

降低超额准备金利率的要义

定期策略

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

分析师：王政

执业证书编号：S0740520030001

Email: wangzheng@r.qlzq.com.cn

研究助理：卫辛

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

相关报告

1. 降准时间超预期，大力支持中小企业恢复生产

降准时间比预期来得更早。此次是三个月以来央行的第三次降准。1月初，央行实施过一次全面降准，释放长期资金 8000 亿元。3月16日，央行实施普惠金融定向降准考核，释放长期资金 5500 亿元，此番再释放 4000 亿长期资金，合计三次降准共释放 1.75 万亿元。此次降准释放资金量较前两次略少，但时间距离上一次仅相隔 20 余天，历史来看 1 个月内宣布两次降准仅有 2008 年 9-10 月、2008 年 12 月和 2019 年 1 月三次，均是在经济下行压力较大时采取的货币政策，对股市均起到较大提振作用。

2. 下调超额准备金利率，间接起到降准降息效果

央行此次时隔 12 年大幅下调超额准备金利率，从 0.72% 下调至 0.35%。上一次超额准备金利率下调还要追溯至 2008 年 11 月 27 日，当时该利率从 0.99% 下调至 0.72%。

利率走廊下限降低 37BP，引导市场利率下行。超额准备金利率可以看作我国利率走廊的下限，此前超额准备金利率为 0.72%，拆借回购利率一般高于此值，如果低于超额准备金利率，银行会更倾向于选择存放准备金账户。此次超额准备金利率下调 37BP，打破利率走廊下限，有助引导市场利率进一步下行，间接起到降息效果。

3. 历史来看，超储率随经济周期反向变动。

超储率是超额储备资金占银行各项存款的比例，2008 年超储率最高达到 2.78%，在 2008 年降息降准及四万亿财政刺激后经济开始触底回升，2009 年超储率下降至 2.25%，到 2011 年降至最低 1.5%。我们认为主要原因是经济转好银行更愿意将超额存款准备金用来信贷投放。2012 年后经济步入下行期，超储率回升至 2.42%。2016 年开启供给侧改革后经济开始复苏，超储率从 2015 年 2.2% 下降至 2017 年的 1.52%。2017 年之后经济步入下行周期超储率持续上升至 2019 年的 1.88%。

4. 超储率有望下降，间接起到降准效果。

本次将超额准备金利率降至活期存款利率相同的水平，商业银行无法通过超额准备金额外获利，促使商业银行将超额准备金更多用于信贷投放。央行对此次政策解读为推动银行提高资金使用效率，促进银行更好地服务实体经济特别是中小微企业，与我们分析的政策目标一致。此外伴随疫情后复工复产以及一揽子宏观调节政策陆续出台以及央行降低超额准备金利率等因素，预计超储率将会逐步下行。当前金融机构存款约 200 万亿，按 2019 年 1.88% 超储率测算，超额存款准备金约 3.76 万亿。我们对不同超储率的情景假设下，测算可释放的长期资金量，超储率每下降 0.1 个百分点，将释放长期资金 2000 亿元。预计超储率或将下降至与 2011 年、2017 年相当的 1.5% 低位甚至可能会更低，则将释放 7600 亿元以上长期资金。

5. 降低超储率有助于提升市场风险偏好

参考 2008 年 11 月 26 日后股市表现，预计央行此次政策将提振市场。2008 年 11 月 26 日央行宣布降息 1.08 个百分点，对不同金融机构分别降准 1-2 个百分点，同时将超额准备金利率由 0.99% 下调至 0.72%。沪深 300 次日上涨 1.46%，当周上涨 5.92%，当月上涨 1.01%，一年后上涨 89%。无论是短期还是长期股市表现优异。当时股市上涨主要受益大幅降息降准政策以及四万亿刺激经济触底反弹。此次央行不到一个月再次宣布降准时间超预期，另外历史首次将超额准备金率降至与活期存款利率持平，起到间接降息降准的作用。我们认为此次央行货币政策力度较大，327 政治局会议提到的提高赤字率、发行特别国债和地方政府专项债等财政政策有望陆续出台，将较大程度提振资本市场。维持我们的二季度策略观点看好 A 股二季度反弹。

风险提示：经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值，政策收紧降低市场风险偏好等。

内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
一、本周话题：降低超额准备金利率的要义.....	- 5 -
二、市场回顾与展望	- 8 -
三、情绪指标跟踪	- 11 -
四、估值指标跟踪	- 12 -

