

宏观

证券研究报告

2023年06月09日

当前市场的赔率是否极具吸引力？

综合赔率数据来看，我们认为目前 A 股无论是从中期性价比还是短期盈亏比的角度来看都已经开始具有配置价值，但由于主题板块之前的火热交易，所以赔率并没有高到极致。在剔除 AI 和中特估等主题行业后，估值（风险溢价）和情绪（拥挤度）相较去年四月底和十月底还有差距，但差距已经不大。

这意味着尽管避险情绪仍浓，但我们认为除主题板块外的 A 股部分（流通市值占比 61%），进一步下跌的空间已经逐渐消化；与此同时市场要想走出指数级别的反弹，仅靠便宜是不够的，需要后续政策面、基本面和外部环境中的一到两个因素发生变化，改变市场的悲观情绪和存量资金状况。

风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522100002
linyanyan@tfzq.com

相关报告

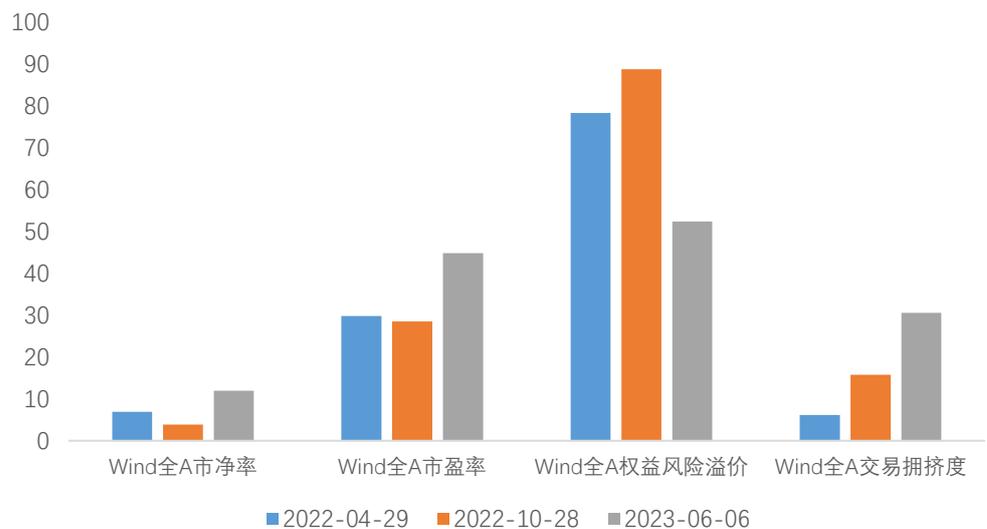
- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6 月第 1 周》 2023-06-04
- 2 《宏观报告：为可能的长期高利率做好准备-为可能的长期高利率做好准备》 2023-06-03
- 3 《宏观报告：宏观报告-我们可能正在经历一个短暂的信用收缩》 2023-06-01

我们在报告《当前市场的交易逻辑》(2023年5月7日)中强调“二季度宏观上基本面和政策面都难超预期，增量资金仍需等待，市场存量博弈走向极端后，情绪逐渐冷却也在情理之中”。报告发布至今(5月8日至6月8日)，Wind全A已经累计下跌超3%，市场情绪明显走弱。

那么市场是不是已经处在情绪和估值的底部，赔率是否已经极具吸引力了呢？我们从估值、风险溢价和交易拥挤度几个层面回答这个问题。

首先看Wind全A指数代表的市场整体情况，市盈率、市净率、风险溢价、交易拥挤度分别处在2010年以来的45%、12%、52%、31%的历史分位。估值和交易拥挤度都处在中低位置，但还谈不上极端，与去年4月底和10月底的绝对底部还有一些距离。从这方面看，我们认为，市场进一步下跌的空间不大，但也缺乏快速V型反转的条件。

