全球低通胀时期的市场表现

作者

分析师：包承超

执业证书编号：S0590523100005

邮箱：baochch@glsc.com.cn

分析师：邓宇林

执业证书编号：S0590523100008

邮箱：yldeng@glsc.com.cn

联系人：周长民

邮箱：zhouchm@glsc.com.cn

➢ **周度专题：全球低通胀时期的市场表现**

低通胀时期流动性通常较为充裕。1995 年至今，美国、欧元区、日本、韩国和中国共经历过 15 次 CPI 增速小于 1、PPI 增速小于 0 的低通胀时期，其中主要集中在 1998 年、2008 年和 2015 年左右，分别由亚洲金融危机、全球金融危机、欧债危机引起。从经济增长、就业、消费、制造、出口和投资整体来看，2015 年的整体经济状况优于 1998 年、优于 2008 年。除 2015 年外，M2-GDP 剩余流动性均较为充裕。

1） **流动性充裕期资产价格早于通胀拐点反弹：**油价、铜价和股指通常早于通胀拐点，跟随流动性反弹。风格上，通胀拐点前后成长价值风格相对均衡，后续成长风格更占优。而高股息风格则在通胀最低点前一个季度相对大盘开始走弱。行业上，**汽车及零部件、技术硬件与设备、半导体产品与设备**的股价在流动性充裕的低通胀时期受估值驱动，有明显的超额涨幅。

2） **流动性一般期油铜价格走低，股指震荡：**油价和铜价受需求疲弱影响而持续走低，而股指则保持震荡。风格上与流动性充裕期较为相似，成长价值均衡，高股息风格走弱。行业上，业绩更具韧性的必选消费如**食品饮料、医疗保健**更受市场青睐，往往也具有更高的估值溢价，盈利和估值均领先其他行业。

➢ **周观点：短期哑铃组合依然有超额收益，但二季度后“机构票”的重视度需提高**

1） 哑铃两头的小盘和高股息，以及杆资产的机构票有哪些轮动规律？

情景 1：基本面数据明显较差，哑铃中高股息最强，本质上是防守策略。情景 2：基本面较弱，但流动性宽松，高股息和小盘相对均衡，类似 2023 年状态。情景 3：政策推进超预期或基本面数据没那么差，市场预期从当下的消极转为积极，机构票更占优势。

我们认为，**短期哑铃组合依然有超额，但结合近期政策动作，以及目前各板块的交易热度、情绪和性价比，我们认为二季度后“机构票”的重视度需提高。**

2） 煤炭过热后，高股息内部有哪些选股新思路？

两个思路，一是寻找短期预期高分红的标的，二是从产业生命周期角度，寻找正在从不是高股息切换成高股息的，设定产业生命周期出清底部以及现金/市值比超过 10%的筛选标准。

风险提示：1）全球地缘政治出现重大变化，导致全球市场风险偏好急剧变化。2）美联储加息超预期变化。3）市场流动性超预期变化。4）国内经济复苏不及预期。

相关报告

1、《全球投资者的“共识”与“分歧”：——全球聚焦》2024.01.07

2、《高股息大涨后，哑铃“两头”和“杆”怎么选？》2024.01.06

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1. 全球低通胀时期的市场表现 4
1.1 低通胀时期的宏观流动性较为充裕 4
1.2 低通胀时期的市场表现 6
1.3 低通胀时期的权益市场表现 7
2. 市场：市场逐步企稳，风格偏向价值 9
3. 情绪：宽基情绪热度分化，TMT、必选消费小幅下行 14
4. 全球数据集萃 20
5. 风险提示 26

