



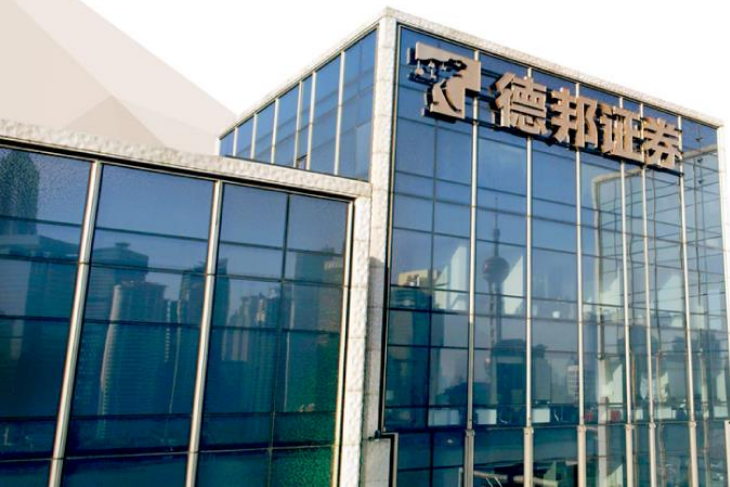
德邦证券  
Topsperity Securities

2023年04月06日

证券研究报告 | 策略专题

# 渐入佳境

## ——A股动静框架之静态指标



证券分析师

姓名：吴开达

资格编号：S0120521010001

邮箱：wukd@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：林晨

资格编号：S0120522040001

邮箱：linchen@tebon.com.cn

## 投资要点

- **渐入佳境。**根据《待春来启示录》，我们将4个大类指标展开多个细分项进行分析，最新监测结论如下表所示：1) 资产联动指标中股债相关指标显示**目前股票相对债券的配置价值较极值有所下降，但长周期上看价值较高**；市场配置指标方面，目前估值已经出现明显修复，全A17.9X，大部分宽基指数历史分位数低于50%，而估值分化程度方面由于3月市场行情更偏结构性，小幅提升，**历史分位数54.0%**。2) 市场交易/情绪指标方面，3月换手率较上月变化不大，成交额占前高比例仍然在中位水平，**交易不温不火，行业趋势指标有修复仍然处于低位，但个股趋势指标则出现降温**；3) 投资者行为方面，回购规模变化不大，净减持规模小幅提升。资金流指标分位回升至85%，但0.42的指标值距离21年初最高的0.52尚有距离。
- **风险提示：海外局势演化超预期，通胀持续性超预期，流动性收紧超预期，疫情反复超预期。**

### 4大类A股状态监测指标以及结果汇总

大类指标	细分指标	情况	静态指标系列					备注
			目前数值	历史中位数	目前分位数	上一轮低点	上一轮高点	
资产联动指标	股债相对收益率	23年以来分位由97%水平分别回落至92%附近，由极值收敛	0.67%/-0.94% (分别为除/减)	0.47%/-1.80% (2004年以来)	92%/93%	0.41%/-1.92% (2021年)	-	数值越高表示配置价值越高
	持有股债收益差	3月有所回落	2.22%	6.58% (2012年以来)	15.20%	<0	11.86% (2021年)	数值越低表示配置价值越高
	ERP	3月分位数小幅上行，或表明经济复苏持续性存疑	2.73%	1.59% (2002年以来)	72.80%	3.73% (2022年)	0.96% (2021年)	数值越高表示配置价值越高
市场配置指标	PE	wind全A为18X，3月变化不大	17.9X (万得全A)	19.4X (2005年以来)	38.80%	-	-	
	估值分化程度	历史分位数54.0%	0.79	0.781 (2005年以来)	54.00%	0.884 (2022年)	-	系数越低，风险越大
市场交易/情绪指标	换手率	3月位于1%以上震荡，定价状态较为理性温和	1.10%	1.1% (2000年以来)	50.00%	-	1.85% (2021年)	换手率越高，风险越大
	成交额占前高比例	3月日均成交额占前高比例回升至中位以上	53%	-	43% (2003年以来)	-	78% (2021年9月)	指标越高，风险越大
	行业趋势指标	有修复，但处于历史低位，仍有修复空间	-1795	275 (2005年以来)	-	-8575 (2022年)	9311 (2020年)	指标越高，风险越大
	个股趋势指标	3月降温，低于2021年12月、2019年4月、2020年9月	58.30%	-	-	-	71.1% (2021年12月)	指标越高，风险越大
投资者行为	股东回购	3月回购规模变化不大	-	-	-	-	-	
	产业资本增减持	产业资本净减持小幅提升	-415亿	-	-	-	-	
	3主体资金流	当前分位在85%，隔夜通回暖，融券延续高位	0.42	0.02 (2016年以来)	85%	-	0.52 (2021年)	指标越高，风险越大

