

流动性估值跟踪： 边际和趋势：揭秘北上资金流向

2023年2月10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10680亿元，MLF没有操作；2. 市场利率方面，DR007下降至1.82%，R007下降至1.91%；3. 十年期国债收益率下降至2.90%；4. 美元兑人民币下降至6.74；5. 1月PSL下降142亿元。
- **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上升；2. 两融余额微升至1.55万亿；3. 北上资金净流入341.8亿元；4. 上周A股小幅净减持、回购规模上升，本周限售解禁规模下降；5. 风格来看，上周小盘股、高PE、中价股、微利股表现最好。
- **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9.69、12、24.32、13.11、27.18、44.26、42.68。过去十年分位数分别为43.5%、44.5%、24.7%、46.8%、57.1%、27.8%、28%。

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：边际和趋势：揭秘北上资金流向

■ 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

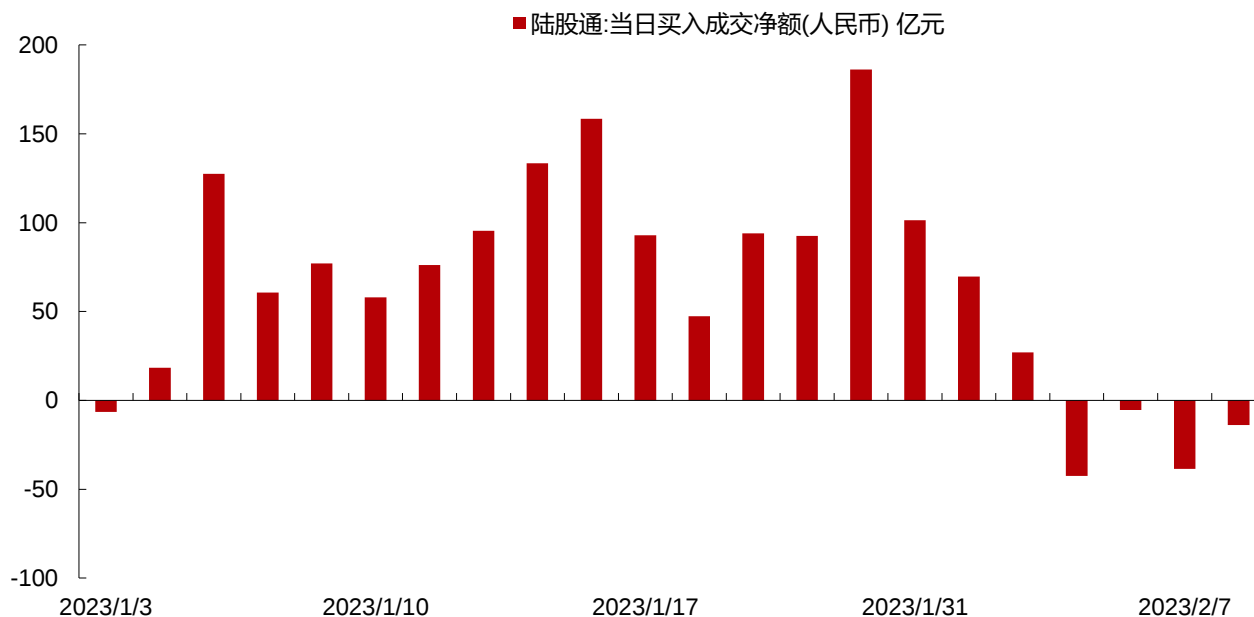
■ 风险提示

本期关注

1. 总结：北上资金流动的边际波动和趋势方向

- 2023年以来，北上资金大幅净流入A股，1月份北上资金单日净流入的规模基本处于50亿以上。然而，从2月份开始，北上资金净流入规模逐步减少，甚至出现净流出态势，那么如何看北上资金后续变化。
- 我们认为，北上资金的流动边际上受美股走势影响较大。就美股走势来看，美联储货币政策变化是当前重要影响因素。对美联储而言，目前停止加息的核心约束在于通胀。近期边际变化在于，美国就业数据好于预期，继而市场担心美国通胀扰动。但展望后续，我们认为方向上美国加息结束渐行渐近，换言之，趋势上驱动北上资金流入的驱动因素仍处兑现初期。

