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

市场是否高估：确定性溢价极端化下的投资

策略深度报告　　2021 年 01 月 24 日

摘要

- 相较于全球股票市场，A 股的估值水平其实并不高。但资金高度集中于个别风格和个别行业，导致市场结构极端分化。风格上，基于量化因子风险溢价的计算，绩优、动量和大市值的估值分位高，而行业上，食品饮料、医药生物、汽车、电气设备和家电的估值分位高。
- 当下风格和行业的分化可以概括为市场青睐高确定性标的，市场愿意给予确定性非常高的溢价。一方面我们需要放下对整体估值泡沫的担忧，在经济持续复苏且政策未转紧的窗口（Q1）保持做多心态；另一方面，我们需要警惕交易过度拥挤的部分版块可能存在的风险，积极寻求资金可能的出口。
- 我们认为当下资金存在两种配置逻辑，第一种，寻找 A 股内部板块轮动机会。第二种，南下寻找港股投资机会。
- 经济复苏和工业物价上涨的中期背景下，利率延续上涨可能继续驱动大市值跑赢。一季度抱团大概率会延续，但上涨的中心有可能转移至广义顺周期，其中银行保险尤其值得关注。
- 经济高点之后利率趋势性上行结束叠加年报、一季报披露的预期差可能催化小市值风格中错杀的绩优个股反弹。
- 估值低不是投资港股的核心逻辑，恒生指数估值比有对标意义的上证 50 估值更高。目前港股的配置逻辑在于 EPS 的扩张和 AH 股溢价的收敛。

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

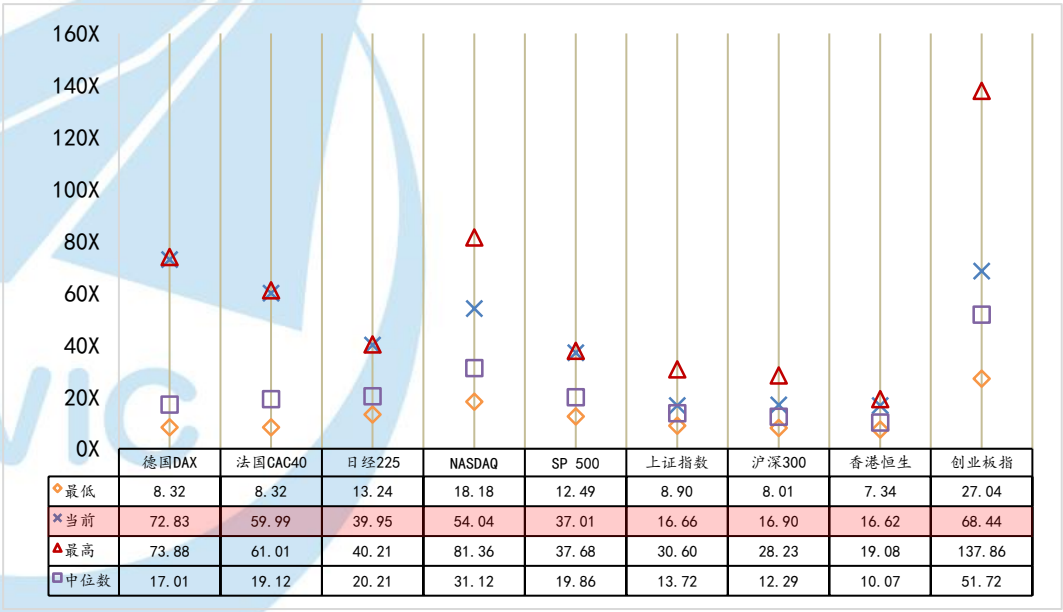
近期投资者提出了 A 股是否存在估值泡沫的问题。我们对 A 股的估值进行了一些相对和绝对的分析，认为当下 A 股整体并未泡沫化。但 A 股确实存在结构化高估的问题，资金高度集中于个别风格和个别行业，导致市场结构极端分化。风格上，绩优、动量和大市值的估值分位高；行业上，食品饮料、医药生物、汽车、电气设备和家电的估值分位高。当下风格和行业的分化可以概括为市场青睐高确定性标的，市场愿意给予确定性非常高的溢价。一方面我们需要放下对整体估值泡沫的担忧，在经济持续复苏且政策未转紧的窗口（Q1）保持做多心态；另一方面，我们需要警惕交易过度拥挤的部分版块可能存在的风险，积极寻求资金可能的出口。

一、A 股估值不高，但存在结构上的高估

1.1 A 股绝对估值和相对估值仍未极端化

相对估值方面，我们统计了 2010 年至 2021 年 1 月 19 日（下面其他估值统计时间段相同）的全球主要股票指数的估值指标（市盈率，市净率，市销率），发现欧美主要股票指数的市盈率，市净率和市销率目前已达历史最高位，而上证指数，沪深 300 指数，创业板指的估值指标处于 40%-90%的历史分位上。从绝对估值的角度，上证综指和沪深 300 的市盈率在 16 倍左右，远低于其他主要指数的市盈率。相较于全球股票市场，A 股的估值水平其实并不高。

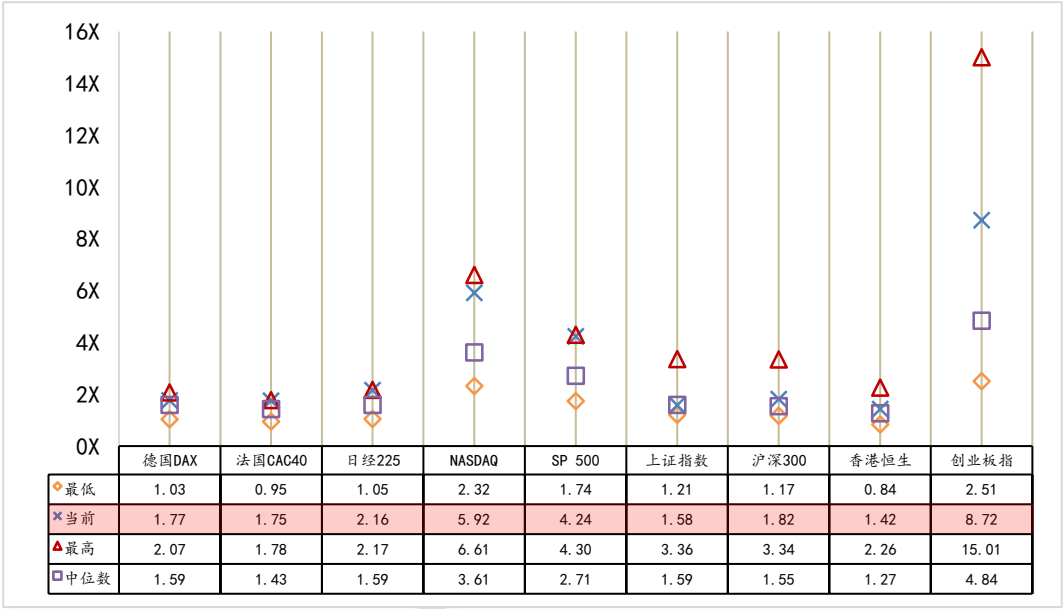
图 1：全球主要指数市盈率分位对比



	德国DAX	法国CAC40	日经225	NASDAQ	SP 500	上证指数	沪深300	香港恒生	创业板指
最低	8.32	8.32	13.24	18.18	12.49	8.90	8.01	7.34	27.04
当前	72.83	59.99	39.95	54.04	37.01	16.66	16.90	16.62	68.44
最高	73.88	61.01	40.21	81.36	37.68	30.60	28.23	19.08	137.86
中位数	17.01	19.12	20.21	31.12	19.86	13.72	12.29	10.07	51.72

数据来源：Wind，中航证券研究所

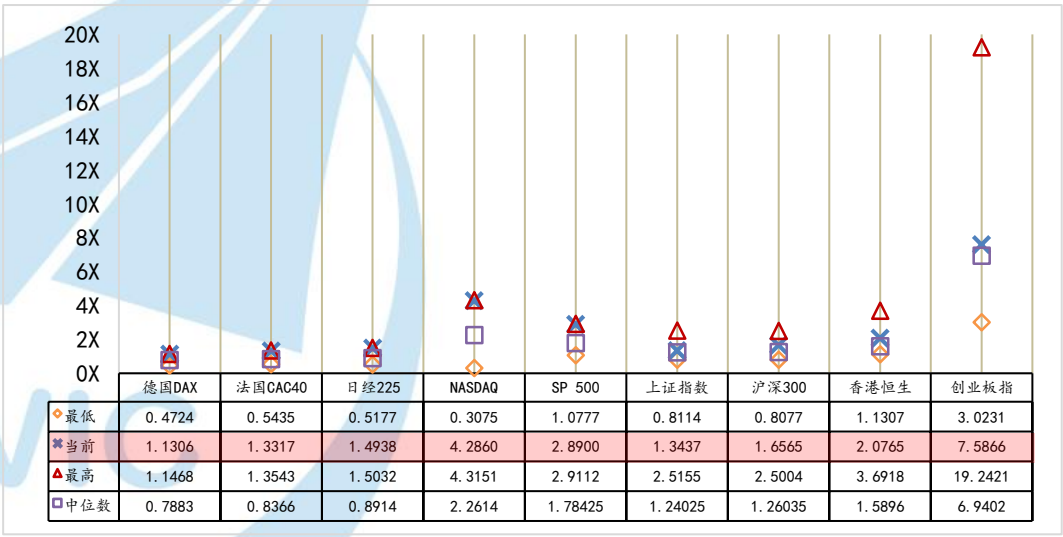
图 2：全球主要指数市净率分位对比



	德国DAX	法国CAC40	日经225	NASDAQ	SP 500	上证指数	沪深300	香港恒生	创业板指
最低	1.03	0.95	1.05	2.32	1.74	1.21	1.17	0.84	2.51
当前	1.77	1.75	2.16	5.92	4.24	1.58	1.82	1.42	8.72
最高	2.07	1.78	2.17	6.61	4.30	3.36	3.34	2.26	15.01
中位数	1.59	1.43	1.59	3.61	2.71	1.59	1.55	1.27	4.84

