

证券研究报告
2022年02月20日

中美无风险利率共振向上，全球股指估值承压 —流动性与估值洞见第10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

- 美联储扩表速度明显放缓，Taper将在3月初结束。1月的FOMC会议以及后续公布的会议纪要显示，鉴于通胀高企以及劳动力市场的强劲，3月初结束购债是合意的，过去两年美国资产负债表的扩张趋势将出现拐点。缩表方面，美联储预计缩表将在加息启动后进行，其中持有的MBS将是大幅缩减的主要对象。相比上一轮紧缩周期，当前美联储持有的债券结构久期更短，这也预示着本轮缩表将比上次更加快速。
- 美联储3月加息已成定局，预计年中开启缩表。随着美国1月通胀数据超预期，市场对美联储收紧的节奏和幅度有了更悲观的预期。最新的联邦利率期货显示，3月美联储有接近60%的概率加息50BP，全年加息次数在6-7次之间，海外主流投行同样上调了美联储加息次数，普遍预计均在5次以上，2月通胀数据是否持续超预期将决定3月加息的幅度。

◆ 国内宏观流动性

- 从量上来看，1月社融显著超预期，稳增长政策得到验证，宽信用逐步由分歧走向一致。去年12月至今年1月市场调整的重要原因是对稳增长政策发力存在较大分歧，而1月超预期的信贷社融数据使得稳增长加力的方向得到确认，宽信用正在途中。1月社融增速10.5%，环比上行0.2个百分点，去年10月以来已经连续3个月出现上行。但1月的信贷数据在结构上仍需优化，企业端与居民端分化严重，多增信贷主要由票据融资和企业短期贷款贡献。
- 从价上来看，宽信用预期催化下，2月以来十年期国债利率震荡上行。去年12月中央经济工作会议后，政策定调稳增长并开启新一轮宽松。在连续降息降准的刺激之下宽货币先行，在此背景下十年期国债利率一路向下，在春节前已回落至2.68%的历史低点。春节后随着1月社融数据的发布，宽货币到宽信用的传导明确使得十债利率开始拐头向上，到现在已重回2.8%，相当于春节前低点回升12BP。

◆ 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

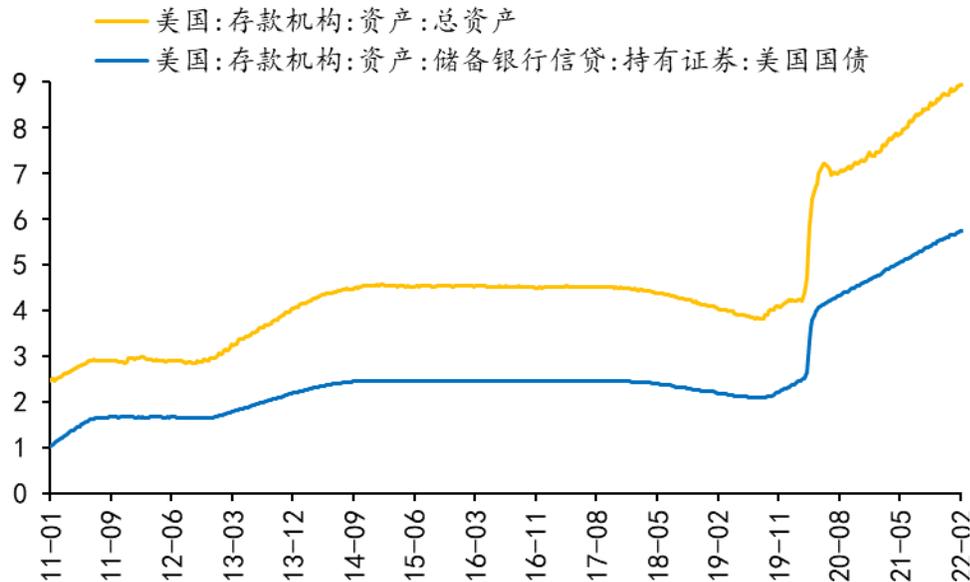
- **美联储扩表速度明显放缓，Taper将在3月初结束。**1月的FOMC会议以及后续公布的会议纪要显示，鉴于通胀高企以及劳动力市场的强劲，3月初结束购债是合意的，过去两年美国资产负债表的扩张趋势将出现拐点。缩表方面，美联储预计缩表将在加息启动后进行，其中持有的MBS将是大幅缩减的主要对象。相比上一轮紧缩周期，当前美联储持有的债券结构久期更短，这也预计着本轮缩表将比上次更加快速。2月以来美联储总资产规模增加378亿美元，其中持有国债规模增加约105亿元，相比之前的扩表速度明显放缓。
- **美联储3月加息已成定局，预计年中开启缩表。**随着美国1月通胀数据超预期，市场对美联储收紧的节奏和幅度有了更悲观的预期。最新的联邦利率期货显示，3月美联储有接近60%的概率加息50BP，全年加息次数在6-7次之间，海外主流投行同样上调了美联储加息次数，普遍预计均在5次以上，2月通胀数据是否持续超预期将决定3月加息的幅度。预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻。随着加息预期逐步计入市场价格、直至最后落地，市场预期会由悲观向乐观转变。如果美国通胀在下半年出现明显缓和，放缓加息节奏是合意的。
- **近两周TED利差震荡下行，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利率持续走高。**
- **1月美国通胀数据超预期，7.5%的增速加剧了市场对美联储加速收紧的担忧，在此背景下美债利率突破2%的关键点位。**1月以来，美债利率对今年美联储多次加息、开启缩表的预期逐步定价，上行幅度超过40BP，基本都是由实际利率驱动，而通胀预期反而在回落，表明推高名义利率的关键是对政策收紧过快的担忧。特别是在2月中旬美国公布的1月通胀数据超预期后，市场对美联储加速收紧的担忧不断加剧，在此背景下美债利率突破了2%的关键点位。欧债利率方面，由于欧元区通胀的持续超预期，市场对欧央行今年加息的预期不断强化，在此背景下欧债利率重新回正。

