

# 流动性估值跟踪： 上一轮美联储加息周期内的北上资金流动

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 CFA FRM S1230520030001

2021年1月12日

# 总体情况

- **宏观流动性:** 1.上周逆回购净回笼6600亿, MLF没有操作; 2. 市场利率方面, DR007和R007小幅下降至2.05%和2.13%; 3. 十年期国债收益率小幅上升至2.82%; 4. 美元兑人民币维持在6.37; 5. 理财产品预期收益率(3个月)下降至1.92%。
- **A股市场资金面和情绪面:** 1.上周A股成交额和换手率均上升; 2. 两融余额小幅下降至1.81万亿; 3. 北上资金小幅净流入62亿元; 4. 上周A股小幅净减持、回购规模上升, 本周限售解禁规模上升; 5. 风格来看, 上周小盘股、低PE、低价股、亏损股表现最好。
- **A股和全球估值:** 目前市盈率分位数(十年) 较低的行业有采掘(3.4%)、纺织服装(7.2%)、有色金属(7.5%)、化工(11.8%)、房地产(12.3%), 市盈率分位数(十年) 较高的行业有汽车(91.8%)、休闲服务(90.1%)、公用事业(88.8%)、食品饮料(87.5%)、电气设备(87.3%)。

## 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：上一轮美联储加息周期内的北上资金流动

---

■ 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：上一轮美联储加息周期内的北上资金流动**

# 1. 美国加息预期有所升温

- 在2021年12月会议纪要和12月非农就业数据陆续公布后，市场加息预期较之前继续升温。根据CME FED WATCH测算，截至目前，市场预期美联储3月加息的概率接近8成（会议纪要公布前不到6成），全年加息次数预期为3.4次。
- 上一轮美联储从Taper结束到加息落地持续近一年。从1980年以来美国共出现过六轮加息潮，加息次数最少6次、最高16次，美债收益率往往在加息落地前就开始触底回升。以上一轮美联储加息为例，2014年10月Taper结束到2015年12月加息落地，美债收益率已经呈现底部震荡回升的趋势。

图：美国十年期国债和美国联邦基金目标利率



表：1980年以来美国六轮加息

| 周期  | 时间              | 加息次数 | 加息幅度        | 美债十年期收益率变化情况 |
|-----|-----------------|------|-------------|--------------|
| 第一轮 | 1983.3-1984.8   | 6    | 从8.5%到11.5% | 上升           |
| 第二轮 | 1988.3-1989.5   | 15   | 从6.5%到9.81% | 区间震荡         |
| 第三轮 | 1994.2-1995.2   | 7    | 从3.25%到6%   | 先升后降         |
| 第四轮 | 1999.6-2000.5   | 6    | 从4.75%到6.5% | 先升后降         |
| 第五轮 | 2004.6-2006.7   | 16   | 从1%到5.25%   | 先降后升         |
| 第六轮 | 2015.12-2018.12 | 9    | 从0.25%到2.5% | 先降后升         |

## 2. 复盘：上一轮美联储加息对北上资金的整体影响

- **从上一轮Taper结束到加息落地，外资整体净流入A股的趋势有所放缓。**2014年沪股通、2016年深港通开通后，外资逐步成为影响国内股市重要的增量资金。因此美联储历史中几轮加息周期中，仅2015年12月到2018年12月最近一轮加息周期对外资流入A股有所影响。此外，2014年10月Taper结束到2015年12月美国第一次加息，陆股通净买入的趋势也有所放缓。
- **北上资金在上一轮加息周期中受到的影响较小。**观察上一轮加息周期，美联储在2015年和2016年最早两次加息后，北上资金在随后的两周内有明显的净流出。其余几次美联储加息后，北上资金并未受到明显影响，仍旧净流入A股市场。

图：Taper结束加息前北上资金流动情况



表：美联储加息和北上资金流动情况

| 时间         | 美国:联邦基金目标利率, % | 北上资金加息后四周的流动情况, 亿元 |   |   |   |
|------------|----------------|--------------------|---|---|---|
| 2015-12-17 | 0.50           | —                  | ■ | — | ■ |
| 2016-12-15 | 0.75           | ■                  | — | ■ | ■ |
| 2017-03-16 | 1.00           | ■                  | ■ | — | — |
| 2017-06-15 | 1.25           | ■                  | ■ | ■ | — |
| 2017-12-14 | 1.50           | —                  | — | — | ■ |
| 2018-03-22 | 1.75           | —                  | — | ■ | ■ |
| 2018-06-14 | 2.00           | ■                  | — | — | ■ |
| 2018-09-27 | 2.25           | ■                  | ■ | — | — |
| 2018-12-20 | 2.50           | —                  | — | ■ | ■ |

