

策略周评 20250510

基于全球流动性视角看 A 股当前性价比

2025 年 05 月 10 日

■ 当前，全球流动性处于什么水平？

从全球视角观察，主要经济体的货币总供应量（M2）同比增速是衡量流动性水平的关键指标。目前，该指标处于历史中低位附近宽幅波动，显示出全球流动性整体依旧偏紧。

可以发现，美元指数的强弱几乎主导了全球流动性的变化趋势。从历史上来看，全球流动性往往顺应 4-5 年一轮的完整美元周期，呈现出周期性波动的规律，背后反映出美元作为全球储备货币的核心地位。因此，观察美元流动性的变化尤为重要。

当前各指标显示美元流动性总体偏紧，但暂无流动性冲击风险。美元流动性可以从多个层级拆解，包括数量指标与价格指标，还可进一步区分在岸和离岸部分。从数量角度看，以“美联储总资产 - 财政部一般账户余额（TGA）- 隔夜逆回购”来衡量美国的金融系统净流动性，该指标自 2021 年以来逐步收紧，目前仍处在长期趋势线下方，提示流动性规模偏紧。从价格角度看，分不同的融资主体，截至 5 月 9 日，国债市场 2 年和 10 年美债利率分别为 3.88%、4.37%，均处于历史偏高水平；回购市场，SOFR-EFFR 表征的回购市场融资成本对于短期冲击变化反应较为敏感，去年开始利差有所抬升，但较 19 年流动性紧缩及 20 年疫情的负反馈阶段有明显距离；融资市场中，年初至今企业债信用利差走阔，显示融资成本提升，但未行至历史高位；离岸美元流动性相对稳定，原因在于相较历史危机，当下全球资金对美元的信用度下降。

■ 后续全球流动性将如何变动？弱美元趋势下宽松是必然。

出于特朗普平衡财政、缩小贸易逆差的目的，弱美元是大势所趋，全球流动性将由紧转松。

一方面，美元信用根基有所动摇。长期以来，美国依赖“贸易逆差 + 资本顺差”的模式，支撑美元的全球主导地位。疫情期间，美国政府的宽财政刺激进一步加大这一循环体量，促使美元高估，同时造成了美国政府高额的财政压力与全球生产/消费结构失衡的局面。当下，美国试图通过关税等政策缩小贸易逆差，但也直接削弱了非美经济体通过贸易获取美元的能力，从而冲击美元在全球的流通与储备地位。从全球流动性角度出发，这意味着美元信用正面临挑战，美元料将走弱。

另一方面，降息周期中美元利率有望下行。特朗普平衡财政的核心抓手之一就是减少利息支出，因此美元利率下行是一个必要条件。短期由于关税政策及其影响程度不确定性较高，美联储难以给出清晰的利率路径指引。但中期维度，考虑到美国利率水平仍较高，对经济活动形成限制，在经济衰退压力提升背景下，美联储有望于下半年重启降息，带动美元利率下行、全球流动性趋松。

从美元周期角度看，弱美元将持续至明年 6 月后，期间全球金融条件有望逐渐放松。我们在《会不会出现风格“逼空”》中指出，历史上一轮弱美元周期大致持续时间是 2 年至 2 年半，若从去年 6 月开始算，本轮弱美元周期可能会持续至明年 6 月后，此后下半年将进入中期选举窗口期。作为评判总统政绩的重要标准，股市和经济将重新被摆到重要的位置，这也刚好契合本轮美元下行周期的时点。

■ 全球流动性视角下，A 股性价比如何？

全球流动性的宽松将对全球风险资产形成利好，尤其是过去几年强美元压制下相对承压的非美资产。从我们所构建的中美名义增速差和“基于美债的股债收益差”两大模型可以观察到，当前 A 股在全球视角下具备较优的配置性价比。