1、全球宏观流动性

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储扩表速度明显放缓

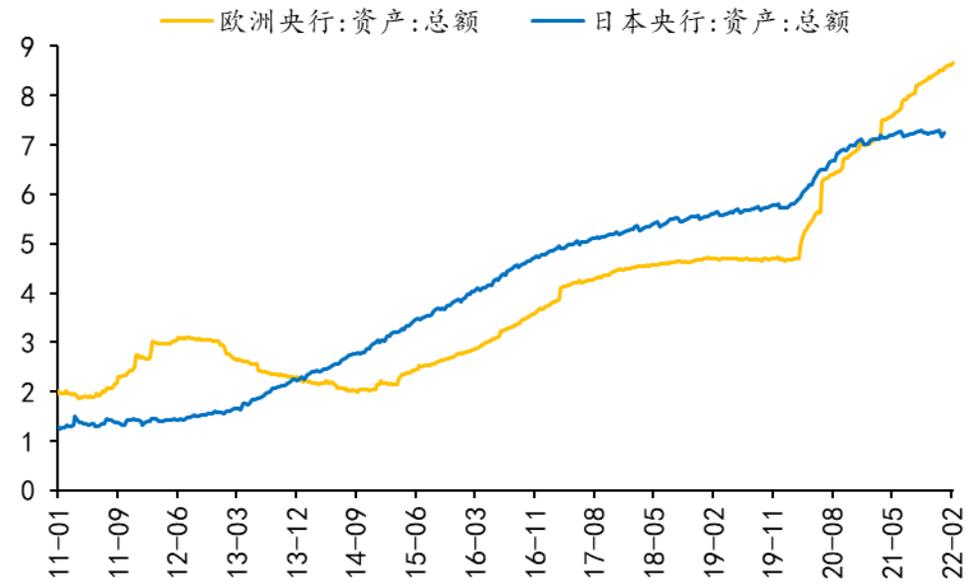
- 美联储扩表速度明显放缓，Taper将在3月初结束。1月的FOMC会议以及后续公布的会议纪要显示，鉴于通胀高企以及劳动力市场的强劲，3月初结束购债是合意的，过去两年美国资产负债表的扩张趋势将出现拐点。缩表方面，美联储预计缩表将在加息启动后进行，其中持有的MBS将是大幅缩减的主要对象。相比上一轮紧缩周期，当前美联储持有的债券结构久期更短，这也预示着本轮缩表将比上次更加快速。2月以来美联储总资产规模增加378亿美元，其中持有国债规模增加约105亿元，相比之前的扩表速度明显放缓。
- 欧洲央行继续推行扩表操作，日本央行资产负债表保持平稳。2月以来欧洲央行继续推行扩表操作，增长约292亿欧元。同期日本央行资产负债表保持平稳。

