

流动性估值跟踪： 复盘紧信用，股票和债券表现如何？

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 CFA S1230520030001

2021年3月30日

总体情况

- **宏观流动性:** 1.上周逆回购投放和回笼相抵, MLF没有操作; 2. 市场利率方面, DR007和R007小幅上升至2.22%和2.47%; 3. 十年期和一年期国债收益率率分别下降0.04%和0.02%; 4. 人民币兑美元小幅上升至6.54。
- **A股市场资金面和情绪面:** 1.上周A股成交量下降, 换手率上升; 2. 两融余额维持在1.65万亿; 3. 北上资金净流入规模增加至141.6亿元; 4. 上周A股净减持大幅减少、回购规模持平, 本周限售解禁规模上升; 5. 风格来看, 上周中盘股、高PE、高价股、绩优股表现最好。
- **A股和全球估值:** 上周上证50、沪深300、中证500、上证指数、深圳成指、中小板指、创业板指的市盈率分别为13.26、15.18、26.84、15.26、29.93、31.79、59.49。过去十年分位数分别为93.7%、87%、23.9%、66.9%、77.3%、54.9%、72%。

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：复盘紧信用，股票和债券表现如何？

■ 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

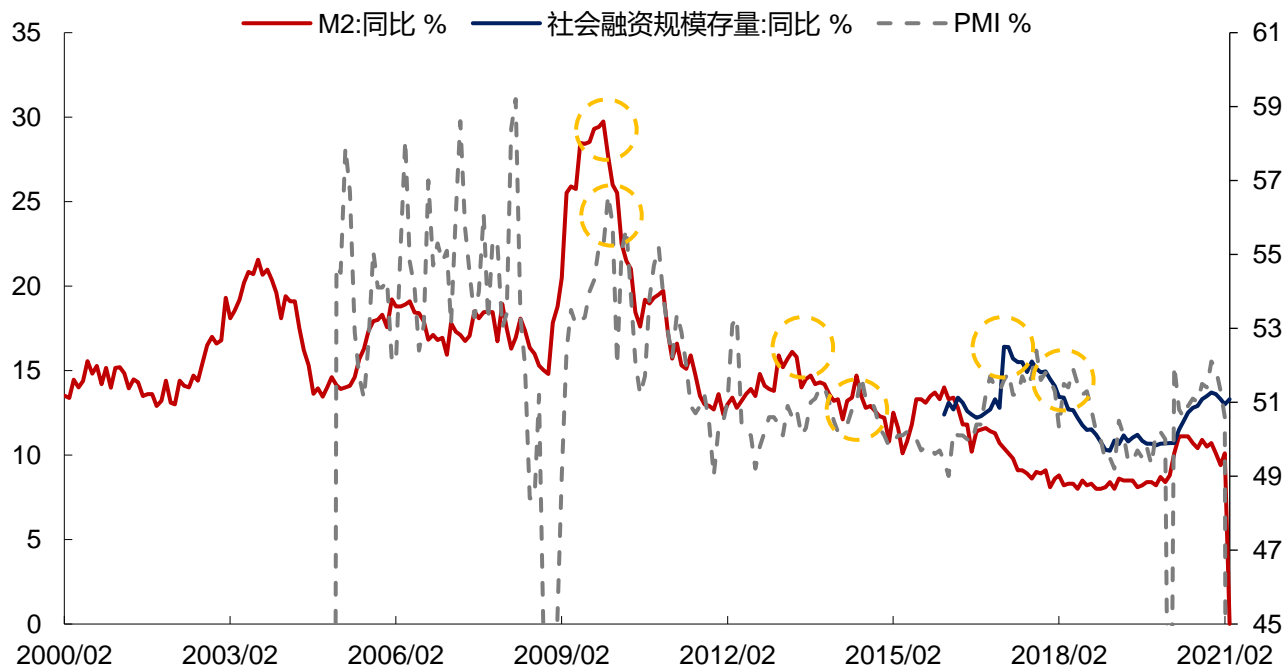
■ 风险提示

本期关注：复盘紧信用，股票和债券表现如何？

紧信用对经济有一定传导时滞

- 以社融增速和M2衡量信用收紧的情况（注：结合数据披露，2016年之前观测M2高频指标、2016年之后观测社融高频指标），整体而言，在2009年11月到2012年1月、2013年4月到2015年1月、2017年2月到2019年2月这三段时间，信用整体收紧。
- 从经济角度看，信用收紧对经济有一定的传导时滞，指标上，PMI往往滞后于信贷数据见顶。