数据来源：Wind，中航证券研究所

图 3：全球主要指数市销率分位对比



	德国DAX	法国CAC40	日经225	NASDAQ	SP 500	上证指数	沪深300	香港恒生	创业板指
最低	0.4724	0.5435	0.5177	0.3075	1.0777	0.8114	0.8077	1.1307	3.0231
当前	1.1306	1.3317	1.4938	4.2860	2.8900	1.3437	1.6565	2.0765	7.5866
最高	1.1468	1.3543	1.5032	4.3151	2.9112	2.5155	2.5004	3.6918	19.2421
中位数	0.7883	0.8366	0.8914	2.2614	1.78425	1.24025	1.26035	1.5896	6.9402

数据来源：Wind，中航证券研究所

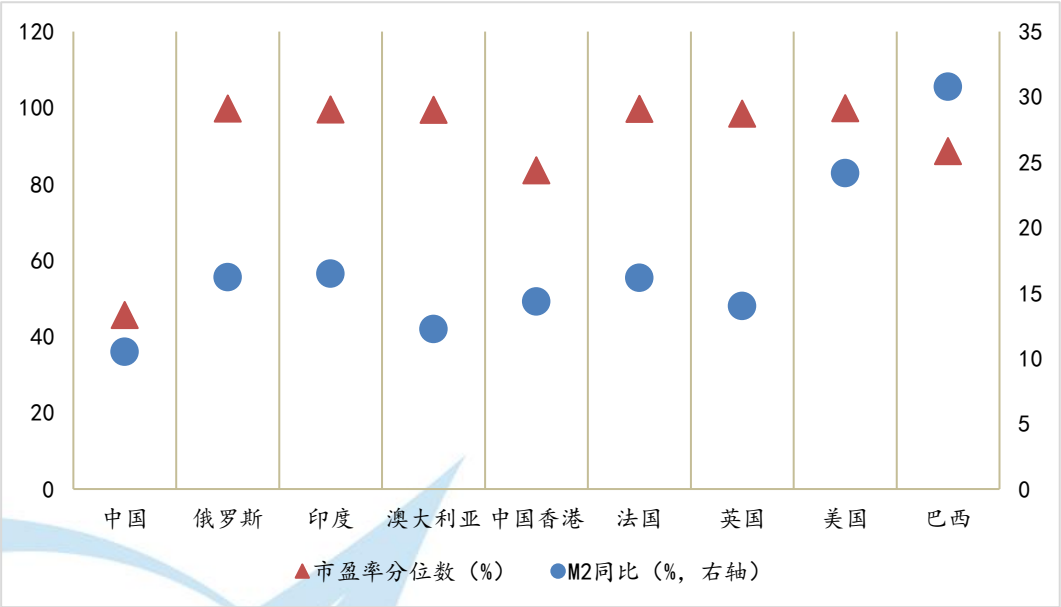
表 1：全球主要指数市盈率分位统计

	德国 DAX	法国 CAC40	日经 225	NASDAQ	SP 500	上证指数	沪深 300	香港恒生	创业板指
PE	99.89%	99.75%	99.96%	95.68%	99.78%	85.33%	95.34%	98.75%	88.44%
PB	81.31%	99.12%	99.96%	97.19%	99.96%	47.99%	75.24%	75.73%	94.08%
PS	99.86%	99.72%	99.96%	99.78%	99.89%	62.55%	90.36%	86.60%	60.30%

数据来源：Wind，中航证券研究所

相比较于其他国家和地区权益资产历史最高的估值水平，A 股估值没有达到历史绝对高位，可能是因为中国在应对疫情的过程中保持了相当的政策定力。其他国家和地区货币的超发催生了金融资产的膨胀。

图 4：中国相对较低的 M2 增速带动估值水平远低于其他国家



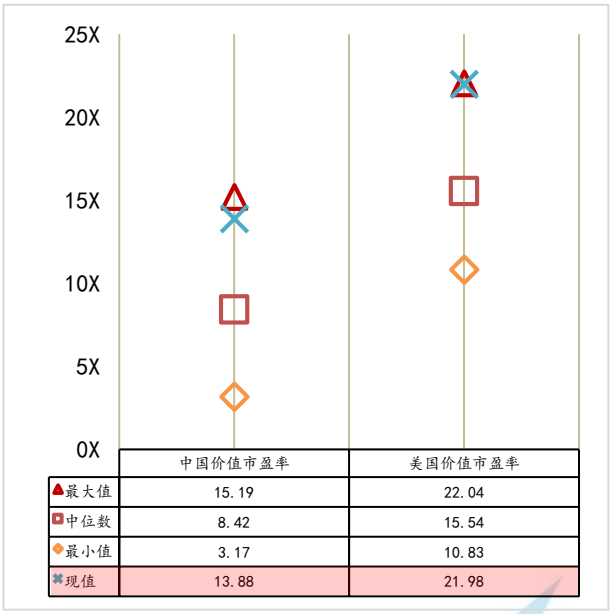
数据来源：Wind，中航证券研究所

1.2 A 股存在结构化高估

我们分别从风格和行业上对估值结构进行比较，结构上目前 A 股估值存在部分高估。

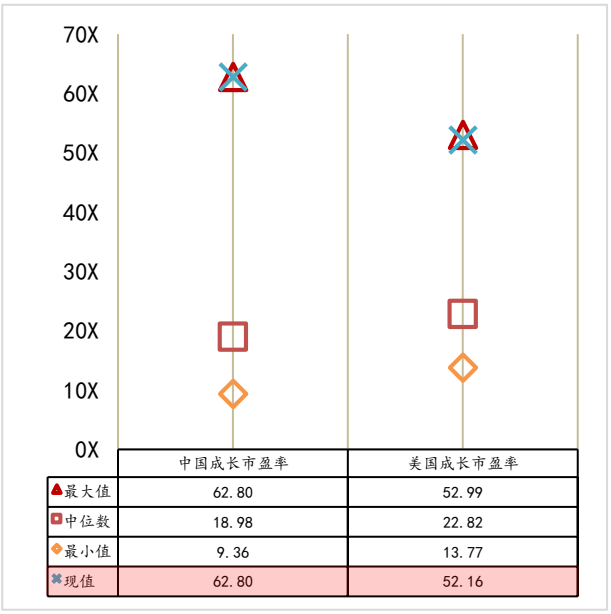
我们采用 MSCI 的风格指数和大小盘指数作为指数依据，通过纵向和横向对比成长型 vs 价值型、大盘股 vs 小盘股的股票估值分化情况，我们发现价值和成长划分的风格上，中国价值型股票估值在绝对和相对两个维度均较低，而中国成长型股票估值在两个维度均较高。中国价值型股票市盈率，市净率，市销率分别处于 98.1%，85.6%和 87.2%分位，而中国成长型股票市盈率、市净率、市销率已分别处于 100%，99.79%和 99.90%的历史高分位上。

图 5：中美价值市盈率对比



	中国价值市盈率	美国价值市盈率
最大值	15.19	22.04
中位数	8.42	15.54
最小值	3.17	10.83
现值	13.88	21.98

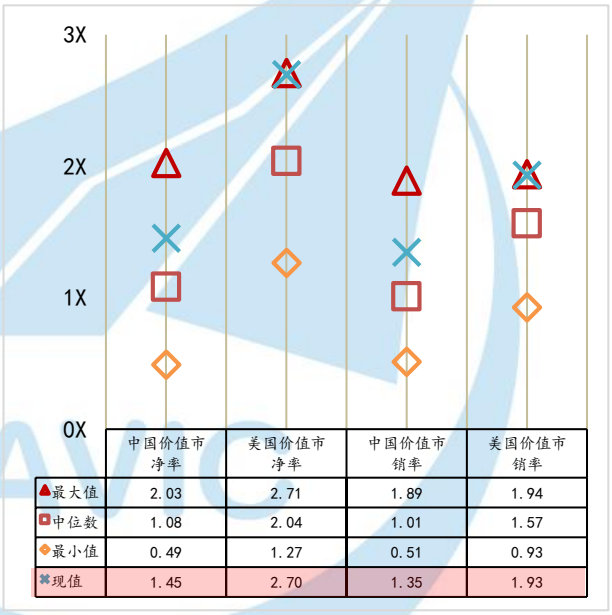
图 6：中美成长市盈率对比



	中国成长市盈率	美国成长市盈率
最大值	62.80	52.99
中位数	18.98	22.82
最小值	9.36	13.77
现值	62.80	52.16

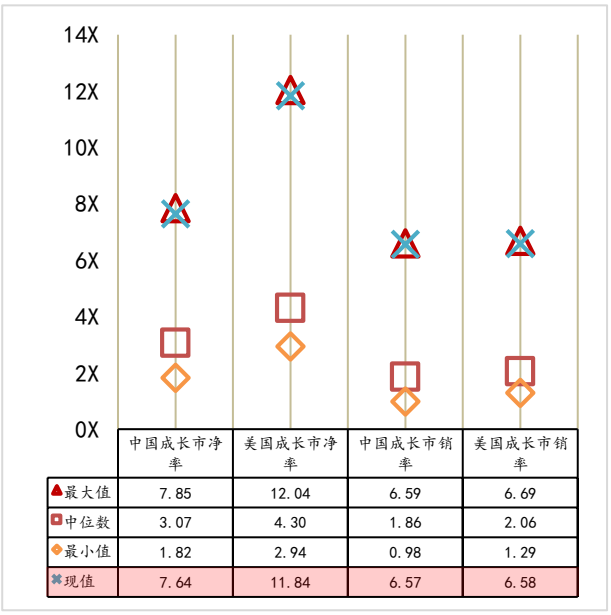
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 7：中美价值市净率市销率对比



