中航证券研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

压制 A 股上涨的因素何时缓解

策略深度报告　　2021 年 03 月 20 日

摘要

- 当下 A 股震荡调整的原因可归纳为：核心资产估值过高，叠加经济复苏动能衰减下市场利率不断上升。
- 一、二季度中美市场利率大概率仍将处于向上的趋势当中，这一趋势或持续对权益资产形成压制。
- 分别从时间和空间的角度考虑，这一压制有望在二季度中后期有所缓解：中国十年期国债收益率的中期高点可能出现在 5、6 月份。美国十年期国债收益率的中期高点可能在 2%左右，目前还有接近 30 个 BP 的空间。
- 在 A 股难有整体性机会的当下，我们需要着重关注结构性的因子反转的机会。从 2018 年以来连续跑赢的市值、动量和盈利因子（图 1、图 2 和图 3）已经出现了交易过度拥挤的状况，相反估值和股息（图 17 和图 18）两个因子的性价比处于历史高位。配合目前的宏观背景，中小盘低估值高股息风格将大概率跑赢。
- 经济增长较去年四季度已开始走弱：经济动能指标、固定资产投资和居民消费都出现了放缓态势。
- 茅指数市盈率分位仍位于近十年 95.3%的高位，相比之下，中小盘风格的中证 500 仅为 23.6%。
- 在美联储不改变货币政策取向的情况下，美国十年期国债收益率上行或反弹的顶部出现在美联储长期指引的下限。美债收益率上升至 2%左右时大概率遇到明显阻力。
- 本轮社融顶点已经出现，一致性预期上 PPI 高点将出现在今年 5 月份，二者共同表明国内市场利率或也将在年中触顶。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

当下压制 A 股上涨的因素有三个：中美市场利率上升、经济复苏动能衰减以及头部核心资产估值过高。

3 月 FOMC 会议决议显示，美联储将维持联邦基金目标利率和 QE 购买量与之前相同，鲍威尔新闻发布会整体表态也偏向鸽派。但是我们认为一、二季度中美市场利率大概率仍将处于向上的趋势当中，这一趋势或持续对权益资产形成压制。

但分别从时间和空间的角度考虑，这一压制有望在二季度中后期有所缓解：中国十年期国债收益率的中期高点可能出现在 5、6 月份。美国十年期国债收益率的中期高点可能在 2%左右，目前还有接近 30 个 BP 的空间。

在 A 股难有整体性机会的当下，我们需要着重关注结构性的因子反转的机会。从 2018 以来连续跑赢的市值、动量和盈利因子（图 1、图 2 和图 3）已经出现了交易过度拥挤的状况，相反估值和股息（图 17 和图 18）两个因子的性价比处于历史高位。配合目前的宏观背景，中小盘低估值高股息风格将大概率跑赢。

图 1：对数流通市值风险溢价

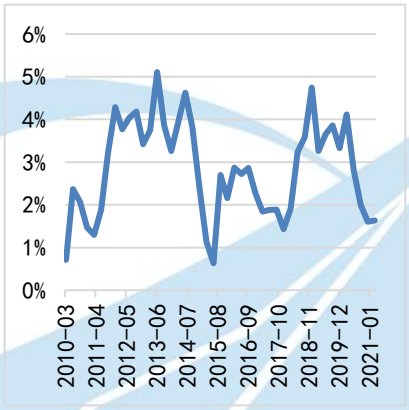


图 2：12 月累计收益风险溢价

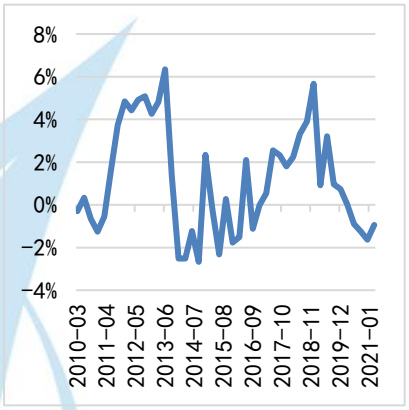
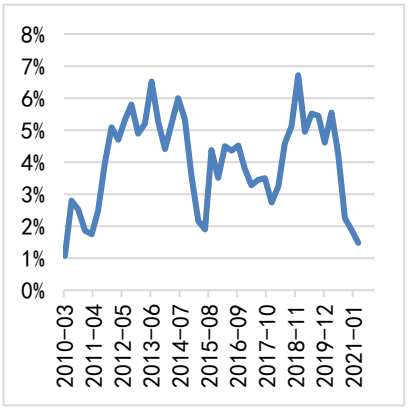


