

证券研究报告
策略研究
2022年04月15日



美联储缩表路径确认，上市企业回购规模提升 —流动性与估值洞见第14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

- **美联储缩表路径确定，5月或将开启缩表。**4月7日美联一进程。4月13日美联储理事布雷纳德公开表示在政策收缩过程中，资产负债表的收缩可能相当于增加两到三次加息。截至4月6日，美联储公布3月议息会议纪要，纪要显示美联储认为每月缩减950亿美元(600亿美元国债+350亿美元MBS)资产上限可能是合适的，支持用3个月或适度更长时间分阶段调整以达到缩表上限，最早可能在5月份开始这总资产规模相较于两周前减少248.82亿美元，其中持有国债规模增加约19.03亿美元。
- **美国通胀数据持续爆表，美联储收紧或超预期。**美国3月份核心CPI同比上升8.5%，创近40年以来新高。4月17日布雷纳德称降低通胀是美联储主要任务。为遏制高企的通胀，美联储未来将提高利率至中性水平，有必要时将会进一步收紧。4月12日，芝加哥联储主席埃文斯预计中性联邦基金利率将在2.25%-2.5%的范围内，并表示有望在2023年3月前达到中性利率，也不排除今年12月之前达到中性利率的可能。

◆ 国内宏观流动性

- **从量上来看，3月社融总量有所回升，主要原因在于央行加强了结构性货币工具的使用。**3月社会融资规模增量为4.65万亿元，同比多增12738亿元，3月社融增速为10.6%，环比上升0.4个百分点。社融增量超过市场预期，原因可能在于央行主导宽信用并加强了结构性货币工具的使用。3月信贷数据在结构上仍需优化，政府债券融资、企业融资与三项非标对社融起到支撑性作用。3月人民币贷款大幅度增加，企业贷款增强，而居民贷款持续偏弱，居民短贷和中长贷同比均少增，主要和疫情因素的影响和地产销售没有明显的好转有关。3月政府债券融资达到7052亿元，同比去年同期增加3921亿元，政府债融持续改善并触及2022年的最高点。企业在债券融资方面同比2月有明显的增强，3月增加3894亿元。三项非标融资大幅上升，新增值为133亿元，同比多增4262亿元。
- **从价上来看，降息预期落空下，4月以来十年期国债利率保持震荡态势，中美十年期国债收益率出现倒挂。**去年12月中央经济工作会议后，宽货币到宽信用的传导明确使得十债利率震荡上行。随着3月15日央行加息预期落空，中国10年期国债收益率在3月23日上行至2.83%。3月30日以来，十年期国债在2.79%至2.74%的区间内保持震荡态势。截至4月13日，国债收益率为2.76%，中美十年期国债收益率出现倒挂。

◆ 股票市场流动性

- 从资金需求角度来看，与前两周相比，近两周IPO公司数量、融资规模以及定增募集资金规模均有所回落，产业资本净减持规模降低。2022年4月A股解禁压力缓解，相较3月减少1883亿元。
- 从资金供给角度来看，近两周权益型基金发行合计约31.1亿元，和前两周71.8亿元的合计发行额相比继续回落。2022年4月共有21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550亿元左右的增量资金。近期融资余额规模有所回落，ETF净申购由负转正，企业回购规模达189亿元，与前两周相比有明显回升。近两周北向资金转为流入态势，净流入规模约145亿元，行业配置方面，近两周北上资金大幅流入银行、电力设备和房地产，减仓较多行业多集中于交通运输、汽车和医药生物。近两周南向资金转向净流入，累计流入约26亿港元，环比前两周增加约47亿港元。

◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，近期美联储再度释放超预期紧缩信号，美债利率快速抬升，叠加国内疫情形势仍复杂严峻，市场情绪偏向悲观。近两周A股市场股权风险溢价上行，创业板指换手率明显下降，上涨家数占比震荡回落，权益基金收益整体下行，与大盘表现接近。从全球角度来看，近期伴随俄乌形势的再度生变，能源与粮食价格继续抬升，市场对经济滞胀的担忧延续，美股波动幅度加大，标普500波动率上升。避险资产价格表现分化，其中在美联储紧缩政策的影响下日元指数持续贬值，黄金价格维持上涨。另类资产方面，近两周比特币价格大幅回落，两周环比下跌12.62%。
- 估值方面，近两周全球资本市场风险偏好下行，主要股指估值均出现回落，其中英国富时100、法国CAC40指数调整相对较小，日经225、纳斯达克指数估值跌幅居前。国内市场方面，近两周创业板指估值大幅回调，主要指数估值水平均处于历史中位数以下，其中中证500指数估值处于历史底部区间。行业层面，近两周煤炭、交通运输、银行等行业估值涨幅居前，电子、电力设备、国防军工等成长行业估值大幅回落。

