



国海证券
SEALAND SECURITIES

证券研究报告
策略研究
2022年11月28日

国内债市波动加大，中美利差倒挂程度收敛 —流动性与估值洞见第27期

国海证券研究所

胡国鹏(分析师)
S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn

陈鑫宇(联系人)
S0350121070030
chenxy03@ghzq.com.cn

◆ 全球宏观流动性

- 美联储缩表节奏有所放缓。截至11月16日，美联储总资产规模为8.68万亿美元，相较两周前减少512亿美元，其中持有国债规模减少399亿美元，缩表进程相对于两周前有所放缓。
- 11月FOMC会议纪要公布，加息步伐或将放缓。11月24日公布的会议纪要显示，绝大多数与会者认为放缓加息步伐可能很快就会迎来合适的时机。一些官员表示，美联储今年的加息可能超过了将通胀降至2%目标所需的水平，这种风险正在上升。其他人警告称，若继续以75个基点的幅度加息，将增加金融体系的风险。未来加息幅度将会考虑货币政策的收紧程度、货币政策与通货膨胀之间的滞后性以及经济和金融发展状况等因素。

◆ 国内宏观流动性

- 从量上来看，11月MLF缩量续作，央行逆回购先紧后松，资金面仍维持合理充裕。伴随着11月上旬央行流动性有所收紧，11月10日至11月18日，为对冲税期高峰等因素的影响，央行累计开展4220亿元的7天期逆回购操作，11月19日后逆回购回归常态，截至11月23日，货币净投放3680亿元。11月MLF缩量等价续作，央行已通过抵押补充贷款(PSL)、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性3200亿元，弥补中长期流动性缺口，资金面短期内维持合理充裕。
- 从价上来看，近两周短端利率抬升后回落，长端利率上行趋缓，中美利差倒挂程度总体收敛。短端利率方面，11月10日至11月18日，DR007利率小幅震荡后于11月15日迅速抬升，11月16日，DR007升至2.02%高点，随后逐渐下行，截至11月23日，DR007利率为1.60%，较11月10日下行29BP，与政策利率的差距有所扩大。11月9日至11月22日，银行间质押式回购规模逐渐增加，截至11月22日，银行间质押式回购规模为6.07万亿元，相较两周前上升约12285亿元。长端利率方面，11月10日至11月23日，十债利率震荡抬升，最高达2.84%。随着央行加大逆回购力度，资金面紧张有所缓和，截至11月23日，十债利率为2.80%，较11月10日上行9BP。近两周中美十年期国债利差由11月9日的-142BP收敛至11月16日的-87BP，随后小幅走阔至-96BP，中美利差倒挂程度总体收敛。

◆ 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公司数量和融资规模较前两周小幅回落，定增募集规模增加，上市企业回购规模大幅回落。2022年11月共有279只股票面临解禁，解禁市值约4006亿元，与10月1892亿元的解禁规模相比大幅提升。
- 从资金供给角度来看，近两周权益型基金发行合计约50.77亿元，与前两周21.86亿元的合计发行额相比明显提升。2022年11月共有46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73.28亿元左右的增量资金。近期融资余额总体持平，ETF净申购保持净流入，企业回购规模67.46亿元，相比上两周大幅回落。近两周北向资金呈净流入态势，行业配置方面，北上资金大幅加仓食品饮料、家用电器和银行，减仓较多行业多集中于电力设备、汽车和公用事业。