图 3：ROE 因子风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

一、压制当前 A 股的三因素

1.1 市场利率上升

中美国债收益率上行是目前压制 A 股价格的核心因素。

美债收益率上升对 A 股影响的主要纽带为外资，我们在 2020 年 10 月 26 日发布的研究报告《美国大选尾部风险对 A 股影响有限》中进行了统计，只要美股大幅下跌，北上资金累计流出 7.2%以上，A 股都经历了同步下跌。美国经济的复苏和财政刺激推高通胀预期，为当下美债收益率的上升提供了基础，对美股和 A 股造成冲击。

图 4：上证综指与北上资金回撤幅度

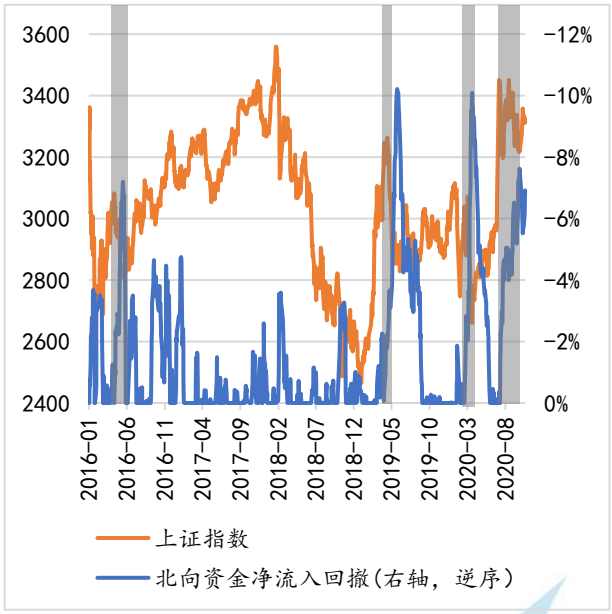
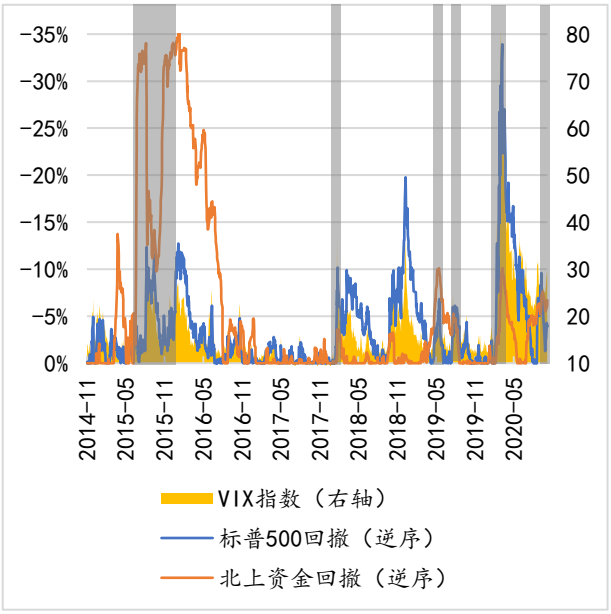


