

证券研究报告
策略研究
2022年06月03日



海外流动性紧缩趋势延续，国内宽信用信号再度确认 —流动性与估值洞见第17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

◆ 全球宏观流动性

- 美联储资产规模提前缩减，纽联储预测此次缩表将止步于2025年年中。美联储5月26日公布的货币政策会议纪要显示，所有美联储官员都支持开启缩表计划。如果决策者遵循本月发布的缩表指引，纽约联邦储备银行预测，2025年年中美联储持有的美债和抵押贷款支持证券(MBS)预计将减少约2.5万亿美元，至约5.9万亿美元，届时美联储可能会暂停缩减步伐。近期隔夜逆回购需求激增为美联储缩表提供缓冲，截至5月25日，美联储总资产规模相较两周前减少277亿美元，其中持有国债规模增加28亿美元，持有抵押贷款支持债券减少76亿美元。
- 美联储九月暂缓加息可能性降低，欧央行基本锁定7月加息。6月1日美联储发布褐皮书报告中显示，2月以来美国经济温和扩张，需求端依然强劲，但供给端瓶颈仍存，通胀问题严重。对此美国圣路易斯联储总裁布拉德表示，当前讨论通胀是否已经见顶还为时过早，美联储应选择50个基点的加息路径。美联储理事沃勒进一步放鹰，并表示支持美联储在未来几次会议上再加息50个基点的政策。与此同时，近期欧央行行长拉加德提出将在7月举行的货币政策会议上考虑加息，在5月德国、西班牙等国通胀数据再度走高的压力之下，欧央行7月加息基本已成定局。

◆ 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月中下旬以来十年期国债利率呈现震荡下行态势，5年期LPR利率下调代表国内宽信用信号的进一步确认。5月18日以来，十债利率先呈现震荡下行态势，5月27日国债利率为2.70%，触及5月份最低点，随后有所回升，截至6月1日，国债利率为2.76%，相较于5月18日下行2BP。中美十年期国债收益率倒挂程度小幅收窄。此外，5月20日央行实行“非对称降息”，5年期LPR利率下调15bp至4.45%，此次调整反映货币政策重心已由宽货币转向宽信用，提振中长期融资需求的政策导向突显。

◆ 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6月共有219只股票面临解禁，解禁市值约3748亿元，与5月2733亿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20.73亿元，和前两周11.43亿元的合计发行额相比有所回升。2022年5月共有27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净申购由负转正，企业回购规模为52.6亿元，与上两周相比大幅回落。近两周北向资金呈净流入态势，净流入规模约319.42亿元，行业配置方面，近两周北上资金大幅加仓电力设备、交通运输和基础化工，减仓较多行业多集中于电子、家用电器和轻工制造。近两周南向资金净流回落入，累计流入约159亿港元，环比前两周增加约17亿港元。

◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，近期在华东地区复工复产进程加速以及国内稳增长政策加码发力的利好下，市场风险偏好逐步回升，交投情绪明显回暖。具体来看，近两周A股市场股权风险溢价回落，三大板指换手率上升，权益基金收益回升。从全球角度来看，伴随美联储加息与缩表预期的落地，以及5年期、10年期美债利率和通胀预期的逐步回落，美股恐慌情绪趋于缓和。近两周美股波动幅度收窄，标普500波动率下降。避险资产价格表现分化，其中日元指数回落，黄金价格上涨。另类资产方面，近两周比特币价格围绕30000美元/个来回波动。
- 估值方面，近两周全球主要股指估值上行，美股三大股指估值上行幅度较大，欧洲主要股指估值抬升。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，近两周绝大多数行业估值上行，其中煤炭、石油石化、汽车行业估值回升居前，而房地产、家用电器行业估值逆势回落。