图：北上资金单日净流入



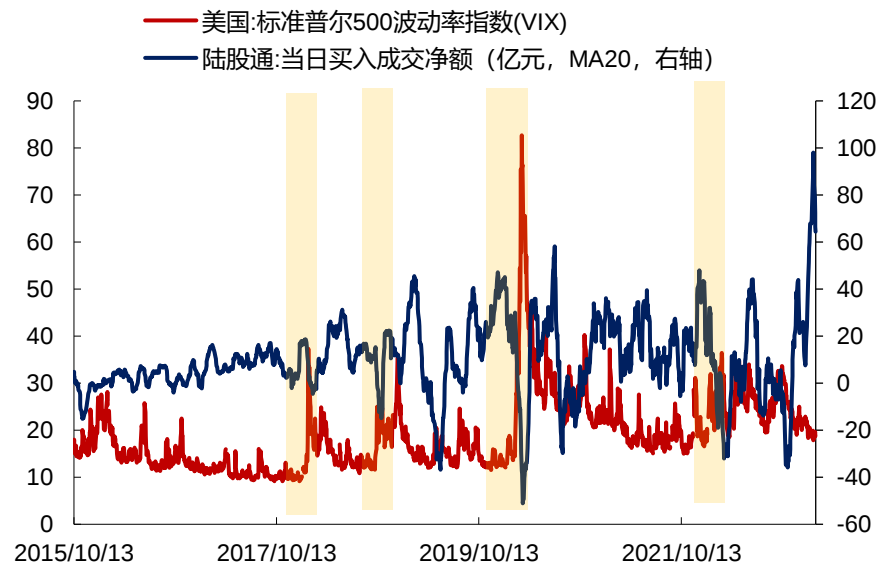
2. 北上资金流动受美股走势影响较大

- 根据复盘。北上资金流动边际上受美股表现影响较大。我们认为逻辑在于，当美股出现调整且波动率显著放大的时候，外资往往会选择降低权益敞口，继而对北上资金流动产生影响。
- 复盘显示，美股出现调整且波动率显著放大的阶段分别为2018Q1、2018Q4、2020Q1、2022Q1，在这四个阶段中，北上资金净流入A股的规模出现明显下降。

图：北上资金净流入和美股



图：北上资金净流入和美股波动率指数



3. 当前美股走势受美联储政策影响较大

- **就美股走势而言，美联储货币政策变动对其有直观影响。**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。
- **对美股而言，随着美联储停止加息渐行渐近，这意味着后续方向上美股大概率趋势向上。**

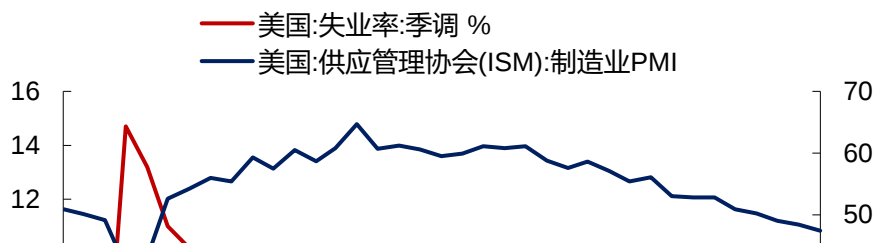
表：1980年以来六轮美联储加息到降息美股表现

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

4. 当前影响美联储政策的核心变量在于美国通胀

- 根据历史六轮美联储加息转降息的复盘经验，货币政策转向需要观察两个信号：（1）美国制造业PMI快速逼近荣枯线；（2）联邦基金目标利率高于CPI。
- 目前第一个条件已经满足，但第二个条件尚未满足，换言之美国通胀是核心约束。
- 数据上，一则，根据美国供应管理协会数据，1月制造业PMI从12月的48.4降至47.4，处于连续下行的趋势中；二则，美国联邦基金目标利率为4.75%，但12月美国CPI为6.5%。

图：美国制造业PMI和失业率



图：美国CPI和联邦基金目标利率



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_52192

