证券研究报告
策略研究
2022年05月21日

美联储加快紧缩步调，A股市场估值回升
—流动性与估值洞见第16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

流动性重大变化核心总结1

国海证券 SEALAND SECURITIES

全球宏观流动性

- **6月美联储将开启缩表计划。**5月5日美联储公布5月FOMC利率政策决议声明，称6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元，即每个月缩减600亿美元美国国债和350亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。5月12日，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示可能有1到2万亿美元的过剩流动性，可以从美联储的资产负债表中去除。截至5月11日，美联储总资产规模相较于两周前增加33.22亿美元，其中持有国债规模增加约26.12亿美元。
- **美联储5月加息靴子落地，6月和7月加息50BP概率增加。**美联储加息靴子如期落地，5月5日美联储公布5月FOMC利率政策决议声明，基准利率上调50个基点至0.75%-1.00%区间，符合市场预期。关于未来美联储的加息计划，6月和7月分别加息50BP的概率增加。5月13日旧金山联储主席戴利表示，在接下来两次会议上没有理由改变加息50BP的步伐；鲍威尔也对此多次进行表态，5月12日强调未来两次会议上各加息50个基点的合理性，5月17日透露为了迅速将利率提高到一个更正常的水平，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50BP。

国内宏观流动性

- **从量上来看， 4月社融增量不及预期，主要原因在于实体经济的有效需求偏弱。**4月社会融资规模增量为9102亿元，同比少增9468亿元，4月社融同比增速为10.2%，环比下降0.3个百分点。社融增量不及市场预期，原因可能在于4月疫情持续叠加要素短缺、生产成本上涨导致有效融资需求明显下降，实体经济需求偏弱。4月的信贷数据在结构上仍需优化，政府债券融资、企业债券融资表现较差。从结构上看，4月人民币贷款大幅度下降，同比去年同期下降9224亿元，政府端、企业端和居民贷款同比均有所减少，主要和疫情因素的影响和地产销售疲软有关。4月政府债券融资为3912亿元，企业债券融资为3479亿元，同比去年同期减少145亿元。企业在股票融资方面环比3月有明显的增强，4月增加1166亿元。
- **从价上来看，5月以来十年期国债利率呈现震荡下行态势，中美利差倒挂程度小幅收窄。**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，宽货币到宽信用的传导明确使得十债利率震荡上行。今年3月15日央行加息预期落空，中国十年期国债收益率有所上行。4月15日央行公布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，中国十年期国债利率呈现震荡上行态势。5月以来，十年期国债呈现震荡下行态势，截至5月18日，国债利率为2.78%，相较于5月5日下行5BP。中美十年期国债收益率倒挂程度小幅收窄。

请务必阅读附注中免责条款部分

流动性重大变化核心总结2

国海证券 SEALAND SECURITIES

◆ 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出现回落，产业资本净减持规模上升。2022年5月共有244只股票面临解禁，解禁市值约2708亿元，与4月2567亿元的解禁规模相比略有回升。
- **从资金供给角度来看**，近两周权益型基金发行合计约11.4亿元，和前两周22.4亿元的合计发行额相比继续回落。2022年5月共有26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828亿元左右的增量资金。近期融资余额规模企稳回升，ETF净申购由正转负，企业回购规模为215亿元，与上两周相比大幅回升。近两周北向资金维持流出态势，净流出规模约138.3亿元，行业配置方面，近两周北上资金大幅加仓家用电器、银行和公用事业，减仓较多行业多集中于钢铁、有色金属和电力设备。近两周南向资金加大净流入，累计流入约246亿港元，环比前两周增加约197亿港元。

◆ 风险偏好与估值

- **风险偏好方面，**近期国内政策暖风频吹，稳增长政策再度加码，叠加上海疫情形势趋缓，市场信心逐渐重塑。在此背景下，近两周A股市场情绪逐渐回暖，股权风险溢价略有回落，三大板指换手率下降，权益基金收益回升，股票基金指数跑赢市场。从全球角度来看，4月美国CPI同比增长8.3%，较前值虽有回落但降幅不及预期，叠加美股企业业绩表现疲弱，市场对经济滞胀的担忧进一步加剧。近两周美股大幅下挫，标普500波动率上升。避险资产价格表现分化，其中日元指数小幅上行，黄金价格下跌。另类资产方面，近两周比特币价格再度回落，两周环比下跌27.73%。
- **估值方面，**近两周全球主要股指估值走势分化，美股三大股指估值下行，日经225估值明显上升，欧洲主要股指估值有所下调。国内市场方面，近两周A股估值整体回升，创业板指和中证500指数估值表现优于上证50和沪深300，但主要指数估值水平仍处于历史中位数以下，其中中证500指数估值处于历史较低位。行业层面，近两周电力设备、汽车、电子等行业估值回升居前，而银行、食品饮料、社会服务行业估值明显下调。