	中国价值市净率	美国价值市净率	中国价值市销率	美国价值市销率
最大值	2.03	2.71	1.89	1.94
中位数	1.08	2.04	1.01	1.57
最小值	0.49	1.27	0.51	0.93
现值	1.45	2.70	1.35	1.93

图 8：中美成长市净率市销率对比

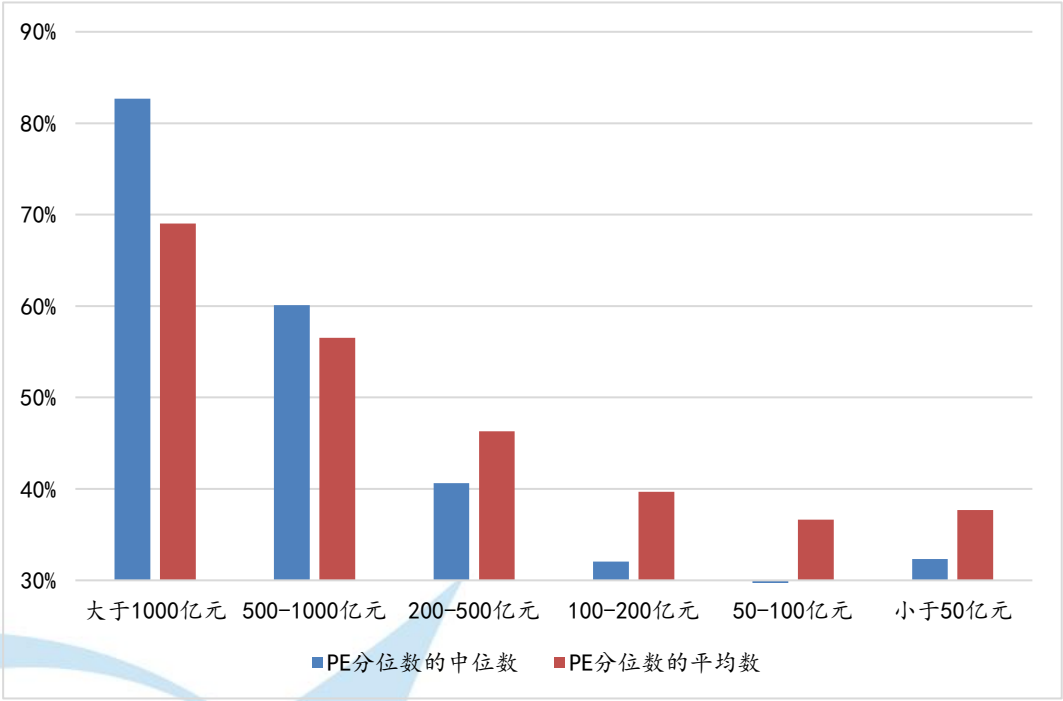


	中国成长市净率	美国成长市净率	中国成长市销率	美国成长市销率
最大值	7.85	12.04	6.59	6.69
中位数	3.07	4.30	1.86	2.06
最小值	1.82	2.94	0.98	1.29
现值	7.64	11.84	6.57	6.58

数据来源：Wind，中航证券研究所

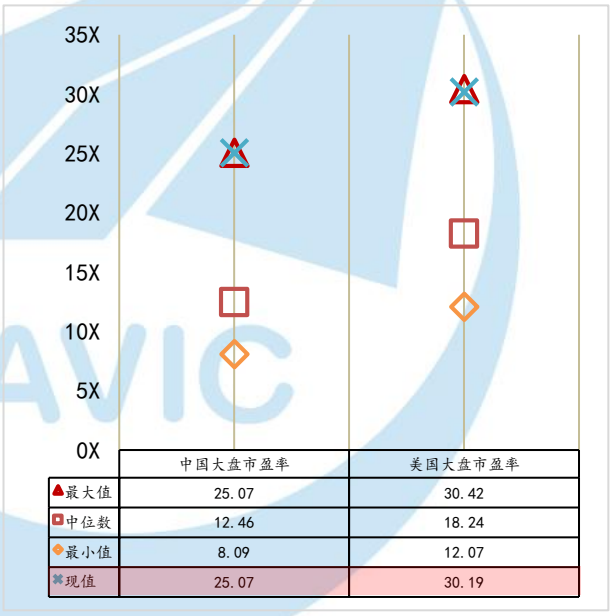
大小盘划分的风格上，中国大盘型股票相对估值低于美国，但绝对估值偏高，处于历史高分位上。中国小盘型股票估值则在绝对和相对两个维度上均较低。并且通过分层统计的数据显示（图 9），A 股市值超过 1000 亿的公司的估值分位显著高于小市值的估值分位，相较小市值公司，大盘股目前估值水平已在历史高位。近期机构集中抱团大盘股，推升大盘估值进一步抬升。

图 9：A 股大盘股较小盘股估值处于较高分位



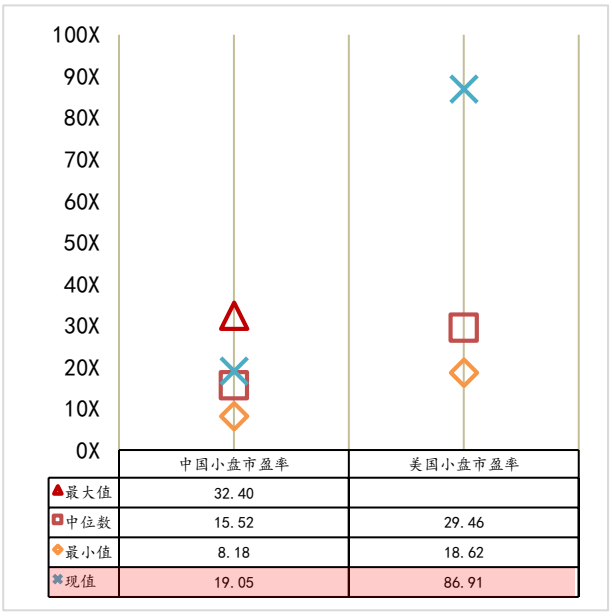
数据来源：Wind，中航证券研究所

图 10：中美大盘市盈率对比



	中国大盘市盈率	美国大盘市盈率
最大值	25.07	30.42
中位数	12.46	18.24
最小值	8.09	12.07
现值	25.07	30.19

图 11：中美小盘市盈率对比

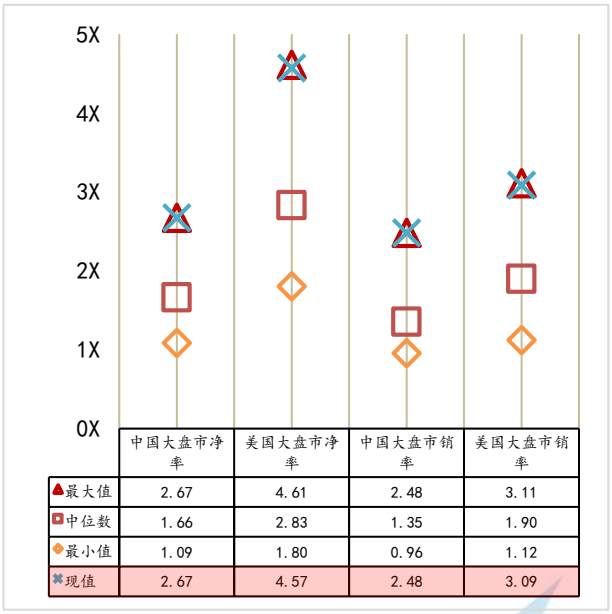


	中国小盘市盈率	美国小盘市盈率
最大值	32.40	
中位数	15.52	29.46
最小值	8.18	18.62
现值	19.05	86.91

数据来源：Wind，中航证券研究所

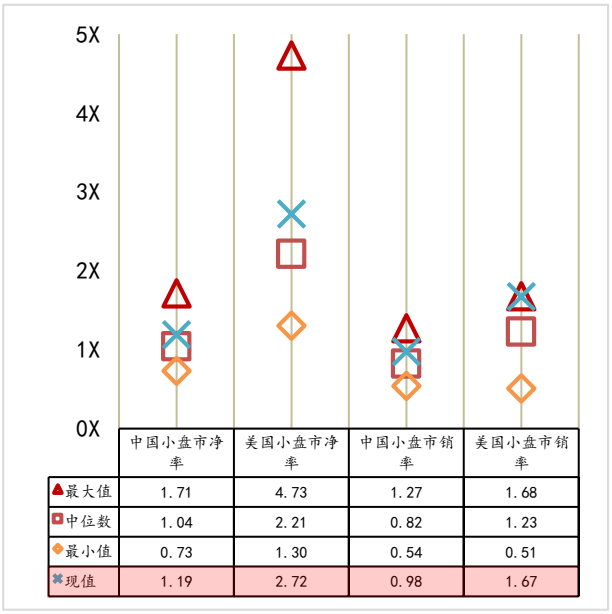
注：美国小盘市盈率最大值受极端值影响，不做参考

图 12：中美大盘市净率市销率对比



	中国大盘市净率	美国大盘市净率	中国大盘市销率	美国大盘市销率
最大值	2.67	4.61	2.48	3.11
中位数	1.66	2.83	1.35	1.90
最小值	1.09	1.80	0.96	1.12
现值	2.67	4.57	2.48	3.09

