

证券研究报告
策略研究
2022年07月15日



流动性 “内松外紧” 格局延续 —流动性与估值洞见第20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

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

◆ 全球宏观流动性

- 美联储缩表进程持续进行。7月7日美联储会议纪要表示，所有与会官员都认为美联储继续按照计划缩表的过程。但7月11日美国堪萨斯联储主席乔治表示加息速度可能会影响到缩表，加息速度过快可能会造成美国经济前景发生逆转，需要在加息和缩表的速度和经济之间进行权衡。截至7月6日，美联储总资产规模相较两周前减少425亿美元，其中持有国债规模减少190亿美元。
- 美联储紧缩预期再度升温，7月大概率加息75BP或更高。通胀数据发布前美联储主要讨论焦点是7月加息50BP或75BP，纽约联储主席约翰·威廉姆斯7月9日表示7月加息50BP或75BP是正确的预期，亚特兰大联储主席博斯蒂克7月12日表示支持75BP的加息进程。7月13日美国公布6月通胀率升至9.1%创40年来新高，其后美联储官员认为加息幅度应为75BP或更高。7月14日，克利夫兰联储主席梅斯特表示，7月加息的幅度大概率不小于75BP，同日，亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，不排除7月加息100BP的可能。

◆ 国内宏观流动性

- 从量上来看，一方面，6月新增社融总量超预期，主要由人民币贷款与政府专项债拉动，从结构上来看，居民与企业部门中长期信贷均有所回暖，另一方面，7月上旬以来央行逆回购明显缩量，但国内宽松的流动性环境仍未改变。6月社会融资规模增量为5.17万亿元，同比多增1.47万亿元，社融存量增速为10.8%，较上月回升0.3个百分点。6月社融的强劲反弹主要由人民币贷款与政府专项债拉动，6月新增人民币贷款（社融口径）3.06万亿元，同比多增7408亿元，其中企业部门贡献1.53万亿元，同比多增7243亿，信贷需求明显回暖。6月政府债券新增1.62万亿元，创历史新高，主要系专项债集中发行。从结构上看，6月整体信贷结构有所好转，居民与企业部门中长期贷款分别新增4167亿和1.45万亿元，同比增幅明显改善。与此同时，7月以来央行逆回购明显缩量，7月4日至7月13日，央行连续公告开展30亿元公开市场逆回购，7月1日至7月14日，公开市场操作资金净回笼4350亿元。伴随经济企稳趋势的逐步确立，国内货币政策或已度过最宽松时期，但在经济出现明显修复特征之前，国内宽松的流动性环境大概率仍将维持宽松。
- 从价上来看，7月上旬以来DR007在政策利率下方整体呈现下行态势，银行间质押式回购规模处于高位，银行间流动性较为充裕。7月1日至7月12日，DR007持续下行，维持在1.54%-1.67%的低位，7月13日DR007小幅回升至1.55%，预计未来短期仍将围绕7天逆回购利率波动。近两周十年期国债利率呈现先震荡上行后下行态势，中美利差倒挂程度收窄。长短端利率整体走低。除AA产业债外，其他各等级产业债小幅收窄。

◆ 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有所回落，定增募集规模上升，产业资本净减持规模回落。2022年7月共有201只股票面临解禁，解禁市值约5275亿元，与6月3748亿元的解禁规模相比有所回升。
- 从资金供给角度来看，近两周权益型新发基金合计约112.56亿元，和前两周53.28亿元的合计发行额相比有所回升。2022年7月共有34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1185亿元左右的增量资金。近期融资余额企稳回升，ETF净申购由正转负，企业回购规模为465.8亿元，相比上两周大幅上升。近两周北向资金呈净流出势态，净流出规模约56.68亿元。行业配置方面，北上资金大幅加仓食品饮料、医药生物和非银金融行业，减仓较多行业多集中于电子、煤炭和家用电器。近两周南向资金净流入大幅下降，累计流入约61.57亿港元，环比前两周下降约166.14亿港元。

◆ 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、国民经济整体向好势头叠加点状疫情反复背景下，市场风险偏好小幅震荡。具体来看，近两周A股市场股权风险溢价窄幅波动，三大板指换手率维持波动，权益基金收益整体下行。从全球角度来看，美联储于6月FOMC会议上重申了鹰派立场，6月CPI远超预期至9.1%背景下，后续大幅加息的概率进一步放大，美国经济衰退预期强烈，美股市场恐慌情绪升温，近两周美股波动幅度维持高位震荡。避险资产价格走势分化，其中日元指数在连续下挫后有企稳趋势，黄金价格加速下行。另类资产方面，近两周比特币价格持续大幅下降至19331.6美元/个。
- 估值方面，近两周海外主要股指估值整体下行，美股三大股指估值窄幅震荡，欧洲主要股指估值回落。国内市场方面，近两周A股估值整体回落，创业板指和中证500指数估值表现优于上证50和沪深300，主要指数估值水平降到历史中位数以下，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下行，其中公用事业、家用电器和建筑装饰行业估值分位逆势上升，而计算机、煤炭行业估值回落幅度较大。
- 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；地缘政治冲突超预期升级等。

