

证券研究报告
2021年10月29日

全球央行密集讨论加息，成长估值明显抬升 —流动性与估值洞见第4期

国海证券研究所

胡国鹏(分析师)
S0350521080003

袁稻雨(分析师)
S0350521080002

◆ 全球宏观流动性

- 美国通胀风险持续上行，美联储主席鲍威尔在公开场合首次提及加息。10月22日美联储主席鲍威尔表示对持续高通胀的担忧有所增加，其认为若通胀带来重大风险将开启加息，但当前仍不是合适时间。此外，鲍威尔重申美联储将很快开始缩减购债，并预计将于明年年中结束Taper。尽管开启Taper已成共识，但对何时加息仍存较大分歧，半数美联储官员认为将在2022年底前加息。全球银行间流动性仍保持宽松态势，近两周TED利差小幅下降，各期限LIBOR利率保持低位。10月上旬以来美债、欧债和日债收益率持续上行，美元指数维持震荡，但在加息预期渐强下美元指数仍处于上升通道。10月上旬以来欧元、英镑、日元汇率维持震荡上升态势。

◆ 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。近两周央行公开市场操作力度有所加大，主要目的在于熨平短期流动性波动。10月MLF到期量5000亿，央行选择等量续作，MLF操作利率维持2.95%不变，体现了货币政策稳健中性的信号。
- 从价上来看，市场利率依旧保持在政策利率以下。10月中旬以来DR007围绕2.20%的7天逆回购利率窄幅波动，资金面仍相对保持宽松态势，货币政策“稳”字当头的基调意图并未改变。短端利率基本保持稳定。近两周R007利率基本保持稳定，在2.1%-2.5%区间范围内窄幅波动。近两周各期限Shibor利率均有所上升。实体利率方面，10月以来十债利率明显上行，近两周上行态势有所放缓。发行利率方面，10月中旬以来主要发行利率有所上升，短端发行利率有所上升，长端发行利率窄幅波动。10月中旬以来人民币汇率持续升值。

请务必阅读附注中免责条款部分

◆ 股票市场流动性

- 从资金需求角度来看，近两周IPO公司数量、融资规模较前两周相比均大幅增加，定增规模与前两周基本持平，产业资本净减持规模环比小幅增加。11月解禁压力相较10月有所回落。
- 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144亿，基金发行大幅回暖。11月有30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1230亿左右的增量资金。近期融资余额重回上升通道，ETF净流入放缓。近两周北向资金大幅净流入，净流入规模约248.04 亿，主要流入电气设备、化工；南向资金主要流入房地产、非银金融行业。

◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，近两周股权风险溢价高于均值1.76%，整体呈现缓降趋势。近两周各指数换手率分化较为明显，上证综指、沪深300换手率呈震荡下行，创业板指数换手率有所上升。近两周权益型基金收益显著跑输大盘。主要权益型基金指数均跑输市场，偏股基金、股票基金、混合基金指数涨幅分别为-0.95%、-0.34%、-0.73%。近两周来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波动率持续下行，黄金价格有所回升，比特币价格持续震荡。
- 估值方面，近两周市场呈现震荡向上格局，全市场平均市盈率水平有所回升，其中创业板估值回升明显。具体来看，成长板块估值抬升明显，周期估值持续回调。10月中旬以来受保供稳价措施力度加码，上调市场化电价浮动范围等影响，电气设备行业估值水平显著抬升；煤炭价格大幅下跌，采掘板块回调幅度明显。
- 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。