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 蒋珺逸

执业证书：S0600525040004

jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究

《5 月港股金股：关税阴霾渐退》

2025-05-08

《对等关税 vs 科技——全球市场观察系列》

2025-05-06

一是基于国际比较视角，中美间“名义增速差收敛—利差收敛—股市相对走势均值回归”的推演有望实现。我们曾在年度策略中提出，由于利率和经济互为因果，名义增速差的变动往往伴随利差的变动，而名义增速差及利差的收敛，又是国际比较视角下中国资产相对配置价值提升的核心条件。当前，中美名义增速差(美-中)已由2022Q2的6.6%显著下行至2025Q1的0.1%，中美利差也触顶回落。随着去年9月美联储降息后，国内政策空间打开，沪深300相对标普500逐步走出占优态势。截至5月9日，沪深300已较去年8月末上涨15.8%，期间标普500仅微涨0.2%，标普500/沪深300由1.7倍回落至1.47倍，当前仍处于近5年以来84%的历史高位，结合我们上述针对未来1-2年弱美元周期的判断，A股当前位置的配置性价比较高。

二是从全球资金流视角来看，“股债收益差”模型同样提示当前A股具备吸引力。我们遵循跨国别资金套利的逻辑构建了“基于美债的股债收益差”模型。从历史情况看，每当“股债收益差”从均值以上区间筑顶回落（即美债相对A股的投资性价比触顶下行），且彼时A股市场资金供给恰处于疲弱状态时，都会引发全球资金的显著回流。5月截至9日，“股债收益差”指标约为4.3%，仍处于均值+1x标准差以上的“高配置性价比”区间，因此，在弱美元趋势下，中国资产有望成为全球剩余流动性的主要流向之一。

■ **风险提示：**经济复苏节奏不及预期；政策推进不及预期；地缘政治风险；海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险等

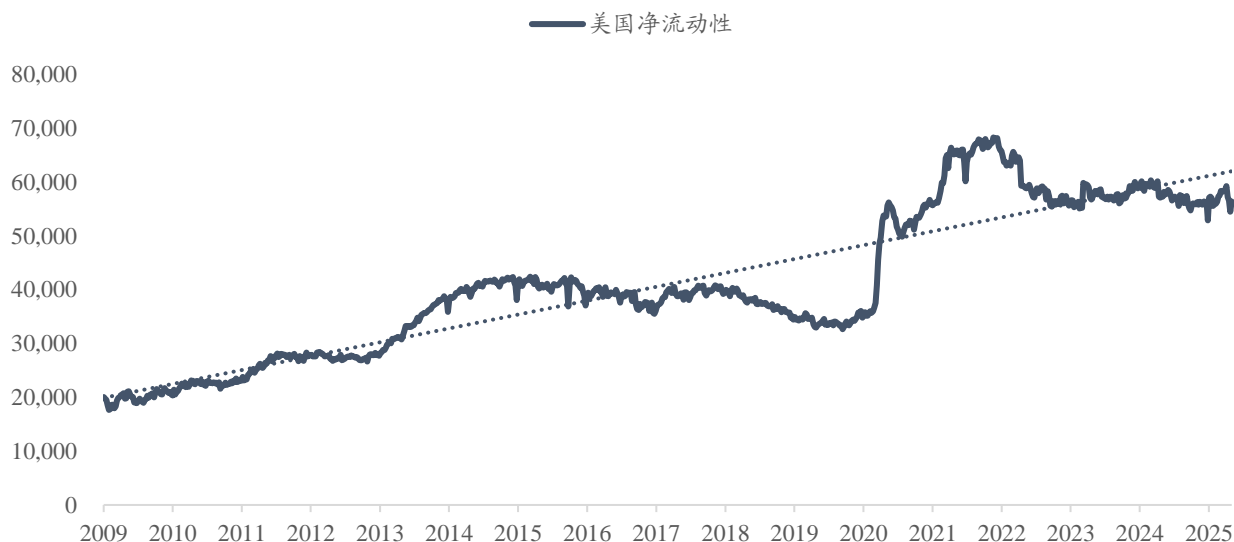
图1: 美元指数的强弱几乎主导了全球流动性的变化趋势 (单位: %; 点)



数据来源: Wind, BGeometrics, 东吴证券研究所

注: 全球流动性指数为全球货币供应量 (M2) 增长指标, 统计了全球 21 家主要央行的货币供应增长情况, 货币总量包括现金、支票存款、储蓄存款、货币市场账户、基金以及低于 10 万美元的存款, 后同