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

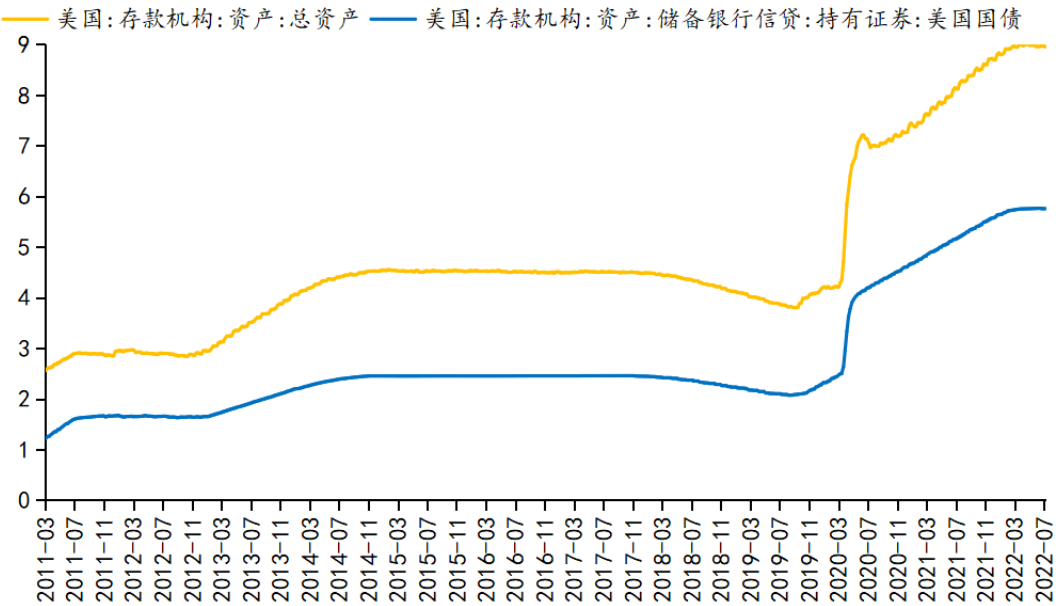
- **美联储缩表进程持续进行。**7月7日美联储会议纪要表示，所有与会官员都认为美联储继续按照计划缩表的过程。但7月11日美国堪萨斯联储主席乔治表示加息速度可能会影响到缩表，加息速度过快可能会造成美国经济前景发生逆转，需要在加息和缩表的速度和经济之间进行权衡。截至7月6日，美联储总资产规模相较两周前减少425亿美元，其中持有国债规模减少190亿美元。
- **欧央行和日央行资产负债表规模略有下降。**欧央行总资产规模小幅下降，截至7月8日，欧央行总资产规模相较两周前减少了615.7亿欧元。7月7日日本央行公布数据显示，6月份买入16万亿日元国债创下历史纪录，始终贯彻宽松的货币政策。截至7月10日，日央行总资产规模相较两周前减少1万亿日元。
- **美联储加息步伐加快，7月大概率加息75BP或更高。**通胀数据发布前美联储主要讨论焦点是7月加息50基点或75基点，纽约联储主席约翰·威廉姆斯7月9日表示7月加息50个基点或75个基点是正确的预期，亚特兰大联储主席博斯蒂克7月12日表示支持75个基点的加息进程。7月13日美国公布6月通胀率升至9.1%创40年来新高，其后美联储官员认为加息幅度应为75BP或更高。7月14日，克利夫兰联储主席梅斯特表示，7月加息的幅度大概率不小于75BP，同日，亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，不排除7月加息100BP的可能。
- **十年期美债收益率和十年期欧债收益率大幅走低。**美国CPI数据再度超预期，美联储激进加息的预期主导市场情绪，加剧市场对经济衰退的担忧，提振对避险资产的需求。近两周十年期美债收益率震荡回落，截止到7月13日，10年期美国国债收益率相较两周前回落19BP，收益率达到2.91%。近两周欧债收益率亦大幅回落，截止到7月12日，10年期欧债收益率达到1.19%，较两周前回落54BP。
- **两周美元指数稳步上行。**美元指数在7月11日突破108点，续创2002年10月以来新高。美国6月CPI数据高企，进一步强化市场对未来美联储采取更大幅度加息的预期。截至7月13日，美元指数攀升至108.05，相较前两周提高2.79%。