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

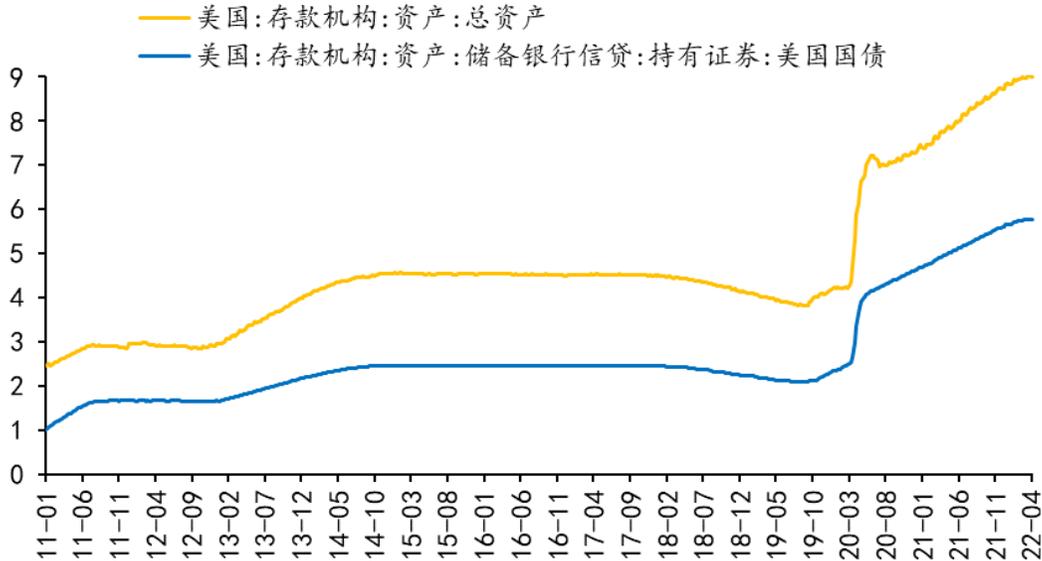
- **美联储缩表路径确定，5月或将开启缩表。**4月7日美联储公布3月议息会议纪要，纪要显示美联储认为每月缩减950亿美元(600亿美元国债+350亿美元MBS)资产上限可能是合适的，支持用3个月或适度更长时间分阶段调整以达到缩表上限，最早可能在5月份开始这一进程。4月13日美联储理事布雷纳德公开表示在政策收缩过程中，资产负债表的收缩可能相当于增加两到三次加息。截至4月6日，美联储总资产规模相较于两周前减少248.82亿美元，其中持有国债规模增加约19.03亿美元。
- **美国通胀数据持续爆表，美联储收紧或超预期。**美国3月份核心CPI同比上升8.5%，创近40年以来新高。4月17日布雷纳德称降低通胀是美联储主要任务。为遏制高企的通胀，美联储未来将提高利率至中性水平，有必要时将会进一步收紧。4月12日，芝加哥联储主席埃文斯预计中性联邦基金利率将在2.25%-2.5%的范围内，并表示有望在2023年3月前达到中性利率，也不排除今年12月之前达到中性利率的可能。
- **通胀水平持续抬升，近期10年期美债收益率维持高位震荡。**美联储加速收紧政策的前景与通胀担忧推动美国国债持续遭到抛售。截止4月13日，10年期国债收益率升至2.7%，相较于3月29日上升了35BP，创2019年1月以来的最高水平。欧债利率方面，截止到4月12日，10年期欧债收益率为0.83%，相较于前两周抬升20BP。
- **近两周美元指数持续走强。**4月以来美元指数持续走强，主要原因在于俄乌冲突胶着，上游大宗商品价格持续上涨加剧通胀风险且对需求端形成拖累，近期美联储超预期收紧升温抬升美债收益率，美欧利差及美日利差有所走阔支撑美元升值；此外，在全球地缘政治风险加剧下，避险情绪导致资本汇率美国对美元形成支撑，4月12日美元指数时隔两年再次突破100关口。截至4月13日，美元指数回落至99.8单位点。