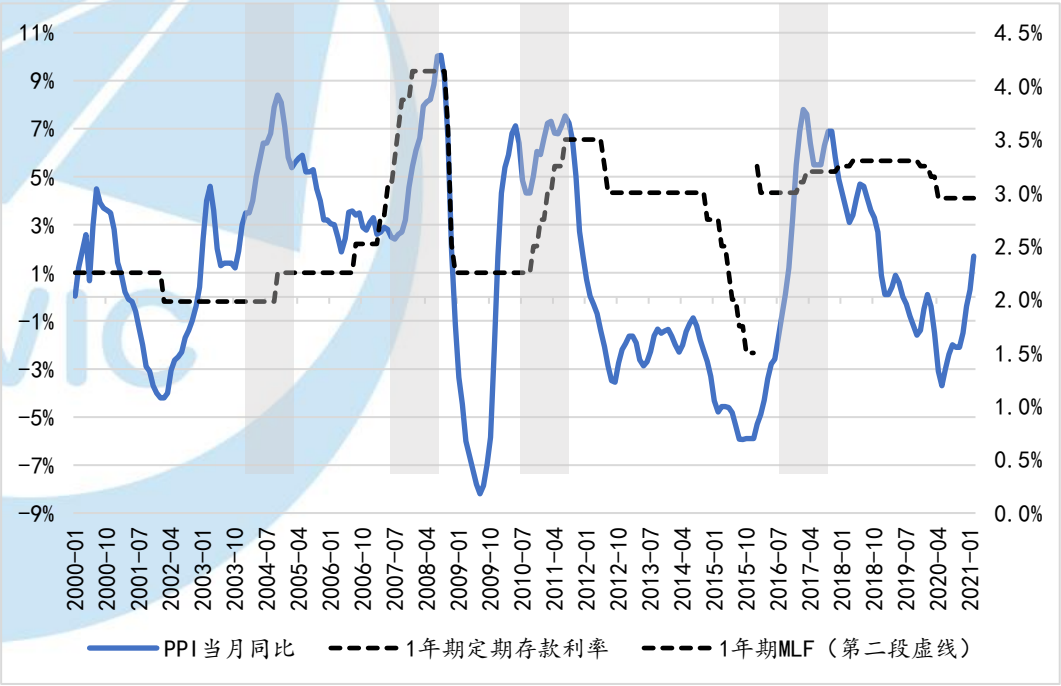
图 5：标普 500 指数回撤幅度、VIX 指数与北上资金回撤幅度



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

中国国债收益率的上升与美债一样，同样受到经济复苏与通胀预期的推动。伴随着国内经济从疫情中逐渐恢复，叠加石油价格反弹，PPI 持续向上。使得对货币政策收紧的担忧愈演愈烈。

图 6：PPI 与基准利率



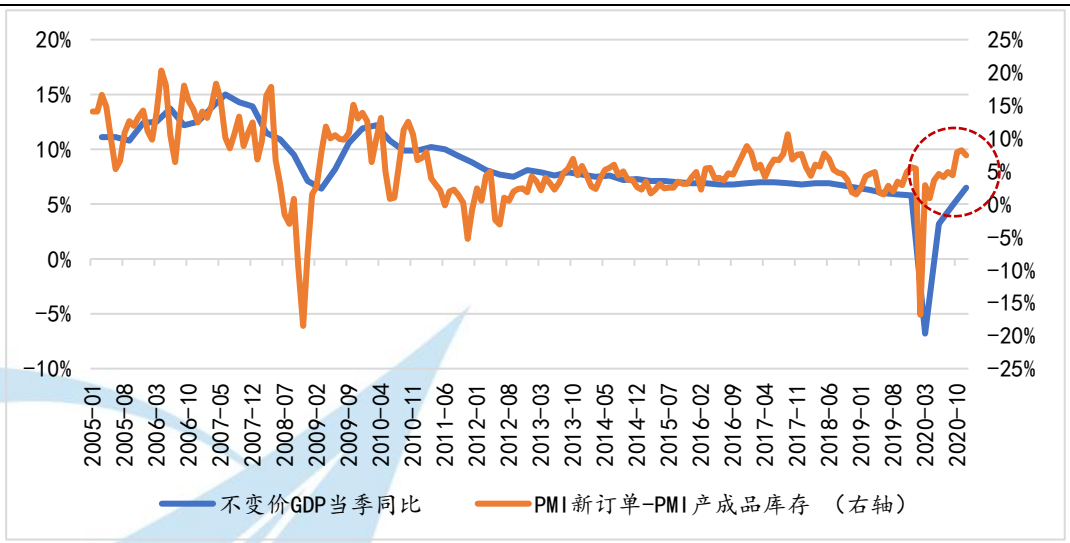
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

