

证券研究报告  
策略研究  
2022年07月02日



# 国内流动性维持宽松，北上资金加速入场 —流动性与估值洞见第19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

- 美联储缩表进程持续进行，7月大概率加息75bp。美联储资产负债表缩减按计划持续进行。美联储主席鲍威尔6月24日表示，美联储资产负债表最终将比现在减少大约2.5至3万亿美元。截至6月22日，美联储总资产规模相较两周前增加160亿美元，其中持有国债规模减少80亿美元。与此同时，近期多为美联储官员表态支持7月加息75BP，6月28日纽约联储主席威廉姆斯指出今年需要将美国联邦基金利率提高至3%-3.5%的水平。
- 欧央行总资产规模攀升，日央行资产负债表规模增加。6月16日，欧洲央行副行长金多斯称将对紧急抗疫购债计划进行再投资，同时将就新工具达成协议。6月21日，欧洲央行管委Rehn称，紧急抗疫购债计划再投资将以灵活方式进行。目前，欧洲央行正在决定是否公布购债计划的规模和期限。截至6月17日，欧央行总资产规模相较两周前增加100亿欧元。日本央行仍保持宽松态度，日本央行行长黑田东彦6月17日表示，如果有必要会毫不犹豫增加宽松政策。截至6月20日，日央行总资产规模相较两周前增加3.7万亿日元。6月27日，日本央行长期国债持仓量突破总量50%。

## ◆ 国内宏观流动性

- 从量上来看，5月新增社融总量超预期，主要系人民币贷款和政府债发行拉动。5月末社会融资规模存量为329.19万亿元，同比增长10.5%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为202.03万亿元，同比增长10.9%。在政策要求信贷扩总量、稳增量的情况下，信贷投放同比增加。5月政府债券同比多增3881亿元，5月专项债发行加速，对社融形成有力支撑。5月人民币贷款增量向好，但融资结构仍偏弱。5月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.4%，同比高0.2个百分点。企业贷款方面，5月增量为15300亿元，同比多增7243亿元。多增贡献仍是短贷和表内票据，5月短贷同比多增3286亿元，表内票据同比多增5591亿元。这主要归因于一是5月复工复产加速推进后，企业经营性资金需求有所增加，二是信贷政策额度偏松，监管鼓励信贷投放。
- 从价上来看，6月下旬以来DR007在政策利率下方呈现下行后回弹态势，银行间质押式回购规模有所回落但仍处高位，银行间流动性较为充裕。6月20日以来，DR007先呈现下行趋势，6月23日DR007达到1.61%，触及此阶段最低点，随后大幅回升至1.80%并保持上行，截至6月29日DR007升至2.06%，始终位于政策利率下方，预计未来短期仍将维持围绕7天逆回购利率波动的态势不变。6月下旬以来十年期国债利率呈现震荡上行态势，中美利差倒挂程度收窄。各等级产业债信用利差出现不同程度收窄。

## ◆ 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公司数量与融资规模大幅回升，定增募集规模有所下降，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，近两周权益型新发基金合计约53.28亿元，和前两周43.71亿元的合计发行额相比略有回升。2022年6月共有31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1135亿元左右的增量资金。近期融资余额企稳回升，ETF净申购由负转正，企业回购规模为110.8亿元，相比上两周大幅回落。近两周北向资金呈净流入态势，净流入规模约214.68亿元。行业配置方面，北上资金大幅加仓银行、食品饮料和电力设备行业，减仓较多行业多集中于钢铁、房地产和建筑装饰。近两周南向资金净流入小幅下降，累计流入约190.37亿港元，环比前两周下降约28.25亿港元。

## ◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，近期在中央和地方重振经济政策加速推出落地及国民经济呈现恢复向好势头背景下，市场风险偏好逐步回升。具体来看，近两周A股市场股权风险溢价持续回落，三大板指换手率维持波动，权益基金收益整体上行。从全球角度来看，伴随6月美联储加息75BP并坚决表示对抗通胀，美国经济衰退预期强烈，美股市场维持恐慌情绪。近两周美股波动幅度维持高位震荡，标普500波动率窄幅波动。避险资产价格走势分化，其中日元指数下挫，黄金价格在回落后阶段性企稳。另类资产方面，近两周比特币价格持续大幅下降至20241.8美元/个。
- 估值方面，近两周海外主要股指估值小幅波动，美股三大股指估值小幅回升，欧洲主要股指估值回落。国内市场方面，近两周A股估值整体回升，创业板指和上证50指数估值表现优于中证500和沪深300，主要指数估值水平回归历史中位数以上，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，其中电力设备、社会服务和家用电器行业估值回升居前，而石油石化、煤炭和非银金融行业估值逆势回落。