图 13：中美小盘市净率市销率对比



	中国小盘市净率	美国小盘市净率	中国小盘市销率	美国小盘市销率
最大值	1.71	4.73	1.27	1.68
中位数	1.04	2.21	0.82	1.23
最小值	0.73	1.30	0.54	0.51
现值	1.19	2.72	0.98	1.67

数据来源：Wind，中航证券研究所

行业角度，目前 A 股在行业上估值分化明显，部分行业估值已达顶点。横向对比，A 股部分行业的估值水平高于美股市场，其中多集中于消费行业和生物医药行业，其他行业 A 股估值相对美股处于低位。纵向对比，我们通过统计 2010 年至今的行业历史估值及分位，发现目前估值分位分化严重。其中食品饮料、休闲服务、家用电器的估值分位已基本处于历史最高位，而房地产、建筑装饰、商业贸易、公用事业等则处于历史低位。

图 14：中美行业市盈率对比

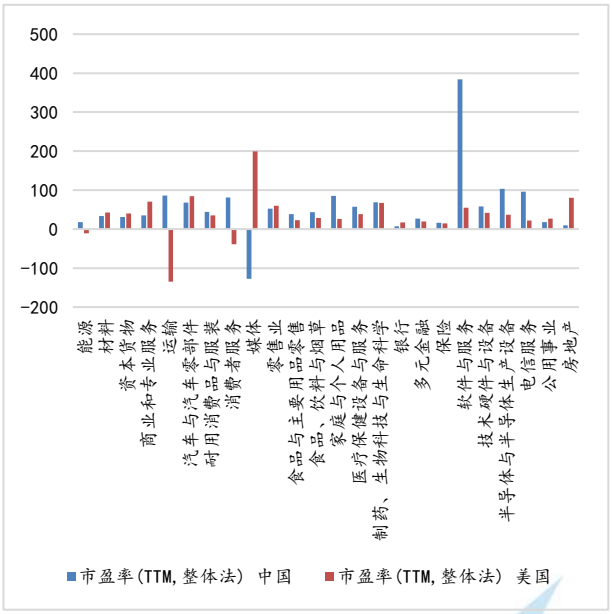
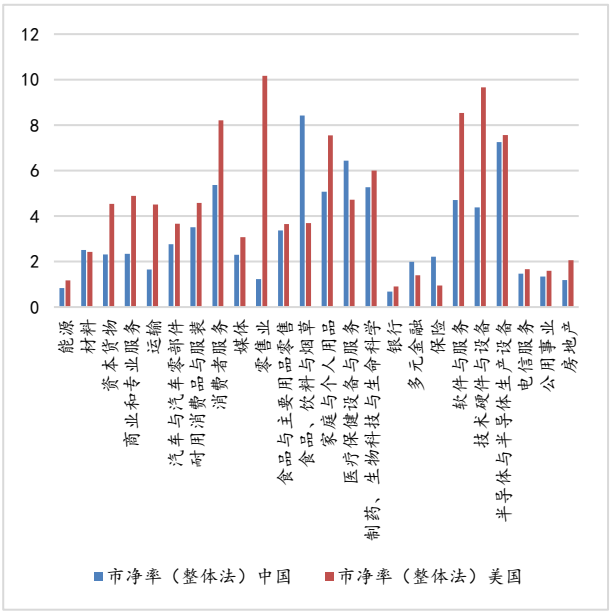


图 15：中美行业市净率对比



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 16：中美行业市销率对比

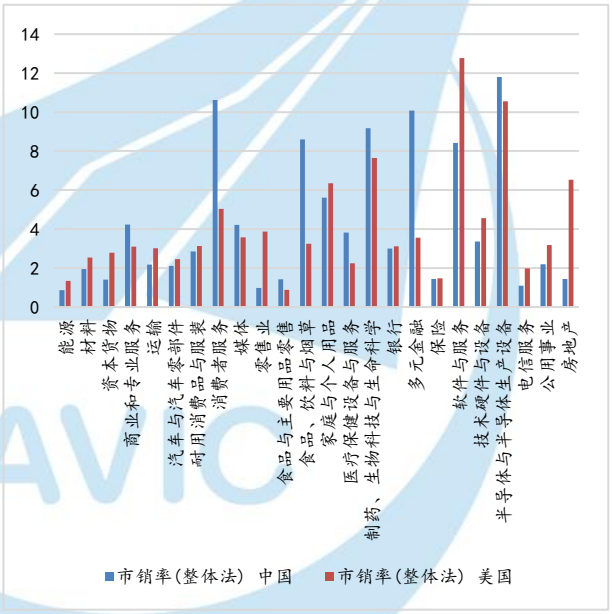
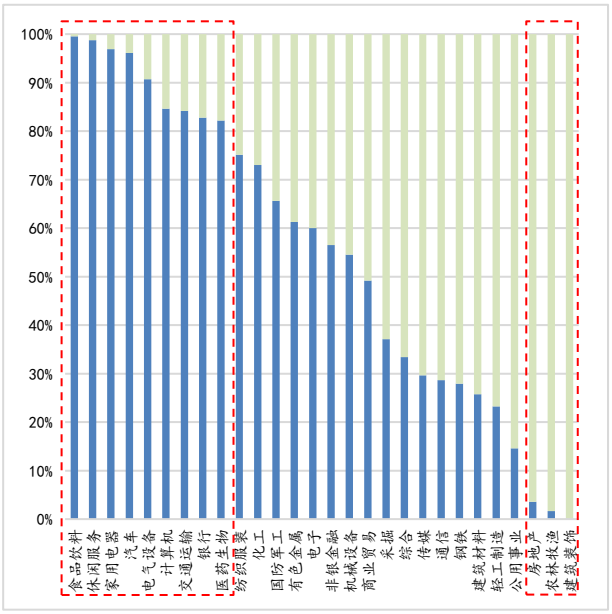


图 17：中国 A 股各行业市盈率分位水平



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 18：中国 A 股各行业市净率分位水平

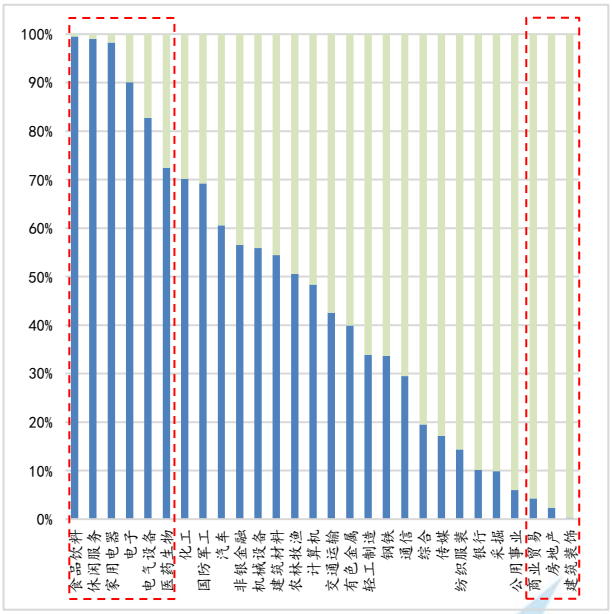
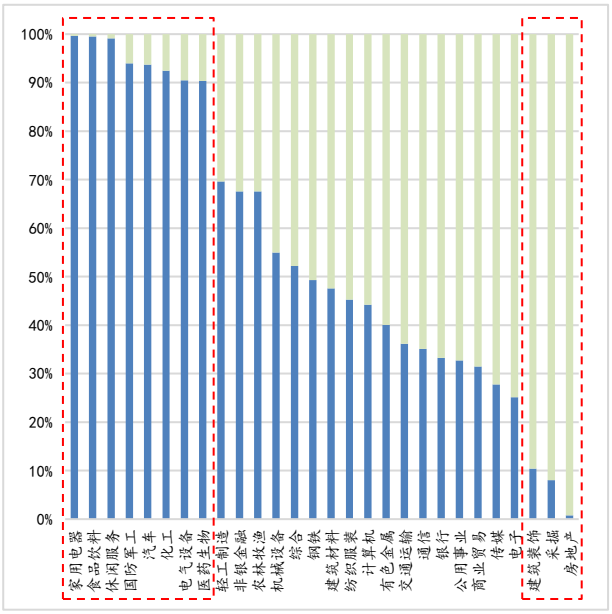


图 19：中国 A 股各行业市销率分位水平



数据来源：Wind，中航证券研究所

二、量化模型显示部分因子过于拥挤

我们从量化因子库中选取了各类风格具有代表性的一些因子，并构建了各因子值前百分之三十等权重的股票组合来计算各因子的风险溢价。风险溢价等于投资组合收益率与无风险收益率的差额，我们使用整体法，即组合整体的归母净利润与总市值之比来代表因子的收益率，使用历史每个对应日期的中债国开债十年到期收益率作无风险收益率。由于归母净利润以季度的频率披露，因此我们每个季度对组合进行一次调整，计算了从 2010 年第一季度到现在各因子的风险溢价。