图表目录

图表 1: 降低超额准备金利率有助引导市场利率继续下行.....	- 6 -
图表 2: 超额准备金利率首次与后期存款利率持平.....	- 6 -
图表 3: 部分城市发放的消费券.....	- 7 -
图表 4: 不同超储率情景假设下测算可释放长期资金.....	- 7 -
图表 5: 2008 年 11 月 26 日下调超额存款准备金利率后各行业版块表现.....	- 8 -
图表 6: 指数与大类行业表现.....	- 10 -
图表 7: 本周行业表现.....	- 10 -
图表 8: 万得全 A 换手率.....	- 11 -
图表 9: 创业板指换手率.....	- 11 -
图表 10: 融资余额变化.....	- 11 -
图表 11: 分级基金.....	- 11 -
图表 12: 涨停家数.....	- 12 -
图表 13: 次新股指标.....	- 12 -
图表 14: 风格转换指标.....	- 12 -
图表 15: 主要指数估值.....	- 13 -
图表 16: 主要行业估值.....	- 13 -
图表 17: 股债相对配置价值.....	- 13 -

一、本周话题：降低超额准备金利率的要义

事件:4月3日央行宣布对中小银行定向下调存款准备金率1个百分点,于4月15日和5月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点,释放长期资金约4000亿元;另自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

1. 降准时间超预期,大力支持中小企业恢复生产

降准时间比预期来得更早。此次是三个月以来央行的第三次降准。1月初,央行实施过一次全面降准,释放长期资金8000亿元。3月16日,央行实施普惠金融定向降准考核,释放长期资金5500亿元,此番再释放4000亿长期资金,合计三次降准共释放1.75万亿元。此次降准释放资金量较前两次略少,但时间距离上一次仅相隔20余天,历史来看1个月内宣布两次降准仅有2008年9-10月、2008年12月和2019年1月三次,均是在经济下行压力较大时采取的货币政策,对股市均起到较大提振作用。

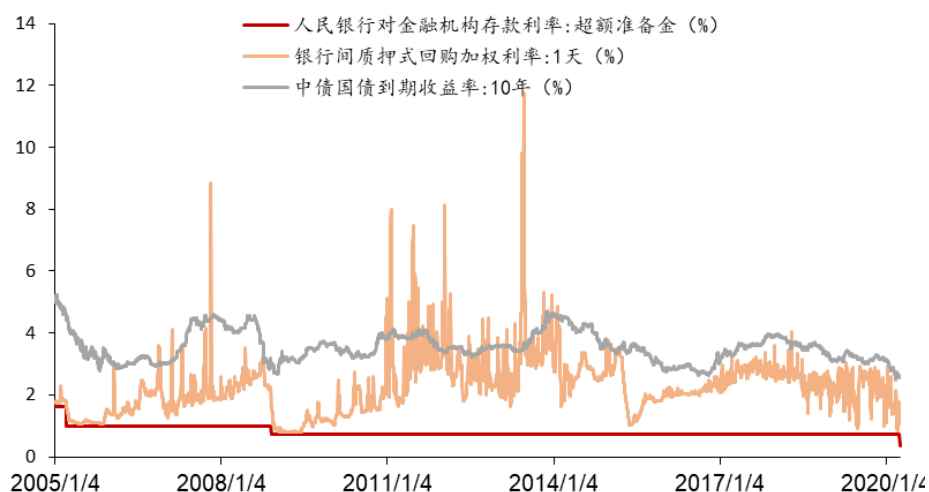
此次定向降准,有助中小银行加大中小微企业信贷支持力度。本次获得定向降准资金的中小银行有近4000家,在银行体系中家数占比为99%,是服务中小微企业的重要力量。此次降准有助于引导中小银行以更优惠的利率向中小微企业发放贷款,扩大涉农、外贸和受疫情影响较严重产业的信贷投放,增强对实体经济恢复和发展的支持力度。

2. 下调超额准备金利率,间接起到降准降息效果

央行此次时隔12年大幅下调超额准备金利率,从0.72%下调至0.35%。上一次超额准备金利率下调还要追溯至2008年11月27日,当时该利率从0.99%下调至0.72%。

利率走廊下限降低37BP,引导市场利率下行。超额准备金利率可以看作我国利率走廊的下限,此前超额准备金利率为0.72%,拆借回购利率一般高于此值,如果低于超额准备金利率,银行会更倾向于选择存放准备金账户。此次超额准备金利率下调37BP,打破利率走廊下限,有助引导市场利率进一步下行,间接起到降息效果。