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

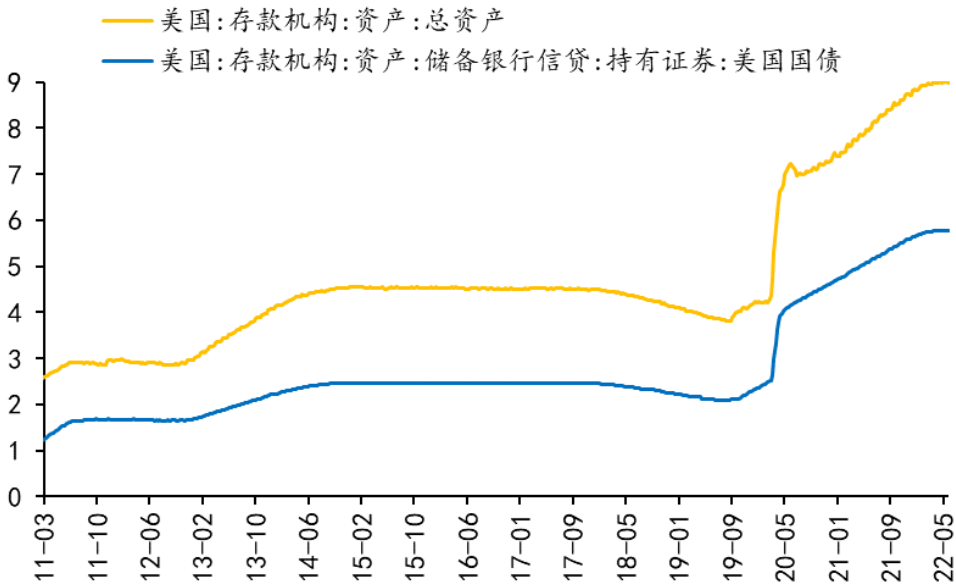
- **美联储缩表开启，纽联储预测此次缩表将止步于2025年年中。**美联储5月26日公布的货币政策会议纪要显示，所有美联储官员都支持开启缩表计划。如果决策者遵循本月发布的缩表指引，纽约联邦储备银行预测，2025年年中美联储持有的美债和抵押贷款支持证券(MBS)预计将减少约2.5万亿美元，至约5.9万亿美元，届时美联储可能会暂停缩减步伐。近期隔夜逆回购需求激增为美联储缩表提供缓冲，截至5月25日，美联储总资产规模相较两周前减少277亿美元，其中持有国债规模增加28亿美元，持有抵押贷款支持债券减少76亿美元。
- **美联储理事沃勒放鹰，九月暂缓加息可能性降低。**6月1日美联储发布褐皮书报告中称，美国经济持续增长，需求端依然强劲，但供给端瓶颈仍存，通胀问题严重。为解决通胀问题，美联储理事沃勒进一步放鹰，破除此前市场对于9月暂停加息的预期，5月30日沃勒表示，美联储此后每次会议均应加息50个基点，直到通胀牢牢受控。6月2日，美国圣路易斯联储总裁布拉德就此进一步表示，讨论通胀是否已经见顶还为时过早，美联储应选择50个基点的加息路径。
- **十年期美债收益率和十年期欧债收益率均有所抬升。**投资者关于美联储加息缩表的预期与通胀高企的担忧导致美国国债遭到持续抛售。截止到6月1日，10年期美国国债收益率相较两周前小幅上升5BP，收益率达到2.94%。欧债利率受欧洲央行7月加息预期影响不断攀升，截止到5月31日，10年期欧债收益率再创此轮新高，达到1.22%，较两周前抬升13BP。
- **近两周美元指数小幅回落。**伴随美联储加息缩表预期的逐步落地，以及紧缩政策下经济增长动能的趋缓，5月中旬以来美元指数停止拉升并转向震荡态势。截至6月1日，美元指数回落至102.57，较前两周回落1.31%。