## 1. 大类资产联动指标

- 股债相对收益率衡量当前股票资产内含收益率与国债收益率相比性价比如何。一般有“相除”、“相减”两种形式的计算方法，两者趋势变化相同，但“相除”的计算结果波动更大，更加方便与历史情形作对比。截至2月5日，两种形式的股债相对收益率均处于历史高水平，以2004年以来分位数衡量，均在90%分位以上，代表股票资产当前相比于债券资产的性价比较高，但经历2023年以来股票市场上涨后，分位已经由97%水平分别回落至92%、93%。
- 对比绝对水平，3/31两种指标形式分别为**0.67、-0.94%**，上一轮2021年指标低点为2月18日的**0.41、-1.92%**，指标历史中位数为**0.47、-1.80%**。（分位统计自2004年以来）

两种股债相对收益率的形式，年初以来高位稍有回落



## 1. 大类资产联动指标

- 上述股债相对收益率虽然能够衡量股债性价比，但无法反映持有股票资产与持有债券资产的真实收益率情况。为此我们计算指标“持有股债收益差”，计算方式具体为：某时点的过去十年所有时点持有股票资产一年以上至该时点的年化收益率，减去同时间区间下债券资产的年化收益率，再对所有时点的年化收益率差取平均，得到该时点“持有股债收益差”的取值。我们对于股票资产的选取采用万得全A指数，债券资产的选取采用中债-国开行债券总价(7-10年)指数，时点采用周频分割，该指标2012年至今走势如下图所示。
- 3/31，持有股债收益差为2.22%，即代表过去十年任意时点做多万得全A指数一年以上，至今相比于做多长期国债指数的收益率平均下来多2.22%，这一水平的历史分位数为15.20%。相比于历史低点，2012年12月曾达到-0.25%，2019年初曾达到-2.01%，以及2022年11月初的短暂转负，当前股债收益差仍处于较低状态，具备上行空间。上一轮2021年高点为2月26日11.86%，中位数为6.68%。（分位统计自2012年2月以来）



## 1. 大类资产联动指标

- 股权风险溢价ERP(equity risk premium)是指市场投资组合或具有市场平均风险的股票收益率与无风险收益率的差额。我们采用万得全A指数的PE-TTM以及10年期国债到期收益率作为无风险收益率代入计算得到ERP。
- 在22年10月底ERP最高点达3.73%，11月市场反弹、且债市调整。截至3/31，ERP在2.73%水平，即在一倍标准差3.24%的下方。
- 对比历史2008-2009、2011-2014、2018-2019，ERP都曾达到过4%以上水平；且ERP分位来看，当前已回落至75%以下，当前ERP水平已一定程度上反映了经济基本面的改善，上一轮2021年低点为3月9日0.96%，中位数为1.59%。（分位统计自2002年以来）