1.2 经济复苏动能衰减

经济增长较去年四季度已开始走弱：经济动能指标、固定资产投资和居民消费都出现了放缓态势。

我们利用 PMI 新订单与 PMI 产成品库存之差来表征经济动能。历史数据显示，经济动能指标的拐点往往领先于 GDP 拐点，新冠疫情得到控制后，我国经济复苏强劲，GDP 同比增速在 20 年一季度触底后反弹。但近期经济动能指标下行拐点已现，经济在保持恢复性增长的同时，增速或将出现放缓迹象。

图 7：GDP 的领先指标经济动能开始放缓



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

投资和消费端的增速也呈现冲高回落的态势。受 2020 年初疫情下经济指标低基数影响，同比数据大幅波动。我们采用国家统计局公布的 2019 年 1-2 月的复合平均增速来代替 2021 年 1-2 月的同比增速进行比较（虚线部分）。1-2 月，全国固定资产投资较 2019 年同比复合增长 3.5%，房地产投资两年复合增速为 7.6%，增长趋势均出现放缓。居民消费方面，1-2 月社零同比为 3.2%，较 20 年末下滑 1.4%，商品零售同比为 3.8%，较 20 年末下滑 2.8%。

图 8：固定资产投资完成额同比

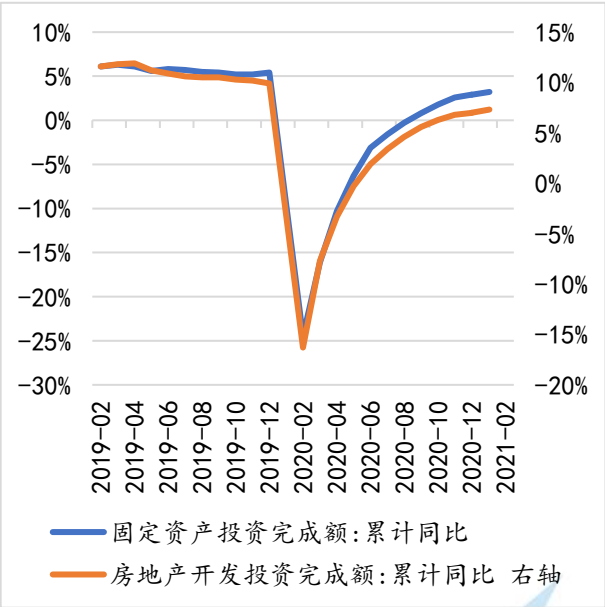
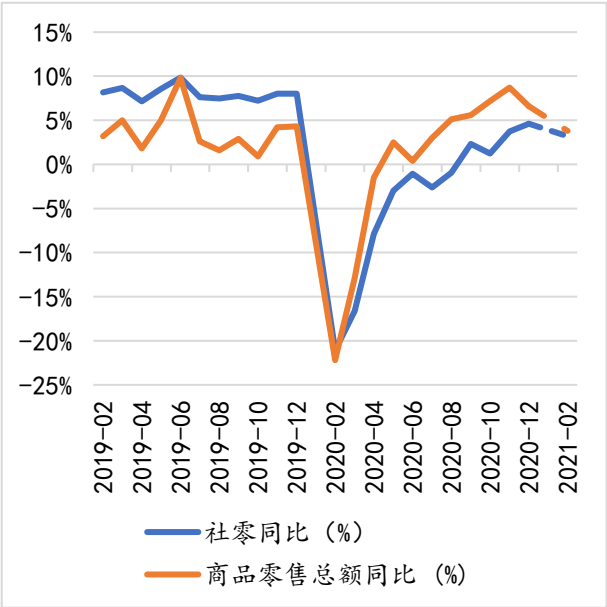