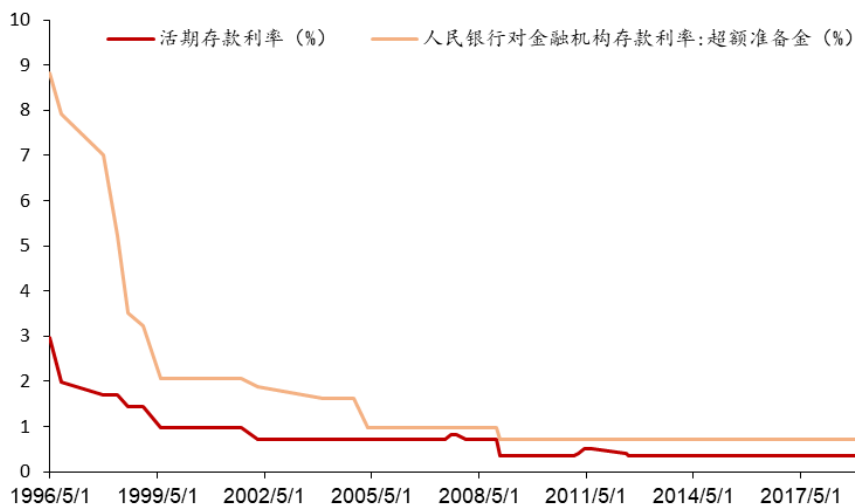
图表 1：降低超额准备金利率有助引导市场利率继续下行



来源：Wind, 中泰证券研究所

本次下调超额存款准备金利率至 0.35%，是历史上首次将超额准备金利率降至活期存款利率相同的水平。超额存款准备金是存款类金融机构在缴足法定准备金之后，自愿存放在央行的钱，由银行自主支配，可随时用于清算、提取现金等需要。超额准备金降至与活期存款利率持平后，银行存放的超额准备金将无法额外获利，导致存放超额存款准备金的积极性下降，部分超额存款准备金将投放市场，向市场释放更多流动性。

图表 2：超额准备金利率首次与后期存款利率持平

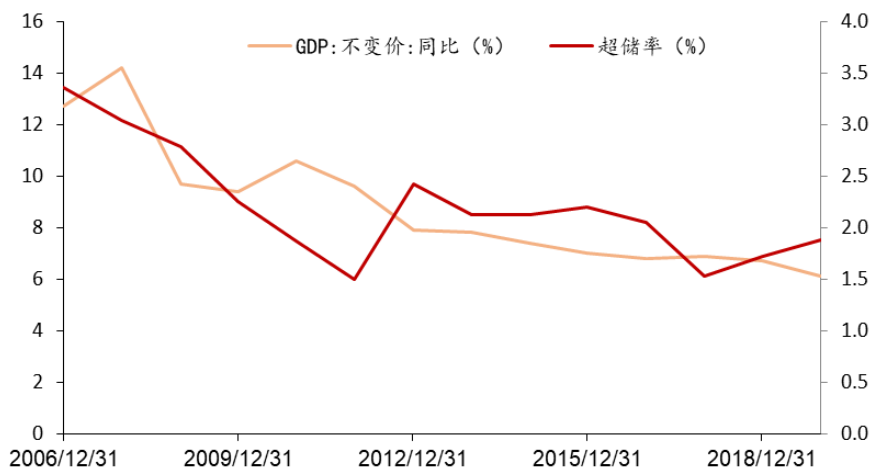


来源：Wind, 中泰证券研究所

3. 历史来看，超储率随经济周期反向变动。

超储率是超额储备资金占银行各项存款的比例，2008 年超储率最高达到 2.78%，在 2008 年降息降准及四万亿财政刺激后经济开始触底回升，

2009 年超储率下降至 2.25%，到 2011 年降至最低 1.5%。我们认为主要原因是经济转好银行更愿意将超额存款准备金用来信贷投放。2012 年后经济步入下行期，超储率回升至 2.42%。2016 年开启供给侧改革后经济开始复苏，超储率从 2015 年 2.2% 下降至 2017 年的 1.52%。2017 年之后经济步入下行周期超储率持续上升至 2019 年的 1.88%