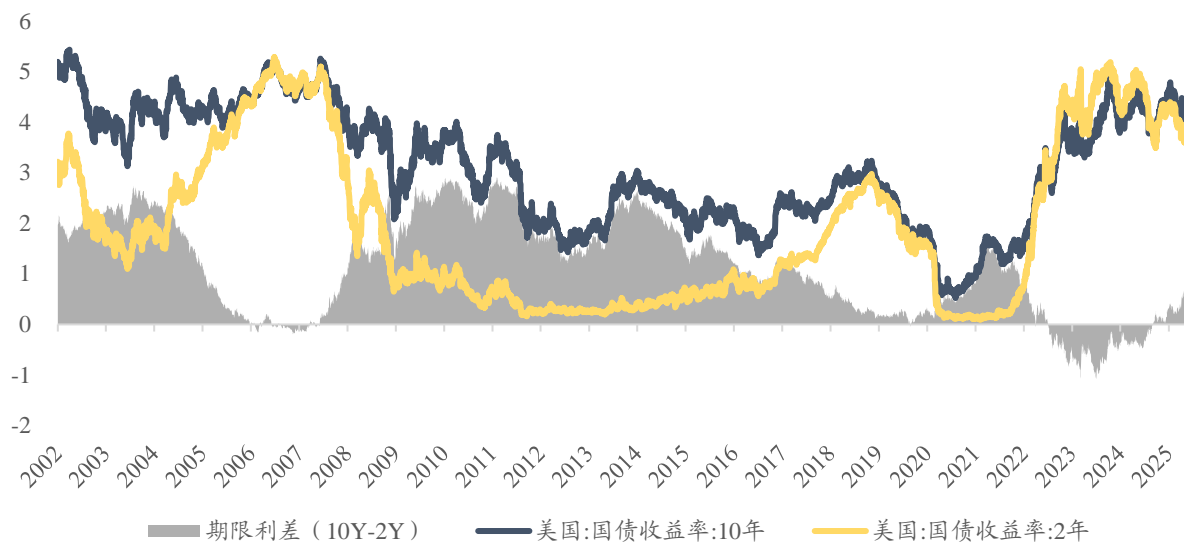
图2: 美国的金融系统净流动性自 2021 年以来逐步收紧, 目前仍处在长期趋势线下方 (单位: 百万美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 净流动性为“美联储总资产 - 财政部一般账户余额 (TGA) - 隔夜逆回购”

图3: 2年和10年美债利率均处于历史偏高水平(单位: pct; %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

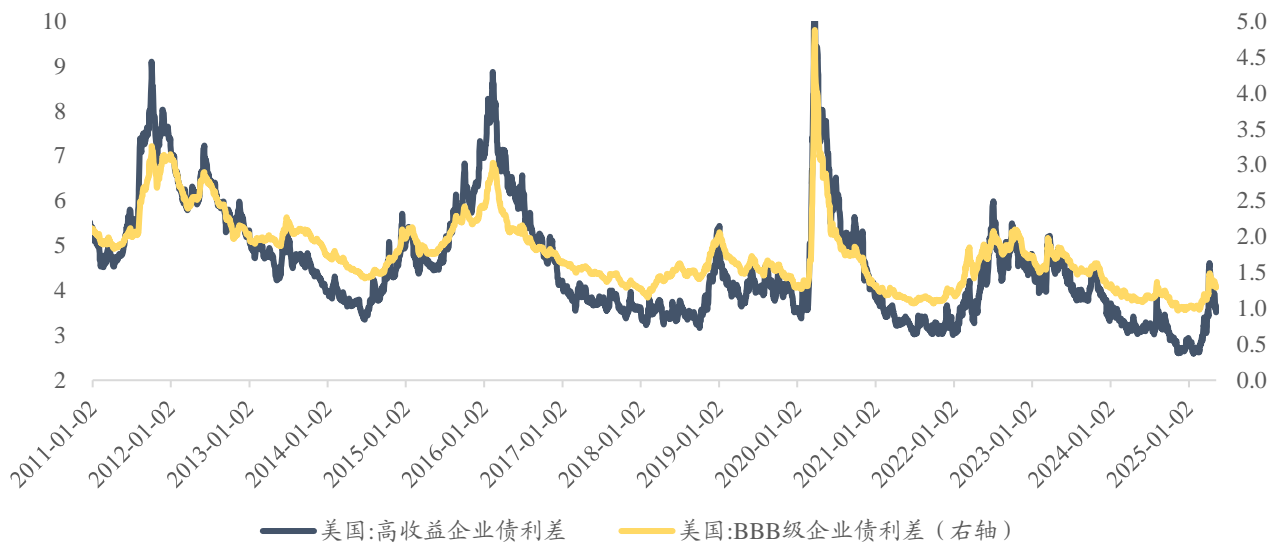
图4: SOFR-EFFR 表征的回购市场融资成本对于短期冲击变化反应较为敏感, 去年开始利差有所抬升(单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

