

流动性估值跟踪： 中美利差倒挂后，A股走势如何？

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 CFA FRM S1230520030001

2022年4月12日

总体情况

- **宏观流动性：** 1.上周逆回购净回笼5700亿，MLF没有操作；2. 市场利率方面，DR007小幅上升至1.94%，R007下降至2.01%；3. 十年期国债收益率下降至2.75%；4. 美元兑人民币上升至6.37；5. 理财产品预期收益率（3个月）维持在1.92%。
- **A股市场资金面和情绪面：** 1.上周A股成交额上升，换手率不变；2. 两融余额小幅下降至1.66万亿；3. 北上资金小幅净流出65.6亿元；4. 上周A股小幅净减持、回购规模下降，本周限售解禁规模上升；5. 风格来看，上周大盘股、低PE、低价股、绩优股表现最好。
- **A股和全球估值：** 从PB-ROE的角度来看，目前估值水平远低于盈利能力的行业分别为银行、钢铁、煤炭、建筑装饰、非银金融、石油石化、建筑材料、交通运输、家用电器、轻工制造。

一、宏观流动性

指标	流动性评级（共五星）	流动性变动
1.公开市场	★	↓
2.外汇占款	★★★★★	↑
3.信用派生	★★★★★	↓
4.货币市场	★★★★★	↑
5.国债市场	★★★★★	↑
6.信用债	★★★★★	↑
7.理财市场	★★★★★	→
8.贷款市场	★★★	→
9.外汇市场	★★★★★	↓

二、A股市场资金面和情绪面

指标	流动性评级（共五星）	流动性变动
1.A股成交	★★★★★	↑
2.产业资本	★★★★★	↑
3.基金发行	★	↓
4.杠杆资金	★	↓
5.海外资金	★	↓
6.大宗交易	★★★	↓
7.股票质押	★	↑
8.风险偏好	★	↓
9.股票供给	★★★	↑

三、A股和全球估值

指标	估值评级（共五星）	估值变动
1.上证指数	★★	↓
2.深圳成指	★★★	↑
3.创业板指	★★★	↓
4.标普500	★★★★★	↓
5.道琼斯工业指数	★★★★★	↓
6.纳斯达克指数	★★★★★	↓
7.恒生指数	★★	↓
8.日经225	★★	↓
9.英国富时100	★★	↓

注：流动性星级评分是客观根据最近两年数据的分位数，如一星表示小于20%，五星表示大于80%
 估值星级评级客观根据最近十年数据的分位数（周度更新），如一星表示小于20%，五星表示大于80%