图表 3：部分城市发放的消费券


来源：Wind, 中泰证券研究所

4. 超储率有望下降，间接起到降准效果。

本次将超额准备金利率降至活期存款利率相同的水平，商业银行无法通过超额准备金额外获利，促使商业银行将超额准备金更多用于信贷投放。央行对此次政策解读为推动银行提高资金使用效率，促进银行更好地服务实体经济特别是中小微企业，与我们分析的政策目标一致。此外伴随疫情后复工复产以及一揽子宏观调节政策陆续出台以及央行降低超额准备金利率等因素，预计超储率将会逐步下行。当前金融机构存款约 200 万亿，按 2019 年 1.88% 超储率测算，超额存款准备金约 3.76 万亿。我们对不同超储率的情景假设下，测算可释放的长期资金量，超储率每下降 0.1 个百分点，将释放长期资金 2000 亿元。预计超储率或将下降至与 2011 年、2017 年相当的 1.5% 低位甚至可能会更低，则将释放 7600 亿元以上长期资金。

图表 4：不同超储率情景假设下测算可释放长期资金

情景假设	超储率					
	1.88%	1.70%	1.50%	1.30%	1.10%	0.90%
超额准备金(万亿)	3.76	3.4	3	2.6	2.2	1.8
释放长期资金(万亿)	0	0.36	0.76	1.16	1.56	1.96

来源：Wind, 中泰证券研究所

5. 降低超储率有助于提升市场风险偏好

参考 2008 年 11 月 26 日后股市表现，预计央行此次政策将提振市场。2008 年 11 月 26 日央行宣布降息 1.08 个百分点，对不同金融机构分别降准 1-2 个百分点，同时将超额准备金利率由 0.99% 下调至 0.72%。沪深 300 次日上涨 1.46%，当周上涨 5.92%，当月上涨 1.01%，一年后上涨 89%。无论是短期还是长期股市表现优异。当时股市上涨主要受益大幅降息降准政策以及四万亿刺激经济触底反弹。此次央行不到一个月再次宣布降准时间超预期，另外历史首次将超额准备金率降至与活期存款利率持平，起到间接降息降准的作用。我们认为此次央行货币政策力度较大，327 政治局会议提到的提高赤字率、发行特别国债和地方政府专项债等财政政策有望陆续出台，将较大程度提振资本市场。维持我们的二季度策略观点看好 A 股二季度反弹。

图表 5：2008 年 11 月 26 日下调超额存款准备金利率后各行业版块表现

行业	次日涨幅	行业	一周涨幅	行业	一月涨幅	行业	一年涨幅
建材	4.0%	纺织服装	14.3%	计算机	17.0%	汽车	216.4%
商贸零售	3.0%	计算机	13.6%	电力设备及新能源	14.8%	有色金属	200.6%
汽车	2.9%	电子	13.4%	消费者服务	14.8%	煤炭	191.5%
房地产	2.9%	电力设备及新能源	13.4%	商贸零售	14.2%	消费者服务	140.7%
非银行金融	2.8%	家电	13.1%	医药	13.1%	计算机	137.0%
食品饮料	2.3%	传媒	12.1%	传媒	11.0%	综合	135.2%
家电	2.1%	汽车	11.6%	煤炭	9.9%	房地产	134.2%
传媒	2.0%	建材	11.5%	纺织服装	9.3%	家电	132.9%
钢铁	1.9%	商贸零售	11.4%	国防军工	9.1%	国防军工	132.7%
医药	1.7%	机械	11.4%	农林牧渔	8.0%	商贸零售	127.1%
机械	1.7%	消费者服务	11.3%	食品饮料	8.0%	医药	120.7%
有色金属	1.6%	农林牧渔	10.6%	汽车	7.8%	电子	117.5%
电力设备及新能源	1.5%	基础化工	10.3%	电子	7.2%	建材	117.3%
纺织服装	1.5%	医药	10.3%	综合	6.3%	纺织服装	117.3%
沪深300	1.5%	综合	9.9%	家电	6.0%	轻工制造	113.4%
计算机	1.4%	有色金属	9.6%	轻工制造	5.7%	电力设备及新能源	112.9%
石油石化	1.3%	轻工制造	9.5%	有色金属	5.5%	食品饮料	108.0%
综合	1.2%	煤炭	9.3%	通信	4.6%	机械	102.8%
电力及公用事业	1.2%	食品饮料	9.2%	基础化工	3.9%	农林牧渔	96.0%
农林牧渔	1.0%	建筑	7.8%	机械	3.0%	银行	92.5%
国防军工	0.9%	通信	7.0%	建材	2.8%	沪深300	89.1%
消费者服务	0.9%	国防军工	6.9%	沪深300	1.0%	传媒	86.5%
基础化工	0.8%	房地产	6.6%	电力及公用事业	0.3%	非银行金融	83.4%
通信	0.8%	沪深300	5.9%	银行	-0.7%	钢铁	82.3%
电子	0.5%	钢铁	5.9%	非银行金融	-1.5%	基础化工	82.2%
煤炭	0.5%	电力及公用事业	5.6%	钢铁	-1.6%	通信	78.6%
交通运输	0.3%	交通运输	5.1%	房地产	-1.6%	交通运输	63.8%
轻工制造	0.3%	非银行金融	4.3%	建筑	-2.4%	石油石化	55.8%
银行	0.2%	石油石化	4.2%	交通运输	-3.6%	电力及公用事业	50.0%
建筑	0.0%	银行	0.7%	石油石化	-4.4%	建筑	39.7%