图1：Wind全A估值和交易拥挤度都处在中低位置，但还谈不上极端（百分位数）

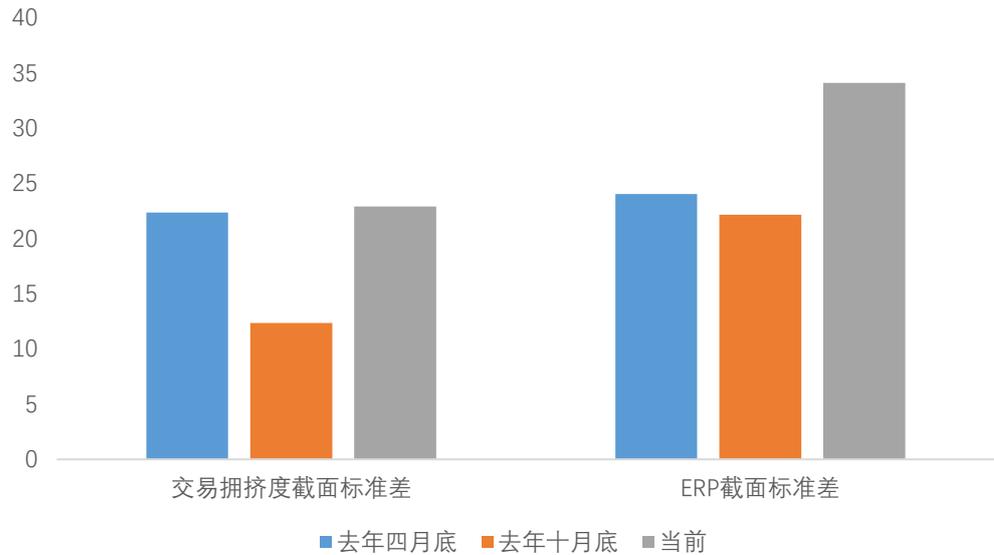


资料来源：Wind，天风证券研究所

二季度市场情绪分化严重。一方面，ChatGPT催化的AI板块和中特估催化的红利价值板块超额收益明显，情绪较为旺盛。另一方面，受经济复苏斜率走缓拖累的顺周期板块和前两年较为强势的新能源等行业持续回调。这种严重分化的问题在去年4月底和10月底时并不突出。

我们用标准差来代表各行业的估值和情绪的分化程度，可以看到当前一级行业的风险溢价和交易拥挤度的分化程度高于去年4月底和10月底时的情形，当时悲观情绪在各行业是基本一致的，但现在行业之间的情绪差异依然较大。

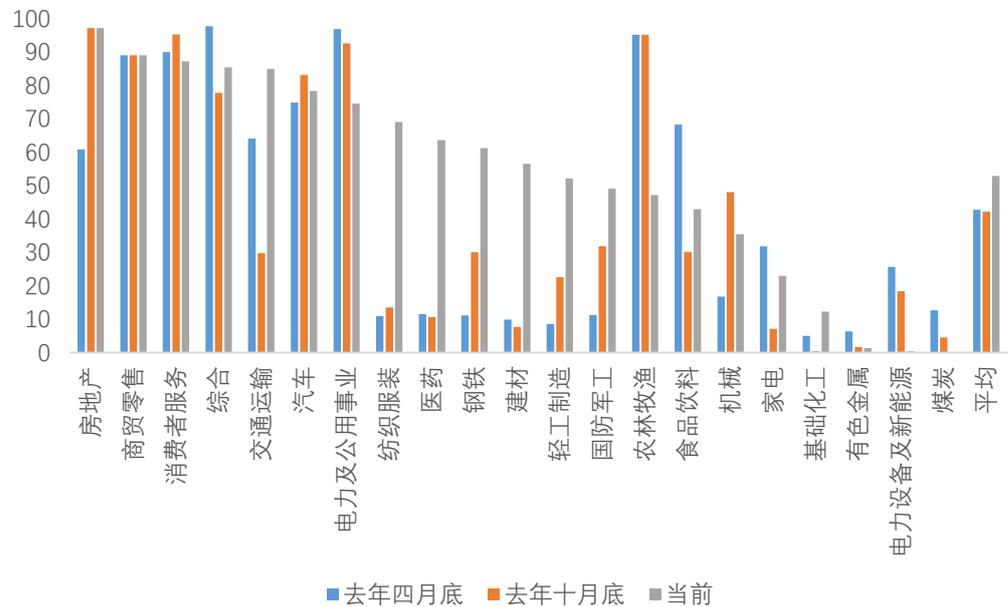
图 2：当前一级行业的风险溢价和交易拥挤度的分化程度高于去年 4 月底和 10 月底时的情形（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