图 9：社零和商品零售同比



数据来源：Wind，国家统计局，中航证券研究所整理

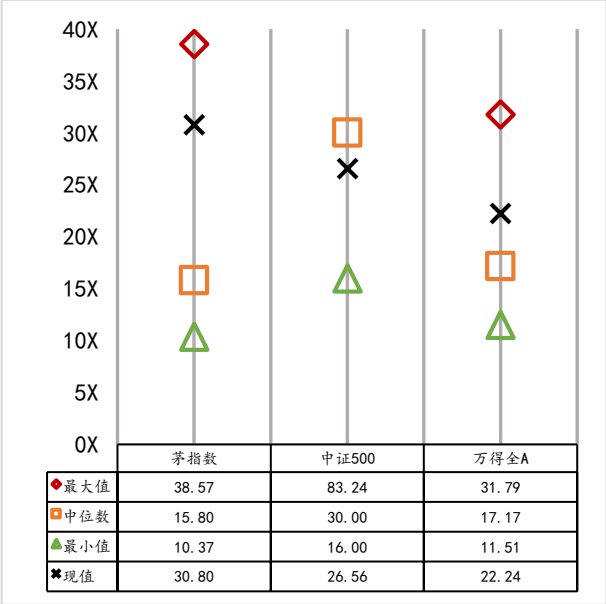
1.3 核心资产估值过高

我们认为另一个压制 A 股的因素是基金“抱团”股估值处于高位。我们用茅指数作为核心资产股的表征，对比近十年间茅指数与全部 A 股（以万得全 A 指数为表征）以及中小市值风格股票（以中证 500 指数为表征）的历史滚动市盈率。即便近期已经历大幅回调，但从分位水平和绝对估值来看，茅指数估值依旧处于高位。纵向历史分位上，截至 3 月 16 日，万得全 A 指数市盈率分位较高，达 87.9%，但茅指数市盈率分位水平更高，已达近十年 95.3%的高位，相比之下，中小盘风格的中证 500 仅为 23.6%。横向绝对水平上，茅指数目前的估值水平为 30.80 倍，高于万得全 A 的 22.24 倍和中证 500 指数的 26.56 倍。

图 10：茅指数、中证 500 和万得全 A PE-TTM(MA60)



图 11：横纵两向上，“抱团”股估值较高



	茅指数	中证500	万得全A
最大值	38.57	83.24	31.79
中位数	15.80	30.00	17.17
最小值	10.37	16.00	11.51
现值	30.80	26.56	22.24