目录

■ 本期关注：中美利差倒挂后，A股走势如何？

■ 宏观流动性

■ A股市场资金面和情绪面

■ A股市场估值

■ 全球市场估值

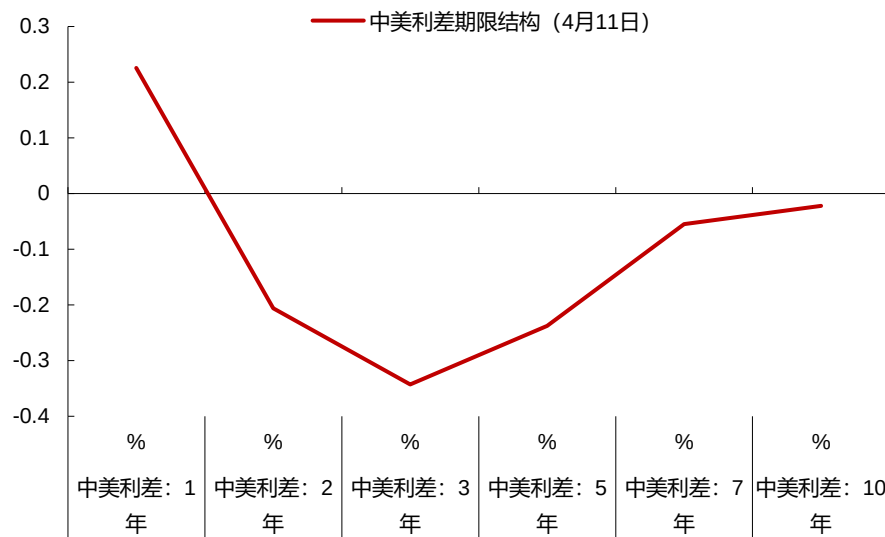
■ 风险提示

本期关注

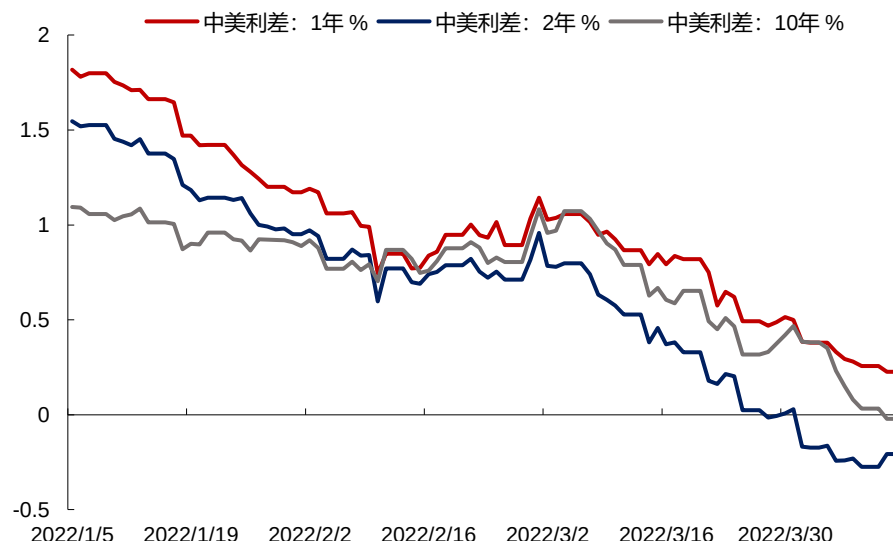
1. 期限结构：10年期中美利差首次倒挂

- **近期各期限中美利差呈现持续倒挂的趋势。**目前（4月11日）2年期、3年期、5年期、7年期和10年期中美利差分别倒挂21bp、34bp、24bp、5bp和2bp。4月11日，10年期中美利差首次出现倒挂，成为市场关注的焦点。债券短端利率很大程度上受到央行政策利率或政策利率预期的影响，而债券长端利率更多反映的是中长期经济、通胀、货币政策的走势和变化。中美中长期利差倒挂核心反映的是中美两国经济基本面的背离。
- **此次中美利差倒挂主要由于美债利率快速上升所致。**这一轮中美利差快速收敛起始于今年3月，从中国和美国各期限的国债收益率变化来看，这一轮中美利差快速收敛的核心原因在于美债收益率的快速上升。3月1日至今，美债各期限收益率上升幅度在90bp-110bp，而国债各期限收益率变化范围在-5bp-10bp。近期美债收益率快速上升主要是市场对美联储加息预期不断提高的结果，根据CME美联储观察数据显示，截至今年年底美联储加息至2.50%-2.75%区间及以上的概率超过85%。