1、全球宏观流动性

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储缩表路径确认

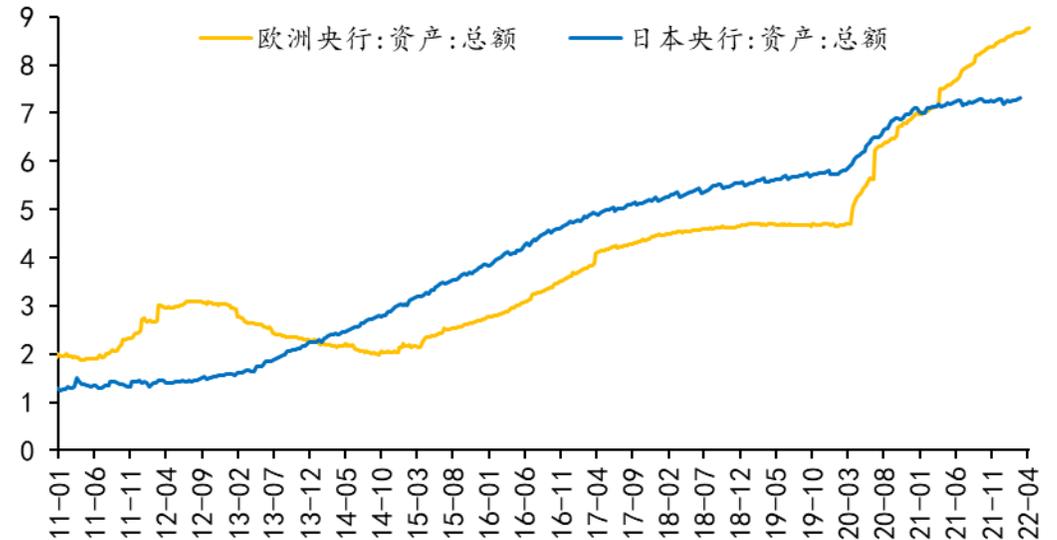
- 美联储缩表路径确定，5月或将开启缩表。**4月7日美联储公布3月议息会议纪要，纪要显示美联储认为每月缩减950亿美元(600亿美元国债+350亿美元MBS)资产上限可能是合适的，支持用3个月或适度更长时间分阶段调整以达到缩表上限，最早可能在5月份开始这一进程。4月13日美联储理事布雷纳德公开表示在政策收缩过程中，资产负债表的收缩可能相当于增加两到三次加息。截至4月6日，美联储总资产规模相较于两周前减少248.82亿美元，其中持有国债规模增加约19.03亿美元。
- 欧央行将加速结束扩表，日央行资产负债表扩张速度放缓。**欧央行的3月货币政策会议纪要显示，有委员认为资产购买计划现在已经实现了既定目标，夏季结束后可以为第三季度的加息铺平道路。当前，欧央行总资产规模相较于2周前增加约531亿欧元，同期日本央行资产负债表扩张幅度放缓。