数据来源：Wind，中航证券研究所整理

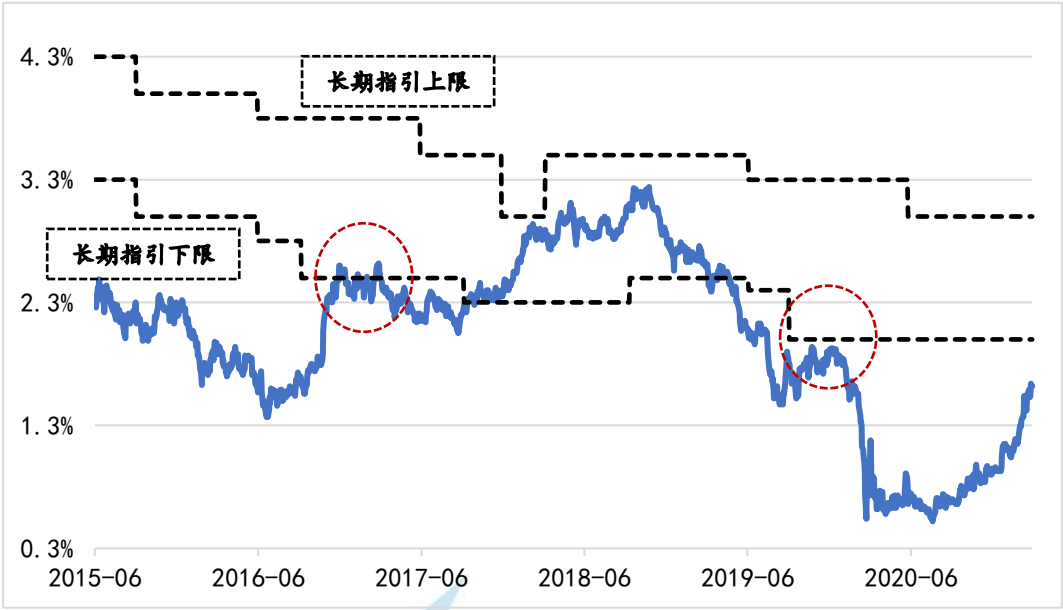
二、市场利率——压制 A 股的核心因素或将缓和

2.1 美国货币政策仍以宽松为主，美债收益率上升至 2%左右时大概率遇到明显阻力

当前 10 年期美债收益率已突破 1.7%，但我们认为美联储不会改变当前货币宽松的立场。首先市场对于美国就业与经济恢复的实际情况或存在高估，其次面对疫情对经济的冲击，美联储暗示愿意牺牲部分独立性，以配合财政部扩大国债发行、加大财政刺激的行动。美联储主席鲍威尔此前曾表示，通货膨胀率和就业率仍远低于美联储目标，疫情对通货膨胀有重大影响，但总体来说对经济不构成威胁。鲍威尔也指出，美联储本身离收回任何支持经济的政策还有很长的路要走。

叠加此次 FOMC 会议决议结果和鲍威尔新闻发布会上的鸽派表述，我们认为，当前美联储不会转变宽松的货币政策立场，虽然十年期美债收益率后续仍具有一定的上涨空间，但上升斜率可能趋缓且高点短期内较难突破 2%的长期指引下限。历史数据显示在美联储不改变货币政策取向的情况下，十年期国债收益率上行或反弹的顶部就出现在美联储长期指引的下限。

图 12：十年期美债收益率走势与美联储长期指引上下限



数据来源：FRED，Wind，中航证券研究所整理

2.2 国内加息基础尚不牢固，市场利率或将年中见顶

结构性通胀不构成加息基础，央行更加关注的是整体性通胀。可与 2019 年类比，当年猪肉价格上涨带动 CPI 大幅走高，但同一时期工业品价格处于通缩区间，央行并未加息以抵御 CPI 的大幅抬升。2021 年的矛盾则相反，存在于大宗商品带动 PPI 大幅扩张，但 CPI 上涨动能较为温和，叠加政策“不急转弯”的大背景，央行大概率不会因为工业品价格大幅攀升而加息。叠加 3、4、5 月份将有大量信用债到期，在“防风险”的指引下，货币政策的稳健尤为重要。

图 13：2019 年 CPI 和 PPI 走势

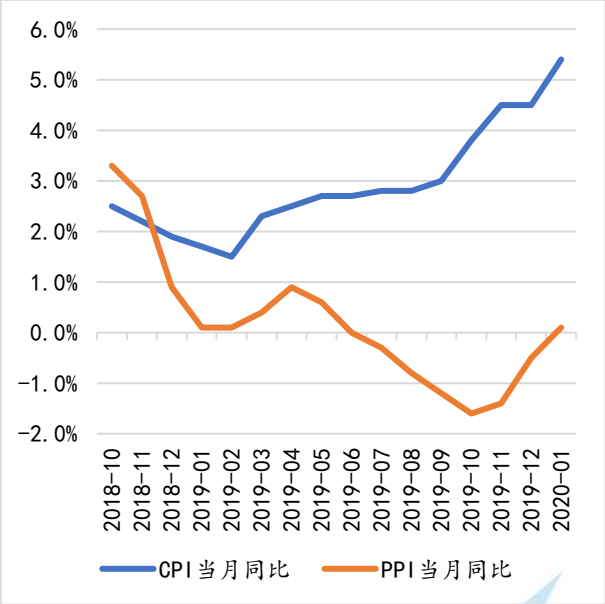
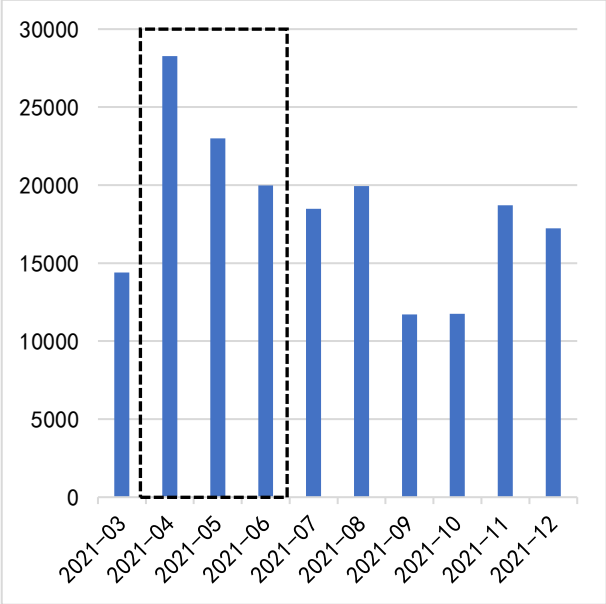


