

证券研究报告
2022年01月29日

流动性环境外紧内松，主要股指估值无差别回落 —流动性与估值洞见第9期

国海证券研究所

胡国鹏(分析师)

S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

袁稻雨(分析师)

S0350521080002

yuandy@ghzq.com.cn

◆ 全球宏观流动性

- 美联储释放超预期鹰派信号，3月有望开启本轮加息周期，并将在加息后很快开始缩减资产负债表。2022年1月27日年内的首次FOMC会议结束，美联储释放超预期鹰派信号，加息缩表在今年将并行而至，超常规货币政策的退出将成为制约全球流动性的关键因素。由于对美联储超预期收紧的担忧不断加剧，且市场对今年加息缩表的实现路径仍有分歧，导致美债、欧债收益率在近期快速攀升。美国方面，由于通胀的持续高于2%的政策目标，且就业已经恢复至较高水平，2022年1月以来市场对美联储超预期收紧的担忧不断加剧，4次加息、年内开启缩表已经成为定局。在流动性环境面临转向的背景下，近期美债利率快速攀升，主要由实际利率推动，盘中最高上行至1.88%，创下疫情以来的新高。

◆ 国内宏观流动性

- 从量上来看，2021年12月社融企稳回升，宽信用预期持续加强。具体来看，社融存量增速已连续两个月上行，2021年12月社融存量同比增速为10.3%，相比11月回升0.2个百分点，增幅小幅扩大，在新增人民币贷款不及预期的背景下，企业债与政府债的发力拉动社融增速企稳回升。具体来看，2021年12月社融口径的新增人民币贷款为1.03万亿元，同比少增1112亿；地方政府债券融资1.17万亿元，同比多增4592亿元，稳增长发力带来的改善明显，政府债也是宽信用路径的主要抓手；企业债券新增2225亿元，同比多增1789亿元。
- 从价上来看，1月降息落地，LPR和SLF利率相继调整，货币宽松窗口打开。2022年1月MLF和逆回购利率下调10bp，随后1年期LPR下调10bp，5年期LPR下调5bp，随后1月21日，央行下调各期限SLF利率10bp。从过去几轮降息周期来看，很少出现只降一次息的情况，因此从政策的延续性与可持续性考虑，一季度大概率仍会有降准降息的操作，并且会交替使用。二季度之后的货币政策取向将面临美联储加息缩表的约束，价格型工具继续使用的可能性在下降，数量型工具和结构性货币政策工具将占据主导，同时也需要评估前序稳增长政策的效果。

◆ 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、定增规模以及产业资本净减持规模相较前两周都有不同程度的下降。2022年1月解禁压力相较2021年12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333亿元，基金发行保持平稳。2022年1月共有67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2725亿元左右的增量资金。近期融资余额规模小幅下行，ETF净申购速度有所减缓。近两周外资流入A股速度加快，北向资金买入热情依旧，北上资金大幅加仓银行、电力设备和有色金属，减仓较多行业多集中于家用电器、医药生物和商贸零售。近两周南向资金流速较上两周有所加快，累计流入超342亿元。

◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，近两周资金避险情绪加重，股权风险溢价大幅上涨。各指数换手率同步下跌，A股上涨家数占比突破历史新低，市场交投情绪明显降温。权益型基金收益跑赢大盘，但均实现负收益。从全球角度来看，美股近两周存在明显回调，标普500波动率大幅上升。避险资产价格呈现分化态，黄金板块逆势而涨，日元指数因美元的预期加息价格有所下跌。受美联储加息预期升温及监管政策趋严，比特币等风险资产价格出现明显回落。
- 估值方面，2022年1月中旬以来全球主要股指估值出现明显收缩。近期受地缘政治风险升温、美联储鹰派、通胀持续及经济增长动能衰退等因素影响，全球主要股指估值均有所收缩。近两周A股板块估值明显收缩，市场整体跌幅超过6%，近十年估值分位数回落至50%-60%的区间。近期受外部环境多重利空因素影响，A股市场持续下探，市场整体估值水平明显收缩。近两周超过14个行业估值分位数回调幅度超过5%。其中，医药生物、化工、环保行业估值分位数回调下跌超过10%。
- 风险提示：流动性收紧超预期；经济发展不及预期；中美摩擦缓和；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