图1：美联储扩表速度明显放缓，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：2022/2/16

图2：欧洲央行继续推行扩表操作，日本央行资产负债表保持平稳

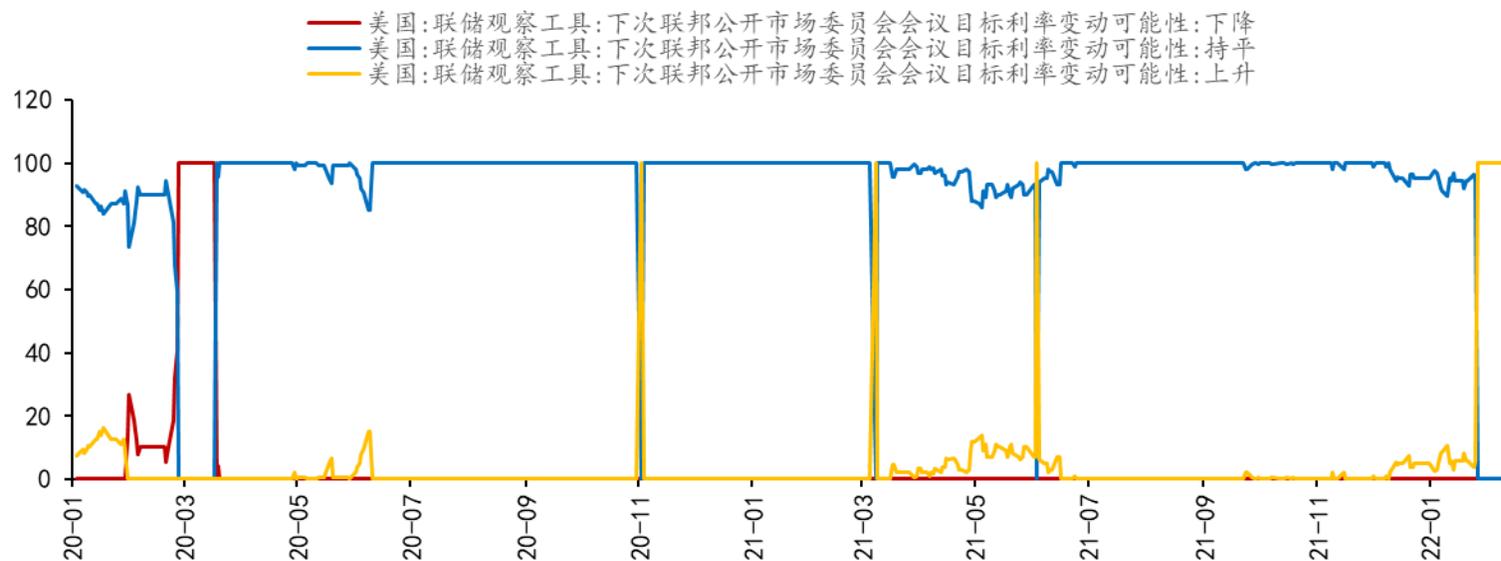


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/2/11

1.2 美联储最新动向 | 美联储3月加息已成定局，预计年中开启缩表

- 美联储3月加息已成定局，预计年中开启缩表。随着美国1月通胀数据超预期，市场对美联储收紧的节奏和幅度有了更悲观的预期。最新的联邦利率期货显示，3月美联储有接近60%的概率加息50BP，全年加息次数在6-7次之间，海外主流投行同样上调了美联储加息次数，普遍预计均在5次以上，2月通胀数据是否持续超预期将决定3月加息的幅度。预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻。随着加息预期逐步计入市场价格、直至最后落地，市场预期会由悲观向乐观转变。如果美国通胀在下半年出现明显缓和，放缓加息节奏是合意的。

图3：美联储3月加息已成定局，年中开启缩表



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：2022/2/18

1.3 央行利率水平 | 欧央行或将在今年开启加息周期

- 加息将成为3月FOMC会议的重要议题，新一轮加息周期即将拉开帷幕。面对通胀远高于2%的政策目标和劳动力市场强劲的双重境况，美联储在3月Taper结束后开启本轮加息周期已成定局，具体的加息节奏和幅度要根据经济数据而决定。市场当前主流观点认为今年全年的加息次数将不少于5次。
- 欧央行继续维稳三大利率，最早在三季度结束净资产购买，加息选择余地将保留。欧央行在2月3日的利率决议上宣布维持三大关键利率不变的举措将继续推行。对紧急抗疫购债计划（PEPP）下的净资产购买或将于今年3月份逐步停止，并在到常规资产购买计划（APP）的结束前期间施行过渡性举措，以每两个月或每月一次的速度预期或在第三季度结束净资产购买。此外，近日欧央行管委会多成员公开肯定了今年加息的可能性。

图4：新一轮加息周期即将拉开帷幕

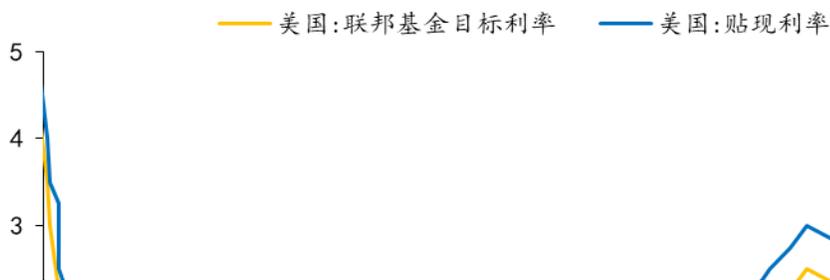
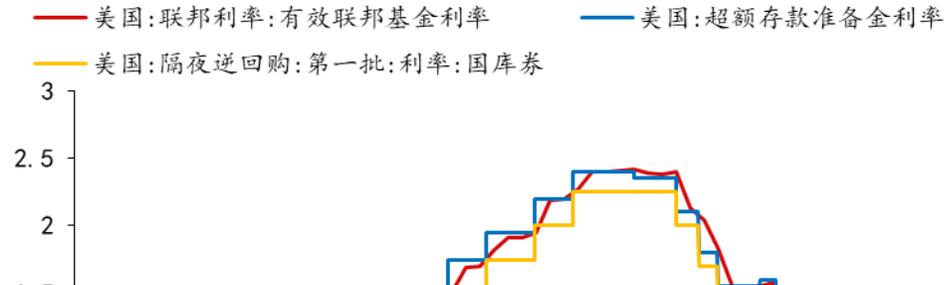


图5：美联储利率走廊面临上移



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_37741