2002年以来A股ERP走势，当前ERP在一倍标准差以下



## 2. 市场配置指标

- 从目前估值水平来看，当前已经有明显回升，但大部分宽基指数仍低于历史分位数**50%**。3/31，Wind全A的动态市盈率为**17.9X**（历史分位数38.8%，中位数为19.4X）。创业板50、科创50、沪深300历史分位数分别为8.0%、26.0%、32.0%，中证500、中证1000的历史分位数分别为17.2%、18.5%，均低于50%。

### 主要宽基指数估值（PE\_ttm）的历史对比

代码	指数	2005/6/3	2008/10/27	2012/12/3	2013/6/25	2016/1/28	2018/10/18	2022/4/26	2023/3/31	中位数	分位数水平
881001.WI	WIND全A	18.0	13.2	11.9	12.0	17.1	13.1	15.2	17.9	19.4	38.8%
881003.WI	WIND全A(非金融石油石化)	20.4	14.2	19.7	21.6	34.4	17.8	23.3	29.0	29.6	48.0%
000001.SH	上证指数	16.5	12.9	10.2	9.7	12.5	11.1	11.2	13.3	15.0	34.4%
000016.SH	上证50	12.0	12.1	8.7	7.8	8.4	9.3	9.5	9.7	10.9	26.4%
000300.SH	沪深300	13.0	12.2	9.5	8.9	10.7	10.5	11.2	12.1	13.4	32.0%
000905.SH	中证500	-	17.5	26.1	28.4	37.7	16.7	15.6	23.4	30.8	17.2%
000852.SH	中证1000	-	-	-	-	66.6	18.9	24.0	30.8	40.8	18.5%
399303.SZ	国证2000	-	-	-	-	75.6	24.1	28.6	45.5	43.4	52.2%
399005.SZ	中小100	-	14.8	20.5	25.8	29.6	19.5	24.9	22.7	32.2	6.6%
399006.SZ	创业板指	-	-	28.8	47.2	52.5	27.0	40.1	35.9	52.5	9.2%
399673.SZ	创业板50	-	-	-	-	63.6	28.3	35.2	34.7	53.7	8.0%
000688.SH	科创50	-	-	-	-	-	-	35.3	43.6	62.3	26.0%

## 2. 市场配置指标

- 估值分化程度性价比一般，表明后续普涨可能性较小，行情更可能以轮动的形式展开。另外，在此前报告中，我们曾经用估值变异系数来提示全面牛市的顶部风险，同样其也可用来提示底部的情况。过去几个低点为2005年7月（0.922）、2008年10月（1.002）、2012年7月与11月（0.863、0.864）、2018年10月（0.889）、2022年4月（0.884）。截至2023/3/31，全A估值变异系数为0.79，由于3月市场行情更偏结构性，全A的估值差异度有所上升，但长周期方面，历史中位数为0.781，目前处于54.0%分位数。（注：变异系数越低，风险越大。）

