

策略周评 20230827

破局的可能性

2023年08月27日

近期市场情绪相对较弱，北向资金持续流出，主要宽基指数持续下跌，但也不乏主题热点的机会，投资者普遍对于当下的市场感到困惑，在行业走势和风格走势分化、市场感知的政策效用边际降低的环境下，A股破局的可能性在哪？

■ 再论美债收益率，国别资金流动下的股债收益模型启示

很多研究分析人员对于A股构建过股债收益模型，根据市场通用的股债收益模型，包含权益风险溢价和股票分红-债券收益率差，均已显示当前股票资产到了一个极具性价比的阶段，但作为国内资金的股债大类配置模型，无法解释北向资金持续流出。

为此，我们引入国别资金流动的股债收益模型，基于以下前提：

1. 北向资金和内资机构作为过去几年结构性景气牛的主力定价资金；
2. 2022年3季度以来，公募新发基金持续走弱，从2019年至2021年上半年的资金面正反馈逐步向负反馈切换；
3. 北向资金决策行为不仅基于对于中国的基本面预期，还基于跨国别大类配置模型，如股债（美债）收益差；
4. 中国的十年期国债收益率下行且波动率降低，美国十年期国债收益率上行且波动率增加。

■ 根据以上前提，我们做如下分析：

1. 我们测算出，自2022年7月开始，以沪深300/中国十年期国债和沪深300/美国十年期国债的股债收益差开始出现背离，背离的原因主要为美债收益率快速上行导致。
2. 此外，基于十年期美债测算出的股债收益差在历史高位，处于均值+1倍标准差和2倍标准差之间，而基于十年期中国国债测算出的股债收益率差在历史低位，处于均值-2倍标准差附近；
3. 以上测算结果显示，全球资产增加美债配置从收益表现的角度来看是合理选择；
4. 北向资金和内资机构作为过去几年结构性景气牛的主力定价资金，北向资金在美债收益率高企的环境下降低对A股的配置，而内资机构由于2022年3季度以来新增资金疲弱导致正反馈逐步向负反馈切换，以上两股边际资金逐步恶化；
5. 过去几年结构性景气牛导致以上两股定价资金集中持仓于部分板块，边际资金逐步恶化对于板块的估值影响较大，从而表现为机构和北向资金持仓较低的风格（小盘股，主题）和板块具有明显相对收益。

■ 基于以上前提和分析，我们做如下推演和结论：

1. 当前A股走势基于内部政策和基本面预期，以及外部美债收益率变化，共同决定A股走势和涨跌幅度。
2. 市场对于外部因素如过去一年多以来美债收益率的变化对A股的负面影响偏低估。
3. 而边际资金逐步恶化带来资金面负反馈，使得过去几年景气牛阶段的相关板块跌幅可能超出了市场对于基本面走弱的理解，市场倾向于将跌幅更多归结于基本面预期的变化，而更少归结于美债收益率上行以及资金面负反馈，意味着对内部基本面预期走弱可能偏高估，
4. 因此，基于美债和中债的股-债收益率差的背离是造成2022年3季度以来北向流入趋缓甚至净流出的核心因素。

证券分析师 陈刚
 执业证书：S0600523040001
 cheng@dwzq.com.cn
 证券分析师 陈李
 执业证书：S0600518120001
 021-60197988
 yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《政策助力，A股市场将迎更大规模中长期资金入市》

