。9 月、10 月 MLF 到期量分别为 6000 亿、5000 亿元，到期压力相对较小。11 月开始 MLF 到期压力明显增加，新一轮降准或可期。

(2) 从价上来看，市场利率依旧保持在政策利率以下。8 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的意图并未改变。同期 1 年期同业存单收益率基本保持稳定，在 2.65%-2.67% 的窄幅区间里波动，筑底态势逐步显现。实体利率方面，8 月下旬至今，在财政发力明显提速、宽信用预期不断强化的背景下，十债利率结束了之前的下行态势，企稳迹象明显。汇率方面，8 月下旬以来人民币汇率小幅贬值，在 6.5 以下窄幅波动。

■ 股票市场流动性

(1) 从资金需求角度来看，近两周 IPO 节奏相对放缓，定增公司家数持平，募资金额小幅增加，产业资本净减持规模环比大幅增加。9 月解禁压力缓和，解禁规模较 8 月有所回落。

(2) 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 738 亿，基金发行趋势回暖，9 月有 57 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 2130 亿左右的增量资金。融资余额延续回升态势，ETF 转为净流入。北向资金流入 A 股市场，近两周北向资金净流入规模约 104 亿，较前两周发生方向性改变，主要流入电力设备、医药生物行业。南向资金流入公用事业、传媒行业。

■ 风险偏好与估值

（1）风险偏好方面，9 月上旬股权风险溢价维持震荡，围绕均值 1.76% 上下浮动。9 月上旬各指数换手率小幅抬升，近两周市场交易情绪回暖。8 月底以来市场持续回暖，近两周权益型基金收益跑赢大盘。9 月上旬 A 股涨跌家数比维持高位，市场赚钱较好。从全球角度来看，9 月上旬美国标普 500 波动率震荡上行，黄金价格有所回落，比特币价格大幅下跌。

（2）估值方面，8 月下旬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，创业板估值有所回落但仍处于高位，其他主要指数估值仍偏低。从 A 股指数看，8 月下旬以来结构性行情持续演绎，主要股指估值水平有所回落，其中创业板指估值水平回调明显。从行业看，近两周采掘、钢铁等周期行业估值明显抬升，前期热门赛道电子、国防军工等行业估值水平下降态势明显；医药、食饮等核心资产估值水平仍处于调整阶段。

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。

内容目录

1、 全球宏观流动性	6
1.1、 主要央行资产负债表：美联储扩表速度放缓	6
1.2、 美联储最新动向：多位官员再申鹰派基调	7
1.3、 央行利率水平：各国央行政策利率长期低位	8
1.4、 金融系统利率水平：全球银行间流动性保持宽松	9
1.5、 实体经济利率水平：美债收益率明显回升	9
1.6、 汇率水平：美元指数小幅回落	10
2、 国内宏观流动性	11
2.1、 全社会流动性：8月货币信贷数据延续走弱	11
2.2、 央行流动性：货币政策稳健中性	12
2.3、 央行-银行政策利率传导：市场利率保持在政策利率以下	13
2.4、 杠杆水平：宏观杠杆率持续回落	13
2.5、 金融系统利率：短端利率基本稳定	14
2.6、 实体（综合）利率：长端利率维持震荡态势	14
2.7、 发行利率：主要发行利率分化	15
2.8、 信用利差：信用利差低位企稳	16
2.9、 汇率变化：人民币汇率小幅贬值	16
3、 股票市场流动性	17
3.1、 IPO：近两周 IPO 融资规模下降	18
3.2、 定增：募资金额小幅增加	18
3.3、 产业资本净减持：净减持规模明显增加	19
3.4、 解禁：9月解禁规模有所下降	19
3.5、 新发基金：基金发行趋势回暖	20
3.6、 融资余额：融资余额延续回升态势	21
3.7、 ETF 净申购：近两周 ETF 净流入	21
3.8、 陆股通：北向资金大幅净流入	22
3.9、 港股通：南向资金维持净流出态势	24
3.10、 回购：9月回购规模创历史新高	25
4、 风险偏好	26
4.1、 股权风险溢价：股权风险溢价围绕均值上下波动	26
4.2、 波动率：美股波动率震荡上行	27
4.3、 换手率：指数换手率小幅抬升	27
4.4、 避险资产表现：避险资产价格有所回落	28
4.5、 风险资产表现：风险资产价格下行	28
4.6、 基金收益中位数：近两周权益型基金显著跑输	29
4.7、 涨跌家数比：9月上旬赚钱效应良好	29
5、 估值水平	30
5.1、 全球重要指数估值分位：重要指数估值表现分化	30
5.2、 估值比较：全市场估值水平表现分化	31
5.3、 估值分位比较：化工、电气设备估值处于绝对高位	32
5.4、 估值分位变化：周期板块估值明显抬升	32