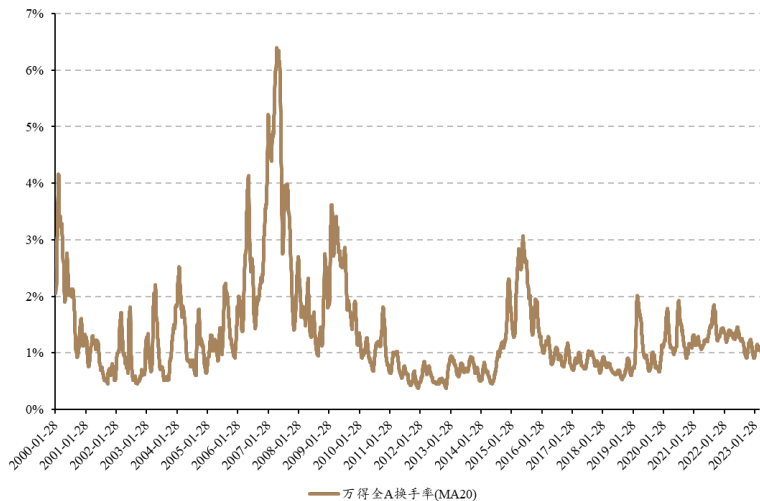
全A估值变异系数1月明显下行长周期上仍然处于高位



### 3. 市场交易/情绪指标

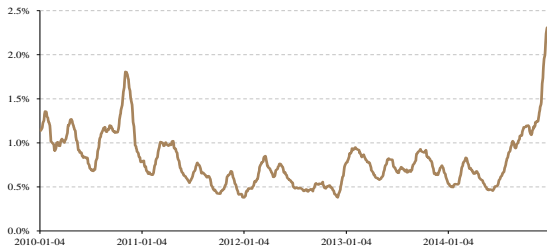
- 换手率代表了一定时间内市场中股票转手买卖的频率，可以很好的衡量市场的交易活跃程度。我们采用万得全A日频换手率的20日平均来衡量观察全市场的交易情况。由历史走势可以看出，牛市交易往往更为活跃，体现为大部分时间换手率水平都位于1%以上；而熊市则伴随着换手率的持续走低，交易萎靡。
- 对比历史市场走弱时期换手率水平：2011-2012年换手率不断走低，市场交易持续萎缩，换手率最低点在2012年初下至0.4%以下，而此后大部分时间在0.5%-1%区间内震荡两年有余；2018年初换手率水平由接近1%持续走低，最低点出现在9月的0.5%水平。2023年以来，全市场虽然普涨，但换手率并未反映过热状态，3月换手率MA20水平位于1%以上震荡，且历史分位数为50%中等水平（指标中位数为1.10%，上一轮指标高点在2021年9月27日1.85%），反映市场温和上涨，定价状态较为理性。（分位统计自2000年以来）

#### 万得全A日频换手率MA20



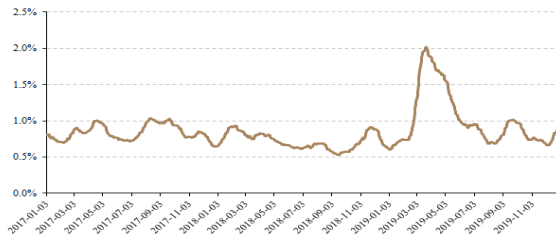
#### 2010-2014年万得全A换手率（MA20）走势

2010-2014年万得全A换手率（MA20）走势



#### 2017-2019年万得全A换手率（MA20）走势

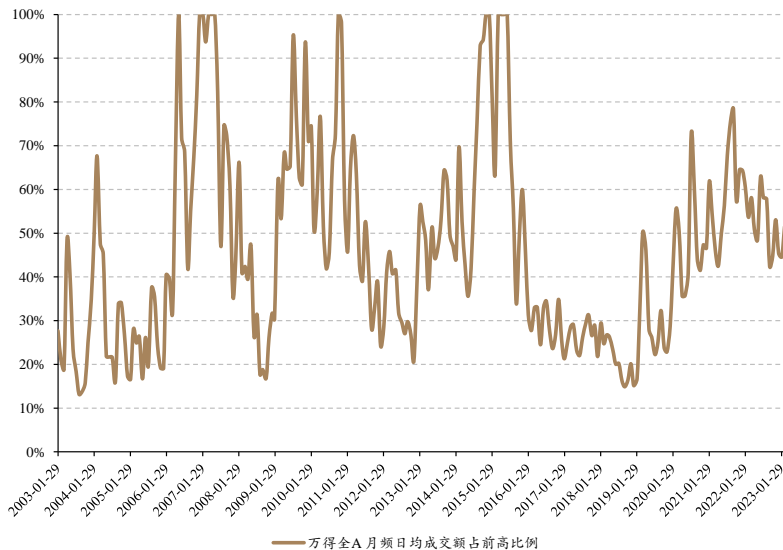
2017-2019年万得全A换手率（MA20）走势



### 3. 市场交易/情绪指标

- 我们采用万得全A月频日均成交额占前高比例，来从时间纵向维度更好的对比当前与历史的市场活跃程度。
- 可以看出历史上市场低点时的月频日均成交额往往对应着前期高点时的20%水平。尽管2015年的杠杆牛市有着月频30万亿的天量成交额，但2018年低点时的成交额占前高比例依然在15%水平，说明20%的阈值具备一定的稳定性；同时当占比向上超过80%时，也一定程度意味着市场交易过热。
- 2023年3月的日均成交额占前高比例53%，为历史中位水平，**指标上一轮高点为2021年9月的78%**，历史中位数为43%。（分位统计自2003年以来）