请务必阅读附注中免责条款部分

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

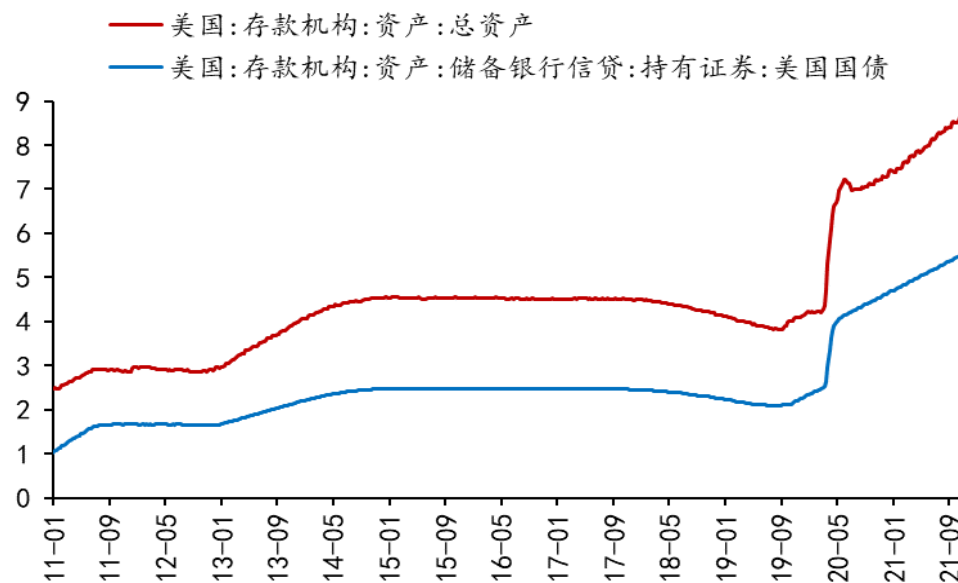
◆ 核心结论

- 美国通胀风险持续上行，美联储主席鲍威尔在公开场合首次提及加息。10月22日美联储主席鲍威尔表示对持续高通胀的担忧有所增加，其认为若通胀带来重大风险将开启加息，但当前仍不是合适时间。此外，鲍威尔重申美联储将很快开始缩减购债，并预计将于明年年中结束Taper。
- 尽管开启Taper已成共识，但对何时加息仍存较大分歧，半数美联储官员认为将在2022年底前加息。10月以来美联储内部官员对通胀问题的关注和担忧加剧。10月22日，美联储主席鲍威尔对持续高通胀的担忧有所增加，随后旧金山联储主席戴利同样表示美国当前通胀风险有所上升，若后续高通胀率没有回落到2%的目标，即可开启加息，后续需重点关注11月FOMC会议表态。
- 全球银行间流动性仍保持宽松态势，近两周TED利差小幅下降，各期限LIBOR利率保持低位。
- 10月上旬以来美债、欧债和日债收益率上行。美国方面，受全球能源短缺与通胀隐忧影响，叠加美联储11月FOMC利率会议逐渐来临，市场对美联储的加息预期不断强化，市场风险偏好明显降低，十债收益率当前处于冲顶阶段。截至10月25日，十年期美债收益率达到1.64%，相较于10月上旬上升5BP。近两周欧元、英镑、日元汇率维持震荡上升态势。欧洲方面，9月以来欧洲通胀高企，能源价格持续攀，欧元区9月消费者价格上涨3.4%，创13年来最大涨幅，欧央行货币紧缩预期逐渐加强，10月上旬以来欧洲十债利率持续回升，近两周上行幅度约5BP。日本方面，近两周十债利率呈上行态势。
- 近两周美元指数持续震荡。9月以来，美联储持续释放偏鹰信号，货币政策转向预期叠加经济的进一步修复令美元震荡上行。近两周美元指数持续震荡，但在加息预期下仍处上升通道，截至10月25日，美元指数下降至93.84点，近半月降幅为0.72%。