图表目录

图表 1： 1995 年以来，美国、欧元区、日本、韩国和中国共经历 15 次低通胀时期(CPI 增速小于 1，PPI 增速小于 0) 4
图表 2： 从经济增长、就业、消费、制造、出口和投资整体来看，2015 年的整体经济状况优于 1998 年、优于 2008 年 5
图表 3： 除 2015 年的低通胀周期外，剩余流动性在通胀最低点后明显更宽裕 5
图表 4： 除 2008 年金融危机金价有明显涨幅外，其余低通胀周期内金价变化不大 6
图表 5： 除 2015 年的低通胀周期外，铜价在通胀最低点前 2 个月左右开始反弹 6
图表 6： 除 2015 年的低通胀周期外，油价在通胀最低点前 2 个月左右开始反弹 6
图表 7： 除 2015 年的低通胀周期外，股指一般在通胀最低点前就已经开始反弹 7
图表 8： 高股息风格通常在通胀最低点前一个季度相对大盘开始走弱 8
图表 9： 成长和价值风格在通胀最低点前后一个季度较为均衡，随后成长风格优势明显 8
图表 10： 汽车及零部件、技术硬件与设备、半导体产品与设备在流动性充裕的低通胀时期有明显的超额涨幅，而必选消费则在流动性一般的低通胀时期有明显的超额涨幅 8
图表 11： 营收估值拆解来看，上游周期行业的业绩在低通胀时期明显受损，但往往估值能支撑股价。在流动性充裕时期，市场往往给予汽车及零部件、技术硬件与设备、半导体产品与设备这类成长行业更高的估值，而在流动性一般时期，业绩更具韧性的必选消费则更受市场青睐，估值提升 9
图表 12： 主要宽基指数涨跌幅情况 9
图表 13： 主要风格指数涨跌幅情况 9
图表 14： 上周各申万一级行业涨跌幅情况 10
图表 15： 主要宽基指数估值水平(PE) 10
图表 16： 申万一级行业估值水平(PE) 10
图表 17： 市场宽基指数 ERP 水平 10
图表 18： 主要一级行业盈利预期调整情况 11
图表 19： 一年期轮动水平开始逐步抬升 11
图表 20： 3 月期轮动水平仍在回落过程中 11
图表 21： 市场景气有效性处于历史低位 12
图表 22： 各大行业景气有效性情况 12
图表 23：国联策略 GLRV 相对估值表，上周平均相对估值溢价抬升的行业包括煤炭、公用、石化等 13
图表 24： 国联策略 GLIRS 相对情绪表，上周平均相对热度抬升明显的行业包括银行、家装、煤炭、家电等 13
图表 25： 成长价值风格波动情况 14