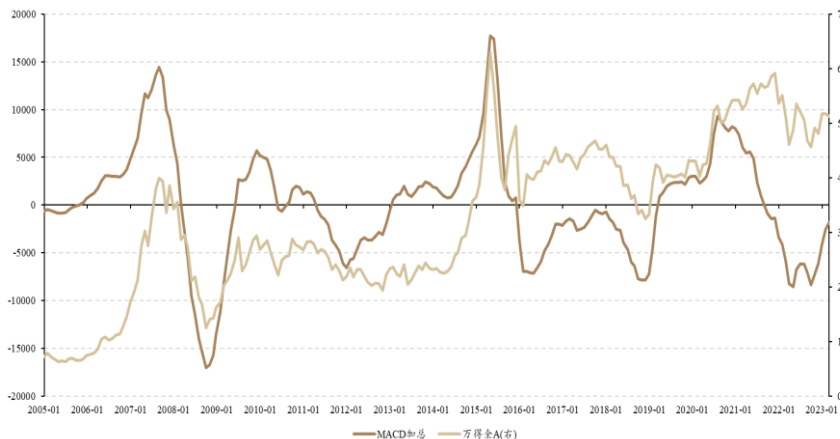
#### 万得全A月频日均成交额占前高比例



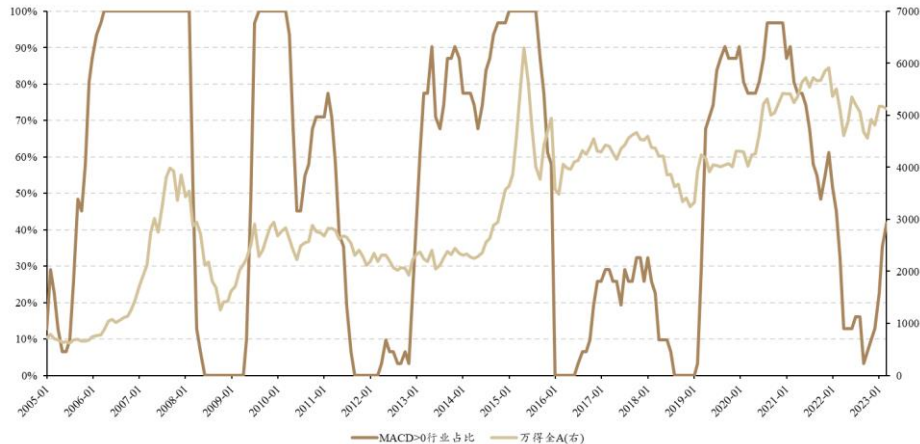
### 3. 市场交易/情绪指标

- 通常可以将市场划分为：牛市、熊市、结构市三种类型。区别的关键在于其中是否存在结构性机会，即熊市往往是所有行业的趋势都会走弱。我们处理得到两类指标。一方面，我们对各行业的MACD值进行加总，另外则通过衡量MACD为负的数量占比（月度MACD趋势性较强），这两个指标为一体两面。
- 从历史上来看，典型的熊市触底前往往会出现所有的行业MACD<0这一现象，比如2008年7月vs2018年10月；2011年9月vs2012年11月；2016年1月vs2016年2月；2018年8月vs2018年12月。**2023年在3月达到42%**，自2022年9月以来持续提升，**过去几轮的高点均在90%以上**。
- 行业机会仍然广阔。MACD值的最低值分别出现在2008年10月、2012年1月、2016年1月、2018年12月，除了2012年以外，与整体指数触底的时间是一致的。2008、2012、2016、2018年的最低值分别为-17069、-6592、-7155、-7873。2022年在5月达到最低的-8575点，10月二次探底此后小幅回升，**3/31为-1795**，**继续修复但仍然处于低位**，**历史中位数为275**，2019年至今的高点为2020年8月的9311。

