

流动性估值跟踪： 以史为鉴：当美联储加息，权益走势如何？

浙商策略团队

王杨 S1230520080004

陈昊 CFA FRM S1230520030001

2021年1月20日

总体情况

- **宏观流动性:** 1.上周逆回购净投放100亿, MLF没有操作; 2. 市场利率方面, DR007和R007小幅上升至2.21%和2.34%; 3. 十年期国债收益率小幅下降至2.79%; 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) 维持在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下降; 2. 两融余额小幅维持在1.81万亿; 3. 北上资金小幅净流入74.5亿元; 4. 上周A股小幅净减持、回购规模下降, 本周限售解禁规模上升; 5. 风格来看, 上周小盘股、高PE、高价股、微利股表现最好。
- **A股和全球估值:** 上周市盈率分位数(十年) 较低的行业有采掘(3.6%)、有色金属(8.7%)、房地产(9%)、纺织服装(10.3%)、化工(12.2%), 市盈率分位数(十年) 较高的行业有汽车(93.3%)、休闲服务(89.8%)、电气设备(89.2%)、公用事业(86.7%)、食品饮料(85.8%)。

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：以史为鉴：当美联储加息，权益走势如何？

■ 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

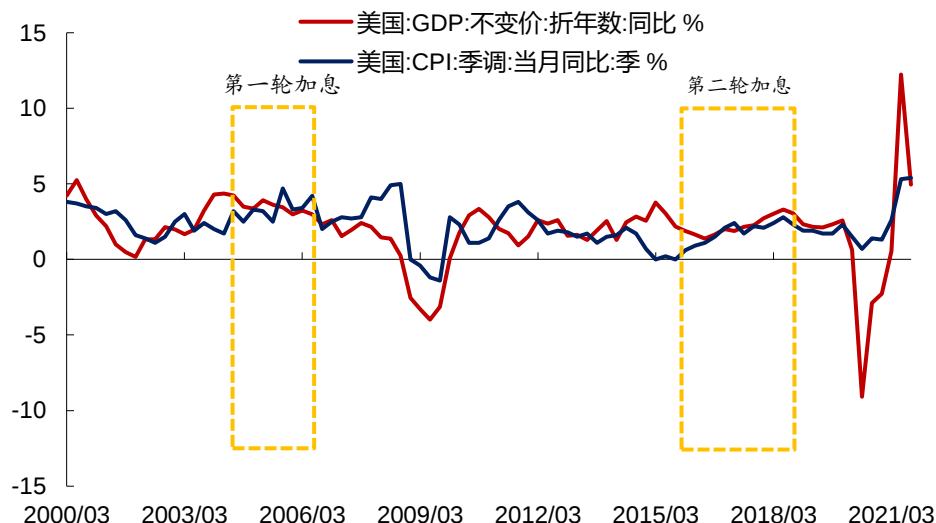
1. 经济环境：通胀或过热是美联储加息的主要原因

- 从加息对中国权益市场的传导和影响来看，2000年以后美联储两轮加息更有参考意义。主要原因有两方面：1. 国内股票市场从2000年以后逐渐成熟转向基本面分析；2. QFII于2002年开通设立，外资开始流入A股。
- 2000年以来美国两轮加息周期，原因各不相同。（1）2004年-2006年这轮加息周期中，通胀压力是导致美联储收紧货币政策的核心原因。2003年下半年经济强劲复苏，需求快速上升拉动通胀抬头，房地产泡沫也初步开始显现。2004年美联储开始收紧货币政策，随后美国的经济增长回落但通胀压力依旧居高不下。（2）2015年-2018年这轮加息周期中，防止经济过热是导致美联储收紧货币政策的核心原因。美国为应对2008年发生的金融危机，推出了3轮量化宽松，联邦基金利率长期保持在接近于0的水平。但是从2013年开始，美国经济强劲复苏逐步摆脱危机的阴影，货币政策也开始重回正轨防止经济出现过热现象。