# 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

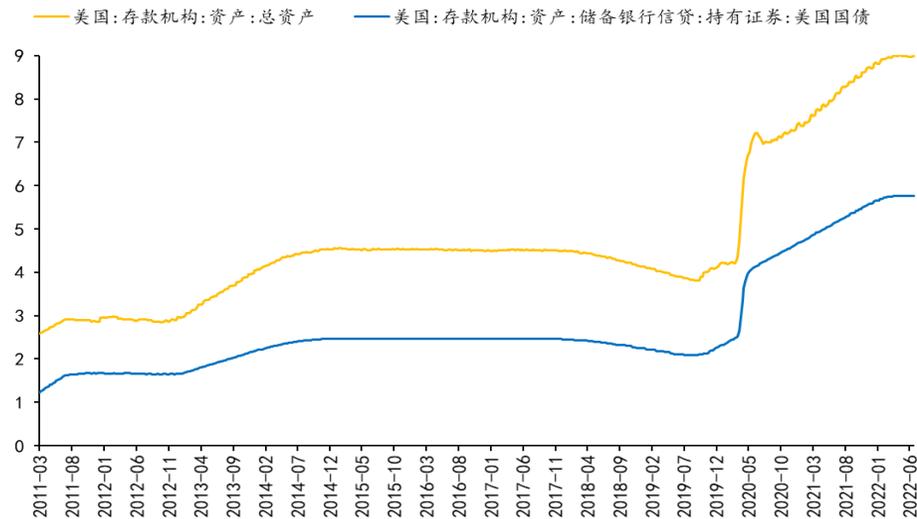
- **美联储缩表进程持续进行。**美联储资产负债表缩减按计划持续进行。美联储主席鲍威尔6月24日表示，美联储资产负债表最终将比现在减少大约2.5至3万亿美元。截至6月22日，美联储总资产规模相较两周前增加160亿美元，其中持有国债规模减少80亿美元。
- **欧央行总资产规模攀升，日央行资产负债表规模增加。**6月16日，欧洲央行副行长金多斯称将对紧急抗疫购债计划进行再投资，同时将就新工具达成协议。6月21日，欧洲央行管委Rehn称，紧急抗疫购债计划再投资将以灵活方式进行。目前，欧洲央行正在决定是否公布购债计划的规模和期限。截至6月17日，欧央行总资产规模相较两周前增加100亿欧元。日本央行仍保持一贯的宽松态度，日本央行行长黑田东彦6月17日表示，如果有必要会毫不犹豫增加宽松政策。一名日本央行委员6月27日表示，需要关注汇率的影响，如果有必要，就直接加码宽松。日本央行6月27日长期国债持仓量突破总量50%。截至6月20日，日央行总资产规模相较两周前增加3.7万亿日元。
- **美联储加息步伐加快，7月大概率加息75BP。**近期美国数据显示短期通胀居高不下，美联储加息步伐加快，6月23日美联储主席鲍威尔表示“通胀被低估了”，同日美联储埃文斯表示，未来几个月需要大幅加息，7月加息75BP较为合适。6月28日美国圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储已经采取措施设法降低通胀。与此同时，美联储理事鲍曼、美联储梅斯特等人也在6月23日、6月29日表示，支持加息75BP。
- **十年期美债收益率和十年期欧债收益率均有所回落。**美联储激进加息的预期继续主导市场情绪，投资者对美国经济衰退的担忧使美国长债收益率转跌，截止到6月29日，10年期美国国债收益率相较两周前回落23BP，收益率达到3.10%。欧债利率也小幅回落，截止到6月28日，10年期欧债收益率达到1.73%，较两周前回落2BP。
- **近两周美元指数震荡上行。**近两周美元指数重新站上105点，续刷近20年新高，是由市场对美联储夏季更大幅度的加息预期所致。截至6月29日，美元指数小幅回升至105.11，相较前两周提升0.23%。