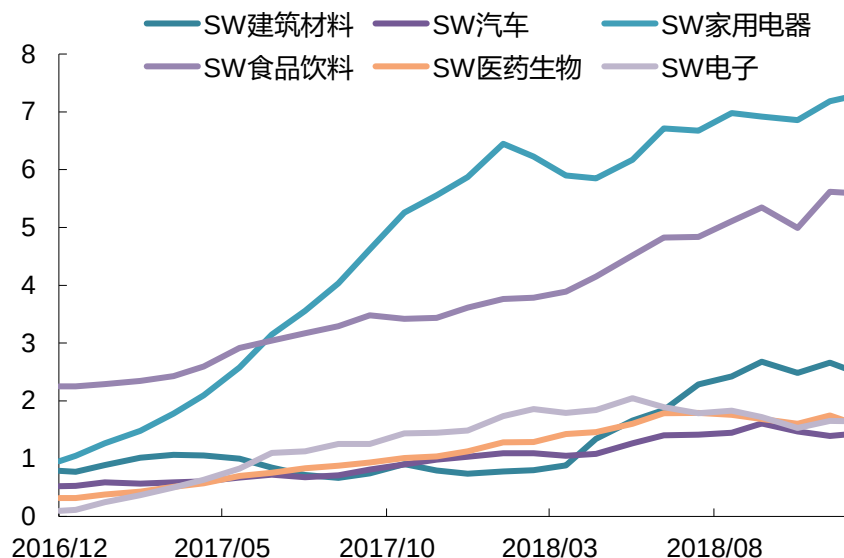
### 3. 复盘：上一轮美联储加息对北上资金的行业影响

- **除了加息初期，陆股通重仓行业在上一轮美联储加息后基本维持净流入。**以陆股通持股总市值前5行业为例，除去上一轮加息初期对陆股通流入有一定影响外，几次加息后一个月内，重仓行业通常会维持加息前的净流入。仅有2018年9月27日加息后，由于中美贸易摩擦持续升温导致了陆股通重仓行业出现了短期的金流出。
- **上一轮加息周期中，外资加仓了当时景气度相对较好的消费行业。**其中，食品饮料行业获最多净买入，家电行业持股占比行业总市值提升最大。以陆股通行业持股总市值变化为统计口径，食品饮料行业在加息周期(2016.12.15-2018.12.20)中获863亿净买入。以陆股通持股占比行业总市值的角度来看，家用电器行业从周期初的0.96%上升至周期末的7.27%。

表：加息后1个月内重仓前5行业净买入（亿元）

| 2016-12         | 2017-03        | 2017-06        | 2017-12        | 2018-03         | 2018-06        | 2018-09         | 2018-12        |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| -19.0<br>(食品饮料) | 12.6<br>(食品饮料) | 30.6<br>(食品饮料) | 25.9<br>(食品饮料) | 109.7<br>(食品饮料) | 20.2<br>(食品饮料) | -79.6<br>(食品饮料) | 83.9<br>(食品饮料) |
| -21.7<br>(银行)   | 25.3<br>(非银)   | 16.3<br>(非银)   | 49.3<br>(家电)   | 23.5<br>(家电)    | -12.9<br>(家电)  | -7.6<br>(家电)    | 54.3<br>(家电)   |
| -31.0<br>(非银)   | -4.8<br>(银行)   | 21.9<br>(家电)   | 26.6<br>(电子)   | 10.9<br>(电子)    | 0.5<br>(医药)    | -34.1<br>(医药)   | 20.5<br>(非银)   |
| 0.9<br>(汽车)     | -10.7<br>(汽车)  | 18.0<br>(医药)   | 26.8<br>(医药)   | 31.4<br>(医药)    | 6.3<br>(电子)    | -24.0<br>(非银)   | 50.2<br>(银行)   |
| 8.2<br>(医药)     | 20.3<br>(医药)   | -2.3<br>(汽车)   | 31.4<br>(非银)   | 38.1<br>(非银)    | 47.4<br>(非银)   | -2.1<br>(银行)    | 9.4<br>(医药)    |

图：陆股通持股市值占行业总市值（%）



数据来源：Wind资讯，浙商证券研究所

## 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\\_35945](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35945)