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储持续扩表

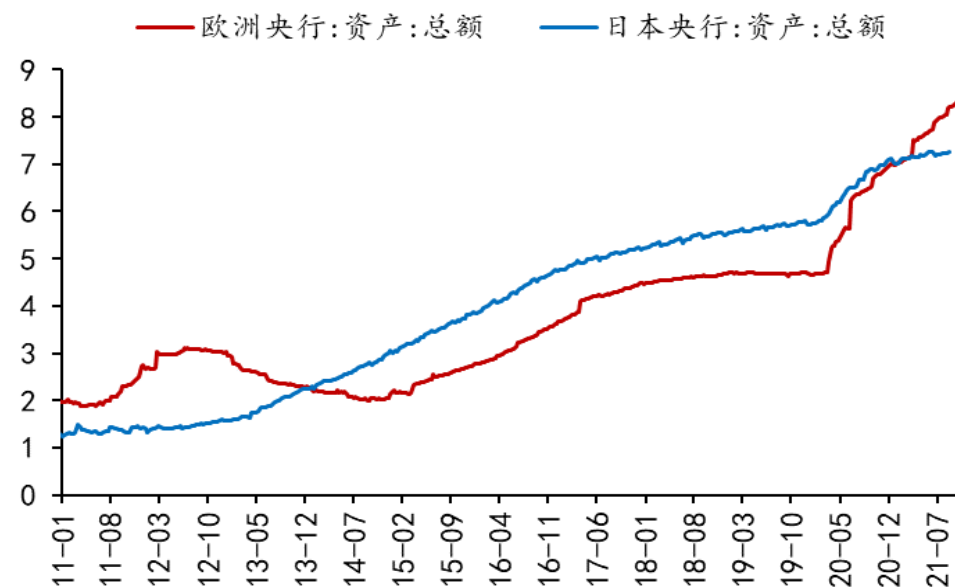
- 美国通胀风险持续上行，美联储主席鲍威尔在公开场合首次提及加息。近两周美联储持续扩表，截止10月20日，相比两周前总资产规模增加约1009.32亿美元，其中美联储持有国债规模扩张约499.90亿美元。10月22日，美联储主席鲍威尔在公开场合首次提及加息，他对持续高通胀的担忧有所增加，若通胀带来重大风险将开启加息，但当前仍不是合适时间。此外，鲍威尔重申美联储将很快开始缩减购债，并预计将于明年年中结束Taper。
- 欧洲央行扩表速度加快，日本央行扩表速度减缓。近两周欧洲央行扩表步伐持续加快，增长约475.65亿欧元。截至10月20日，日本央行总资产相比10月上旬下降约2.22万亿日元。