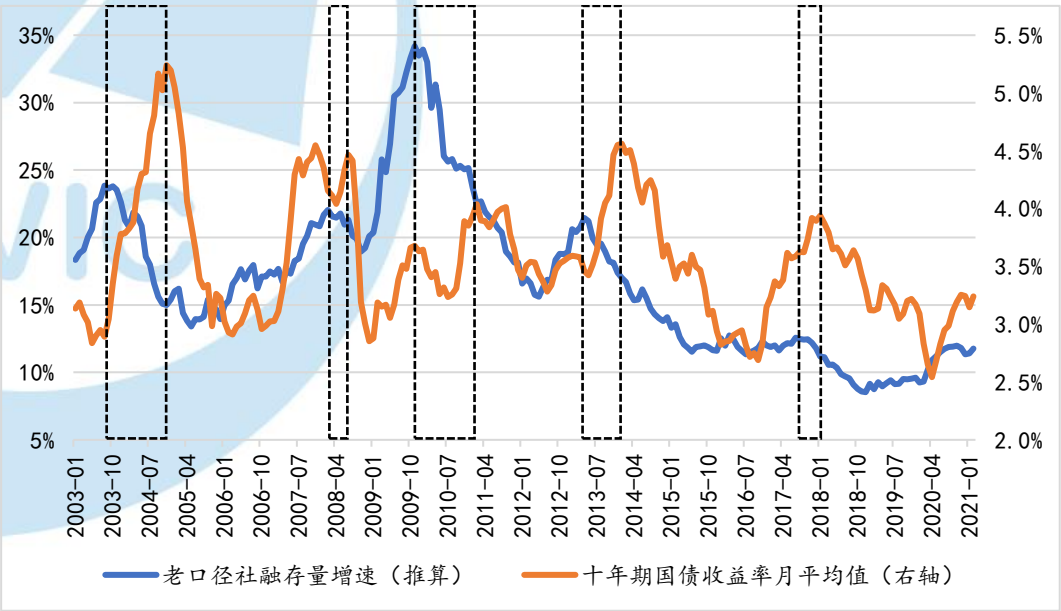
图 14：信用债到期偿还量（亿元）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

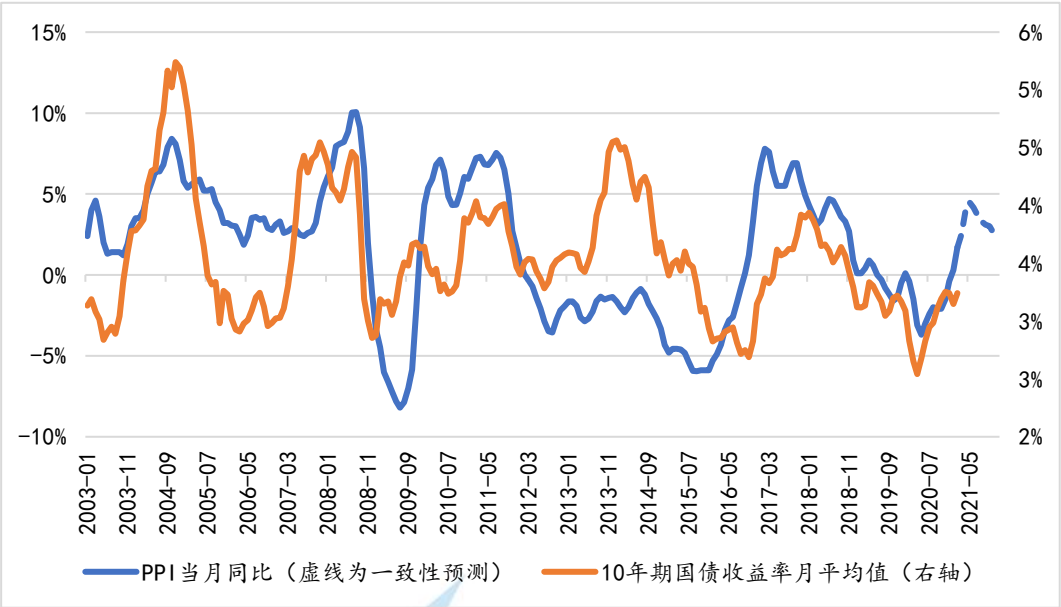
在政策加息概率较低的情况下，市场利率大概率将在年中伴随经济高点见顶。社融顶点领先于十年期国债收益率顶点，虽然每次宏观背景、顶点间隔不尽相同，但每当社融见顶时，均预示着后续十年期国债收益率的顶点。见顶节点则可由 PPI 与十年期国债收益率存在的长期共振关系加以判断。本轮社融顶点已经出现，一致性预期上 PPI 高点将出现在今年 5 月份，二者共同表明市场利率或也将在年中触顶。