◆ 风险偏好与估值

- 风险偏好方面，截至11月23日，万得全A股权风险溢价为3.16%，相较于两周前下降0.15个百分点，市场风险偏好有所回升。美股市场情绪修复，标普500波动率近两周大幅下降。A股主板与创业板换手率均回升，主板换手率提升明显。以黄金和日元为代表的避险资产价格进一步上涨。11月18日，日元指数收于85.22点，两周环比（较11/4）上升2.61%。11月23日伦敦金价收1740.15美元/盎司，相较两周前上涨1.45%。近两周美国高收益企业债收益率整体呈现下行趋势，截至11月21日高收益企业债收益率为8.72%，相较两周前下降45BP。主要权益基金收益整体有所回落。截至11月23日，权益基金中，偏股基金、股票基金、混合基金指数涨跌幅分别为-0.99%、-0.68%、-1.11%，权益基金表现不及万得全A和沪深300，但整体优于中证1000及国证2000。
- 估值方面，近两周全球主要股指估值大部分呈上升趋势。美国11月FOMC会议纪要显示绝大多数美联储官员支持放缓加息，全球主要股指估值整体呈回升态势。近期国内利好政策密集出台，市场预期整体向好，A股除创业板指外的主要股指估值均上升。近两周A股行业估值分位数大部分上升，其中，建筑装饰、食品饮料行业估值分位上升幅度较大，有色金属、煤炭行业估值分位回落幅度居前。

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

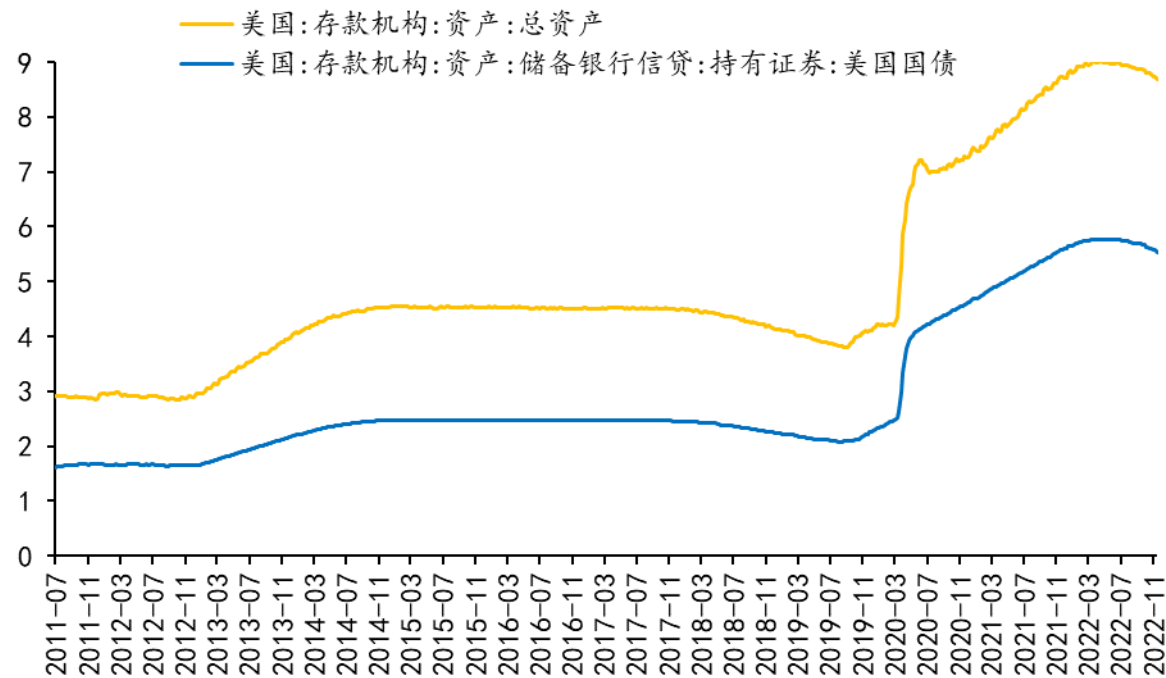
- **美联储缩表节奏有所放缓。**截至11月16日，美联储总资产规模为8.68万亿美元，相较两周前减少512亿美元，其中持有国债规模减少399亿美元，缩表进程相对于两周前有所放缓。
- **欧央行资产负债表回升，日央行资产负债表小幅震荡。**截至11月17日，欧央行总资产规模相较两周前回升74.07亿欧元；截至11月10日，日央行总资产规模相较10月31日小幅增长了0.19万亿日元。
- **11月FOMC会议纪要公布，加息步伐或将放缓。**11月24日公布的会议纪要显示，绝大多数与会者认为放缓加息步伐可能很快就会迎来合适的时机。一些官员表示，美联储今年的加息可能超过了将通胀降至2%目标所需的水平，这种风险正在上升。其他人警告称，若继续以75个基点的幅度加息，将增加金融体系的风险。未来加息幅度将会考虑货币政策的收紧程度、货币政策与通货膨胀之间的滞后性以及经济和金融发展状况等因素。
- **十年期美债收益率和十年期欧债收益率均下降。**近两周十年期美债收益率明显下降，截止到11月22日，10年期美国国债收益率为3.76%，相较两周前下降38BP。近两周十年期欧债收益率明显下降，截止到11月22日，10年期欧债收益率为2.08%，较两周前下降31.28BP。
- **近两周美元指数有所回落。**截至11月22日，美元指数为107.17，相较两周前下降2.25%。

