

策略点评 20230514

如何理解当前 A 股的“类期权”状态？

2023 年 05 月 14 日

期权，顾名思义，投资者买入一个期权，最大损失为期权费，而最大收益弹性远高于期权费，我们经过论证，将当前的 A 股描述为“类期权”状态，即，向下空间有限，而潜在向上空间较大。

证券分析师 陈刚

执业证书：S060052304001

■ 从风险溢价角度看当前 A 股“类期权”状态

当前，截至 2023 年 5 月 12 日，沪深 300、上证指数、万得全 A 风险溢价为 5.57%、4.78%、2.87%，均明显高于过去 20 年均值 3.85%、2.58%、1.41%，接近均值+1STDEV 的 6.18%、5.05%、3.25%。

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

我们做一个简单测算，过去 20 年，在比当前风险溢价更高的任何一个交易日随机买入 A 股，持有 6/12/24 个月获得正收益概率是沪深 300（69.4%/74.4%/83.4%），上证指数（75.5%/81.9%/90.1%），万得全 A（82.5%/87.8%/93.7%）。

进一步的，过去 20 年，在比当前风险溢价更高的任何一个交易日随机买入 A 股，持有 6/12/24 个月，并且获得持有 6 个月绝对收益率大于 5%/持有 12 个月绝对收益率大于 10%/持有 24 个月绝对收益率大于 20%来测算，概率是沪深 300（56.2%/48.7%/62.5%），上证指数（56.7%/47.9%/57.8%），万得全 A（66.7%/64.7%/68.3%）。

相关研究

《“起舞的大象”投资组合推荐报告》

2023-05-10

《又见“大象起舞”，这次如何演绎？》

2023-05-07

综合以上数据测算，当前 A 股处于风险溢价优势区间，买入并持有 A 股具有较好的胜率赔率组合，有明显的中长期性价比，根据具体胜率和赔率的组合情况来看，当前 A 股类似于“期权”的状态，即向下空间和可能性均较小，向上的空间和可能性均较大。

■ 从基本面角度看当前 A 股“类期权”状态

基本面角度，当前正处在社融-企业盈利传导的阶段。

在一季度社融超预期增长后，4 月份社融显著回落，从数据来看，一季度社融增速达到 20.5%，前 4 个月累计同比增速达 21.3%，居民短贷转负，长贷新低，但我们建议不要过分关注单月数据的波动：

一方面，一季度社融放量后季节性回落时有发生；

另一方面，当前季度以上级别社融增速仍然在回升通道，而通常传导路径是社融-企业盈利-居民收入-居民消费，每个节点传导顺利与否在于企业和居民信心强度，疫情三年企业和居民信心受到冲击后，恢复的速度显然要低于政策驱动下金融数据的恢复速度，一季度工业企业盈利增速 -21.4%，历史上诸如 2012Q2、2015Q3 和 2019Q1 社融明显转正后，传导到企业盈利端大概是滞后 2 个季度，而近期诸多数据如 PMI、CPI/PPI、地产、进出口等数据均开始疲软，说明传导尚未完成第一阶段，与 428 政治局会议表述“当前经济好转是恢复性的，内生动力还不强，需求仍不足”是一致的，因此，后续基于内需、信心等结构性政策可以期待。

但基于交易角度而言，在社融-企业盈利传导的过程中博弈落脚点在于信心和内需恢复的速度和对应政策出台，该阶段大概率处于季度级别下行空间较为有限但有一定上行弹性，如 2012Q2、2015Q3、2019Q1 后一个季度、两个季度市场（沪深 300）涨幅分别为 -6.85%/16.49%/-1.21%、2.49%/0.47%/-1.49%。

因此，从基本面的角度来看，当前处在社融-企业盈利传导阶段，消费和投资信心不足，但可博弈后续信心恢复速度以及结构性政策继续出台的阶段，属于“类期权状态”。

■ 从流动性角度看当前 A 股“类期权”状态

流动性角度，当前 A 股正处在场外流动性充裕但场内资金存量博弈阶段。

- ✓ 年初以来，十年期国债到期收益率从高点 2.934%持续下行至当前 2.706%。
- ✓ CPI 和 PPI 同比均接近十年最低区间。
- ✓ 固定收益类理财产品，7 日年化收益率中位数从年初 3.01%下降至当前 2.42%。
- ✓ 一季度居民新增存款 9.9 万亿，创了 2005 年有可比数据以来的最大单季度新增存款量；
- ✓ 我们构建的参考指标，M2 同比-(CPI+PPI) / 2 同比-百城住宅价格指数同比，相对于股票市场走势的背离达到了十年来最大值区间。
- ✓ 而年初来几路资金中，包含融资余额、重要股东净减持、新发基金（股票+混合）、IPO 再融资、北上合计净额增量为-1837 亿。

以上数据意味着 A 股场内流动性和场外宏观流动性目前背离达到了较为极致的区间，换言之，当前 A 股流动性角度来看，未来场内流动性进一步萎缩可能性较低，而随着政策的发力，例如近期银行协定存款利率上限降低等措施，以及后续疏导信心政策的出台，宏观流动性向 A 股资金面传导的进程将加快。