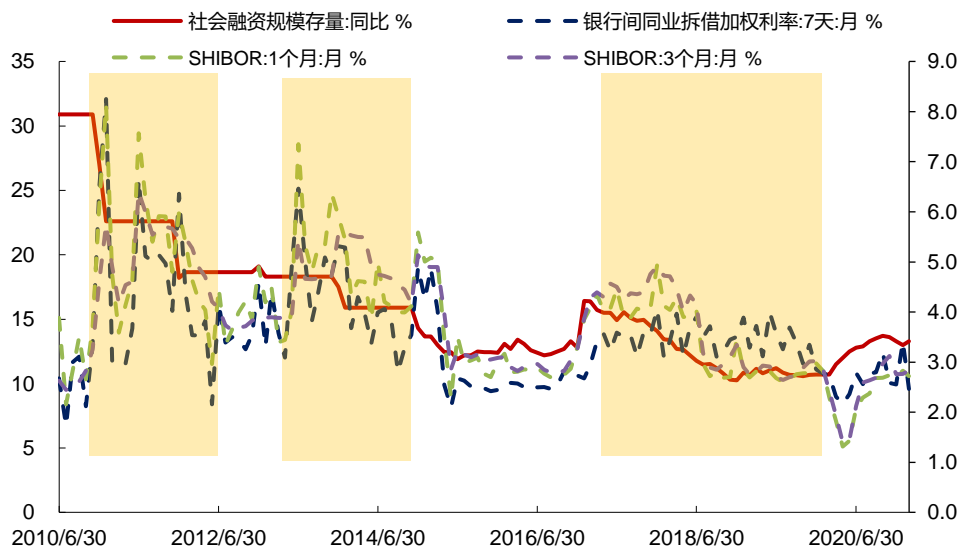
图：紧信用对经济有一定的传导



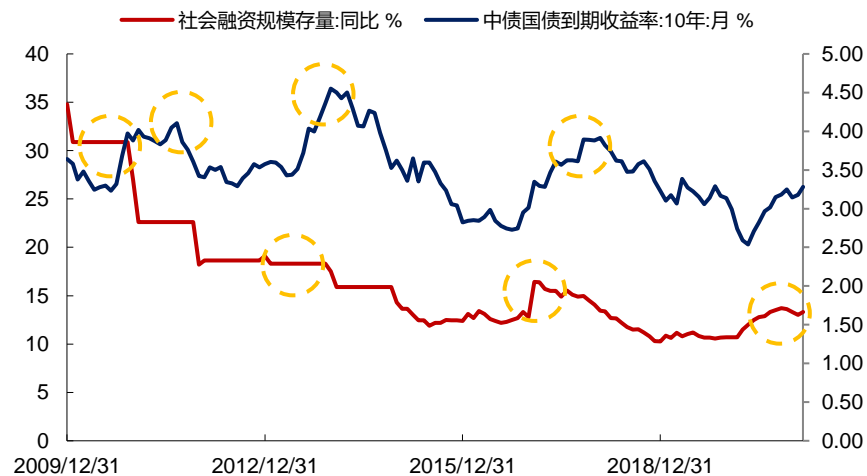
信用拐点后利率往往趋于下行

- **紧信用的背景下难以出现紧货币。** 社融同比增速在回落的时间内不论DR007、SHIBOR 1M、SHIBOR 3M均走出下降的趋势。
- **信用拐点后往往随之出现长端债券收益率的顶部。** 信用对经济有一定的时滞传导，长端债券收益率往往反映经济变化趋势。紧信用后市场预期经济有下行压力，往往长端收益率易下难上，利率债迎来不错的配置良机。

图：紧信用下很少出现紧货币



图：紧信用后容易出现长端债券收益率顶



紧信用期间股市和结构表现

- 整体而言，结合复盘，信用收紧期间，指数没有显著涨跌规律，结构上周期股偏弱。
- 紧信用期间，指数没有明显的涨跌规律。在2009年-2012年、2017年-2019年这两段信用收紧的背景当中，指数均经历了先上涨后下跌的阶段。而2013年到2015年这段紧信用期间，指数整体先抑后扬。结合期间涨跌幅，紧信用期间，指数没有明显的涨跌规律。
- 紧信用期间，周期整体较弱。复盘信用收紧期间，结构表现，2009年至2012年，消费最佳、成长次之、周期最弱；2013至2015年，成长最佳，周期最弱；2017年至2019年，金融最佳，周期最弱。

图：紧信用阶段指数表现

起始时间	结束时间	上证50	沪深300	中证500	创业板指
2009-11	2012-01	-26.57	-24.88	-13.93	-35.13
2013-04	2015-01	34.14	37.65	63.40	93.96
2017-02	2019-02	16.07	8.31	-19.26	-18.58

图：紧信用阶段风格表现

起始时间	结束时间	金融(风格.中信)	周期(风格.中信)	消费(风格.中信)	成长(风格.中信)	稳定(风格.中信)
2009-11	2012-01	-30.08	-18.78	-1.12	-9.45	-24.43
2013-04	2015-01	69.70	45.57	50.28	85.46	75.62
2017-02	2019-02	10.95	-22.06	0.82	-20.68	-12.47

宏观流动性

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_18670