1、全球宏观流动性

1.1 主要央行资产负债表 | 美联储缩表进程持续进行

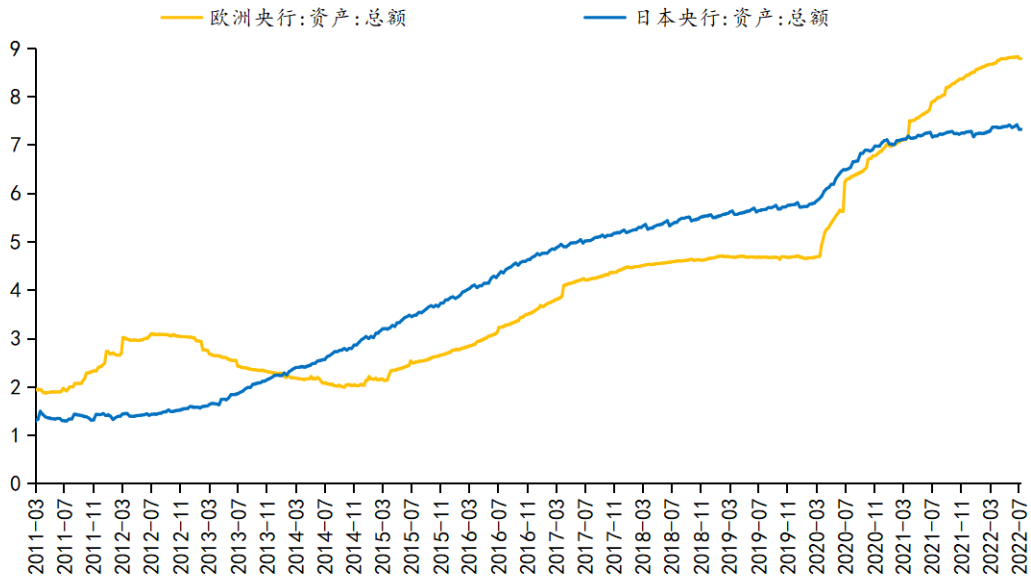
- 美联储缩表进程持续进行。**7月7日美联储会议纪要显示，所有与会官员都认为美联储继续按照计划缩表的过程。但7月11日美国堪萨斯联储主席乔治表示加息速度可能会影响到缩表，加息速度过快可能会造成美国经济前景发生逆转，需要在加息和缩表的速度和经济之间进行权衡。截至7月6日，美联储总资产规模相较两周前减少425亿美元，其中持有国债规模减少190亿美元。
- 欧央行和日央行资产负债表规模略有下降。**欧央行总资产规模小幅下降，截至7月8日，欧央行总资产规模相较两周前减少了616亿欧元。7月7日日本央行公布数据显示，6月份买入16万亿日元国债创下历史纪录，始终贯彻宽松的货币政策。截至7月10日，日央行总资产规模相较6月20日减少10万亿日元。