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。 请务必阅读附注中免责条款部分

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

请务必阅读附注中免责条款部分

核心结论

- **6月美联储将开启缩表计划。**5月5日美联储公布5月FOMC利率政策决议声明，称6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元，即每个月缩减600亿美元美国国债和350亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。5月12日，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示可能有1到2万亿美元的过剩流动性，可以从美联储的资产负债表中去除。截至5月11日，美联储总资产规模相较于两周前增加33.22亿美元，其中持有国债规模增加约26.12亿美元。
- **美联储5月加息靴子落地，6月和7月加息50BP概率增加。**美联储加息靴子如期落地，5月5日美联储公布5月FOMC利率政策决议声明，基准利率上调50个基点至0.75%-1.00%区间，符合市场预期。关于未来美联储的加息计划，6月和7月分别加息50BP的概率增加。5月13日旧金山联储主席戴利表示，在接下来两次会议上没有理由改变加息50BP的步伐；鲍威尔也对此多次进行表态，5月12日强调未来两次会议上各加息50个基点的合理性，5月17日透露为了迅速将利率提高到一个更正常的水平，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50BP。
- **十年期美债收益率和十年期欧债收益率纷纷再创近期新高。**美联储加息缩表的预期与对通胀高企的担忧推动美国国债持续遭到抛售。5月5日10年期国债收益率突破2019年1月1日以来高点达到3.05%。截止到5月18日，10年期美国国债收益率较两周前小幅下滑至2.88%，下降5BP。欧债利率方面，5月9日10年期欧债收益率创下2015年1月1日以来的新高达到1.15%。截止到5月17日，10年期欧债收益率为1.09%，相较于前两周抬升13.51BP。
- **近两周美元指数高位震荡。**5月以来美元指数在高位小幅震荡，其原因是美国通胀高居不下，美联储为抑制通胀加快货币政策收紧步伐，接连释放加息信号，使美债收益率达多年来高位，另外，地缘政治风险导致全球避险情绪高涨，资本逐步回流美国对美元形成支撑。近两周美元指数创近期新高104.75后小幅转跌，截至5月17日，美元指数较两周前小幅增加至103.9。

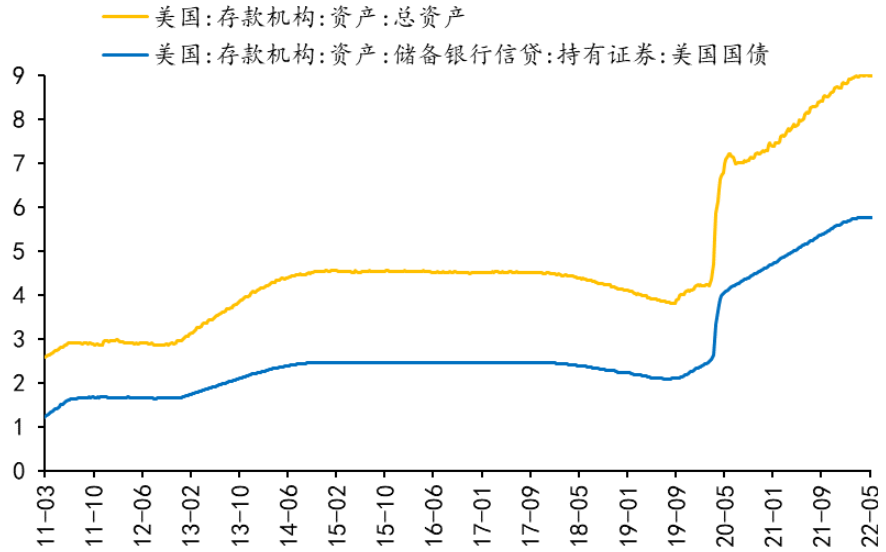
请务必阅读附注中免责条款部分

1.1 主要央行资产负债表 |美联储公布六月缩表计划

- **6月美联储将开启缩表计划。**5月5日美联储公布5月FOMC利率政策决议声明，称6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月950亿美元，即每个月缩减600亿美元美国国债和350亿美元抵押贷款支持证券（MBS）。5月12日，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示可能有1到2万亿美元的过剩流动性，可以从美联储的资产负债表中去除。截至5月11日，美联储总资产规模相较于两周前增加33.22亿美元，其中持有国债规模增加约26.12亿美元。