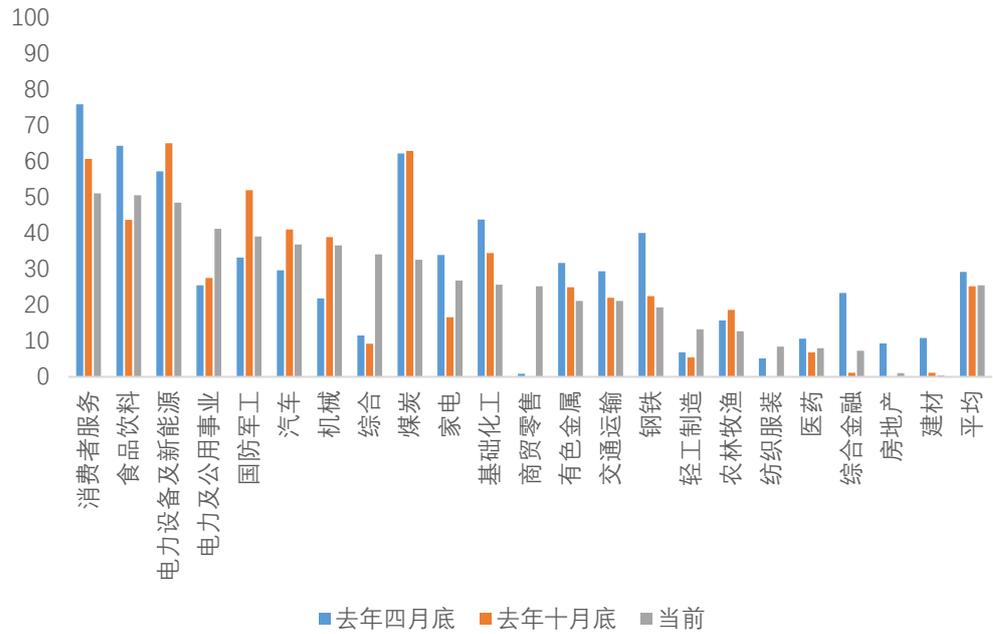
如果剔除 AI（电子、通信、传媒和计算机）和中特估（建筑、石油石化、金融）这两个主题，一级行业的 PE 分位数均值（2010 年至今）为 53%，略高于去年四月底的 43% 和十月底的 42%，PB 分位数均值为 25%，略低于去年四月底的 29%，与去年十月底基本持平。

图 3：剔除主题之后一级行业估值（PE）分位数平均值与去年两个底部更加接近（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

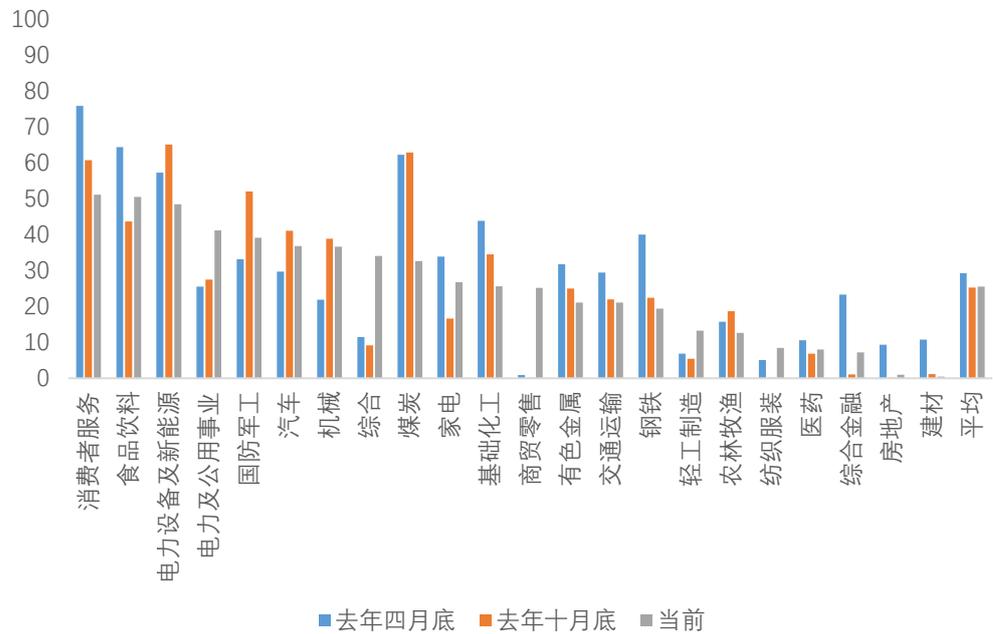
图 4：剔除主题之后一级行业估值（PB）分位数平均值与去年两个底部更加接近（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