1、全球宏观流动性

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储缩表计划可能止于2025年年中

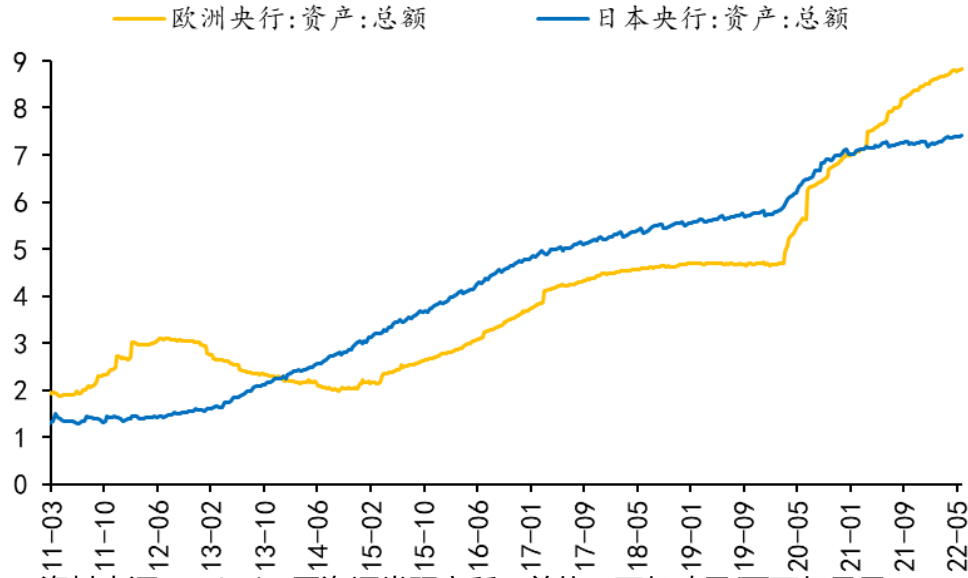
- 美联储缩表开启，纽联储预测此次缩表将止步于2025年年中。**美联储5月26日公布的货币政策会议纪要显示，所有美联储官员都支持开启缩表计划。如果决策者遵循本月发布的缩表指引，纽约联邦储备银行预测，2025年年中美联储持有的美债和抵押贷款支持证券(MBS)预计将减少约2.5万亿美元，至约5.9万亿美元，届时美联储可能会暂停缩减步伐。近期隔夜逆回购需求激增为美联储缩表提供缓冲，截至5月25日，美联储总资产规模相较两周前减少277亿美元，其中持有国债规模增加28亿美元，持有抵押贷款支持债券减少76亿美元。
- 欧央行可能于7月初结束扩表，日央行资产负债表规模有所缩减。**5月27日欧洲央行管委埃尔南德斯德科斯表示，资产购买计划于三季度初结束。截至5月27日，欧央行总资产规模相较两周前增加35亿欧元。日本央行仍保持一贯的宽松态度，6月1日日本央行副行长若田部昌澄表示，如果经济下行风险显现，央行应毫不犹豫地加码宽松，阐述现阶段通过宽松政策支持经济的重要性。近两周日本央行资产负债表规模有所缩减。