表：1980年以来美联储的六次加息

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

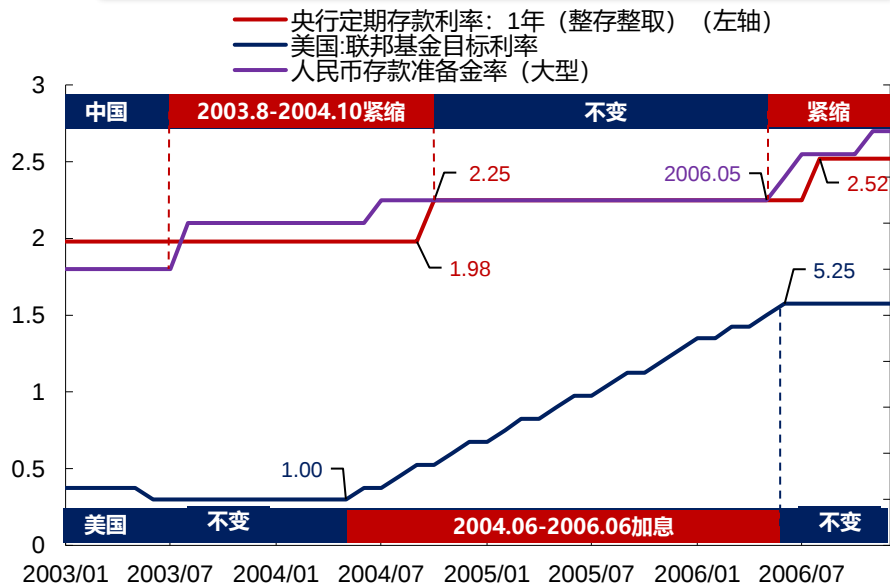
图：两轮加息周期中美股经济和通胀的情况



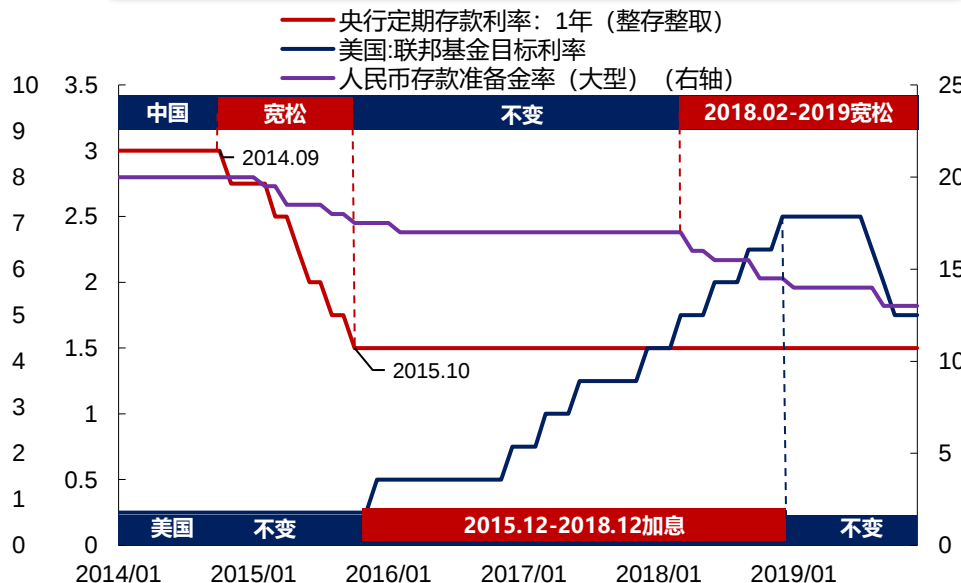
2. 政策差异：美国加息周期中我国不一定加息

- **两轮美联储加息，中美经济环境不大相同。** (1) 2004-2006年加息周期，中国经济在加入WTO后高速发展，GDP增速稳定在10%以上。经济高速增长下通胀也随之快速回落，CPI从5%一路下降至1%左右。(2) 2015-2018年加息周期，中国经济在2017年复苏后，又在2018年受中美经贸摩擦影响小幅回落，整体波动幅度较小，通胀在此阶段徘徊在1%-2%的区间之内。
- **两轮美联储加息，中国并不一定跟随加息。** 2004年6月美联储开始第一次加息，中国央行在2004年10月开始加息。从政策收紧的时间点来看，中国其实在2003年8月开始上调存款准备金率，已经开始收紧货币政策应对经济过热风险。在随后几次美联储加息中，中国的货币政策也没有跟随。2015年12月到2018年12月美联储加息周期中，中国没有加息也没有升准，反倒是在2018年初开始降准。