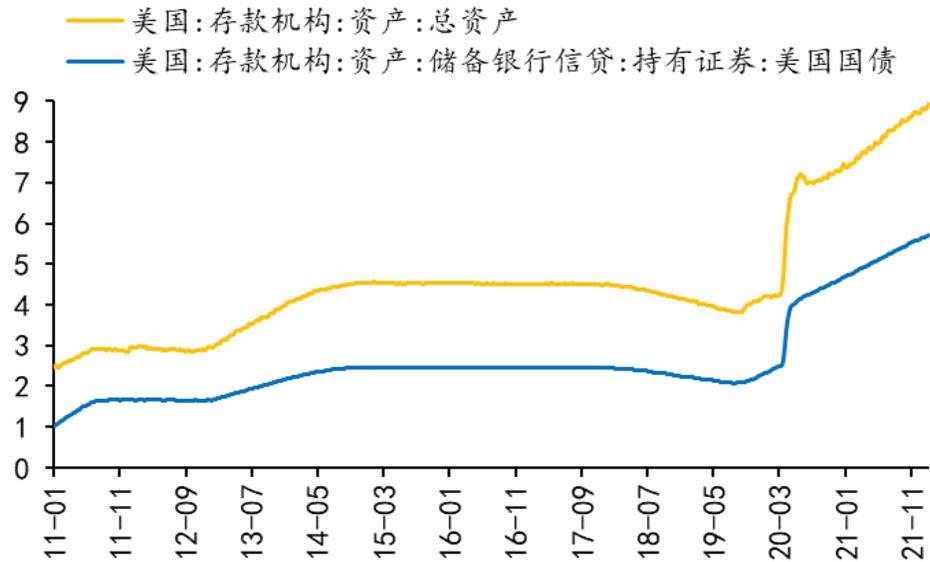
- **美联储释放超预期鹰派信号，3月有望开启本轮加息周期，并将在加息后很快开始缩减资产负债表。**2022年1月27日年内的首次FOMC会议结束，美联储释放超预期鹰派信号，加息缩表在今年将并行而至，超常规货币政策的退出将成为制约全球流动性的关键因素。加息方面，由于当前通胀远高于2%的政策目标，且劳动力市场强劲，美联储在3月Taper结束后开启本轮加息周期基本已成定局，具体的加息节奏和幅度要根据经济数据而决定，不排除在每次FOMC会议上都加息，且一次性提高政策利率50BP的可能性。缩表方面，先加息、后缩表的紧缩路径得到确认，鲍威尔表示将在加息至少一次之后开会讨论缩表事宜，根据经济和金融的发展进行适时调整，当前来看6月开启缩表的可能性在增加。
- **全球银行间流动性仍保持宽松态势，近两周TED利差持续回落，位于历史较低水平，隔夜、1周LIBOR利率水平基本稳定，3个月LIBOR利率呈现上升趋势。**
- **2022年1月以来由于对美联储超预期收紧的担忧不断加剧，且市场对今年加息缩表的实现路径仍有分歧，导致美债、欧债收益率在近期快速攀升。**美国方面，由于通胀的持续高于2%的政策目标，且就业已经恢复至较高水平，1月以来市场对美联储超预期收紧的担忧不断加剧，4次加息、年内开启缩表已经成为定局。在流动性环境面临转向的背景下，近期美债利率快速攀升，主要由实际利率推动，盘中最高上行至1.88%，创下疫情以来的新高。欧洲方面，欧元区公债利率主要是受美联储收紧的影响，近期也出现上行迹象，基本回到近零利率的水平。
- **由于美联储政策的不确定性，近两周美元指数宽幅波动。**2021年以来美元指数共有三轮较强的上涨区间，一是在2021年1-3月，随着美国财政、货币政策的双宽松、疫苗接种率的有序提升、经济的持续性复苏等利好因素的共同作用下，美元指数从底部开启回升态势。二是从2021年6月开始，随着美国经济复苏进入主升浪，叠加美联储Taper预期的不断强化，美元指数迎来第二波上涨。2021年11月以来，在通胀上行压力导致美联储Taper进程加速的预期之下，美元指数开启年内第三波上涨。2022年1月以来美元指数受到美联储政策不确定性的影响，出现宽幅波动。