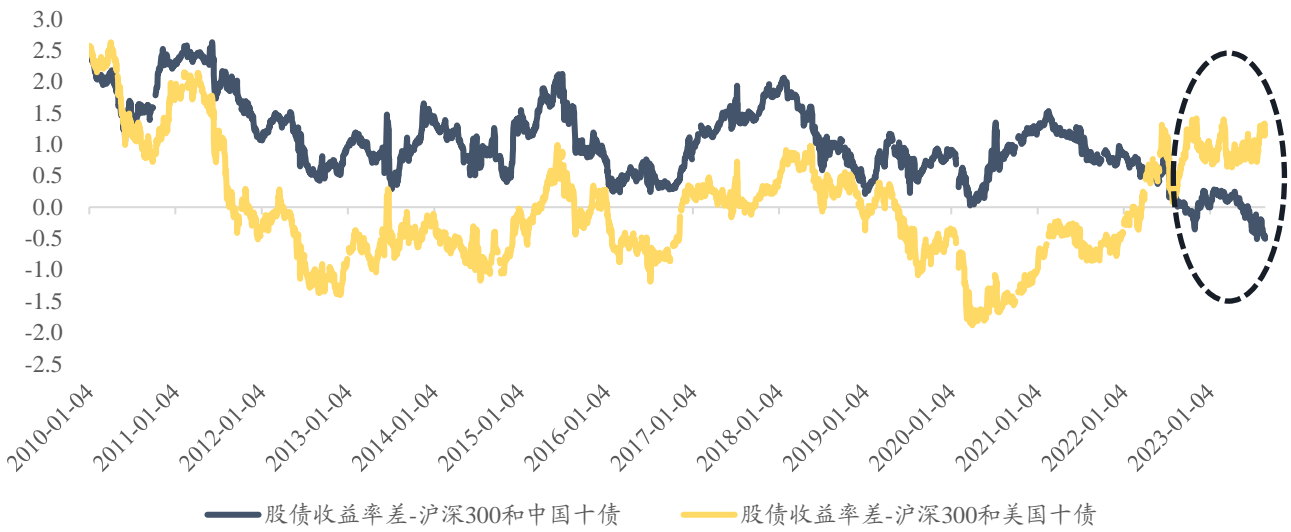
2023-08-25

《重新审视，当前市场是否处于“地量”？》

2023-08-20

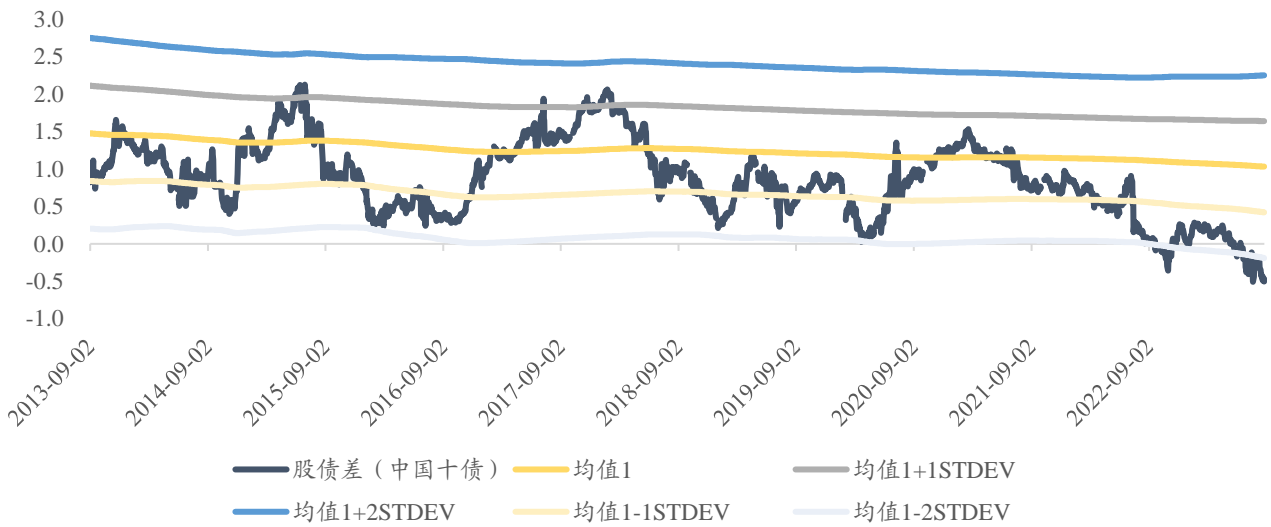
5. 美债收益率见顶回落极有可能是 A 股机构以及北向资金配置品种见底反转的直接促发因素，与 2021 年年初美债收益率见底上行带来相关板块的筑顶互为反向。
 6. 我们在过去多篇报告中阐述当前美债收益率正在筑顶的逻辑，基本面决策下，我们判断 8-9 月份可能是筑顶的重要时点，而若美债筑顶回落，则当前占优的主题投资风格/小盘风格可能发生风格切换。
- **风险提示：**美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1: 基于中债和美债的股债收益差出现背离 (单位: %)