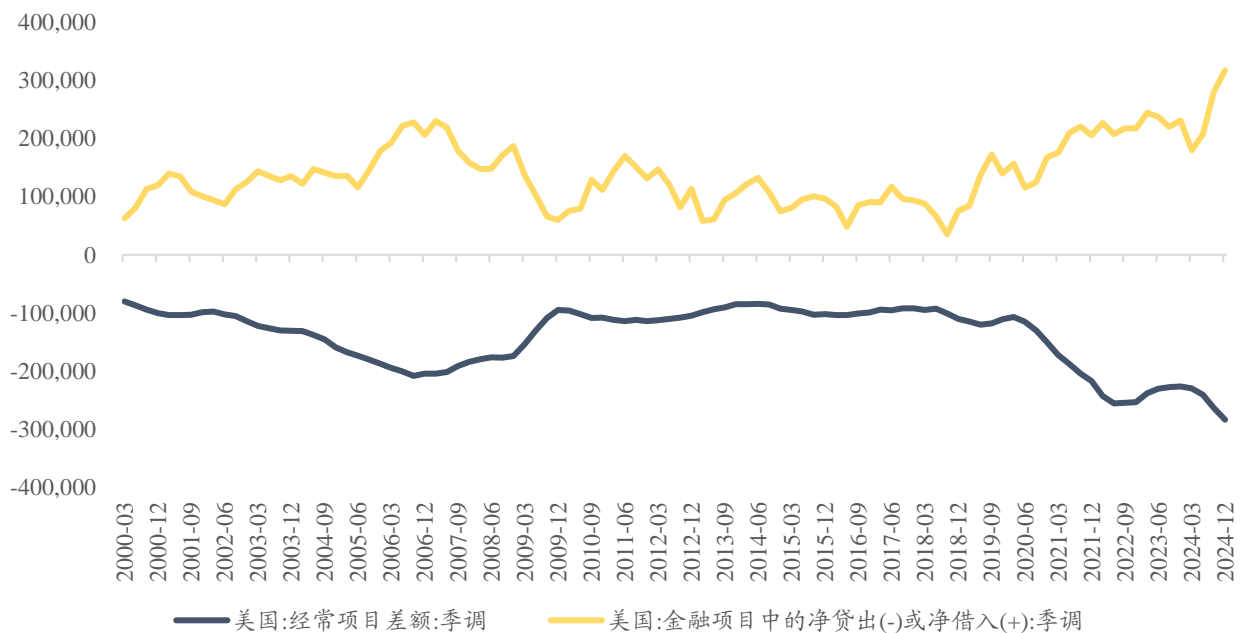
注: 19年9月 SOFR-EFFR 一度升至 2.95%, 图中未展示完全

图5：今年以来美国企业债信用利差走阔，显示融资成本提升（单位：%）



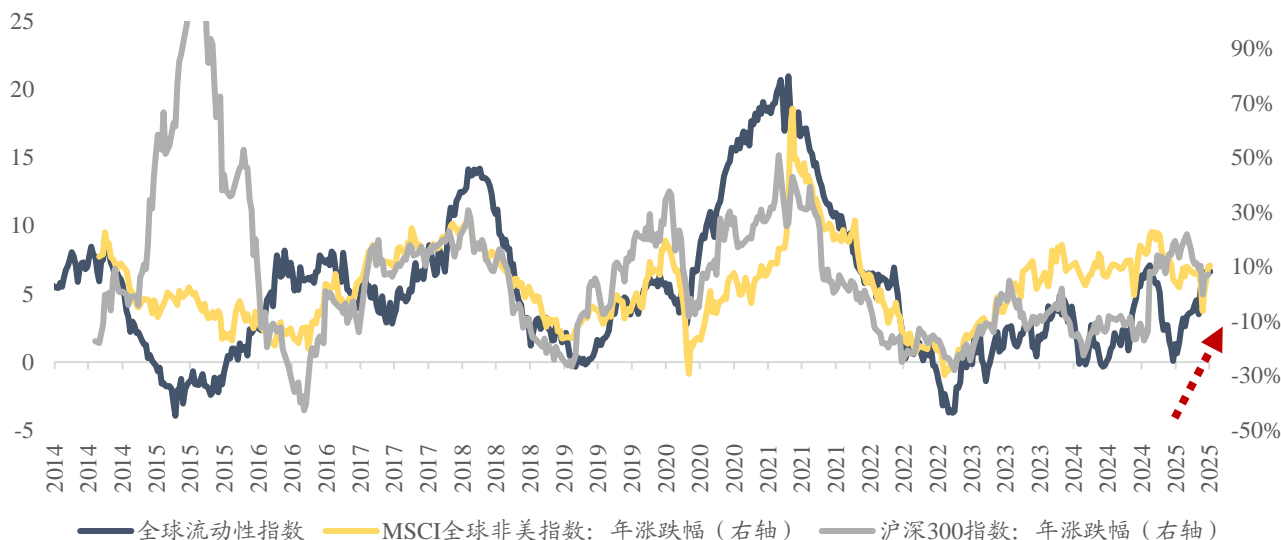
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：长期以来，美国依赖“贸易逆差 + 资本顺差”的模式，支撑美元的全球主导地位（单位：百万美元）



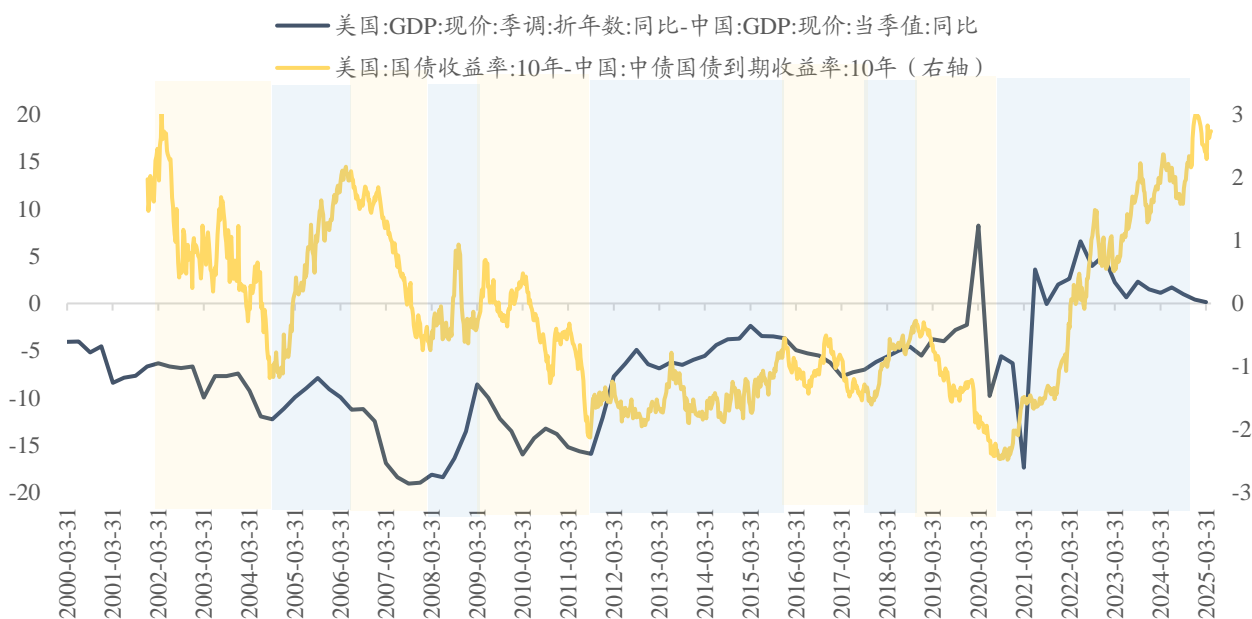
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：全球流动性的宽松将对全球风险资产形成利好，尤其是过去几年强美元压制下相对承压的非美资产(单位：%)