图：目前（4月11日）中美利差期限结构



图：中美利差的变化趋势

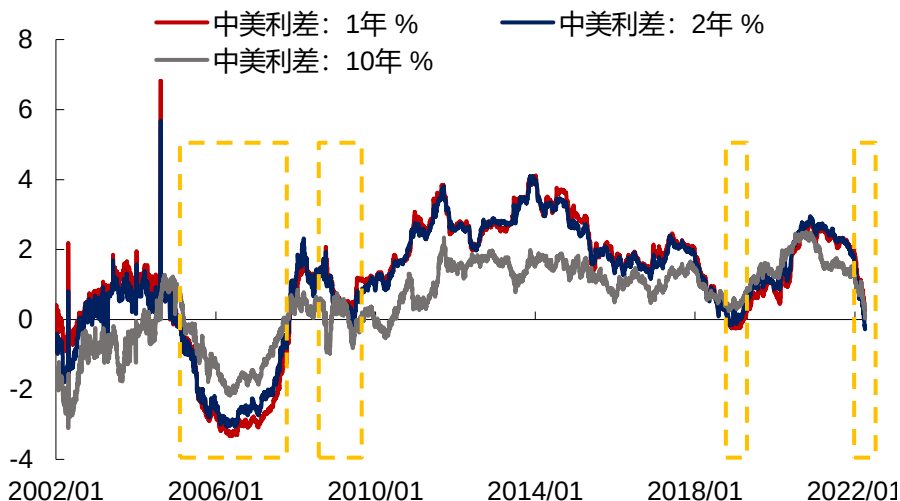


数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所

2. 历史情况：三次中美利差倒挂的时间和原因

- 回顾过去二十年中美利差曾经出现三次倒挂，背后原因主要是中美经济一定程度上的错位和背离。
- 在2008年美国金融危机之前，中美利差（以2年期为例）频繁出现倒挂。比较典型的是2005年1月-2007年11月，美国经济过热、高通胀的特征明显，2004年-2006年美联储加息了17次。而中国经济处于快速增长的阶段，过热和通胀的压力不大，货币政策并未大幅收紧。
- 2008年金融危机之后，2009年6月中美利差（以2年期为例）也曾经出现过短短半个月的倒挂。当时中美利差倒挂的背后反映出的是金融危机后中美经济复苏的节奏不同步，美国经济修复晚于中国一个季度左右的时间，因此2009年6月美债快速上升的阶段反倒是国债走平的阶段。
- 2018年底中美利差也曾经出现过持续一个半月的倒挂。当时美国处于2015-2018年加息的尾声，衰退预期渐起。国内受去杠杆和中美贸易摩擦影响，宏观经济承压。这一轮中美利差倒挂中美债券收益率均处于下行区间，国内经济下行压力更大因此国债收益率下行幅度超过美债。

图：目前（4月8日）中美利差期限结构



数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所

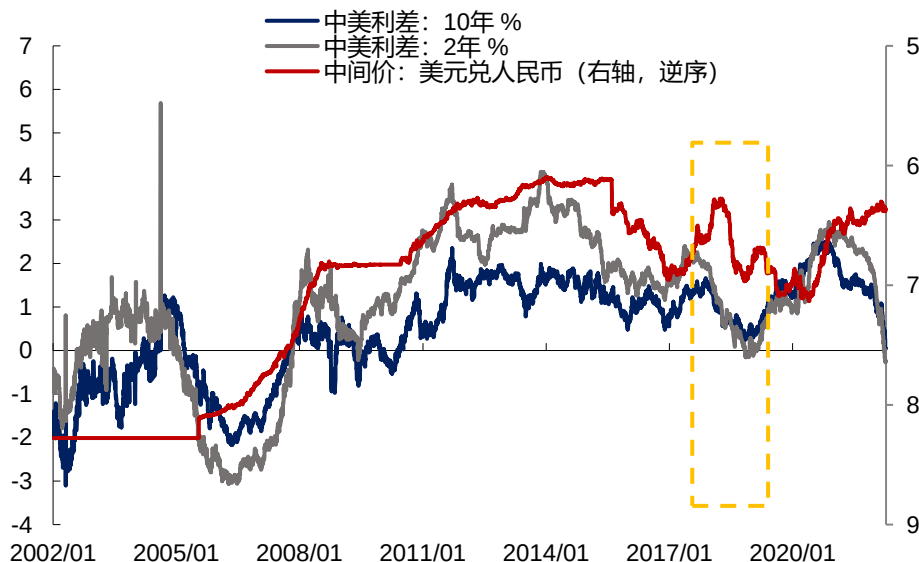
表：2年期中美利差主要倒挂时间

2年期中美利差倒挂	倒挂时间阶段	持续时间	倒挂最大幅度
第一次	2005年1月-2007年11月	两年半	306bp
第二次	2009年6月	半个月	22bp
第三次	2018年11月-2018年12月	一个半月	14bp
第四次	2022年3月底至今	半个月	27bp