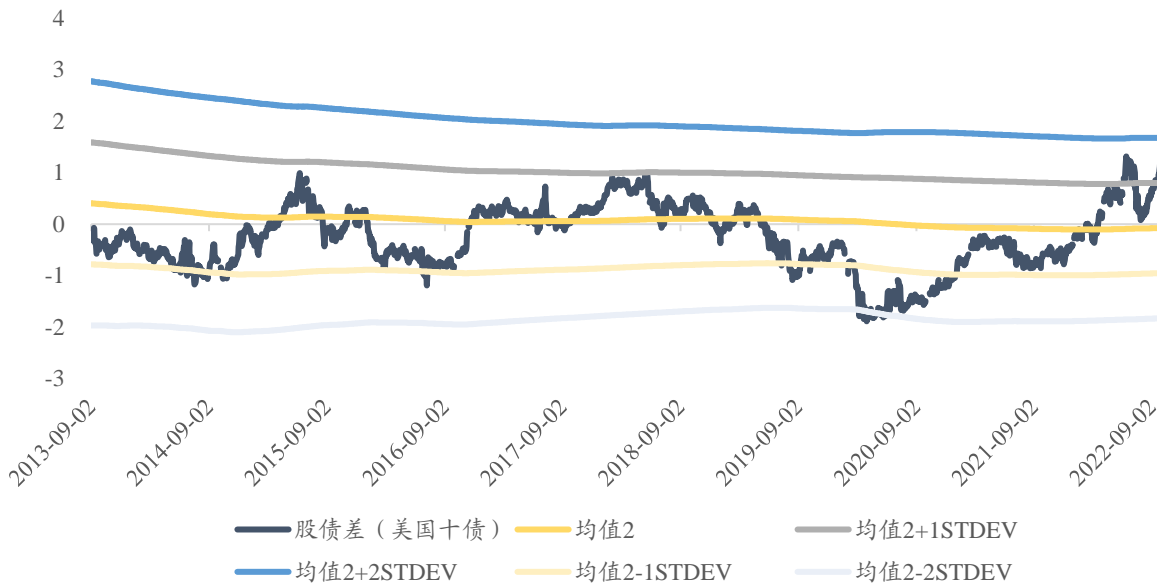
注: 股债收益差 (沪深 300 和中国十债) 为中国 10 年期国债收益率-沪深 300 股息率; 股债收益差 (沪深 300 和美国十债) 为美国 10 年期国债收益率-沪深 300 股息率
 数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 沪深 300 和中国十年期国债股债差 (单位: %)



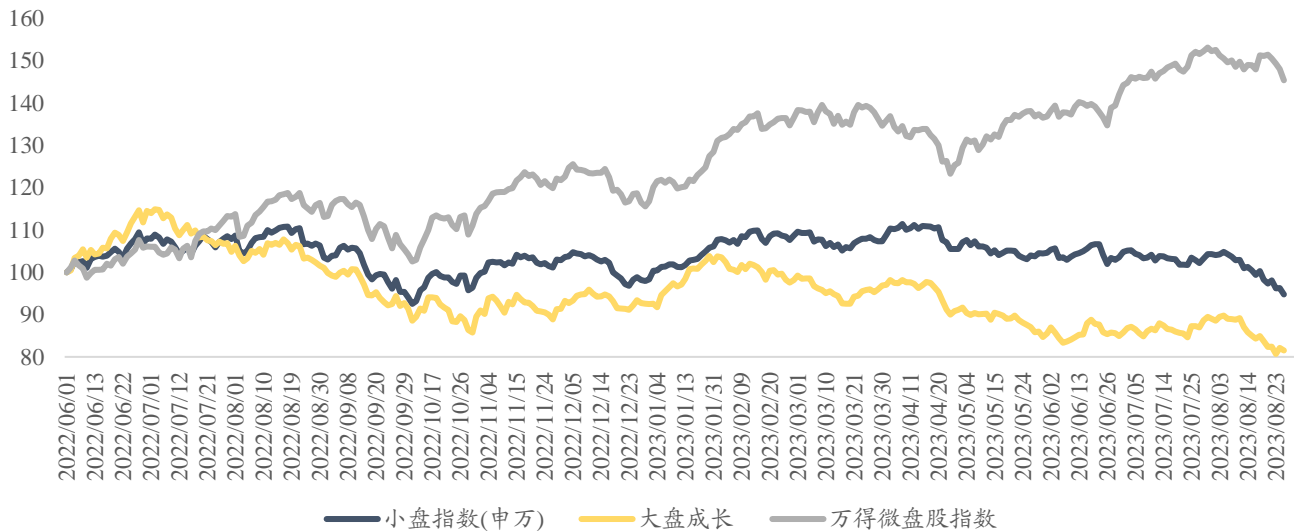
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 沪深 300 和美国十年期国债股债差 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022年三季度以来小盘风格明显跑赢 (单位: %)



注: 各指数均以2022年6月1日为基期进行标准化处理

数据来源: Wind, 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）），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>