因此，基于流动性角度，当前 A 股资金面处于“类期权”状态。

总结来看，我们从风险溢价、基本面和流动性三大角度论证了当前 A 股正处于“类期权”状态，当前买入 A 股的中期胜率和赔率处于较为明显的优势区间，从方向和配置上来看，优先选择低估值/高分红/中特估/一带一路主线进行配置，我们延续在上周周报《又见“大象起舞”，这次如何演绎？》中提出的观点，当前低估值风格从催化、经济、流动性等各个方面均类似于 2014 年，此外，科技股行情贯穿全年，但支撑科技股更大级别行情则需要资金面正反馈形成后增量资金的流入，而低估值板块在完成带动指数上行的角色前，仍然较为可观的上涨空间。

- 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1: 当前 A 股市场的风险溢价处于优势区间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

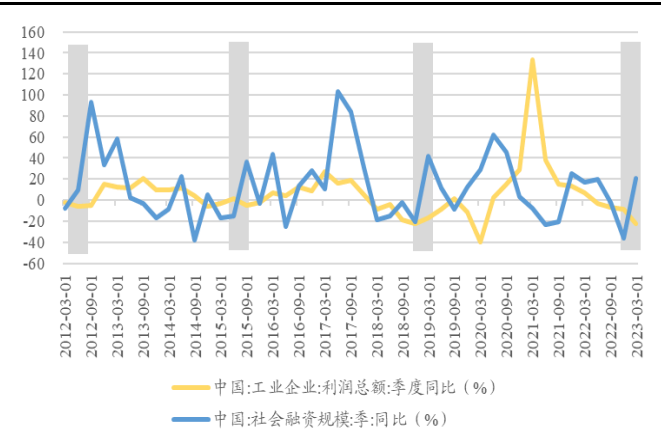
图2: 当前风险溢价水平和过去 20 年高于当前风险溢价水平阶段买入 A 股对应收益率情况

	沪深300	上证指数	万得全A	低市盈率指数(申万)
当前	5.57%	4.78%	2.87%	12.80%
过去20年均值	3.85%	2.58%	1.41%	6.01%
标准差	2.33%	2.47%	1.84%	3.77%
均值+1STDEV	6.18%	5.05%	3.25%	9.79%
	沪深300	上证指数	万得全A	低市盈率指数(申万)
6个月正收益	69.44%	75.47%	82.54%	74.74%
12个月正收益	74.43%	81.91%	87.84%	83.99%
24个月正收益	83.37%	90.12%	93.66%	88.67%
	沪深300	上证指数	万得全A	低市盈率指数(申万)
6个月收益大于5%	56.24%	56.65%	66.74%	61.23%
12个月收益10%	48.65%	47.92%	64.66%	53.01%
24个月收益20%	62.47%	57.80%	68.30%	59.04%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

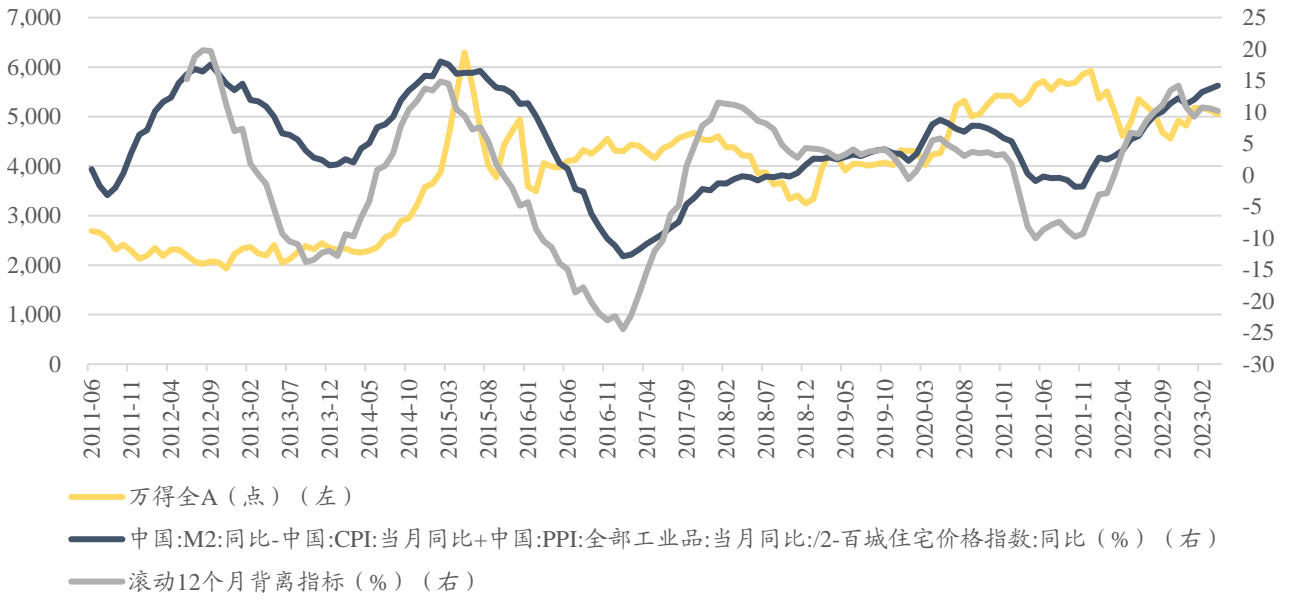
注: 当前数据截至 2023 年 5 月 12 日

图3: 当前正处在社融-企业盈利传导的阶段



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: A股场内和场外目前临流动性背离达到了较为极致的区间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

宏观流动性和A股背离指标=12个月趋势差{M2同比-(CPI+PPI)/2同比-百城住宅价格指数同比}-WIND全A 12个月滚动收益率差

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>

