



# A 股的主要矛盾：实际利率与稳增长



2022年9月，上证指数跌破3100点，市场交易额不足7000亿，市场情绪降至冰点。

如果仅仅观察一些技术性指标，我们会发现当前股市已经处于历史的底部，很多板块都有极佳的投资价值。

股债收益比触及历史上限，市场进一步下跌的空间有限。图1显示，根据沪深300股息率与十年期国债收益率之比，当前市场的估值接近历史最低位，与2020年4月时的估值接近，股债收益比已经高于均值加2个标准差。2020年4月，受到武汉疫情影响，资本市场出现快速下跌，股债收益比快速上升，相对债市，股市投资价值明显，限制了市场进一步下跌的空间，此后，市场企稳反弹。当前，市场的估值也达到历史最低值，对于青睐长线投资和重视资产配置机构投资者，可能会将更多仓位配置于股票而非债券。因此，市场在当前位置进一步大幅下跌的空间有限。



但是，与 4 月份不同，这一次并没有出现股市的大幅反弹。一个直接的原因是美联储加息预期的风险还没有完全释放，利空依然围绕在市场上方。

这部分压力直接体现在外汇市场。8 月以来，人民币汇率承受了较大的贬值压力，外资的流入也变得更加谨慎。我们可以用高盛金融条件指数来识别美联储加息对人民币汇率的影响。下图表明，现在美国的金融条件已经大幅收紧，这意味全球资本流动的规模会迅速下降。美联储不再开闸放水，全球的便宜资金自然会随之下降，对应的美元价格就会随之上升。在杰克逊霍尔全球央行年会上，美联储主席鲍威尔已经明确了未来美联储鹰派的态度。在美国整体通胀从供需两端都呈现显著的下行态势之前，美元指数还是会维持强势态势。这对于下一阶段人民币汇率依然会形成较大压力。

没有一个国家的货币会永远升值。2022 年至今，美元指数升值幅度已经达到 16%，创年度历史新高。2022 年第一季度，美国经常项目逆差占 GDP 的比重超过 4%，较 2021 年同期提高了 1.3 个百分点。无论从那个角度来看，美元指数都已经出现了显著高估。目前，2022 年 9 月美联储议息会议的点阵图显示，2022 年联邦基金目标利率预测中值由 6 月的 3.4% 上调至 4.4%，且 2023 年将进一步升至 4.6%。显然，美国当前的经济基本面无法承受这种加息节奏。未来，随着美国失业率上升，加息预期和美元指数也会随之下降，人民币汇率会重新反弹升值。



当然，这一切都需要时间消化。

在外部风险解除之前，中国股市依然会承受较大压力。作为新兴市场经济体，中国股市对于实际利率非常敏感，中国股市比美国股市更加容易受估值的影响。从下图可以发现，中国股市下跌的时候，其实主要跌的是估值。也就是说，尽管盈利预期没有太大变化，但是随着实际利率上升，股票价格仍然会有较大调整。在这个过程中，新能源等成长类股票会受到较大冲击。



除了实际利率，稳增长节奏也会影响股市的走势。

过去一段时间，中国股市的格局其实就是围绕稳增长和成长类板块展开。在经济稳增长发力过程中，房地产类别的价值类股票会有较多机会。在美联储加息预期下降过程中，新能源类别的成长类股票会有较多机会。相反，如果房地产政策松动不及预期，美联储加息超预期，房地产和新能源的股西口今浦孕站十冲土

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\\_46503](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46503)