图1：美联储或在5月作出缩表决定，6月或将开启缩表



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：2022/4/06

图2：欧洲央行加速结束扩表，日本央行资产负债表小幅减少

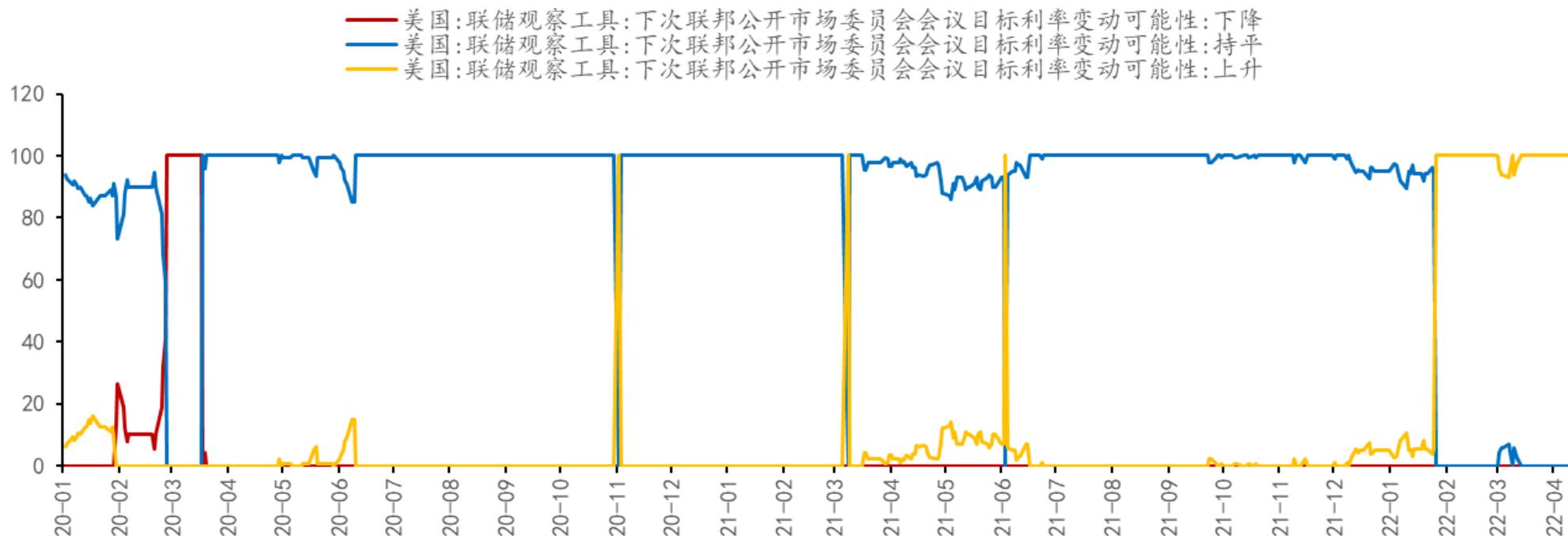


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
 数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/4/10

1.2 美联储最新动向 | 美联储5月加息50BP概率提高

- 美联储5月加息50BP概率提高。4月13日美联储理事布雷纳德公开表示，美联储将“迅速”采取行动提高利率，以使飙升的通胀率回到2%的目标水平。4月13日美联储美联储理事沃勒表示当前美国经济强劲，可以采取经济积极的行动。此前公布的3月美联储议息会议纪要显示，许多美联储官员认为，若通胀压力仍然居高不下，加息50个基点或更多“可能是合适的”。

图3：美联储票委集体转鹰，5月加息50BP概率提高



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：2022/4/12

1.3 央行利率水平 | 通胀持续爆表，收紧或超预期

- **美国通胀数据持续爆表，美联储收紧或超预期。**美国3月份核心CPI同比上升8.5%，创近40年以来新高。4月17日布雷纳德称降低通胀是美联储主要任务。为遏制高企的通胀，美联储未来将提高利率至中性水平，有必要时将会进一步收紧。4月12日，芝加哥联储主席埃文斯预计中性联邦基金利率将在2.25%-2.5%的范围内，并表示有望在2023年3月前达到中性利率，也不排除今年12月之前达到中性利率的可能。**欧央行加息最快在3季度开始。**欧央行3月货币政策会议纪要显示，目前央行货币政策立场仍然宽松，鉴于持续的高通胀水平，多成员表示应立即采取措施使货币政策正常化。长期来看，战争的对经济的影响不确定性较大，预计2023年，通胀水平将保持在目标水平之上。加息最快在3季度资产购买计划结束后进行。

图4：美联储货币政策转收紧，利率将上调至中性水平

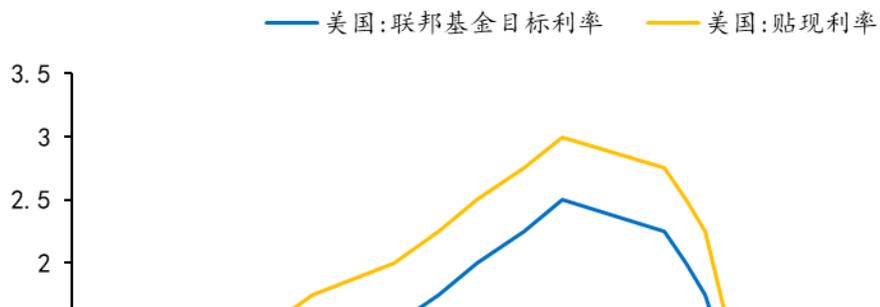
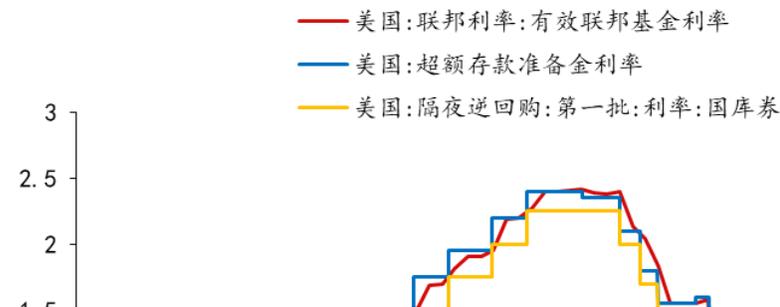


图5：欧央行加息最快在3季度开始



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_40486