# 1、全球宏观流动性

## 1.1 主要央行资产负债表 | 美联储缩表计划持续进行

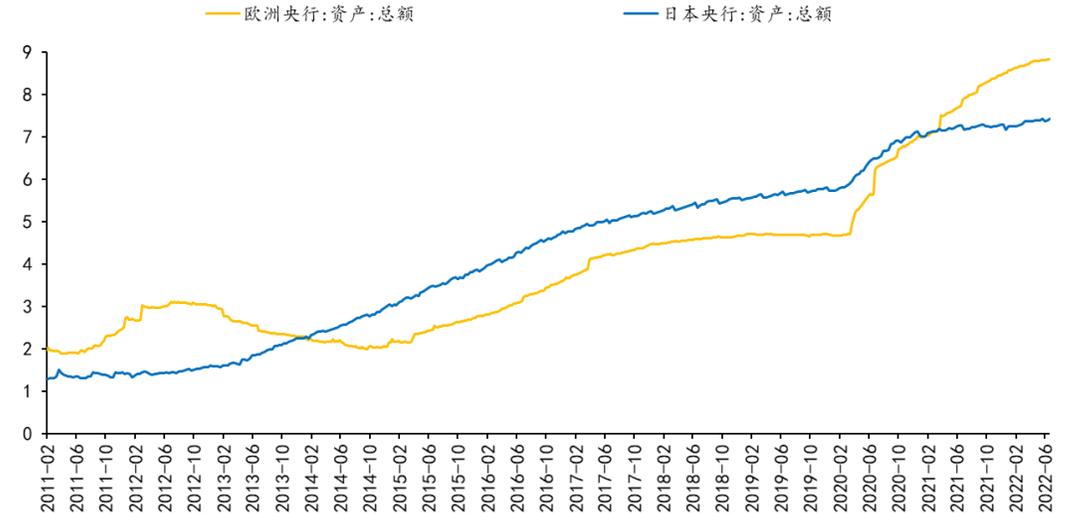
- 美联储缩表进程持续进行。美联储资产负债表缩减将按计划持续进行。美联储主席鲍威尔6月24日表示，美联储资产负债表最终将比现在减少大约2.5至3万亿美元。截至6月22日，美联储总资产规模相较两周前增加160亿美元，其中持有国债规模减少80亿美元。
- 欧央行总资产规模攀升，日央行资产负债表规模增加。欧洲央行考虑使用紧急抗疫购债计划再投资工具。6月16日，欧洲央行副行长金多斯称将对紧急抗疫购债计划进行再投资，同时将就新工具达成协议。6月21日，欧洲央行管委Rehn称，紧急抗疫购债计划再投资将以灵活方式进行。截至6月17日，欧央行总资产规模相较两周前增加100亿欧元。日本央行仍保持一贯的宽松态度，一名日本央行委员6月27日表示，需要关注汇率的影响，如果有必要，就直接加码宽松。日本央行6月27日长期国债持仓量突破总量50%。截至6月20日，日央行总资产规模相较两周前增加3.7万亿日元。