图表目录

图 1: 近两周美联储扩表速度有所放缓	7
图 2: 欧洲央行扩表速度加快	7
图 3: 多位美联储官员再申鹰派基调	8
图 4: 去年 3 月以来美国基准利率长期维持在近零利率水平	8
图 5: 美联储上调利率走廊上下沿有助于引导紧缩预期	8
图 4: TED 利差低位企稳	9
图 4: 各期限 Libor 利率持续稳定在历史最低位	9
图 6: 发达经济体国债收益率均出现明显回升	10
图 7: 美国企业债信用利差窄幅波动	10
图 8: 近两周美元指数小幅回落	10
图 9: 近两周英镑、日本、欧元汇率保持震荡	10
图 10: 8 月货币信贷数据延续回落态势	12
图 11: 社融低迷主要受非标压降及证券发行偏慢拖累	12
图 12: 9 月以来央行每日公开市场操作重回 100 亿	12
图 13: 9 月 MLF 到期 6000 亿元	12
图 14: 8 月下旬以来 DR007 围绕政策利率窄幅波动	13
图 15: 1 年期同业存单收益率基本筑底	13
图 16: 2021 年 Q2 我国宏观杠杆率延续回落态势	14
图 17: 银行间质押式回购规模维持高位	14
图 18: 8 月下旬以来 R007 利率保持震荡	14
图 19: 8 月下旬以来各期限 Shibor 利率走势稳定	14
图 20: 8 月下旬至今十债利率围绕 2.85% 小幅波动	15
图 21: 地产债、城投债、产业债收益率保持低位震荡	15
图 22: 8 月下旬至今主要发行利率走势分化	16
图 23: 8 月下旬以来中短期票据发行利率震荡向下	16
图 24: 8 月以来人民币汇率维持稳定	16
图 25: 8 月下旬以来人民币汇率小幅贬值	17
图 26: 近两周共有 21 家公司实现 IPO, 融资规模超过 220 亿	18
图 27: 近两周有 8 家公司完成定增发行, 定增募资金额约 82 亿	19
图 28: 近两周产业资本净减持规模约 230 亿	19
图 29: 9 月 A 股解禁压力有所下降, 约 4369 亿市值股票面临解禁	20
图 30: 近两周基金发行态势降温	20
图 31: 融资余额延续回升态势	21
图 32: 非银、有色融资余额上行显著	21
图 33: 近两周 ETF 延续净赎回态势	22
图 34: 近两周北向资金净流入规模约 459.24 亿	23
图 35: 近两周北向资金大幅流入电力设备行业	23
图 36: 近两周南向资金净流出规模约 166 亿	24
图 37: 近两周南向资金主要流入公用事业、传媒行业	24
图 38: 9 月回购规模达 303 亿元, 创下单月回购规模历史新高	25
图 39: 8 月下旬股权风险溢价围绕均值上下波动	27
图 40: 近两周美国标普 500 波动率震荡上行	27
图 41: 近两周各指数换手率小幅下降	28
图 42: 9 月上旬黄金价格有所回落	28

图 43: 近两周日元指数小幅下行	28
图 44: 9 月上旬比特币价格大幅下跌	29
图 45: 近两周美国高收益级企业债收益率小幅上行	29
图 46: 近两周权益型基金显著跑输	29
图 47: 近两周 A 股涨跌家数比维持高位	30
图 48: 创业板指估值水平处于重要指数前列	31
图 49: 全球重要指数估值分位出现小幅回落	31
图 50: 行业估值表现分化, 国防军工市盈率居行业第一	31
图 51: 食品饮料市净率居行业第一	32
图 52: 主要指数估值水平大幅抬升, 化工估值处于绝对高位	32
图 53: 近两周主要指数的估值水平出现回落	33
图 54: 近两周周期板块估值分位明显抬升	33

1、全球宏观流动性

核心结论

美联储近期扩表速度明显放缓，年内 Taper 势在必行。近两周美联储扩表速度有所放缓，Jackson Hole 会议上鲍威尔首次公开表态年内 Taper 是可行的，但后续公布的美国 8 月就业数据大幅低于预期，在此背景下，9 月的 FOMC 会议很难正式启动 Taper，预计 11 月宣布 Taper、12 月正式开启 Taper 的可能性较大。