1、全球宏观流动性

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储缩减购债速度加快

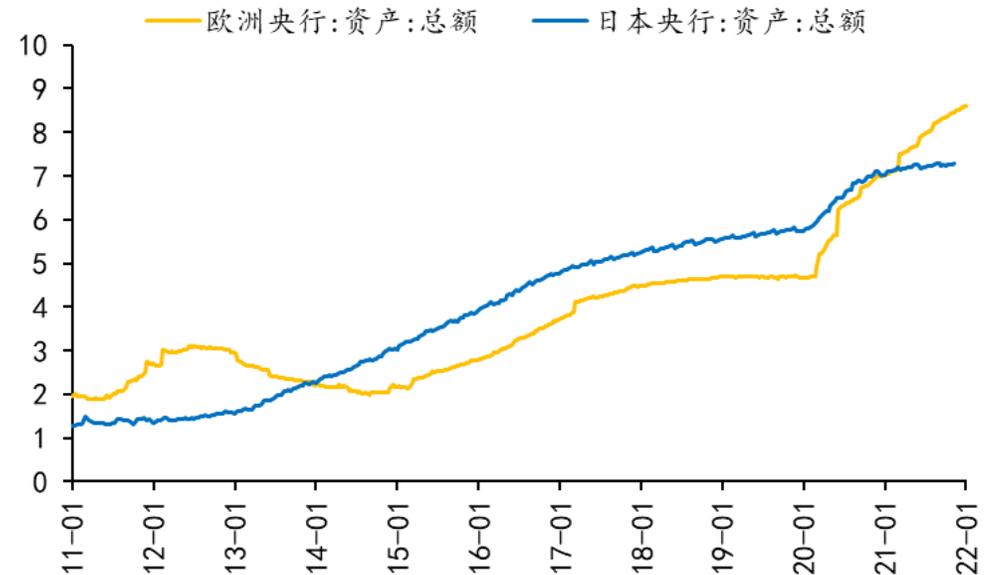
- 美联储缩减购债速度加快，Taper将在3月初结束。2021年12月的FOMC会议决议声明后，美联储Taper进程提速。2021年美联储最后一次议息会议表示，当前美国通胀已经不再是“暂时性”问题，抑制高通胀成为政策转向的首要原因。此外，会议决定将每月资产购买缩减规模由150亿美元提升至300亿美元。2022年1月12日至1月26日，美联储总资产规模增加718亿美元，其中美联储持有美国国债规模增加约315亿美元，相比之前的扩表速度明显放缓，根据最新的议息会议，Taper将在3月初正式结束。
- 欧洲央行扩表基本维持稳定，日本央行资产负债表基本持平。1月以来欧洲央行扩表步伐相比之前基本保持稳定，增长约340亿欧元。截至1月21日，日本央行资产负债表同12月底相比基本持平，未有显著变化。

图1：美联储缩减购债速度加快，Taper将在3月初结束



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：2022/1/26

图2：欧洲央行扩表基本维持稳定，日本央行资产负债表基本持平



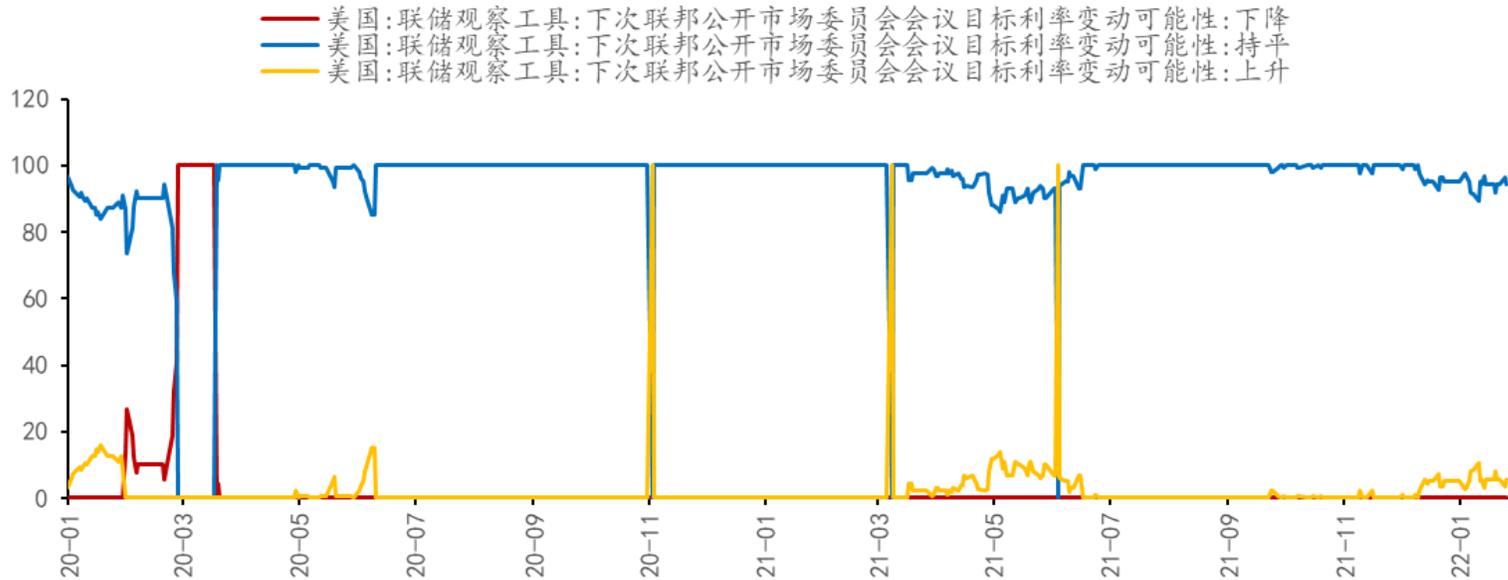
资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
 数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/1/26