#### 行业MACD的和处于历史低位



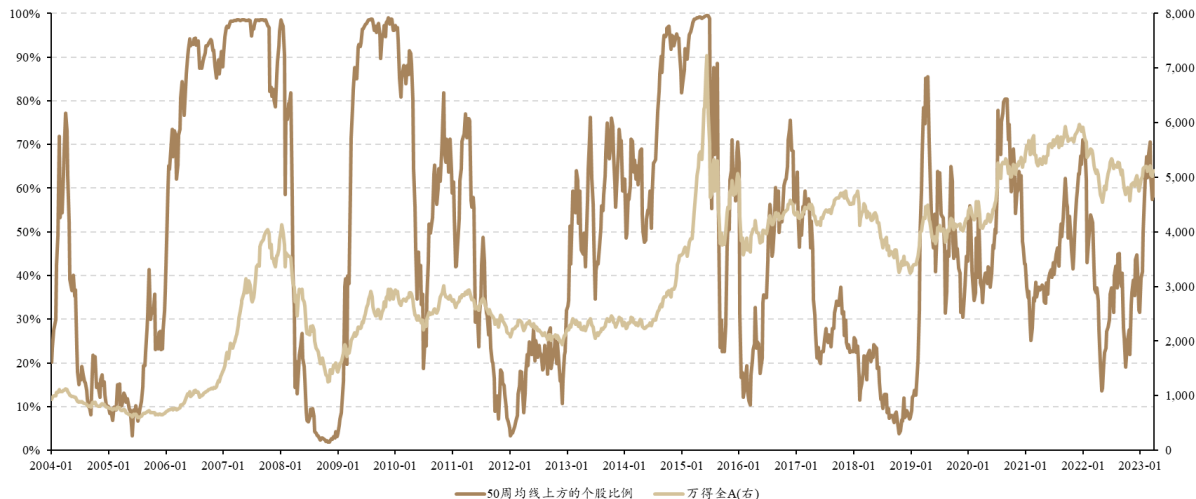
#### 当前MACD为正的行业占比处于低位



### 3. 市场交易/情绪指标

- 前文我们描述了整体市场、行业情况，顺着前文思路，接续我们开始描述个股情况。在交易上，年线对于市场的意义重大，因此我们观察处于年线以上的个股比例。图中，我们采用周度指标，因此用50周来替代年线（250日）。
- 当市场逐步进入牛市时，处于年线上方的个股比例也会逐渐增加，反之当市场进入熊市时，个股均会逐渐落入年线下方。2004年至今，在每一轮熊市中，50周均线上方最少的低点分别出现在2005年6月3日（3.26%）、2008年11月7日（1.93%）、2012年1月6日（3.35%）、2016年3月11日（10.32%）、2018年10月19日（3.81%）。但需要注意的是这与指数的低点并不是一一对应，比如2012年（领先接近11个月）、2016年（滞后1个月有余），但从自下而上的投资上来看，这个指标也具有一定的参考意义。
- 截至2023/3/31，该值为58.3%，较高位有所回落，低于2021年12月的71.1%、2019/4/19的85.6%、2020年9月的80%。