美联储内部政策分歧加剧，近期多位官员公开表态支持本月宣布 Taper。Jackson Hole 会议上鲍威尔鸽派 Taper 特征显著，基本延续了 7 月 FOMC 会议的政策基调，并未超出市场预期。但在 Jackson Hole 会议后，近期仍有多位官员公开表态支持 9 月的 FOMC 会议就开始施行 Taper，表明美联储内部政策分歧加剧。

欧央行维持三大关键利率不变，四季度 PEPP 购债速度放缓。9 月 9 日欧洲央行公布最新的利率决议，维持三大关键利率不变，与市场预期一致。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，资产购买计划下的购债将持续至必要时间，并在首次加息前不久结束。

全球银行间流动性仍保持宽松态势，TED 利差低位企稳，各期限 LIBOR 利率保持低位。

发达经济体国债收益率均出现明显回升。8 月以来美联储多位高官频繁在公开场合释放鹰派基调，特别是在 Jackson Hole 会议前密集表态年内 Taper 将势在必行，引发了市场对美联储政策收紧的担忧，导致美债利率拐头向上，8 月下旬至今抬升超过 10BP。

随着美联储政策收紧预期的落空，8 月下旬以来美元指数小幅回落，与此同时欧元、英镑、日元汇率维持小幅升值态势。

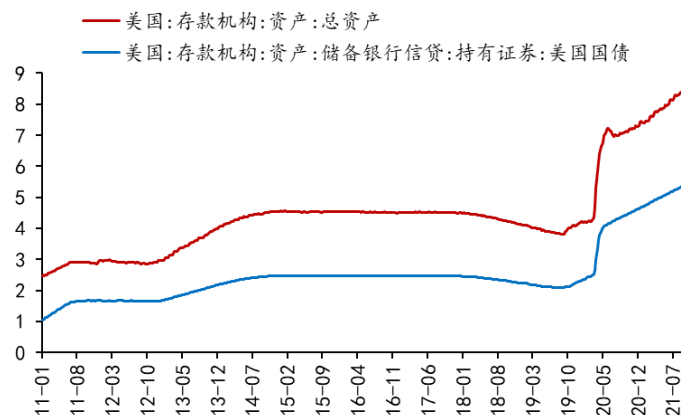
1.1、主要央行资产负债表：美联储扩表速度放缓

美联储近期扩表速度明显放缓，年内 Taper 势在必行。近两周美联储扩表速度有所放缓，截止 9 月 1 日，相比两周前总资产规模小幅扩张约 61 亿美元，其中美联储持有国债规模扩张约 420 亿美元，持有 MBS 债券规模收缩约 276 亿元。8 月 27 日的 Jackson Hole 会议上，鲍威尔首次公开表态年内 Taper 是可行的，但后续公布的美国 8 月就业数据大幅低于预期，8 月美国非农就业人数新增 23.5 万人，远低于此前预期的 72 万人，系 7 个月来增幅最少。在就业修复缓慢且曲折的背景下，9 月的 FOMC 会议很难正式启动 Taper，预计 11 月宣布

Taper、12月正式开启Taper的可能性较大。

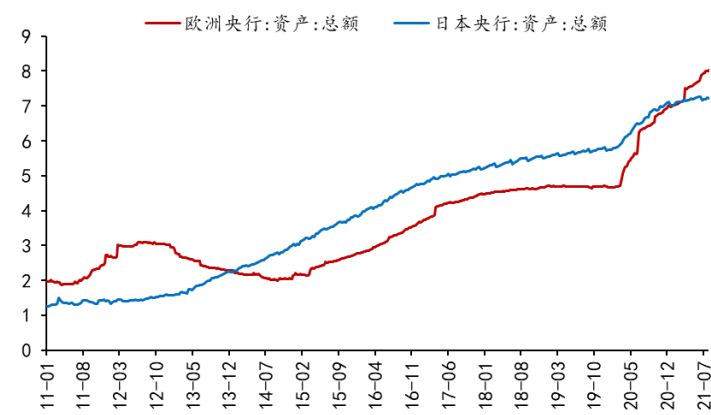
欧洲央行扩表速度加快，日本央行资产负债表保持平稳。在紧急抗疫购债计划（PEPP）延长至2022年3月后，欧洲央行扩表速度一直保持较快水平。近两周欧洲央行扩表步伐持续加快，增长约1500亿欧元。同期日本央行资产负债表保持平稳增长，截至8月31日，日本央行总资产相比8月中旬增长约2.6万亿日元。