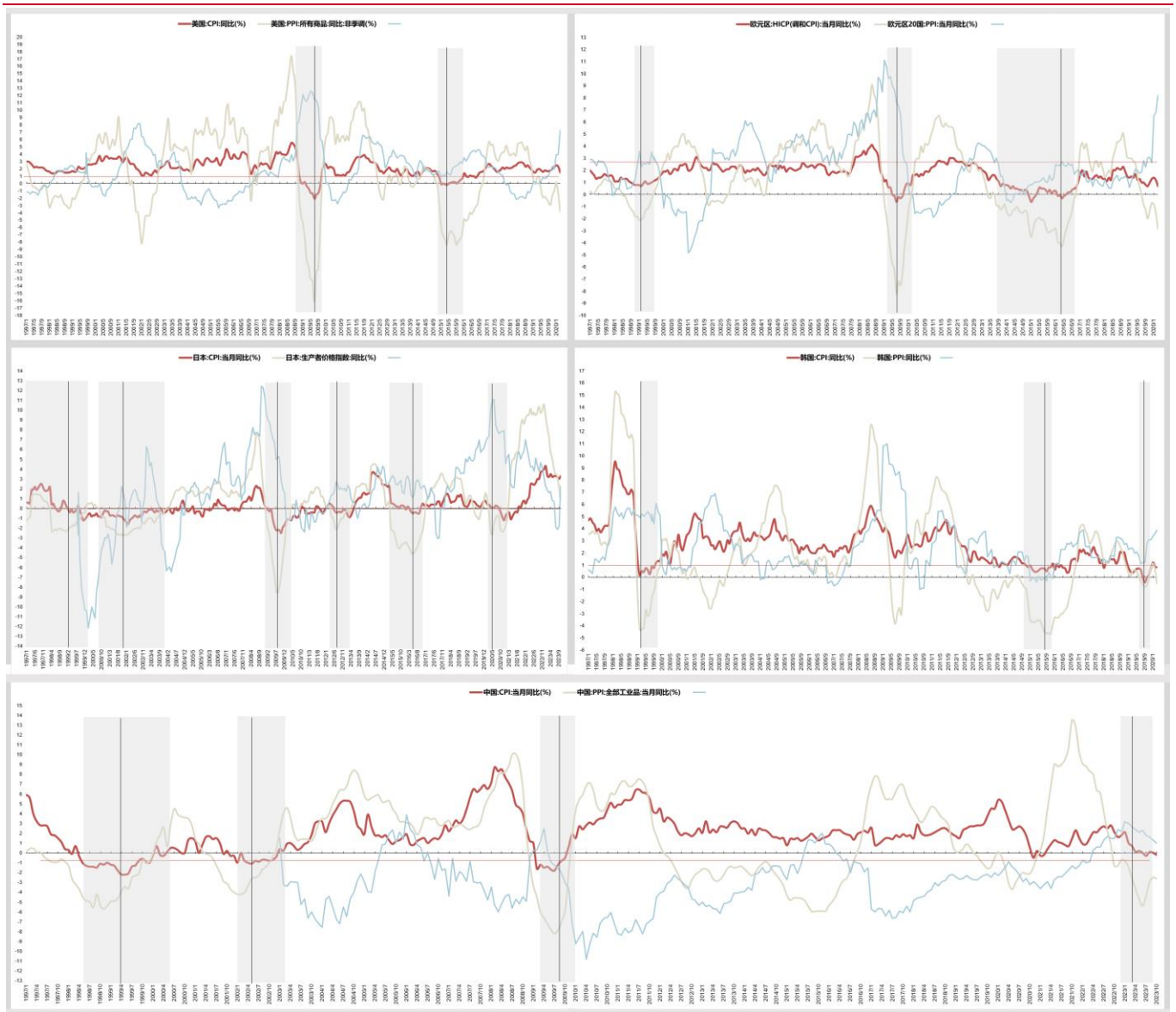
图表 26： 本轮风格演绎情况 14
图表 27： 行业 GLDI 情绪热度分化，上周行业 GLDI 情绪热度 TMT、必选消费小幅下行，周期、可选消费小幅回升。 15
图表 28： 全 A GLDI（扩散指数），快线交易热度相比前下降 6pct，最新读数 31% 15
图表 29： 计算机 GLDI（扩散指数），快线交易热度相比前下降 10pct，最新读数 16% 16
图表 30： 电力 GLDI（扩散指数），快线交易热度相比前下降 21pct，最新读数 45% 16
图表 31： 半导体 GLDI（扩散指数），快线交易热度相比前下降 14pct，最新读数 9% 17
图表 32： 当前情绪热度下，1m 远期胜率不足 50% 17
图表 33： 当前情绪热度水平下，1m 远期胜率不足 50% 17
图表 34： 可选消费相对科技短期热度升至高位 18
图表 35： 必选相对周期热度降至低位 18
图表 36： 上周个股跑输指数 19
图表 37： 上周 ETF 总额流入，创业板类流入居多（亿元） 19
图表 38： 12 月微观流动性环比改善，北上资金流出、杠杆资金流入（亿元） . 19
图表 39： 北向资金整体流出情况 20
图表 40： 各行业北向资金流出情况 20
图表 41： 两融余额情况 20
图表 42： 市场换手率处于高位 20
图表 43： 1 月最高利率区间为 525-550 的概率较高，预期降息时间提前到 3 月 21
图表 44： 根据利率期货隐含未来联邦基金利率的最高概率推演的加息路径 21
图表 45： 美国期限利差较上周走阔，且仍处于倒挂状态 22
图表 46： 上周权益市场中，发达市场，港股表现较差，英国和美国国债下降，CRB 商品指数、原油上涨。 23
图表 47： 上周美股电信服务、制药、生物科技与生命科学、银行表现占优；A 股能源、公用事业表现占优；港股能源相对占优 24
图表 48： 上周 A 股、港股小盘占优，美股大盘占优 24
图表 49： 美股、A 股、港股价值风格占优 24
图表 50： 较之前一周，机构对美股盈利变化不大 25
图表 51： 上周恒生 AH 溢价指数基本持平，处于 1 倍标准差以上 25
图表 52： 上周南向资金净流出约 131.38 亿元 26
图表 53： 结构上，上周能源、电信服务、制药生物净流入最多，半导体与半导体生产设备、房地产净流出最多 26

1. 全球低通胀时期的市场表现

1.1 低通胀时期的宏观流动性较为充裕

低通胀时期，流动性往往充裕。1995 年至今，美国、欧元区、日本、韩国和中国共经历过 15 次 CPI 增速小于 1、PPI 增速小于 0 的低通胀时期，其中主要集中在 1998 年、2008 年和 2015 年左右，分别由亚洲金融危机、全球金融危机、欧债危机引起。从经济增长、就业、消费、制造、出口和投资整体来看，2015 年的整体经济状况优于 1998 年、优于 2008 年。除 2015 年外，M2-GDP 剩余流动性均较为充裕。

图表1：1995 年以来，美国、欧元区、日本、韩国和中国共经历 15 次低通胀时期(CPI 增速小于 1，PPI 增速小于 0)



资料来源：Wind，国联证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/275123244244011040