来源：Wind, 中泰证券研究所

二、市场回顾与展望

一周回顾：赚钱效应持续下滑，风险偏好持续下降。本周上证综指全周收跌 0.30%、创业板指收涨 0.15%、深证成指收涨 0.00%。时代硬科技组合本周收涨 1.48%，世代新消费组合收涨 4.41%。全市场日均成交额环比持续回落。融资余额大幅下滑，北上资金持续小幅净流入。各风格指数分化明显，中小板指、上证 50 领涨，中证 500、中证 1000 领跌。

行业与主题方面，农林牧渔、食品饮料、电子领涨，传媒、通信、消费者服务、计算机领跌。

市场展望：关注二季度权益市场的反弹机会

(1) 站在全球的角度看，美股市场由于疫情的原因演变为流动性危机。包括美国在内的政府部分正在努力化解流动性危机，包括给与资本市场信心，注入流动性，财政货币双宽松等等；我们相信美股下跌的第一阶段随着疫情的拐点而结束，二季度美股也可能存在报复性的反弹机会。全球风险偏好均得到至少一个季度左右时间的修复。A股也不例外，由于全球疫情的扩散，A股的风险偏好也是大幅的下降，那么站在目前位置上，二季度整体权益市场也会出现较为明显的风险偏好的上升。

(2) 全球由于疫情的影响，宏观经济大概率上出现明显的衰退，疫情拐点之后，全球仍然在短期内把目标聚焦在应对疫情的措施上，全年宏观经济均不容乐观。预期未来，财政货币双宽松的政策将进一步出台。回到国内，目前全国已经得到明显的控制，恢复生产是重中之重。我们认为，新基建投资和刺激消费的政策是目前国内政策的首选。因此，站在国内看，流动性仍然会进一步宽松延续，4月3日央行进一步降准并下调超储率得到了有效的印证。

(3) 一季度宏观经济出现明显的“大坑”，展望二季度，市场预期经济在环比的角度看将出现较大的企稳，有助于风险偏好的逐步回暖。深化改革的推进，也是有效促进经济恢复的重要手段。从市场预期的角度看，也会提升市场风险偏好。

(4) 总结：二季度，全球流动性危机接近尾声，和国内经济逐步恢复，市场风险偏好大幅提升；流动性的宽松预期进一步延续。整体上，二季度存在明显的反弹机会，结构上仍然是估值推升为主。我们继续维持时代硬科技和世代新消费这两大成长板块，二季度明确看好以新基建为主的时代硬科技和消费刺激下的世代新消费。另外，从实战的角度出发，我们中泰策略给与两个杀手锏：时间伴侣和盈利微笑组合。一个从长期逻辑出发，建议全年持仓的组合品种，另外一个是根据短期逻辑建立的短期绝对收益组合。

风格指数：本周各风格指数分化明显，中小板指、上证 50 领涨，中证 500、中证 1000 领跌。活跃度方面，各风格指数换手率持续回落，中证 500、创业板指的换手率下滑明显。