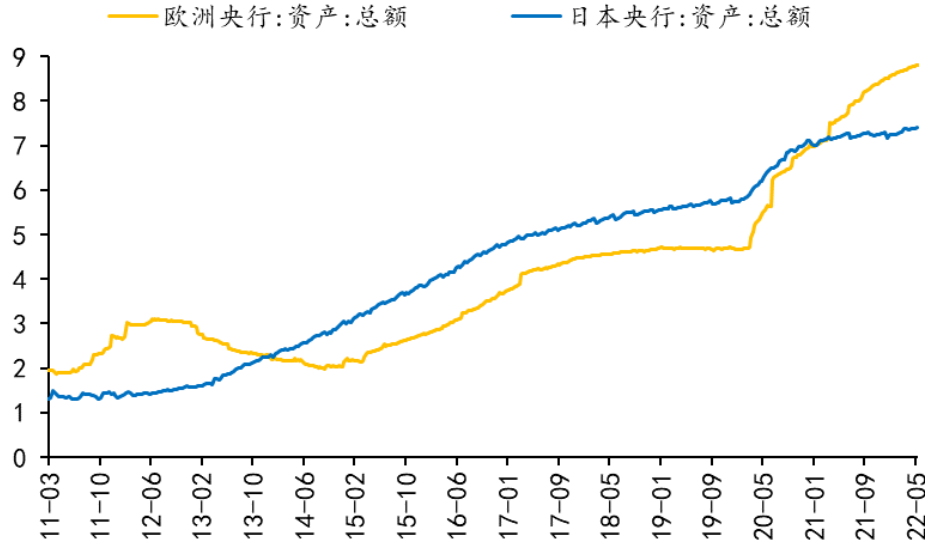
- **欧央行可能于7月初结束扩表，日央行扩表速度保持缓慢。**5月11日，欧洲央行行长拉加德指出预计资产购买计划将在第三季度初结束。截至5月13日，欧央行总资产规模相较两周前增加约267亿欧元。5月13日，日本央行行长黑田东彦表示现在讨论退出宽松措施还为时过早，随后于5月16日再次强调日本经济仍处于从疫情中复苏的期间，通过宽松政策来支持经济很重要，近两周日本央行资产负债表扩表速度缓慢。