图 15：社融见顶预示着十年期国债收益率后续也将见顶



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 16：PPI 和十年期国债收益率存在共振关系，见顶同步



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

十年期美债收益率后续上涨斜率趋缓，前期市场过度反应可能会有所修正，叠加国内长端市场利率年中将大概率出现见顶的情况，二季度末或将成为压制 A 股上涨因素缓解的关键时点。

目前 A 股仍受制于市场利率的上升，我们建议应轻指数重结构。通过对量化因子库的持续监测，我们发现目前市盈率因子和股息率因子的风险溢价处于历史较高分位区间，表明低估值和高股息的股票性价比非常高。配合目前的宏观背景，中小盘、低估值、高股息风格将大概率跑赢。

图 17：市盈率因子风险溢价

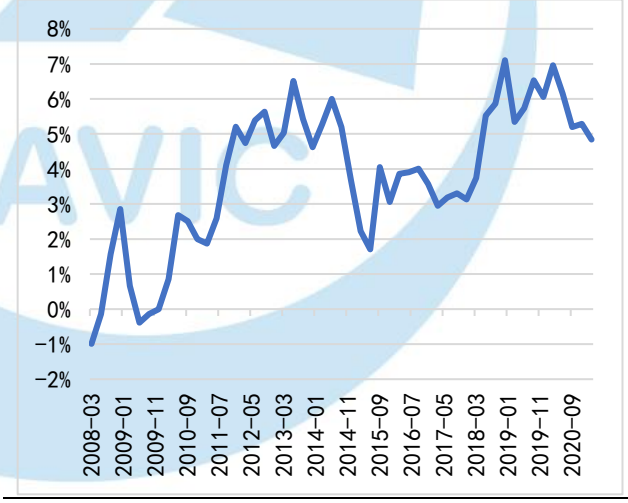
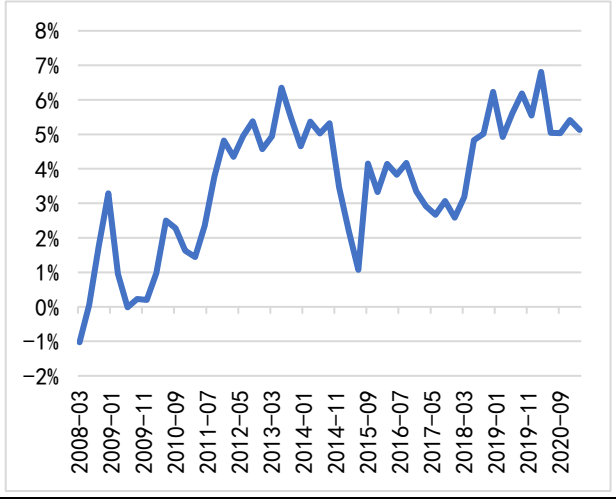


图 18：股息率因子风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

风险提示：通胀超预期，中美货币政策收紧

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。