图1：美联储资产规模扭转趋势掉头向下



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：2022/5/25

图2：欧央行可能于7月初结束扩表，日央行资产负债表规模有所缩减

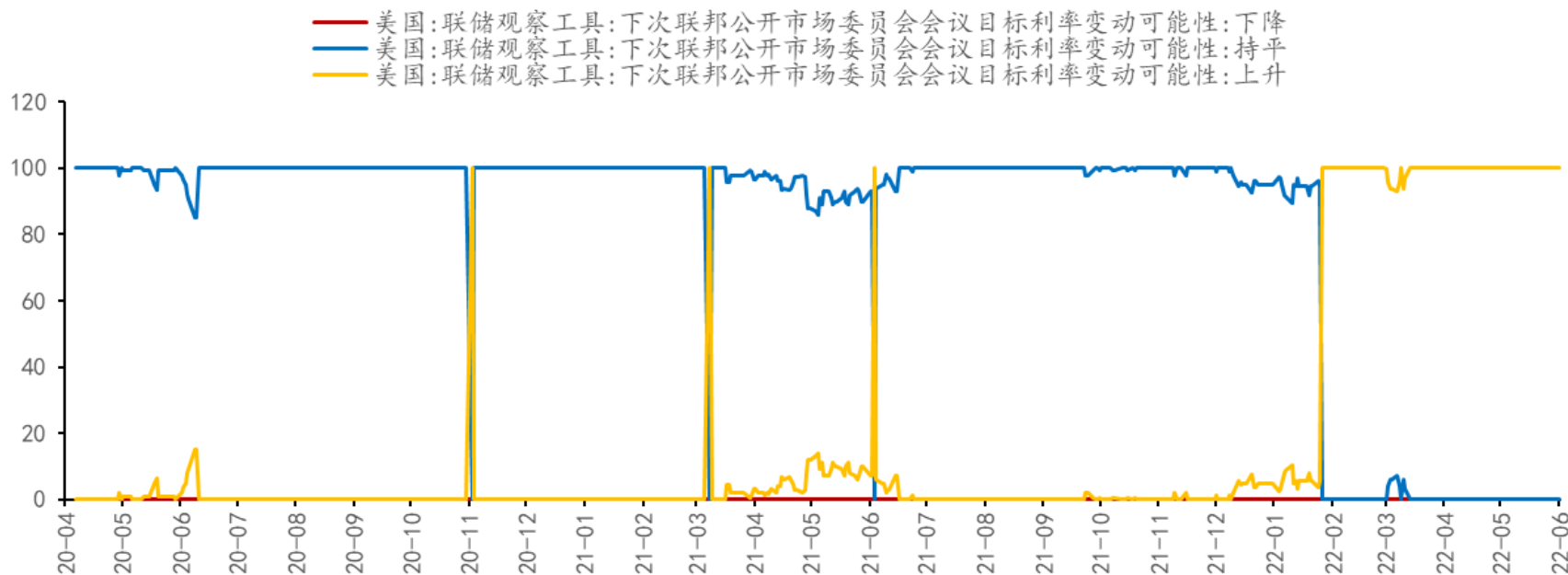


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/5/27

1.2 美联储最新动向 | 九月暂缓加息可能性降低

- 美联储理事沃勒放鹰，九月暂缓加息可能性降低。6月1日美联储发布褐皮书报告中称，美国经济持续增长，需求端依然强劲，但供给端瓶颈仍存，通胀问题严重。为解决通胀问题，美联储理事沃勒进一步放鹰，破除此前市场对于9月暂停加息的预期，5月30日沃勒表示，美联储此后每次会议均应加息50个基点，直到通胀牢牢受控。6月2日，美国圣路易斯联储总裁布拉德就此进一步表示，讨论通胀是否已经见顶还为时过早，美联储应选择50个基点的加息路径。

图3：美联储票委维持鹰派立场，近期每次加息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：2022/6/1

1、全球宏观流动性

1.3 央行利率水平 | 美联储利率目标仍存在分歧

- 美联储利率目标为中性水平或其以上尚存在分歧。美联储面对持续的高通胀，未来将继续推进加息计划并上调利率水平，但目标利率水平仍存在分歧。5月30日美联储理事沃勒支持通过未来几次会议加息50BP，在年底前加息至中性利率上方；6月1日旧金山联储主席戴利强调，为有效改善长期通胀预期，需要将利率迅速升至中性水平，预计在2.50%附近。
- 欧央行基本锁定7月加息，加息幅度尚未达成一致。近期欧洲央行关注焦点从何时加息转向了控制通胀所需的加息幅度，5月31日德国、西班牙公布5月通胀数据均再度走高，欧央行官员称7月和9月各加息25个基点是基准速度；6月1日欧洲央行管委霍尔茨曼表示，新的通胀数据下，应采取果断措施加息50个基点，释放明确加息信号。

图4：预计美联储未来继续加息

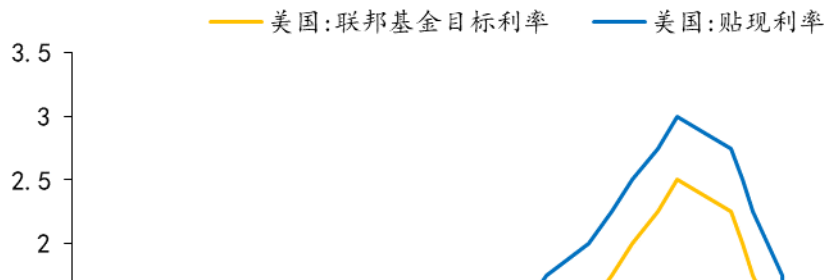
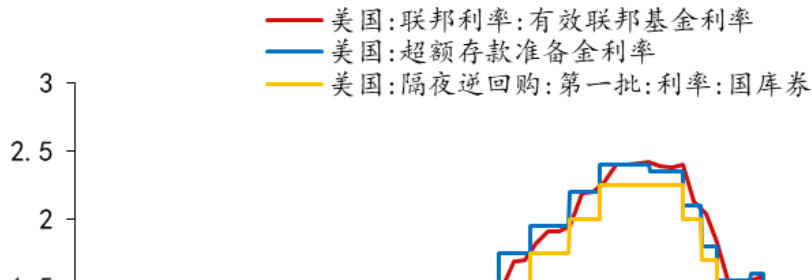


图5：联邦基金利率跃升，隔夜回购利率维持稳定



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_42622