大类行业：本周医疗保健指数、日常消费指数持续领涨，金融指数、可选消费指数领跌。活跃度方面，日常消费板块换手率持续上升，金融板块、电信服务换手率回落明显。

一级行业：本周农林牧渔、食品饮料、电子领涨，传媒、通信、消费者服务、计算机领跌。活跃度方面，各行业换手率分化明显，农林牧渔、

食品饮料、石油化工的换手率明显回升，家电、房地产、通信、消费者服务板块整体的换手率普遍下滑。

图表 6：指数与大类行业表现

		周涨跌幅 (%)	上周涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	最近两周换手率		最新换手率历史分位 (10年6月至今)
风格指数	中小板指	1.33	-1.36	0.00	7.3%	8.3%	77.2%
	上证50	0.27	2.78	-11.57	0.2%	0.2%	43.3%
	中证100	0.22	2.46	-11.77	0.3%	0.3%	51.1%
	创业板指	0.15	-0.58	6.04	8.8%	10.5%	79.7%
	沪深300	0.09	1.56	-9.36	0.4%	0.5%	53.6%
	深证成指	0.00	-0.40	-3.07	3.6%	4.1%	35.1%
	中证200	-0.19	-0.27	-3.86	0.9%	1.1%	43.8%
	上证综指	-0.30	0.97	-9.38	0.6%	0.7%	58.6%
	中证500	-0.59	-1.57	-3.05	1.3%	1.5%	45.4%
中证1000	-0.84	-2.06	-1.08	2.0%	2.2%	52.6%	
大类行业	日常消费指数	4.43	3.74	2.06	3.0%	2.3%	94.4%
	能源指数	0.16	-0.53	-16.38	0.3%	0.3%	63.7%
	医疗保健指数	0.10	5.55	8.30	2.0%	2.4%	79.1%
	公用事业指数	-0.12	0.72	-9.34	0.4%	0.5%	9.1%
	材料指数	-0.30	-0.83	-8.44	1.1%	1.3%	37.9%
	信息技术指数	-0.60	-4.97	3.12	2.8%	3.3%	73.8%
	房地产指数	-0.61	2.16	-12.43	0.7%	1.0%	17.4%
	工业指数	-0.80	-1.06	-5.74	1.2%	1.4%	59.2%
	电信服务指数	-1.15	-1.92	-1.31	0.8%	1.2%	59.4%
	金融指数	-1.50	1.37	-15.18	0.2%	0.3%	24.7%
可选消费指数	-2.02	0.10	-11.28	1.5%	1.7%	62.0%	

来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 7：本周行业表现

	本周涨跌幅 (%)	上周涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	最近两周换手率		最新换手率历史分位
农林牧渔	7.53	0.66	14.81	4.9%	3.5%	98.5%
食品饮料	3.53	5.35	-3.10	2.1%	1.6%	90.5%
酒类	3.11	5.34	-8.17	0.7%	0.8%	15.0%
电子	2.22	-6.49	1.24	2.8%	3.1%	81.9%
基础化工	0.65	-2.34	-5.76	1.7%	1.9%	52.0%
医药	0.22	5.74	9.00	1.9%	2.4%	82.2%
石油石化	0.05	-2.00	-15.65	0.3%	0.2%	80.6%
发电及电网	0.05	1.45	-8.98	0.3%	0.4%	13.9%
交通运输	-0.06	0.12	-14.23	0.5%	0.6%	46.5%
煤炭	-0.23	2.14	-15.21	0.4%	0.4%	6.6%
汽车	-1.27	0.90	-7.60	1.5%	1.4%	72.9%
建筑	-1.32	-0.02	-5.47	1.0%	1.0%	67.8%
商贸零售	-1.42	1.44	-4.31	1.3%	1.5%	59.5%
银行	-1.46	2.86	-14.81	0.1%	0.2%	38.5%
非银行金融	-1.47	0.00	-15.73	0.6%	0.8%	30.8%
建材	-1.80	1.79	-1.57	1.7%	2.1%	47.6%
计算机	-2.26	-3.45	5.40	2.4%	3.1%	59.5%
消费者服务	-3.06	-3.01	-13.37	1.5%	2.3%	65.9%
通信	-3.43	-3.57	2.09	2.9%	4.0%	84.8%
传媒	-3.56	-2.37	-7.13	1.6%	1.9%	39.9%

