

流动性估值跟踪： 美联储政策转向的信号和影响

2022年12月2日

分析师：王杨

执业证书编号：S1230520080004

邮箱：wangyang02@stocke.com.cn

分析师：陈昊 CFA FRM

执业证书编号：S1230520030001

邮箱：chenhao1@stocke.com.cn

总体情况

- **宏观流动性:** 1.上周逆回购净回笼3680亿元, MLF没有操作; 2. 市场利率方面, DR007上升至1.73%, R007上升至2.07%; 3. 十年期国债收益率上升至2.84%; 4. 美元兑人民币上升至7.16; 5. 10月PSL新增1543亿元。
- **A股市场资金面和情绪面:** 1.上周A股成交额和换手率均小幅下降; 2. 两融余额微降至1.56万亿; 3. 北上资金净流入74.5亿元; 4. 上周A股小幅净减持、回购规模微升, 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:** 目前上证50、沪深300、中证500、上证指数、深圳成指、科创50、创业板指的市盈率分别为9.18、11.08、23.25、12.23、25.27、39.14、38.17。过去十年分位数分别为25%、28.3%、21.2%、32.6%、48.7%、4.6%、15.4%。

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%

数据来源: Wind资讯, 浙商证券研究所

目录

■ 本期关注：美联储政策转向的信号和影响

■ 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

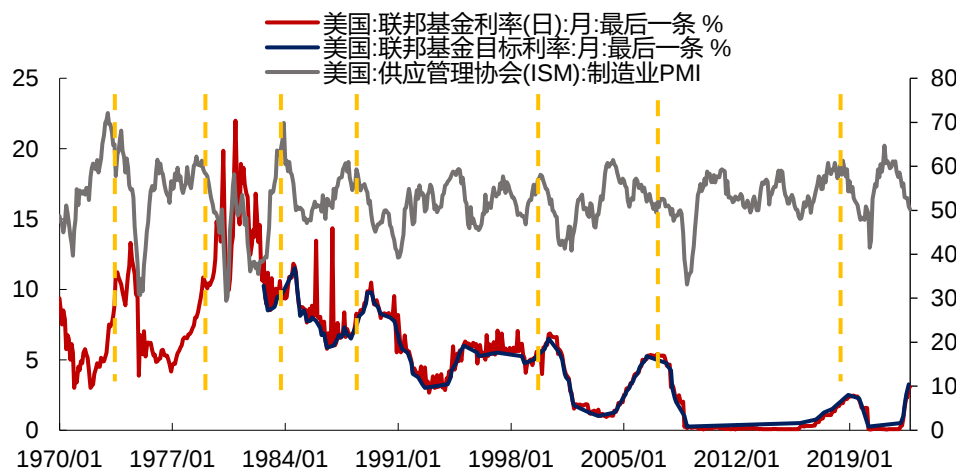
■ 风险提示

本期关注

1. 宏观信号之一：美国制造业PMI

- 11月30日美联储主席鲍威尔表示，美联储将继续上调联邦基金利率水平，但可能从12月开始缩小加息幅度。近期美联储货币政策转向成为市场关注焦点，我们借助复盘对相关信号进行总结。
- 美联储货币政策预测的传统分析框架是泰勒规则，根据通货膨胀率和产出变化来调整短期利率。20世纪80年代到本世纪初，美国联邦基金利率的轨迹基本符合泰勒规则。然而，自2003年以来，美国联邦基金利率长期低于泰勒规则的预测值。泰勒规则是“大稳健”时代的产物，随着通胀和需求环境的变化，美联储更加强调政策的灵活性而不是刚性规则。
- 通过复盘美国80年代六轮完整加息周期，我们发现停止加息具备的宏观条件往往有以下两点：美国制造业PMI加速回落逼近荣枯线；美国联邦基金目标利率高于CPI。
- 目前美国衰退迹象初显，经济下行加速，已经出现了第一个宏观信号。11月美国Markit制造业PMI初值为47.6，首次跌落荣枯线，且相较上个月（50.4）大幅回落。11月美国ISM制造业PMI 尚未公布，但10月美国ISM制造业PMI为50.2，已逼近荣枯线。

图：美国联邦基金（目标利率）和PMI



表：美国联邦基金目标利率转向时美国PMI

最后一次加息	第一次降息	最后一次加息PMI	第一次降息PMI
1984-08-09	1984-09-20	53.0	50.0
1989-05-17	1989-06-06	49.3	47.3
1995-02-01	1995-07-06	55.1	50.7
2000-05-16	2001-01-03	53.2	42.3
2006-06-29	2007-09-18	52.0	51.0
2018-12-20	2019-08-01	54.3	49.1

