东兴证券 DONGXING SECURITIES

关于流动性指标的进一步探讨和思考

2021 年 7 月 2 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	孙涤	电话：010-66555181	邮箱：sundi-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480121040003

摘要：

我们在 2021 年 6 月 28 日发布的《A 股流动性的刻度与传导—兼论行业的结构性影响》中提出：度量流动性的有效指标是贷款利率，而非传统观点所认为的例如 M2、社融增速、国债利率等宏观指标。策略研究最终要回归到“看山还是山”。本篇报告我们基于整理来自市场上关于流动性研究的疑问，从我们的研究框架出发，寻求这些问题的答案。

问题一：社融增速对股市的领先性如何？

2016 年之前社融增速对于股价领先性较为明显，其后领先性减弱。

问题二：中游制造为什么对流动性不敏感？

对流动性敏感的行业是资产负债率高、周期性强的行业，中游制造不符合这两个特征。

问题三：美国 10 年国债利率变化对 A 股流动性影响多大？

美债利率对于 A 股影响不是因为资金流动，而是流动性预期的变化。

问题四：今年地方债发行节奏稍缓，三季度大规模专项债发行会对资金面、债券利率造成很大冲击吗？

会造成资金面波动，但不会导致中枢水平抬升。

问题五：贷款利率走高对银行是利好吗，利差扩大？

是利好，但利好作用并不显著。相比净息差，银行估值与其 ROE 相关性明显更强。

问题六：PPI 回落，央行可能加息需求会降低，是否可以缓解流动性？

PPI 对于央行货币政策收紧与否影响并不大。

问题七：目前利率上行主要是房贷利率，企业中长期贷款利率上行是否明显，微观结构分化对市场有什么影响，历史和现在情况是否有差异？

近期企业贷款利率水平也有所上行，历史上紧信用大环境下整体利率水平均抬升。

问题八：贷款利率到股价的传导效应如何形成？

贷款利率的影响路径为“贷款利率-资本开支-企业景气度-股票价格”。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 问题一：社融增速对股市的领先性如何？ 3
2. 问题二：中游制造为什么对流动性不敏感？ 3
3. 问题三：美国 10 年国债利率变化对 A 股流动性影响多大？ 4
4. 问题四：今年地方债发行节奏稍缓，三季度大规模专项债发行会对资金面、债券利率造成很大冲击吗？ 4
5. 问题五：贷款利率走高对银行是利好吗，利差扩大？ 4
6. 问题六：PPI 回落，央行可能加息需求会降低，是否可以缓解流动性？ 5
7. 问题七：目前利率上行主要是房贷利率，企业中长期贷款利率上行是否明显，微观结构分化对市场有什么影响，历史和现在情况是否有差异？ 5
8. 问题八：贷款利率到股价的传导效应如何形成？ 5
9. 风险提示 6

插图目录

图 1：社融增速对资本开支领先性 3
图 2：10Y 美债、国债及上证综指走势 4
图 3：银行估值、ROE、净息差 5
图 4：贷款上浮占比领先建筑竣工面积 6
图 5：资本开支与景气度较为同步 6
图 6：景气度与上证综指同步性 6

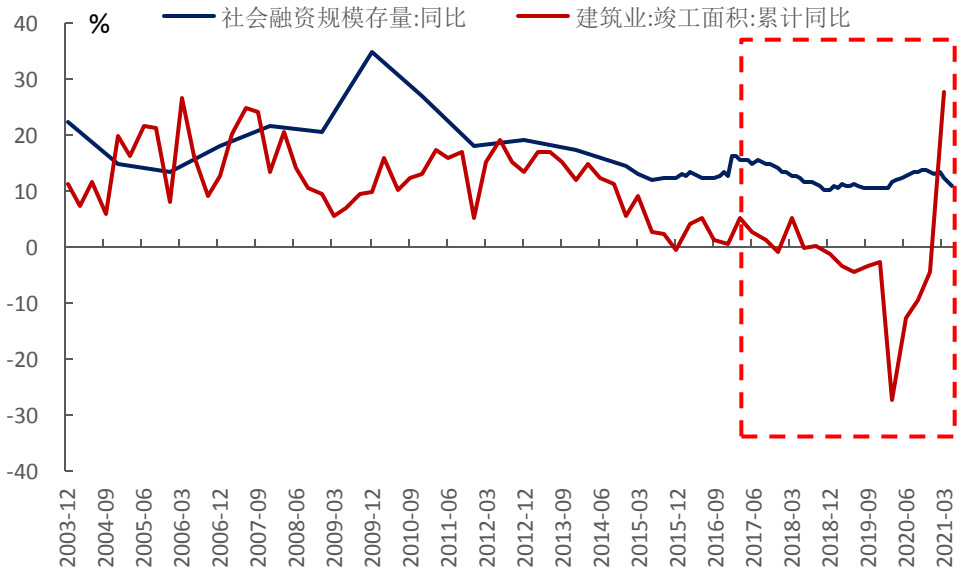
表格目录

我们在 2021 年 6 月 28 日发布的《A 股流动性的刻度与传导—兼论行业的结构性影响》中提出：度量流动性的有效指标是贷款利率，而非传统观点所认为的例如 M2、社融增速、国债利率等宏观指标。策略研究最终要回归到“看山还是山”。本篇报告我们基于整理来自市场上关于流动性研究的疑问，从我们的研究框架出发，寻求这些问题的答案。