1、全球宏观流动性

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储缩表进度有所放缓

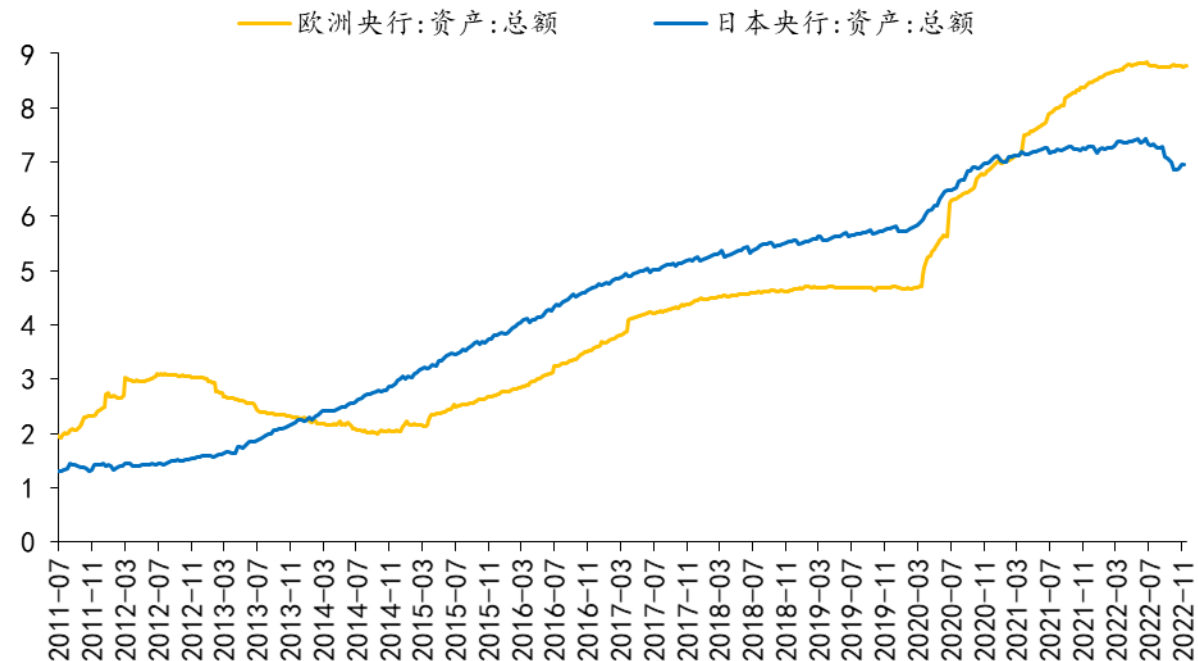
- **美联储缩表节奏有所放缓。**截至11月16日，美联储总资产规模为8.68万亿美元，相较两周前减少512亿美元，其中持有国债规模减少399亿美元，缩表进程相对于两周前有所放缓。
- **欧央行资产负债表回升，日央行资产负债表小幅震荡。**截至11月18日，欧央行总资产规模相较两周前回升74.07亿欧元；截至11月10日，日央行总资产规模相较10月31日小幅增长了0.19万亿日元。