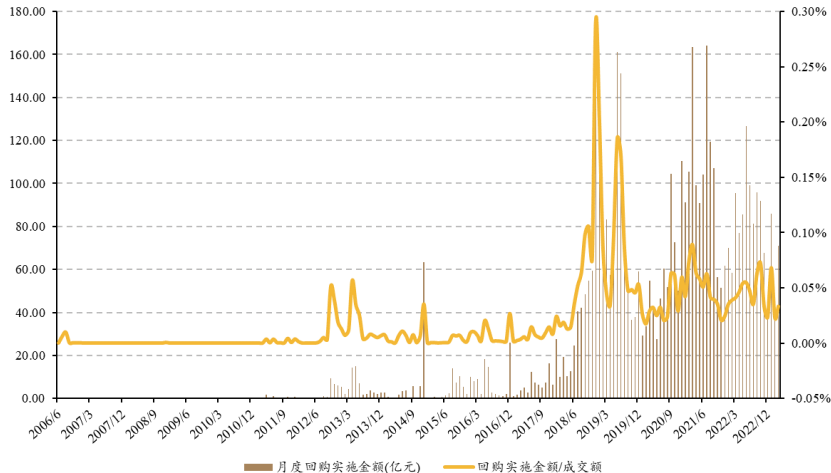
50周线上方的个股比例目前尚未触及极值水平



## 4.投资者行为

- 上市公司股票回购一般用于股票注销、股权激励计划、市值管理等用途，而进行回购的时机往往会选择在股价处于合理价值或是低估状态时进行。当全市场大幅回调，绝大部分公司股价位于低点，理论上会出现大规模的回购潮。
- 观察全市场历史的月频回购实施金额，在2012年以前规模极小，而第一次回购潮始于2012年10月回购金额快速放大至9亿以上，而后万得全A指数收盘价于12月初见底，当时10月回购金额占当月成交额比例在0.05%水平；第二次回购潮始于2018年7月回购金额突破40亿，而后万得全A指数收盘价于10月见底，而当时7月回购金额占当月成交额比例同样在0.05%水平。此后股票回购成为上市公司普遍接受并采用的一种交易行为，并且在2020-2021年再度迎来一波回购潮，2021年底回购金额占成交额比例下探至0.02%。22年底，回购规模有所缩水。
- 2023年3月回购规模较2月小幅反弹，至71亿水平，占成交额比例0.03%。

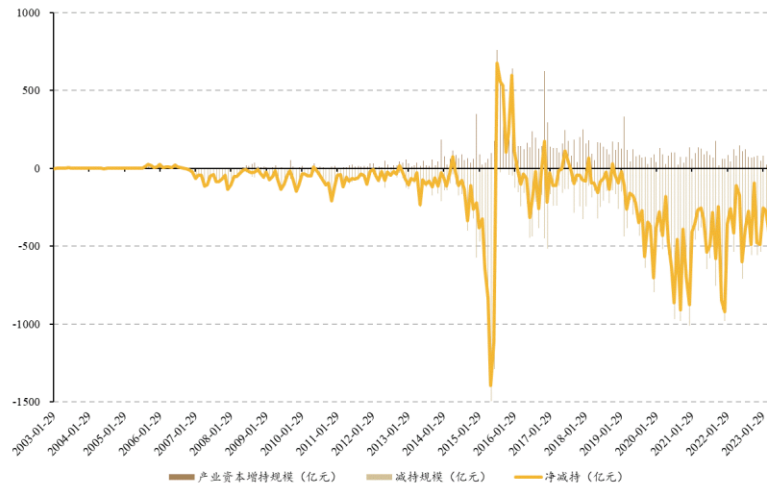
### 2023年2月回购规模回落



## 4.投资者行为

- 产业资本增减持往往侧面反映上市公司重要股东对于股价高低的看法，认为股价高估的往往会有减持行为，反之则相应增持。由于存在一级市场投资的重要股东退出行为，所以二级市场上产业资本大部分时间表现为净减持状态。
- 整体增减持规模在2005年之前较低，而市场回调的2005-2006年整体表现为净增持，进入2007年市场不断上涨之后则表现为净减持不断放大至百亿以上；在2012年市场底部同样表现为净减持较少且10月为净增持；2018年10月同样表现为净增持。此后全市场月度净减持规模常年位于百亿以上，市场的阶段性底部往往表现为净减持在百亿水平附近，例如22年4月。
- 23年3月市场结构性行情，产业资本净减持小幅走阔，约为-416亿水平。