问题一：社融增速对股市的领先性如何？

2016 年之前社融增速对于股价领先性较为明显（一般领先 3-6 个月），其后领先性减弱。从流动性角度考虑，是 2016 年后社融增速对于资本开支指示性明显减弱，难以反映流动性对企业资本开支意愿的影响，进而也对景气度、股价指示性减弱。

图 1：社融增速对资本开支领先性



资料来源：WIND、东兴证券研究所

问题二：中游制造为什么对流动性不敏感？

对流动性敏感的行业是资产负债率高、周期性强的行业，中游制造不符合这两个特征。一、资产负债率较高的行业估值受贷款利率影响较大，而上游制造业往往资产负债率较高（59.2%[1]），中游行业资产负债率相对较低（56.2%[2]）；二是中游行业周期性较弱，宏观环境变化时，无论成本端还是需求端，对于中游行业影响都是间接性的。

[1] 2021 年 5 月黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业、纺织业、化学原料及化学制品业资产负债率均值。
[2] 2012 年 5 月橡胶和塑料制品业、化学纤维制造业、农副食品加工业、木材加工业、通用设备制造业、专用设备制造业资产负债率均值。

问题三：美国 10 年国债利率变化对 A 股流动性影响多大？

“股债跷跷板”效应是由于宏微观流动性背离，而非资金跨市场流动。同理，美债利率对于 A 股影响也不是因为资金流动，而是流动性预期的变化。十年期美债收益率作为无风险利率通常被视为基准利率，又由于美元的国际货币地位，十年期美债收益率变化甚至可以说引导全球流动性的预期。10Y 美债收益率上行不仅反映美国基本面、货币政策的变化，也会导致流动性预期发生变化，进而影响 A 股走势。

图 2：10Y 美债、国债及上证综指走势



资料来源：WIND、东兴证券研究所

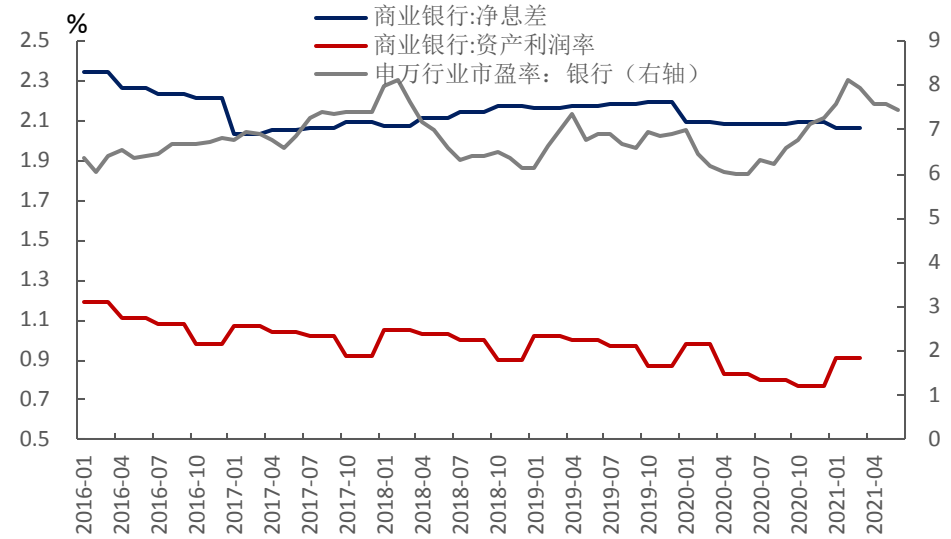
问题四：今年地方债发行节奏稍缓，三季度大规模专项债发行会对资金面、债券利率造成很大冲击吗？

会造成资金面波动，但不会导致中枢水平抬升。一是三季度在往年也是地方债发行高峰（一般占全年的30%以上）；二是利率债发行高峰时点，央行通常会通过公开市场操作平抑市场波动。

问题五：贷款利率走高对银行是利好吗，利差扩大？

是利好，但利好作用并不显著。一是相比净息差，银行估值与其 ROE 相关性明显更强，利息收入仅为银行收入一部分；二是银行估值弹性较低，利好对估值带动作用不大。

图 3：银行估值、ROE、净息差



资料来源：WIND、东兴证券研究所

问题六：PPI 回落，央行可能加息需求会降低，是否可以缓解流动性？

PPI 对于央行货币政策收紧与否影响并不大。相较 PPI，我国央行货币政策更加关注 CPI 变化。2021 年全年 CPI 水平保持低位，因此通胀并未对我国货币政策有所掣肘。美联储也相对更加关心核心 PCE 走势，16 日 FOMC 会议对于 PCE、核心 PCE 预期均调升，即便大宗商品价格走势下行，美通胀压力也并未减轻，因此也没有释放货币政策空间。