图1：美联储缩表进度有所放缓



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：2022/11/16

图2：欧央行资产负债表回升，日央行资产负债表小幅震荡



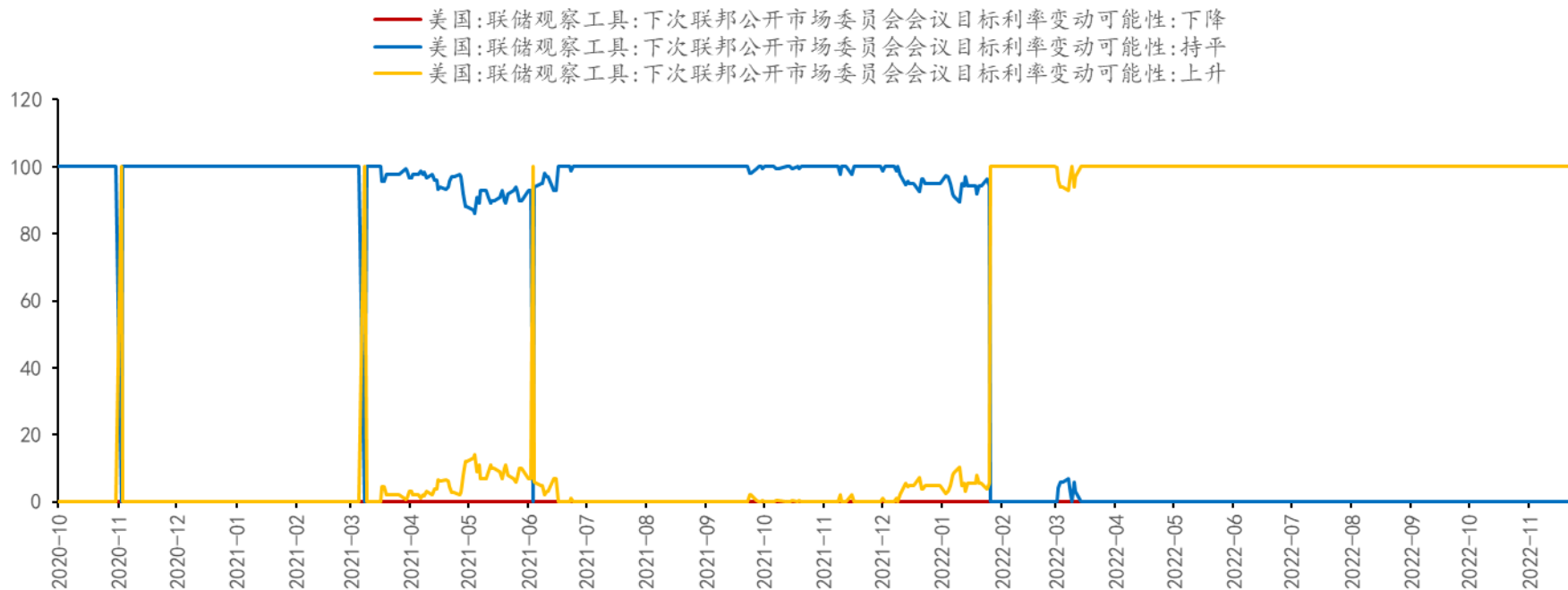
资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
 数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/11/18
 注：日央行为截至2022/11/10