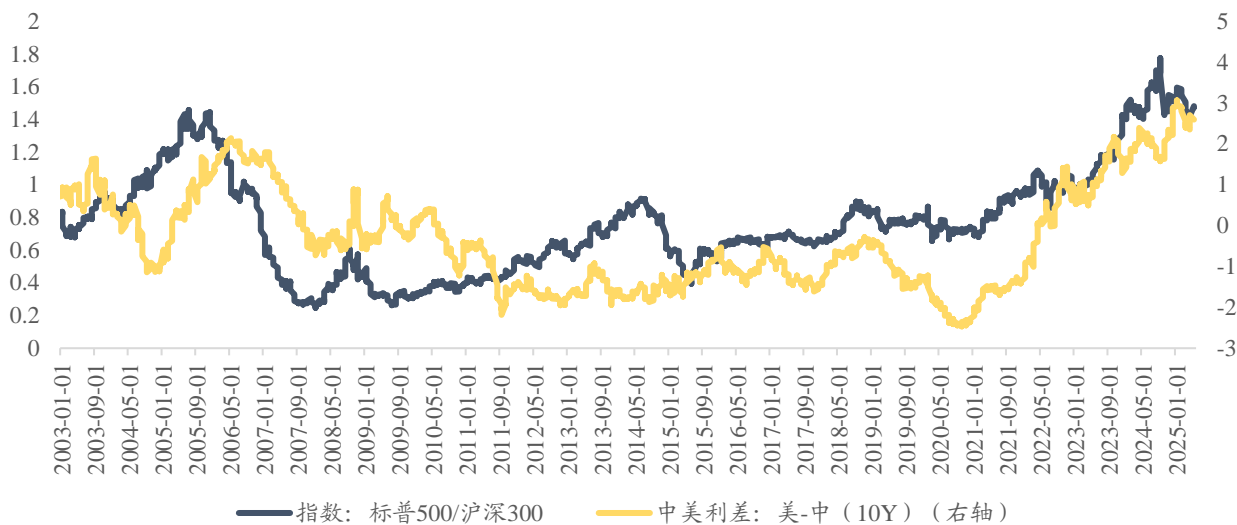
数据来源：Wind, BGeometrics, 东吴证券研究所

图8：中美名义增速差已明显收窄(单位：pct)



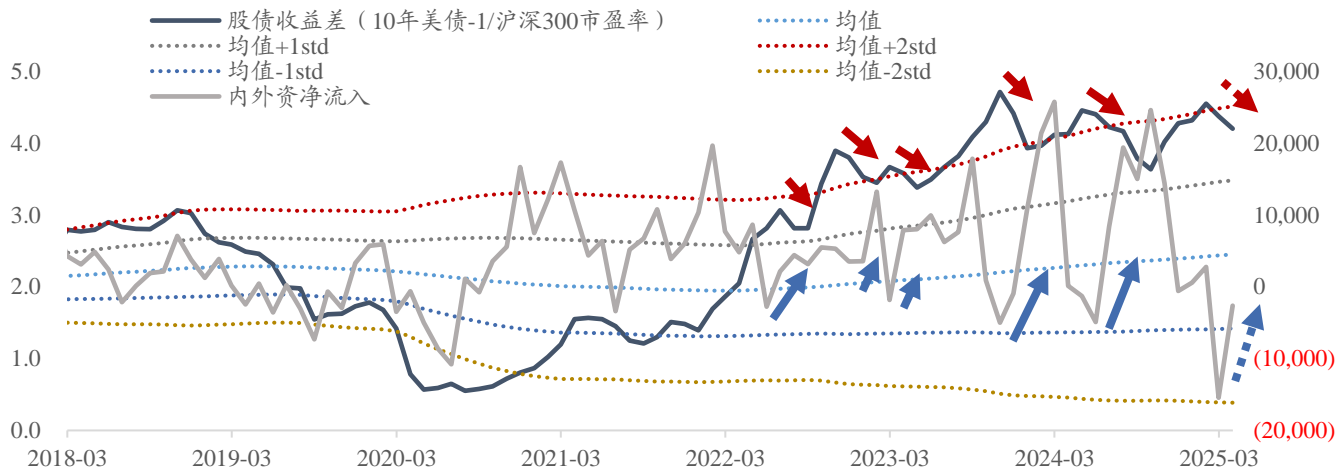
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图9：随着去年9月美联储降息后，国内政策空间打开，沪深300相对标普500逐步走出占优态势（单位：倍；%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：基于美债的股债收益差与内外资净流入呈现显著的背离趋势（单位：pct，百万美元）



数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>