来源：Wind, 中泰证券研究所

三、情绪指标跟踪

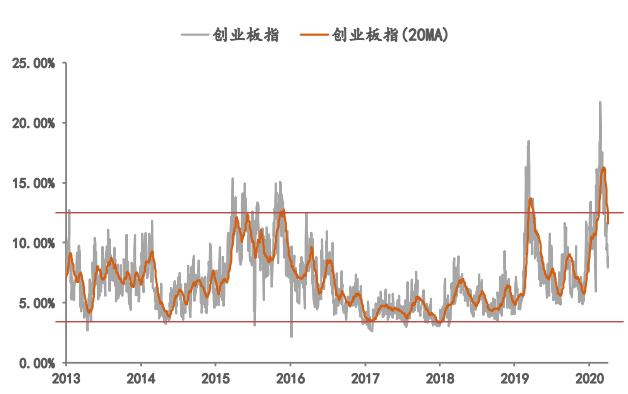
全市场活跃度: 2010年以来,全A日均换手率区间大致为0.4%-1.4%。20日平滑后本周全A换手率震荡下滑。截止4月3日,单日换手率达到0.98%,处于历史分位的66.8%。创业板指换手率区间大致为2%-8%,20日平滑后创业板指换手率震荡回落。截止2020年4月3日,创业板单日换手率为8.3%,处于历史分位的74.8%。

图表 8: 万得全 A 换手率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 9: 创业板指换手率

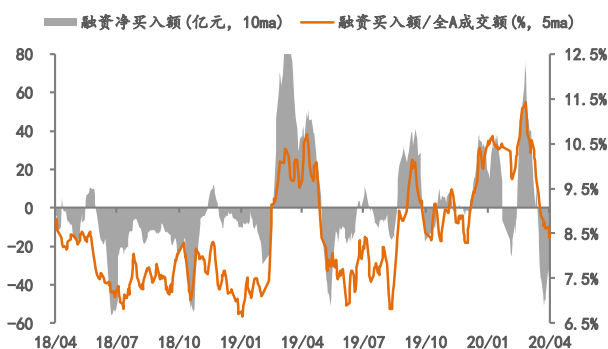


来源: Wind, 中泰证券研究所

场内融资: 本周融资余额持续大幅回落,截止4月2日,融资余额达到10443亿,较上周减少94亿。5日平滑后融资买入额占全市场成交额的比重较上周减少0.2%。

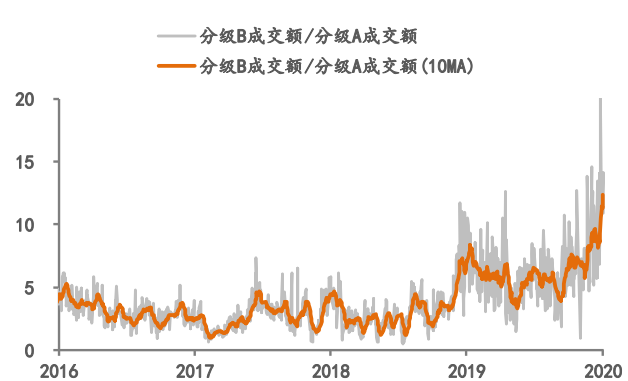
分级基金: 10日平滑后,本周分级B与分级A成交额的比值震荡上升,截止4月3日,10日平滑指标为10.9,与上周减少2.4,处于历史分位99.9%。

图表 10: 融资余额变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 分级基金



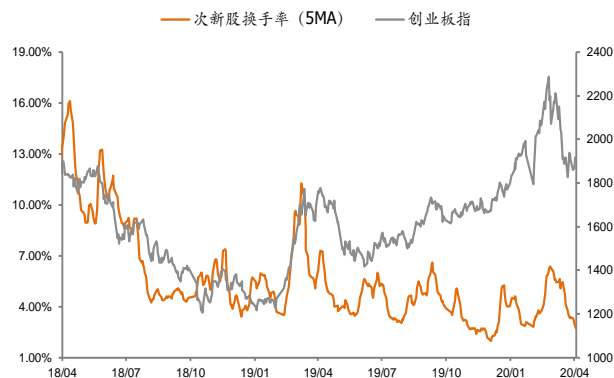
来源: Wind, 中泰证券研究所

涨停数量: 20日平滑后,涨停个股数量连续5周下滑。截止4月3日,20日平滑后涨停数量达到74家,较上周减少20家。

次新股指标: 5日平滑后次新股换手率持续回落,截止4月3日,5日次新股换手率均值达到2.7%,较上周回落0.6%,处于历史分位3.9%。

图表 12: 涨停家数


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 次新股指标


来源: Wind, 中泰证券研究所

风格转换指标: 全市场市盈率中位数与上证 50 市盈率中位数的比值可以用来刻画市场风格转换情况: 该比值下跌表明大盘股强于中小盘股,反之亦然。从 2010 年以来,该指标在 2-3 区间比较夯实,本周该指标较上周减少 0.1%。未来一段时间该指标在 2-3 区间内震荡的概率较大。