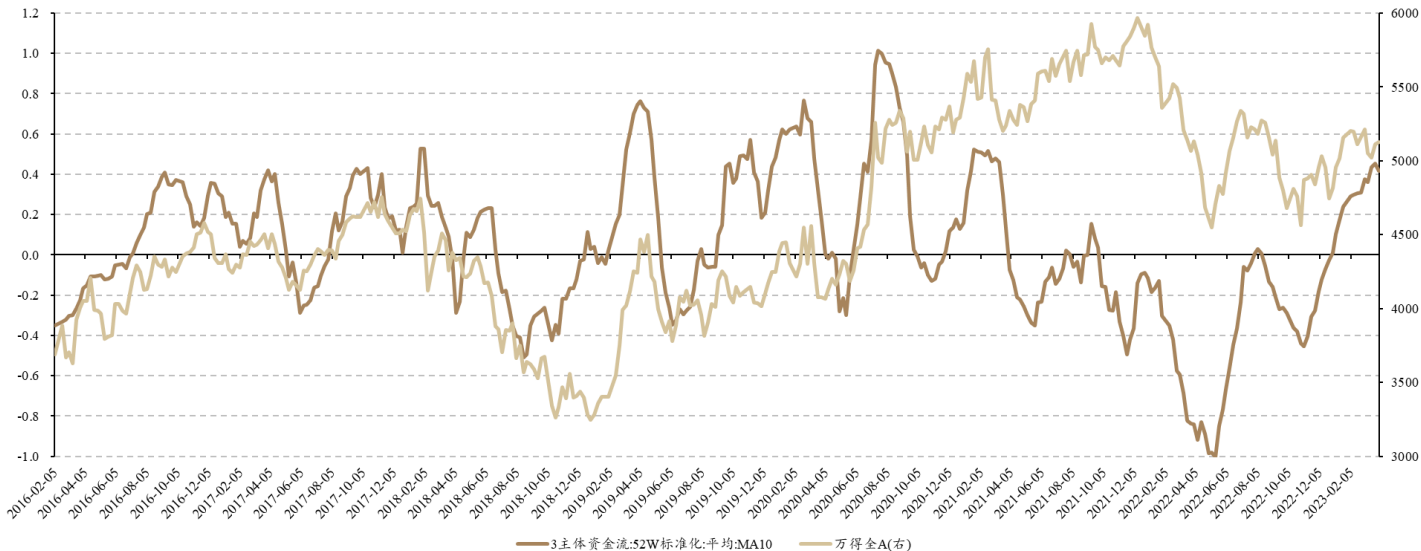
### 2023年2月净减持规模走平



## 4.投资者行为

- 我们根据三大投资主体资金动向，并分别做52周的标准化后三者取平均，最后做10期的移动平滑，得到资金流指标走势。
- 3/31该指标为0.42，比2022全年指标值都要更高，2021年指标最高值在1月24日的0.52，此后一路震荡走低至2022年5月15日的-1.00。
- 当前指标值2016年以来分位数为85%，历史中位水平为0.02。（分位统计自2016年以来）

资金流指标在历史较高位，去年底以来资金供给持续改善



## 5. 风险提示

- 海外局势演化超预期，通胀持续性超预期，流动性收紧超预期，疫情反复超预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券董事总经理|研究所副所长、总量组长、首席策略分析师（含公司、新股、REITs研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师，主要研究市场微观结构。曾任国泰君安策略联席首席，所在团队获得过策略研究新财富、II-China、水晶球、金牛奖等多个最佳分析师奖项，拥有超过10年资本市场投研经历，兼具一级、二级买方投资及二级卖方研究经验，践行“自由无用，策略知行”。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

# 免责声明

**分析师承诺：**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



**德邦证券**  
Topsperty Securities

## 德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616      传 真：+86 21 68767880

400-8888-128