图1：美联储资产规模持续缩减



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：2022/7/6

图2：欧央行和日央行资产负债表规模略有下降

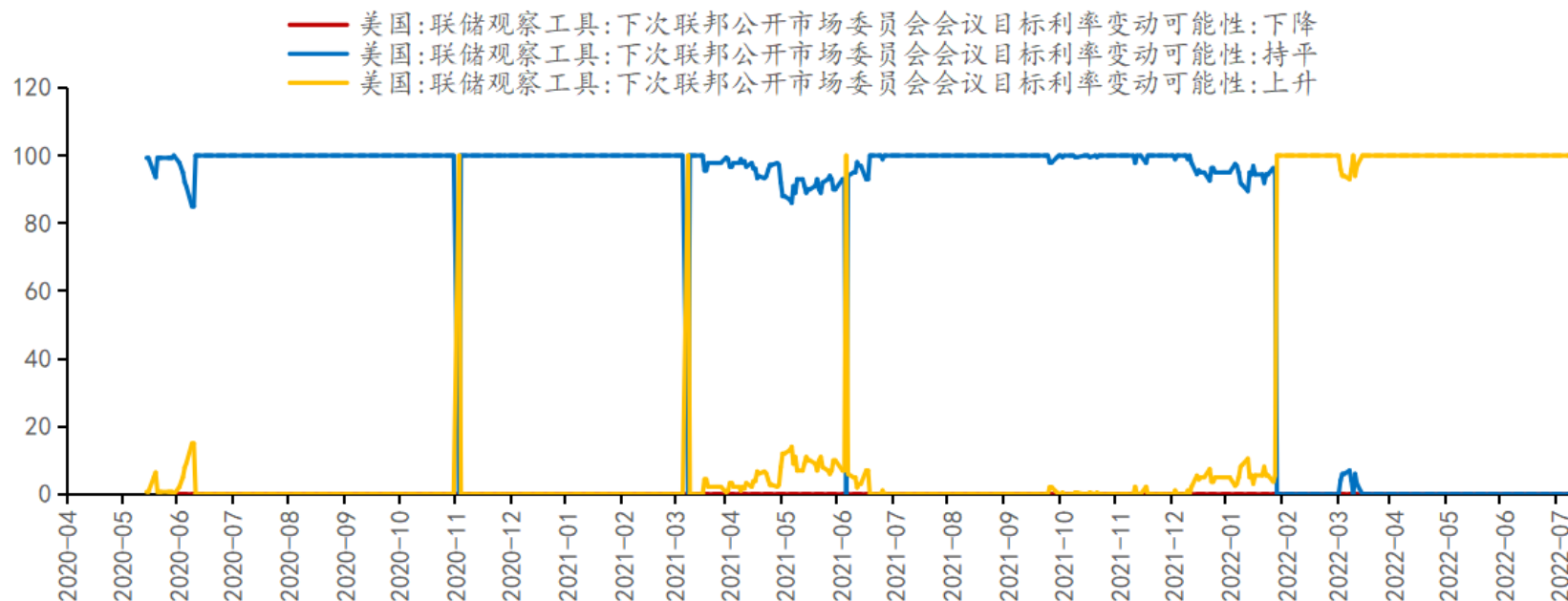


资料来源：Wind，国海证券研究所；单位：万亿欧元/百万亿日元
数据更新频率：周度更新；最新数据日期：2022/7/10

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或更高。通胀数据发布前美联储主要讨论焦点是7月加息50BP或75BP，纽约联储主席约翰·威廉姆斯7月9日表示7月加息50BP或75BP是正确的预期，亚特兰大联储主席博斯蒂克7月12日表示支持75BP的加息进程。7月13日美国公布6月通胀率升至9.1%创40年来新高，其后美联储官员认为加息幅度应为75BP或更高。7月14日，克利夫兰联储主席梅斯特表示，7月加息的幅度大概率不小于75BP，同日，亚特兰大联储主席博斯蒂克也表示，不排除7月加息100BP的可能。

图3：美联储票委维持鹰派立场，7月大概率加息75BP或更高



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：2022/7/12

1.3 央行利率水平 | 美联储中性利率将继续上调

- 美联储年内将继续上调利率水平。7月2日旧金山联储主席戴利称，预计到2022年底利率将提高到3.1%的水平，7月9日纽约联储主席威廉姆斯表示，年底利率水平应该在3%-3.5%区间内。目前来看，今年的利率可能会上调至3%-3.5%。
- 欧央行7月加息25BP，九月份可能有更大幅度加息。欧洲央行对加息幅度逐渐形成一致，7月加息25BP概率加大。7月4日欧洲央行管委穆勒表示，预计7月加息25个基点，同时预计9月加息会达到50BP。欧洲央行管委瓦西里、维斯科也在7月4日、7月8日表示，9月份的加息幅度可能更大。

图4：美联储将继续上调联邦基金利率和贴现利率

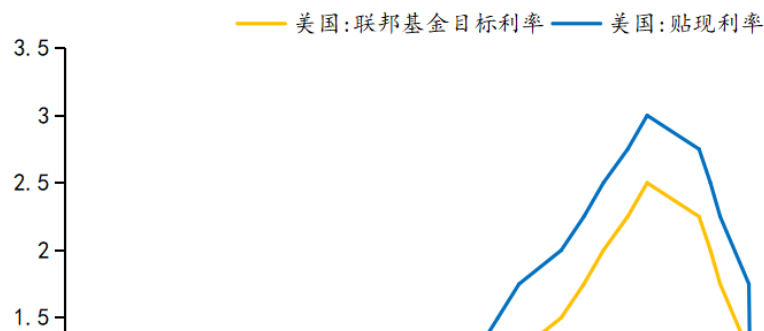
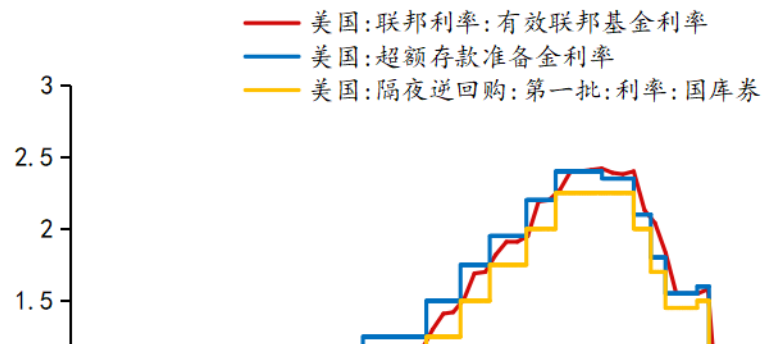


图5：近两周联邦基金利率跃升，隔夜回购利率稳定



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_44157