从计算的结果来看，**对数流通市值，净利润增长率，净资产收益率，12 月累计收益这四个因子的风险溢价目前已经同时达到了历史分位的 20%以下。这四个因子同时进入极端区间的情况近十年内只有在 2015 年发生过一次，概率极低。**当一个因子的风险溢价降到低点意味着该因子的收益风险比较低。当前大市值、绩优、强动量已经同时出现了超买的现象，这三个因子指向的确定性溢价交易已经非常拥挤。

另一方面，市盈率和股息率因子当前的风险溢价处于历史较高分位，即低估值和高股息的股票偏超卖，因子的拥挤度较低，处于收益风险比较高的位置。而除此之外其余的因子目前都处于较为中性的状态。

图 20：对数流通市值（规模）风险溢价

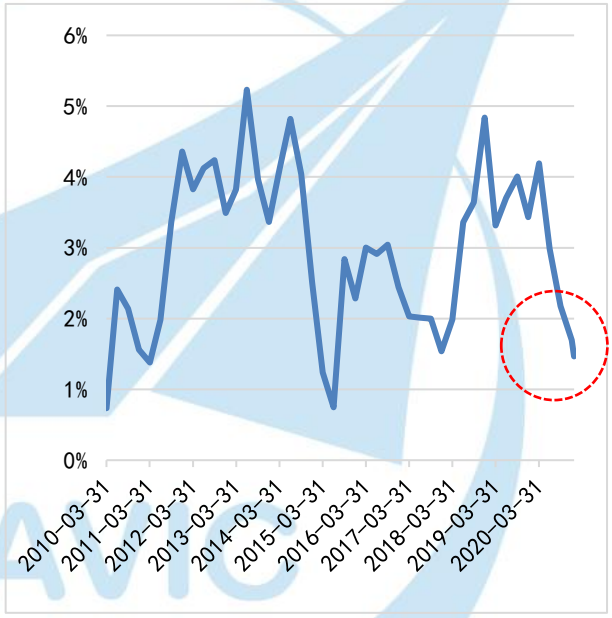
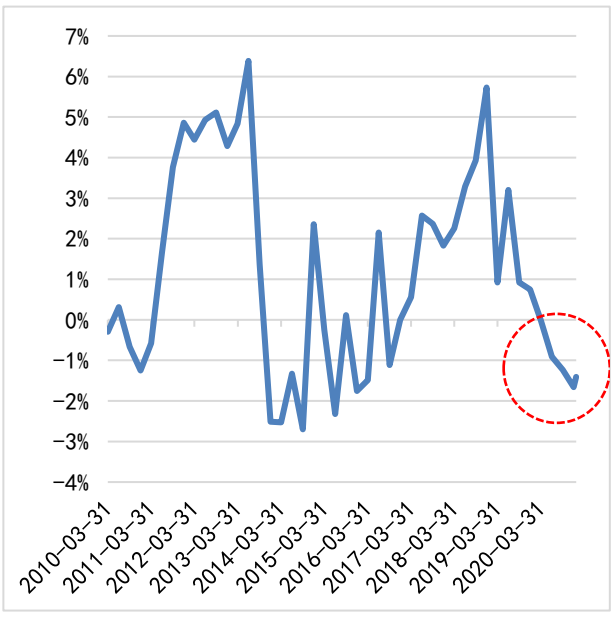


图 21：12 月累计收益（动量）风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 22：净利润增长率（成长）风险溢价

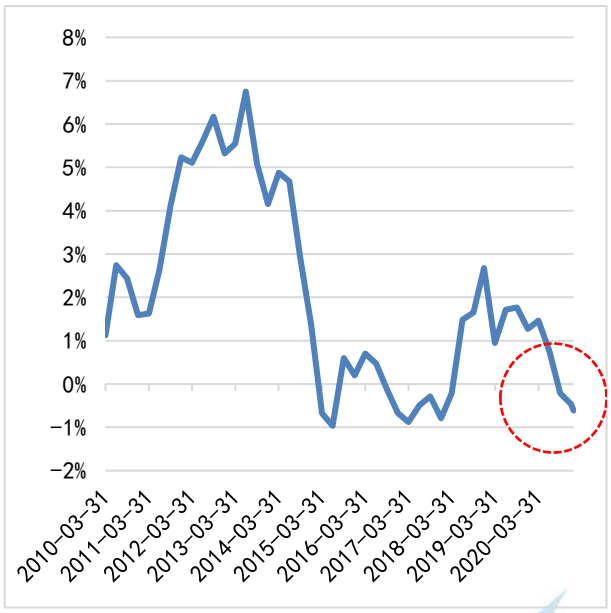
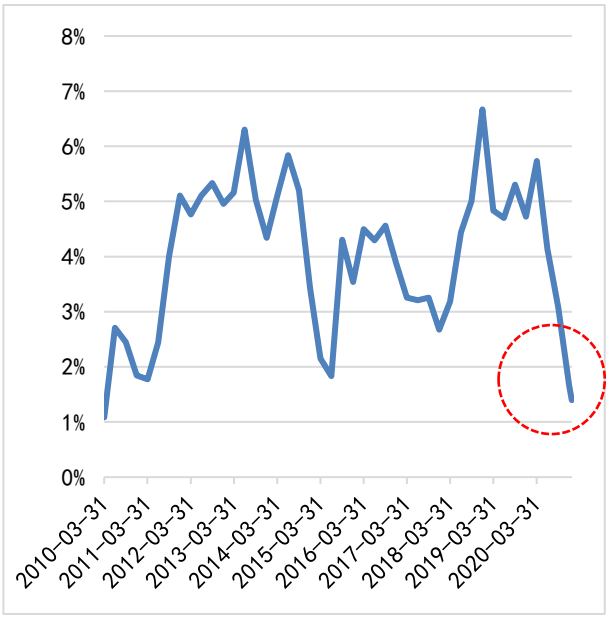


图 23：净资产收益率（盈利）风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 24：近 12 月股息率（分红）风险溢价

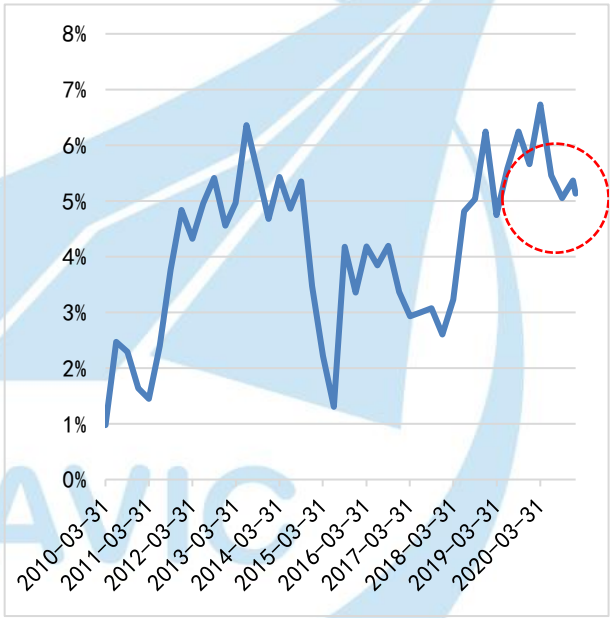
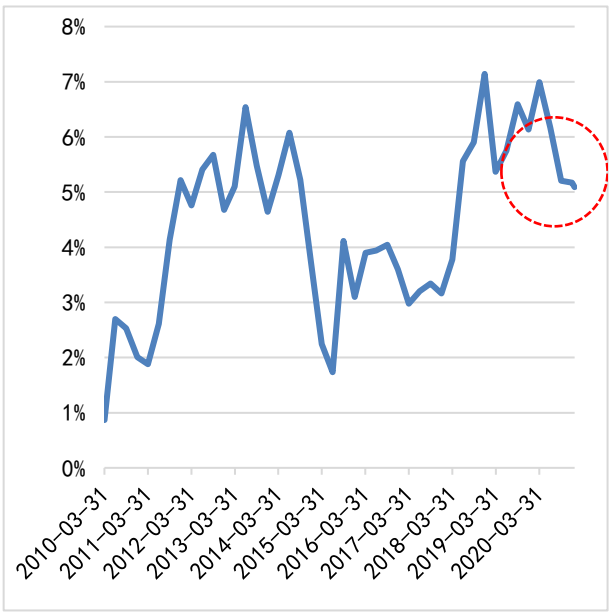


图 25：市盈率（估值）风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 26：十日平均换手率（流动性）风险溢价