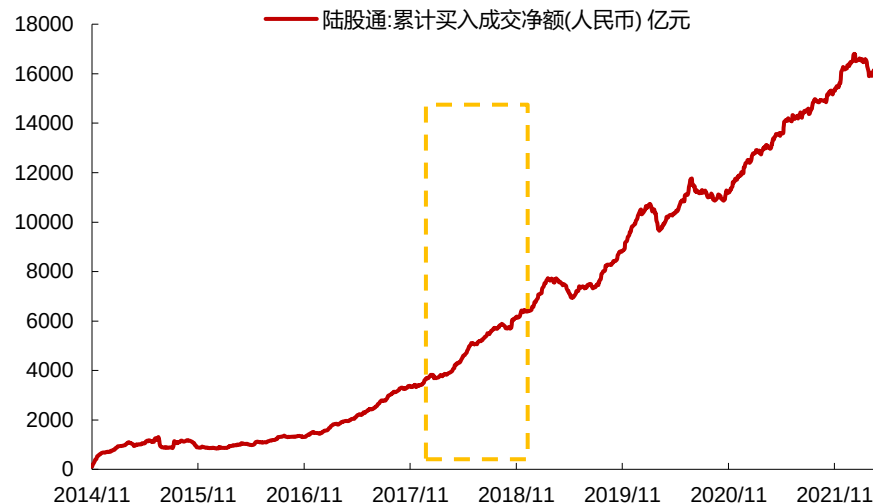
3. 中美利差倒挂后汇率和北上资金表现如何？

- 针对中美利差倒挂，市场的关注焦点更偏向，中美利差倒挂后对汇率、北上资金和权益市场走势有没有影响。然而逻辑上看，中美利差倒挂是一个表征中美经济基本面的结果。事实上，汇率、北上资金和权益市场的影响本质上是经济基本面在主导。
- 就汇率而言，中美利差收窄至倒挂的阶段，美元兑人民币汇率往往呈现升值的趋势，但也存在背离的阶段。其中，就背离阶段来看，2017年中到2019年初中美利差快速收窄至倒挂，但是美元兑人民币先贬值后升值，并非随着中美利差的收窄维持升值的趋势。就背离的原因来看，中美利差的变化是人民币汇率的影响因素之一，还需要考虑国际收支、经济通胀预期等其他因素的影响。
- 就北上资金来看，中美利差收窄至倒挂的阶段，外资通过陆股通净流入A股的趋势并未改变。具体来看，2017年中至2019年初这段时间内，中美利差快速收窄至倒挂，人民币先升值后贬值，但北上资金整体并未受到任何影响，呈现加速流入A股的态势。

图：中美利差和人民币汇率



图：陆股通净流入A股情况



4.中美利差倒挂后股市表现如何？

- **总体来看，三轮中美利差倒挂，权益市场本身的趋势难以改变。**中美利差倒挂的背后本质上是中美经济的错位或背离。（1）在2005年1月-2007年11月、2009年6月这两轮中美利差倒挂中，中美宏观经济增长均处于上升阶段中，国债收益率上升，A股在中美利差倒挂前处于上升阶段中，中美利差倒挂并不改变股市原有的趋势。（2）2018年11月-12月，受中美经贸摩擦、金融去杠杆影响，经济下行压力加大，股市在2018年初就开始调整。中美利差于2017年中开始收窄到2018年底倒挂，股市下行的趋势也并未发生转变。
- **风格来看，三轮中美利差倒挂，涨幅居前的行业与当时的宏观背景和产业周期有关。**2005年1月-2007年11月，重工业腾飞带动经济增长，金融周期在中美利差倒挂期间明显跑赢；2009年6月，金融危机后财政刺激叠加产业扶持政策推出，金融消费在中美利差倒挂期间明显跑赢；2018年11月-12月，中美贸易战叠加金融去杠杆，股市调整，具有防御属性的稳定和消费在中美利差倒挂期间明显跑赢。

表：2年期中美利差倒挂A股和行业表现

2年期中美利差倒挂行业涨跌幅，%			
名称	2005年1月-2007年11月	2009年6月	2018年11月-2018年12月

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_40304