再看风险溢价（即股债收益差），剔除 AI 和中特估主题后，一级行业的 ERP 分位数均值为 55%，低于去年四月底的 66%和去年十月底的 65%。

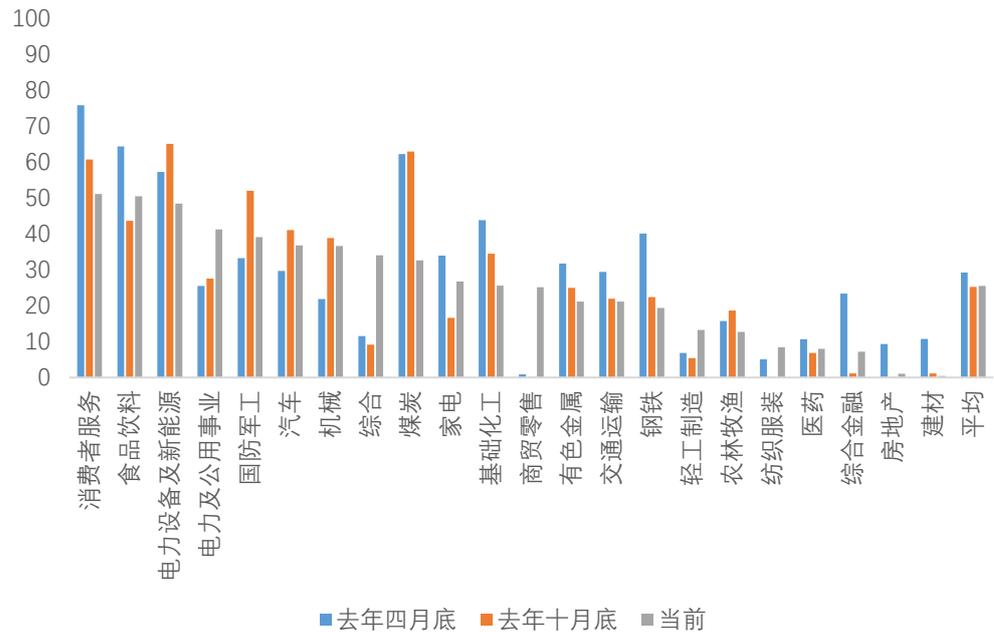
图 5：剔除主题之后一级行业 ERP 略低于去年四月底和十月底（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

最后看交易拥挤度，剔除 AI 和中特估主题后，交易拥挤度平均分位数（28%）仍然略高于去年四月底和十月底的水平（20%和 23%），市场情绪悲观的程度仍然不及当时。

图 6：剔除主题之后一级行业交易拥挤度略高于去年四月底和十月底，市场情绪悲观的程度仍然不及当时（百分位数）



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合来看，我们认为，目前 A 股无论是从中期性价比还是短期盈亏比的角度来看都已经开始具有配置价值，但由于主题板块之前的火热交易，所以赔率并没有高到极致。在剔除 AI 和中特估等主题行业后，估值（风险溢价）和情绪（拥挤度）相较去年四月底和十月底还有差距，但差距已经不大。这意味着尽管避险情绪仍浓，但我们认为除主题板块外的 A 股部分（流通市值占比 61%），进一步下跌的空间已经逐渐消化；与此同时市场要想走出指数级别的反弹，仅靠便宜是不够的，需要后续政策面、基本面和外部环境中的一到两个因素发生变化，改变市场的悲观情绪和存量资金状况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com