图1：美联储资产规模有所反弹



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：2022/6/22

图2：欧央行总资产规模仍在攀升，日央行资产负债表规模小幅震荡

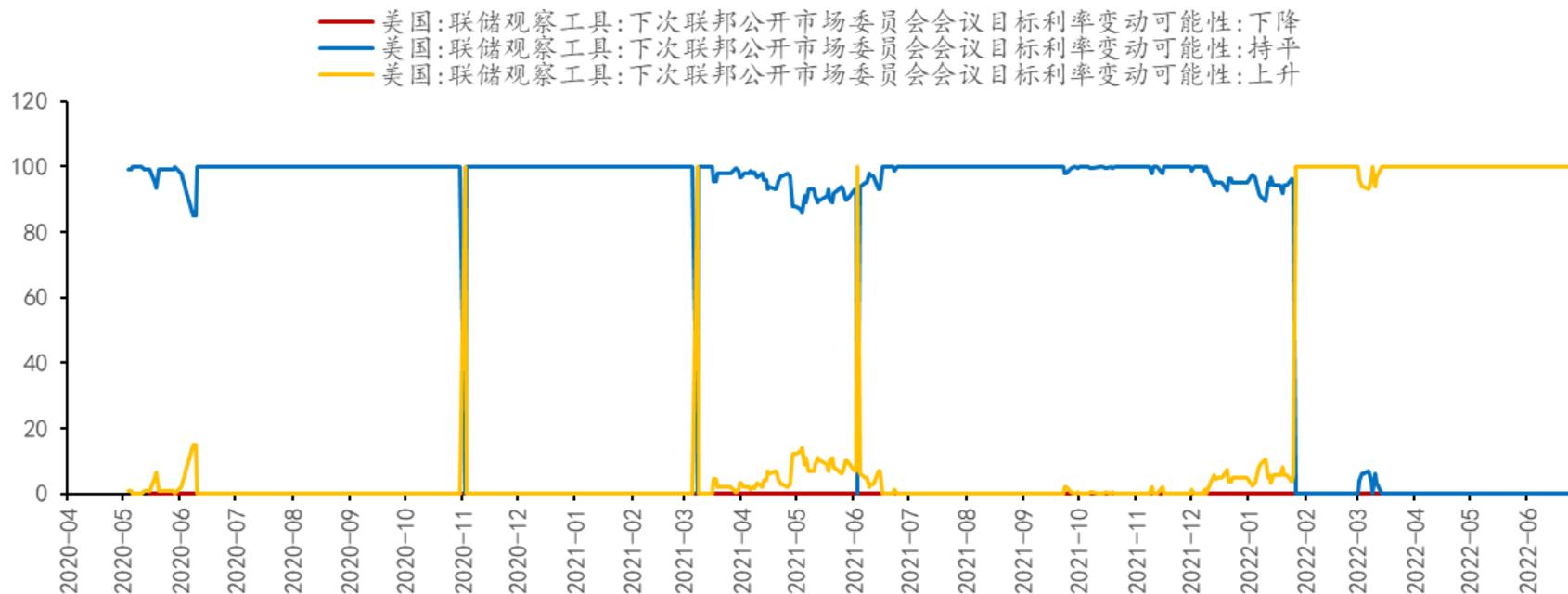


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元  
 数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/6/20

## 1.2 美联储最新动向 | 美联储加息步伐加快

- 美联储加息步伐加快，7月大概率加息75BP。近期美国数据显示短期通胀居高不下，美联储加息步伐加快，6月23日美联储主席鲍威尔表示“通胀被低估了”，同日美联储埃文斯表示，未来几个月需要大幅加息，7月加息75BP较为合适。6月28日美国圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储已经采取措施设法降低通胀。与此同时，美联储理事鲍曼、美联储梅斯特等人也在6月23日、6月29日表示，支持加息75BP。

图3：美联储票委维持鹰派立场，7月大概率加息75BP



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：2022/6/29

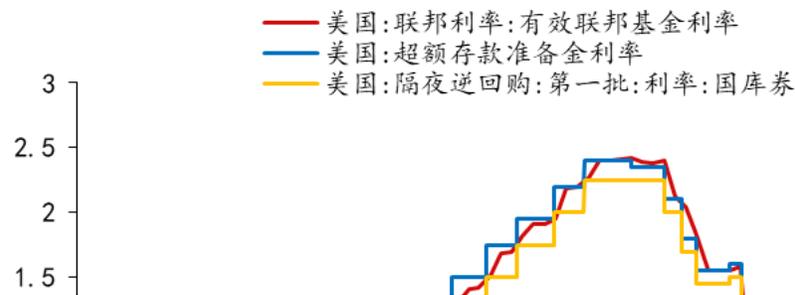
## 1.3 央行利率水平 | 美联储中性利率将继续上调

- 美联储今年还将上调联邦基金利率和贴现利率。6月29日美联储主席鲍威尔在讲话中明确美联储的目标是在不引发经济衰退的情况下提高利率，但基于利率目标水平尚无定论，6月28日纽约联储主席威廉姆斯指出今年要把利率提高到3%-3.5%的水平，但6月24日美国圣路易斯联储主席布拉德表示一旦通胀势头放缓，美联储就可能会降低政策利率目标，目前来看今年利率应上调至3.5%。
- 欧央行7月加息25BP概率增大。欧洲央行对加息幅度逐渐形成一致，7月加息25基点概率加大，6月29日欧洲央行管委温施表示7月加息25个基点“已成定局”，6月28日欧洲央行行长拉加德也强调7月将加息25个基点，如果有必要，9月份的加息幅度会更大。

图4：美联储将继续上调联邦基金利率和贴现利率



图5：近两周联邦基金利率稳定，隔夜回购利率跃升



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\\_43531](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43531)