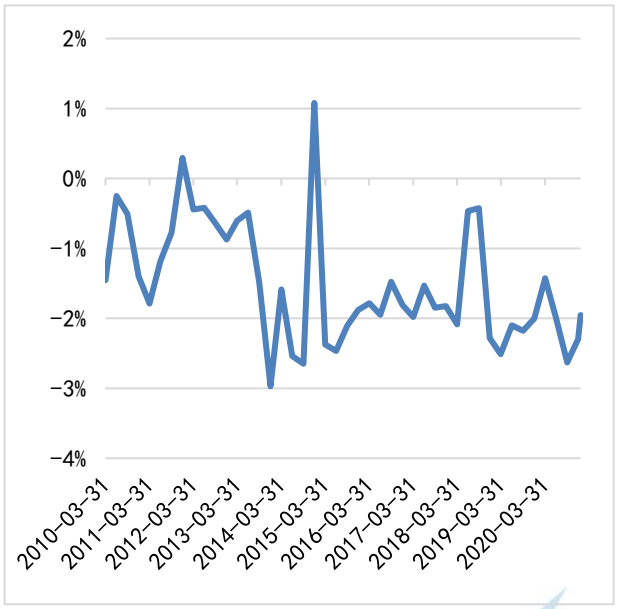
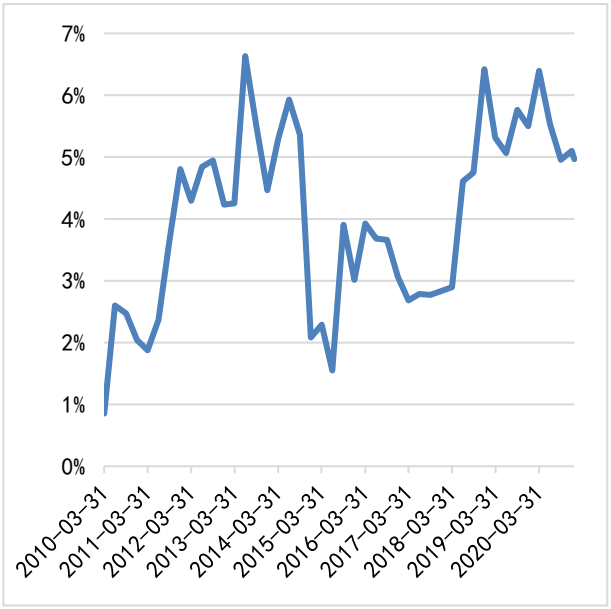


图 27：60 日收益方差（风险）风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所

图 28：前五大股东持股比例（股东）风险溢价

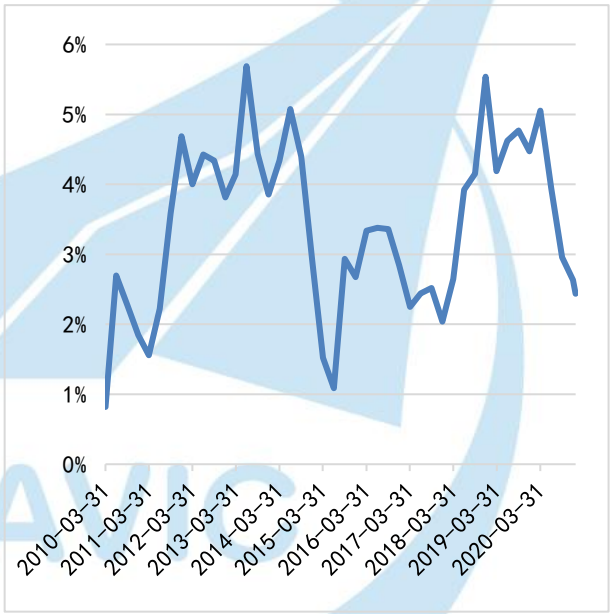
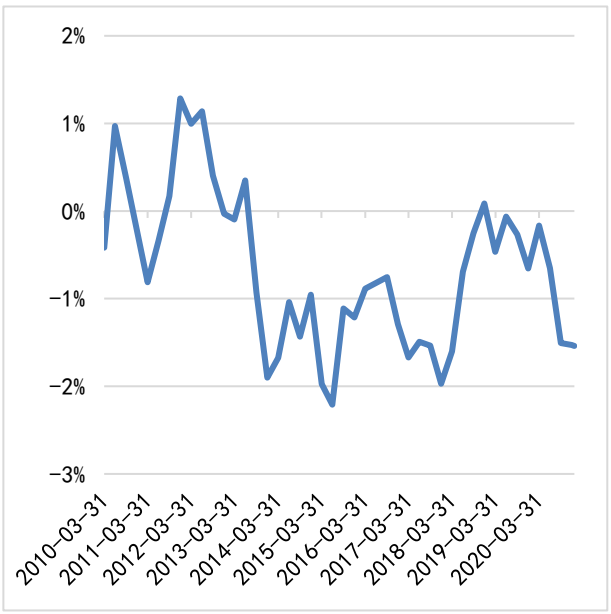


图 29：资产负债率（杠杆）风险溢价



数据来源：Wind，中航证券研究所

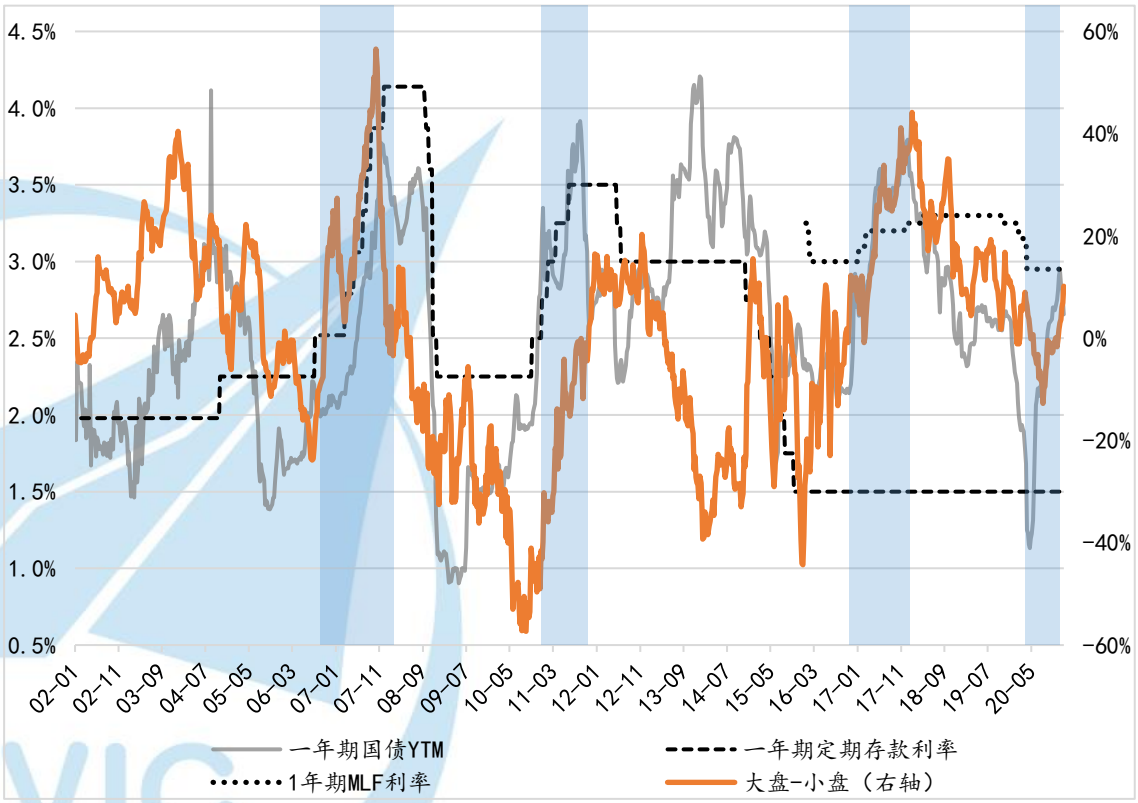
三、高性价比的方向

在 A 股整体不贵，但风格和行业的结构分化日趋极端的市场情况下，该如何进行配置？我们认为有两种配置逻辑，第一种，寻找 A 股内部板块轮动机会。第二种，南下寻找港股投资机会。

3.1 寻找 A 股内部板块轮动机会

经济复苏和工业物价上涨的中期背景下，利率延续上涨可能继续驱动大市值跑赢。大市值的抱团可能继续，但下一步上涨的中心可能从食品饮料和医药转移到大金融。我们建议关注能够受益于市值因子的银行和保险。目前银行和保险的估值水平仍然不高，并且两个行业也存在业绩改善的逻辑。

图 30：利率变化驱动风格轮动



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

银行业的“价”和“质”两个层面的改善预示着盈利的向好。“价”方面，货币政策感受指数已开始下降，银行向实体经济部门的贷款定价预计将会同步回升。而银行向实体经济部门的贷款定价与净息差呈现较高的相关度，净息差或也将随贷款定价的回升而走阔。“质”方面，去年信用事件和延期还本付息政策退出所带来的信用风险整体可控，今年银行资产质量预计将保持平稳。