图：2004-2006年中美货币政策差异



图：2015-2018年中美货币政策差异



3. 股市表现：“防通胀”加息对美股影响较大

- **2004-2006年美国“防通胀”加息中，美股受到了较大的影响。**2004年6月-2006年7月，美国加息了16次，货币政策变化频繁。按照每次加息后市场的表现来看，美股在第一次加息受到比较大的冲击，第一次加息中道琼斯、纳斯达克和标普500分别下跌5.7%、12.8%和6.2%。虽然后面的加息对美股影响较小，但从整轮加息周期中美股的上涨是要弱于A股。
- **就A股来看，2004年至2005年，A股走势偏弱，上证指数整体回调，但2006年之后，受益于重工业腾飞，A股开启一轮牛市，即便在美联储加息周期内，上证指数涨幅显著。**

图：2004-2006年美联储加息后权益市场表现

开始日期	结束日期	美国:联邦基金目标利率, %	上证指数, %	沪深300, %	中证500, %	深证成指, %	恒生指数, %	道琼斯工业指数, %	纳斯达克指数, %	标普500, %
2004-06-30	2004-08-09	1.25	-0.9	0.8		0.3	2.9	-5.7	-12.8	-6.2
2004-08-10	2004-09-20	1.50	4.8	5.4		5.3	6.0	4.0	7.5	5.3
2004-09-21	2004-11-09	1.75	-10.6	-10.0		-9.7	2.2	1.8	7.1	3.7
2004-11-10	2004-12-13	2.00	0.2	0.0		1.9	2.7	2.4	5.1	3.0
2004-12-14	2005-02-01	2.25	-9.2	-7.9	-8.7	-4.1	-2.2	-0.8	-3.7	-0.8
2005-02-02	2005-03-21	2.50	3.5	2.7	4.0	6.9	1.9	0.1	-3.0	-0.5
2005-03-22	2005-05-02	2.75	-5.8	-5.0	-10.7	-3.7	0.5	-3.0	-3.9	-1.8
2005-05-03	2005-06-29	3.00	-4.7	-3.6	-4.0	-9.8	2.6	1.2	7.3	3.2
2005-06-30	2005-08-08	3.25	3.1	3.2	-1.7	7.5	5.8	1.6	4.6	1.9
2005-08-09	2005-09-19	3.50	7.2	4.7	16.3	0.1	-0.8	0.2	-0.9	0.6
2005-09-20	2005-10-30	3.75	-11.4	-10.6	-11.3	-14.1	-5.1	-1.5	-2.6	-2.6
2005-11-01	2005-12-12	4.00	2.2	1.4	-0.5	2.8	4.2	3.1	6.6	4.4
2005-12-13	2006-01-30	4.25	12.7	13.6	16.2	18.5	5.1	1.2	2.0	2.0
2006-01-31	2006-03-27	4.50	3.0	4.1	2.8	6.3	0.4	3.2	0.4	1.3
2006-03-28	2006-05-09	4.75	18.2	19.1	23.8	19.9	8.3	3.5	1.0	1.8
2006-05-10	2006-06-28	5.00	7.1	8.9	20.0	1.5	-8.1	-5.7	-9.7	-6.0
2006-06-29	2007-09-17	5.25	230.7	303.5	245.3	341.1	56.3	22.1	22.2	18.5
2007-09-18	2007-10-30	4.75	8.8	1.8	-13.1	2.9	28.6	2.9	9.1	3.7

4. 股市表现：“防过热”加息对美股影响较小

- **2015-2018年美国“防过热”加息中，美股受到较小的影响。**2015年末至2016年初，加息初期，美股受阶段性影响，走势偏弱。2017年，在特朗普减税和扩大基建的政策带动下，美国经济增长稳步上升，美股在强劲的盈利增长驱动之下快速收回跌幅，重新进入上涨通道中。2018年末至2019年，美债期限利差倒挂，美股出现调整。
- **2015-2018年国内权益市场并未受到美国加息的显著影响。**回顾2015年12月至2019年7月A股表现，无论整体走势还是结构分化，主要驱动因素更多源自国内经济和货币政策，美联储加息的影响更多是阶段性为主。

图：2015-2018年美联储加息后权益市场表现

开始日期	结束日期	美国:联邦基金目标利率, %	上证指数, %	沪深300, %	中证500, %	深证成指, %	创业板指, %	恒生指数, %	道琼斯工业指数, %	纳斯达克指数, %	标普500, %
2015-12-17	2016-12-14	0.50	-10.7	-8.3	-17.1	-18.2	-29.0	3.5	11.5	7.2	8.7

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_36402