2. 宏观信号之二：美国CPI

- 通过复盘美国80年代六轮完整加息周期，我们发现美联储加息停止的时候，美国联邦基金目标利率均高于美国CPI。
- 目前美国联邦基金目标利率仍低于通胀水平，但差值快速收敛。目前联邦基金目标利率为4%，低于通胀水平（10月美国CPI为7.7%）。10月美国CPI低于市场预期（8%），时隔7个月跌落8%，联邦基金目标利率和美国CPI的差值正快速收敛。
- 结合通胀背景，本轮美联储加息停止或未必需要联邦基金目标利率高于CPI。本轮与历史经验不同的因素主要有两点：（1）1980年以来美国长期处于低通胀环境，因此大部分时间政策利率高于通胀水平，历史规律依附于通胀环境；（2）类比70年代大滞胀，本轮美国加息滞后于通胀升温，工资物价上涨螺旋也没有完全形成，目前大幅加息后通胀已经出现回落迹象，加息存在提前结束的可能。

图：联邦基金（目标）利率和美国CPI



表：美国联邦基金目标利率转向时利率和CPI差值

最后一次加息	第一次降息	最后一次加息联邦基金 (目标) 利率-CPI	第一次降息联邦基金 (目标) 利率-CPI
1984-08-09	1984-09-20	7.3%	7.0%
1989-05-17	1989-06-06	4.7%	4.2%
1995-02-01	1995-07-06	3.2%	2.8%
2000-05-16	2001-01-03	3.4%	2.6%
2006-06-29	2007-09-18	1.1%	2.8%
2018-12-20	2019-08-01	0.3%	0.5%

3. 市场表现：加息停止降息未落地时表现最好

- **加息停止降息未落地时美股市场表现最好。**
- 从1980年以来六轮美联储加息转降息阶段的市场表现来看，市场表现最好的阶段为加息转降息期间（标普500和纳斯达克指数六次中有四次涨幅最高），其次为初次降息后3个月（标普500六次中有三次涨幅次高，纳斯达克指数六次中有五次涨幅次高），表现相对较差的是加息结束前3个月（标普500和纳斯达克指数六次中有三次涨幅最差）。
- 逻辑上来看，最后一次加息后，经济衰退迹象显现，市场预期货币政策从紧转松，资本市场往往会提前开启上涨行情。

表：1980年以来六轮美联储加息到降息美股表现

最后一次加息	第一次降息	标普500涨跌幅，%			纳斯达克指数涨跌幅，%		
		前3个月	加息转降息	后3个月	前3个月	加息转降息	后3个月
1984-08-09	1984-09-20	3.1	3.5	-0.3	-0.8	2.1	-3.4
1989-05-17	1989-06-06	7.7	2.8	8.4	8.1	2.8	4.2
1995-02-01	1995-07-06	3.7	17.8	6.4	1.1	26.2	7.5
2000-05-16	2001-01-03	4.6	-7.2	-13.8	-15.9	-27.5	-27.0
2006-06-29	2007-09-18	-1.6	22.0	-1.5	-5.6	25.6	0.6
2018-12-20	2019-08-01	-15.1	17.8	2.9	-17.9	22.2	2.6
平均		0.4	9.5	0.4	-5.2	8.6	-2.6

注：红色（绿色）表明在加息前三个月，加息转降息，加息后三个月这三个时间阶段中表现较好（较差）

4. 行业轮动：产业周期决定趋势，顺周期行业略有回升

- **边际变化视角，顺周期行业在加息结束后表现回升，但相对其他行业没有明显超额收益。**一方面，根据1980年以来6轮加息转降息各行业表现，顺周期（石油、煤炭、化工、钢铁、建筑材料）在加息结束后的行业涨跌幅平均排名会比加息结束前要高，加息结束对经济增长预期升温，导致顺周期行业整体的表现有所回升。但另一方面，加息结束后顺周期行业的涨跌幅平均排名依旧处于10名左右，并没有相对其他行业有突出表现。
- **绝对排名视角，产业周期对行业表现的影响大于货币政策的影响。**过去六轮美联储加息转降息，其中有5次均发生在2008年次贷危机之前。80年代是美国典型的大消费时代，90年代开始迎来了美国长达十几年的地产金融周期。在这个背景下，六轮加息转降息阶段，食品、日用消费和金融在加息前后的行业表现排名均处于所有行业前列。

表：美联储转向前后行业表现情况

行业	六轮周期行业涨跌幅平均排序		
	前三个月	加息转降息	后三个月
食品	5	7	9
交通运输	6	9	8
日用消费品	7	11	5
公用事业	7	6	7
金融	8	7	7
零售	8	10	12
汽车	9	11	9

表：六轮美联储转向前后行业表现均较强的行业

食品涨跌幅排名	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮
前三个月	3	4	3	16	3	2
加息转降息	9	2	10	1	11	8
后三个月	6	11	2	14	4	16
日用消费品涨跌幅排名	第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮
前三个月	8	3	1	14	15	1
加息转降息	16	6	13	5	12	12

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_49680