图 31：人民币贷款利率或将随货币政策感受指数下降而上升

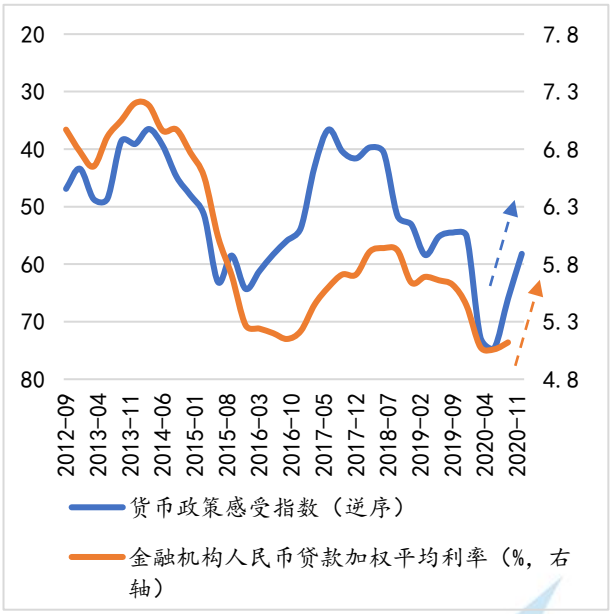
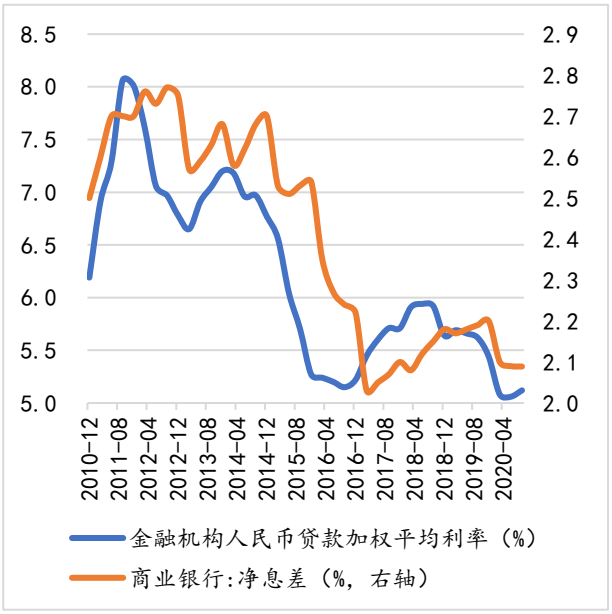


图 32：银行净息差随人民币贷款加权平均利率变化

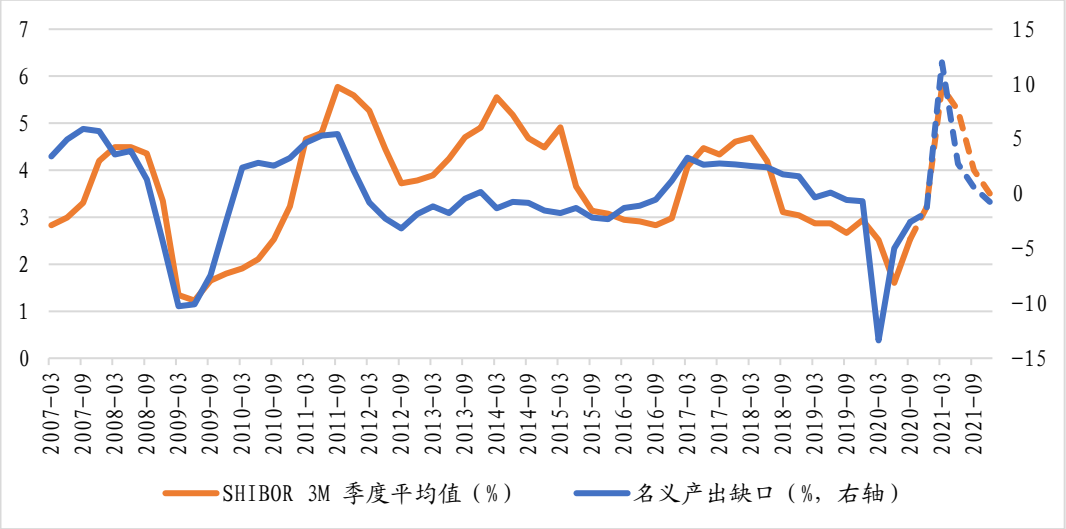


数据来源：Wind，中航证券研究所整理

保险企业的负债端和资产端可能也会在 2021 年同步改善，在盈利上为保险行业的上涨提供支撑。负债端，低基数效应下的行业 2021 年“开门红”或将大概率带动保费的超预期增长，而资产端则在利率中期上涨的逻辑下将有利固收类资产的收益率，从而使利差扩大。

在布局低估值、大市值的银行保险的同时可以提前布局左侧小市值机会。我们在 2020 年 11 月 29 日发布的《一季度股债或继续分化，维持股优于债的判断》中通过 HP 滤波法测算的名义产出缺口与代表市场名义利率的 SHIBOR3M 存在较强的相关性。根据目前市场的一致预测，GDP 同比将会在今年第二季度开始走低，我们所测算的名义产出缺口也将向下，并带动无风险收益率的下降。当无风险利率发生逆转时，大小盘收益率或再次发生轮换，小盘收益率获得相对优势。

图 33：产出缺口与名义利率的测算



数据来源：Wind，中航证券研究所

3.2 南下寻找港股投资机会

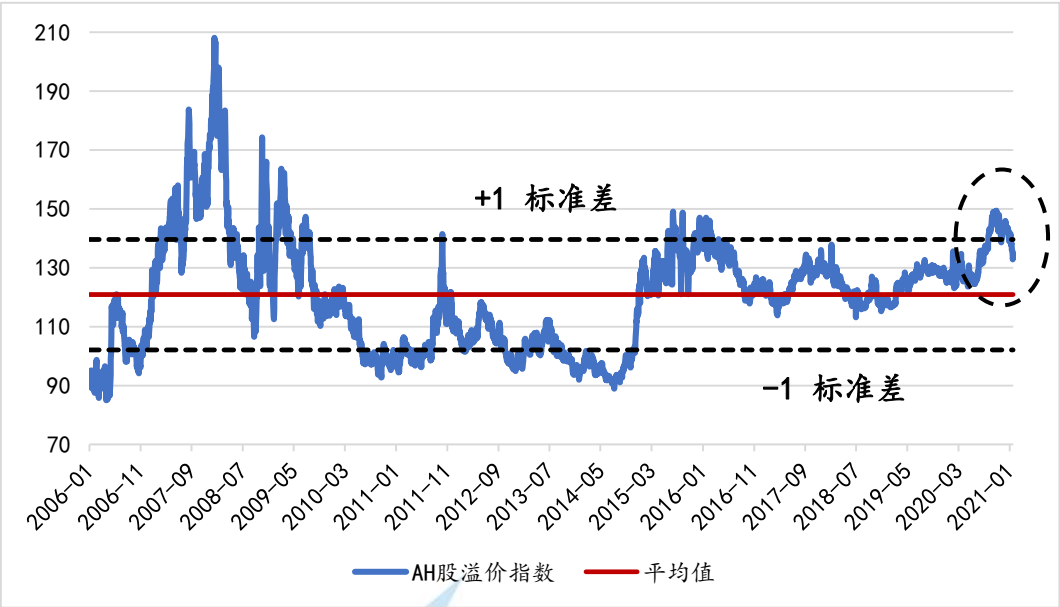
近期大量资金南下，港股呈现出脉冲式上涨行情，市场上对南下逻辑的关注度不断提高。

市场上有观点认为恒生指数的市盈率比上证指数低，港股的低估值是配置港股的核心逻辑。但我们认为这一观点存在缺陷：港股实际并不便宜。

目前恒生指数成分股为 52 只，不能与涵盖所有上交所上市公司（剔除 ST）的上证综指进行对标。恒生指数应该与上证 50 指数对标。截至 1 月 22 日，恒生指数动态市盈率（PE-TTM）为 17.3 倍，高于上证 50 指数的 14.6 倍。我们所计算的香港市场前 300 只市值最大股票的整体法市盈率为 17.23 倍，高于可以对标的沪深 300 指数的 16.96 倍。

此外，AH 溢价目前已经降到历史一个标准差以内。

图 34：AH 溢价指数已降到历史一个标准差以内



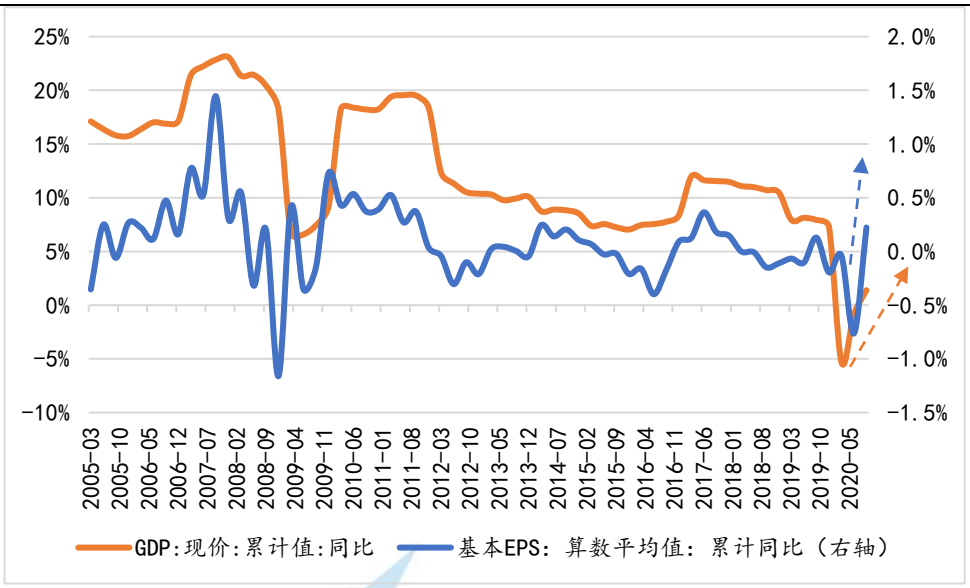
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