图表1：近两周美联储持续扩表



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：2021/10/20

图表2：欧洲央行扩表速度加快，日本央行扩表速度减缓

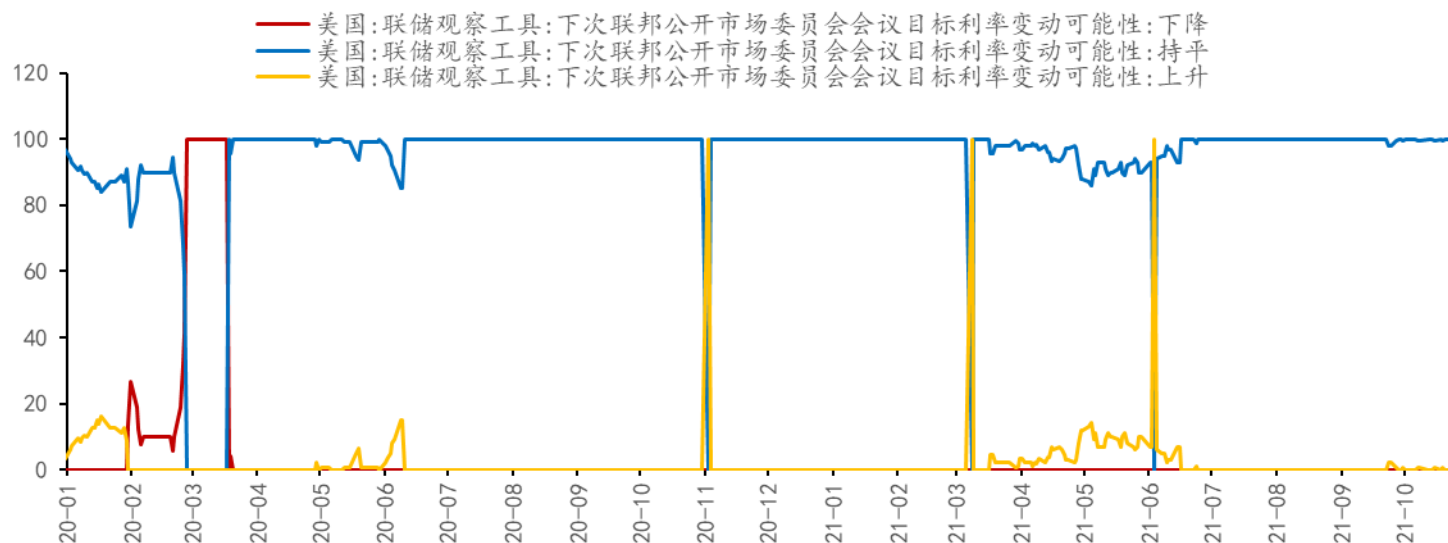


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2021/10/20

1.2 美联储最新动向 | 美联储最快11月中旬启动Taper

- 重点关注11月的FOMC会议对缩减购债计划的表态。10月以来美联储内部官员对通胀问题的关注和担忧加剧。10月22日，美联储主席鲍威尔对持续高通胀的担忧有所增加，随后旧金山联储主席戴利同样表示美国当前通胀风险有所上升，若后续高通胀率没有回落到2%的目标，即可开启加息，后续需重点关注11月FOMC会议表态。
- 尽管开启Taper已成共识，但对何时加息仍存较大分歧，半数美联储官员认为将在2022年底前加息。在本次FOMC会议中，美联储官员对是否加息存在分歧，以美国旧金山联储主席戴利为代表的议员认为现在较高的通胀似乎只与疫情相关，传统的加息方式可能无法达到目标，对于是否加息还应持有谨慎态度。目前市场上普遍认为美联储最早在22年9月加息的概率较高，若通胀率仍居高不下，则可能会导致加息时间提前。

图表3：今年年内开启Taper已成美联储官员共识

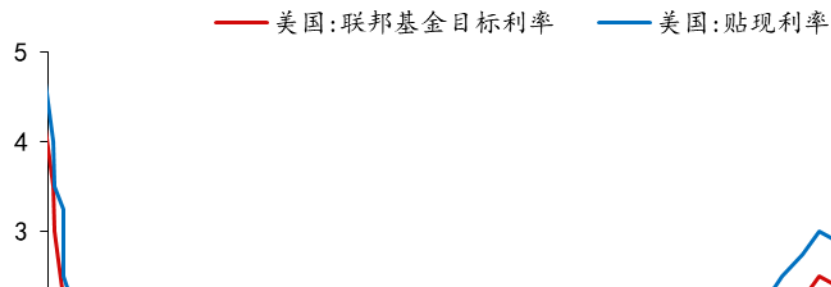


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：%
数据更新频率：日度更新；最新数据日期：2021/10/26

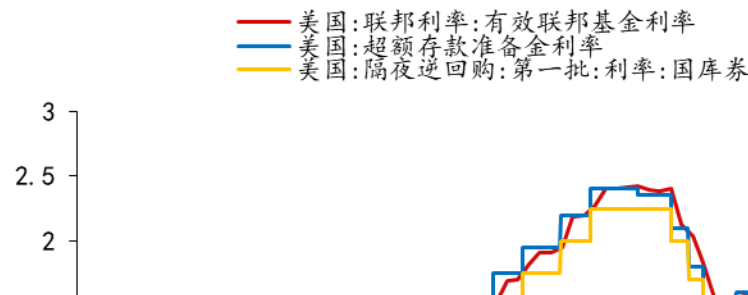
1.3 央行利率水平 | 各国央行政策利率维持低位

- 美国政策利率保持不变，若明年通胀率过高，美联储采取加息措施。9月FOMC会议表示维持联邦基金利率目标区间在0%–0.25%不变，但官员们对于明年是否上调基准利率的看法各不相同。从贴现利率看，去年3月以来美国贴现利率均稳定在0.25%。此外，美联储理事夸尔斯表示将支持11月缩减购债规模的决定，如果通胀继续过高，则可能需要提前加息。鲍威尔认为现在不需要调整利率。
- 欧洲央行维持三大关键利率不变，通胀不会引发货币政策变动，欧央行将下调PEPP购买计划。欧洲央行首席经济学家连恩认为欧元区的通胀变动不会引发货币政策改变，9月欧洲央行维持三大关键利率不变。在PEPP购债计划方面，欧央行将放缓第四季度的PEPP购债速度，但重申PEPP将至少持续到2022年3月底。此外，常规购债计划（APP）的购债速度则维持在每月200亿欧元不变。

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_28576