1、全球宏观流动性

1.2 美联储最新动向 | 11月会议纪要公布，加息步伐或将放缓

- 11月FOMC会议纪要公布，加息步伐或将放缓。11月24日公布的会议纪要显示，绝大多数与会者认为放缓加息步伐可能很快就会迎来合适的时机。一些官员表示，美联储今年的加息可能超过了将通胀降至2%目标所需的水平，这种风险正在上升。其他人警告称，若继续以75个基点的幅度加息，将增加金融体系的风险。未来加息幅度将会考虑货币政策的收紧程度、货币政策与通货膨胀之间的滞后性以及经济和金融发展状况等因素。

图3：11月会议纪要公布，加息步伐或将放缓



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：2022/11/22

1.3 央行利率水平 | 美国最终利率水平或将高于先前预期

- 美国最终利率水平或将高于先前预期。11月会议纪要显示，一些美联储官员表示鉴于高通胀和劳动力市场供需持续失衡，终端利率或将在更高水平见顶，此前9月预期为4.6%。
- 欧洲央行加息步伐将会继续，未来加息幅度取决于经济数据。11月18日欧洲央行行长拉加德表示，预计将进一步提高利率，以确保通胀率及时回到2%的中期目标。11月24日欧洲央行管委森特诺表示，75个基点的加息幅度不可能成为常态，12月会议上通胀仍是核心关注指标。

图4：美联储年内可能继续上调利率水平并维持一定时间

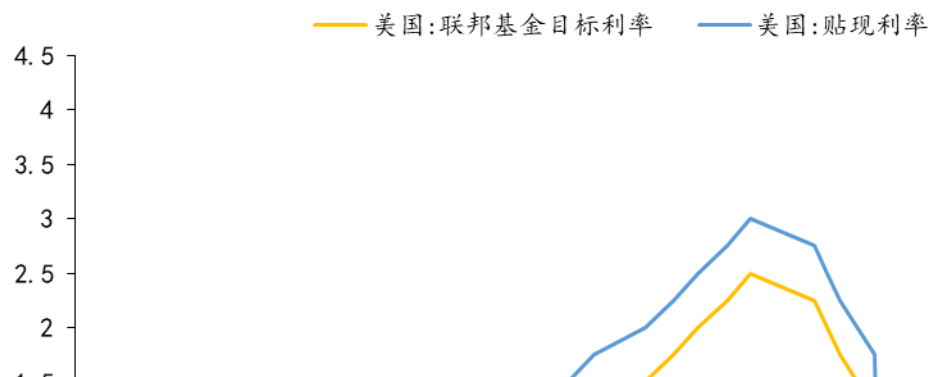
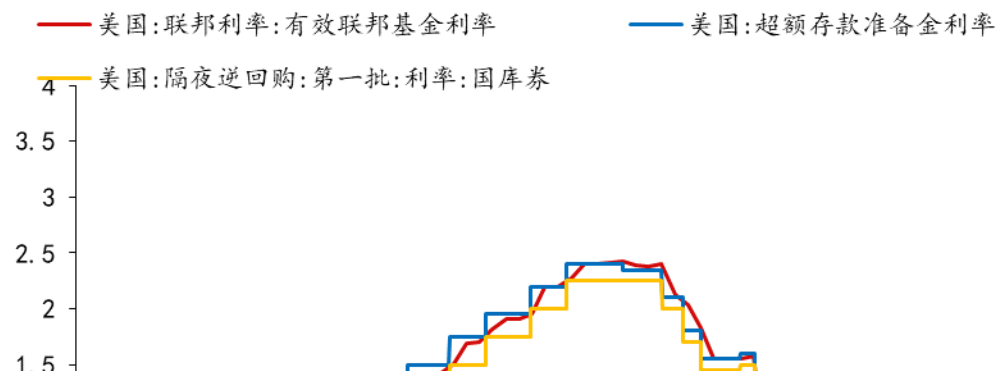


图5：近两周联邦基金利率和隔夜回购利率均保持稳定



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_49351