1、全球宏观流动性

1.2 美联储最新动向 | 美联储3月加息已成定局，下半年开启缩表

- 美联储释放超预期鹰派信号，3月有望开启本轮加息周期，并将在加息后很快开始缩减资产负债表。2022年1月27日年内首次FOMC会议结束，美联储释放超预期鹰派信号，加息缩表在今年将并行而至，超常规货币政策的退出将成为制约全球流动性的关键因素。加息方面，由于当前通胀远高于2%的政策目标，且劳动力市场强劲，美联储在3月Taper结束后开启本轮加息周期基本已成定局，具体的加息节奏和幅度要根据经济数据而决定，不排除在每次FOMC会议上都加息，且一次性提高政策利率50BP的可能性。缩表方面，先加息、后缩表的紧缩路径得到确认，鲍威尔表示将在加息至少一次之后开会讨论缩表事宜，根据经济和金融的发展进行适时调整，当前来看6月开启缩表的可能性在增加。

图3：美联储3月加息已成定局，下半年开启缩表



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：2022/1/26

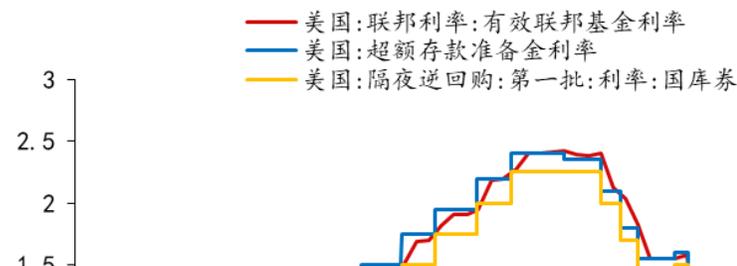
1.3 央行利率水平 | 各国央行政策利率维持低位

- 3月的FOMC将成为美联储本轮加息周期的起点。由于当前通胀远高于2%的政策目标，且劳动力市场强劲，美联储在3月Taper结束后开启本轮加息周期基本已成定局，具体的加息节奏和幅度要根据经济数据而决定，不排除在每次FOMC会议上都加息，且一次性提高政策利率50BP的可能性。
- 欧央行维持三大利率不变，放缓PEPP进程，明确表示在2022年不太可能加息。欧央行在2021年12月16日的利率决议上宣布维持三大关键利率不变，并且下个季度放缓紧急抗疫购债计划（PEPP），将在2022年3月彻底结束PEPP下的净债券购买。为缓冲PEPP净购债在明年一季度末结束的影响，欧央行决定于2022年二季度和三季度将疫情前存在的常规购债计划（APP）规模从每月200亿欧元分别提升至每月400亿欧元和300亿欧元。此外，欧央行延续了发达经济体中的鸽派立场，明确表示欧央行在明年不太可能加息。

图4：3月的FOMC将成为美联储本轮加息周期的起点



图5：美联储利率走廊面临上移



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_37115