图1：美联储公布6月缩表计划



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：2022/5/11

图2：欧洲央行资产规模持续增加，日本央行扩表速度保持缓慢



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：2022/5/13

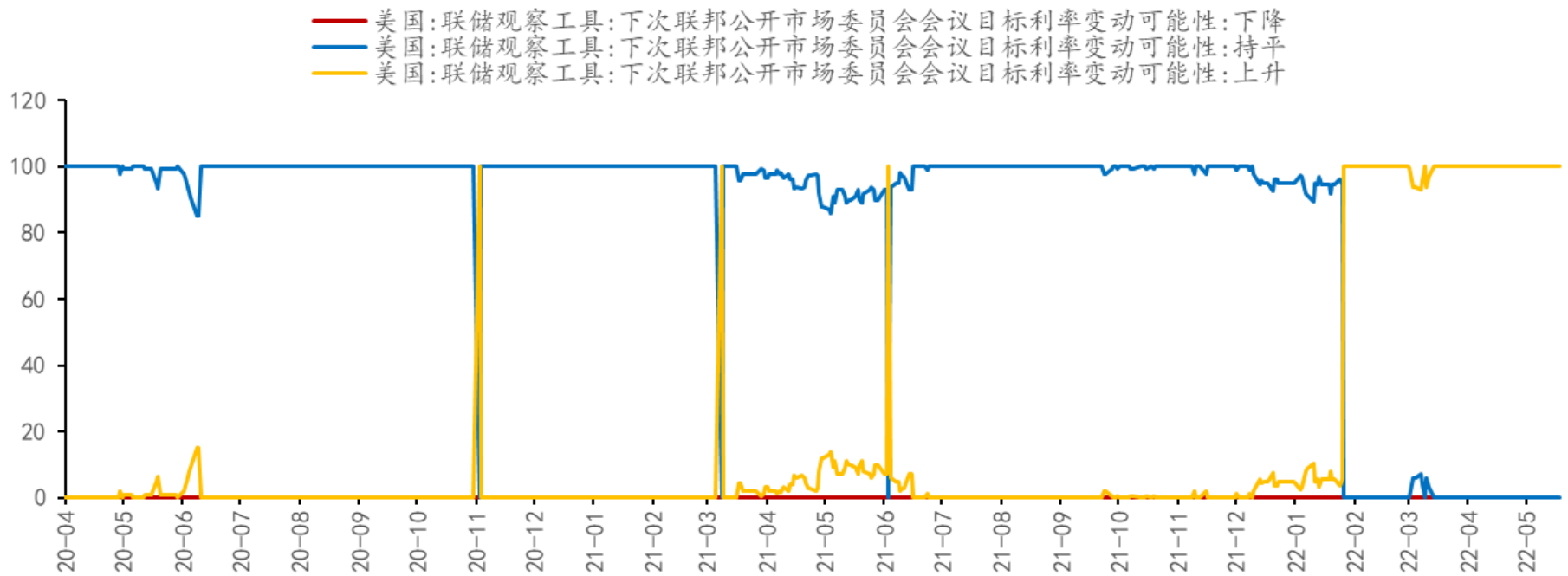
请务必阅读附注中免责条款部分

国海证券 SEALAND SECURITIES

1.2 美联储最新动向 |美联储6月和7月加息50BP概率增加

- **美联储5月加息靴子落地，6月和7月加息50BP概率增加。**美联储加息靴子如期落地，5月5日美联储公布5月FOMC利率政策决议声明，基准利率上调50个基点至0.75%-1.00%区间，符合市场预期。关于未来美联储的加息计划，6月和7月分别加息50BP的概率增加。5月13日旧金山联储主席戴利表示，在接下来两次会议上没有理由改变加息50BP的步伐；鲍威尔也对此多次进行表态，5月12日强调未来两次会议上各加息50个基点的合理性，5月17日透露为了迅速将利率提高到一个更正常的水平，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50BP。

图3：美联储票委维持鹰派立场，6月和7月加息50BP概率增加



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：2022/5/18

请务必阅读附注中免责条款部分

国海证券 SEALAND SECURITIES

1.3 央行利率水平 |利率水平上调，目标或高于中性利率

- **美联储上调超额准备金率和隔夜回购利率，利率目标或高于中性利率。**5月5日美联储公布的5月FOMC利率政策决议声明中，将超额准备金率由0.4%上调50BP至0.9%，将隔夜回购利率由0.5%上调50BP至1%。美联储高度重视通胀风险，预计未来继续加息，5月17日圣路易斯联储主席布拉德强调，美联储最紧迫的问题是通胀，同日鲍威尔表示，通过加息要在第四季度将利率迅速提高到一个更正常的水平，并暗示该利率水平可能高于中性利率。
- **欧央行内部分歧逐渐化解，7月加息25BP概率加大。**近期欧洲央行多位官员对今年7月加息立场趋于统一，5月10日欧洲央行管委内格尔表示，如果新数据显示通胀过高，欧洲央行应该在7月份加息。5月17日，欧洲央行管委诺特称7月会议上加息25BP是现实的。5月18日，欧洲央行管委穆勒表示，支持7月份加息25个基点。同日欧洲央行管委雷恩也强调为控制通胀预计夏季可能进行首次加息。

图4：美联储上调联邦基金目标利率，预计未来继续加息

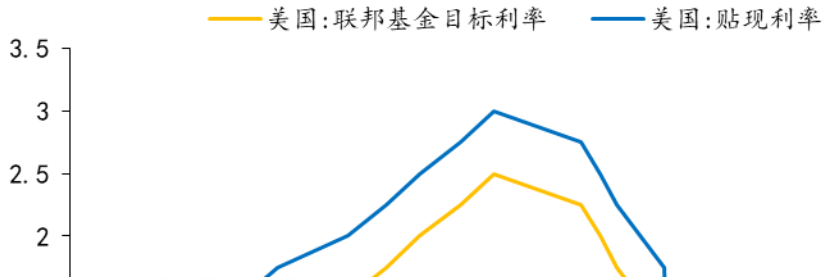
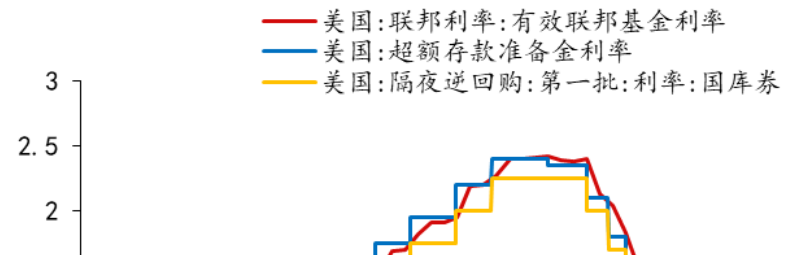


图5：美联储上调超额准备金率和隔夜回购利率



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_42161