图表 14: 风格转换指标


来源: Wind, 中泰证券研究所

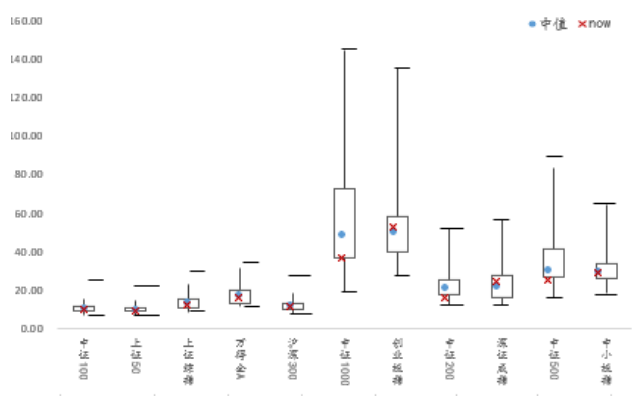
四、估值指标跟踪

指数估值: 本周中证 100、创业板指估值持续位于历史分位 30%以下,

上证 50、沪深 300 下滑至历史分位 10%以下。

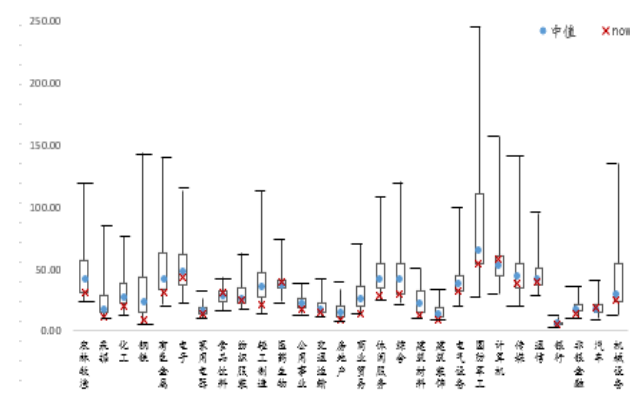
主要行业估值： PB 估值处在历史低位的行业：建筑装饰、公用事业、银行、房地产、采掘、商业贸易、汽车、国防军工、非银金融、轻工制造、有色金属、交通运输； PE 估值处在历史低位的行业：采掘、房地产、商业贸易、建筑装饰、休闲服务、非银金融、轻工制造、建筑材料、钢铁、公用事业； PE 估值、PB 估值均处在历史低位的行业：建筑装饰、采掘、房地产、商业贸易、公用事业。

图表 15：主要指数估值



来源：Wind，中泰证券研究所

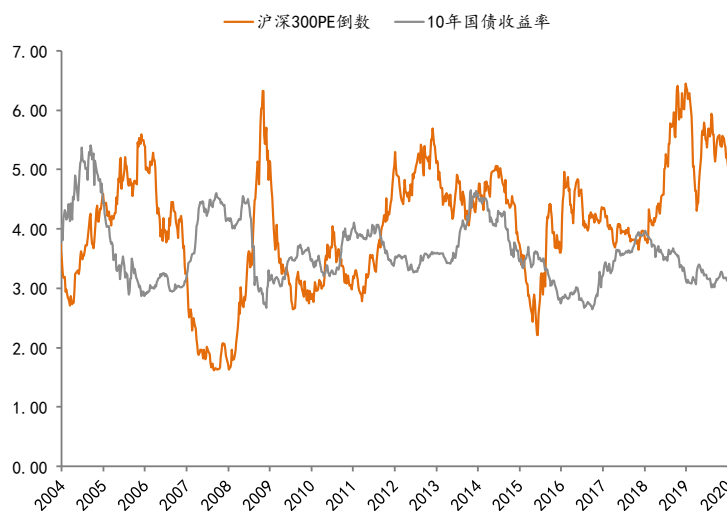
图表 16：主要行业估值



来源：Wind，中泰证券研究所

股债 相对配置价值： 股票市盈率的倒数与国债收益率比较，可以刻画股市的相对配置价值，历史上，股指的每一次阶段性底部都对应着两者利差的阶段性顶部，反之亦然。本周沪深 300 成分股 PE 估值中位数下滑至 17.5 倍，市盈率倒数为 5.7%，相对 10 年国债收益率的溢价水平收窄至 262BP。

图表 17：股债相对配置价值



来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示：经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值，政策收紧降低市场风险偏好等。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。