虽然估值水平不具备明显优势，但**我们从基本面和流动性两项因素判断，港股目前确实存在配置价值。**

3.2.1 基本面因素

港股盈利水平和中国 GDP 增长存在显著关系，说明中国经济增长提速或者放缓对港股整体盈利水平的高低有较为明显的解释力度。由于 2020 年疫情因素所产生的低基数效应，在一致性预期上中国 GDP 累计同比增长将会在去年全年 2.3%的基础上上扬。所以据此推算，1 季度港股 EPS 同比也将在去年的基础上上升，在盈利端推动港股价格的上涨。

图 35：中国 GDP 和港股市场 EPS 呈现较强的增长相关性

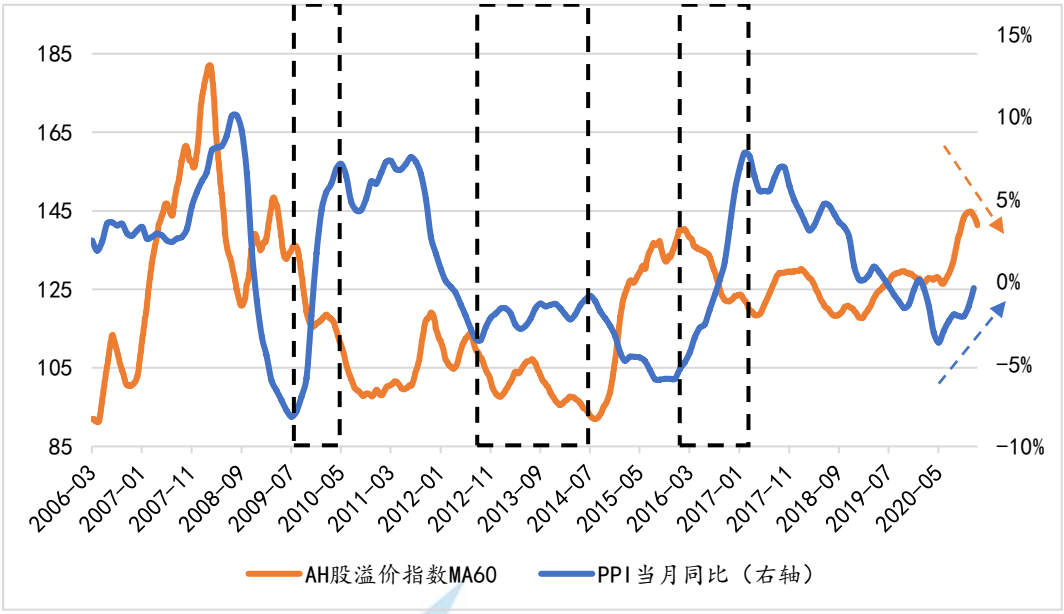


数据来源：Wind，中航证券研究所整理

历史数据显示 PPI 上升时 AH 股溢价下降。在 2020 年 11 月 29 日发布的《一季度股债或继续分化，维持股优于债的判断》报告中，我们基于库存周期中 M1 同比领先 PPI 同比两个季度的规律判断，PPI 将会在 2021 年的一二季度继续维持上升趋势。AH 股的溢价可能也会随着 PPI 的上升而在一二季度呈现收窄的趋势。

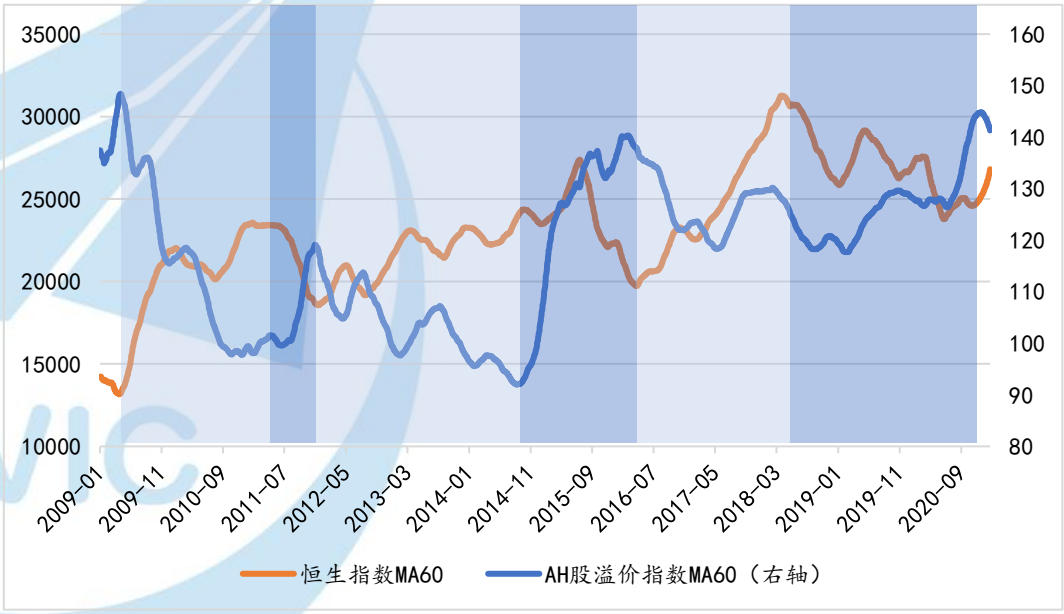
而 AH 股溢价指数则与以恒生指数为代表的港股价格呈现负向关系（图 37）。所以整体来看，若 2021 年一二季度 PPI 同比继续扩大，则在以 AH 股溢价指数为纽带下，推动港股继续走高。

图 36：每当 PPI 从深度负值向上恢复时，都伴随着 AH 溢价的收窄



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

图 37：AH 股溢价指数和恒生指数走势呈现负向关系

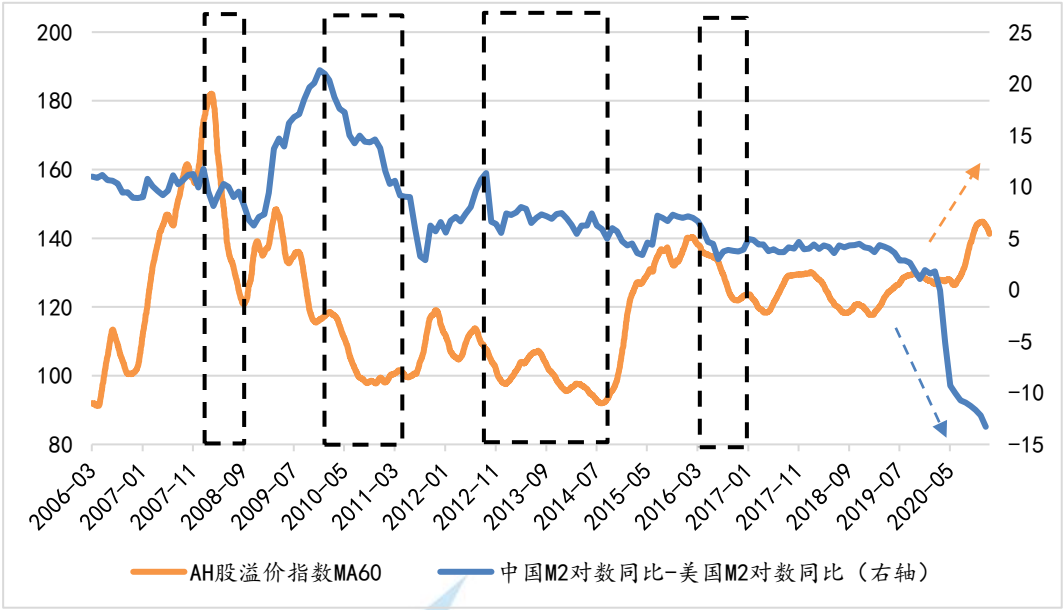


数据来源：Wind，中航证券研究所整理

3.2.2 流动性因素

历史上中美 M2 相对增速上升（下降）时，AH 股溢价呈现同步上升（下降）趋势。新冠疫情下美联储重启量化宽松政策，推动了美国 M2 同比的大幅增长，导致中美 M2 相对同比增速快速下降。虽然 AH 股溢价指数已经从高点拐头向下，但目前中美 M2 增速差的大幅走低仍未在 AH 股溢价指数上充分体现。

图 38：每当中国货币政策相对美国收紧时，AH 股溢价收窄



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

3.2.3 本轮港股机会的边界

我们认为基本面和流动性是港股上涨的驱动因素，目前来看港股确实存在配置价值。但基本面和流动性层面的指标也是判断本轮港股投资机会边界的要素，需要持续跟踪中国 GDP、PPI 同比和中美 M2 增速差的拐点。

基本面上，中国 GDP 一致性预期的累计同比高点在 2021 年第一季度，后续同比增速将会放缓。PPI 同比的高点或出现在第二季度，后续同比增速也将会阶段性下降。流动性层面上，虽然近期美联储主席鲍威尔表态，“现在不是讨论退出的时机”（Now is not the time to be talking about exit），表明缩表尚未提上美联储的议程，还将维持每月 1200 亿美元的资产购买计划。但高基数效应下，美国 M2 的增速仍大概率会在 3 月份开始下降，在中国流动性保持合理充裕的状况下，预计第二季度开始美中 M2 增速差或将会有所缩窄。

综上所述，我们认为当下不应该担心 A 股整体泡沫化的问题，但需要警惕部分板块交易过度拥挤带来的风险。在利率上行周期结束前，大市值抱团大概率会延续下去，但上涨的中心有可能转移至广义顺周期，其中银行保险尤其值得关注。此外，EPS 扩张和 AH 溢价收敛推动港股上涨的逻辑非常顺畅，建议继续参与。

风险提示：疫苗效果不及预期，经济复苏不及预期。

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。