问题七：目前利率上行主要是房贷利率，企业中长期贷款利率上行是否明显，微观结构分化对市场有什么影响，历史和现在情况是否有差异？

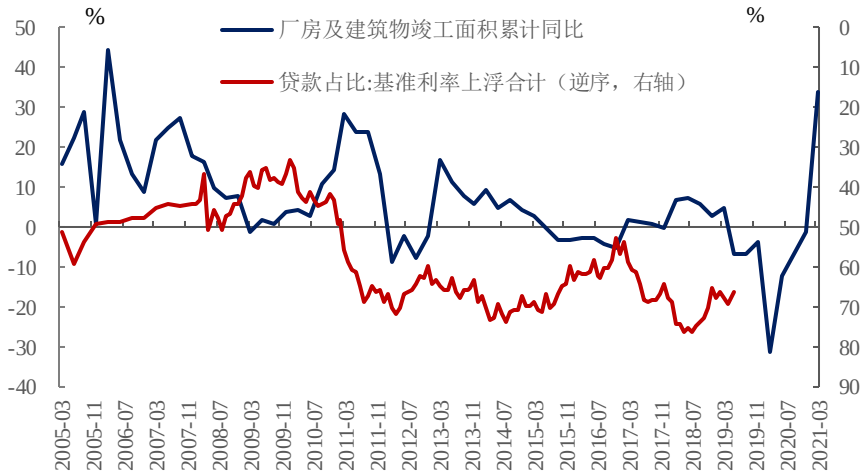
2021 年 3 月末企业加权平均贷款利率较 2020 年末上行 2BP，仅略低于住房贷款加权平均利率 3BP 的抬升幅度。历史 2010.1-2011.8、2017.1-2018.5 两段贷款利率上行阶段来看，住房贷款上行幅度均略高于整体贷款加权平均利率上行幅度，虽然幅度有差异但紧信用大环境下整体利率水平均抬升，紧信用不断深入阶段，将看到贷款利率整体的上行。

问题八：贷款利率到股价的传导效应如何形成？

贷款利率的影响路径为“贷款利率-资本开支-企业景气度-股票价格”。贷款利率对于资本开支具有明

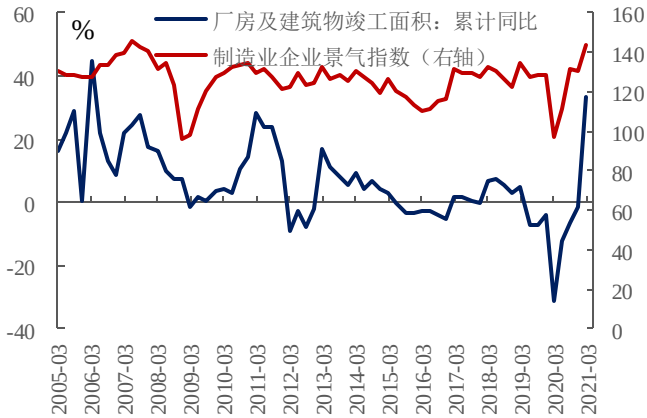
显领先性，贷款利率下行时期，企业加大融资进行业务扩张，企业景气度上升进而带动股票估值、价格抬升。

图 4：贷款上浮占比领先建筑竣工面积



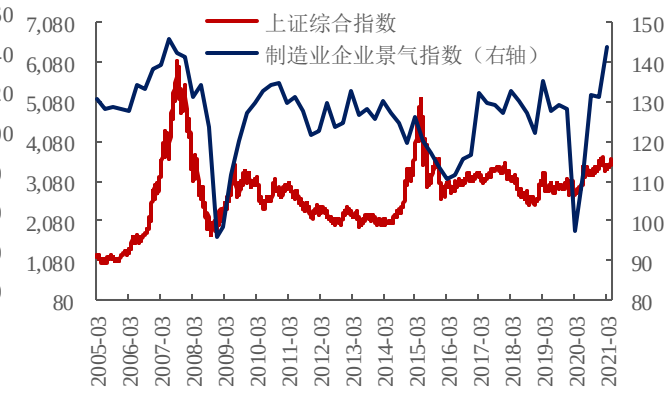
资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 5：资本开支与景气度较为同步



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 6：景气度与上证综指同步性



资料来源：WIND、东兴证券研究所

风险提示

政策波动超出预期，公司业绩不及预期，市场波动超出预期。

分析师简介

分析师：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：孙涤

对外经济贸易大学金融硕士，曾就职于中债资信研究部，负责债券市场研究。2021 年 3 月加入东兴证券研究所，侧重货币政策分析，市场流动性研判，利率走势分析，投资者行为研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526