图 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

图 2：欧洲央行扩表速度加快

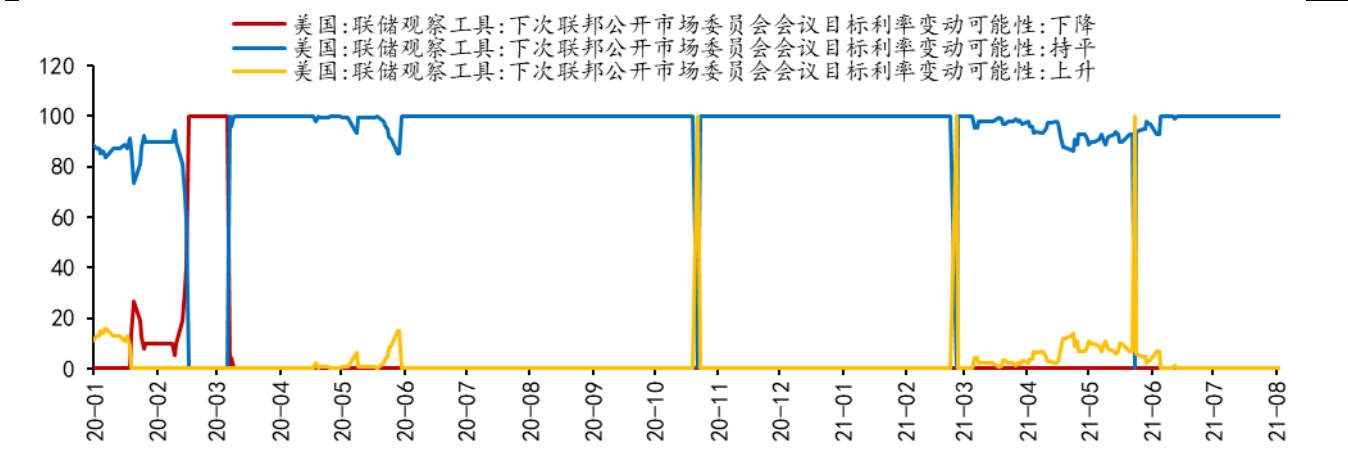


资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2、美联储最新动向：多位官员再申鹰派基调

美联储内部政策分歧加剧，近期多位官员公开表态支持本月宣布Taper。Jackson Hole会议上鲍威尔鸽派Taper特征显著，基本延续了7月FOMC会议的政策基调，并未超出市场预期。但在Jackson Hole会议后，近期仍有多位官员公开表态支持9月的FOMC会议就开始施行Taper，表明美联储内部政策分歧加剧。本周美联储铁杆鹰派卡普兰表示，8月份非农数据并不能作为Taper判断因素，他仍支持本月早些时候宣布缩减购债。此外，卡普兰预计，9月份非农就业数据也不会太令人满意，但到第四季度会有所改善，经济复苏会加快，就业人数会进一步增加。无独有偶，本周纽约联储主席威廉姆斯与美联储委员詹姆斯·布拉德同样公开表示美联储应尽快推进Taper，需重点关注9月下旬的FOMC会议纪要，预计将释放更多有关Taper的细节。

图 3: 多位美联储官员再申鹰派基调



资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.3、央行利率水平: 各国央行政策利率长期低位

美国政策利率保持不变, 有望长期保持稳定。7月28日美联储货币政策委员会公布利率决议, 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%。Jackson Hole 会议上当鲍威尔谈及加息时, 明确 Taper 的时间和速度与加息没有关联, 打消了市场对加息周期提前到来的担忧。加息标志着美国货币政策的真正转向, 对资本市场造成的影响也远远大于 Taper。站在当前的时点来看, 预计 2023 年前美联储加息的可能性不大。

欧央行维持三大关键利率不变, 四季度 PEPP 购债速度放缓。9月9日欧洲央行公布最新的利率决议, 维持主要再融资利率于 0% 不变, 存款机制利率于 -0.5% 不变, 边际借贷利率于 0.25% 不变, 与市场预期一致。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, 购债计划将以购债计划持续至 2022 年 3 月底, 购债计划将以购债计划持续至 2022 年 3 月底。

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_26459

